

基金激励机制与 投资行为研究

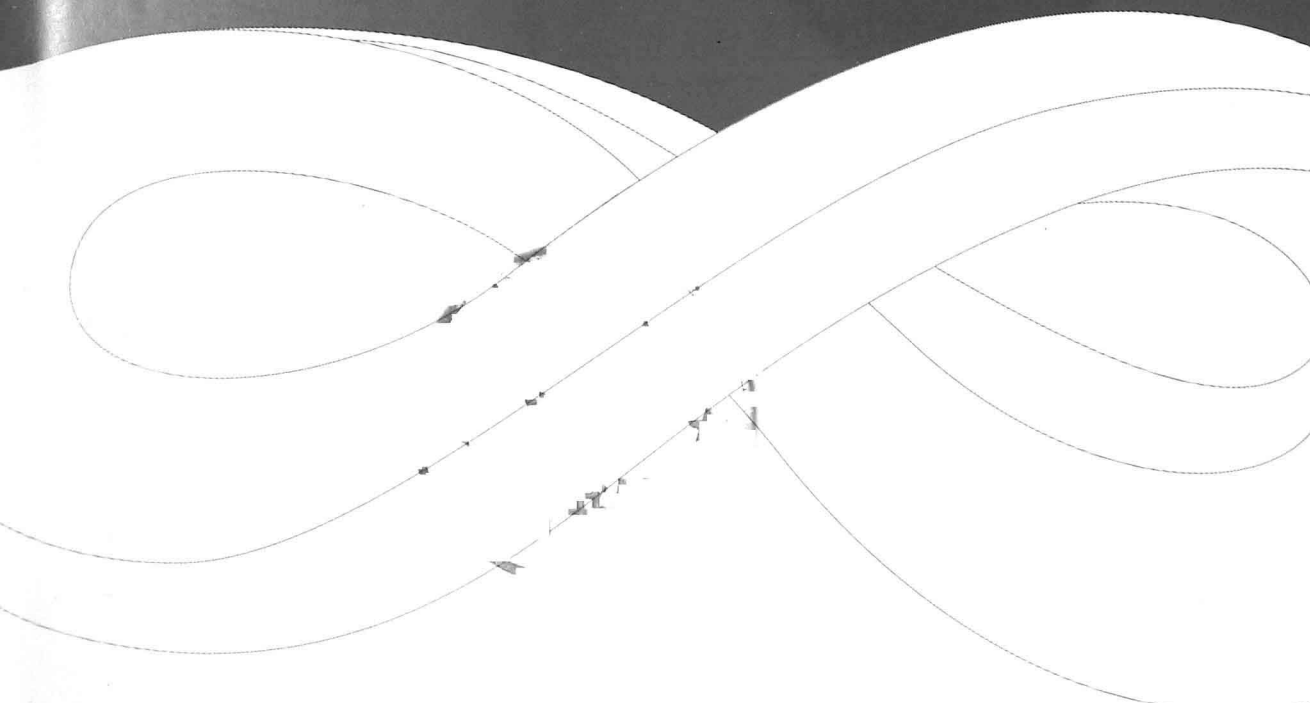
曹兴 著



科学出版社

基金激励机制与 投资行为研究

曹 兴 著



科 学 出 版 社

北 京

内 容 简 介

本书立足于中国基金行业的实际情况,具体分析了基金行业的激励与投资行为问题。在此基础上,本书设计了基金激励机制,以规范基金经理投资行为,从而达到稳定股市的目的。全书一共五个部分,共计十三章,对基金激励机制、投资行为与股市稳定之间的关系,进行了全面、深入的分析。本书研究与实践紧密联系,基于理论与实证研究所提出的对策具有针对性,能够为我国基金行业的发展提供良好的指导。

本书适合从事金融风险管理、金融学、公司治理、管理科学与工程等专业的研究人员和高等院校师生阅读参考,也可作为基金管理、机构投资等方面从业人员的参考书。

图书在版编目(CIP)数据

基金激励机制与投资行为研究 / 曹兴著. —北京: 科学出版社, 2014

ISBN 978-7-03-039631-0

I. ①基… II. ①曹… III. ①基金管理-激励-研究-中国 ②基金-投资行为-研究-中国 IV. ①F832.51

中国版本图书馆CIP数据核字(2014)第012895号

责任编辑: 林 剑 责任校对: 赵桂芬
责任印制: 赵德静 / 封面设计: 耕者工作室

科学出版社 出版

北京东黄城根北街16号

邮政编码: 100717

<http://www.sciencep.com>

新科印刷厂印刷

科学出版社发行 各地新华书店经销

*

2014年1月第 一 版 开本: 720×1000 1/16

2014年1月第一次印刷 印张: 19 3/4 插页: 2

字数: 400 000

定价: 118.00 元

(如有印装质量问题, 我社负责调换)

课题组主要成员

曹 兴
秦耀华

彭 耿
聂雁威

杨春白雪
龙凤珍

邬陈锋

作者简介

曹兴，男，1964年1月生；管理学博士，中南大学教授，博士生导师，2010年调任湖南工业大学担任副校长；中南大学国家重点学科“管理科学与工程”技术创新与技术管理方向学术带头人之一，国家自然科学基金委员会“复杂环境下不确定性决策的理论与应用研究”创新研究群体主要研究骨干；2007年被评为“教育部新世纪优秀人才”。

主要学术与社会兼职为：担任湖南省系统工程与管理研究会常务理事、副理事长，《系统工程》杂志编委，湖南省人力资源管理学会副会长，中国社会经济系统分析研究会理事；担任国家自然科学基金委员会管理科学部基金项目、国家哲学社会科学基金项目通讯评审专家，湖南省哲学社会科学基金项目评审专家，湖南省科学技术进步奖评审专家。

主要研究领域为技术管理和技术核心能力构建，技术联盟、网络组织与知识管理，高技术企业、新兴技术企业及其成长性，风险投资、投资决策及其风险管理等。主持完成了国家自然科学基金项目、国家哲学社会科学基金项目、教育部高校博士点基金项目、湖南省软科学研究计划重点项目、湖南省哲学社会科学基金项目等10多项科研项目。主持和参与的项目曾获国家科技进步二等奖1项、国家教学成果二等奖1项、省部级一等奖3项、省部级二等奖4项、省部级三等奖2项。在《管理科学学报》《中国软科学》《科研管理》《科学学研究》等期刊上发表学术论文80余篇。

目前，正在主持湖南省哲学社会科学基金重大项目“湖南战略性新兴产业协同创新与发展对策研究”，湖南省哲学社会科学基金重点项目“新兴战略产业中自主技术创新能力形成与提升研究”等项目，参与国家自然科学基金委员会“复杂环境下不确定性决策的理论与应用研究”创新研究群体项目，教育部哲学社会科学研究重大项目“两型建设标准及指标体系研究”等项目研究。

前 言

证券投资基金已成为证券市场上的重要投资主体之一，其专业投资对扩大证券市场的规模、稳定股市等都有着重要的作用。但目前，基金激励机制不能有效地规范基金经理的投资行为，损害了基金投资者的利益，阻碍了基金业的发展。因此，对基金激励机制进行研究，规范基金经理投资行为，寻求完善基金激励机制的方法，对促进我国股市稳定发展具有重要的理论意义和现实价值。

本书对基金经理影响投资组合收益及风险的机理进行理论分析，并以此作为课题研究的理论基础，在假定激励契约为线性的条件下，分析线性契约在基金行业中的应用，以及两种费用结构契约（对称费用结构与非对称费用结构）对基金经理投资行为的影响，并对其进行比较分析。结合我国股票市场的实际，对管理费激励和相对业绩排名激励的应用效果进行实证研究；从理论分析和实证检验的角度，研究显性激励中的管理费激励对基金经理投资行为的影响，采用了改进的实证方法分析了相对业绩激励的实践效果；从激励机制的角度对中国股票市场上存在的“羊群”行为、“老鼠仓”行为、基金自购行为等相关问题进行了分析。通过以上研究，提出了持基激励机制，构建了持基激励模型，对持基激励进行了机理分析，结合我国实际，对管理人持基数据进行了实证分析，在此基础上，提出了完善基金激励机制促进我国股票市场稳定发展的对策建议。

本书的理论意义在于将激励理论、证券投资组合理论、行为金融理论纳入到基金经理激励理论的研究框架中，对原有研究的理论与方法进行了拓展和补充，丰富和完善了基金经理激励的相关理论，讨论不同的激励契约对经理投资行为的影响，实证检验理论分析所得到的结论，构建适合我国基金行业发展的最优激励机制。其现实价值在于通过对经理人激励的设计，规范机构投资者的投资行为，避免一些不理性的、影响股票市场稳定的投资行为的发生，如“羊群”行为、“老鼠仓”行为等，通过设计最优的激励机制，规避经理人的道德风险，对于投资者和股票市场的稳定发展，具有重要的现实价值。

本书是国家哲学社会科学基金项目“基金行业激励机制设计与中国股票市场

健康发展问题研究”（项目编号：08BJY152）的主要研究成果之一。尽管本书的出版标志着此项课题正式完成，但在我国股票市场健康发展方面还有大量的理论和实践问题亟待研究和解决。因此，本书仅是抛砖引玉，希望更多的专家和学者提出宝贵意见。

因笔者能力有限，书中存在纰漏在所难免，敬请各位读者批评指正。

曹 兴

2013 年 4 月

目 录

第一篇 基 础 篇

第一章 绪论	3
第一节 证券投资基金对股市稳定的重要性	3
第二节 中国证券投资基金发展现状	5
第三节 中国证券投资基金发展中存在的问题	7
第四节 研究对象的界定	8
第五节 本书研究的主要内容	11
第二章 相关理论与研究现状	15
第一节 委托代理理论	15
第二节 投资组合理论	18
第三节 委托投资组合管理研究	19
第四节 基金经理激励机制研究	30
第五节 基金投资行为与股市稳定研究	39

第二篇 理 论 篇

第三章 基金经理投资行为的解释	49
第一节 基金经理投资行为相关研究	49
第二节 有效投资组合前沿的移动	50
第四章 线性契约对基金经理投资行为的影响研究	57
第一节 基金线性激励契约的特征	57
第二节 基准组合对基金线性契约的影响分析	62
第五章 不同费用结构的线性契约激励效果研究	71
第一节 基金最优费用结构的特征	71
第二节 不同费用结构的线性契约	73
第三节 不同费用结构对基金经理风险承担激励的比较	76

第三篇 实证篇

第六章 基金管理费激励的效果研究	83
第一节 基金管理费激励的特征	83
第二节 管理费激励的有效性研究	85
第三节 管理费激励对基金经理投资行为的影响研究	103
第七章 相对业绩激励对基金经理风险选择的影响研究	124
第一节 相对业绩评估的特征	124
第二节 相对业绩激励对基金经理风险选择影响的理论分析	125
第三节 相对业绩激励对基金经理风险选择影响的实证分析	127
第八章 激励机制对基金“羊群”行为的影响研究	136
第一节 激励机制下“羊群”行为机理分析	136
第二节 激励机制对“羊群”行为影响的实证分析	148
第九章 激励机制对基金“老鼠仓”行为的影响研究	175
第一节 激励机制对“老鼠仓”行为影响的机理分析	175
第二节 “老鼠仓”行为案例分析	182
第十章 基金自购行为的激励效果研究	190
第一节 基金自购激励效果的机理分析	190
第二节 基金自购激励效果的实证分析	205

第四篇 实践篇

第十一章 中国基金激励机制设计与优化	241
第一节 国内外基金激励经验借鉴	241
第二节 中国基金激励设计——持基激励机制	244
第三节 持基激励对基金经理投资行为影响的实证研究	251
第四节 持基激励的效果分析	274
第十二章 完善基金激励机制促进股市稳定发展的相关建议	278
第一节 建立持基激励机制	278
第二节 进一步细化管理费激励机制	279
第三节 完善声誉激励机制	280
第四节 基金激励机制运行的保障性措施	281

第五篇 总 结 篇

第十三章 结论与展望 287

 第一节 研究结论 287

 第二节 研究展望 290

参考文献 292

后记 305

第一篇

基础篇

第一章 绪 论

第一节 证券投资基金对股市稳定的重要性

证券投资基金的发展改善了投资者结构，在引导投资理念、加强对上市公司的外部制约、促进上市公司改善治理结构、维护投资者利益、推进股权分置改革实施等方面发挥了重要的作用，对资本市场、金融业及实体经济都产生了重要影响。作为目前证券市场上最重要的机构投资者群体之一，其行为对稳定股市有着重要的意义。

近几年，中国监管层一直强调积极发展机构投资者的政策，前中国证券监督管理委员会（简称证监会）主席尚福林在第四届中国证券投资基金国际论坛曾提出：“发展机构投资者对完善中国金融体系和实现经济发展的远景目标具有非常重要的作用，是金融服务业的重要组成部分，也是建立现代金融体系以及社会主义市场经济体制的客观要求。”同时，他也指出发展机构投资者具有“四个有利于”：有利于改善储蓄转化为投资的机制与效率，促进直接金融市场的发展；有利于促进不同金融市场之间的有机结合与协调发展，健全金融市场的运行机制；有利于分散金融风险，促进金融体系的稳定运行；有利于实现社会保障体系与宏观经济的良性互动发展。

机构投资者是指具有法人资格并由投资专家管理，以其所能利用的资金在证券市场上进行各类股票和债券投资的机构。机构投资者有广义和狭义之分，在西方国家，广义的机构投资者不仅包括证券投资基金、养老基金、社会保险基金、证券公司、保险公司，还包括各种私人捐款的基金会和社会慈善机构。狭义的机构投资者主要是指证券投资基金、养老基金、社会保险基金、证券公司及保险公司，其中证券投资基金是机构投资者的重要组成部分。

证券投资基金是一种利益共享、风险共担的集合投资方式，它通过发行基金份额，集中不特定投资者的资金，委托专业的基金管理公司进行证券资产的投资管理，以达到分散风险、节约成本、提高收益的目的。证券投资基金是最为规范的投资主体之一，因此发展机构投资者必须大力发展证券投资基金业。1998年3月我国首批规范的基金管理公司——南方和国泰基金管理有限公司先后成立，成

为中国基金业发展的起始标志。在证监会的政策指导下，中国基金业得到了突飞猛进的发展，截至 2012 年 12 月 31 日，中国共设立基金管理公司 70 家，基金数量达 1174 只，基金份额为 31 558.97 亿份，管理净资产规模为 27 967.03 亿元。其对中国证券市场的发展所起的重要作用，主要表现在以下两个方面。

1) 发展证券投资基金有助于证券市场规模的扩大

证券市场的发展离不开强有力的资金支持，尤其是在证券市场扩容速度加快时，更需要大量的后续资金源源不断地注入。如果后续资金不能满足市场扩容的要求，则不利于经济的发展，更不利优质企业的发展。因为，优质企业一般均可以上市，资本市场如果有大量的资金供给，优质企业则更便于筹集资金。如果缺乏资金供给，证券市场就会因“贫血”“失血”而走向萧条，从而影响证券市场的发展。近几年证券市场的发展，已显露出资金短缺问题，业内人士也常常为增量资金不足而担忧，随着证券投资基金的推出和不断壮大，很大程度上缓解了这一后顾之忧，证券投资基金在吸引社会闲散资金尤其是个人投资者资金方面具有独特的优势，在为证券市场吸引更多资金上起到了突出的作用。证券市场增量资金的进入，与国家的有关政策、经济形势、物价水平、利率状况及证券市场本身的发展等因素相关，而最主要的、最直接的因素还是人们的收益预期。另外，投资于证券市场要受到一些条件的限制，如要有相应的专业知识，具体的操作技术，对上市公司基本面的掌握，对国家宏观形势的了解，还要有足够的时间，有良好的心理素质和回避风险的能力等。因此，不是所有人都能够直接进入证券市场，尤其是证券市场存在着很大的风险，高收益诱惑的背后是高风险的陷阱，收益预期不同决定了许多人不愿意从事证券投资，从而也就限制了众多投资者，限制了大量资金进入证券市场。

证券投资基金具有专家理财、理性投资、收益共享、风险共担等特点，尤其是具有收益较为稳定和风险系数较小的优势，使其能够吸引众多的中小散户和那些远离证券市场的人们，能够聚集大量的闲散资金和各种游资。证券投资基金在吸纳机构资金进入证券市场方面也具有一定的促进作用，证券市场中不仅有众多的中小投资者，还有为数众多的机构投资者，机构投资者在资金方面具有中小投资者难以比拟的雄厚的资金优势，是证券市场不可忽视重要力量。根据有关规定，一些法人单位经过合法程序可以直接进入证券市场进行证券投资，但由于主客观条件的限制，能够直接进入证券市场的机构毕竟不是很多，相当数量的机构也只是间接地进行证券投资，这种间接入市的方式也主要是通过投资证券投资基金来实现的，如果以成立证券投资基金的形式全部入市，那么对证券市场的资金供给是相当可观的。另外，证券投资基金也吸纳了一些包括国有企业在内的其他机构的资金，这些机构由于自身条件的限制，没有专业从事证券研究和投资的人

员，为规避风险，转而投资于基金，以获取较为稳健的收益。证券投资基金增加了资本市场的资金供给，扩大了证券市场规模，从而推动证券市场的发展。

2) 证券投资基金对股市的稳定作用

证券市场中的投资主体包括个人投资者和机构投资者，目前中国沪深两个证券市场的投资主体是以个人投资者为主。据统计，截至 2012 年 12 月 31 日，基金持股市值为 1.4 万亿元，A 股流通市值为 18 万亿元，基金在 A 股的持股市值占流通市值比例只有 7.814%。个人投资者占主体是证券市场发展初期的一个重要特征，个人投资者与机构相比在市场竞争方面处于明显的劣势，尤其是在对公司基本面的掌握上存在着信息不对称现象，个人投资者只能凭着自己所获悉的零碎而粗略的信息资料做出判断，投资往往带有很大的盲目性。中国证券市场上的机构投资者主要有证券公司、证券投资基金、保险公司和国有企业、银行、国有控股公司、上市公司等，尽管为数不多（与众多的个人投资者比），但资金十分雄厚。这些机构投资者是真正的市场主力，完全决定着市场走向。随着证券投资基金规模的不断扩大，逐渐改变了这种格局，证券投资基金将成为证券市场机构投资者的主角，发挥越来越重要的作用。证券投资基金数量的增加、个人投资者比例相应下降、证券市场投资主体结构的变化，都可以克服种种弊端，全面发挥证券投资基金在证券市场上的投资优势。理性投资理念便是其优势，它是基金得以生存和发展的关键所在，推崇理性投资也是由基金本身的性质所决定的，理性投资是其本质要求。成熟的证券投资基金一般都是长期投资者，它们所看重的是公司的基本面及公司的未来，它们经过审慎的研究分析市场、行业及企业的详细情况，一旦做出投资决策，只要企业不更弦易辙，不脱离正确轨道，就会长期持有企业的股票，基金所追求的是公司长远的升值潜力。从总体上看，基金不是投机者，不会受谣言的影响而博取一时暴利。另外，法律对基金的披露要求很高，故基金的透明度也很高，也不容许它们从事任何内幕交易。基金的入市，特别是当基金具有相当规模，占证券市场市值相当比例的时候，对于证券市场的稳定发展具有重要的积极意义。更为重要的是，随着机构投资者数量的增加，市场由原来的机构与个人之间的不平等的投资竞争，转变为主要是机构与机构之间的平等地位的投资竞争。机构之间竞争的不断深化，也更有利于推动市场交易的公开化，防止暗箱操作，从而有利于证券市场的发展。

第二节 中国证券投资基金发展现状

中国证券投资基金发展非常迅速，如图 1-1 所示。1987 年，由于中国银行与中国国家信托投资公司更多涉及国外投资项目，他们最早接触到国外的证券投资

基金相关业务。五年后，证券投资基金在中国各大城市相继出现。深圳证券投资基金管理公司是中国第一家正式批准成立的基金管理公司，成立时间为1992年10月8日。同年8月20日，淄博基金证券在上海证券交易所挂牌交易，中国证券投资基金步入了公开上市交易的阶段。1997年11月14日，《证券投资基金管理暂行办法》颁布实施，中国证券投资基金的发展以法律为支撑开始逐步规范化。紧随淄博基金的是开元和金泰两只基金证券，它们于1998年3月23日公开上市交易，自此，中国封闭式基金进入了一个崭新的发展阶段。开放式基金的发展伊始以华安创新的成立为标志，华安创新由华安基金管理公司发起成立。从此，中国开放式基金展现出巨大的发展潜力，规模逐渐扩大，成为中国基金市场的主流品种。中国证券投资基金进入有法可依的阶段以2003年10月28日颁布与实施的《证券投资基金法》为标志，这是中国证券投资市场发展的一个重要的里程碑，它为中国证券市场的稳定发展及切实保障投资者的利益提供了法律依据。

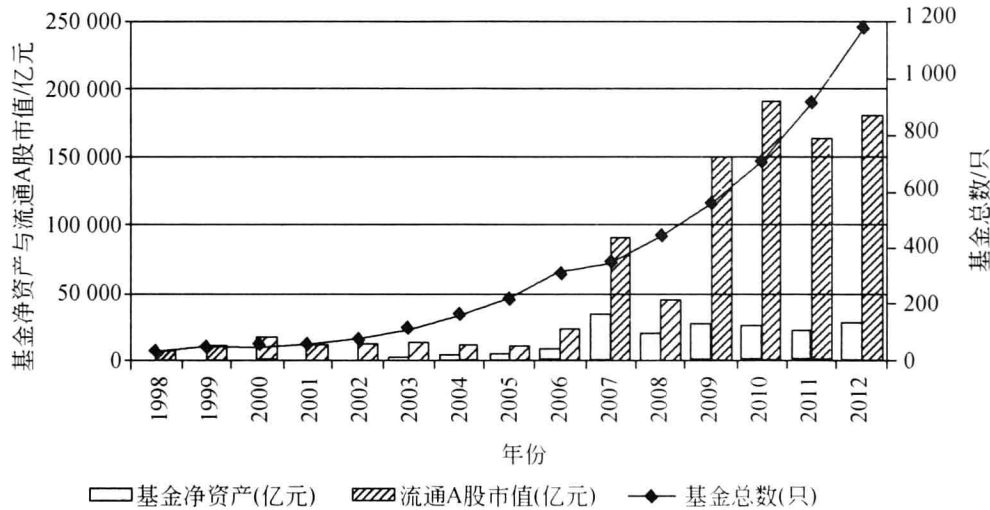


图 1-1 证券投资基金发展变化图

资料来源：Wind 数据库

自2010年证监会基金部对基金产品实行分类审核制度后，新基金发行速度加快，截至2012年12月31日，中国共设立基金管理公司70家，基金数量达1174只，基金份额为31 558.97亿份，管理净资产规模为27 967.03亿元。中国的证券投资基金在中国的证券市场中扮演者越来越重要的角色。

第三节 中国证券投资基金发展中存在的问题

尽管当前中国基金业发展速度非常快，但其发展的历史并不长，仅仅经历了十余年的时间，其中存在问题主要体现在以下几个方面。

1) 中国证券投资基金业内部治理结构存在缺陷

首先，证券投资基金的持有人与管理人之间是一种委托代理关系，委托人期望资产增值来最大化自己的投资收益，代理人期望代理效用最大化，两者的目标函数有时候会不完全一致，这就产生了基金持有人与基金管理人激励不相容的委托代理问题。在信息不对称的情况下，基金管理人在投资运作过程中所执行的操作是基金投资人无法充分观察到的，期间可能会出现基金持有人不愿看到的损害基金持有人利益的行为，这种在委托代理关系形成之后的信息不对称现象被称为道德风险。整体而言，中国基金管理公司的治理结构远远没有达到现代金融企业的要求。由于中国的基金是由基金管理公司成立的，而基金管理公司的大股东一般都是证券公司、银行或者信托公司。所以，在基金持有人利益与基金公司控股股东利益发生矛盾时，基金管理公司往往不是服务于基金持有人，而是服从于基金管理公司的控股股东的利益。这时基金管理公司的运作目的也就不再是为持有人增加收益，而是动用基金资产通过关联交易将利益输送给控股股东，从而损害基金投资者的利益。

其次，基金持有人大会虚置。中国的基金都是契约型基金，契约型基金份额持有人在购买基金份额后，无权直接干预基金管理人对基金资产的经营和运作，其监督制约权只能通过出席基金份额持有人大会来行使。《证券投资基金法》规定，代表基金份额10%以上的持有人有权自行召集持有人大会和自行提案审议，但实际上，持有人一般都不会行使这一权力。

再次，独立董事制度存在一定局限性。其所聘请的独立董事只对基金管理公司的股东负责，并不对基金持有人负责，他们并不承担维护基金持有人利益的职责，也就是说，基金管理公司独立董事只对提高基金管理公司的治理起到了作用。

最后，基金托管人地位缺乏独立性。在中国现行法规中，基金托管人有监督基金管理人的投资运作之职责，但这种监督在实际中是难以做到的。

2) 基金持股存在趋同性

目前我国大多数基金公司采用的选股模式都是通过研究建立“股票池”，在具备投资价值的公司较少的情况下，大多数基金公司必然存在高度相似的“股票池”，这种共通的投资决策流程导致其持股的趋同性。当然，基金管理人的心理