



基金家族产品同质化与基金业绩

贺旭¹, 苏治², 张永冀³

1 宁夏大学 经济管理学院, 银川 750021

2 中央财经大学 统计与数学学院, 北京 102206

3 北京理工大学 管理学院, 北京 100081

摘要: 基金家族共享各种内部资源, 如团队研究成果和数据算法平台等, 基金如果使用了这些内部资源, 就会配置相同的资产, 导致基金家族产品同质化。已有关于基金家族的研究, 重点关注交叉补贴和抬轿等反映基金家族侵害基金业绩的行为, 对基金家族产品同质化现象及其影响尚未充分讨论。

以中国公募基金为样本, 采用基金持仓数据构建了投资组合重合度指标测量同质化程度, 对同质化与基金业绩之间的关系进行了分析和检验。从私有信息、投资心理和业绩操纵等角度分析同质化与基金业绩之间关系的成因。分析了基金持股集中度、基金规模和基金家族业绩对同质化与基金业绩之间关系的调节作用。进一步从激励和限制两个角度研究了基金之间存在同质化程度差异的原因。

研究表明, 同质化有助于基金获得更高收益且不会承担更多风险, 作用机理包括基金个体能够对基金家族内部私有信息进行挖掘利用, 基金家族可以通过同质化联合多只基金进行业绩操纵, 同质化能够有效抑制基金个体的非理性行为和自利性行为。基金家族业绩和基金持股集中度对同质化程度与基金收益之间的关系起到正向调节作用, 而基金规模相反。进一步研究显示, 虽然同质化有助于基金获得更好的业绩表现, 但声誉激励和资金流量激励可能促使基金主动降低同质化程度, 基金经理较浅的资历和基金家族较低的信息传递效率会阻碍同质化。

研究结果有助于理解基金与家族之间的关系, 丰富了基金业绩影响因素及基金投资行为的研究。在实践上, 对基金经理如何利用家族资源提升业绩以及投资者如何从基金家族的角度筛选基金具有一定的启示意义。

关键词: 基金家族; 产品同质化; 基金业绩; 内部资源; 基金投资行为

中图分类号: F830

文献标识码: A

doi: 10.3969/j.issn.1672-0334.2024.05.010

文章编号: 1672-0334(2024)05-0146-13

收稿日期: 2022-11-24 **修返日期:** 2024-06-02

基金项目: 国家自然科学基金 (72173145)

作者简介: 贺旭, 经济学博士, 宁夏大学经济管理学院讲师, 研究方向为金融市场与基金投资等, 代表性学术成果为“基金‘抱团’: 净值增长与暴跌风险”, 发表在2024年第3期《管理评论》, E-mail: hexu199412@163.com

苏治, 经济学博士, 中央财经大学统计与数学学院教授, 研究方向为金融市场与资产定价、宏观经济等, 代表性学术成果为“中国虚拟经济与实体经济的相关性——基于规模和周期视角的实证研究”, 发表在2017年第8期《中国社会科学》, E-mail: suzhi1218@163.com

张永冀, 管理学博士, 北京理工大学管理学院副教授, 研究方向为公司金融与证券投资, 代表性学术成果为“言多未必失: 经营月报对审计费用的影响研究”, 发表在2024年第8期《会计研究》, E-mail: yjzhang@bit.edu.cn

引言

基金公司旗下的产品组成基金家族,家族内基金共享公司资源,包括投研团队的研究成果,投资标的一手调研资料,金融数据终端与算法平台以及金融市场信息的及时交互等。如果基金经理认为,基金家族内部资源包含了有价值的信息,便会依据这些信息趋同调整投资组合^[1]。另外,基金家族内部存在残酷的考核淘汰机制,能力较差的基金经理为了避免业绩明显落后于基金家族内其他基金而被辞退,会模仿家族内其他基金的投资组合以缩小与其他基金间的业绩差距^[2]。上述原因导致基金家族存在投资组合相似的基金产品,即基金家族产品同质化,存在从众现象。相对的,也有基金经理认为自己的私有信息更具价值,要在业绩上超越家族内其他产品^[3],相对独立地进行投资决策,表现为其管理的投资组合与家族内其他产品差异度较大,是家族内的另类。

同质化与基金业绩之间的关系能够反映基金家族价值的高低,如果同质化能够提升基金业绩水平,就能够和而不同的帮助基金吸引资金流入、提升资管规模与利润,增强基金公司服务基金的内生动力,不断提升投研资源质量,促进基金之间合作交流,推动基金市场的健康发展。鉴于此,本研究利用单只基金与家族内其他基金的投资组合重合度来度量基金产品同质化程度,探究基金家族产品同质化与基金业绩间的关系及其作用机理。

1 相关研究评述

基金家族产品同质化主要涉及基金产品同质化和基金家族两类研究。已有关于基金同质化的研究主要聚焦于社会关系或者地理位置导致的同质化,例如位于同一城市的基金经理更可能朝同一方向交易资产^[4],具有校友关系的基金经理更可能配置相同的资产^[5]。由于中国公募基金普遍具有一定的投资能力^[6],共持资产反映了基金经理间的交流成果,被共持的资产通常也具有更好的收益表现。苏治等^[7]直接比较了市场中的基金产品同质化与基金业绩之间的关系,发现同质化能够通过正反馈效应抬高股票价格来提升基金业绩。罗荣华等^[8]还研究了同质化交易行为与基金业绩之间的关系,发现具有更低同质化交易行为的基金拥有更多的私有信息,因此具有更好的业绩表现。然而,上述关于同质化的研究都没有涉及基金家族。

同一家族内部的基金经理不仅处于同一个工作环境,还受到同一家公司的统一管理,共享更多的投研资源并拥有更多交流合作的机会,基金产品的同质化程度也更高,然而尚不明确这种同质化是否能够为基金带来更好的业绩表现^[9]。基金公司的利益与基金经理并不完全一致,基金经理们想要提升业绩来最大化绩效奖励和声誉奖励^[2],基金公司则想要通过扩大管理规模来获得最大化利润,基金公司可能会通过基金家族来实现自己的目标,例如,基金公

司基于家族共持资产,利用家族内部更低的交易成本^[10],通过抬轿提高部分基金的业绩水平^[11]。虽然这种方式能够帮助基金公司通过明星效应吸引更多资金流入,但是牺牲了家族内其他基金的业绩,导致已有研究对基金家族作用的评价通常是负面的,忽视了基金家族在提升基金业绩方面普遍且积极的影响。

虽然有一些研究发现基金家族的某些特征能够反映家族的整体投资水平,例如具有更高资产集中度的基金家族具有更好的业绩表现^[12],但尚未揭示基金家族如何为家族内单个基金赋予价值,以及具体如何帮助基金提升业绩。因此,本研究从基金家族产品同质化切入并深入基金家族内部,揭示基金与家族之间关系对基金业绩的影响,这即补充了关于基金产品同质化的研究,也丰富了关于基金家族的研究。

2 理论分析和研究假设

基金家族产品同质化程度的高低能够反映家族内部信息价值的大小,家族内部信息的价值越大,对提高基金业绩的效果就越好,就有更多的基金利用这些共同内部信息配置资产,造成基金之间相似的投资组合。从基金公司的角度看,公司有充足的动机和能力来挖掘价值信息,帮助旗下基金提高业绩。基金公司利润主要来自按照管理规模收取的管理费,基金业绩与流量又具有正向关系^[13],基金公司会想办法帮助基金提高业绩来吸引资金流入、扩大规模,进而创造更大的利润。良好的基金业绩还有助于维护公司品牌形象,防止资金在基金业绩不佳时外流,实现较稳定的公司利润^[14]。相较于单个基金,基金家族具有规模优势,拥有更丰富的渠道资源和人力资源,这些资源带来更具价值的信息,例如,基金公司会组织更专业的研究团队从宏观、行业以及量化等方面进行研究,研究成果的私有信息含量和可靠性更高。基金公司还会组织团队去上市公司进行实地调研,调研有助于预测公司未来盈余信息和业绩水平,按照调研结果配置股票有助于基金获得更好的业绩^[15]。基金公司还可以通过与上市公司之间的共同股东关系获得关于上市公司的私有信息,基金可以通过基金公司获得信息优势^[16]。基金对这些资源的利用反映在其持仓股票上,基金公司提供的信息越有价值,就有越多的基金按照这些价值信息去配置相同的股票,其表现为基金家族产品同质化程度更高。另外,基金家族共同持股可以通过降低对该股票的意见分歧来提高该股票的价格^[17],相较分散的基金,家族持股的监督效果更明显,例如优化上市公司的信息披露^[18],改善上市公司的投资效率^[19]。

从基金经理的视角看,拥有更丰富的信息渠道有助于基金提高业绩,基金经理可以利用各种社会关系来优化投资组合^[20],但是并不是所有基金经理都拥有丰富的信息渠道,家族内部交流平台仍然是基金经理获取信息的重要来源,基金经理可以及时便

捷地从家族内部其他基金获得或验证信息,然后将信息融入自己的资产组合中,同质化反映了基金对交流成果的利用,这可能对基金业绩有积极作用^[21],虽然已有研究发现基金共同持股可能增加股票的暴跌风险^[19],基金产品网络中心性增加基金收益波动^[22],但家族内部信息更可能反应的是私有价值信息,能够采取优先行动,进而减轻基金共同持股产生的负面作用。另外,成为业绩排名靠前的明星基金会为其管理者带来巨大的职业声誉和绩效奖励,基金家族内部也存在残酷的竞争关系^[3],基金经理有强烈的冲动想要使自身投资组合偏离家族内其他基金的投资组合来进行业绩赶超,但基金经理个人的研究能力和信息渠道有限,想要依靠自身的判断去战胜基金家族可能存在困难,基金偏离家族的行为更可能是过度自信^[23],又或者是盲目冲动^[24],让基金承担了过高的风险^[25],这些非理性行为导致对家族内部资源的浪费,不利于基金的业绩。资金流量也是绩效考核的重要指标,基金经理有可能为了吸引资金流入而去持有彩票型股票^[26],又或者是持有高情绪贝塔股票^[27],但这一自利性行为对基金业绩产生了消极影响^[28]。另外,基金业绩与资金流量具有凸性关系,即投资者会过度奖励业绩优异的基金而对业绩较差的基金惩罚不足^[29],这会进一步加剧基金经理由于自利性导致的冒险行为,对基金业绩产生了消极影响。被家族基金共同持有的股票更多的是得到家族内基金一致认可的股票,同质化程度高的基金持有的这类股票也更多,根据同质化程度筛选基金,在一定程度上筛选掉了具有更明显非理性特征和自利性特征的基金。最后,从业绩操纵看,有学者发现基金会通过期末拉升资产价格的方式来拉升基金业绩^[30],同质化程度高的基金在进行业绩拉升时可以联合家族内其他基金,利用更大资金体量来拉升共同持仓资产,获得的业绩拉升效果也更明显,进而能够提高基金业绩表现。有学者发现基金家族同质化程度越高时,基金的净值管理行为越明显^[31]。根据前文的分析,同质化程度较高的基金利用了更多的家族资源并减少了不利于业绩的行为,这有助于改善其业绩表现。因此,本研究提出假设。

H 同质化程度高的基金具有更好的业绩表现。

3 研究设计

3.1 数据说明

本研究以开放式主动权益类基金为样本,选取的类别包括普通股票型基金、偏股混合型基金以及平衡混合型基金,剔除了被动型基金。考虑到2006年以前样本数量过少的情况,样本区间选择为2006年至2020年。中国基金的完整持仓每半年更新一次,除基金收益以外的基金变量更新周期也为半年,数据来源于RESSET金融数据库、国泰安金融数据库、Wind金融数据库和CHOICE金融数据库。根据研究惯例与研究目的,本研究对样本进行如下处理:①由于基金家族产品同质化涉及家族内多只基金,所以

本研究剔除基金数量少于3只的基金家族;②由于基金在建仓期间投资组合不够稳定,为了避免基金建仓期的影响,剔除成立时间在1年以下的基金;③为弱化极端值的影响,对个别变量的极端值进行了1%的缩尾处理。

3.2 变量说明

3.2.1 基金收益和基金风险

基金收益计算参考林焯等^[32]的研究,采用基金日度收益计算的绝对收益(Ret)和超额收益(Alf)测量基金当期的业绩,采用Carhart 4因子模型计算超额收益率,即

$$Ret_i = \frac{1}{m} \sum_{d=1}^m r_{i,d} \quad (1)$$

$$r_{i,d} - r_{f,d} = \alpha_i + \beta_{Mkt} Mkt_d + \beta_{Smb} Smb_d + \beta_{Hml} Hml_d + \beta_{Umd} Umd_d + \varepsilon_{i,d}^{risk} \quad (2)$$

其中, i 为基金,基金 i 在某一时期共有 m 个交易日, $r_{i,d}$ 为基金 i 在第 d 个交易日的收益率,采用一年期存款利率表示无风险收益率 r_f , $r_{f,d}$ 为在第 d 个交易日的无风险收益率, Mkt 为市场因子, Smb 为市值因子, Hml 为价值因子, Umd 为动量因子, $\alpha_{i,Car}$ 为截距项,表示基金 i 这一期的超额收益(Alf)。

基金风险计算参考罗荣华等^[8]的研究,采用基金的总体风险(Rit)和特质性风险(Ris)测量基金的风险承担,其中基金总体风险为(1)式中的 $r_{i,d}$ 的标准差,基金的特质性风险为(2)式中 $\varepsilon_{i,d}^{risk}$ 的标准差。

3.2.2 基金同质化程度

借鉴FRICKE^[33]的研究,本研究采用基金与家族内其他基金的投资组合重合度测量基金同质化程度(Ove),即

$$Ove_{i,j,t} = \frac{\sum_{K_t} w_{i,k,t} \cdot w_{j,k,t}}{\sqrt{\sum_{K_t} w_{i,k,t}^2} \cdot \sqrt{\sum_{K_t} w_{j,k,t}^2}} \quad (3)$$

$$Ove_{i,t} = \frac{1}{M_t - 1} \sum_{j \in f} Ove_{i,j,t} \quad (4)$$

其中, t 为某一时期,市场上有基金 i 和基金 j ,基金 i 属于基金家族 f ,基金 i 所在的家族有 M_t 只基金,市场上共有 K_t 只股票, $w_{i,k,t}$ 和 $w_{j,k,t}$ 分别为基金 i 和基金 j 投资于股票 k 的资产占其股票资产的比例, $Ove_{i,j,t}$ 为基金 i 与基金 j 的同质化程度, $Ove_{i,t}$ 为基金 i 的同质化程度。

3.2.3 基金特征与基金经理特征

本研究控制了不同因素的影响,控制变量包括基金仓位(Hol)、持股集中度(Hhi)、存续时间(Age)、基金规模(Siz)、基金流量(Flo)和基金换手率(Tur)等基金特征变量。性别(Gen)、学历(Deg)、从业时间(Exp)和任职时间(Ser)等基金经理特征变量。本研究主要变量的定义见表1。

3.3 计量模型

本研究利用面板数据来研究基金同质化程度与基金业绩的关系,研究模型为

表1 变量定义
Table 1 Definitions of Variables

变量类型	变量名称	变量符号	变量定义
基金业绩	绝对收益率	Ret	几何日平均收益
	超额收益率	Alf	采用Carhart 4因子模型的截距项计算得到
基金风险	总体风险	Rit	基金收益的标准差
	特质性风险	Ris	采用Carhart 4因子模型残差的标准差计算得到
解释变量	基金同质化程度	Ove	采用基金与基金家族内其他基金持股重合度的均值表示
	基金仓位	Hol	基金股票资产占基金净资产的比例
基金特征	持股集中度	Hhi	$Hhi = \sum_{k=1}^K w_k^2$ 其中,基金总共投资了 K 支股票, w_k 为基金投资于股票 k 的资产占股票资产的比值
	存续时间	Age	基金的每期截至日到基金成立日的年数取对数
	基金规模	Siz	基金净资产加1后取对数
	基金流量	Flo	$Flo = \frac{(Tna_{i,t} - Tna_{i,t-1}) \times \frac{Nav_{i,t}}{Nav_{i,t-1}}}{Tna_{i,t-1}}$ 其中, Tna_t 和 Tna_{t-1} 为基金在 t 期和 $t-1$ 期的资产净值, Nav_t 和 Nav_{t-1} 为基金在 t 期和 $t-1$ 期的复权单位净值
	基金换手率	Tur	$Tur_t = \frac{\min\{Buy_t, Sal_t\}}{Tna_t}$ 其中, Tna_t 为基金在 t 期和 $t-1$ 期的资产净值均值, Buy_t 为基金在 t 期的股票买入金额, Sal_t 为基金在 t 期的股票卖出金额
基金经理特征	性别	Gen	男性取值为1,女性取值为0
	学历	Deg	博士学位取值为1,博士学位以下取值为0
	从业时间	Exp	基金经理的从业时间年数取对数
	任职时间	Ser	基金经理的任职时间年数取对数

$$Y_{i,t} = \alpha_{i,t} + \beta_1 Ove_{i,t-1} + \beta_2 Con_{i,t-1} + \beta_3 Tim_t + \beta_4 Fam_i + \varepsilon_{i,t} \quad (5)$$

其中, $Y_{i,t}$ 为被解释变量,包括基金业绩与基金风险, $Ove_{i,t-1}$ 为关键解释变量,表示基金 i 的同质化程度, $Con_{i,t-1}$ 为基金特征和基金经理特征等控制变量, Tim 为为时间虚拟变量, Fam 为基金家族虚拟变量, $\varepsilon_{i,t}$ 为随机扰动项,为控制内生性,关键变量解释变量和控制变量均取一期滞后。

4 实证分析

4.1 描述性分析

表2给出部分变量的描述性统计结果。由表2可知基金同质化程度的均值和中位数分别为0.246和0.227,表明从平均水平看,样本基金的股票投资组合与同一家族内的其他基金的股票投资组合至少有两成的资产是一样的。另外,每一期将基金按照同

质化程度从小到大排列,然后把30%和70%作为分位点将基金分为3组,计算各组中变量的平均值,由此可知,同质化程度更高的基金其持股集中度和换手率更小,基金规模更大,基金经理的从业经验和任职时间更长。

4.2 回归分析

4.2.1 假设检验

表3为基金同质化对基金业绩和基金风险的回归结果。由(1)列和(2)列可知,不论是对基金的绝对收益还是超额收益,基金同质化程度的系数均在1%水平上显著为正,说明越高的同质化程度越有助于基金获得高收益。(3)列和(4)列给出以基金总体风险和特质性风险为被解释变量的结果,基金同质化程度的系数在1%水平上显著为负,说明同质化不仅没有使基金承担更高的总体风险,甚至降低了基金的总体风险水平。综上所述,基金家族内部的同质化能够为基金带来更好的业绩,承担风险不是原

表2 描述性统计结果
Table 2 Results for Descriptive Statistics

基金特征	总体			分组统计			
	均值	中位数	标准差	低	中	高	高 - 低
基金同质化程度	0.246	0.227	0.138	0.162	0.294	0.444	0.283***
基金持仓	0.828	0.857	0.102	0.807	0.808	0.809	0.002
基金持股集中度	0.041	0.039	0.016	0.041	0.039	0.038	-0.003***
基金年龄(年)	6.333	5.615	3.835	5.197	5.434	5.514	0.317*
基金规模(亿元)	23.351	11.674	32.104	27.781	35.241	34.451	6.670***
基金流量	0.041	-0.065	0.752	0.048	0.127	0.115	0.067
基金换手率	2.340	1.757	1.997	2.350	2.064	2.034	-0.316***
基金经理性别	0.862	1	0.345	0.877	0.875	0.875	-0.002
基金经理学历	0.117	0	0.322	0.112	0.100	0.132	0.019
基金经理从业经验(年)	11.408	10.831	3.861	10.843	11.021	11.437	0.594***
基金经理任职时间(年)	2.593	2.167	1.829	2.175	2.377	2.544	0.369***

注：***为在1%水平上显著，*为在10%水平上显著，下同。

因，而是通过其他作用途径实现的，因此，需要进一步研究同质化提升基金业绩的作用机理。

4.2.2 稳健性检验

上文中发现同质化与基金业绩存在正向关系，为了确保实证分析的稳健性，本研究通过替换指标和划分时间区间等方式进行了稳健性检验。

(1) 排除公共信息的影响。基金投资组合是投资信息的反映，信息可能来源于家族内部的私有信息，也可能来源于家族外部的公共信息。如果基金较大程度地依赖市场中的公共信息进行资产配置，即使基金在家族层面的同质化程度很高，也仅仅是基金在市场层面的高同质化程度反映，因此本研究重新构建了排除家族外部的公共信息的干扰的基金同质化指标 ($OveI$)，即

$$OveO_{i,t} = \frac{1}{N_t - 1} \sum_{s \neq f} Ove_{i,j,t} \quad (6)$$

$$OveI_{i,t} = Ove_{i,t} - OveO_{i,t} \quad (7)$$

其中，基金 i 所在基金家族外共有 N_t 只基金，基金 i 属于基金家族 f ， $OveO_{i,t}$ 为基金 i 的市场同质化程度。将 Ove 替换为 $OveI$ 后进行回归后的结果与表3保持一致，说明同质化对基金业绩的提升并不是由基金市场中的公共信息驱动的，排除市场层面同质化后，仍然支持研究结论。

(2) 考虑基金持仓比例。上文基金同质化程度的构造是以基金的股票组合构建的，即基金持有的各个股票占基金总股票资产的比例，这一指标更多地反映了基金股票组合的信息，但如果基金仓位很低，即使基金持有的某一股票占股票资产的比例较高，

占基金净资产的比例也会很低，这意味着基金虽然参与同质化的意愿很强，但参与程度不够。考虑到这一情形，本研究按照基金持有的各个股票占基金净资产的比例重新计算了基金同质化程度并重新进行了回归分析，结果与表3保持一致。

(3) 考虑不同市场行情。市场行情可能影响同质化对基金业绩的作用效果，例如，当市场行情较好时，基金更容易获得高收益，同质化不利于发挥基金的主动性和私有信息优势；当市场行情较差时，基金面临投资者的赎回，对家族共持股价格可能产生负面冲击，同质化也有可能不利于基金业绩。为了研究不同市场行情是否会影响同质化对基金业绩的作用效果，按照每一期市场累计收益的正负将样本时间区间分为市场行情好和行情差，然后分时间区间进行回归分析。结果显示，不论市场行情如何，基金同质化程度的系数都显著为正，因此，考虑到市场行情，同质化程度与基金业绩的关系也是稳健的。

4.3 作用机理

为了理解同质化是如何帮助基金提升业绩的，本研究将从私有信息、投资心理和业绩操纵3个方面进行作用机理的分析和检验。

4.3.1 私有信息的作用

股票市场并非完全有效，私有信息的存在能够帮助基金提高业绩表现，信息优势假设也认为机构投资者相对于个人投资者，在信息收集、处理以及传递等方面具有明显优势^[34]。基金公司会组织专业研究团队对各种公司报表和新闻进行研究，会对上市公司进行实地调查，还会定期组织基金经理进行交流讨论，这些工作能够产生内部私有价值信息，同质化

表3 同质化对基金业绩和基金风险的影响
Table 3 Impact of Homogeneity on Fund Performance and Fund Risk

	<i>Ret</i> (1)	<i>Alf</i> (2)	<i>Rit</i> (3)	<i>Ris</i> (4)
<i>Ove</i>	0.069*** (11.383)	0.034*** (7.147)	-0.107*** (-5.426)	-0.102*** (-8.336)
<i>Hol</i>	0.041*** (5.403)	0.020*** (3.620)	1.372*** (42.851)	0.445*** (28.092)
<i>Hhi</i>	0.393*** (8.221)	0.221*** (6.026)	2.834*** (16.565)	4.932*** (44.009)
<i>Age</i>	-0.0002 (-0.114)	-0.001 (-0.653)	-0.040*** (-9.481)	-0.024*** (-9.099)
<i>Siz</i>	-0.006*** (-9.228)	-0.006*** (-10.925)	0.009*** (4.090)	0.001 (0.484)
<i>Flo</i>	0.002* (1.890)	0.001 (1.337)	0.004** (2.253)	0.005** (2.352)
<i>Tur</i>	-0.002** (-1.997)	-0.011*** (-12.473)	0.052*** (14.124)	0.043*** (18.139)
<i>Gen</i>	-0.003 (-1.479)	0.001 (0.372)	0.023*** (3.990)	0.009** (2.304)
<i>Deg</i>	0.002 (1.067)	0.001 (0.420)	-0.005 (-0.710)	-0.006 (-1.272)
<i>Exp</i>	-0.001*** (-4.885)	-0.001*** (-4.264)	-0.002*** (-3.749)	-0.003*** (-6.137)
<i>Ser</i>	0.002*** (3.673)	0.001*** (2.607)	0.006*** (4.648)	0.001 (1.208)
常数项	0.459*** (19.425)	0.190*** (9.891)	0.024 (0.420)	0.125*** (3.244)
时间和基金家族	控制	控制	控制	控制
调整的 R^2	0.842	0.250	0.874	0.575
样本数	10 656	10 656	10 656	10 656

注:**为在5%水平上显著,括号内数值为*t*值,下同。

反映了基金对这些私有价值信息的利用,能够帮助基金筛选出优质的股票,进而提升基金的业绩。为了验证上述分析,首先检验同质化程度较高的基金是否具有更好的选股能力,参考侯伟相等^[35]的研究,利用改进的HM模型(*Hms*)和TM模型(*Tms*)计算基金的选股能力,然后作为被解释变量进行回归分析。表4给出了基金同质化如何通过私有信息来提升基金业绩,表4中(1)列和(2)列为基金同质化对基金选股能力的影响,可以看到基金同质化程度的系数显著为正,说明同质化程度较高的基金确实具有更好的选股能力。

为了检验基金家族内部私有信息更具价值,采用(7)式计算基金的市场同质化程度表示基金对家族外公共信息的使用程度,并构建了与基金同质化程度的交乘项,表4中(3)列和(4)列为家族外公共信息使用对基金同质化与基金业绩关系的影响,交乘

项系数均在1%水平上显著为负,说明如果同质化所反映的基金家族内部私有信息越多而公共信息越少,则同质化对基金业绩的提升作用越明显,同质化对基金业绩的提升更多是家族内部价值信息的反映,验证了上述分析。

4.3.2 投资心理的作用

(1)具有较少的非理性特征。行为金融理论认为投资者并非完全理性,这在基金经理中同样存在,基金经理心理或认知上的偏见会抑制其理性行为模式,例如具有明显的处置效益^[36],更愿意投资本地股票^[37]。在基金业绩分化大的时期,业绩较好的基金更容易获得投资者的关注和投资,同时市场投资机会也会更多,这促使基金经理想要偏离家族并采取更加主动的策略去提高业绩,在这种情况下,偏离家族更有可能是盲目冲动或过度自信等非理性行为的反应,而同质化是基金家族集体理性的反应,可以避免由

表4 机理检验：私有信息的作用

Table 4 Mechanism Tests: The Role of Private Information

	<i>Hms</i> (1)	<i>Tms</i> (2)	<i>Ret</i> (3)	<i>Alf</i> (4)
<i>Ove</i>	0.037*** (7.068)	0.048*** (6.791)	0.110*** (11.281)	0.042*** (5.205)
<i>OveO</i>			0.191*** (7.758)	0.045** (2.506)
<i>Ove · OveO</i>			-0.455*** (-8.673)	-0.098** (-2.366)
控制变量	控制	控制	控制	控制
时间项和基金家族	控制	控制	控制	控制
调整的 R^2	0.228	0.248	0.843	0.251
样本数	10 656	10 656	10 656	10 656

表5 机理检验：投资心理的作用

Table 5 Mechanism Tests: The Role of Investment Psychology

	<i>Ret</i> (1)	<i>Alf</i> (2)	<i>Ret</i> (3)	<i>Alf</i> (4)
<i>Ove</i>	0.073*** (12.957)	0.042*** (9.132)	0.064*** (10.531)	0.037*** (7.781)
<i>Dis</i>	-0.185*** (-14.850)	-0.045*** (-4.119)		
<i>Ove · Dis</i>	0.051*** (7.702)	0.015*** (2.884)		
<i>Sen</i>			-0.057*** (-15.569)	-0.017*** (-5.398)
<i>Ove · Sen</i>			0.053*** (8.864)	0.022*** (4.576)
控制变量	控制	控制	控制	控制
时间项和基金家族	控制	控制	控制	控制
调整的 R^2	0.835	0.224	0.835	0.225
样本数	10 656	10 656	10 656	10 656

于基金经理个人非理性行为导致的基金价值损失。为了验证上述分析,用基金收益的四分位距(*Dis*)表示基金业绩分化程度^[38],作为调节变量进行回归分析,如果交乘项的系数显著为正,则说明基金实际上高估了自有信息的价值并低估了基金家族内部信息的价值,实际上是过度自信这种非理性行为的结果。表5给出基金同质化如何通过投资心理来提升基金业绩,表5中(1)列和(2)列为基金业绩分化程度对基金同质化与基金业绩关系的影响,交乘项系数显著为正,验证了上述分析。

(2)具有较少的自利性特征。基金经理与投资者之间也存在代理问题,二者之间利益并不完全一致,基金经理会牺牲投资者的利益来实现自身利益最大化,造成自利性行为的发生,例如基金会进行业绩粉

饰^[39],还会风格漂移^[40]。资金流量是基金经理业绩考核的重要指标,在市场投资者情绪高涨的时期,基金经理更有可能为了吸引资金流入而去持有情绪贝塔较高的股票或者彩票型股票,但这一自利性行为对基金业绩产生了消极影响。为了验证上述分析,将投资者情绪指标(*Sen*)作为调节变量进行回归分析^[41],如果交乘项的系数显著为正,说明同质化能够限制基金经理自利性行为,进而提高基金的业绩。表5中(3)列和(4)列为投资者情绪指标对基金同质化与基金业绩关系的影响,交乘项系数显著为正,验证了上述分析。

4.3.3 业绩操纵的作用

市场操纵在金融市场中存在已久,基金作为拥有大量资金的机构投资者,具有天然的市场操纵条件,

族业绩对基金同质化与基金业绩关系的影响,表7中(1)列和(2)列为基金持股集中度对基金同质化与基金业绩关系的影响,交乘项系数显著为正,说明基金持股集中度对同质化与基金业绩之间关系确实起到了正向调节作用,验证了上述分析。

(2)基金规模的调节。较大规模的基金调仓没有小基金灵活,当新的信息经过基金家族的渠道传递到大规模基金的基金经理时,这些基金经理也没办法迅速根据新信息进行调仓,导致信息利用效率较低。同时,较大规模的基金为了避免在调仓和赎回时对股票价格产生较大的负面冲击,其往往会重仓大市值和流动性较强的股票,对这类股票进行拉升所需资金量过大且不易实现^[43],因此,本研究认为,基金规模起到了负向调节作用。表7中(3)列和(4)列为基金规模对基金同质化与基金业绩关系的影响,交乘项系数在(4)列中显著为负,在(3)列中为负,说明基金规模对同质化与基金业绩之间关系起到了负向调节作用,验证了上述分析。

4.4.2 基金家族业绩的调节

高业绩基金家族反映出家族调研成果的价值更大或者家族内基金经理的投资水平更高,利用家族调研成果或家族成员沟通结果产生的私有信息价值更大,对基金的业绩提升作用更大,因此基金家族业绩对同质化与基金业绩之间的关系能够起到正向调节作用。用基金家族内除基金自身以外地其他基金的平均超额收益来表示基金家族业绩(FA),作为调节变量进行回归分析,表7中(5)列和(6)列为基金家族业绩对基金同质化与基金业绩关系的影响,交乘项系数显著为正,验证了上述分析。

4.5 拓展研究

既然同质化有助于基金的业绩表现,基金应该会主动追求同质化,但不同基金之间的同质化程度仍然具有明显差异,有必要继续研究造成基金同质化程度差异的原因。本研究将从激励效应和条件限制两个角度来对该问题进行分析和检验。

4.5.1 激励效应与同质化

(1)声誉激励。在基金锦标赛激励制度下,基金管理者 and 投资者更关注的是基金的相对排名,排名在头部的基金被称作明星基金,成为明星基金不仅

能为基金经理带来巨大的职业声誉,提升家族内的地位^[44],还可以获得巨额的奖金激励^[45],部分基金经理选择主动降低同质化程度可能是因为同质化无法使基金成为明星基金。为了验证上述猜想,用虚拟变量Top30、Top20、Top10和Top5表示基金是否在同类基金中排名前30%、20%、10%和5%,是则取值为1,不是则取值为0,然后将其作为被解释变量,采用Probit模型进行检验,表8给出激励效应如何影响基金同质化,表8中(1)列和(2)列的基金同质化程度系数均显著为正,说明同质化能让基金获得前20%或30%这样一个相对靠前的排名,但表8中(3)列和(4)列的基金同质化程度系数不显著异于0,意味同质化无法使基金成为顶尖的明星基金,想成为明星基金可能需要基金经理持有更为独特的投资组合,虽然这不一定能够让基金战胜基金家族,但是依靠自身的实力或运气确实提供了成为明星基金的可能。

(2)资金流量激励。基金规模不仅是基金公司的核心目标,也是基金绩效考核的指标之一,因为中国基金公司的收入主要来自按照基金规模收取的管理费。产品差异化是基金公司获得市场份额的有效策略^[46],基金公司有动力提供差异化的产品来满足不同类型投资者的偏好,基金公司可能安排一些基金投资于另类股票或行业来达到吸引基金流量的目的,即使这样做有可能对基金收益有负面影响。表8的(5)列给出同质化与基金流量之间的关系,可以看到,基金同质化程度的系数显著为负,说明同质化程度更低的基金可能在满足投资者偏好时面临更小的竞争,能够获得更多的资金流入。

4.5.2 条件限制与同质化

(1)基金经理资历限制。基金经理在家族内部的资历也可能影响同质化程度,一方面资历老的基金经理具有的人脉和信息渠道更丰富,能够调动和利用的家族内部资源较多,其持仓更可能是利用家族内部资源的反映,表现出更高的同质化程度;另一方面,资历年轻的基金经理不仅不能够对家族资源充分利用,而且有更强烈的职业忧虑^[2],有更强烈的动机想要另辟蹊径来超过家族内其他基金,其管理基金的同质化程度也更低。为了验证上述分析,本研究将基金经理任职时间作为基金经理资历的代理变

表8 基金同质化差异的成因：激励效应

Table 8 The Causes of Differences in Fund Homogenization: Incentive Effects

	Top30 (1)	Top20 (2)	Top10 (3)	Top5 (4)	Flo (5)
Ove	0.285*** (6.519)	0.172*** (4.435)	0.025 (0.849)	-0.032 (-1.463)	-0.324** (-2.030)
控制变量	控制	控制	控制	控制	控制
时间项和基金家族	控制	控制	控制	控制	控制
调整的R ²	0.037	0.039	0.030	0.025	0.035
样本数	10 656	10 656	10 656	10 656	10 656

表9 基金同质化差异的成因:条件限制
Table 9 The Causes of Differences in Fund Homogenization: Conditional Restrictions

	Ove			
	(1)	(2)	(3)	(4)
Ser	0.001** (2.030)	0.004*** (8.557)		
Sid			0.107*** (10.780)	0.108*** (10.646)
控制变量	控制	不控制	控制	不控制
时间项和基金家族	控制	控制	控制	控制
调整的R ²	0.323	0.111	0.316	0.316
样本数	10 656	10 656	10 656	10 656

量,利用回归模型进行分析。表9给出条件限制如何影响基金同质化,表9中(1)列和(2)列给出基金经理资历与基金同质化程度的关系。可以看到,基金经理任职时间的系数显著为正,验证了上述分析。

(2)基金家族信息传递效率限制。基金家族内部良好的沟通渠道能保证家族内部信息高效地传递,基金间进行沟通的成本更低,合作的意愿更高,就有更多的基金基于交流后的共同认识选择持有相同的资产,提升了同质化程度;反之,如果家族内部信息传递效率较低,基金间不能有效进行交流合作,基金只能按照自身信息进行资产配置,阻碍了家族内部产品的同质化。采用基金家族内部信息传播速率(Sid)测量家族信息传递效率^[47],然后进行回归分析。表9中(3)列和(4)列给出基金家族信息传递效率与基金同质化程度的关系。可以看到,基金家族内部信息传播速率的系数显著为正,验证了上述分析。

5 结论

5.1 研究结果

本研究以2006年至2020年主动权益类基金为研究对象,研究了基金家族产品同质化与基金业绩的关系以及影响同质化的因素。研究发现,同质化有助于基金更好的业绩表现,本研究尝试从多个角度进行了解释和检验:①相较于单个基金的信息或家族外部的公共信息,家族内部调研团队的研究成果及家族成员间沟通交流产生的信息可能价值更高或更可靠,同质化程度更高的基金更大程度地利用了这些家族内部信息资源,提升了基金的选股能力。②基金经理并非完全理性,与投资者的利益也并不完全一致,在市场情绪或者激励措施的刺激下会产生损害基金业绩的非理性行为和自利性行为,同质化程度更高的基金可能反映了较少的非理性和自利性特征,具有更少的业绩损害行为。③同质化程度较高的基金拥有更多的家族共同持仓股票,可以联合家族内其他基金,利用集体资金优势影响共持股

票的价格,进而达到业绩操纵的目的。另外,对于同质化与基金业绩的关系,基金持股集中度和基金家族业绩起到了正向调节作用,而基金规模起到了负向调节作用。进一步研究发现,即使同质化有助于基金获得更优的业绩表现,在一些激励措施和条件限制下,基金也不会参与到产品同质化中来,例如,声誉激励和资金流量激励可能会促使基金经理主动降低基金同质化水平,基金经理较浅的资历和基金家族较低的信息传递效率会阻碍产品同质化。

5.2 研究贡献

①已有对基金家族的研究将重点放在了交叉补贴、抬轿以及风险转移等强调基金公司出于自利性目的,利用基金家族损害基金业绩的行为,本研究以基金家族产品同质化为切入点,通过分析同质化与基金业绩的关系及成因,描述了基金家族在提升基金业绩方面的积极作用,这是对基金家族相关研究的重要补充。②基金投资行为往往因涉及管理者与投资者间的代理冲突、基金经理投资能力的评价等问题而受到学者的关注,本研究对基金同质化程度不同的主客观原因进行分析,深化了对基金投资行为的认识。③已有研究关注的是基金市场层面的产品同质化现象,同质化作用的对象也更多是被基金共同持仓的股票,本研究关注的是基金家族层面的产品同质化现象,同质化作用的对象是基金本身,这是对基金产品同质化相关研究的补充。

5.3 研究启示

本研究对不同基金市场参与主体都具有启示作用:对基金经理而言,面对基金公司提供的研究资源和交流合作平台,要充分利用以提升业绩表现;对基金公司而言,要发挥自身的规模优势和管理能力在信息搜集、投资研究及交流合作等方面对旗下基金予以帮助,不断提升服务能力;对基金投资者而言,在评价基金时也要将基金公司和基金家族纳入考量,用以筛选出具有更好业绩表现的基金;对监管者而言,要对基金公司服务基金经理和投资者方面的工作

作予以肯定,但也要防范家族内基金相互联合操纵股票价格扰乱金融市场秩序的行为,在鼓励和提倡基金市场和基金公司提供差异化产品的同时,也不能忽视基金产品同质化背后对基金业绩的积极作用,提供有针对性的政策措施。

参考文献:

- [1] 郭春松,蔡庆丰,汤畅畅.基金家族的业绩关联与溢出效应:基于共同技能效应与共同噪声效应的实证研究. *金融研究*, 2015(5): 162-177.
GUO Chunsong, CAI Qingfeng, TANG Yangyang. Performance correlations of the fund family and its effect on fund spillover effect: empirical evidence based on the common skill effect and common noise effect. *Journal of Financial Research*, 2015(5): 162-177.
- [2] 张永冀,赵宇晗,李天雄,等.基金经理的“走”与“汰”:基于权益类基金的实证证据. *系统工程理论与实践*, 2022, 42(5): 1214-1232.
ZHANG Yongji, ZHAO Yuhang, LI Tianxiong, et al. Mutual fund managers: promotion or demotion: new evidence from equity fund managers in China's financial market. *Systems Engineering Theory & Practice*, 2022, 42(5): 1214-1232.
- [3] KEMPF A, RUENZI S. Tournaments in mutual-fund families. *Review of Financial Studies*, 2008, 21(2): 1013-1036.
- [4] HONG H, KUBIK J D, STEIN J C. Thy neighbor's portfolio: word-of-mouth effects in the holdings and trades of money managers. *The Journal of Finance*, 2005, 60(6): 2801-2824.
- [5] 申宇,赵静梅,何欣.校友关系网络、基金投资业绩与“小圈子”效应. *经济学(季刊)*, 2016, 15(1): 403-428.
SHEN Yu, ZHAO Jinmei, HE Xin. Alumni networks, fund's performance and “small world” effect. *China Economic Quarterly*, 2016, 15(1): 403-428.
- [6] 林斌,何为,余剑峰.公募基金管理是否有效?多因素的基金能力评价. *系统工程理论与实践*, 2022, 42(4): 906-922.
LIN Shen, HE Wei, YU Jianfeng. Is the management of mutual fund valid? Ability evaluation based on multiple characteristics. *Systems Engineering Theory & Practice*, 2022, 42(4): 906-922.
- [7] 苏治,贺旭,张永冀.基金“抱团”:净值增长与暴跌风险. *管理评论*, 2024, 36(3): 30-44, 145.
SU Zhi, HE Xu, ZHANG Yongji. Fund “holding together”: performance and crash risk. *Management Review*, 2024, 36(3): 30-44, 145.
- [8] 罗荣华,田正磊,方红艳.“和而不群”还是“卓尔不群”?基于基金网络信息使用的视角. *金融研究*, 2020(8): 188-206.
LUO Ronghua, TIAN Zhenglei, FANG Hongyan. Fund managers' skill and use of shared information from the social network. *Journal of Financial Research*, 2020(8): 188-206.
- [9] 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. *金融研究*, 2008(2): 140-151.
LU Rong, LI Liangsong. On the effect of family co-holding on the company's return and risk. *Journal of Financial Research*, 2008(2): 140-151.
- [10] EISELE A, NEFEDOVA T, PARISE G, et al. Trading out of sight: an analysis of cross-trading in mutual fund families. *Journal of Financial Economics*, 2020, 135(2): 359-378.
- [11] 屈源育,吴卫星.基金家族的造星策略:基于共同持股股票收益率差异视角. *财经研究*, 2014, 40(4): 103-116.
QU Yuanyu, WU Weixing. On star-making strategy of mutual fund families: from the perspective of differentiated performance of co-holding stocks. *Journal of Finance and Economics*, 2014, 40(4): 103-116.
- [12] CASAVECCHIA L, GE C Y. Jack of all trades versus specialists: fund family specialization and mutual fund performance. *International Review of Financial Analysis*, 2019, 63: 69-85.
- [13] 肖峻,石劲.基金业绩与资金流量:我国基金市场存在“赎回异象”吗?. *经济研究*, 2011, 46(1): 112-125.
XIAO Jun, SHI Jing. Historical performance and fund flows: does “redemption anomaly” exist in China's open-end fund market?. *Economic Research Journal*, 2011, 46(1): 112-125.
- [14] HAZENBERG J J, IREK F, VAN DER SCHEER W, et al. The lure of the brand: evidence from the European mutual fund industry. *European Financial Management*, 2015, 21(5): 867-904.
- [15] 杨墨,岳思诗,董大勇.机构投资者调研信息获取与投资行为能“知行合一”吗:基于基金公司的数据. *金融经济学研究*, 2021, 36(4): 111-125.
YANG Mo, YUE Sishi, DONG Dayong. Do institutional investors maintain knowledge: action unity in practice? Evidence from fund companies. *Financial Economics Research*, 2021, 36(4): 111-125.
- [16] LIN S, TIAN S, ZHENG L. Friend or foe: on a common shareholder relationship between mutual funds and public companies. *Journal of Financial Markets*, 2022, 58: 100673-1-100673-21.
- [17] 李科,陆蓉,夏翊.基金家族共同持股:意见分歧与股票收益. *经济研究*, 2015, 50(10): 64-75.
LI Ke, LU Rong, XIA Yi. Fund family co-holding: differences of opinion and stock return. *Economic Research Journal*, 2015, 50(10): 64-75.
- [18] 梁雯,宋思淼,姚晓林.基金投资者网络与企业自愿性信息披露:来自中国证券市场的经验证据. *审计与经济研究*, 2020, 35(6): 78-87.
LIANG Wen, SONG Simiao, YAO Xiaolin. Fund investor network and corporate voluntary information disclosure: empirical evidence from China stock markets. *Journal of Audit & Economics*, 2020, 35(6): 78-87.
- [19] 薛宏刚,李启亨,周金英.基金抱团对我国上市公司投资效率的影响. *财经理论与实践*, 2022, 43(3): 49-58.
XUE Honggang, LI Qiheng, ZHOU Jinying. Research on the influence of fund clique on the investment efficiency of companies. *The Theory and Practice of Finance and Economics*, 2022, 43(3): 49-58.
- [20] 罗毅,林树.基金经理的“关系”型持股是“投机”还是“投资”. *现代经济探讨*, 2022(2): 68-82.
LUO Yi, LIN Shu. Are the fund manager's “Relationship” holdings “Speculation” or “Investment”. *Modern Economic Research*, 2022(2): 68-82.
- [21] PATEL S, SARKISSIAN S. To group or not to group? Evidence from mutual fund databases. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 2017, 52(5): 1989-2021.
- [22] 王拓,刘晓星,王虎.基金产品网络中心性与收益波动率研究. *管理科学*, 2023, 36(4): 135-146.
WANG Tuo, LIU Xiaoxing, WANG Hu. Research on network centrality and return volatility of fund products. *Journal of Man-*

- agement Science*, 2023, 36(4): 135–146.
- [23] 焉昕雯. 基金经理初次任职时点、过度自信与基金业绩. *投资研究*, 2020, 39(5): 106–124.
YAN Xinwen. Time of fund manager's first appointment, overconfidence and fund performance. *Review of Investment Studies*, 2020, 39(5): 106–124.
- [24] 王文南翔, 胡日东, 张晟. 同辈竞争影响基金经理冒险行为的机制研究. *西部论坛*, 2022, 32(2): 110–124.
WANG Wenanxiang, HU Ridong, ZHANG Cheng. The mechanism of peer competition influencing fund managers's risk-taking behavior. *West Forum*, 2022, 32(2): 110–124.
- [25] 高媚, 杨晓兰. 基金经理激励机制与股票错误定价: 一项实验研究. *管理科学学报*, 2024, 27(6): 21–42.
GAO Mei, YANG Xiaolan. Fund manager performance incentives and stock mispricing: an experimental study. *Journal of Management Sciences in China*, 2024, 27(6): 21–42.
- [26] AGARWAL V, JIANG L, WEN Q. Why do mutual funds hold lottery stocks?. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 2022, 57(3): 825–856.
- [27] WANG J, WANG X T, YANG J, et al. Impact of investor sentiment on mutual fund risk taking and performance: evidence from China. *Enterprise Information Systems*, 2020, 14(6): 833–857.
- [28] 王健, 易尚昆, 蒋忠中, 等. 市场情绪与基金投资策略: 迎合还是修正?. *管理科学学报*, 2024, 27(3): 112–132.
WANG Jian, YI Shangkun, JIANG Zhongzhong, et al. Market sentiment and fund investment strategy: catering or contrarian. *Journal of Management Sciences in China*, 2024, 27(3): 112–132.
- [29] LYNCH A W, MUSTO D K. How investors interpret past fund returns. *The Journal of Finance*, 2003, 58(5): 2033–2058.
- [30] 杨振, 刘海龙, 吴文锋. 货币市场基金估值与期末业绩拉升行为. *管理评论*, 2022, 34(10): 9–23.
YANG Zheng, LIU Hailong, WU Wenfeng. Monetary market funds valuation and performance inflation behavior at quarter-end. *Management Review*, 2022, 34(10): 9–23.
- [31] 林乐, 汤晓燕, 黄亮华. 公募基金的净值管理行为研究: 来自基金日回报数值特征的经验证据. *管理评论*, 2023, 35(9): 222–235.
LIN Le, TANG Xiaoyan, HUANG Lianghua. Research on net value management behavior of mutual fund: an empirical evidence from the first-digit distribution of fund daily returns. *Management Review*, 2023, 35(9): 222–235.
- [32] 林舫, 何为, 余剑峰. 基于相关性调整的公募基金管理能力度量. *管理科学学报*, 2022, 25(11): 109–126.
LIN Shen, HE Wei, YU Jianfeng. A correlation-adjusted measure for the management ability of mutual funds. *Journal of Management Sciences in China*, 2022, 25(11): 109–126.
- [33] FRICKE D. Are specialist funds “special”? *Financial Management*, 2019, 48(2): 441–472.
- [34] 高昊宇, 刘伟, 马超群, 等. 机构卖出和暴跌风险: 优势信息的作用. *管理科学学报*, 2022, 25(1): 64–80.
GAO Haoyu, LIU Wei, MA Chaoqun, et al. Institutional exits and stock crash: the role of informed investors. *Journal of Management Sciences in China*, 2022, 25(1): 64–80.
- [35] 侯伟相, 于瑾. 基金资产网络、投资能力与基金净值暴跌风险: 基于股票型基金的研究. *国际金融研究*, 2018(4): 86–96.
HOU Weixiang, YU Jin. Mutual fund networks, performance and netvalue's crash risk: research on open-end equity fund. *Studies of International Finance*, 2018(4): 86–96.
- [36] SINGAL V, XU Z J. Selling winners, holding losers: effect on fund flows and survival of disposition-prone mutual funds. *Journal of Banking & Finance*, 2011, 35(10): 2704–2718.
- [37] POOL V K, STOFFMAN N, YONKER S E. No place like home: familiarity in mutual fund manager portfolio choice. *Review of Financial Studies*, 2012, 25(8): 2563–2599.
- [38] HARVEY C R, LIU Y. Cross-sectional alpha dispersion and performance evaluation. *Journal of Financial Economics*, 2019, 134(2): 273–296.
- [39] 孟庆斌, 杨俊华, 许伟, 等. 投资者申赎与公募基金业绩粉饰: 基于中国基金信息披露差异的经验证据. *管理评论*, 2019, 31(11): 20–32.
MENG Qingbin, YANG Junhua, XU Wei, et al. Purchase and withdrawal of mutual fund and window dressing: empirical evidence from mutual fund information disclosure in China. *Management Review*, 2019, 31(11): 20–32.
- [40] 寇宗来, 毕睿罡, 陈晓波. 基金业绩如何影响风格漂移和经理离职? 理论与经验分析. *金融研究*, 2020(9): 172–189.
KOU Zonglai, BI Ruigang, CHEN Xiaobo. How does fund performance affect style drift and manager turnover? Theory and empirical evidence from China. *Journal of Financial Research*, 2020(9): 172–189.
- [41] BAKER M, WURGLER J. Investor sentiment in the stock market. *Journal of Economic Perspectives*, 2007, 21(2): 129–151.
- [42] FULKERSON J A, RILEY T B. Portfolio concentration and mutual fund performance. *Journal of Empirical Finance*, 2019, 51: 1–16.
- [43] 张永冀, 李天雄, 苏治, 等. 基金规模、投资者关注与基金业绩持续性. *中国管理科学*, 2023, 31(12): 57–68.
ZHANG Yongji, LI Tianxiong, SU Zhi, et al. Fund size, investor attention and fund performance persistence. *Chinese Journal of Management Science*, 2023, 31(12): 57–68.
- [44] 王晋忠, 张夏青. 基金业绩溢出效应及对开放式基金家族造星行为的影响. *经济理论与经济管理*, 2017(2): 67–77.
WANG Jinzhong, ZHANG Xiaqing. Research on fund performance spillover effect and its influence on China's open-end fund family's star-making behavior. *Economic Theory and Business Management*, 2017(2): 67–77.
- [45] EVANS R B, PRADO M P, ZAMBRANA R. Competition and cooperation in mutual fund families. *Journal of Financial Economics*, 2020, 136(1): 168–188.
- [46] KHORANA A, SERVAES H. What drives market share in the mutual fund industry?. *Review of Finance*, 2012, 16(1): 81–113.
- [47] CICI G, JASPERSEN S, KEMPF A. Speed of information diffusion within fund families. *Review of Asset Pricing Studies*, 2016, 7(1): 144–170.

Homogenization of Fund Family Products and Fund Performance

HE Xu¹, SU Zhi², ZHANG Yongji³

1 School of Economics and Management, Ningxia University, Yinchuan 750021, China

2 School of Statistics and Mathematics, Central University of Finance and Economics, Beijing 102206, China

3 School of Management and Economics, Beijing Institute of Technology, Beijing 100081, China

Abstract: Mutual fund families share various internal resources, such as team research outputs and data algorithm platforms. When funds utilize these internal resources, they tend to allocate similar assets, leading to product homogenization within fund families. Previous research on fund families has primarily focused on practices like cross-subsidization and “carrying a sedan” that reflect detrimental behaviors undermining individual fund performance. However, the phenomenon of product homogenization within fund families and its implications remain underexplored.

Using data from China’s public mutual funds, this study constructs a portfolio overlap index based on fund holdings data, to measure the degree of homogenization and examine the relationship between homogenization and fund performance. The study explores the underlying mechanisms driving this relationship from the perspectives of private information, investment psychology, and performance manipulation. It also investigates the moderating roles of fund ownership concentration, fund size, and fund family performance in this relationship. Furthermore, the study examines the reasons for variations in homogenization across funds from the dual perspectives of incentives and constraints.

The findings reveal that homogenization contributes to higher fund returns without increasing risk. And mechanisms include the effective utilization of private information within the fund family by individual funds, the coordination of multiple funds within fund family to manipulate performance, and the suppression of irrational and self-serving behaviors among individual funds. Fund family performance and fund ownership concentration positively moderate the relationship between homogenization and fund returns, whereas fund size exhibits a negative moderating effect. Additional analyses suggest that while homogenization enhances fund performance, reputation and flow incentives may drive funds to actively reduce the degree of homogenization. Moreover, the shorter manager tenure and lower information transmission efficiency within fund families hinder homogenization.

These findings contribute to a deeper understanding of the relationship between funds and their families, enriching the research on factors influencing fund performance and related investment behaviors. In practice, the study provides insights into how fund managers can leverage family resources to enhance performance and how investors can evaluate funds from the perspective of fund family affiliations.

Keywords: fund family; homogenization; fund performance; internal resources; fund investment behavior

Received Date: November 24th, 2022 **Accepted Date:** June 2nd, 2024

Funded Project: Supported by the National Natural Science Foundation of China (72173145)

Biography: HE Xu, doctor in economics, is a lecturer in the School of Economics and Management at Ningxia University. His research interests include financial markets and fund investment. His representative paper titled “Fund ‘holding together’: performance and crash risk” was published in the *Management Review* (Issue 3, 2024). E-mail: hexu199412@163.com

SU Zhi, doctor in economics, is a professor in the School of Statistics and Mathematics at Central University of Finance and Economics. His research interests cover financial market and asset pricing, macroeconomic. His representative paper titled “Correlation of the virtual and the real economy: empirical research at the level of scale and periodicity” was published in the *Social Sciences in China* (Issue 8, 2017). E-mail: suzhi1218@163.com

ZHANG Yongji, doctor in management, is an associate professor in the School of Management and Economics at Beijing Institute of Technology. His research interests include corporate finance and securities investment. His representative paper titled “Talking more erring less: the effect of monthly business reports on audit fees” was published in the *Accounting Research* (Issue 8, 2024). E-mail: yjzhang@bit.edu.cn □

(责任编辑: 刘思宏)