

The Impact of Open-End Fund Management Structure on Investment Performance:

The Case of Multitasking Managers

by

Wei Fan

A Dissertation Presented in Partial Fulfillment
of the Requirements for the Degree
Doctor of Business Administration

Approved March 2021 by the
Graduate Supervisory Committee:

Hongquan Zhu, Co-Chair

Hong Yan, Co-Chair

Huibing Zhang

ARIZONA STATE UNIVERSITY

May 2021

公募基金管理结构业绩影响研究——以“一拖多”为例

樊炜

全球金融工商管理博士
学位论文

研究生管理委员会
于二零二一年三月批准：

朱洪泉，联席主席
严弘，联席主席
张慧冰

亚利桑那州立大学

二零二一年五月

ABSTRACT

With the fast growth of the fund industry in recent years, the one-driving-multiple funds model, in which a fund manager manages multiple funds at the same time, has become an increasingly common phenomenon. But this important phenomenon has not yet been fully discussed. In order to explore the causes and performance impact of the one-driving-multiple funds model in depth, this analysis collects fund industry data in China from 2008 to 2018 and conducts a systematic investigation.

First of all, in terms of the reasons of the one-driving-multiple funds model, the study finds that (1) fund companies have a tendency to overly use high-performing fund managers. The longer the fund manager's experience and the higher the level of education, the more likely the fund manager is to manage multiple funds; (2) funds with less fund flow pressure are more likely to use the model; (3) the larger the size and the longer in existence of a fund company, the higher the probability that its funds will use the one-driving-multiple funds model.

Secondly, the study also examines the performance impact of the one-driving-multiple funds model. The investigation uncovers that (1) the one-driving-multiple funds model reduces fund returns; (2) the analyses on different fund manager characteristics show that one-driving-multiple funds model is more likely to be associated with lower performance when the fund company has been in existence longer, the assets under management is higher, the fund manager has less experience in the profession, and more

diverse in investment styles; (3) the lower fund performance can be attributed to the distraction to the manager's attention, but a well-trained fund manager may overcome the attention distraction effect by utilizing his own professional experience.

Finally, this study also attempts to quantify the optimal number of fund management. The analysis finds that the fund performance initially declines as the number of funds managed by a fund manager increases, but as the number of funds further increases, the fund performance rebound to some extent. In general, when the number of funds managed by a fund manager is around 10, the performance of fund reaches the trough. When the number of funds managed is more than 17, the effect from fund management experiences outweigh the effect of attention distraction, leading to a balance between the two effects.

This study fills void in the current academic research on the phenomenon of the one-driving-multiple funds model, and makes recommendations to practitioners in the fund management industry based on the research findings.

摘要

随着基金业近年来迅速发展，一位基金经理同时管理多只基金的“一拖多”模式成为了越发普遍的现象并引起广泛关注。但在学术界，这一重要行业现象尚未被充分讨论。为深入探讨基金经理“一拖多”模式的成因及业绩影响。本文搜集并整理了中国 2008 年到 2018 年的基金业数据，对该问题进行了系统探讨。

首先，就基金被“一拖多”的原因看，研究发现：（1）基金公司有过度使用优秀基金经理的现象，基金经理从业时间越长、学历越高，则管理多只基金的概率越高。（2）现金流压力较小的基金更易被“一拖多”，债券型、基金的最小赎回份额较高以及个人投资者比例较低的基金现金流压力较小，被一拖多的概率更高。（3）基金公司的注册资本越高，成立时间越长，管理规模越大，其管理的基金被“一拖多”的概率就越高。

其次，本文探讨了基金经理“一拖多”的业绩影响，研究发现：（1）基金经理“一拖多”总体上降低了基金回报。（2）异质性分析显示，当基金所在企业成立年份较长、管理资产较高时，基金经理“一拖多”更易导致基金业绩回报显著下降。此外，当基金经理从业时间较短、管理的基金组合的风格集中度较低时，这一效应更加明显。（3）基金“一拖多”模式不仅通过分散经理精力降低基金回报，久经锻炼的基金经理也会利用自身经验和知识弥补甚至追回精力分散效应的损失。

最后，本文还试图研究基金经理的最优基金管理数量。研究发现：基金业绩首先会随着基金经理同时管理基金的个数增加而下降，但随着管理基金个数的进一步增加，基金业绩会有所回升。总体上，基金经理管理的基金数量在 10 支左右时达到收益率最劣势，当

管理基金的数量在 17 支以上时，经验复制效应带来的收益将超过精力分散效应带来的损耗，达到效应平衡点。

本文补充了当前学术界在基金经理“一拖多”现象上的研究，并根据研究结果提出了对应的业界实务建议。

目录

	页码
图表目录.....	x
表格目录.....	xi
章节	
一、导论.....	1
1.1 引言.....	1
1.2 研究背景.....	5
1.3 研究意义.....	9
1.4 研究创新性.....	10
二、文献综述.....	11
2.1 公募基金研究综述.....	11
2.2 基金经理人特征与基金业绩.....	14
2.3 基金管理结构研究.....	15
三、数据、变量与样本.....	18
3.1 数据来源与样本选择.....	18
3.2 样本选择.....	19
3.3 变量定义.....	21
3.3.1 基金业绩.....	21
3.3.2 基金公司层面的变量.....	21

章节	页码
3.3.3 基金层面的变量	21
3.3.4 经理层面的变量	22
3.4 描述性统计	25
四、“一拖多”的决定因素	29
4.1 提出假设	29
4.2 模型设计	32
4.3 实证检验	32
4.3.1 分组检验	32
4.3.2 不同因素对“一拖多”发生概率的影响	34
五、“一拖多”与基金业绩	37
5.1 提出假设	37
5.1 模型设计	41
5.2 实证检验	41
5.2.1 基本回归结果	41
5.2.2 异质性分析	44
5.2.3 稳健性检验	48
六、“一拖多”对基金业绩影响的作用机制	52
6.1 提出假设	52
6.2 模型设计	54

章节	页码
6.2.1 精力分散效应	54
6.2.2 经验复制效应	55
6.2.3 学习溢出效应	55
6.3 实证检验	56
6.3.1 精力分散效应	56
6.3.2 经验复制效应	60
6.3.3 学习溢出效应	62
七、最优基金管理数量	65
7.1 基金固定数量	65
7.2 最优“一拖多”管理数量	68
7.3 考虑基金经理个人能力的最优基金管理数量	70
八、结论	77
8.1 主要结论	77
8.2 缺陷与不足	81
8.3 政策建议	81
参考文献	83

图表目录

图表	页码
1 公募基金市场数据（单位：亿元）	7
2 公募基金发行数量时间趋势	8
3 公募基金发行份额（单位：亿份）与净值（单位：亿元）	8
4 基金数量固定效应	67

表格目录

表格	页码
1 基金管理结构情况.....	20
2 变量定义.....	23
3 主要变量的描述性统计.....	26
4 主要变量相关系数表.....	28
5 分组检验各特征差异.....	33
6 “一拖多”的决定因素.....	36
7 “一拖多”状态与基金月度回报.....	43
8 异质性分析.....	47
9 稳健性检验.....	48
10 稳健性检验:公司固定效应.....	50
11 异质性指标交乘项增益表.....	51
12 精力分散效应: 管理基金数与基金月度回报.....	57
13 精力分散效应: 管理基金数与基金月度回报.....	59
14 经验复制效应: 投资风格集中度与基金月度回报.....	61
15 学习溢出效应: 经理人经验与基金月度回报.....	63
16 基金数量固定效应.....	65
17 二次项: 最优管理数量.....	69
18 经理人能力对最优管理数量.....	73

表格

页码

19 各级基金经理“一拖多”效应平衡表.....	75
--------------------------	----

一、导论

1.1 引言

证券投资基金集合众多投资者的资金进行统一管理、参与证券投资，通过发售基金份额，认购者可以获得收益凭证，发起人获得相应资金交由管理人管理，进行投资决策，并通过引入资金托管给第三方（即基金托管人）的方式监管资金的实际使用情况。从资金募集方式来看，可以分为公开募集和向定向投资者募集两种，后者形成私募证券投资基金，资金的投资范围相对灵活，但风险也更大，而前者即为公募证券投资基金。

在我国，自从 1998 年第一只封闭式基金上市，我国的公募基金发展已有二十年，相关的法律法规逐渐完善，大部分基金也由封闭式转向半封闭式或开放式。一方面基金公司陆续成立，不断推出投资策略不同的各色基金产品；另一方面，中小投资者也逐渐认识和了解了公募基金，成为其参与金融市场活动的重要途径之一。截至 2020 年 11 月，我国境内现存基金管理公司 146 家，公募基金产品数量 7783 只，所管理的公募基金资产合计达 18.75 万亿元¹。

投资者通过在不同的基金中进行资产配置进行避险（Kamstra et al., 2017），而公募基金将公开募集的资金交由基金管理人管理，共同受益、共担风险，并且支付给基金管理人按资产规模一定比例计算的管理费。虽然有研究认为基金管理人的财务专业知识带来的好处是有限的（Bodnaruk & Simonov, 2015），但理论上，将“小钱”汇聚成“大钱”可以构建个人所不能构建的投资组合，如购买货币市场的短期有价证券、持有指数投资组合等。同时，由于基金管理人受过投资训练和交易规则限制，例如并不会追逐社会热点股票进行投

¹ 数据来源：<http://www.amac.org.cn/index/>

机 (Borgers et al., 2015), 所以将资金交给基金管理人管理可以利用专业技能优势获得回报 (Kacperczyk et al., 2016)。

基金业绩的相关研究很多, 在基金管理人层面, 除了基金管理人的个人特征 (如学历、从业经历、投资风格等) 之外, 基金的管理结构也有可能成为影响基金绩效的重要因素。在中国基金市场上, 公募基金并不是只有“一拖一”的情况, 即一个基金管理人管理一只基金, “一拖多” (一个基金管理人管理多只基金)、“多拖一” (多个基金管理人管理一只基金) 以及更复杂的情况都是存在的, 而“一拖多”是目前主要的管理结构。中国证券报在 2019 年 7 月 16 日的报道中提到, “Wind 资讯数据显示, 目前基金行业中, 超过 80% 的基金经理所管理的产品超过 1 只, 管理产品超过 10 只 (含) 的基金经理占比超过 15%。”²

“一拖多”的管理结构在中国得以盛行, 与基金业在中国发展的历史背景有关, 从基金经理的供给角度看: 基金业在 2007 年出现了第一波基金经理“公奔私”热潮 (许亚岚, 2018), 当时“第一个吃螃蟹”的十几位知名公募基金经理“下海”奔向私募, 由于公募基金与私募基金在激励安排上长期存在巨大不同, 此后, 做出成绩的公募基金经理很多都会倾向于“奔私”, 使得本就人才紧缺的公募基金界更缺乏可堪重任的经理人。从公司的战略角度看, 明星基金经理人带来更多的品牌效应 (张方方和陈峰, 2018), 更能吸引投资者, 所以公司会委托明星基金经理管理更多的基金从而产生“一拖多”现象。最后, 结合以上两点看, 公募基金公司在有明星基金经理愿意留在公司工作的情况下, 公司往往有过度使用经理的动机, 以尽量提升公司在一段时间内的业绩表现。尽管已有部分文献针对基金“一拖多”的成因有所研究, 但仍然缺乏系统性的论述。

² 详见 http://www.xinhuanet.com/2019-07/16/c_1210197872.htm .

此外，关于基金“一拖多”的经济后果，目前学术界仍然存在一定争议。经理由于本身管理能力和精力有限，当管理多只基金时，基金的重仓股有一定程度上的重合现象，进而基金之间的相关性增加，这可能导致经理管理的基金的风险积累。“一拖多”现象有时还伴随着“委托代理”问题，为了使新发行的基金表现优异吸引更多的投资者，会采用押宝的方式分别投注不相关的行业和股票，以期其中之一能够获得收益，使同一个经理管理的几只基金产生截然不同的收益表现³。但另一方面，能够被委任多个基金的可能是优秀的基金经理人，他们有着丰富的投资经验，对已经熟悉的行业和整体市场的嗅觉相对准确，此时多管理一只基金并不会牵扯太多精力，重仓股重合也不会产生一损俱损的惨烈场面。此外，在投资实践中，“一拖多”的经理人将管理更多的资本，管理进行经验积累产生学习的溢出效应，使管理的基金有更好的表现。

为系统性回答以上问题，本文将以中国公募基金业“一拖多”现象为研究核心，对其成因、后果与渠道展开逐一探讨。

首先，本文通过 Logit 模型，指出“一拖多”类型基金的特征，并进一步分析基金“一拖多”的产生原因。研究发现，从基金经理角度看，基金经理从业时间较长、学历较高均会提高其管理多只基金的概率，印证了公司有过度使用优秀基金经理的动机。此外，从基金自身角度看，基金的最小赎回份额越高、个人投资者比例越低，基金被“一拖多”的概率越高，债券型基金更易被“一拖多”。最后，从基金公司视角看，基金公司的注册资本越高，成立时间越长，管理规模越大，其管理的基金被“一拖多”的概率就越高。

³ 来自知乎专栏，<https://zhuanlan.zhihu.com/p/75095730>

其次，本文通过控制公司层面、基金层面和经理层面的特征，评估基金“一拖多”的经济后果，并对这一结果进行异质性分析。研究发现，基金经理“一拖多”总体上降低了基金回报，异质性分析显示，当基金所在企业成立年份较长、管理资产较高时，基金经理“一拖多”更易导致基金业绩回报显著下降。此外，当基金经理从业时间较短、管理的基金组合的风格集中度较低时，这一效应更加明显。

再次，基于文献综述与前期实证结果得出的推论，本文提出了基金“一拖多”影响基金回报的三种机制：精力分散效应、经验复制效应和学习溢出效应。并进行了逐一检验。研究发现，首先，精力分散效应存在且在短时间内冲击较大，基金经理管理的基金数量的突增显著降低了当月的基金回报，随着时间的推移，基金回报的下降幅度有所回升，同时，基金经理管理的基金数量的缓慢增加不会显著降低当月的基金回报。其次，经验复制效应同样也存在，在控制了基金经理管理的基金数量后，基金经理管理的基金风格越集中，其基金的月度回报越高。最后，学习溢出效应也存在，经验丰富的基金经理在管理多只基金时拥有比其它基金经理更好的业绩表现。

更进一步地，本文基于以上研究结果，试图探讨合宜的基金管理数量，以求在现有条件下安排基金经理人员并产生最大的回报。研究发现，基金业绩首先会随着基金经理同时管理基金的个数增加而下降，但随着管理基金个数的进一步增加，基金业绩会有所回升。总体上，基金经理管理的基金数量在 10 支左右时达到收益率最劣势，当管理基金的数量在 17 支以上时，经验复制效应带来的收益将超过精力分散效应带来的损耗，达到效应平衡点。

最后，本文考虑到基金经理本身能力后继续探究基金管理数量的合宜安排，研究发现：不同能力水平的基金经理的精力分散效应与经验复制效应的平衡点均在 25-26 只附近，并未见显著不同，但另一方面，能力较强的基金经理在基金管理数量最差安排下的业绩相对于其它各组有大幅提高。造成这一结果的原因可能是基金经理能力对精力分散效应、经验复制效应与学习溢出效应的影响不对称。

本文剩余的内容安排如下：第一章导论讨论本文的选题背景和意义，并指出可能存在的两点创新性和贡献。第二章对公募基金、基金经理和基金管理结构方面的研究分别进行梳理，确定本文的研究在学术领域的位置。第三章介绍本文实证研究使用的数据、变量和样本选取过程，对样本进行描述并进行初步的相关性分析。第四章到第七章为本文的实证部分，其中，第四章探究我国“一拖多”的决定因素，通过分组检验和 Logit 模型研究基金公司层面、基金层面和经理层面特征对“一拖多”的影响；第五章考察“一拖多”对业绩的影响，并进行稳健性检验和异质性分析；第六章则具体探讨“一拖多”对业绩的影响机制，本文提出了三个假设，分别是精力分散效应、经验复制效应和学习溢出效应；第七章则讨论“一拖多”的状态下，是否存在最优的基金管理数量。最后第八章是本文的结论和政策建议。

1.2 研究背景

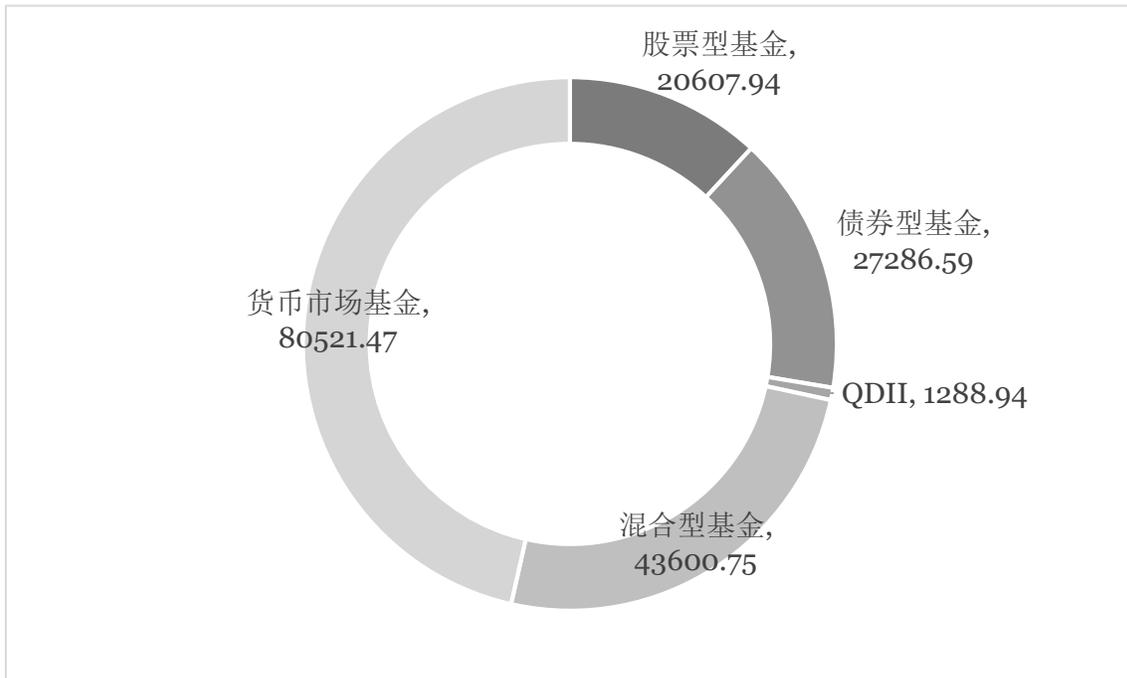
证券投资基金在中国的发展最早可以追溯到80年代末90年代初期，行业内习惯称之为“老基金”，这个时期的公募基金行业刚刚起步，监管措施也没有及时跟进，仅仅规定了

一些基本规范⁴，导致基金发起人设立监管不严格、投资标的的不明确、资金管理不规范等问题，直到1997年国务院出台《证券投资基金管理暂行办法》，我国的公募证券投资基金开始走上运行的正轨。

截止 2020 年 12 底，中国公募基金市场上已有的基金类型有股票型基金、债券型基金、混合型基金、QDII 基金和货币市场基金，其中货币市场基金规模占绝大部分，而 QDII 基金尚处于起步阶段，规模仅有 1288.94 亿元；债券型基金、混合型基金和股票型基金风险依次递增，规模也依次递减，可以看出，中国市场上的证券投资基金更多的是满足购买低风险资产的需求，对于含基金经理人主动管理的中高风险基金相对较少。此外，国内市场仍存在部分封闭式基金，与开放式基金不同，封闭式基金的资金量稳定，有利于经理进行中长期资产配置，但封闭式基金几乎只存在于货币市场基金中，而其他四种类型的基金绝大部分是开放式基金。

⁴ 这段时期的法规为地方性法规，如 1992 年深圳市颁布的《深圳市投资信托基金管理暂行办法》、上交所公布的《上海证券交易所基金证券上市试行办法》。

图 1 公募基金市场数据（单位：亿元）



从时间上看，从 2013 年开始，我国每年发行基金的数量超过 1000 只，到 2016 年甚至接近 2000 只，呈现出爆发式增长的状态，每年的公募基金发行份额和净值也逐年递增。2019 年，大量资金进入公募基金行业，出现了量价齐升的情况。

图 2 公募基金发行数量时间趋势

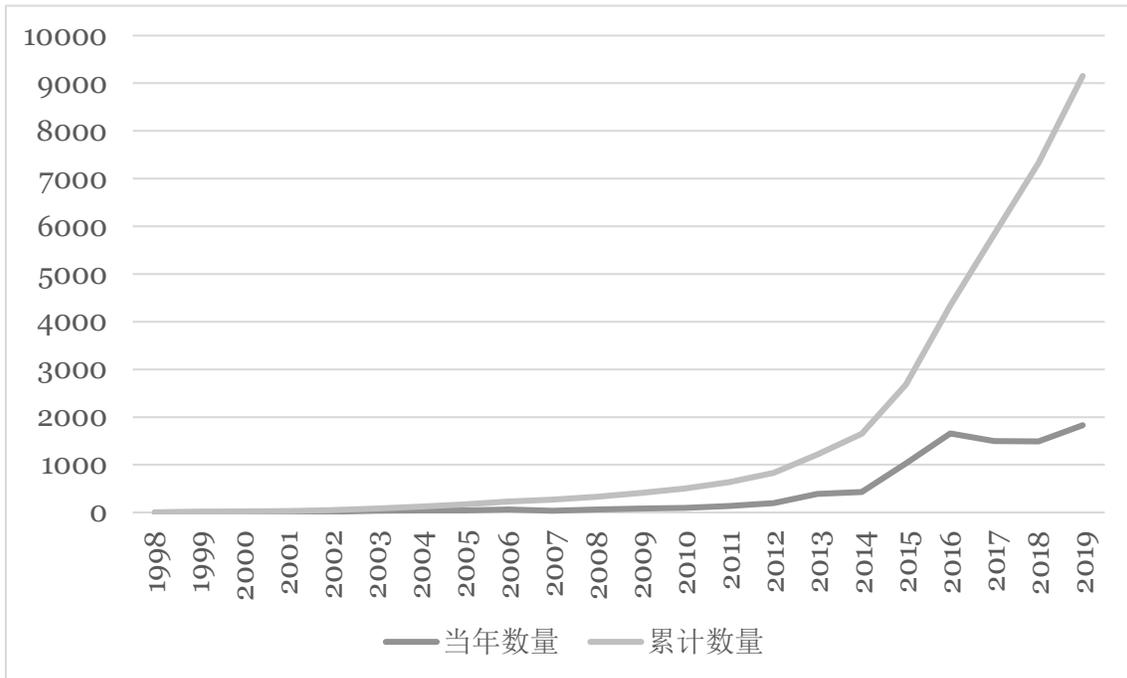
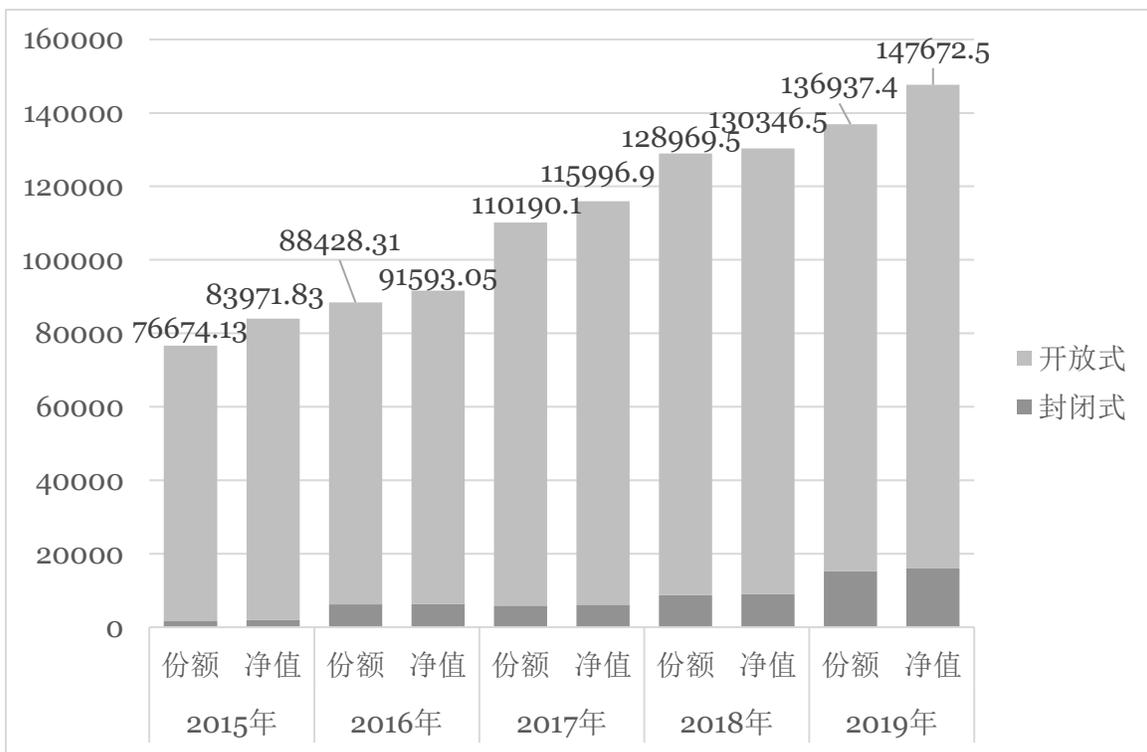


图 3 公募基金发行份额（单位：亿份）与净值（单位：亿元）



2020年4月1日起，国家为推进对外开放进程，在全国范围内取消基金管理公司外资股比例限制，让看好中国市场的海外资本入场参与，进一步促进基金管理公司的设立与发展。“大资管时代”的到来，预示着中国证券投资基金的兴起与繁荣，但基金业人才匮乏的问题也进一步加剧。

1.3 研究意义

首先，本文选题背景有深刻的现实意义。在中国基金业高速发展的这二十年间，曾出现了许多乱象为人诟病，但行业的自我调整、法律法规的不断完善使得基金仍然是如今中国金融市场上重要的机构投资者，也是完善的金融市场不可或缺的一部分，更是建设多层次资本市场的必然要求。一者，由于经济的发展速度过快，中国大部分中小投资者并没有来得及获得基础金融知识和常识，公募基金集合公众投资，将投资保持在长效增长下，有力地保护了中小投资者的利益。二者，中国资本市场通过引入机构投资者入市，改善投资者结构，建立公开、公平、稳定的市场，为实体经济提供更稳定的金融环境。随着近年来基金重回火热趋势，公募基金在资本市场的重要性越发凸显，基金回报话题倍受关注。

其次，本文关注问题有重大的研究价值。公募基金的正常、健康运转，离不开基金经理人的有效管理。而“一拖多”的基金是否会因为经理人太过忙碌而“哪个都管不好”？在缺乏人才的公募基金业，如何合理分配基金经理人给各个基金才能产生最大的收益，实现投资者的利益？本文立足于基金经理“一拖多”这一业界普遍现象，挖掘其经济后果及影响机制，落脚于针对基金经理“一拖多”现象的最优安排，能为业界提供颇具价值的参考意见。

最后，本文探究问题有相当的学术价值。尽管已有少量文献针对基金管理结构开展了一些研究，但目前学术界仍然缺乏对基金经理“一拖多”现象及其后果的系统性论述，本文

试图在前人的基础上，完善关于“一拖多”现象的机制分析；贴近中国市场的实际情况，从发展中国家的金融市场角度来分析公募基金业的基金经理人对基金表现的影响，对于完善金融市场相关理论做出了有益的探索，并具有一定学术价值。

1.4 研究创新性

首先，本文研究方法具有创新性。基金经理“一拖多”现象成因多样、机制复杂，加之研究数据在时间上分布极不均匀，本文为克服以上研究的先天困难，提出并实践了包括事件冲击在内的多样化的识别方法，有效甄别了基金经理“一拖多”的精力分散等效应，得出了定量的基金经理管理基金数量的回报损失结果。为论文后期提出具有实践意义的建议提供了有力的逻辑与数据支撑。

其次，本文研究范畴具有创新性。已有的文献大多只论述了“一拖多”经理的业绩会受到影响，并且认为存在努力替代的情况，导致后接手的基金业绩更好（Agarwal et al., 2018；彭文平和陈延，2015），或讨论团队管理对于多任务管理结构导致业绩下降的缓解作用（Chen et al., 2020），学术上仍然缺乏对基金经理“一拖多”现象及其后果的系统性论述，本文试图在前人的基础上，完善关于“一拖多”现象的机制分析；此外，本文还贴近中国市场的实际情况，给出基金经理的最优基金管理数量，具有学术上的创新性。

二、文献综述

2.1 公募基金研究综述

虽然中国的投资者具有信息获取能力（冯旭南，2014），但投资者对于“龙虎榜”等信息的注意力仍然会让投资者追涨，造成中小投资者的利益损失（冯旭南，2017），而公募基金经理相比于非专业投资者来说，具有更多信息优势，能够利用自身信息优势进行主动管理（刘莎莎、刘玉珍和唐涯，2013），而张宗新和杨通旻（2014）的研究也表明，我国的证券投资基金做到了分析大市值的公司的基本面信息进行交易，具有信息挖掘能力。除了基本面方面的信息，基金经理也会利用情绪面信息选择入场时机（樊帅、张千玉和姜国华，2017）。另外，他们也会通过访问持股公司获得更多的信息，这些信息让经理更加准确地判断公司价值，然后反应在买卖交易行为上（孔东民等，2015）。根据余佩琨、李志文和王玉涛（2009）的研究，与西方市场的结论不同，中国的机构投资者能够跑赢个人投资者，主要原因是信息优势，所以投资公募基金对于大部分人来说是最优选择，这也与公募基金近年来受到投资者的追捧和青睐这一现象不谋而合。

作为金融投资产品，公募基金的业绩是投资者关心的重要内容，尤其是短期表现（冯旭南和李心愉，2013）。在中国，投资者对基金原始超额收益率更加关注，这可能与中国金融市场发展程度有关（李志冰和刘晓宇，2019）。与此同时，一些非业绩因素也会影响投资者的购买行为，山立威和申宇（2013）就发现了基金营销能够增加基金净流入，而且对于上一年度亏损的基金，基金公司会花更大的力气进行营销，进一步增加公司的基金规模。但也有文章指出，营销的效果也与市场行情有关，行情好时资金流量更容易受到影响（钱淑芳、张晓华和许林，2019）。刘亚琴（2018）则以2007年中国公募基金业出现的

“奔私潮”为事件冲击，提出了投资者信任问题，认为投资者非常信任他们选择的基金经理，所以即使基金经理更换不会影响业绩，也会出现信任断裂后的赎回现象。随着证监会对公募基金业的规范更加严格，2010年开始基金公司需要统一在证监会官网上披露基金的信息⁵，所以曾建光等（2014）就研究了强制采用XBRL进行信息披露这一事件的影响，发现增加了披露的信息之后，投资者减少了搜集信息的成本，有效缓解了基金市场的信息不对称问题，增加了流入开放式基金的资金量。

国外关于基金投资者的研究提出了“聪明的钱”效应（Zheng, 1999; Keswani & Stolin, 2008; Haslem, 2017），这一现象在国内也有学者讨论，中国的基金投资者能够识别基金的优劣，存在“聪明的钱”效应，基金的流量能够很好的预测基金的业绩，但细分投资者类型时，发现这一效应主要是由个别投资者驱动的（林煜恩、陈秀玲和池祥萱，2014）。莫泰山和朱启兵（2013）就使用2006到2009年的每日申购赎回数据，发现投资者能够选择基金品种，但是择时能力稍有欠缺，存在“追涨”行为，而正是这一行为影响了基金投资的收益。

关于基金业绩的影响因素研究有相当丰富的文献。在基金管理公司的层面，江萍、田澍和Cheung Yan-Leung（2011）从基金管理公司股权结构的角度研究，发现了国有资本的“帮助之手”，国有控股和中外合资的公司所管理的基金业绩更好，而外资参股对业绩也有助益作用。Sialm & Tham（2016）则发现公司多元化可以增加基金的业绩。在基金层面的研究中，Chen et al.（2013）发现外包的基金业绩会更差，Cremers et al.（2016）则

⁵ 包括经理变更、开放或暂停申购等、分红等临时信息公告，也包括定时披露的季报、中报和年报。网址为：<http://eid.csrc.gov.cn/fund>

发现指数基金带来压力能够改善共同基金的行业竞争情况，产生更多的超额收益。此外，基金费用也会导致回报的下降（Mansor et al., 2015）。

作为市场重要的参与者和机构投资者，公募基金某些行为特征也是研究者关注的重点，因为有些行为可能会损害中小投资者的利益。周率、程勇和周孝华（2018）发现我国公募基金存在投资风格飘移现象，在特定的市场环境下会改变原有的投资风格，这种改变在短期可以带来正向收益，但在长期会带来负向收益，邹鹏飞等（2018）也得出了相似的结论，认为这是一种新型的“委托代理问题”。于上尧、王雪和伊志宏（2015）则研究主动型股票基金的“抱团”行为，虽然这一行为在一定程度上能够提升基金业绩，但业绩并不会超过行业平均水平，众所周知，“抱团”会严重损害资本市场的定价效率，扰乱市场秩序。

肖欣荣、刘健和赵海健（2012）通过重仓的股票构建的投资者网络模型发现了机构投资者的羊群行为，刘京军和苏楚林（2016）也构建了类似的基金网络，运用空间计量模型同时研究这种网络对资金流量和业绩的正向影响作用。此外，公募基金还存在“窗饰行为”

（Agarwal et al., 2018）。李祥文和吴文锋（2018）就发现了期末排名在三分之二和十分之九的位置，基金存在更明显的业绩拉升行为，余音等（2018）也发现基金公司内部会协调基金业绩，公司内部业绩差的基金会牺牲自己帮助业绩好的基金，产生期末溢价，而这一溢价在下一期期初会反转。有研究指出，独立董事的内部治理机制并不能缓解这一问题（廖长友和赵修文，2016），但机构投资者持有则可以有效减少这一行为（刘阳、田正磊和罗荣华，2016），这说明相对于个人投资者，机构投资者更加理性。

公募基金作为资本市场的参与者，对市场、上市公司价值、股价等都有影响。姚颐、刘志远、相二卫（2011）针对媒体对基金投机行为的负面评价这一问题，基于大样本研究了

基金的交易行为，发现中国基金的投资行为仍然是追求未来价值的，有益于资本市场定价效率的提高。曾志远、蔡东玲和武小凯（2018）提出，我国的基金作为上市公司股东主要是约束控股股东侵占的行为，这一点与国外基金股东监督管理层的作用不同，但同样都会提高持股公司的价值。基金持股某一公司会因为经理更换而受影响，新的基金管理者会重建投资组合，从而对原本持有的股票的价格产生较大冲击（李科等，2019）。

2.2 基金经理人特征与基金业绩

基金经理人受雇于基金管理公司（在国外是有资产管理业务的公司，如投资顾问公司），是基金投资策略的决定者和操作者。同种类型同一投资领域的基金也会因为基金经理人的不同而产生业绩差异，因此基金经理人与其所管理的基金高度绑定，这一实际情形同样促使了投资者在选择基金产品时对于基金经理的重视（Berk & Van, 2015）。

有研究表明，投资者在选择基金的时候会关注基金经理人的姓名是否为外国人（Kumar et al., 2015）；当基金经理手中有几只基金时，投资者也会根据其他基金的业绩来判断是否购买（Choi et al., 2016）。申宇、赵静梅和何欣（2016）则发现了中国的“小圈子”效应，基金管理者会基于校友关系建立网络分享信息从而产生正向收益，但这种关系网络不会传递负面信息，因此在卖出时的影响并不显著。申宇、赵静梅和何欣（2013）研究了中国基金投资中的隐形交易，这一现象与经理的职业忧虑有关，而隐形交易的确能提高基金的超额收益率。

在业绩影响因素中，除了上文提到的基金公司层面和基金本身的特征外，关于基金经理人的研究也是这一领域的重点。基金经理人在管理并运作基金会不可避免地带有个人的特征，从而影响基金的绩效，关于基金经理的特征对其所管理基金的影响的研究包含了

很多方面。Gottesman & Morey (2006)、李豫湘等 (2006) 都证明了学历越高基金业绩越好。Chaudhuri et al. (2020) 则专注于学历、专业和天赋的研究, 发现博士学位对业绩有影响, 经济学和金融学专业的人投资业绩更好, 而天赋可以消除专业带来的业绩差距。同时 Gottesman & Morey (2006) 发现获得金融领域高质量证书的基金经理会产生更多的收益。胡俊英 (2009) 则对海外经历以及 MBA 学历因素进行分析, 发现二者对基金业绩也有显著影响, 但赵秀娟 (2010) 却得出了不同的结论: 并未发现海外背景对基金业绩有显著持续的影响。除了针对性别、学历等基金经理的基本信息, 基金经理由于其自身业绩带来的职业忧虑水平同样会影响基金投资风格的冒险程度 (孟庆斌, 2015), 较差的基金经理会通过风险更大的投资策略“赌”上一把, 而中等的基金经理则更倾向于“抱团”以保证较为稳定的收益。此外, 赵秀娟 (2010) 证明了基金经理人的投资经验同样可以为基金带来更多的回报。上述文献在研究基金经理个人特征时, 并没有给出这些特征对基金业绩的影响机制, 晏艳阳 (2015) 则试图通过研究个人特征对投资风格的影响探究业绩反应, 以行业集中度、换手率、投资持股集中度等指标量化基金经理的投资行为。雷卫 (2018) 也认为基金经理的个人特征会对自身投资风格和投资技能产生影响, 进而间接影响投资表现。

2.3 基金管理结构研究

关于基金经理的研究并非局限于基金经理的个人特征, 基金管理结构同样是基金管理者的研究范畴。前文已述, 实业界并非严格的一名基金经理管理一只基金产品, 而往往会呈现多位经理形成团队管理一只基金产品以及一名产品经理管理多只基金产品 (“一拖多”) 的情况。已有的文献证实, 不同的基金管理结构有着不同的协调成本 (张谦,

2015) 以及窗饰效应动机 (凌爱凡, 2018; Vikas et al., 2014), 因此基金管理结构基于基金经理的行为, 进而有可能对基金产生影响。

关于团队管理对于基金投资风格、业绩的影响研究及机制探讨发展得较为完善。一般而言, 在多个经理管理一只基金时, 团队的专业化分工能够提高生产率, 尤其在专业技能互补时, 但团队也同样存在诸如协调沟通的成本, 严重时产生“三个和尚没水喝”的情况。张谦 (2015) 发现, 团队管理的基金存在着更高的协调成本, 这种协调成本一定程度上降低了团队管理基金的基金绩效。此外, 团队意见如何形成也是学者研究讨论的对象, 根据组织行为学理论, 形成了两种竞争性的理论假设, 即团队意见分散化理论和团队意见漂移理论 (Bär et al., 2011), 前者认为个人意见的分散会导致团队的意见趋于低风险特征, 而后者则认为团队意见最终会与团队中的主导人意见相一致从而具有极高风险性。Bär et al. (2011) 用美国的共同基金数据进行实证检验, 发现团队管理的基金投资风格更加不固定, 所以认为团队管理的意见是分散的。曹莎莎 (2015) 也研究发现团队管理的基金风险较单独管理的基金的风险更低, 从而验证了团队意见分散化的假设。

关于基金经理人“一拖多”现象的研究文献当前并不多。Nohel et al. (2010) 研究了基金经理同时管理公募基金和对冲基金的情况, 发现这种经理一般是在管理公募基金时业绩优秀的经理, 而同时管理了之后业绩并没有优于同行, 所以认为这是为了留住优秀经理而采取的一种隐性激励手段。Agarwal et al. (2018) 分析了当基金经理管理的基金数量增加时, 后管理的基金 (acquired funds) 业绩上升而之前管理的基金 (incumbent funds) 业绩下降, 这种情况伴随着基金公司整体基金管理规模的增长, 这本质来自于基金经理人与基金投资者的“委托代理”问题, 由于所获薪酬与基金规模挂钩, 基金经理人为了提高自

己的个人收入，而倾向于使得基金规模最大化。无独有偶，彭文平和陈延（2015）也在中国市场上发现了由于基金经理的管理努力替代和新老基金对业绩的敏感度不同导致的非对称性激励，基金在“一拖多”时会产生业绩转移现象——基金经理人会将精力更多地放在新基金上，使其相对于老基金普遍获得更多新的投资机会。而由于中国基金市场亟待成熟，投资者往往较为关注新基金发布的早期业绩，因此当基金经理人在“一拖多”时承揽了新基金，有动机去做多新基金业绩，致使新老基金呈现一种“剪刀差”的表象。此外，张谦（2015）使用 HM 模型将基金业绩划分为选股业绩与择时业绩，在对团队管理基金和个人管理基金进一步的研究中发现，同样为单个基金经理负责的情况下，经理为“一拖多”状态时的基金择时能力更强，这种情况在偏股型基金中更明显，而在团队管理中，“一拖多”状态会导致基金业绩下降。

Chen et al.（2020）是目前与本文研究课题最接近的文章，主要发现了美国市场上共同基金“多任务”结构（Multitask）对业绩的消极影响，并进一步发现团队管理能够通过信息共享有效缓解这一情况，区别于本文的研究，这篇研究的“多任务”既包括了单人的“一拖多”也包含了团队的“多拖多”，并且主要探讨的是团队对于缓解多任务带来的业绩下降的作用，并没有深入探讨“一拖多”对业绩的影响机制。

综合以上文献可以看出，基金管理结构会通过组织行为的不同，使基金经理人的行为产生了异化，而该种异化现象在不同的基金管理结构下的具体表现各有不同。虽然已有研究已经对“一拖多”进行了初步研究，但是对机制的讨论还不充分。因此，中国公募基金的“一拖多”究竟会通过何种机制对业绩施加主要影响，有待于本文进一步研究。

三、数据、变量与样本

3.1 数据来源与样本选择

本文的基金月度收益率数据来源于 Wind 数据库和锐思数据库，二者的收益数据相差不大⁶，只有个别数据有明显偏差，本文以 Wind 数据库为主，使用锐思数据库的收益数据做补充。

基金的历任经理任职信息来源于天天基金网⁷和和讯网⁸，使用 Python 爬取得到。本文同样获取了各个数据库的基金经理管理信息，对比发现各个数据库中的经理数据均不全面，所以本文使用爬取的数据进行分析。数据中由于缺失或记录错误等存在明显错误的部分，本文采用手工查找的方式予以改正和补充。

本文从证券投资基金业协会网站获取了经理个人信息和基金公司的部分信息⁹，具体的获得方法是：按照公司进行索引，网站查询的一级界面是每个公司的信息，包括证书持有者数量、不同类型证书持有人数量，进入公司的详情页可以获得持有者的基本个人信息，如学历、获得证书时间、诚信记录等信息。本文使用 Python 进行数据爬取，避免手工收集数据可能造成的错误。其余基金层面和基金公司层面的信息使用锐思数据库（RESSET）提供的数据。

⁶ 可能由于保留小数位数不同导致，对相关结论无重大影响。

⁷ 网址为：http://fund.eastmoney.com/Data/FundDataPortfolio_Interface.aspx.

⁸ 网址为：<http://paiming.funds.hexun.com/gs/jingli.aspx>.

⁹ 《证券投资基金法》规定，从事基金及相关工作需要获得基金从业资格证书，从业资格类别分为基金从业资格、基金销售资格、投资经理和基金经理，所有的证书持有者信息会披露在证券投资基金业协会的官网上。

根据分析，基金经理的公司和姓名能够唯一确定一名经理，不存在同公司经理重名的情况，所以按照基金管理人和基金代码可以无偏差得到管理基金的基金经理人同时管理的基金个数。

3.2 样本选择

本文选取 2008 年 1 月 1 日到 2018 年 12 月 31 日共 11 年的数据，由于本文主要考察基金经理的管理能力，所以仅选用债券型基金、股票型基金和混合型基金，剔除 QDII、货币型基金及其他新型基金。由于封闭式基金的信息披露较少，所以本文仅保留开放式基金；剔除了在运作过程中曾经修改过合约（包括投资标的等）的基金；剔除了上市的基金；剔除核心变量缺失的观测值。

本文首先筛选出 2008 年至 2018 年间的样本基金，最终得到 9924 只基金，共 505902 个基金-月份观测值。基金在运行期间可能会存在多种基金结构，如表 2 所示，在 505902 个基金-月份观测值中，存在“一拖多”现象（Multitask = 1）的占 59.55%¹⁰（301255 个），一拖一、多拖一和多拖多则分别占 5.28%、2.39%和 32.77%（分别为 26736 个、12125 个、165786 个），其中“一拖多”的比例远高于其他管理结构，显见“一拖多”情况之普遍。

¹⁰ 这个比例与前文引用的中国证券报 2019 年 7 月 16 日的报道中的比例不同，原因是报道指出的是在报道撰写时，当前公募基金中“一拖多”的占比情况，而本文给出的比例是 2008 年初到 2018 年底的月度样本中，“一拖多”样本所占比重，之所以小于 80%（来源于中国证券报的报道），作者认为是早期的基金中“一拖多”现象还没有那么严重导致的。

表 1 基金管理结构情况

Multitask	Multimanager		Total
	0	1	
0	26,736	12,125	38,861
1	301,255	165,786	467,041
Total	327,991	177,911	505,902

虽然公募基金管理结构有四种，但由于“多拖一”和“多拖多”的管理结构存在团体特征，业绩影响因素需要考虑团队问题，且“一拖多”在业内是最常见的结构，所以本文集中考察“一拖多”的相关问题，剔除了多个经理人管理一只基金的观测值¹¹。

本文仅保留了开放式基金中的混合型、股票型和债券型三种。其余的类型还有：分级基金、LOF 基金、FOF 基金、ETF 基金、QDII 基金、货币基金、保本基金、ETF 连接基金等。除了开放式基金，还有开放式（带固定封闭期）和封闭式基金。

经过上述样本筛选的过程，本文共得到 105322 个基金-月份观测值，包含 4012 只基金，其中混合型基金的观测值最多，占 55.96%，债券型基金的观测值次之，为 31.43%，而股票型基金的观测值最少，仅有 12.61%。本文的数据对各个连续变量进行了 1%水平的 winsorize 处理。

¹¹ 若一只基金仅在某一段时间为团队管理，存在“一拖一”的情况，本文仅剔除团队管理部分，仍然保留“一拖一”期间的数据。

3.3 变量定义

3.3.1 基金业绩

本文主回归中使用基金的月回报收益率 (M_Return) 衡量基金的基础业绩, 来源于 Wind 数据库以及其他数据库做补充。另外, 考虑市场因素, 本文使用市场模型用日度数据计算每只基金每个月的超额收益率, 即:

$$R_{i,t} - R_{f,t} = \alpha + \beta(R_{m,t} - R_{f,t})$$

其中, $R_{i,t}$ 为基金 i 的日度收益率, $R_{f,t}$ 为当期的无风险收益率, 用一年定期存款利率 /250 计算得到, $R_{m,t}$ 表示市场收益率, 使用沪深 300 指数的涨跌幅。 α 为基金每月的超额收益率, β 为基金相比于市场收益率的波动敏感程度。

3.3.2 基金公司层面的变量

$CompAge$ 表示公司在当期已经运营的时间, $RegiCap$ 表示公司注册时的资本, 这两个变量通常被用来判定公司是否是“知名大公司”, 也可以反映基金公司的规模和实力。

$CompTotAss$ 和 $CompAveAss$ 分别表示基金公司当前管理的基金总规模和平均规模, 基金公司管理的总资金量反应了公司的资金实力, 平均管理资金量则反映了当前基金公司在市场上的实力, 按照惯例做法, 做对数处理。

3.3.3 基金层面的变量

基金层面的变量中, $IndiProp$ 表示基金的投资者中个人投资金额占总资产的比例。相对于个人投资者, 机构投资者的识别能力更强, 所以个人投资者投资金额所占的比例可以综合反映影响基金表现的因素, 且对于业绩没有直接影响, 可以作为未观测信息的代理

变量。另外，个人投资者比例越高，管理者与投资者的沟通难度越大，越容易导致委托代理问题（Ma et al.,2019）。

MinRede 表示基金的最小赎回份额，它会影响基金的购买难度，从而影响资金流，而资金流相对稳定的基金会减少基金经理对赎回的担忧，业绩会更加稳定。*FundAge* 表示基金的已成立时间，基金的成立时间越久，市场知名度越高，取自然对数处理。

3.3.4 经理层面的变量

经理层面的变量中，*ManagerExp* 表示经理已从业的时间，*ManagerGen* 表示经理的性别，*IF_Doc* 和 *IF_Mas* 分别表示经理是否是博士和是否为硕士，反应经理的教育水平，这三者都是经理的个人特征，会对经理的业绩产生影响（Gottesman & Morey, 2006）。

TotalFundNum 表示基金经理人在当月管理的基金个数。

InvDispersion 表示基金经理在当月所管理的基金的风格集中程度。风格分类使用锐思数据库给出的投资风格，共 67 种。投资风格集中指数的计算公式如下：

$$InvDispersion_{j,t} = \sqrt{\sum \left(\frac{FundNum_{j,t,k}}{FundNum_{j,t}} \right)^2}$$

其中， $FundNum_{j,t,k}$ 表示第 j 个基金经理在 t 期管理的基金中投资风格为 k 的基金数量， $FundNum_{j,t}$ 表示基金经理 j 在 t 期管理的基金总数。当基金经理管理一只基金或多只相同的基金时，此指数取值为 1；当基金经理管理的基金风格越分散，则此指数越小，趋近于 0。

表 2 变量定义

变量名称	变量全称	含义
主要变量		
M_Return	Monthly Return	表示基金的月回报收益率（%）
α	α	表示基金的超额收益率（%）
β	β	表示基金的系统性风险，市场模型中市场超额收益率的系数
Std	Standard deviation in the growth rate of net fund value	表示基金净值增长率标准差
Multitask	The status of fund manager	虚拟变量，表示基金经理当月的管理状态，如果为“一拖多”状态则为 1，否则为 0
经理层面变量		
TotalFundNum	The number of funds managed by the manager	表示基金经理当月管理的总基金个数
ManageLen	The length of time that the current fund manager has been managed	表示当前基金经理已经管理本只基金的时长，单位为年
ManagerExp	The experience of the fund manager	表示基金经理已经从业的时间，单位为年，取自然对数
ManagerGen	The gender of the fund manager	表示基金经理的性别，女性为 0，男性为 1
IF_Doc	The manager's education	表示基金经理最高学位是否为博士
IF_Mas	The manager's education	表示基金经理最高学位是否为硕士
ManagerFundPer	Growth rate of fund net value	表示基金经理任职期间所有基金的净值增长率的平均值

变量名称	变量全称	含义
基金层面变量		
InvDispersion	Investment style dispersion index	表示基金经理当月管理基金的投资风格的集中程度，风格越分散指数越小，如果只管理一种投资风格的基金则指数等于 1
MinRede	Minimum redemption share	表示基金合同中要求的基金最小赎回份额，单位为份
MinHold	Minimum hold share	表示基金合同中要求的最小持有份额，单位为份
IndiProp	Proportion held by individual investors	表示个人投资者占比
FundAge	The age of the fund	表示基金已经成立的时间，单位为年，取自然对数
IF_Bond	The type of the fund	表示基金是否为债券型基金
IF_Stock	The type of the fund	表示基金是否为股票型基金
公司层面变量		
FundCompany	Fund management company	表示基金所在的基金管理公司
CompTotAss	The total asset of the company	表示基金所在公司所管理的基金规模，取自然对数
CompAveAss	The average asset of the company	表示基金所在公司所管理的基金平均规模，取自然对数
CompAge	The age of the company	表示基金管理公司已经成立的时间，单位为年，取自然对数
RegiCap	The registered capital of the company	表示公司注册资本，取自然对数

3.4 描述性统计

本文仅选择“一拖多”和一拖一的样本进行研究，得到 65696 个测值，共 2363 只基金，表 3 给出了各变量的数据特征，表 4 给出了主要变量的相关系数。本文主要使用的被解释变量为基金的单月度回报 (M_Return)，均值为 0.184%，标准差为 3.649，说明基金的业绩差异较大，最少可以达到-7.618%，最多可以达到 7.831%，但均值与中位数相差不大，不存在左偏或右偏的情况。 $Multitask$ 的均值在 0.875，表明样本中将近九成的观测值处于“一拖多”的状态，从 $TotalFundNum$ 可以看出，一个基金经理最多管理 26 只基金，平均每个人管理 7 只基金，但中位数仅为 4 只基金，说明有一小部分经理被委托了过多的基金。

样本中 81.5%的经理为男性，说明中国的基金市场上男性经理人偏多，受教育水平普遍是硕士，占 85.2%，但也存在专科和本科毕业的人，这可能与我国近 20 年的教育发展有关，在基金业刚起步阶段，硕士并不普及，所以行业内从业时间久的经理学历会偏低，后期的经理则是硕士起步。平均从业时间 ($ManagerExp$) 约 4.4¹²年，这对于积累投资经验来说还稍显不足，说明中国基金市场中基金人才的匮乏，但也可能与我国的证券投资基金业起步较晚、发展较慢有关。投资风格集中度均值为 0.678，大于中位数 (0.556)，说明大部分经理的投资风格集中度比较高，即风格相对集中；但基金经理管理的基金风格集中度可以很低 (即风格相对分散)，其中最少可以达到 0.112。

¹² $e^{1.479} \approx 4.3886$

表 3 主要变量的描述性统计

VarName	Obs	Mean	SD	Min	Median	Max
M_Return	65696	0.184	3.649	-7.618	0.331	7.831
β	65696	0.547	0.438	-10.058	0.591	3.493
α	65696	0.017	0.164	-1.434	0.016	11.580
std	65696	0.009	0.008	-0.001	0.008	0.258
Multitask	65696	0.875	0.330	0.000	1.000	1.000
TotalFundNum	65696	7.157	6.791	1.000	4.000	26.000
InvDispersion	65696	0.678	0.281	0.112	0.556	1.000
ManageLen	65696	2.077	1.320	0.250	1.750	5.000
ManagerExp	65696	1.479	0.552	0.000	1.466	2.813
ManagerGen	65696	0.815	0.388	0.000	1.000	1.000
IF_Doc	65696	0.115	0.319	0.000	0.000	1.000
IF_Mas	65696	0.852	0.355	0.000	1.000	1.000
FundAge	64613	1.514	0.533	0.693	1.427	2.471
MinRede	65696	1.350	1.157	0.693	0.693	4.615
MinHold	65696	1.259	1.217	0.010	0.693	4.615
IndiProp	65696	0.665	0.365	0.000	0.831	1.000
IF_Bond	65696	0.309	0.462	0.000	0.000	1.000
IF_Stock	65696	0.115	0.319	0.000	0.000	1.000
CompAge	65696	2.613	0.350	1.642	2.691	3.029
RegiCap	65696	19.143	0.618	18.421	19.008	20.976
CompTotAss	65696	24.925	1.378	16.184	24.937	28.313
CompAveAss	65696	21.134	0.877	16.184	21.202	25.356

由主要变量相关系数可以初步观测变量之间的相关关系。基金的收益特征变量中，*M_Return* 与 α 之间有显著的正相关关系；*M_Return* 与 *Multitask* 的相关系数为负，且非常显著，这预示着基金经理“一拖多”可能降低基金的收益回报；*Multitask* 与后面三个变量挑着说。*Multitask* 与 *TotalFundNum* 有着天然的正相关性，当基金经理“一拖多”时，他管理的基金个数必然是增加的，与 *InuDispersion* 则呈负相关关系，这说明基金经理管理的多个基金通常不会是同类型的基金，所以“一拖多”后投资风格更加分散，而 *Multitask* 与 *ManangeLen* 的关系则是正相关关系，这意味着管理多只基金的经理同时也会管理的更久一些。

表 4 主要变量相关系数表

	M_Return	β	α	Multitask	TotalFundNum	InvDispersion	ManageLen
M_Return	1						
β	-0.066***	1					
α	0.515***	-0.015***	1				
Multitask	-0.022***	-0.187***	-0.016***	1			
TotalFundNum	-0.042***	-0.459***	-0.040***	0.575***	1		
InvDispersion	0.021***	0.236***	0.022***	-0.406***	-0.540***	1	
ManageLen	-0.017***	0.016***	-0.008**	0.018***	-0.008**	-0.070***	1

四、“一拖多”的决定因素

4.1 提出假设

公募证券投资基金在我国的发展仍然处于初级阶段，能够胜任公募基金管理的人才不免稀缺，尤其是近几年基金业资金规模迅速扩大，这也对行业对合格的基金管理人有着更多需求。虽然金融行业在中国是一个非常热门的专业，有不少大学毕业生甚至硕博生都投身到了金融行业当中，但成为真正的基金管理人需要一定的门槛。从基金业协会公示的从业人员数据来看，拥有基金从业资格的人数达到了 18230，但成为基金经理或投资经理的人数比例却不足 16%。基于此现状，基金管理公司作为基金的管理者和基金经理的雇佣者，在委派经理时可能出于多种考虑和行为动机让一个经理管理多只基金。

一方面，基金的业绩是基金公司的招牌，所以基金管理公司有动机去筛选优秀的基金管理者去管理基金，否则这可能会影响基金管理公司在业内的评价，导致收入降低。而基金管理公司很难识别一个人是否具备管理资金的投资能力，尤其是对于较为年轻的金融从业者，此时就存在着信息不对称的情况。特别是调查、面试、筛选基金经理这一过程本身成本就非常高，这意味着基金管理公司本着宁缺毋滥的原则，宁愿让有丰富投资经验的优秀基金经理多管理几只基金，从而造成了业内普遍“一拖多”的现象，而小公司的资金相对不充裕，所以这一现象会更加严重。

另一方面，中国市场本身不太成熟的背景下，投资者对于基金的识别能力不强，加上基金的资金流对业绩的敏感度不对称，投资者在业绩差的时候并不会立刻赎回（彭文平和陈延，2015），基金管理公司可能忽视投资者的利益，通过多发行基金来提高资产管理规

模获得利益¹³。而随着发行基金数量的增加，即使有再多的人才输入，也无法满足基金管理公司的需求，这就导致了“一拖多”的产生，这种情况更可能发生在“大公司”中，因为能够顺利卖出如此多的基金，公司才会有动力这么做。首先，中国的投资者更倾向于“认准大公司”，认为大公司就有更专业的管理能力、更可靠的投资方法，所以即使新发行的基金的经理是一个初出茅庐的人，投资者也更愿意去相信这是独具慧眼的任命。其次，享誉业内的明星经理也是投资者追捧的对象，而大公司则有更多的“明星经理”，所以从“明星效应”的角度来看，公司也更希望安排明星经理多管理一些基金，而明星经理一般就职于大公司，所以这一现象更多出现在业内知名的基金公司。此外，根据冯旭南和李心愉（2013）的研究，由于参与成本的存在，大公司的信息披露程度、媒体曝光度更高，投资者搜集信息的成本会降低，所以投资者更愿意购买大公司的基金。

综合以上两种情况，本文主要从基金管理公司的注册资本（*RegiCap*）、已成立时间（*CompAge*）以及管理的基金规模（*CompTotAss*）三个维度考察公司特征对“一拖多”的影响，提出关于“一拖多”决定因素的第一个假设：

H1a: 基金管理公司的注册资本越多，公司会更多选择“一拖多”的管理结构。

H1b: 成立的时间越久，公司会更多选择“一拖多”的管理结构。

H1c: 管理的基金总规模越大，公司会更多选择“一拖多”的管理结构。

“一拖多”的产生还有可能跟基金本身的特点有关，管理难度越高，则基金经理管理多只基金的概率就会下降。首先，基金的资金流稳定性决定了基金的管理难度，资金流相对稳定的基金会减少基金经理对赎回的担忧（刘阳、陈新春和罗荣华，2015），本文选择基

¹³ 因为当前中国的公募市场一般按照规模提取管理费，比例约为 1.5%（林西曦，2008）。

金的机构投资者比例 (*IndiProp*)、基金的最小赎回份额 (*MinRede*) 这两个指标来衡量基金的现金流稳定性。其中, 基金的最小赎回份额会影响基金的购买难度, 从而影响资金流; 个人投资者占比越低, 机构投资者占比越高, 则资金流会更加稳定, 因为机构投资者的赎回时间一般会提前和基金经理沟通, 而且机构投资者对于市场的认知更加专业, 可以忍受短期的业绩波动, 这样会降低管理难度, 增加“一拖多”的出现。其次, 从基金类型来看, 混合型、股票型、债券型三种类型的管理难度依次递减, 所以更有可能产生“一拖多”, 本文使用基金投资类型 (*IF_Bond* 和 *IF_Stock*) 来验证这一情况。据此, 本文提出“一拖多”决定因素的第二个假设:

H2a: 基金的个人投资者占比越小, 越容易出现“一拖多”现象。

H2b: 基金的最小赎回份额越高, 越容易出现“一拖多”现象。

H2c: 混合型、股票型、债券型基金的“一拖多”概率依次增加。

基金经理的个人特征会影响公司对于他的判断, 进而影响关于基金管理结构的安排, 已有文献已经指出, 学历 (*IF_Mas* 和 *IF_Doc*)、从业经历 (*ManageExp*) 都会影响基金经理的投资能力, 结合前述基金公司的行为动机, 优秀的基金经理更有可能被委任以更多的基金, 这也与实务上的情况基本相符, 基金经理还有一个重要的特征是性别, 投资是一份需要思考、研究的工作, 从体力和脑力来说, 男性普遍要优于女性, 所以本文选用这三个指标衡量基金经理的个人特征来研究“一拖多”在基金经理层面的决定因素。所以本文提出第三个假设:

H3a: 基金经理的学历越高, 越容易被委托更多的基金。

H3b: 基金经理的从业时间越长, 越容易被委托更多的基金。

H3c: 基金经理的性别为男性, 越容易被委托更多的基金。

4.2 模型设计

本文首先使用分组检验, 初步观察“一拖多”样本和非“一拖多”样本中不同影响因素的差异。接着使用 Logit 模型考察各个因素对于“一拖多”发生概率的影响, 模型如下:

$$\text{Prob}(Multitask_{i,t}=1) = \Lambda(\beta_0 + \beta_1 ManagerVar_{i,t} + \beta_2 FundVar_{i,t} + \beta_3 CompanyVar_{i,t} + \varepsilon_{i,t})$$

其中, $Multitask_{i,t}$ 表示基金的当前状态, “一拖多”则为 1, 不是“一拖多”则取值为 0。 $ManagerVar_{i,t}$ 表示经理的个人特征, 包括基金经理的从业时长 ($ManagerExp$)、性别 ($ManagerGen$)、教育水平 (IF_Doc 和 IF_Mas)。 $FundVar_{i,t}$ 表示基金的个体特征, 包括基金的个人投资者比例 ($IndiProp$)、基金的最小赎回份额 ($MinRede$)、基金投资类型 (IF_Bond 和 IF_Stock)。 $CompanyVar_{i,t}$ 表示基金管理公司的特征, 包括基金管理公司的成立时间 ($CompAge$)、注册资本 ($RegiCap$) 以及管理的基金规模 ($CompTolAss$)。

4.3 实证检验

4.3.1 分组检验

分组检验的结果见表 5。从结果可以看出, 所有特征均有显著差异。在“一拖多”的样本中。基金经理人的从业时间平均比非“一拖多”样本中的基金经理人的从业时间长 0.267 年, 但二者差异的实际意义并不大, 从业时间是否会影响“一拖多”的概率有待于进一步验证。

与假设相反, 男性基金经理人的比例在“一拖一”样本中更多, 为 86.4%, 而在一拖多样本中仅为 80.8%。这可能预示着性别对于“一拖多”的影响与假设是不一致的。在受教育程

度方面，有博士学位的经理人更多去管理多支基金，而在硕士学历经理人中这一区别并不明显。

个人投资者占比这一指标在“一拖多”样本和非“一拖多”样本中，有非常明显的区别，“一拖多”的基金中个人投资者占比平均为 64.1%，而“一拖一”的基金，其个人投资者比例达到 83.8%，二者之差将近 20%，可见“散户型”基金更不易被“一拖多”。这一情况在债券型基金当中也同样明显，“一拖多”样本中，债券型基金比例占到 34.7%，而非债券型基金只有 4.5%，但股票型基金并没有这种情况，这初步证明基金的管理难度会影响“一拖多”的概率。

衡量是否为大公司的三个指标中，“一拖多”样本中的平均值均大于“一拖一”的基金样本，但区别在经济意义上并不明显，所以是否存在“大公司”效应还需进一步检验。

表 5 分组检验各特征差异

varname	obs(0)	mean(0)	obs(1)	mean(1)	mean-diff	t
ManagerExp	8193	1.246	57503	1.513	-0.267***	-41.511
ManagerGen	8193	0.864	57503	0.808	0.056***	12.200
IF_Doc	8193	0.092	57503	0.118	-0.026***	-6.856
IF_Mas	8193	0.867	57503	0.850	0.017***	4.006
IndiProp	8193	0.838	57503	0.641	0.197***	46.531
IF_Bond	8193	0.045	57503	0.347	-0.302***	-56.718
IF_Stock	8193	0.108	57503	0.116	-0.008**	-2.124
MinRede	8193	1.345	57503	1.351	-0.006	-0.423
CompAge	8193	2.499	57503	2.630	-0.131***	-31.783
RegiCap	8193	19.047	57503	19.156	-0.109***	-14.989
CompTotAss	8193	24.538	57503	24.980	-0.442***	-27.291

4.3.2 不同因素对“一拖多”发生概率的影响

表 6 是 Logit 模型的回归结果，分别列示了经理特征、基金特征、公司特征和全部特征的情况，并且计算了全部特征时的边际效应。

所有的经理层面影响因素中，经理的已从业时长对“一拖多”的影响最大，经理的从业时间每增加一年，“一拖多”的概率会增加 7.6%，结合经理的学历看，博士学历和硕士学历都会比本科、大专学历更可能“一拖多”，二者的概率分别增加 7.5%和 1.4%，博士学历无论在经济意义还是统计意义上带来的影响都是最大的。经理层面的两个特征表明经理越优秀，越可能被委派管理更多的基金。但性别对于“一拖多”并没有显著影响，这也可能是因为基金管理行业本身需要女性具备最基本的从业能力，所以从事金融行业的女性本身在性格和能力上与男性没有较大差异，这也与已有研究一致（Niessen & Ruenzi, 2019）。

基金层面的特征中，最小赎回份额越高，基金的赎回门槛越高，个人投资者不会倾向于大量卖出，增加了现金流的稳定性，降低管理难度，因此会增加“一拖多”的可能性，另外，个人投资者比例每降低 10%，“一拖多”的可能性增加 1.58%，这在经济意义上也是具有重要影响的，与假设一致，这两个指标反应出的资金流的稳定性，的确会正向影响“一拖多”的产生。从基金类型来看，与混合型基金相比，股票型基金“一拖多”的概率增加 5.8%，债券型基金则增加 20.3%，二者都在 1%的水平上显著，尤其是债券型基金，这类型的基金要求的回报率更低，债券市场的风险不如股票市场高，所以基金经理的管理压力更小，以至于“一拖多”更成为常态。

从结果来看，“大公司”效应也很明显，基金公司的注册资本越多，说明它的资金实力起点越高，成立的时间越长通常公司的名气越大，而公司管理的基金规模越大，则说明在

后期发展过程中，逐渐积累了市场份额，这都是投资者认为的“大公司”，而这三个指标对于基金是否“一拖多”的影响都是正向的，证实了本文关于基金公司的假设。

表 6 “一拖多”的决定因素

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)
	经理特征	基金特征	公司特征	全部特征	边际效应
ManagerExp	0.897*** (40.339)			0.804*** (32.893)	0.076*** (33.545)
ManagerGen	-0.393*** (-11.404)			-0.056 (-1.507)	-0.005 (-1.507)
IF_Doc	0.550*** (7.679)			0.792*** (10.367)	0.075*** (10.387)
IF_Mas	0.132** (2.143)			0.145** (2.180)	0.014** (2.180)
MinRede		0.021* (1.938)		0.103*** (8.411)	0.010*** (8.420)
IndiProp		-1.481*** (-31.425)		-1.662*** (-33.493)	-0.158*** (-33.849)
IF_Bond		2.224*** (40.517)		2.137*** (38.456)	0.203*** (38.233)
IF_Stock		0.598*** (15.563)		0.605*** (15.283)	0.058*** (15.346)
CompAge			0.861*** (23.697)	0.917*** (22.618)	0.087*** (22.857)
RegiCap			0.414*** (18.614)	0.385*** (16.981)	0.037*** (17.061)
CompTotAss			0.110*** (11.511)	0.069*** (6.345)	0.007*** (6.348)
_cons	0.869*** (12.121)	2.624*** (59.960)	-10.888*** (-23.009)	-10.017*** (-20.309)	
N	65696	65696	65696	65696	65696

五、“一拖多”与基金业绩

本部分探究“一拖多”对基金业绩是否有影响，主要使用年份固定效应和个体固定效应模型，考虑可能影响基金业绩的微观（基金经理和基金层面）、中观（基金公司层面）和宏观（市场层面）的各种因素情况下，考察“一拖多”状态与基金业绩的关系。

5.1 提出假设

基金经理“一拖多”现象作为当前中国基金业的普遍现象，吸引了各方关注。在对基金经理“一拖多”现象的成因进行分析后，我们发现，基金经理管理多只基金的成因与其过往业绩的联系并不大，反而多半是机制安排的结果。首先，公募基金基金经理管理基金时，必然是某一家基金公司的员工，其工作内容受公司安排规划，其次，前文研究表明，基金管理公司的注册资本越多、成立的时间越久、管理的基金总规模越大，其基金产品被“一拖多”的可能性越高，这表明公司安排基金经理管理多只基金往往存在非业绩考量的要素。例如，在我国，公募基金公司管理基金的收益主要来源于固定比例的基金管理费，这使得公募基金公司的盈利来源高度相关于管理基金的规模，也就是俗称的“盘子大”，在基金市场仍处于剧烈扩张期的当下，谁能多发基金、多卖基金，谁就能有大幅营收，基于此等类似原因，基金公司有较强的动机督促基金经理管理多只基金。

既然基金经理“一拖多”外生于基金经理的过往业绩，那么基金经理同时管理多支基金时，基金的回报如何便成为了备受关注的问题。一般来说，基金经理的主要任务是通过阅读行业研究报告、进行实地考察等方法发现市场上的投资机会，根据基金合约要求的内容去进行资产配置。不同类型的基金，其实际工作内容有所差别：债券型基金重点考察的是公司的信用问题；股票型基金重点考察的是公司的未来收益，同时也要求基金经理对于整

个行业有所了解；而混合型基金工作则更多，除了识别有收益的股票和债券，还需要考虑如何在股票和债券之中进行资金分配。基金经理一旦管理多只基金，可能就会减少对于每一只基金单独的关注，无法及时进行操作。另外市场上的投资机会是有限的，当基金经理发现了一个好的投资机会，可能也无法照顾到手中的每一只基金，Pastor et.al（2015）证实美国市场上的共同基金存在行业水平上的规模收益递减情况。因此，基金经理在管理的基金数量过多时，很有可能降低了每支所掌握的基金的精力分配，错失良好机会，造成基金回报降低。据此，本文提出假设：

H4：基金经理“一拖多”降低了基金产品的平均回报。

在考虑基金经理“一拖多”问题的经济后果时，基金本身的复杂特征还需要被进一步分析。基金所属的公司不同，基金经理的特征不同，都有可能使得“一拖多”的经济后果有所不同。首先，基金经理在管理多只基金时，与管理单只基金相比最显著的不同是，经理需要完成更多基金的研究工作，包括对于基金投资策略的研究、风险控制、消息管理以及为此付出的社交维护。尽管这一工作由基金经理及其团队完成，但工作量与完成难度同样与公司有关。

从基金所属公司来看，如果基金所处公司成立时间早、管理资产大，是众人皆知的“大公司”，那么出于维护公司声誉，降低运营风险的动机，大公司要求其基金经理完成的基金管理工作可能会更多，这从侧面加大了基金经理管理基金的合规成本，当基金经理接手更多基金，形成“一拖多”模式后，其管理基金的难度相比于小公司会更高。而对于小公司而言，由于公司的动机主要在于获得尽可能多的投资者资金，因此会尽力降低基金经理

管理基金的合规成本，方便其管理更多基金，提高公司收入。据此，本文提出异质性假设：

H5a：当基金所在企业为成立年份较长的老企业时，基金经理“一拖多”导致基金业绩回报下降幅度更大。

H5b：当基金所在企业管理资产较大的公司时，基金经理“一拖多”导致基金业绩回报下降幅度更大。

其次，尽管基金经理每接管一只新基金，就需要付出更多的工作，但并不意味着任意一个新增的工作都是等量的。经理人在管理单支基金或少量基金时，往往在日常的研究工作中已经对于所管理的基金的行业、风格、机会与风险有比较深刻的了解和认识，形成了基金经理所具备的管理经验，如果基金经理接手的新基金的领域、风格与原基金类似，则基金经理可以利用其积累的丰富的投资经验快速完成新基金的管理工作。反之，如果基金经理接手的新基金的领域、风格与原基金大不相同，基金经理则需要花费更高成本去完成新基金研究工作，进而可能影响到基金回报。

此外，基金经理的个人经验也会对管理多只基金的成本产生影响。如果基金经理的从业时间短，则其管理基金的经验较为不足、研究团队力量弱、社会关系较少，与经验丰富的行业老兵相比，无法适应管理多只基金的工作强度，如果新手基金经理只是管理单只基金，可能与老手的差距并不太大，一旦进入“一拖多”管理状态，从业时间较短的经理往往不能很好完成管理多只基金的工作。反之，如果基金经理的从业时间较长，则一般具有更丰富的经验完成管理多只基金的工作。据此，本文提出异质性假设：

H6a: 当基金经理管理的基金风格集中度较低时，基金经理“一拖多”更易导致基金业绩回报下降幅度更大。

H6b: 当基金经理从业时间较短时，基金经理“一拖多”更易导致基金业绩回报下降幅度更大。

同样，基金经理的个人固有属性也有可能影响其“一拖多”的经济后果。管理基金并规划基金投资工作是一份考验基金经理研究能力、市场嗅觉、社交能力、统筹安排甚至是体力等全方位能力的工作。在基金业就业市场上，男性基金经理的比例远高于女性，这主要是由于男性较女性普遍可以胜任以上要求。从这个角度看，男性基金经理可以更好地管理多只基金。但另一方面，少量的女性仍然能担任基金经理，这本身也是被选择后的结果。即女性基金经理拥有某些过人的能力，以至于在生理条件处于劣势下，仍然可以合格地完成基金经理的工作，从这个角度看，女性基金经理可以更好地管理多只基金。据此，我们得到对立的异质性假设：

H7a: 男性基金经理“一拖多”更易导致基金业绩回报大幅下降。

H7b: 女性基金经理“一拖多”更易导致基金业绩回报大幅下降。

最后，基金经理的学历亦有可能影响其“一拖多”的经济后果。如果基金经理为博士，往往较未拥有博士学位的基金经理在学理积淀、研究深度上更具优势，但另一方面，从选择偏误的角度来看，后者在业务联络、管理才能上可能更胜于前者。基金“一拖多”本质上偏向于考验基金经理的管理才能，因此当基金经理需要管理多个基金时，未拥有博士学位的基金经理可能会更好地完成相关工作。据此，提出异质性假设：

H8: 拥有博士学位的基金经理“一拖多”更易导致基金业绩回报大幅下降。

5.1 模型设计

本文使用混合截面数据验证公募基金经理人“一拖多”是否对基金表现产生了显著的影响。模型如下：

$$R_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 \text{Multitask}_{i,t} + \beta_2 \text{Controls}_{i,t} + \text{FundCompany}_i + \text{Year}_t + \varepsilon_{i,t}$$

其中， $R_{i,t}$ 为业绩表现，分别使用基金的月度收益率（ M_Return ）、超额收益率（ α ）、基金收益对沪深 300 的 β 系数以及基金净值增长率标准差（ std ）表现， $\text{Multitask}_{i,t}$ 表示当期当只基金是否为“一拖多”管理状态。 $\text{Controls}_{i,t}$ 为控制变量。另外，考虑到不同年份的大盘行情不同，本文在模型中加入年份固定效应。考虑到一些未观测到的公司特征可能会影响到业绩，本文加入基金管理人固定效应。

5.2 实证检验

5.2.1 基本回归结果

表 7 显示了基本回归结果，前三列均控制了公司固定效应，考虑到第四列与第五列本身即含有公司特征的控制变量，因此未再进一步控制公司固定效应，以免影响回归结果。所有列均控制了年份固定效应。在各个回归当中，基金的“一拖多”状态均降低了基金业绩表现。第（2）列与第（5）列显示，经理人性别（ $ManagerGen$ ）与基金业绩表现成负相关，男性基金经理的基金业绩平均比女性基金经理低 0.17%，第（3）列与第（5）列显示，基金个人投资者占比（ $IndiProp$ ）显著降低了基金业绩表现，基金的个人投资者占比越高，则基金需要准备更多的流动性资产用以兑付，进而降低了基金回报，这一结果与前面的假说相符。第（4）列显示，基金所在公司平均资产规模越高，则基金月度回报越高，这说明走基金精英化路线的公司可能有着更好的基金盈利能力。基金第（5）列纳入

了经理层面、基金层面与公司层面的所有控制变量，发现“一拖多”状态的基金的月度回报平均较未“一拖多”状态的基金低 0.12%。

表 7 “一拖多”状态与基金月度回报

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)
	基础回归	经理特征	基金特征	公司特征	全部特征
Multitask	-0.055 (-1.130)	-0.047 (-0.956)	-0.165*** (-3.221)	-0.021 (-0.435)	-0.123** (-2.420)
ManagerExp		-0.050 (-1.215)			-0.063 (-1.546)
ManagerGen		-0.167*** (-4.122)			-0.102** (-2.345)
ManageLen		-0.009 (-0.592)			0.004 (0.289)
IF_Doc		-0.190 (-1.484)			-0.094 (-0.830)
IF_Mas		-0.084 (-0.709)			-0.021 (-0.203)
FundAge			-0.092*** (-3.080)		-0.089*** (-2.794)
MinRede			-0.035 (-1.359)		-0.018 (-0.949)
MinHold			-0.003 (-0.113)		-0.011 (-0.609)
IndiProp			-0.325*** (-7.680)		-0.357*** (-8.514)
IF_Bond			0.089** (2.306)		0.081* (1.948)
IF_Stock			-0.222***		-0.185***

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)
	基础回归	经理特征	基金特征	公司特征	全部特征
			(-4.060)		(-3.255)
CompAge				-0.041	0.001
				(-0.653)	(0.011)
RegiCap				0.050	0.040
				(1.413)	(1.261)
CompAveAss				0.103***	0.094***
				(3.874)	(3.442)
_cons	-1.589***	-1.277***	-1.262***	-5.190***	-4.202***
	(-5.467)	(-4.086)	(-4.501)	(-5.692)	(-4.989)
Year	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
FundCompany	Yes	Yes	Yes	No	No
N	65696	65696	64613	65696	64613
r2_a	0.097	0.098	0.100	0.096	0.099

5.2.2 异质性分析

由基础回归结果可知，基金“一拖多”状态在总体上降低了基金回报，但是正如我们在基金“一拖多”的影响因素部分的分析，不同特征的基金样本的“一拖多”状态对基金回报的影响可能有所不同，本文从公司层面、基金层面以及经理层面选取若干特征进行异质性分析，具体而言，当特征为经理性别等虚拟变量时，本文将整体数据集按虚拟变量取值划分为两个子数据集并分别回归，当特征为基金成立年数等连续变量时，本文将整体数据集依

该变量当年中位数¹⁴为界划分为两块等量数据集并分别回归，最后观察两类样本的回归结果，具体结果见表 8。

（1）老企业与新企业：由表 8 可知，当观测值所在企业为成立年份较长的老企业时，基金“一拖多”更易导致基金回报下降。正如前文分析所言，老企业在合规性、程序性的工作更多，这可能造成基金经理在“一拖多”时较其它公司付出了更大的成本，进而影响到了基金回报。

（2）大公司与小公司：由表 8 可知，当观测值所在企业为管理资产较高的大公司时，基金“一拖多”更易导致基金回报下降，结合冯旭南和李心愉（2013）的观点看，大公司的信息披露更加重复，通过降低准入门槛吸引了大量投资者，但同时亦实在加大了基金经理的管理压力，进一步导致“一拖多”的业绩下降效应显著。

（3）高风格集中度与低风格集中度：由表 8 可知，当观测值基金经理的管理基金组合的风格集中度较低时，基金“一拖多”更易导致基金回报下降。这与本文前期假设印合，基金经理所管理的基金风格越是杂乱不一，基金经理则需要为这种“一拖多”状态付出更大成本，不仅无法使手上的研究工作一通百通，甚至还会疲于奔命，因此这种状态下的“一拖多”会显著降低基金回报。

（4）老经理与新经理：由表 8 可知，当观测值的基金经理的从业时间较短时，基金“一拖多”更易导致基金回报下降。新经理往往管理基金的经验不足、研究团队力量弱、社

¹⁴ 取当年中位数是为了抵消某些变量随着时间推移而单向递增/递减的特性，例如基金成立年份逐年递增，因此需要选取当年成立年份较高者为老基金。

会关系较少，与经验丰富的行业老兵相比，无法适应管理多只基金的工作强度，一旦进入“一拖多”管理状态，新经理往往会导致基金回报显著下降。

（5）男性与女性：由表 8 可知，当观测值基金经理为男性时，基金“一拖多”更易导致基金回报下降，且系数绝对值远大于女性的影响系数绝对值。这种现象有两种解释，第一类解释将其归因为性别优势，女性基金经理更加有耐心，较之男性基金经理往往能妥善处理多只基金的管理工作。第二类解释将其归因为样本选择偏误，从参加回归的样本量可知，男性基金经理的样本量约为女性基金经理的五倍，因此男性基金经理占了大多数，而有能力与男性基金经理“同台角逐”的少量女性基金经理往往是被选择后的精兵悍将，平均素质远高于男性基金经理整体，因此“一拖多”状态并未显著改变女性基金经理所管理的基金回报。

（6）博士与非博士：由表 8 可知，当观测值基金经理的学历为非博士时，基金“一拖多”显著导致基金回报下降。但是注意到无论是博士还是非博士样本，基金“一拖多”状态的系数区别并不大，结合博士样本量较低的现状，我们并不能认为基金经理的学历高低对“一拖多”的经济后果存在异质性影响。

表 8 异质性分析

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
	老企业	新企业	大公司	小公司	高风格集中度	低风格集中度
Multitask	-0.162** (-2.121)	-0.109 (-1.499)	-0.156** (-2.176)	-0.108 (-1.428)	-0.033 (-0.418)	-0.173*** (-2.793)
_cons	-3.081** (-2.532)	-4.651*** (-4.875)	-3.200 (-1.589)	-4.767*** (-3.875)	-0.397 (-0.321)	-2.721*** (-3.287)
Year	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
N	31990	32623	32230	32383	23255	41358
r2_a	0.097	0.103	0.100	0.099	0.097	0.102
	(7)	(8)	(9)	(10)	(11)	(12)
	老经理	新经理	男性	女性	博士	非博士
Multitask	-0.054 (-0.825)	-0.182** (-2.396)	-0.141*** (-2.582)	-0.035 (-0.242)	-0.113 (-0.827)	-0.129** (-2.391)
_cons	-2.414*** (-2.623)	-4.352*** (-4.255)	-4.013*** (-4.779)	-3.152*** (-2.680)	-5.637*** (-3.240)	-3.332*** (-4.244)
Year	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
N	32027	32586	52745	11868	7278	57335
r2_a	0.109	0.091	0.102	0.086	0.099	0.099

5.2.3 稳健性检验

为进一步研究基金“一拖多”对基金回报的影响，表 9 使用了超额收益率 (α)、基金相对于市场收益的敏感度 (β)，以及基金净值增长率标准差 (std) 作为替代变量观察“一拖多”对基金表现的进一步影响。结果发现，基金“一拖多”显著降低了基金的收益波动率，这一现象有以下两种可能：一者，这可能是管理多只基金的基金经理由于需要同时照看多只基金，因此选择战略往往更加稳健，以防止基金出现剧烈波动。即波动率下降是基金经理由于“一拖多”的现状而进行策略选择的结果。二者，管理多只基金的基金经理往往拥有较为丰富的管理经验，收益波动率的下降正是基金经理发挥自身能力，积极进取的表现。即波动率下降是经“一拖多”选择后的能力较强的基金经理积极进取的结果。此外，当收益率替换为超额收益率 α ，基金“一拖多”仍然对基金收益率呈现负向关系，但是未见统计意义上的显著。

表 9 稳健性检验

	(1) α	(2) β	(3) FundRisk
Multitask	-0.002 (-0.790)	-0.039*** (-3.636)	-0.001*** (-3.388)
ManagerExp	-0.004** (-1.966)	-0.001 (-0.049)	-0.000 (-0.623)
ManagerGen	-0.002 (-1.394)	0.064*** (3.470)	0.001*** (4.285)
ManageLen	0.001 (1.109)	0.002 (0.471)	-0.000 (-0.026)
IF_Doc	-0.003 (-0.716)	0.020 (0.634)	0.000 (0.562)
IF_Mas	-0.000 (-0.024)	0.005 (0.197)	0.000 (0.329)

	(1)	(2)	(3)
	α	β	FundRisk
FundAge	-0.004*** (-3.001)	0.079*** (6.655)	0.001*** (5.050)
MinRede	-0.003*** (-3.633)	-0.003 (-0.375)	-0.000 (-0.574)
MinHold	0.000 (0.007)	-0.001 (-0.162)	0.000 (0.215)
IndiProp	-0.015*** (-5.398)	0.213*** (14.482)	0.003*** (12.479)
IF_Bond	-0.011*** (-5.430)	-0.526*** (-29.330)	-0.008*** (-26.975)
IF_Stock	-0.006*** (-2.691)	0.246*** (17.230)	0.002*** (9.309)
CompAge	0.002 (0.762)	-0.022 (-0.944)	-0.000 (-0.948)
RegiCap	0.001 (0.555)	-0.014 (-1.288)	-0.000** (-2.026)
CompTotAss	-0.000 (-0.069)	-0.011** (-2.211)	-0.000*** (-2.708)
_cons	0.021 (0.753)	0.883*** (3.708)	0.027*** (6.943)
Year	Yes	Yes	Yes
N	64613	64613	64613
r2_a	0.034	0.542	0.482

为进一步进行稳健性检验，表 10 第 (2) 列进一步控制了基金公司的固定效应，被解释变量仍为基金月度回报 (M_Return)，实证发现，在控制了基金公司的固定效应后，基金“一拖多”仍旧对基金月度回报造成显著的负向影响。

表 10 稳健性检验:公司固定效应

	(1) 未控制	(2) 公司固定效应
Multitask	-0.131** (-2.570)	-0.143*** (-2.748)
ManagerExp	-0.064 (-1.572)	-0.071* (-1.755)
ManagerGen	-0.102** (-2.354)	-0.093** (-2.300)
ManageLen	0.005 (0.310)	0.013 (0.852)
IF_Doc	-0.101 (-0.925)	-0.131 (-1.193)
IF_Mas	-0.022 (-0.219)	-0.054 (-0.543)
FundAge	-0.088*** (-2.745)	-0.086*** (-2.656)
MinRede	-0.014 (-0.731)	-0.019 (-0.708)
MinHold	-0.009 (-0.498)	-0.008 (-0.315)
IndiProp	-0.354*** (-8.456)	-0.318*** (-7.530)
IF_Bond	0.081** (1.974)	0.071* (1.779)
IF_Stock	-0.182*** (-3.159)	-0.227*** (-4.142)
CompAge	-0.036 (-0.553)	-1.062*** (-2.706)
RegiCap	0.042 (1.319)	0.298 (0.801)
CompTotAss	0.058*** (3.491)	0.122*** (2.614)
_cons	-3.503*** (-4.777)	-7.541 (-0.976)
Year	Yes	Yes

	(1)	(2)
	未控制	公司固定效应
FundCompany	No	Yes
N	64613	64613
r2_a	0.099	0.100

在 5.2.2 节中，文章按公司年龄、经理履历等六种指标进行异质性分析。进一步地，这些样本特质是否在一定层面助推了一拖多对业绩的影响？即某一类样本较另一类样本在一拖多对业绩的系数上存在显著不同。为验证这一猜想，本文将表 8 的六项特质与一拖多指标 *Mutitask* 取交乘项，观察交乘项是否显著。结果发现，由于交乘项与 *Mutitask* 变量存在强相关性，导致交乘项未显著。结果表明，样本按异质性分组的系数大小不会有显著不同，但是不同分组下，样本系数的显著性有所区别，这说明一拖多对业绩的影响大小独立于异质性指标，但显著性依赖于异质性指标。

表 11 异质性指标交乘项增益表

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
	企业年龄	企业规模	风格集中度	经理履历	经理性别	博士学位
Multitask	-0.067	-0.068	-0.165***	-0.116	0.011	-0.137**
	(-0.999)	(-0.962)	(-2.681)	(-1.629)	(0.096)	(-2.574)
特质项	0.040	0.053	-0.036	-0.050	0.046	-0.156
	(0.451)	(0.554)	(-0.372)	(-0.536)	(0.41)	(-0.94)
交乘项	-0.135	-0.136	0.086	-0.027	-0.165	0.062
	(-1.478)	(-1.455)	(0.865)	(-0.304)	(-1.343)	(0.417)
_cons	-3.867***	-4.155***	-3.496***	-3.523***	-3.633***	-3.500***
	(-4.974)	(-4.492)	(-4.780)	(-4.799)	(-4.961)	(-4.774)
Year	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
N	64613	64613	64613	64613	64613	64613
r2_a	0.099	0.099	0.099	0.099	0.099	0.099

六、“一拖多”对基金业绩影响的作用机制

本部分探究“一拖多”对业绩的影响机制。本文一共提出三个影响机制，分别是精力分散假设、学习溢出假设和经验复制假设。通过精力分散机制，可能会使基金业绩下降，而学习溢出和经验复制机制可能会使基金的业绩维持甚至上升。

6.1 提出假设

基金经理在管理基金时，往往遵循自身的工作节奏并具有一定惯性。当基金经理所管理的基金数量突然增多，一方面，基金经理的工作节奏不能及时调整，往常的研究材料不能及时适配新的工作，此外，并且接手新基金伊始，会存在一定量程序性工作，因此精力的分散在新接管大量基金时应当最为明显，另一方面，当基金经理接管新基金达到一定时间后，工作节奏与研究工作的都能够基本适配新的下辖基金，程序性的工作业已结束，基金经理只是较接管新基金前有更多基金进行管理研究，因此精力的分散效应并不会过大。据此，本文提出“一拖多”影响基金业绩的第一个假设：精力分散假设。

H₉: 基金经理管理的基金数量的激增会导致基金经理的精力分散，从而降低基金业绩。

除了精力分散，“一拖多”的基金经理还有可能进行经验复制。“一拖多”的经理人在管理单支基金或少量基金时，往往在日常的研究工作中已经对于所管理的基金的行业、风格、机会与风险有比较深刻的了解和认识，形成了基金经理所具备的管理经验，当基金经理接手领域、风格类似的基金后，丰富的投资经验可以使他在中期平衡好手中的多只基金之间的关系，凭借自己的投资经验不断复制来维持业绩。

此外，当基金经理可以以良好的经验复制的方式管理多只基金时，经理也就获得了较多的空闲时间进行其它卓有成效的工作，进一步稳定了基金收益水平。因此，基金经理所管理的基金的风格集中度越高，所管理的基金风格越类似，经理进行经验复制的门槛也就越低，此时，尽管基金经理在管理多只基金，但并不会造成严重的精力分散效应。由此，本文提出“一拖多”影响基金表现的第二个假设：经验复制假设。

H10: 在基金经理管理基金数量相同的情况下，基金经理管理的基金的风格集中度对基金回报业绩有显著促进作用。

投资经验对于经理的投资判断是非常重要的，基金经理正是凭借管理基金所获得的经验认识来进行基金管理，长期来看，如果基金经理能够管理更多的资金，进行更多的实践，那么他就有可能从投资实践当中了解市场规律，形成自己的投资见解，对市场 and 个体做出更准确的判断。

短期内，基金经理接手更多的基金会因为无法适应而产生业绩下降，但从长期来看，经理却从中获得了更多的经验与知识，这有可能反过来提高基金经理的研究水平与基金业绩。一方面，随着管理基金时间的增加，基金经理会提高自身的研究水平，与其它经理相比，会有更高的业绩提升。另一方面，如果基金经理曾经管理多只基金，那么与其它经理相比也会具备更多的管理经验。因此，一位基金经理在过去的从业生涯中操盘多只基金的事件越长，我们认为其在后续管理“一拖多”基金时的表现可能越好，这就是本文的第三个假设：学习溢出效应假设。

H11: 在基金经理管理基金数量相同、管理难度类似的情况下，曾经在更长时间内管理过更多基金的基金经理的“一拖多”业绩较其它基金经理更高。

综上所述，在“一拖多”的状态下，可能会产生不同的情况：（1）精力分散假设：管理多只基金会分散经理的注意力，从而导致业绩下降；（2）经验复制假设：由于“一拖多”经理人的丰富经验，管理更多基金不会影响业绩；（3）学习溢出效应假设：管理多只基金能够增加实践经验，从而提高判断的准确度，基金表现更佳。而这三种情况是不完全排斥的，也就是说，“一拖多”对基金业绩的影响可能是三个效应合力产生的结果。

6.2 模型设计

6.2.1 精力分散效应

在精力分散假设下，基金经理所管理的基金业绩下降的根源在于经理缺乏管理多只基金的能力或经验，这一效应在经理由只管理一只基金的状态转变为管理多只基金的状态时最为显著，原因在于：一者，在一只基金由“一拖一”转变为“一拖多”前后，基金经理的研究团队、工作节奏并不能马上调整到位，二者，随着时间推移，基金经理有可能从管理多只基金上获得经验，通过学习溢出效应或经验复制效应掩盖精力分散的不足，使业绩难以反映精力分散的现实。

据此，模型捕捉所有基金由专人管理状态转变为“一拖多”状态的第一个月以及上一个月的观测值，观察基金管理结构的改变是否降低了基金回报，模型如下：

$$R_{it} = \beta_0 + \beta_1 Break_{i,t} + \beta_2 Controls_{i,t} + Year_t + \varepsilon_{i,t}$$

其中， $Break_{i,t}$ 表示基金管理结构的变化状态，若该观测值处于状态改变以后，取值为1，否则为0。模型控制年份固定效应。由于入选样本均为基金管理结构状态改变前后的观测值，因此可以有效排除其它潜在效应的影响，方便验证精力分散假设。

6.2.2 经验复制效应

在经验复制假设下，基金经理凭借自己的投资经验不断复制来维持业绩，以抵消精力分散带来的不利影响。因此，若要有效甄别经验复制效应，则应首先控制精力分散效应，观察在等同条件下，有更强经验复制能力的经理是否较其它经理更能显著提升基金回报。投资分散度（*InvDispersion*）指标表示基金经理当月管理基金的投资风格的集中程度，是代表基金经理经验复制能力的有效指标，投资分散度越高，基金经理所管理的基金风格越相近，经理进行经验复制的难度越低。据此，验证基金经理经验复制假说的模型如下：

$$R_{it} = \beta_0 + \beta_1 TotalFundNum_{i,t} + \beta_2 InvDispersion_{i,t} + \beta_3 Controls_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$$

其中， $TotalFundNum_{i,t}$ 表示当前基金的经理一共管理的基金数量，用以衡量当前基金经理精力分散的程度， $InvDispersion_{i,t}$ 表示基金经理当月管理基金的投资风格的集中程度，风格越分散指数越小，如果只管理一种投资风格的基金则指数等于1。模型控制年份固定效应。由于模型加入了 $TotalFundNum_{i,t}$ 衡量精力分散效应，因此模型可以进一步观测经验复制效应的影响。

6.2.3 学习溢出效应

在学习溢出效应假设下，基金经理的能力强相关于他过往的从业经历，一个曾在过去较长时间管理过较多基金的基金经理拥有更强的能力管理当前的多只基金。这一假设使我们注意从业经历由两个维度组成，第一是从业的时间，第二是从业生涯内是否管理过多只基金。换言之，如果一位基金经理从业生涯很长但从未管理过多只基金，当其面临管理多只基金的业务时，也不能认为其具备丰富经验，反之亦然。

因此，为验证学习溢出效应假设，本文仿照学术界通行的评价研究者学术产出指标 *H-index*¹⁵，提出衡量经理人的从业经验指标 *H-index*，它表示基金经理在管理当前基金之前最多曾管理过 *H* 支基金长达 *H* 个月。本文使用以下模型：

$$R_{it} = \beta_0 + \beta_1 TotalFundNum_{i,t} + \beta_2 InvDispersion_{i,t} + \beta_3 TotalFundNum_{i,t} * i_index_{i,t} + \beta_4 InvDispersion_{i,t} * i_index_{i,t} + \beta_5 Controls_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$$

其中，*TotalFundNum_{i,t}* 表示当前经理管理的基金总数量，衡量基金经理“一拖多”的成本，*InvDispersion_{i,t}* 表示投资风格集中度，用以衡量经验复制的成本。*i_index_{i,t}* 表示 *H-index* 的虚拟变量，如果该基金的基金经理的 *H-index* 在当年所有样本中排中位数以上，则取值为 1，否则取值为 0。

6.3 实证检验

6.3.1 精力分散效应

表 12 为精力分散效应的回归结果。第一列选取了基金从专人管理状态转变为“一拖多”状态的第一个月以及上一个月的观测值，共获得 696 个有效观测值。进一步地，为避免经理在一个月内无法及时操作，进一步观测更大时间范围内的管理状态差异，第二列选取了基金在上述状态转变前后各 12 个月的观测值，共获得 7865 个有效观测值。最后，如果精力分散效应确实存在，则效应也应当存在于本来已处于“一拖多”状态，但经理突然多管理大量基金的情况，第三列选取了基金的经理人所管理的基金数量增幅超过 100% 的事件前后各 12 个月的观测值，共获得 12747 个观测值。

¹⁵ *H-index* 又称为 *H* 指数或 *H* 因子 (*H-factor*)，是一种评价学术成就的新方法。*H* 代表“高引用次数” (*High citations*)，一名科研人员的 *H* 指数是指他至多有 *H* 篇论文分别被引用了至少 *H* 次。*H-index* 指标将论文质量与论文产出很好地结合了起来，能够比较准确地反映一个人的学术成就。

表 12 显示，在三种样本选择口径下，基金管理数量的突增都显著降低了基金其后的回报率，其中第一列表明，基金从专人管理状态转变为“一拖多”状态的第一个月，回报率较之前一月降低了 0.74%，但第二列和第三列显示，随着状态转变的时间延长，以及转变前已有部分“一拖多”经验时，Break 的系数进一步下降到了-0.525 和-0.408，这表明精力分散效应在管理状态突变时最为显著，随着时间尺度拉长，精力分散效应有所降低，这可能是由于后期基金经理适应了“一拖多”的节奏，具有了更丰富的管理经验，或者引发了经验复制效应或学习溢出效应。

表 12 精力分散效应：管理基金数与基金月度回报

	(1)	(2)	(3)
	1 个月-专管到多管	1 年-专管到多管	1 年-多管到多管
Break	-0.742*	-0.525***	-0.408***
	(-1.671)	(-3.914)	(-4.383)
ManagerExp	0.168	-0.080	-0.118**
	(0.590)	(-1.367)	(-2.519)
ManagerGen	-0.185	-0.085	-0.081
	(-0.290)	(-0.637)	(-0.744)
IF_Doc	-0.394	-0.089	-0.000
	(-0.310)	(-0.347)	(-0.001)
IF_Mas	0.430	0.006	0.008
	(0.383)	(0.026)	(0.034)
ManagerFundPer	-0.075	0.206***	0.298***
	(-0.318)	(2.945)	(3.821)
FundAge	0.567*	0.045	0.101**
	(1.912)	(0.754)	(2.268)

	(1) 1个月-专管到多管	(2) 1年-专管到多管	(3) 1年-多管到多管
MinRede	-0.255 (-0.960)	-0.090* (-1.688)	-0.039 (-0.945)
MinHold	0.126 (0.499)	-0.005 (-0.097)	-0.031 (-0.792)
IndiProp	-1.549 (-1.305)	-0.510** (-2.055)	-0.290** (-2.384)
IF_Bond	-0.626 (-1.095)	-0.319** (-2.022)	-0.285** (-2.455)
IF_Stock	0.124 (0.179)	0.080 (0.595)	0.003 (0.030)
CompAge	0.402 (0.693)	0.224 (1.489)	0.070 (0.670)
RegiCap	-0.210 (-0.569)	0.036 (0.498)	0.111 (1.358)
_cons	1.067 (0.140)	-3.410** (-2.378)	-4.269** (-2.523)
Year	Yes	Yes	Yes
N	696	7865	12747
r2_a	0.132	0.108	0.102

为进一步检验精力分散效应，本文依照如下原则选取样本进行检验：当期基金所属经理管理的基金数量为 1 而次月数量为 2 时，选取当月与次月组成第一列样本，共计 539 个，第二、三、四列分别选取当月基金所属经理管理的基金数量为 2、3、3 以上时且次月数量递增 1 时的当月与次月样本，分别共计 849、733 以及 5302 个。

表 13 观察了基金经理所管理的基金数量缓慢增长时，这一管理状态的变动是否会对基金收益产生影响。结果显示，无论基金经理管理的基金数量是由 1 到 2，还是由 2 到 3、由 3 到 4，抑或是更多，这一状态变动均未对基金收益产生统计意义上的显著影响。同时注意到第 2、3、4 列的观测值数量均大于表 12 第一列的 696 个观测值，并非是样本数量过少导致的回归结果不显著。综合表 12 的结果，当基金经理管理的基金数量大幅增长时，由于精力分散效应的存在，基金经理所管理的基金收益下降。但随着时间推移，基金经理熟悉了新的工作内容，加之经验复制效应与学习溢出效应的存在，这一下降力度将有所缓解。

表 13 精力分散效应：管理基金数与基金月度回报

	(1)	(2)	(3)	(4)
	1	2	3	3 以上
Break	-0.629 (-1.524)	0.060 (0.180)	-0.252 (-0.597)	-0.011 (-0.109)
ManagerExp	0.323 (1.324)	0.008 (0.043)	-0.222 (-0.891)	0.084 (1.059)
ManagerGen	-0.443 (-0.731)	0.333 (0.766)	0.515 (1.341)	0.297*** (2.638)
IF_Doc	0.055 (0.051)	-0.678 (-0.698)	2.822** (2.144)	-0.532** (-2.114)
IF_Mas	1.354 (1.574)	-0.246 (-0.279)	2.819** (2.289)	-0.515** (-2.574)
ManagerFundPer	-0.129 (-0.757)	0.453** (2.332)	0.151 (0.529)	0.262* (1.707)
FundAge	0.662**	-0.065	0.075	0.011

	(1)	(2)	(3)	(4)
	1	2	3	3 以上
	(2.573)	(-0.407)	(0.504)	(0.243)
MinRede	-0.317	0.249	-0.054	0.032
	(-1.596)	(1.375)	(-0.245)	(0.396)
MinHold	0.176	-0.253	-0.176	-0.007
	(0.897)	(-1.382)	(-0.708)	(-0.077)
IndiProp	-1.515	-0.121	-1.162**	-0.144
	(-1.599)	(-0.230)	(-2.179)	(-1.408)
IF_Bond	-0.648	0.210	-0.758*	0.256***
	(-0.890)	(0.414)	(-1.802)	(2.956)
IF_Stock	0.680	-0.816*	0.640	-0.303
	(1.091)	(-1.815)	(1.379)	(-1.041)
CompAge	-0.073	0.058	0.520	-0.069
	(-0.125)	(0.142)	(1.123)	(-0.508)
RegiCap	-0.342	-0.449	0.724**	0.057
	(-0.943)	(-1.314)	(2.352)	(0.737)
_cons	3.980	7.289	-16.824***	-4.091**
	(0.533)	(1.101)	(-2.732)	(-2.470)
Year	Yes	Yes	Yes	Yes
N	539	849	733	5302
r2_a	0.153	0.130	0.057	0.089

6.3.2 经验复制效应

表 14 显示了投资风格集中度对基金月度回报的回归结果。模型在第 2 列增加了公司层面、基金层面、经理层面的控制变量，在第 3 列增加了年份固定效应与公司固定效应，

在控制了经理管理基金数的情况下，我们发现经理的投资风格集中度显著促进了基金月度回报。完全集中型投资风格较完全分散型投资风格的月回报率提升 0.23%。回归模型验证了 H10 关于经验复制的假设，即“一拖多”的经理会通过复制自己已有的投资经验，增加基金业绩。在控制了经理人所管理的基金数量后，基金经理的投资越集中，则基金月度回报越高。

表 14 经验复制效应：投资风格集中度与基金月度回报

	(1)	(2)	(3)
	1	2	3
TotalFundNum	-0.008** (-1.968)	-0.014*** (-3.107)	0.016*** (3.740)
InvDispersion	0.147 (1.465)	0.177* (1.767)	0.231*** (2.876)
ManagerExp		-0.146*** (-3.259)	-0.068** (-1.965)
ManagerGen		-0.044 (-0.888)	-0.087** (-2.181)
IF_Doc		-0.029 (-0.233)	-0.099 (-0.980)
IF_Mas		0.132 (1.230)	-0.022 (-0.240)
FundAge		0.062* (1.654)	-0.044 (-1.479)
MinRede		-0.001 (-0.038)	-0.027 (-1.028)
MinHold		-0.053**	-0.001

	(1)	(2)	(3)
	1	2	3
		(-2.110)	(-0.037)
IndiProp		-0.298***	-0.280***
		(-6.363)	(-6.580)
IF_Bond		0.277***	0.027
		(6.628)	(0.653)
IF_Stock		-0.298***	-0.210***
		(-3.776)	(-3.781)
CompAge		-0.163**	-0.931**
		(-2.442)	(-2.376)
RegiCap		-0.073**	-0.053
		(-2.081)	(-0.142)
CompAveAss		0.174***	0.124**
		(5.546)	(2.070)
_cons	0.139	-1.405	-1.365
	(1.480)	(-1.462)	(-0.179)
Year	No	No	Yes
FundCompany	No	No	Yes
N	65696	64613	64613
r2_a	0.000	0.007	0.100

6.3.3 学习溢出效应

表 15 展示了学习溢出效应的回归结果。第 1 列与第 3 列未添加关于 *H-index* 的交互项，第 2 列与第 4 列显示，无论是否控制基金投资分散度，具有更丰富从业经历的基金经理可以获得更高回报，管理的基金每多增加一只，经验缺乏的基金经理的基金月回报平均

降低 0.024%，而经验丰富的基金经理只降低 0.011%，仅占前者的 45.8%，这与学习溢出假设一致。这说明，基金经理的从业经历确实有助于提高基金表现。

表 15 学习溢出效应：经理人经验与基金月度回报

	(1)	(2)	(3)	(4)
	M_Return	M_Return	M_Return	M_Return
TotalFundNum	-0.021*** (-4.932)	-0.026*** (-4.476)	-0.017*** (-3.619)	-0.024*** (-3.671)
c.TotalFundNum#c.i_index		0.009* (1.756)		0.013** (2.217)
InvDispersion			0.227** (2.240)	0.258** (2.411)
c.InvDispersion#c.i_index				-0.101 (-1.232)
ManagerExp	-0.099* (-1.908)	-0.110** (-2.114)	-0.080 (-1.542)	-0.083 (-1.568)
ManagerGen	-0.022 (-0.445)	-0.019 (-0.392)	-0.019 (-0.384)	-0.020 (-0.396)
ManageLen	-0.039** (-1.965)	-0.039** (-1.970)	-0.041** (-2.080)	-0.041** (-2.093)
IF_Doc	-0.031 (-0.244)	-0.023 (-0.186)	-0.015 (-0.125)	-0.001 (-0.004)
IF_Mas	0.163 (1.467)	0.168 (1.529)	0.173 (1.587)	0.180* (1.711)
FundAge	0.095** (2.306)	0.096** (2.314)	0.100** (2.412)	0.096** (2.290)

	(1)	(2)	(3)	(4)
	M_Return	M_Return	M_Return	M_Return
MinRede	-0.030 (-1.022)	-0.030 (-1.024)	-0.028 (-0.953)	-0.028 (-0.936)
MinHold	-0.056** (-2.144)	-0.055** (-2.081)	-0.058** (-2.211)	-0.058** (-2.205)
IndiProp	-0.291*** (-6.132)	-0.291*** (-6.105)	-0.290*** (-6.109)	-0.295*** (-6.159)
IF_Bond	0.307*** (7.887)	0.295*** (7.634)	0.327*** (7.925)	0.330*** (7.625)
IF_Stock	-0.283*** (-3.380)	-0.285*** (-3.401)	-0.274*** (-3.275)	-0.271*** (-3.242)
CompAge	-0.151* (-1.907)	-0.154* (-1.915)	-0.146* (-1.852)	-0.151* (-1.890)
RegiCap	-0.058 (-1.611)	-0.055 (-1.520)	-0.059 (-1.624)	-0.056 (-1.528)
CompTotAss	0.007 (0.332)	0.007 (0.331)	0.008 (0.364)	0.007 (0.339)
_cons	1.874** (2.307)	1.850** (2.255)	1.637** (1.983)	1.615* (1.943)
Year	No	No	No	No
N	64613	64613	64613	64613
r2_a	0.006	0.006	0.006	0.006

七、最优基金管理数量

据上一章研究结论，在基金经理所管理的基金由单人单管状态转变为“一拖多”状态时，出于工作内容的增加和经验缺乏所导致的精力分散效应与利用工作内容趋同所导致的经验复制效应都是现实存在的，那么基金经理应当选择何种规模的基金管理数量，以求既充分降低精力分散效应的不利影响，又能充分利用经验复制效应的增益，使得总体基金回报达到最大呢？本部分将使用 OLS 模型回答这一问题，探究“一拖多”管理结构的最优安排。

7.1 基金固定数量

若要观察基金经理管理基金的最优数量，考察管理的基金数量对收益的影响是最直观的方法。因此，模型首先将基金经理管理的基金数量按 1 只、2-3 只、4-5 只、6-10 只、11-20 只、20-40 只划分为六组，六组样本集的数量占总样本集的 12.5%、29.27%、15.38%、19.78%、15.44%和 7.66%，样本占比较为平均。其次，模型在控制了公司层面、基金层面、经理层面的特征后，考察以上分组的固定效应。

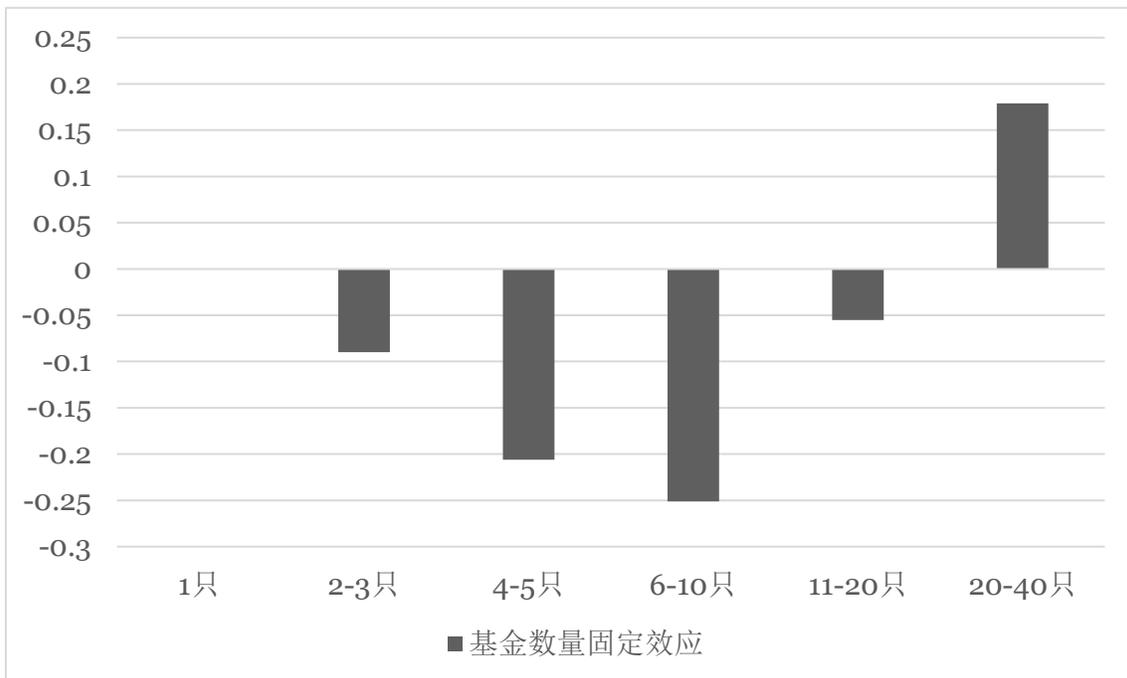
表 16 基金数量固定效应

	(1)	(2)
	M_Return	α
2.iNum	-0.090* (-1.716)	0.000 (0.063)
3.iNum	-0.206*** (-3.073)	-0.005* (-1.841)
4.iNum	-0.251*** (-3.497)	-0.007* (-1.748)
5.iNum	-0.055 (-0.704)	-0.002 (-0.750)
6.iNum	0.179* (1.716)	0.005 (0.063)

	(1)	(2)
	M_Return	α
	(1.648)	(1.388)
ManagerExp	-0.074*	-0.004*
	(-1.836)	(-1.957)
ManagerGen	-0.105**	-0.003
	(-2.578)	(-1.574)
ManageLen	0.011	0.001
	(0.741)	(1.303)
IF_Doc	-0.049	-0.002
	(-0.514)	(-0.398)
IF_Mas	0.030	0.001
	(0.351)	(0.440)
FundAge	-0.083***	-0.004***
	(-2.631)	(-3.085)
MinRede	-0.010	-0.003***
	(-0.514)	(-3.461)
MinHold	-0.009	-0.000
	(-0.525)	(-0.043)
IndiProp	-0.336***	-0.015***
	(-7.987)	(-5.367)
IF_Bond	0.080*	-0.011***
	(1.840)	(-4.510)
IF_Stock	-0.158***	-0.005**
	(-2.727)	(-2.286)
CompAge	-0.057	0.002
	(-0.892)	(0.578)
RegiCap	0.034	0.001
	(1.149)	(0.434)
CompTotAss	0.052***	-0.000
	(3.218)	(-0.232)
_cons	-3.253***	0.026
	(-4.751)	(0.925)
Year	Yes	Yes
N	64613	64613
r2_a	0.099	0.034

表 16 给出了基金数量对基金回报的固定效应，其中 2.iNum 项表示经理管理 2-3 只基金的观测值样本，2b.iNum 项的系数表示经理只管理 4-5 只基金的样本的固定效应，其它项依次递推。文章发现，以 1b.iNum（管理 1 只基金）为基准，经理管理的基金数量在 2-10 只时的固定效应依次降低，而在 11-40 只内逐步上升。据此，我们可以粗略认为，基金经理平均要管理的基金数量大于 20 只以上时，经验复制效应带来的回报增益才能超过精力分散效应带来的回报损失，达到效应平衡点。而当基金经理平均要管理的基金数量达到 6-10 只时，取得的基金回报收益最低。以上结论在模型将被解释变量由基金除息后月收益率替换为超额收益率后依然成立。图 4 为基金经理管理基金数量对基金回报的固定效应柱状图。

图 4 基金数量固定效应



7.2 最优“一拖多”管理数量

如果精力分散假设成立，那么管理基金的个数越多，业绩下降越多，但与此同时，管理较多基金也伴随着经验复制效应的产生，此时业绩与基金个数的关系将成为非线性的关系，所以模型以基金经理管理的基金数量衡量精力分散效应，加入基金管理个数的二次项进行检验，寻找基金经理的最优基金管理规模。模型如下：

$$R_{it} = \beta_0 + \beta_1 TotalFundNum_{i,t} + \beta_2 TotalFundNum_{i,t}^2 + \beta_3 Controls_{i,t} + Year_t + \varepsilon_{i,t}$$

其中 $TotalFundNum_{i,t}$ 表示基金经理管理的基金数量， $TotalFundNum_{i,t}^2$ 表示基金数量的平方， $Controls_{i,t}$ 为经理层面、基金层面和公司层面的控制变量。模型控制年份固定效应。

表 17 显示了上述模型的回归结果。当被解释变量为基金月收益时， $TotalFundNum$ 的系数为-0.02933，二次项的系数为 0.001678，这意味着 $TotalFundNum$ 在 8-9 支基金时，该项固定效应达到最低，当基金数量达到 17 支以上时，经验复制效应带来的回报增益才能超过精力分散效应带来的回报损失，达到效应平衡点。当被解释变量为超额收益率 α 时， $TotalFundNum$ 变量系数为-0.0011293，二次项系数为 0.0000548， $TotalFundNum$ 项的固定效应最低时， $TotalFundNum$ 位于 10-11 支基金范围内，而两种效应的平衡点在 20-21 支基金左右。两种计算方式与表 16 的固定效应模型测算基本吻合。即管理的基金数量在 10 支左右时达到收益率最劣势，当管理基金的数量在 17 支以上时，经验复制效应带来的收益将超过精力分散效应带来的损耗。模型控制了年份固定效应以及公司层面、基金层面、经理层面的控制变量。

表 17 二次项：最优管理数量

	(1) M_Return	(2) α	(3) β
TotalFundNum	-0.029*** (-2.599)	-0.001** (-2.403)	-0.040*** (-10.210)
TotalFundNum2	0.002*** (3.796)	0.000*** (3.226)	0.001*** (7.332)
ManagerExp	-0.088** (-2.252)	-0.004** (-2.156)	0.027** (2.120)
ManagerGen	-0.113*** (-2.707)	-0.003 (-1.583)	0.060*** (3.822)
ManageLen	0.012 (0.807)	0.001 (1.305)	-0.004 (-0.820)
IF_Doc	-0.046 (-0.482)	-0.001 (-0.358)	0.003 (0.115)
IF_Mas	0.042 (0.491)	0.002 (0.518)	-0.009 (-0.421)
FundAge	-0.075** (-2.370)	-0.004*** (-2.965)	0.055*** (5.548)
MinRede	-0.011 (-0.573)	-0.003*** (-3.490)	-0.004 (-0.549)
MinHold	-0.009 (-0.487)	-0.000 (-0.069)	-0.005 (-0.673)
IndiProp	-0.331*** (-7.772)	-0.015*** (-5.347)	0.166*** (11.559)
IF_Bond	0.051	-0.011***	-0.448***

	(1)	(2)	(3)
	M_Return	α	β
	(1.187)	(-5.214)	(-23.833)
IF_Stock	-0.170***	-0.006**	0.238***
	(-3.055)	(-2.512)	(17.202)
CompAge	-0.049	0.002	-0.021
	(-0.757)	(0.680)	(-0.969)
RegiCap	0.034	0.001	-0.009
	(1.168)	(0.441)	(-0.932)
CompTotAss	0.052***	-0.000	-0.004
	(3.201)	(-0.256)	(-0.719)
_cons	-3.266***	0.027	0.695***
	(-4.851)	(0.973)	(3.291)
Year	Yes	Yes	Yes
N	64613	64613	64613
r2_a	0.099	0.034	0.575

7.3 考虑基金经理个人能力的最优基金管理数量

当我们考虑基金经理的最优基金管理数量时，一个不得不考虑的问题是，基金经理本身的管理水平、管理经验高低不一，能力较强的基金经理在管理相同基金数量时，较其它基金经理可能有着更高的经验复制效应增益以及更少的精力分散效应损耗。这意味着，一方面，能力较强的基金经理的经验复制效应与精力分散效应的平衡点可能更低，能力较强的基金经理管理更少数量的基金即可达到效应平衡点。另一方面，由于能力较强的基金经理的精力分散效应更低，经验复制效应更强，其基金数量固定效应的最低值也会较其他基金经理高。因此，我们在评估基金经理的最优基金管理数量时不能一概而论。

为探寻上述假设是否存在，文章将基金经理管理基金的平均规模作为基金经理能力的代理变量，有文献指出，基金经理的能力越强，在其职业生涯中便越有可能管理大型基金，掌握公司重要资产，但另一方面，优秀的基金经理并不一定会有严重的“一拖多”现象，而许多资质普通的基金经理也会管理数量庞大的基金，因此较之基金经理管理的基金总规模，基金的平均规模可以更好的衡量基金经理的个人能力。

为此，我们将基金经理的能力按照其管理基金的平均规模由高到低划分为三档或五档，观察不同能力水平基金经理的精力分散效应与经验复制效应会如何决定其各自的效应平衡点以及最糟糕管理数量。具体来说，我们在上一模型的基础上，模型加入管理基金的数量及其二次项与经理能力替代变量的交互项。模型如下：

$$\begin{aligned}
 R_{i,t} = & \beta_0 + \beta_1 TotalFundNum_{i,t} \\
 & + \beta_2 TotalFundNum_{i,t}^2 + \beta_3 TotalFundNum_{i,t} * i.ManagerPower \\
 & + \beta_4 TotalFundNum_{i,t}^2 * i.ManagerPower_{i,t} + \beta_5 Controls_{i,t} \\
 & + FundCompany_i + Year_t + \varepsilon_{i,t}
 \end{aligned}$$

其中被解释变量 $R_{i,t}$ 是基金的月回报收益。解释变量 $TotalFundNum_{i,t}$ 表示基金经理管理的基金数量， $TotalFundNum_{i,t}^2$ 表示基金数量的二次项。 $ManagerPower_{i,t}$ 是衡量基金经理能力的变量，其中 $ManagerPower3$ 将基金经理的平均基金管理规模划分为三档，基金经理在当年排前 1/3 的观测值的取值为 3，中间 1/3 的观测值取值为 2，后 1/3 的观测值取值为 1。 $ManagerPower5$ 将基金经理的平均基金管理规模划分为五档，基金经理在当年排前 1/5 的观测值取值为 5，其它样本依次取值为 4，3，2，1。模型加入 $ManagerPower_{i,t}$ 的固定效应与 $TotalFundNum_{i,t}$ 的交乘项，这是因为并不能确定基金经

理的能力与经验复制效应的增加、精力分散效应的降低成简单的线性关系，因此通过观察交乘项的系数变化趋势来判断不同能力水平的基金经理各自的最优基金管理数量。模型控制了公司层面、基金层面以及经理层面的控制变量以及年份固定效应。

表 18 给出了加入了经理人能力的固定效应后的回归结果。其中

$1b.ManagerPower3\#co.TotalFundNum$ 表示基金经理能力在当年排后 1/3 的观测值的固定效应，以此项为基准，表中列出了基金经理能力排名中间 1/3 的观测值

($2.ManagerPower3\#c.TotalFundNum$) 以及前 1/3 的观测值

($3.ManagerPower3\#c.TotalFundNum$) 的固定效应系数，实证发现，相比于基金经理能力在当年排后 1/3 的观测值，基金经理能力在当年排前 1/3 的观测值的一次项系数更大，达到 -0.0286，而二次项系数 ($3.ManagerPower3\#c.TotalFundNum^2$) 为 -0.001，由此计算，当基金经理管理的基金数量为 14-15 只基金，固定效应达到最低点，值为 -0.2048，效应平衡点为 28-29 只基金。而基金经理能力在当年排后 1/3 的基准样本的一次项系数为 -0.0734，二次项系数为 0.00276，由此计算，管理基金数量为 13-14 只基金时固定效应达到最低点，值为 -0.48809，效应平衡点为 26-27 只基金。

表 18 经理人能力对最优管理数量

	(1)	(2)	(3)	(4)
	ManagerPower3	ManagerPower3	ManagerPower5	ManagerPower5
TotalFundNum	-0.010** (-2.119)	-0.073*** (-5.471)	-0.008 (-1.174)	-0.088*** (-5.630)
TotalFundNum2		0.003*** (5.002)		0.004*** (5.846)
1b.ManagerPower3#co.TotalFundNum	0.000 (.)	0.000 (.)		
2.ManagerPower3#c.TotalFundNum	0.001 (0.323)	0.013 (1.096)		
3.ManagerPower3#c.TotalFundNum	0.016*** (3.567)	0.045*** (3.771)		
1b.ManagerPower3#co.TotalFundNum2		0.000 (.)		
2.ManagerPower3#c.TotalFundNum2		-0.001 (-1.185)		
3.ManagerPower3#c.TotalFundNum2		-0.002*** (-2.889)		
1b.ManagerPower5#co.TotalFundNum			0.000 (.)	0.000 (.)
2.ManagerPower5#c.TotalFundNum			-0.002 (-0.354)	0.019 (1.214)

	(1)	(2)	(3)	(4)
	ManagerPower3	ManagerPower3	ManagerPower5	ManagerPower5
3.ManagerPower5#c.TotalFundNum			0.001 (0.096)	0.035** (2.158)
4.ManagerPower5#c.TotalFundNum			0.006 (0.890)	0.038** (2.414)
5.ManagerPower5#c.TotalFundNum			0.018** (2.539)	0.065*** (4.178)
1b.ManagerPower5#co.TotalFundNum2				0.000 (.)
2.ManagerPower5#c.TotalFundNum2				-0.001* (-1.825)
3.ManagerPower5#c.TotalFundNum2				-0.002*** (-2.869)
4.ManagerPower5#c.TotalFundNum2				-0.002*** (-2.907)
5.ManagerPower5#c.TotalFundNum2				-0.003*** (-3.691)
_cons	-3.179*** (-4.738)	-2.964*** (-4.572)	-3.178*** (-4.739)	-2.867*** (-4.416)
Year	Yes	Yes	Yes	Yes
N	50927	50927	50927	50927
r2_a	0.078	0.079	0.078	0.079

第（3）列和第（4）列将基金经理能力按五档划分，其中除了第二档的一次项交乘项未有统计学意义上的显著，其余均显著异于最后 1/5 样本的系数。其中第五档，即基金经理能力在当前排前 1/5 的观测值的一次项系数达到-0.02297，而二次项系数为 0.00091，最低点为 12-13 只基金，固定效应为-0.1448，效应平衡点为 25-26 只基金。而第一档，即基金经理能力在当前排后 1/5 的观测值的一次项系数达到-0.0882，而二次项系数为 0.0038，最低点为 11-12 只基金，固定效应为-0.5112，效应平衡点为 23-24 只基金。其余各档位结果计算如表 19 所示。

表 19 各级基金经理“一拖多”效应平衡表

样本范围	最差管理数量（只）	最差固定效应（%）	效应平衡点（只）
前 1/3	14-15	-0.2048	28-29
中 1/3	13-15	-0.4377	28-29
后 1/3	13-14	-0.4881	26-27
前 1/5	12-13	-0.1448	25-26
前 1/5 - 前 2/5	14-15	-0.4854	28-29
前 2/5 - 前 3/5	15-16	-0.4164	31-32
前 3/5 - 前 4/5	14-15	-0.3691	29-30
后 1/5	11-12	-0.5112	23-24

由此可见，基金经理能力占当年前 1/5 的样本中，基金经理的效应平衡点所对应基金管理数量略少于前 2/5-前 4/5 样本，但略高于最后 1/5 样本，但另一方面，能力较强的基金经理在基金管理数量最差安排下的业绩相对于其它各组有大幅提高。造成这一结果可能

有三种原因：一者，当基金经理的业务能力增强时，基金经理“一拖多”的精力分散效应与另两类效应的改善时机不同，当基金经理的能力从最低一档上升到中部位时，精力分散效应对其冲击显著减少，但学习溢出效应并未上升很多。这导致尽管固定效应最低值有较大提升，但效应平衡点对应的基金管理数量并未改变。而当基金精力的业务能力排在前1/5时，学习效果增强，不仅固定效应最低值是各组最优，效应平衡点对应的基金管理数量也回撤。二者，由于模型是以基金管理数量为主解释变量，并附以其与经理人能力的交互项，因此模型天然倾向于拟合各组效应平衡点到同一范围。以基金经理管理的基金平均规模衡量基金经理能力，对不同能力水平的基金经理加以固定效应计算其最优基金管理数量，并未见显著不同。这有可能是因为不同能力的基金经理在受到精力分散效应以及经验复制效应的影响基本相同，因此未能在固定效应中有效区分不同基金经理最优管理数量，也有可能是因为基金经理管理的基金平均规模并不是衡量基金经理能力的良好变量。此外，即便基金经理能力与基金经理管理的基金平均规模真的呈显著正向相关关系，由于模型直接以不同水平的基金平均规模为依据划分基金经理能力，这使得系数估计不可避免地趋同，这亦是系数区分不明显的可能原因。

八、结论

8.1 主要结论

基金经理同时管理多只基金的“一拖多”状态作为业界的通常现象，但其经济意义在学术界尚未有系统研究。本文通过理论及实证分析，初步展示了基金经理“一拖多”现象的现状并探究了基金经理“一拖多”现象的成因，进一步地，本文探究了基金经理“一拖多”现象对基金回报的影响及渠道，最后本文还探究了基金经理的最优基金管理规模。本文得出以下结论：

1. 基金“一拖多”的影响因素

在经理层面上看，经理的已从业时长对“一拖多”的影响最大，经理的从业时间每增加一年，“一拖多”的概率会增加 7.6%，结合经理的学历看，博士学历和硕士学历都会比本科、大专学历更可能“一拖多”，二者的概率分别增加 7.5%和 1.4%，博士学历无论在经济意义还是统计意义上带来的影响都是最大的。经理层面的两个特征表明经理越优秀，越可能被委派管理更多的基金。此外，性别对于“一拖多”并没有显著影响，这也可能是因为基金管理行业本身需要女性具备最基本的从业能力，所以从事金融行业的女性本身在性格和能力上与男性没有较大差异。

在基金层面上看，基金的资金流稳定性对基金一拖多有着重要影响，资金流越稳定，基金经理的管理难度越低，往往更易进行“一拖多”管理。首先，基金的最小赎回份额越高意味着基金的资金流动门槛越高，因此基金的现金流稳定性也就越高，其次，个人投资者在实务中往往资金流动性较高，研究发现：个人投资者比例每降低 10%，“一拖多”的可能性增加 1.58%。此外，从基金类型来看，与混合型基金相比，股票型基金“一拖多”的概率

增加 5.8%，债券型基金则增加 20.3%，二者都在 1%的水平上显著，尤其是债券型基金，这类型的基金要求的回报率更低，债券市场的风险不如股票市场高，所以基金经理的管理压力更小，以至于“一拖多”更成为常态。

从公司层面上看，“大公司”更容易实行一拖多，基金公司的注册资本越多，说明它的资金实力起点越高，成立的时间越长通常公司的名气越大，而公司管理的基金规模越大，则说明在后期发展过程中，逐渐积累了市场份额。实证发现，基金公司的注册资本、成立时间以及管理的基金规模均提升了基金的“一拖多”概率。

2. 基金“一拖多”的业绩影响与异质性分析

基金的“一拖多”状态显著降低了基金月度回报，这一效应在对主动管理要求更高的基金当中更明显，这一结论在控制了公司个体效应以及年份固定效应后依然成立。

针对基金“一拖多”对基金业绩回报的异质性分析发现：（1）当观测值所在企业为成立年份较长的老企业、管理资产较高的大公司时，基金“一拖多”更易导致基金业绩回报显著下降，造成这一结果的原因可能是，当基金所在企业的资质较老、规模较大时，往往管理多只基金的合规成本较高，进而导致“一拖多”的经济后果较为严重。（2）当观测值基金经理的管理基金组合的风格集中度较低时，基金“一拖多”更易导致基金业绩回报显著下降。这暗含着，基金“一拖多”的经济后果与基金经理为管理多只基金所付出的成本有显著关系，当基金经理的付出成本较低时，如基金经理管理的多只基金风格类似，那么经济后果则不会严重，这隐含了一条信息，即基金“一拖多”对基金回报的降低会通过加大基金经理工作强度，分散基金经理精力而实现。（3）当观测值的基金经理的从业时间较短时，基金“一拖多”更易导致基金业绩回报显著下降。这意味着，基金经理自身的能力起到了关键作

用，新经理往往管理基金的经验不足、研究团队力量弱、社会关系较少，与经验丰富的行业老兵相比，无法适应管理多只基金的工作强度，一旦进入“一拖多”管理状态，新经理往往会导致基金回报显著下降。(4) 当观测值基金经理为男性时，基金一拖多更易导致基金回报下降。但考虑到可能存在的样本选择偏误问题，不妨说，女性基金经理对于基金“一拖多”的管理能力更好。

3. 基金“一拖多”的影响机制

从机制上看，基金“一拖多”通过精力分散效应与经验复制效应对基金回报产生了影响。就精力分散效应而言，实证发现，当基金经理所管理的基金数量出现倍增情况时，当月回报率较上一月降低 0.74%，而当考察的时间延长到数量倍增事件前后各 12 个月的范围后，业绩下降的幅度显著下降。这意味着精力分散效应所导致的业绩下降是一种短暂的冲击，当基金经理所管理的基金数量突然增加时，基金经理的研究团队、工作节奏并不能马上调整到位，提供合乎新状态下的足量资料产出，基金经理也疲于应付接手基金伊始的诸多事项，对基金的管理质量势必由于精力分散而有所下降，此外，随着时间推移，基金经理进入了管理基金的正轨，团队也适应了新工作状态的节奏，更重要的是，基金经理有可能从管理多只基金上获得经验，通过学习溢出效应或经验复制效应弥补精力分散的不足。

就经验复制效应而言，实证发现，基金所属的基金经理的投资风格集中度显著影响了基金的回报，在控制了经理管理基金数的情况下，基金经理的管理的基金风格越集中，其基金的月度回报越高。完全集中型投资风格较完全分散型投资风格的月回报率下降 0.23%。这一结果从侧面印证了经验复制效应的存在，在管理相同数量的基金情况下，管

理的基金风格越类似，意味着将管理一只基金的经验复制到另一只基金上的难度就越低，基金经理就越容易管理相同基金，并在此基础上做更多战略性规划，提高基金总体收益。

就学习溢出效应而言，实证发现，经验丰富的基金经理在管理多只基金时拥有比其它基金经理更好的业绩表现。基金经理管理的基金每多增加一只，经验缺乏的基金经理的基金月回报平均降低 0.024%，而经验丰富的基金经理只降低 0.011%，仅占前者的 45.8%，这与学习溢出假设一致。

4. 最优基金管理规模

最后，本文还研究了基金经理的最优基金管理规模。前文已证，基金经理在管理多只基金的时候，基金回报既受精力分散效应的损害，亦受经验复制效应、学习溢出效应的增益，在针对这一问题进行进一步研究后发现，基金业绩首先会随着基金经理同时管理基金的个数增加而下降，这是由于经理的精力分散导致的，但在精力分散情况产生的同时，随着管理基金个数的增加，经理的实战经验也更加丰富，所以同时产生了经验复制效应和学习溢出效应，此时这种精力分散导致的负面影响将会减弱。总体上，基金经理管理的基金数量在 10 支左右时达到收益率最劣势，当管理基金的数量在 17 支以上时，经验复制效应带来的收益将超过精力分散效应带来的损耗。

更进一步地，考虑到基金经理本身的管理水平、管理经验高低不一，能力较强的基金经理可能较其它基金经理在管理相同基金数量时有着更高的经验复制效应增益以及更少的精力分散效应损耗。我们以基金经理管理基金的平均规模作为基金经理能力的代理变量，实证发现：不同能力水平的基金经理的精力分散效应与经验复制效应的平衡点均在 25-26 只附近，并未见显著不同，但另一方面，能力较强的基金经理在基金管理数量最差安排下

的业绩相对于其它各组有大幅提高。造成这一结果的原因可能是基金经理能力对精力分散效应、经验复制效应与学习溢出效应的影响不对称。

8.2 缺陷与不足

本文在进行上述的研究时，也存在着不足之处。首先，本文的数据来源比较繁杂，不同数据库之间有的数据是不同的，但囿于数据的可得性，本文只能直接删掉了有分歧的数据，另外经理层面的数据也有不少缺失，这两者的作用下损失了不少样本，不排除存在样本选择偏误的可能；在计算投资风格分散度时，使用的是锐思数据库给出的分类，虽然这个分类已经非常详细，但无法保证基金在运营的过程中改变风格时及时更新数据，所以在度量上存在偏误，我们衡量基金经理的最优基金管理数量时的方式较为粗糙。此外，本文使用基金经理平均管理规模衡量基金经理的能力存在一定程度的内生性。

8.3 政策建议

本文针对中国公募基金业现存的“一拖多”现象展开了系统性描述分析和影响评估，结合现实背景看，专业能力人才的匮乏是基金行业迅猛发展的必然产物，也是“一拖多”产生的主要原因。在当下，我国的金融市场还处于不断完善阶段，这一现象在中国由来已久却还没有得到解决。

本文证实了基金“一拖多”模式会对投资者、基金公司带来不良影响，并给出了这一不利影响的主要来源——精力分散效应。同时，本文也指出，尽管“一拖多”模式会下降基金回报，但是基金经理仍然可以从管理多只基金中进行经验复制，并在一定程度挽回基金收益。基于上述研究结论，为保护投资者权益，健全基金市场管理制度并实现业界长期良性发展，本文给出如下实务建议：

(1) 促进基金经理专才专用，提高基金经理管理的基金风格集中度。具体而言，当基金经理因各种现实原因而不得不管理多只基金时，应当安排风格类似、调性相同的基金共同管理，方便基金经理发挥经验复制效应，提高基金回报。

(2) 完善基金研究团队，增强基金经理研究机动性。具体而言，公司内部应当完善研究团队保障制度，帮助基金经理配置并建立机动性强、能提供保质保量研究资料的研究团队。当基金经理将承接“一拖多”基金时，能够尽己所能提高资料质量，降低基金经理精力分散效应带来的不利影响。

(3) 强化基金经理人才梯队建设，探索长期有效的基金经理成长路径。具体而言，基金公司应当综合研判未来公司的基金设立规划与当前基金经理人才储备现状，保持适度工作压力，并为基金经理设立足量的“一拖多”练习期，帮助经理成长，在基金经理充分掌握管理多只基金的经验，适应管理多只基金的节奏的基础上再使其承担管理多只基金的责任，降低基金经理因管理经验不足而导致精力分散、基金回报不理想的不利后果。此外，公司在帮助经理成长外，应当以优良的薪酬安排设计激励基金经理，使其学有所成后不仅能为公司冲锋陷阵，更能为培养下一代人才建言献策，为团队培养赋能。

(4) 发展公司其它职能部门作用，分担基金团队负担。具体而言，基金公司应当大力发展公司内部其它职能部门作用，将通用性研究内容交予专门部门研究，并向全团队开放研究结果，以分担基金团队负担。用“精兵强将”打到研究要害，并在更长期内提升基金经理的研究效率，提升所辖基金整体管理水平。

参考文献

- Agarwal Vikas , L. Ma , and Mullally K. 2018. “Managerial multitasking in the mutual fund industry.” Working Paper.
- Bär, Michaela, Alexander Kempf, and Stefan Ruenzi. 2011. “Is a Team Different from the Sum of Its Parts? Evidence from Mutual Fund Managers.” *Review of Finance* 15 (2): 359–96.
- Berk J. B., Van Binsbergen J. H. 2015, “Measuring Skill in the Mutual Fund Industry.” *Journal of Financial Economics* 118: 1-20.
- Bodnaruk, A., Simonov, A. 2015. “Do Financial Experts Make Better Investment Decisions.” *Journal of Financial Intermediation* 24: 514-536.
- Borgers, A. C., Derwall, J., Koedijk, K., and Horst, J. 2015. “Do social factors influence investment behavior and performance? Evidence from mutual fund holdings.” *Journal of Banking and Finance* 60: 112-126.
- Chaudhuri, Ranadeb, Zoran Ivkovic, Joshua Pollet and Charles Trzcinka 2020. “A Tangled Tale of Training and Talent: PhDs in Institutional Asset Management.” *Management Science*, forthcoming.
- Chen, J., Hong, H., Jiang, W. and Kubik, J.D. 2013. “Outsourcing Mutual Fund Management: Firm Boundaries, Incentives, and Performance.” *The Journal of Finance* 68: 523-558.
- Chen, Jean Jinghan, Li Xie, and Si Z. 2020. “Managerial Multi-Tasking, Team Diversity, and Mutual Fund Performance.” *Journal of Corporate Finance* 65: 101766.
- Choi, D., Kahraman, B. and Mukherjee, A. 2016. “Learning about Mutual Fund Managers.” *The Journal of Finance* 71: 2809-2860.
- Cremers M., Ferreira M. A., Matos P. and Starks, L. 2016. “Indexing and Active Fund Management: International Evidence.” *Journal of Financial Economics* 120: 539-560.
- Gottesman, A. A., Morey M. R. 2006. “Manager Education and Mutual Fund Performance.” *Journal of Empirical Finance* 13: 145–182.
- Haslem, J.A. 2017. “Mutual Fund Portfolio Manager Structures: Attributes, Implications, and Performance.” *The Journal of Wealth Management* 19(4): 115-127.

- Kacperczyk, M., Van Nieuwerburgh, S. and Veldkamp, L. 2016. "A Rational Theory of Mutual Funds' Attention Allocation." *Econometrica* 84: 571-626.
- Kamstra, M. J., Kramer, L. A., Levi, M. D. and Wermers, R. 2017. "Seasonal Asset Allocation: Evidence from Mutual Fund Flows." *Journal of Financial and Quantitative Analysis* 52: 71-109.
- Keswani A , Stolin D. 2008. "Which Money Is Smart? Mutual Fund Buys and Sells of Individual and Institutional Investors." *Journal of Finance* 63(1):85-118.
- Kumar, A., Niessen-ruenzi, A., Spalt, O. G. 2015. "What's in a Name? Mutual Fund Flows When Managers Have Foreign-Sounding Names." *The Review of Financial Studies* 28: 2281-2321.
- Mansor, F., Bhatti, M. and Ariff, M. 2015. "New evidence on the impact of fees on mutual fund performance of two types of funds." *Journal of International Financial Markets, Institutions and Money* 35: 102-115.
- Niessen-Ruenzi, A. and Ruenzi, S. 2019. "Sex matters: Gender bias in the mutual fund industry." *Management Science* 65(7): 3001-3025.
- Nohel, Tom, Z. Jay Wang, and Lu Z. 2010. "Side-by-Side Management of Hedge Funds and Mutual Funds." *Review of Financial Studies* 23 (6): 2342-73.
- Pastor L., Stambaugh R. F. and Taylor L. A. 2015. "Scale and Skill in Active Management." *Journal of Financial Economics* 116: 23-45.
- Sialm, C., Tham, T. M. 2016. "Spillover Effects in Mutual Fund Companies." *Management Science* 62: 1472-1486.
- Vikas Agarwal, G. D. Gay , and L. Ling. 2014. "Window Dressing in Mutual Funds." *The Review of Financial Studies* 27: 3133-3170.
- Zheng, L. 1999. "Is money smart? A study of mutual fund investors' fund selection ability" *Journal of Finance* 54: 901-933.
- 曹莎莎 (2015), 《我国开放式基金团队与单独管理结构下投资风格差异研究》, 博士论文, 暨南大学。
- 曾建光、伍利娜、王立彦、谌家兰 (2014), 《技术进步、信息透明度与开放式基金的资金流量——基于中国开放式基金强制采用 XBRL 的证据》, 《金融研究》, 8, 131-145。

- 曾志远、蔡东玲、武小凯（2018），《“监督管理层”还是“约束大股东”？基金持股对中国上市公司价值的影响》，《金融研究》，12，157-173。
- 樊帅、张千玉、姜国华（2017），《基金经理利用基本面信息选股吗？——来自基金持仓方面的证据》，《投资研究》，36，8，65-81。
- 冯旭南、李心愉（2013），《参与成本、基金业绩与投资者选择》，《管理世界》，04，48-58。
- 冯旭南（2014），《中国投资者具有信息获取能力吗？——来自“业绩预告”效应的证据》，《经济学（季刊）》，13，3，1065-1090。
- 冯旭南（2017），《注意力影响投资者的股票交易行为吗？——来自“股票交易龙虎榜”的证据》，《经济学（季刊）》，16，1，255-274。
- 胡俊英（2009），《我国基金经理个人特征对基金业绩的影响》，《经济研究导刊》，32，109-111。
- 江萍、田澍、Cheung Yan-Leung（2011），《基金管理公司股权结构与基金绩效研究》，《金融研究》，6，123-135。
- 孔东民、刘莎莎、陈小林、邢精平（2015），《个体沟通、交易行为与信息优势：基于共同基金访问的证据》，《经济研究》，50，11，106-119+182。
- 雷卫，何杰（2018），《基金经理特征、投资风格及技能与基金业绩》，《财经问题研究》，8，58—65。
- 李科、陆蓉、夏翊、胡凡（2019），《基金经理更换、股票联动与股票价格》，《金融研究》，1，188-206。
- 李祥文、吴文锋（2018），《基金业绩排名与期末业绩拉升》，《管理世界》，34，9，33-45+191。
- 李豫湘、程剑、彭聪（2006），《基金经理个人特性对基金业绩影响的研究》，《价值工程》，12，151—155。
- 李志冰、刘晓宇（2019），《基金业绩归因与投资者行为》，《金融研究》，2，188-206。
- 廖长友、赵修文（2016），《内部治理、市场约束与基金的窗饰行为》，《证券市场导报》，8，55-63+78。
- 林西曦（2008），《基金管理费，该降温了》，《市场瞭望(下半月)》，8，62。

- 林煜恩、陈秀玲、池祥萱（2014），《共同基金流量具有信息内涵吗？》，《经济研究》，49，1，176-188。
- 凌爱凡、莫阳紫嫣（2018），《开放式基金“泵浦”现象检验：基于规模、投资风格和管理团队视角的经验证据》，《中国管理科学》，26，9，29-40。
- 刘京军、苏楚林（2016），《传染的资金：基于网络结构的基金资金流量及业绩影响研究》，《管理世界》，1，54-65。
- 刘莎莎、刘玉珍、唐涯（2013），《信息优势、风险调整与基金业绩》，《管理世界》，8，67-76。
- 刘亚琴（2018），《信任断裂：投资者—基金经理关系对投资者行为的影响》，《经济管理》，40，12，168-184。
- 刘阳、陈新春、罗荣华（2015），《投资者行为与基金业绩：基于未预期资金流冲击的视角》，《投资研究》，34，10，18-36。
- 刘阳、田正磊、罗荣华（2016），《机构持有、业绩追逐与基金窗饰效应》，《投资研究》，35，8，60-76。
- 孟庆斌、吴卫星、于上尧（2015），《基金经理职业忧虑与其投资风格》，《经济研究》，50，3，115-130。
- 莫泰山、朱启兵（2013），《为什么基金投资人的投资回报低于基金行业的平均回报——基于“聪明的钱”效应实证检验的解释》，《金融研究》，11，193-206。
- 彭文平、陈延（2015），《基金利益冲突与管理努力替代——基于基金经理“一拖多”现象的研究》，《投资研究》，34，4，129-142。
- 钱淑芳、张晓华、许林（2019），《基金业绩、营销投入与资金流量之关系研究》，《投资研究》，38，2，44-57。
- 山立威、申宇（2013），《基金营销与资金流动：来自中国开放式基金的经验证据》，《金融研究》，1，192-206。
- 申宇、赵静梅、何欣（2013），《基金未公开的信息：隐形交易与投资业绩》，《管理世界》，8，53-66。
- 申宇、赵静梅、何欣（2016），《校友关系网络、基金投资业绩与“小圈子”效应》，《经济学（季刊）》，15，1，403-428。

- 肖欣荣、刘健、赵海健（2012），《机构投资者行为的传染——基于投资者网络视角》，《管理世界》，12，35-45。
- 许亚岚（2018），《公募基金经理奔私背后》，《经济》，14，54-58。
- 晏艳阳、邓开（2015），《基金经理个人特征对基金绩效的影响及其机理研究》，《南方金融》，5，69-76。
- 姚颐、刘志远、相二卫（2011），《中国基金在投资中是否追求了价值？》，《经济研究》，46，12，45-58。
- 于上尧、王雪、伊志宏（2015），《“抱团”能否“取暖”——基金经理的选股策略与基金业绩》，《经济学报》，2，4，82-109。
- 余佩琨、李志文、王玉涛（2009），《机构投资者能跑赢个人投资者吗？》，《金融研究》，8，147-157。
- 余音、姚彤、张峥、江嘉骏（2018），《期末溢价与基金家族策略——来自中国公募基金市场的证据》，《金融研究》，5，154-171。
- 张方方、陈峰（2018），《基金经理声誉与资金流量——基于基金历史业绩与互联网媒体报道的研究》，《南方金融》，12，41-52。
- 张谦（2015），《单独与团队管理基金的投资策略差异研究》，硕士论文，暨南大学。
- 张宗新、杨通旻（2014），《盲目炒作还是慧眼识珠？——基于中国证券投资基金信息挖掘行为的实证分析》，《经济研究》，49，7，138-150+164。
- 赵秀娟、汪寿阳（2010），《基金经理在多大程度上影响了基金业绩？——业绩与个人特征的实证检验》，《管理评论》，22，1，3-12。
- 周率、程勇、周孝华（2018），《我国开放式股票型基金的“投资风格漂移”现象研究》，《管理世界》，34，6，175-176。
- 朱雯君（2017），《证券投资基金机会主义行为研究》，博士论文，中南财经政法大学。
- 邹鹏飞、李涛、肖俊、谢凤鸣（2018），《公募基金严格遵守合同约定的投资风格吗？——基于业绩比较基准的视角》，《金融与经济》，7，10-16。