

共持重仓股“变脸”对基金 家族的连锁效应研究^{*}

陆 蓉, 刘亚琴

(上海财经大学 金融学院, 上海 200433)

摘 要:文章对股票“变脸”给出可检验的定义,采用 Logistic 面板数据模型实证研究了股票“变脸”对整个基金家族影响的传导过程。研究发现同一基金家族内部共同持股程度显著高于家族外部;家族共同持股导致股票“变脸”对单只基金业绩的影响扩散到整个家族,甚至引发整个家族业绩突变;重仓股“变脸”引发基金家族危机的原因是家族高度共同持股,而基金治理中激励机制的安排可能是基金家族高度共同持股的诱因。

关键词:基金家族;股票变脸;共同持股;基金治理

中图分类号:F832.91 **文献标识码:**A **文章编号:**1001-9952(2009)03-0060-12

一、引 言

通过基金持股来研究基金投资者和基金管理者行为是金融经济学研究,特别是基金治理研究中的一个热点。这一热点研究主要集中在三方面:(1)基金是否从事动量(Momentum)交易(Grinblatt 等,1995);(2)基金是否从事避税交易(Gibson 等,2000);(3)基金是否存在“窗饰行为”(Window Dressing, Sias;2006)。随着研究内容的不断拓深和研究数据的不断获得,近来对基金持股的研究也触及了基金家族内部的共同持股(Elton 等,2007)。

基金家族是指同一家基金管理公司旗下管理的所有基金的全体(Kempf 和 Ruenzi,2008)。家族共同持股是指一家基金公司内部的 2 只以上(包括 2 只)基金同时重仓持有同 1 只股票(陆蓉、李良松,2008)。基金家族内部共同持股是基金治理研究中的一个前沿领域。国内外研究发现,基金家族内部存在严重的共同持股行为,家族高度共同持股给基金投资者和基金管理者带来了很大的风险(Elton 等,2007;陆蓉、李良松,2008)。当同一家族多只基金共

收稿日期:2008-12-08

基金项目:国家自然科学基金项目(70803027,70673056);上海市哲学社会科学规划项目(2008BJB004);上海市教育委员会科研创新项目(09ZS76);上海市教委曙光计划项目(08SG34);教育部新世纪优秀人才支持计划项目(NCET-08-0803)。

作者简介:陆 蓉(1975—),女,安徽合肥人,上海财经大学金融学院副教授,博士生导师;
刘亚琴(1974—),女,安徽马鞍山人,上海财经大学金融学院博士研究生。

同持有的重仓股“变脸”时,“变脸”股票不仅拖累单只基金的业绩,而且业绩“变脸”会迅速蔓延至整个家族,严重的情况会导致整个基金家族的业绩动荡,危及基金家族的生存。如果这一问题普遍存在的,那么其可能导致的基金业风险将不容忽视。这些问题虽然在业界已受到广泛关注,但在学术界则还是这一前沿领域中的崭新课题。

研究股票“变脸”对基金家族业绩的影响具有很强的理论和现实意义。通过研究股票“变脸”导致基金家族业绩变化,可以增强投资者和基金管理者的风险意识;通过揭示基金家族共同持股在股票“变脸”引发家族危机过程中的影响,可以寻找到单个股票业绩突变足以动荡整个基金家族业绩的根源;此外,可以从“变脸”风险与基金家族共持重仓股现象共存来审视现有基金治理的缺陷。

本文将从家族共同持股的角度揭示股票“变脸”导致同一家族基金“一损俱损”的机理,剖析基金家族共持重仓股“变脸”导致家族业绩突变的连锁变化过程,从中寻找重仓股“变脸”引发基金家族危机的原因。

二、文献综述

股票“变脸”对基金家族业绩的影响与家族内基金成员彼此之间的关系有关。我们从研究基金家族内部成员基金之间关系的文献进行回顾。

国外学者对基金家族内部成员基金之间关系的研究可分为两个部分。第一部分是对同一家族内基金彼此之间关联性的研究。与传统基金研究将基金作为独立个体的研究不同,近年来国外学者发现基金之间、特别是同一基金家族的基金彼此的关联性可能很高。其中研究最多的是基金溢出效应(Spillover Effect)。Sirri 和 Tufano(1998)最早研究了基金的溢出效应,发现业绩优秀的基金(“明星基金”)会显著增加家族中其他成员的资金流入。Nanda 等(2004)、Khorana 和 Servaes(2007)采用了不同的方法定义明星基金,结果都表明了家族中的明星基金有很强的溢出效应。近年来对基金溢出效应的研究越来越丰富,学者们发现基金家族内除了业绩会溢出外,单个基金的媒体曝光率、新闻事件等都会影响同属一个基金家族的其他基金(Warner 和 Wu, 2006; Choi 和 Kahan, 2006; Huij, 2007)。第二部分是对基金家族共同持股的研究。这类研究刚刚兴起,相关文献也极为少见。Elton 等(2007)通过比较发现同一基金家族内部比不同家族之间存在着更为严重的共同持股现象,揭示了家族内部高度共同持股是导致家族内部基金之间高度相关的主要原因。基金管理公司的既有结构影响着共同持股程度,这与其追求多只基金的目标(总资产最大化)是相冲突的。Pollet 等(2007)也发现家族中基金数目越多,持股分散程度越低(共同持股程度越高),这一结论支持了 Elton 等(2007)的观点。

国内对基金家族的研究尚处于起步阶段。陆蓉和李良松(2008)研究了家

族共同持股行为与基金管理公司业绩增长率和风险之间的关系,发现中国基金业家族共同持股行为逐渐严重,基金管理公司通过家族共同持股来提高业绩的做法是以风险的增加为代价的。马春阳、华仁海和纪晓云(2008)以及马春阳和华仁海(2008)的研究发现,基金家族中的基金数量与基金所获得的有效信息量成反向变动的关系;^①基金所在家族的基金数量越多,其所持股票的流动性越高,波动性越低。

综上所述,同一基金家族内部基金之间彼此关联性很高。国内外学者的研究发现基金家族存在共同持股现象,并有可能导致风险,但这一风险的传导过程、引发机理及其产生的后果并没有相关研究。

本文将通过重仓股“变脸”揭示家族共同持股引发家族风险的传导过程。首先,比较家族内、外部共同持股程度的差异,揭示同一家族基金之间息息相关的主要原因;其次,考察股票“变脸”通过家族共同持股波及整个基金家族的连锁过程;最后,查找家族高度共同持股的诱因,审视现有基金治理结构下的基金管理者目标与投资者目标之间的冲突,并提出相关建议。

三、样本数据与研究设计

(一) 研究样本

本文的样本为 2003 年 1 季度至 2008 年 2 季度共 22 个季度的偏股型基金。^②截至 2008 年 6 月 30 日,我国共有 59 家基金管理公司,管理 305 只偏股型基金。按照 Elton 等(2007)的研究方法,从中删除 6 只复制基金、1 只公用事业基金、20 只指数型基金和 8 只国际基金(QDII 基金),^③再删除 2008 年 5 月 1 日至 2008 年 6 月 30 日发行、在季度报表中没有所持重仓股明细的 17 只基金,最后删除只有 1 只偏股型基金的 8 个家族,最终得到的样本为 50 个基金管理公司管理的 245 只偏股型基金,季度 10 大重仓股共涉及股票 766 只。本文研究数据取自 Wind 金融数据库,实证分析使用 SAS 和 Stata 软件。

(二) 研究思路

Elton 等(2007)指出,基金家族内部高度共同持股是导致家族内部基金之间业绩高相关的主要原因。因此我们推断家族高度共同持股也是股票“变脸”引发整个家族业绩变化的根源。本文分两部分对此进行考察。

首先,度量家族共同持股的严重程度。我们计算每只基金与家族内、外所有基金的共同持股程度。再分别计算每个家族内、外部所有基金两两之间共持程度之和的平均值,考察同一家族内部共同持股程度是否高于家族外部。

然后,研究家族共持的重仓股“变脸”对家族产生的连锁效应。我们分三层层层推进:第一步考察股票“变脸”对单个基金业绩的影响;第二步研究家族内共同重仓持有“变脸”股的所有基金整体业绩受股票“变脸”的影响;第三步研究家族内共同重仓持有“变脸”股的基金整体业绩对整个基金家族的影响。

(三) 变量定义

1. 股票业绩“变脸”

业绩“变脸”一词虽被广为使用,但迄今为止并无统一、明确的定义。业界对“变脸”的通用解释是“季度业绩出现亏损或同比业绩出现下滑”(方俊, 2008; 张伟, 2008); 学界把“当年总资产报酬率的下降速度高于同行业的平均下降速度, 且总资产报酬率低于同行业均值”的公司判断为“变脸”(陈晓, 2003)。因为业界对“变脸”的定义更为广泛地被媒体认同和转载(如中国证券网、中国金融网), 故我们先按照业界的共识来判断股票是否“变脸”, 然后再采用学界对“变脸”的定义作为对结论稳健性的检验。

根据业界对“变脸”的解释, 我们将季度净利润同比增长、减少或净利润为负判定为股票业绩“变脸”, 由式(1)表示:

$$\text{grow}_{it} < 0 \text{ 或 } \text{profit}_{it} < 0 \quad (1)$$

其中, grow_{it} 表示 i 股票第 t 期的净利润同比增长率, profit_{it} 表示 i 股票第 t 期的净利润。

2. 共同持股程度

我们按照 Elton 等(2007)构建的指标, 度量两只基金共同持股程度:

$$\text{cohold}(A, B) = \sum_i \min(X_{Ai}, X_{Bi}) \quad (2)$$

其中 X_{Ai} 、 X_{Bi} 分别是基金 A、B 投资于股票 i 的比例。基金 A、B 的共同持股程度 $\text{cohold}(A, B)$ 是将两者持有股票 i 的比例取最小值, 然后将此结果对 i 求和。基金的持股比例用持股市值占基金资产净值的比例表示。当家族内多只(2 只以上)基金共同持股时, 我们分别计算出家族内每一对基金的共持程度, 然后将所有结果相加得到整个家族的共持程度。

3. 基金季度超额收益率

$$\text{fundAR}_{it} = \text{Sharpe}_{it} - \text{fundindexR}_t \quad (3)$$

其中, Sharpe_{it} 是基金 i 第 t 期收益率的 Sharpe 比率 ($\text{Sharpe}_{it} = (R_{it} - R_{it}) / \sigma_{it}$, R_{it} 是用 3 个月定期存款利率表示的无风险收益率, σ_{it} 基金 i 在 t 季度的季度收益率标准差, R_{it} 是基金 i 在 t 季度的复权单位净值收益率); fundindexR_t 表示基金指数收益率(本研究中样本基金共对应 4 种基金指数, 其中 2 个封闭式基金指数为上证基金指数和深证基金指数; 2 个开放式基金指数为中证股票型基金指数和中证混合型基金指数)。当基金 i 第 t 期超额收益率 fundAR_{it} 为负时, 则第 t 期其业绩落后于同类型的基金, 基金 i 业绩发生下滑, 否则业绩没有下滑。

4. 基金家族季度超额收益率

$$\text{famAR}_{jt} = \frac{\sum_{i=1}^n (\text{TNA}_{it} \times \text{fundAR}_{it})}{\sum_{i=1}^n \text{TNA}_{it}} \quad (4)$$

其中, $famAR_{jt}$ 表示基金家族的季度超额收益率, 由第 t 期家族 j 内所有基金 i 季度超额收益率 ($fundAR_{it}$) 的加权平均 (按照各基金资产净值占家族总资产净值的比重加权) 计算得到; TNA_{it} 是基金 i 第 t 期的总资产净值。当基金家族 j 的季度超额收益率 $famAR_{jt}$ 为负时, 则第 t 期其业绩下滑, 否则该基金家族的业绩未发生下滑。

四、实证研究

(一) 同一基金家族内部与不同基金家族之间共同持股程度比较研究

按照式 (2) 对我国基金行业共同持股程度测量, 结果见表 1。

表 1 基金家族内、外部各季度共同持股程度比较 (2003—2008 年)

时 间		家族内部		家族外部		家族内、外之差	
年份	季度	观察数	共持程度	观察数	共持程度	观察数	共持程度
2003 年	第 1 季度	116	2.552	51	2.347	65	0.205
	第 2 季度	136	2.979	53	2.821	83	0.158
	第 3 季度	149	3.068	52	2.761	97	0.307
	第 4 季度	155	3.464	64	3.310	91	0.154
2004 年	第 1 季度	195	3.490	71	3.302	124	0.188
	第 2 季度	222	2.994	77	2.867	145	0.127
	第 3 季度	226	3.250	72	2.982	154	0.268
	第 4 季度	232	3.252	81	2.978	151	0.274
2005 年	第 1 季度	264	3.325	69	2.990	195	0.335
	第 2 季度	278	3.230	79	3.113	199	0.117
	第 3 季度	296	3.348	99	3.027	197	0.321
	第 4 季度	304	3.340	94	3.142	210	0.198
2006 年	第 1 季度	354	3.702	107	3.436	247	0.266
	第 2 季度	353	3.729	123	3.487	230	0.242
	第 3 季度	376	3.457	132	3.214	244	0.243
	第 4 季度	426	3.726	108	3.469	318	0.257
2007 年	第 1 季度	479	3.360	151	3.081	328	0.279
	第 2 季度	449	3.083	134	2.890	315	0.193
	第 3 季度	483	3.021	142	2.754	341	0.267
	第 4 季度	494	3.006	135	2.756	359	0.250
2008 年	第 1 季度	510	2.867	149	2.672	361	0.195
	第 2 季度	506	2.861	137	2.683	369	0.178
平均值		318	3.235	99.1	3.004	219	0.231
P 值		/	/	/	/	<0.0001***	0.014**

注: 观察数是所有基金参与共同持股的次数。当一只基金两次与其他基金共同持股时, 其观察数为 2。故表中观察数大于市场上的基金数。市场上基金数目越多, 就有越多基金可参与共同持股。*、**、*** 分别表示在 10%、5%、1% 的显著性水平上通过检验。

表 1 显示 2003 年至 2008 年的每个季度, 我国基金业家族内部共同持股程度均高于家族外部, 且同一家族基金参与共同持股的次数也远高于其与家族外部基金共同持股次数。这两个差异在统计上都显著。Elton 等 (2007) 认为家族高度共同持股是导致家族内部基金之间业绩高度相关的主要原因。

(二) 基金家族共持重仓股“变脸”对基金家族业绩的影响研究

按照式 (1) 对股票“变脸”的界定方法, 我们从研究样本中剔除各个季度数

据缺失的基金及重仓股后,有 49 个家族经历过共持重仓股“变脸”。家族共持重仓股中共有 369 只发生过“变脸”,总“变脸”次数 866 次,牵涉基金 239 只。

建立如下 Logistic 面板数据模型考察基金业绩或基金家族业绩是否受股票“变脸”影响:^④

$$y = \text{logit}(p_i) = \log\left(\frac{p_i}{1-p_i}\right) = \alpha + \beta'x \quad (5)$$

$$p_i = \frac{e^{\alpha + \beta'x}}{1 + e^{\alpha + \beta'x}}, 1 - p_i = \frac{1}{1 + e^{\alpha + \beta'x}} \quad (6)$$

其中, i 代表重仓持有“变脸”股票的单只基金(或基金家族), $p_i = \text{pr}(y = 1|x)$ 是基金(或基金家族) i 业绩发生下滑的概率, $1 - p_i = \text{pr}(y = 0|x)$ 是基金(或基金家族) i 业绩没有发生下滑(保持或上升)的概率。 x 为解释变量和控制变量向量。

按照研究设计,我们分三步考察共持重仓股“变脸”所引起的连锁反应。

1. 股票“变脸”对单个基金业绩的影响

本文的被解释变量为基金 i 业绩发生下滑的概率 p_i 。解释变量为“变脸”重仓股占基金资产净值比重(Badstock_nav)。除了将基金规模(Fundsize)、基金家族规模(Famsize)作为控制变量外,^⑤我们还控制基金 i 的上一季度超额收益率(Lag_FundAR)、“变脸”重仓股净利润(Profit)及其净利润同比增长率(Grow)、“变脸”重仓股占基金资产净值比重(Badstock_nav)与两个“变脸”变量(Profit, Grow)对基金业绩的交互作用(Interaction1, Interaction2)的影响。^⑥

因基金规模(Fundsize)和家族规模(Famsize)之间相关系数高达 0.6479,^⑦为避免多重共线性,我们选择在模型中加入基金自身的规模(Fundsize)。

表 2 股票“变脸”对单个基金业绩的影响

变 量		Coef.	Std. Err.	z	P> z
自变量	Badstock_nav	2.147	1.022	2.10	0.036**
控制变量	Lag_AR	-0.058	0.005	-11.60	0.000***
	Fundsize	0.404	0.064	6.27	0.000***
	Profit	0.196	0.154	1.28	0.202
	Grow	4.356	1.946	2.24	0.025**
	Interaction1	-0.031	0.034	-0.91	0.361
	Interaction2	-0.464	0.228	-2.04	0.042**
Log likelihood=-849.206		LR chi2(7)=223.09		Prob>chi2=0.0000	

注:基金规模 $\text{fundsize}_i = \log(\text{TNA}_i)$,其中 TNA_i 表示基金 i 的总资产净值。*、**、*** 分别表示在 10%、5%、1% 的显著性水平上通过检验。

表 2 的检验结果表明,“变脸”股票占基金资产净值比重越大,该基金业绩下滑的可能性就越大。这反映了股票“变脸”对基金业绩产生的影响与其所占资产净值比重有关。若“变脸”股票占基金资产净值比较小,则对基金业绩影响轻微;但重仓持有“变脸”股票达到一定比例时,基金业绩会显著下滑。

交互项(Interaction2)的检验进一步表明,股票“变脸”是否引起基金业绩下滑还会受到“变脸”幅度的影响。即使“变脸”股票占基金净值比重大,但如果“变脸”股票净利润增长率较高(净利润下降率越小),那么该基金业绩下滑的可能性也越小。这说明股票“变脸”幅度越小,对基金业绩造成的影响越小。

2. 家族内共同重仓持有“变脸”股票的基金整体业绩受“变脸”的影响

被解释变量为 i 家族内共同重仓持有“变脸”股票的基金整体业绩发生下滑的概率 p_i 。整体业绩表示为家族内重仓持有“变脸”股票的所有基金的季度超额收益率的加权平均。权重是各个重仓持有“变脸”股票的基金 k 总资产净值(TNA_k)在所有重仓持有“变脸”股票的 m 只基金的总资产净值($\sum_{k=1}^m TNA_k$)所占比重 $TNA_k / \sum_{k=1}^m TNA_k$ 。解释变量为家族所有基金对“变脸”重仓股的共持程度(Cohold_bad)。控制变量为家族内重仓持有“变脸”股票的所有基金的规模(Badfundsize)、共同持股程度(Cohold)、基金家族规模(Famsize)。⑤此外,因为持有“变脸”重仓股的基金整体业绩受其共持“变脸”重仓股程度(Cohold_bad)的影响,该影响大小与其规模(Badfundsize)以及包括其他未“变脸”的所有重仓股共持程度(Cohold)密切相关,我们再加入 Interaction3 和 Interaction4 两个交互项反映这两种影响。

将上文对单个基金的分析推广到多个基金,如果“变脸”股票占多个基金的资产净值比重较高,则这些基金的业绩都会受到影响。仍采用式(2)计算共同持股程度指标,表 3 显示了对这一影响的检验结果。

表 3 家族内共持“变脸”重仓股的基金整体业绩受“变脸”的影响

变 量		Coef.	Std. Err.	z	P> z
自变量	Cohold_bad	2.672	1.085	2.46	0.014**
	Cohold	-0.449	0.315	-1.43	0.154
	Badfundsize	0.389	0.215	1.81	0.071*
	Interaction3	-0.367	0.108	-3.40	0.001***
	Interaction4	-0.056	0.070	-0.81	0.420
Log likelihood=-213.63477		LR chi2(5)=108.30		Prob>chi2=0.0000	

注: *、**、*** 分别表示在 10%、5%、1% 的显著性水平上通过检验。

由表 3 可见,家族中基金共持“变脸”重仓股程度(Cohold_bad)越高,这些基金整体业绩下滑的概率就越大。这意味着家族内基金应避免过度重仓持有同一只股票。

3. 家族内所有共同持有“变脸”重仓股的基金整体业绩对整个基金家族的影响

被解释变量为基金家族的业绩发生下滑的概率 p_i 。解释变量为家族内所有共同持有“变脸”重仓股的基金整体业绩的加权平均(Badfund_AR)。控制变量为家族的上一期业绩(Lag_famAR)、家族规模(Famsize)、家族共同持股

程度(Cohold)、家族共持“变脸”股票程度(Cohold_bad)。

表 4 重仓共持“变脸”股的基金整体业绩对整个基金家族业绩的影响

变 量		Coef.	Std. Err.	z	P> z
自变量	Badfund_AR	-6.264	1.713	-3.66	0.000***
	Lag_famAR	-0.048	0.016	-3.05	0.002***
控制变量	Cohold	-0.622	0.210	-2.97	0.003***
	Cohold_bad	0.111	0.167	0.66	0.507
	Famsize	0.494	0.151	3.26	0.001***
Log likelihood=-122.275		LR chi2(5)=493.31		Prob>chi2=0.0000	

注：基金家族规模 $famsize_j = \log \sum_{i=1}^n TNA_i$ ，其中 n 是基金家族 j 中所有基金的数目。*、**、*** 分别表示在 10%、5%、1% 的显著性水平上通过检验。

由表 4 的检验结果看出，家族内共持“变脸”重仓股基金的整体业绩越好，整个家族业绩下滑的概率越小；反之则下滑概率越大。这反映出基金市场同一基金家族的“一荣俱荣，一损俱损”现象。

以上研究显示：共持“变脸”重仓股的基金业绩与所共持的股票业绩息息相关，由于家族的共同持股行为，股票业绩变化会传递并扩散至整个家族，进而引起家族业绩的变化。换言之，某些股票的业绩升降不仅仅只影响到家族中某一只基金的业绩，一只基金的兴衰往往伴随着整个基金家族业绩的动荡。

五、稳健性检验

我们采用学界对股票“变脸”的界定方法作为对以上研究结论的稳健性检验。陈晓(2003)判断股票业绩“变脸”的标准是：

$$\frac{ROA_{it}-ROA_{it-1}}{ROA_{it-1}}-\frac{IROA_{it}-IROA_{it-1}}{IROA_{it-1}}<0, \text{ 且 } ROA_{it}<IROA_{it} \tag{7}$$

其中， ROA_{it} 为公司的总资产报酬率， $IROA_{it}$ 为公司所在行业（我们采用上市公司所属证监会行业划分标准）总资产报酬率的均值。

按式(7)对“变脸”的界定，本文样本中共有 49 个基金家族管理的 157 只共持重仓股发生过“变脸”，总计“变脸”275 次，牵涉基金 235 只。同样我们分 3 个步骤检验本文研究结论的稳定性，结果见表 5 至表 7。

表 5 股票“变脸”对单个基金业绩的影响

变 量		Coef.	Std. Err.	z	P> z
自变量	Badstock_nav	0.044	0.014	3.19	0.001***
	Lag_AR	-0.065	0.005	-12.25	0.000***
控制变量	Fundsize	0.508	0.061	8.34	0.000***
	ROA	0.100	0.026	3.78	0.000***
	Interaction	-0.004	0.003	-1.32	0.186
Log likelihood=-796.292		LR chi2(5)=249.63		Prob>chi2=0.0000	

注：根据式(7)，总资产报酬率是学界判断股票是否“变脸”的标准，我们控制了“变脸”股票的业绩对基金业绩的影响(ROA)；因基金业绩受“变脸”的影响程度与其所持“变脸”股比重有关，交互项 $Interaction=Badstock_nav \times ROA$ 控制了“变脸”股比重与“变脸”的共

同影响。*、**、*** 分别表示在 10%、5%、1% 的显著性水平上通过检验。

表 6 家族内共持“变脸”重仓股基金的整体业绩受“变脸”的影响

变 量		Coef.	Std. Err.	z	P> z
自变量	Cohold_bad	2.266	0.936	2.42	0.015**
控制变量	Cohold	-0.252	0.194	-1.30	0.193
	Badfundsize	0.508	0.176	2.88	0.004***
	Interaction3	-0.148	0.091	-1.63	0.103
	Interaction4	-0.126	0.059	-2.15	0.032**
Log likelihood=-255.798		LR chi2(5)=23.88		Prob>chi2=0.0002	

注：*、**、*** 分别表示在 10%、5%、1% 的显著性水平上通过检验。

表 7 重仓共持“变脸”股的基金整体业绩对整个基金家族业绩的影响

变 量		Coef.	Std. Err.	z	P> z
自变量	Badfund_AR	-6.052	1.626	-3.72	0.000***
控制变量	Lag_famAR	-0.058	0.017	-3.45	0.001***
	Cohold	-0.685	0.227	-3.02	0.003***
	Cohold_bad	0.216	0.105	2.06	0.040**
	Famsize	0.333	0.166	2.00	0.045**
Log likelihood=-118.658		LR chi2(5)=495.88		Prob>chi2=0.0000	

注：*、**、*** 分别表示在 10%、5%、1% 的显著性水平上通过检验。

表 5 检验结果表明，“变脸”股票占基金的资产净值比重显著影响基金业绩变化。表 6 表明，家族内共同重仓持有“变脸”股票的所有基金的整体业绩受“变脸”的影响显著。表 7 显示，共持“变脸”重仓股的基金的整体业绩对整个基金家族的影响显著。这些结果支持了我们上文的结论。

可见，用学界和业界对“变脸”的定义得出的结论一致，重仓股“变脸”对单个基金业绩的影响会通过家族共同持股扩散到整个家族，而影响程度则与该“变脸”重仓股所占资产净值的比重相关，本文结论稳健。

六、结论与建议

根据以上研究，我们认为，中国基金业家族共同持股现象严重，造成同一家族内部基金之间彼此高度相关。当同一家族内多只基金共持的重仓股“变脸”时，不仅单个基金的业绩将受到影响，而且当该“变脸”重仓股占家族总资产净值达到一定比重时，风险将会扩散至整个家族，引起整个家族的业绩突变。

共持现象给基金家族业绩的整体表现带来的影响是两方面的，即所谓“一荣俱荣，一损俱损”。本文着重研究共持重仓股“变脸”以及共持现象对基金家族业绩的负面作用，主要是因为家族共持行为在一定程度以内时，共持现象可能给家族带来收益（这是基金家族热衷于共同持股的主要原因），但这是以增加风险为代价的。^⑨一旦共同持有的重仓股业绩发生突变，风险就会暴露出来。股票“变脸”导致整个基金家族业绩突变的现象在市场上时有发生，不但给基金管理公司、也给基金投资者埋下风险隐患。

本文研究表明单个基金业绩所受的共持重仓股“变脸”的影响，可以通过

家族基金之间的相关性在家族内传递开来,导致整个家族业绩下滑,甚至引发大规模赎回和倒闭危机。作为中国的最大机构投资者,基金家族“抱团取暖”式的投资甚至会引起整个金融业的动荡。我们认为家族共同持股对基金持有人利益乃至整个基金业发展所产生的影响理应受到高度重视。

我们从股票“变脸”传导至整个基金家族的过程剖析风险的来源,寻找问题的解决途径:

首先,家族高度共同持股是“变脸”风险在整个家族中蔓延的主要原因。本文实证结果表明,中国基金家族内部共同持股程度显著高于家族外部。家族共同持股使得股票“变脸”对单只基金产生的影响通过基金彼此之间的联系在家族内部蔓延开来。当共持“变脸”股票的基金数量和业绩变化幅度达到一定程度时,势必会导致整个基金家族业绩的显著下滑。

其次,家族内部高度共同持股的产生与基金管理者的目标有关。在固定费率制度下,扩大基金规模是提高管理费收入最直接有效的方式。Massa (2003)认为基金家族倾向于发行新基金吸引投资者申购;Pollet 等(2007)研究发现,家族中基金数目越多共同持股程度越高。因此,基金管理者最大化基金规模的目标是产生家族内部高度共同持股的重要原因。

最后,改善基金治理结构中的激励机制安排是解决共持重仓股“变脸”风险的有效途径。在中国现有的固定费率激励机制下,基金管理人只有通过扩大基金规模以增加收入;而既有的公司结构所能提供的基金投资管理能力有限,因此容易出现多只基金共同持股的现象。我们的研究表明,一旦共持重仓股业绩“变脸”,所有持有其的基金业绩都会受到影响,从而牵连整个家族踩进“地雷阵”。可见,现有激励机制与基金家族利益及基金持有人利益并不完全一致。因此,可以考虑对基金激励机制进行变革,使基金管理人的利益与基金业绩挂钩,这样可以迫使基金管理人在追求家族规模扩张与提升基金业绩之间实现相互制衡,自发地维护基金持有者的利益。

* 本研究同时得到了上海财经大学“211 工程”第三期重点学科建设项目资助。

注释:

- ①需要指出的是,马春阳等(2008)将基金家族定义为旗下管理的开放式基金数超过 5 只的基金公司。这与国外研究对基金家族的定义(见引言部分)是不同的。
- ②股票型基金和混合型基金合称偏股型基金。本文研究家族共持重仓股的情况,所以将投资股票比例占基金资产净值较少的债券型基金和货币型基金排除在研究范围之外。
- ③删除这 4 类基金的理由是它们具有特定的投资对象,会增加样本基金的共同持股程度。
- ④为确定模型(5)、(6)的估计方法,我们采用了 Hausman 检验,结果表明本文实证研究数据适宜采用随机效应模型。限于文章篇幅,文中没有列出 Hausman 检验结果。
- ⑤影响基金或基金家族业绩的因素众多,如经济周期、基金经理人的选股和时机把握能力等,我们无法穷尽这些因素的影响,故本文遵循 Chen 等(2004)的研究成果,将其中较为

重要的基金规模、家族规模纳入模型。同样的研究参见陆蓉和李良松(2008)。

⑥如前所述,净利润(Profit)和净利润同比增长率(Grow)是业界判断股票业绩是否“变脸”的标准,基金的业绩与重仓股的业绩直接相关,而相关程度与其所持重仓股比重有关,故我们加入这两个交互项以反映这两种相关。

⑦限于文章篇幅,文中没有列出变量相关性分析结果。

⑧由于基金家族规模(Famsize)与共持“变脸”股的基金总规模(Badfundsiz)高度相关,因此模型中只加入后者。

⑨详见陆蓉和李良松(2008)关于共持程度对基金公司业绩增长率呈倒U型影响的论证。

参考文献:

- [1]陈晓. 上市公司的“变脸”现象探析[M]. 北京:企业管理出版社,2003:101—103.
- [2]方俊. 牛市顶峰期深市IPO被注水三成中小板新股1年内业绩“变脸”[N]. 每日经济新闻,2008-05-26.
- [3]陆蓉,李良松. 家族共同持股对基金管理公司业绩与风险的影响研究[J]. 金融研究,2008,(2):140—151.
- [4]张伟. 新股业绩“变脸”是股市“硬伤”[N]. 中国经济时报,2008-05-29.
- [5]Chen J, H Hong, M Huang, J D Kubik. Does fund size erode mutual fund performance? The role of liquidity and organization[J]. American Economic Review, 2004, 94, 1276—1302.
- [6]Choi S J, M Kahan. The market penalty for mutual fund scandals[R]. Working paper, 2006.
- [7]Elton E J, M J Gruber, T C Green. The impact of mutual fund family membership on investor risk[J]. Journal of Financial and Quantitative Analysis, 2007, 42: 257—278.
- [8]Huij J, M Verbeek. Spillover effects of marketing in mutual fund families[R]. Working Paper, 2007.
- [9]Kempf A, S Ruenzi. Family matters: Rankings within fund families and fund inflows [J]. Journal of Business Finance & Accounting, 2008, 35: 177—199.
- [10]Khorana A, H Servaes. Competition and conflicts of interest in the U. S. mutual fund industry[R]. Working Paper, 2007.
- [11]Nanda V, Z J Wang, L Zheng. Family values and the star phenomenon[J]. Review of Financial Studies, 2004, 17: 667—698.
- [12]Pollet J M, M Wilson. How does size affect mutual fund behavior? [J]. Journal of Finance, 2008, 63: 2941—2969.
- [13]Sias R. Window dressing, tax-loss selling and momentum profit seasonality [R]. Working Paper, 2006.
- [14]Sirri E R, P Tufano. Costly search and mutual fund flows[J]. Journal of Finance, 1998, 53: 1589—1622.
- [15]Warner J B, J S Wu. Why do mutual fund advisory contracts change? Fund versus family influences[R]. Working Paper, 2006.

Research on Domino Effect of Performance-change of Stocks Heavily Co-held by Funds of a Fund Family on the Performance of the whole Fund Family

LU Rong, LIU Ya-qin

(School of Finance, Shanghai University of Finance and Economics, Shanghai 200433, China)

Abstract: The paper presents a verifiable definition for the performance-

change of stocks from good to bad and empirically studies the pass-through of performance-change of stocks on the whole fund family by using Logistic panel data model. The results indicate that the stock co-holding level of the internal fund family is higher than the one outside the fund family. Family-type stock co-holding makes the effect of stock performance-change spread to the whole fund family, even resulting in sudden changes of the performance of the whole fund family. The whole fund family crisis caused by stock performance-change is attributable to the high-level family-type stock co-holding which may be induced by the incentive arrangement in fund governance.

Key words: fund family; performance-change of stocks from good to bad; stock co-holding; fund governance

(责任编辑 喜 雯)

(上接第 48 页)

Informal Financial Market: Reactive or Autonomous —An Empirical Study on Interest Rate of Informal Financial Market in Wenzhou

YAO Yao-jun

(School of Finance, Zhejiang Gongshang University, Hangzhou 310018, China)

Abstract: The reactive character of informal finance can provide an adequate explanation of the majority typical facts in Wenzhou's informal financial market. The fact that Wenzhou's informal financial market is featured by reactivity is supported by related Granger causality test and impulse response analysis. Empirical analyses state that credit expansion to small and medium enterprises made by formal financial market has a significant impact on the short-term trend of capital price of informal financial market. But the co-integration analysis shows that there doesn't exist a long-term balance relation between interest rate of informal financial market and the credit level of SMEs, so Wenzhou's informal financial market should be understood based on an integrated analytical framework. Under this framework, reactivity and autonomy of informal financial market should be mutually supplemented to provide an explanation of the booming informal financial market.

Key words: informal finance; reactivity; autonomy; Wenzhou

(责任编辑 喜 雯)