

doi: 10.19920/j.cnki.jmsc.2025.11.009

# 数字金融平台与基金流量植入<sup>①</sup>

## ——双重迎合视角

徐龙炳<sup>1,2,3,4</sup>, 秦 珊<sup>1</sup>, 陈 凯<sup>1\*</sup>

(1. 上海财经大学金融学院, 上海 200433; 2. 上海财经大学滴水湖高级金融学院, 上海 201306;  
3. 新疆财经大学金融学院, 乌鲁木齐 830012; 4. 上海财经大学中国式现代化研究院, 上海 200433)

**摘要:** 数字金融平台为资产管理者借助流量效应实现自身利益最大化提供了便利条件,但也使其偏离了代客投资为客谋利的本职责任。本研究的基金流量植入行为正是其中的典型代表,流量植入是管理者通过凸显基金产品行业属性,双重迎合平台规则和投资者需求的一种新手段,也是数字时代下代理投资利益冲突演化出的一种新形式。研究发现,流量植入策略能够吸引投资者资金,推动基金规模增长并实现获利。机制分析表明,流量植入策略通过迎合数字金融平台的信息展示规则,借助热门行业和营销投入,主动迎合了投资者的非理性凸显偏好。进一步研究表明,基金流量植入导致投资者风险承担增加、未来收益下降,并扩大了基金与投资者之间的利益差距。本研究证实了基金流量植入加剧了代理投资模式下的利益冲突,为解决“基金赚钱基民不赚钱”难题、推进数字金融平台监管和投资者权益保护提供了重要的政策依据。

**关键词:** 数字金融平台; 流量植入; 双重迎合; 凸显偏好

**中图分类号:** F832 **文献标识码:** A **文章编号:** 1007-9807(2025)11-0127-17

## 0 引 言

数字经济重构了基金行业的竞争范式,数字金融平台通过“互联网金融超市”模式<sup>[1]</sup>,将基金产品转化为标准化的可搜索和可比较的信息单元。为提升用户的购买转化率,平台设计了丰富的信息展示界面,其中包括基金行业分类标签(如“医疗健康”、“科技赛道”等)。这种信息分类方式显著提高了投资者的决策效率,但也催生了资产管理者通过凸显基金行业属性主动争夺平台用户流量的“流量植入”策略。例如,某主动偏股型基金依托平台“医疗健康”行业标签和“金选”标签持续引流<sup>②</sup>,基金规模一年猛增两百多亿元,实现

了从吸引流量到规模获利的完美转变。然而,流量会随着行业的轮换而撤离转移,基金管理者为迎合新一轮热点需求会集体调仓,继而引发踩踏效应<sup>③</sup>。流量植入策略虽能短期内迅速扩大基金资产规模,但也放大了市场中的非理性因素,催生了过度风险投资行为,加剧了基金管理者与投资者之间的利益冲突,严重影响了资本市场的稳定性。基于此,本研究重点探究以下问题:基金流量植入行为产生的背景及发展趋势是什么?基金流量植入行为将如何影响投资者决策?基金流量植入影响投资者选择的内在机理是什么?基金流量植入行为对投资者利益将产生哪些影响?

数字金融平台依托庞大的用户基础和先进的

① 收稿日期: 2024-05-07; 修订日期: 2025-05-08。

基金项目: 国家社会科学基金重大项目(23ZDA040)。

通讯作者: 陈 凯(1995—),男,浙江温州人,博士。Email: ck2024sufe@163.com

② 资料来源:每日经济新闻,金选基金周销售榜没了葛兰 蚂蚁平台:赛道是把“双刃剑”,2022年2月15日。

③ 资料来源:中国证券报,热门主题基金扎堆“极端化投资”隐忧重重,2022年2月21日。

技术手段,为基金销售提供了全新的渠道与模式。数字金融平台联合资产管理公司的商业模式,不仅打破了金融市场的物理障碍,也消除了投资者的心理壁垒,显著提高了个人投资者的参与度和风险承担水平<sup>[3]</sup>。在此过程中,数字金融平台通过提供全面的信息服务逐步成长为多元化的信息载体,使投资者足不出户即可轻松挑选合适的金融产品。数字金融平台在基金产品展示界面设计行业标签信息窗口,一方面可凸显基金产品的板块属性和赛道特征,帮助投资者精准定位需求;另一方面,相比传统的业绩分类,各类行业标签均可找到目标受众,可以满足大多数投资者的投资需求。因此,行业标签不仅有助于精准匹配符合投资者需求的基金产品,还能进一步提升平台用户流量和经济价值。

然而,这种新型商业模式可能进一步加剧基金管理者与投资者之间的委托代理冲突。传统金融学认为资产“所有权”和“管理权”分离是契约双方产生利益冲突的根源,基金管理者追求利润最大化与个人投资者追求财富最大化的目标不一致,是利益冲突的关键所在。现有文献主要从两方面研究代理投资利益冲突:一是关注基金管理者的各类暗箱操作行为,例如利益输送<sup>[4]</sup>、并行管理<sup>[5]</sup>和风格漂移<sup>[6]</sup>等;二是从投资者非理性行为的视角切入,探讨博彩偏好<sup>[7]</sup>、乐观偏误<sup>[8]</sup>和市场情绪<sup>[9]</sup>等问题。然而,数字经济时代下,基金管理者可能通过双重迎合数字金融平台和投资者来为自身牟利,进一步加剧了代理投资利益冲突。现有文献普遍忽略了这一新趋势,因此,深入揭示数字经济时代基金流量植入行为的形成机理及其对代理投资利益冲突的影响,对于完善监管政策和保护投资者权益具有重要的理论价值和现实意义。

数字经济时代下,中国资本市场面临的核心问题是,如何正确认识和把握社会主义市场经济条件下数字金融平台的特性和发展规律,并通过规范和引导平台资本健康发展,使其成为推动中国式现代化建设和投资者权益保护的核心力量。本研究将数字经济时代下的新型代理投资利益冲突问题落在基金流量植入行为这一重要视角上。本研究选取 2005 年—2022 年我国开放式股票型和偏股混合型基金作为研究样本,以行业凸显特

征作为判断基金是否采用流量植入策略的基准。实证研究表明,基金流量植入策略能够显著吸引投资者资金流入,且主要吸引了非理性程度较高的个人投资者。对基金流量植入的双重动机检验发现,该策略一方面迎合了数字金融平台的信息展示规则,另一方面通过热门行业和营销投入等手段使基金从众多同质化的产品中脱颖而出,迎合和利用了具有凸显偏好的投资者。此外,流量植入策略显著提高了投资者的风险承担水平,尤其是特质波动风险,最终对投资者利益造成显著负面影响。进一步分析发现,流量植入策略不仅扩大了基金与投资者之间的利益差距,其负面影响更是持续长达一年时间。相较于分红、拆分和更名等传统策略,流量植入策略的影响周期更长,且可复制性和可操作性更强。本研究认为,基金流量植入行为不仅加剧了代理投资模式下的利益冲突,还有可能是造成中国“基金赚钱,基民不赚钱”现象的深层次原因,最终对资本市场的健康发展造成不利影响。

相比于现有文献,本研究的边际贡献主要体现在以下四个方面:

第一,本研究刻画了数字金融平台信息展示规则对投资者资产选择的影响。研究发现基金通过流量植入策略,利用数字金融平台为其贴上行业标签等产品特征,从而吸引更多资金流入。因此,数字金融平台的兴起及其创建的信息分类环境,显著改变了投资者的资产选择行为,使其表现出与传统时代不同的行为模式。

第二,拓展了资产管理者与投资者之间利益冲突的理论研究。本研究将数字金融平台纳入利益冲突研究框架,揭示了数字经济时代下代理投资利益冲突演化出的新形式。与以往研究强调基金管理者隐形交易或投资者非理性偏好不同,本研究提出基金管理公司借助数字金融平台力量,采用流量植入这一易复制且能有效引流的新策略,该策略不仅损害了投资者利益,还显著放大了基金与投资者之间的利益差距,造成新时代下的代理投资利益冲突。

第三,本研究基于迎合理论,从行为金融学视角为代理投资利益冲突提供了新解释。本研究提出,基金流量植入能够显著吸引资金流入并拉大利益差距的核心原因在于,其既迎合平台的信息

展示规则,又迎合投资者的凸显偏好。双重迎合理论可以帮助更好地理解数字金融平台、资产管理公司与投资者之间的动态利益关系,并为填补相关政策监管空白提供理论支持。

第四,本研究关于新时代背景下利益冲突问题的思考对于监管实践具有较强的指导意义。文章聚焦数字金融平台的信息整合功能,探讨迎合平台多元化信息展示的流量植入策略对投资者资产决策行为的影响。本研究不仅为数字金融平台在投资者金融知识普及与信息展示功能方面提供了新的思路,也为理解其新型社会角色提供了重要参考。同时,对引导投资者理性决策和完善投资者权益保护监管体系亦具有积极的指导价值。

## 1 文献综述与研究假设

资产管理者与投资者的利益冲突问题是影响资本市场健康稳定发展的一大难题,其表现形式纷繁复杂,至今未被完全厘清。本节从隐形交易和新型策略角度对代理投资利益冲突的发展进行了系统性总结,并对数字经济时代兴起的“流量植入”概念以及本研究提出的假说进行了深入的理论分析。

### 1.1 文献综述

#### 1.1.1 代理投资中的利益冲突

随着基金行业的跨越式发展,资产管理者和个人投资者的利益冲突愈发明显。“代理投资”模式下,基金公司追求利润最大化的目标往往凌驾于投资者财富最大化的目标之上,这种目标不一致是代理投资利益冲突的根源<sup>[10]</sup>。许多学者从不同角度对此现象进行了探讨。一方面,大量文献揭示了基金通过采取内部达成的交易策略或者协议来实现自身利益,而投资者作为信息劣势方的非知情人参与其中,导致了代理投资中的利益冲突。Ferris 和 Yan<sup>[11]</sup>发现基金公司会采取短视策略,以牺牲投资者长期利益为代价换取基金费用收入最大化的目标。Del Guercio 等<sup>[5]</sup>发现基金经理同时管理多家基金时,其操作策略往往偏向薪酬激励最高的基金,进而损害其他基金投资者的利益。

另一方面,随着数字经济的蓬勃发展,大数据追踪已成为监管部门打击违法违规行为的重要稽查手段,基金的各类隐形交易无处遁形。因此,基金公司开始采用一些新型手段来吸引资金流入。研究发现基金公司热衷于创造带有某些特征的基金来迎合投资者的非理性偏好,吸引资金流入。Shi 等<sup>[12]</sup>发现基金公司通过更名可以吸引投资者注意力,使得资金净流入量增加 15%。Agarwal 等<sup>[13]</sup>证明基金公司持有彩票型股票并非源于管理者的博彩偏好,而是一种迎合投资者外推信念的策略。此类文献普遍关注基金管理者通过迎合投资者非理性偏好进而吸引资金流入,但较少探讨此类迎合行为是否进一步加剧了代理投资利益冲突。

相比以往文献,本研究聚焦数字经济时代下代理投资利益冲突演化出的新形式——基金流量植入行为。数字经济的繁荣催生了数字金融平台的发展,资产管理者偏好于双重迎合平台信息展示规则和投资者非理性偏好,以最大化自身利益。本研究关注的基金流量植入行为就是其中最典型的代表。

#### 1.1.2 数字经济时代下的流量植入

随着数字经济时代的到来,“流量效应”的经济影响问题受到了学者们的广泛关注,但在资本市场领域的研究仍相对较少。“流量植入”是应对数字经济时代市场竞争新环境<sup>④</sup>的一种新型数字化营销方式,其核心目标是从众多同质产品竞争中“脱颖而出”。最早使用“流量植入”概念的是一批内容创作者,例如自媒体网红、流量明星和短视频博主,吸引“流量”是他们将作品变现最重要的方式<sup>[14]</sup>。进一步,有学者发现“流量植入”概念也渗透到了实体经济运行过程中,彭俞超等<sup>[15]</sup>通过分析企业占用供应链资金并进行金融获利的商业模式,将“流量化思维”定义为一种做大客户群体、关注客户流量并借此牟利的企业经营理念。在数字化转型的浪潮下,资本市场自然无法独善其身,为填补这一研究空白,本研究借鉴行为金融学理论,从基金流量植入行为视角出发,深入研究了

④ 谢富胜和吴越<sup>[2]</sup>研究发现,平台经济兴起使得产品竞争模式转向于用户价值的挖掘,这是一种基于用户注意力、数据、算法等因素的动态竞争和组织竞争,其最终结果往往是赢家通吃。

数字金融平台、基金公司与投资者之间在新时代下的利益冲突关系。

## 1.2 研究假设

基于上述文献梳理,本研究将从理性动机视角探究基金的流量植入行为。直觉上,基金进驻数字金融平台后若采取流量植入策略,那么其理性动机应该是吸引投资者资金并通过规模变现实现盈利。据此,本研究提出以下研究假设。

**假设 1** 流量植入策略能够显著提升基金的资金净流入。

如果基金流量植入行为可以吸引到投资者资金,那么这种吸引的内在机制是什么?首先, Cookson 等<sup>[16]</sup>研究发现数字金融平台展示的“最佳购买”推荐标签会显著影响基金资金流动。与之相似,基金为了在平台上吸引投资者资金,可能会迎合平台关于行业标签的信息展示规则而采用流量植入策略,使自身在同质化平台产品中“脱颖而出”,从而提升平台用户的申购概率。因此,数字金融平台蓬勃发展的背景下,基金管理者迎合平台信息展示规则的动机增强。

其次, Bordalo 等<sup>[17]</sup>认为由于投资者存在认知局限性,其在决策时会过度重视那些最亮眼的信息,而忽略那些普通平常的不亮眼信息,这就是投资者的凸显偏好理论(salience theory)。Ben-David 等<sup>[18]</sup>发现当行业主题凸显时投资者往往会自动忽略基金的高费用。同样,基金公司可能通过增加营销投入和集中投资于热门行业的方式,主动迎合投资者对行业热点的非理性偏好,通过凸显基金的行业特质实现引流。因此,基金流量植入策略可能通过迎合投资者的凸显偏好显著影响其资产选择。

最后,不同类型的投资者对基金流量植入行为的反应可能存在显著差异。现有研究认为,个人投资者更容易受到行为偏差的驱动,热衷于购买概念股<sup>[19]</sup>、媒体大肆宣传的股票<sup>[20]</sup>等吸引注意力的资产。因此,基金采用以行业配置为核心的流量植入策略,能够准确“抓住”个人投资者的眼球。基于上述分析,本研究提出以下研究假设。

**假设 2a** 进驻数字金融平台后,基金管理者采取流量植入策略的倾向增强。

**假设 2b** 基金流量植入通过热门行业配置和增加营销投入,主动迎合投资者的非理性凸显偏好。

**假设 2c** 基金流量植入会引发大量投资者,尤其是大量个人投资者申购。

投资者通常将行业赛道视为基金管理者看好相关行业发展前景的信号。在这种情况下,基金通过凸显行业特征的迎合行为向市场传递利好信息,而数字金融平台的行业标签进一步强化了这类利好消息,导致投资者普遍具有较高预期。然而,投资者可能普遍忽略了流量植入基金在单一行业中“押宝”的风险,从而承担了过高的风险水平。进一步,关于集中行业投资策略和基金未来业绩的关系问题仍是金融学领域的热点争论之一。Kacperczyk 等<sup>[21]</sup>研究发现,基金行业持仓越集中,投资组合表现越好,原因在于基金经理在某些行业具备信息优势和投资能力。但是也有研究发现,基金经理投机冒险行为造成的负向影响远大于信息优势体现的价值,基金持仓行业越集中收益越差<sup>[22]</sup>。本研究认为,投资者资金往往“追热”而来,又会随着行业轮换而迅速撤离。数字金融平台通过用户观点的实时共享,加速了市场情绪的传播,尤其是悲观情绪的扩散,这可能引发行业踩踏效应,从而严重损害投资者群体的利益。据此,本研究提出以下假设。

**假设 3** 基金流量植入导致投资者风险承担增加、未来收益下降,并加剧基金与投资者之间的代理投资利益冲突。

## 2 研究设计

### 2.1 样本与数据来源

本研究选取 2005 年—2022 年中国基金市场上的股票型和偏股型开放式基金作为研究样本,并结合研究需要做进一步筛选:第一,剔除 B、D、E、H 和 I 类基金;第二,剔除分级基金、定期开放基金、FOF 基金、发生过转型的基金、有过封闭运作期的基金和持有期限有限制的基金<sup>[7]</sup>;第三,为确保基金经理的选股行为不受投资范围限制,本研究剔除投资目标和投资范围中明确写明“本基金投资于某行业(主题)股票的比例不低于某百分比”的被动型行业基金和主题基金;第四,仅保留至少有连续一年数据记录的基金样本<sup>[13]</sup>。基金交易数据和基金特征数据均来自于 CSMAR 数

数据库,经过筛选,共保留了 15 105 条基金一半年度样本观测记录。

2.2 模型与变量构建

2.2.1 基金流量植入的典型特征分析

本研究选取数字经济时代具有代表性的 6 家基金独立代销机构,系统分析基金公司如何迎合利用数字金融平台( APP) 开展流量植入行为。首先,数字金融平台为基金产品引流提供了广大的用户基础。其中,蚂蚁财富、京东金融和腾讯理财通等主要依靠社交和电商平台的用户流量,而天天基金、同花顺和万得则依靠于金融和券商平台的用户流量。其次,数字金融平台依托信息技术和移动端 APP,整合了市场上的大多数金融产品,为用户提供了随时随地搜索和购买基金的统一平台,成为名副其实的“互联网金融超市”<sup>[1]</sup>。此外,数字金融平台在金融产品展示界面逐步架构丰富的信息窗口,以此向投资者传达待选产品的多维特征,提升用户“下单率”。至此,数字金融平台通过提供更为全面的信息服务,正逐步成长为一个多元化的信息载体,使得投资者足不出户便能轻松挑选合适的金融产品。

本研究总结了 6 家代表性数字金融平台在信息展示维度上的多样化实践,并以此为基础归纳出基金迎合数字金融平台实施的流量植入行为。首先,平台会依据基金持仓数据为其贴上各类行业标签<sup>⑤</sup>,Ben-David 等<sup>[23]</sup>发现基金投资者通常只

关注晨星评级等简单信息,同样,对于未深入分析基金持仓数据的简单思维投资者来说,平台展示的行业标签能快速传递关键信息。因此,标签化展示方式鼓励基金经理调整持仓股票的行业占比,进而迎合平台信息展示规则,以此为基金产品植入流量;其次,本研究发现平台对行业与赛道的信息展示不仅限于基金产品界面,还将基金经理按所属行业赛道进行分类,并推荐该赛道下的“代表作”产品,其最终目的是迎合投资者对于行业赛道的偏好;最后,平台还会使用“金选”、“京选”、“严选”甚至“爆款”等概念,对基金进行品牌化分类,其主要依据行业赛道和亮眼业绩筛选出名单,增加对投资者的吸引力。

随着数字经济的发展,金融行业的推广与营销模式发生了根本性变革,打造行业标签以及移动端 APP 内容生态建设成为数字金融平台吸引用户流量、提高用户活跃度最重要的途径。因此,本研究认为基金产品要想从众多同质化的平台产品中“脱颖而出”,必须首先凸显持仓的行业特征,通过迎合平台信息展示规则实现流量植入。表 1 汇总了基金流量植入策略的三类典型平台化表现:行业标签(极端化投资)、经理风格化(行业赛道代表作)、品牌化(金选基金),这些表现均与基金持仓的行业凸显程度挂钩。因此,上述分析为本研究后续将基金持仓的行业凸显指标作为流量植入行为的代理变量提供了坚实的现实依据。

表 1 基金流量植入的典型平台化表现

Table 1 Representative platform characteristics of fund flow implantation

基金独立代销机构	依托的 APP 平台	代销基金数量/只	基金流量植入的平台化表现		
			行业标签	经理风格化	品牌化
上海天天基金销售	天天基金	8 971	●	○	优选基金
蚂蚁(杭州)基金销售	蚂蚁财富	8 301	●	●	金选好基
京东肯特瑞基金销售	京东金融	8 101	●	○	京选好基
浙江同花顺基金销售	同花顺爱基金	7 986	●	●	严选好基
上海万得基金销售	万得基金	7 115	●	●	万得金选
腾安基金销售(深圳)	腾讯理财通	6 206	●	○	爆款好基

注:数据截至 2022 年 12 月 31 日。

2.2.2 变量定义

1) 流量植入。本研究的核心解释变量是基于

基金持仓行业凸显程度构建的流量植入指标(Flow Implantation Index)。判断基金持仓的行业

⑤ 依据数字金融平台对于相关标签的解释,万得平台会根据基金定期报告持仓股票所属行业占比定义基金的所属主题行业类别,蚂蚁财富平台也是依据基金行业持仓占比为基金产品标注关联行业标签。

是否“凸显”, 现有文献通常采用基金持仓的第一大行业或者行业集中度进行统计<sup>[21, 22]</sup>, 但这种方法只能进行粗略的横截面对比, 未考虑不同行业间的差异以及时间序列的可比性, 以该方法判断会引入较多的内生性问题. 为解决上述问题, 本研究借鉴 Bordalo 等<sup>[17]</sup>关于产品凸显程度的衡量方法, 计算基金的流量植入指数 ( $WFII$ ), 这不仅兼顾了横截面可比性, 还考虑到了时间序列的动态特征. 具体而言, 本研究首先依据平台广泛采用的申万一级行业分类标准, 对基金持仓股票进行分类加总, 计算基金  $i$  在时间  $t$  对行业  $j$  的持仓占比  $w_{ij,t}$ ; 然后, 将该数值与市场组合在同一行业的占比  $\bar{w}_{j,t}$  进行比较, 进而计算基金持仓的行业凸显指标 ( $IST$ ); 最后, 对  $IST$  进行加权平均, 构建衡量基金通过行业赛道实施流量植入行为的代理指标 ( $WFII$ ). 其计算方法如下

$$WFII_{i,t} = \sum_{j=1}^N w_{ij,t} IST_{ij,t} \quad (1)$$

其中  $IST_{ij,t} = \frac{|w_{ij,t} - \bar{w}_{j,t}|}{|w_{ij,t}| + |\bar{w}_{j,t}|}$ , 式中  $w_{ij,t}$  代表  $t$  时

刻基金  $i$  在资产组合中投资于行业  $j$  的股票权重,  $\bar{w}_{j,t}$  代表  $t$  时刻整个市场中行业  $j$  所占的比重. 行业凸显指标 ( $IST$ ) 的分子反映了基金持仓的行业权重与市场组合平均权重的偏离程度, 分子值越大, 说明基金在某行业的持仓权重与市场均值的差距越大, 这表明基金可能通过重仓某行业或者押宝特定赛道进行流量植入. 当基金持仓与市场组合完全一致的时候, 凸显程度为 0. 凸显函数的分母作为调节因子, 用于确保在相同分子差距下, 整体持仓行业比重较低的情况显示出更高的凸显程度.

为了进一步体现数字金融平台在基金流量植入过程中的关键作用, 本研究使用基金与数字金融平台签署代销协议的时间节点, 构建虚拟变量  $Platform_{i,t}$ , 当基金  $i$  在时刻  $t$  可在天天基金和蚂蚁财富(市场份额最大且占据主导地位的两家独立代销机构) 平台上交易时  $Platform_{i,t} = 1$ , 否则取值为 0. 同时, 本研究将每半年度流量植入指数 ( $WFII$ ) 排名前 10% 的基金界定为流量植入基金

( $FII_{i,t} = 1$ ), 其他界定为非流量植入基金( $FII_{i,t} = 0$ ). 随后, 本研究将  $FII_{i,t}$  与  $Platform_{i,t}$  的交互项引入模型进行回归分析, 以检验基金依托数字金融平台实施流量植入策略的吸金效果, 此时代理变量  $FII_{i,t} \times Platform_{i,t}$  与基金流量植入真实平台化表现的匹配程度最高可达 90%<sup>⑥</sup>.

2) 投资者选择. 本研究将半年度资产净值的百分比变化定义为基金资金净流入, 计算公式为

$$Flow\_Net_{i,t} = \frac{TNA_{i,t} - TNA_{i,t-1}(1 + Ret_{i,t})}{TNA_{i,t-1}} \quad (2)$$

式中  $TNA_{i,t}$  代表基金  $i$  在  $t$  半年度末的资产净值总额,  $Ret_{i,t}$  代表基金  $i$  在  $t$  半年度末的原始收益率, 由基金月度收益率累乘所得. 因此,  $Flow\_Net$  数值越大, 说明基金在当期吸引的资金流量越多, 其规模增长也越快.

3) 控制变量. 参考经典文献做法, 本研究考虑了一系列可能影响基金资金净流入的控制变量. 具体包括: 基金原始收益率 ( $Ret$ )、基金序数收益率 ( $Rank$ , 将基金原始收益率从小到大排序并归一化至  $[0, 1]$  区间)、基金分段序数收益率 ( $Rank\_Low$   $Rank\_Mid$   $Rank\_High$  分别为排名后 10% 的绩劣基金、排名处于 10% ~ 90% 的中等业绩基金、以及排名前 10% 的绩优基金)、基金规模 ( $FundSize$ , 对数化处理)、基金家族规模 ( $FamilySize$ , 对数化处理)、基金年龄 ( $Age$ , 对数化处理)、基金波动率 ( $Vol$ , 半年度原始收益率的标准差)、基金分红 ( $Dividend$ , 基金在半年内的单位分红总额)、市场收益率 ( $Rm$ , 上证综合指数半年度增长率), 变量的详细数据结构见表 2 描述性统计表格.

### 2.2.3 模型设定

为研究基金流量植入对投资者选择的影响, 本研究建立如下模型进行实证分析

$$Flow\_Net_{i,t+1} = \beta_1 FII_{i,t} + \beta_2 FII_{i,t} \times Platform_{i,t} + \beta_3 Platform_{i,t} + \beta_4 Controls_{i,t} + \varepsilon \quad (3)$$

其中被解释变量  $Flow\_Net$  为基金资金净流入, 主要解释变量包含基金流量植入策略的代理变量

⑥ 限于篇幅, 本研究未详细报告基金流量植入代理变量与真实平台行业标签的匹配细节, 有需要者可向作者备案获取.

*FII* 和基金进驻数字金融平台的时间虚拟变量 *Platform*。为提升回归结果的可信程度,本研究还同时控制 *Year*(时间效应)和 *Fund*(基金个体效应)。倘若基金公司迎合平台的流量植入行为主要是为了给自身谋利,则进驻平台后的流量植入策略应能显著提升基金资金净流入,本研究预期交乘项  $FII \times Platform$  的系数显著为正。

2.3 描述性统计

表 2 报告了关键变量的描述性统计。在样本

区间内,基金资金净流入(*Flow\_Net*)的均值为 17.87%,中位数为 -5.78%,表明平均而言,基金整体呈现资金净流入,但仍有一半以上的基金呈现出资金净流出的状态,这意味着基金头部引流效应显著。流量植入指数(*WFII*)是本研究用以代理基金流量植入行为的主要变量,均值为 0.361 7,*WFII* 在不同基金间存在显著异质性。市场收益率(*Rm*)数值范围表明样本选取时间覆盖了完整的牛熊周期,具有较强的代表性。

表 2 主要变量描述性统计

Table 2 Descriptive statistics of main variables

变量	样本量	均值	标准差	P25	P50	P75
<i>Flow_Net</i>	15 105	0.178 7	1.232 4	-0.182 0	-0.057 8	0.048 5
<i>WFII</i>	15 105	0.361 7	0.139 5	0.264 3	0.342 8	0.441 0
<i>Ret</i>	15 105	0.042 5	0.199 8	-0.108 4	0.008 1	0.161 0
<i>Rank</i>	15 105	0.338 5	0.176 2	0.232 2	0.333 7	0.451 0
<i>FundSize</i>	15 105	19.967 9	1.851 2	18.765 6	20.121 6	21.329 0
<i>Age</i>	15 105	3.973 5	0.700 5	3.370 7	3.966 5	4.556 0
<i>FamilySize</i>	15 105	23.747 3	1.498 7	22.995 1	23.878 0	24.695 6
<i>Dividend</i>	15 105	0.018 6	0.089 0	0.000 0	0.000 0	0.000 0
<i>Vol</i>	15 105	0.015 3	0.005 1	0.011 8	0.014 7	0.017 9
<i>Rm</i>	15 105	0.024 5	0.159 5	-0.076 3	0.032 1	0.061 0

3 实证检验

3.1 基金流量植入与投资者选择

本研究认为,在数字经济时代,随着数字金融平台的蓬勃发展,基金流量植入行为能够有效吸引投资者资金并迅速扩大资产规模。基于式(3)建立面板回归模型,表 3 报告了基金与数字金融平台签约后,其流量植入行为对投资者选择的影

响。交乘项  $FII \times Platform$  的回归系数始终显著为正。以表 3 第(1)列为例,交乘项的回归系数为 0.262 0,且在 1%的水平上显著,这表明与未采取流量植入策略的基金相比,签约数字金融平台并实施流量植入策略的基金资金净流入将增加 26.20%,约为基金半年资金净流入平均值(17.87%)的 1.5 倍。表 3 的结果说明,基金流量植入策略可以显著吸引投资者申购,同时数字金融平台是基金流量植入行为成功吸引投资者资金的关键因素。

表 3 基金流量植入与投资者选择

Table 3 Fund flow implantation and investor selection

变量	<i>Flow_Net</i>				
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)
<i>FII</i>	-0.035 5 (-0.508 8)	-0.037 0 (-0.529 4)	-0.035 4 (-0.504 2)	-0.036 6 (-0.515 3)	-0.033 0 (-0.463 1)
$FII \times Platform$	0.262 0*** (2.711 8)	0.262 5*** (2.715 7)	0.281 0*** (2.903 6)	0.289 2*** (2.980 6)	0.283 1*** (2.920 9)
<i>Platform</i>	-0.195 4** (-2.370 1)	-0.194 0** (-2.359 1)	-0.217 7*** (-2.636 6)	-0.191 4** (-2.316 7)	-0.190 2** (-2.303 1)
<i>Lag_Flow</i>		0.006 6 (0.436 8)	-0.009 7 (-0.657 0)	-0.006 6 (-0.435 7)	-0.006 8 (-0.448 5)

续表 3

Table 3 Continues

变量	<i>Flow_Net</i>				
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)
<i>Ret</i>			1.031 7*** (10.594 8)		
<i>Rank</i>				0.825 5*** (11.366 6)	
<i>Low_Rank</i>					-0.180 3 (-0.261 4)
<i>Mid_Rank</i>					0.905 9*** (11.990 8)
<i>High_Rank</i>					-3.516 0 (-1.618 3)
<i>FundSize</i>	-0.543 3*** (-21.092 8)	-0.545 9*** (-21.372 5)	-0.548 4*** (-21.4093)	-0.549 0*** (-21.4181)	-0.549 8*** (-21.456 5)
<i>Age</i>	0.146 3*** (3.180 2)	0.146 2*** (3.184 6)	0.161 0*** (3.526 2)	0.179 1*** (3.917 6)	0.183 7*** (4.015 9)
<i>FamilySize</i>	0.094 0** (2.441 8)	0.094 4** (2.453 5)	0.078 5** (2.075 7)	0.083 7** (2.224 2)	0.086 6** (2.298 4)
<i>Dividend</i>	0.080 1 (0.612 0)	0.070 6 (0.527 5)	0.061 3 (0.461 8)	0.070 6 (0.539 6)	0.075 6 (0.576 8)
<i>Vol</i>	16.899 6*** (4.099 7)	16.812 4*** (4.085 3)	6.899 3 (1.639 7)	4.112 8 (0.972 1)	5.789 4 (1.342 4)
<i>Rm</i>	0.173 9*** (2.609 3)	0.170 8*** (2.578 8)	-0.734 7*** (-6.677 9)	-0.183 7** (-2.374 7)	-0.175 0** (-2.220 1)
个体/时间固定效应	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
样本量	15 105	15 105	15 105	15 105	15 105
Adj. $R^2$	0.197 5	0.197 5	0.206 1	0.206 6	0.206 8

注：回归系数标准误聚类至基金层面，括号内为相应的 T 统计量，\*\*\*、\*\* 和 \* 分别表示回归系数在 1%、5% 和 10% 的水平下显著，后同。

此外，表 3 第(5)列的回归结果表明，基金序数收益率对未来资金流的正向影响在中等业绩基金(*Mid\_Rank*)中稳健存在，而绩优基金(*High\_Rank*)反而可能因投资者“落袋为安”的心理导致资金流出的可能性变大。这与肖峻和石劲<sup>[24]</sup>以及李金龙<sup>[7]</sup>的研究结论类似，即序数收益率对未来资金流入的正向影响在中等业绩基金中最为显著，而在绩优基金中表现不明显。文献中对于中国基金市场是否存在明星效应也尚未形成一致结论<sup>[25,26]</sup>。上述结果表明，在流量时代打造传统意义上的“明星基金”可能已不再是基金公司扩大规模、吸引投资者最行之有效的策略。相比之下，押注行业赛道并实施流量植入的基金更符合数字经济时代投资者对“明星”的认知。通过凸显行业属性，基金公司能够有效地迎合平台和吸引投资者，从而打造“流量明星”基金产品。上述结果支

持了前述提出的假设 1。

### 3.2 基金流量植入的双重迎合动机

基于行为金融学理论，本部分拟从管理者双重迎合平台和投资者的动态视角出发，探讨流量植入策略影响投资者选择的具体途径。

#### 3.2.1 迎合平台假说检验

如前所述，移动端 APP 内容生态建设和行业标签打造已经成为数字金融平台提高用户活跃度、吸引用户流量最重要的途径。因此，基金流量植入策略的动机可能是为了迎合平台对行业标签的信息展示规则，从而让基金可以从众多同质化的平台产品中“凸显”出来。本研究借鉴罗琦等<sup>[27]</sup>，使用 Logit 模型检验基金管理者的迎合平台动机，为排除基金个体特征和时间特征对结果的影响，本研究采用固定效应 Logit 模型对基金签约平台前后的 4 年样本进行检验，具体实证模型



如式(4)所示

$$\begin{aligned} Pr(FII_{i,t} = 1) = & \text{Logit}(\beta_1 Platform_{i,t} + \\ & \beta_2 Controls_{i,t-1} + \\ & \gamma Year_t + \theta Fund_i) + \varepsilon \end{aligned} \quad (4)$$

式中被解释变量  $FII_{i,t}$  为判断基金是否采取流量植入策略的指标,主要解释变量为基金进驻数字金融平台的时间虚拟变量  $Platform_{i,t}$ ,当基金  $i$  在时刻  $t$  可在数字金融平台上交易时  $Platform_{i,t} = 1$ ,否则取值为 0。使用当期  $Platform_{i,t}$  作为解释变量,有助于本研究精准识别基金签约数字金融平台后的最新策略情况,从而更准确地捕捉基金的迎合动机。根据假说,基金管理者会迎合平台制定流量植入策略,因此预期回归结果中  $\beta_1$  为正。表 4 汇报了回归结果,表 4 第(1)列至表 4 第(4)列结果显示  $Platform$  的回归系数均显著为正,说明基金与数字金融平台签署代销协议对其流量植入策略产生了显著的正向影响,假说 2a 成立<sup>⑦</sup>。综上,基金进驻数字金融平台后,管理者更倾向于采取流量植入策略,表明基金管理者确实存在迎合平台的动机。

表 4 动机分析:迎合平台

Table 4 Motivation analysis: Catering to platform

变量	FII			
	(1)	(2)	(3)	(4)
Platform	0.695 1* (1.951 3)	0.707 7** (1.980 3)	0.718 0** (1.998 2)	0.714 9** (1.989 3)
Ret		-0.290 7 (-0.436 1)		
Rank			0.279 6 (0.564 4)	
Low_Rank				3.256 4 (0.385 2)
Mid_Rank				0.172 4 (0.325 1)
High_Rank				6.118 0 (0.514 8)
控制变量	Yes	Yes	Yes	Yes
个体/时间 固定效应	Yes	Yes	Yes	Yes
样本量	1 694	1 694	1 694	1 694
Pseudo R <sup>2</sup>	0.098 7	0.098 9	0.099 0	0.099 4

3.2.2 迎合投资者凸显偏好假说检验

投资者可能会被一些亮眼的产品特征所吸引<sup>[28]</sup>,表现出凸显偏好。基金通过流量植入策略获得数字金融平台上的行业标签,从而进一步凸显其行业赛道特质,迎合了投资者的凸显偏好。本研究从基金行业热度和广告营销投入两方面进行检验。首先,基金公司如果采取集中持仓当前高热度行业股票的流量植入策略,其在数字金融平台上的行业标签将更为显眼,凸显程度更高且更易吸引投资者关注。为验证这一点,本研究使用行业名称作为关键词,爬取百度搜索量数据,并以此构建行业热度指标。然后,将基金样本划分为热门行业组和冷门行业组,并分别基于式(3)展开回归检验。表 5 第(1)列、表 5 第(2)列的回归结果显示,热门行业组的  $FII \times Platform$  交乘项系数显著为正,表明专注热门行业的流量植入基金更能迎合投资者对行业赛道的凸显偏好,从而获得了更高的资金净流入。这说明“踩中”热门行业能够显著提升基金流量植入策略的引流效果。

其次,基金公司还可以通过增加营销投入,让流量植入的基金产品更加深入人心<sup>[29]</sup>。这是另一种基金公司主动迎合投资者行业赛道凸显偏好而采取的策略。本研究将营销费用作为衡量基金公司营销投入的代理变量,并按照中位数将样本划分为高营销投入组和低营销投入组,基于式(3)分别对两组样本展开检验。结果见表 5 第(3)列、表 5 第(4)列,高营销投入组中  $FII \times Platform$  交乘项系数在 1% 的水平上显著为正,而低营销投入组的系数并未通过显著性检验。这说明流量植入本质上是一种迎合投资者的行为,基金公司倾向于通过营销策略来提高流量植入策略的引流效果。综上,基金公司通过深耕热门行业和增加营销投入,积极包装和营销其产品,以迎合投资者的凸显偏好并提高引流效果。

⑦ 限于篇幅未报告控制变量的回归系数,后续回归表格也类似。本研究还基于平台规则变更事件,详细分析了基金流量植入策略的变化情况,发现基金的流量植入策略会根据平台信息展示规则的变化而作出相应的调整。有需要者可向作者备案获取。

表 5 动机分析:迎合投资者凸显偏好

Table 5 Motivation analysis: Catering to investors' salience-like preference

变量	行业热度		营销投入	
	(1) 热门	(2) 冷门	(3) 高	(4) 低
<i>FII</i>	-0.047 3 (-0.552 7)	0.073 0 (0.777 9)	-0.189 6* (-1.874 0)	0.112 6 (0.837 4)
<i>FII × Platform</i>	0.326 6** (2.522 5)	0.173 6 (1.393 9)	0.379 7*** (3.044 5)	0.142 1 (0.838 0)
<i>Platform</i>	-0.198 3* (-1.863 2)	-0.065 1 (-0.540 7)	-0.121 8 (-1.293 0)	-0.160 0 (-1.277 8)
控制变量	Yes	Yes	Yes	Yes
个体/时间 固定效应	Yes	Yes	Yes	Yes
样本量	6 380	6 363	6 267	7 012
Adj. $R^2$	0.127 7	0.118 0	0.225 2	0.117 8

### 3.3 基金流量植入的经济后果

基金流量植入之所以能够达到双重迎合平台和投资者的效果,是因为它采取了行业特征凸显的策略.这种策略大大增加基金重仓行业赛道股

票的概率,可能会对投资者风险承担和未来利益造成不利影响.本部分将回归检验基金流量植入究竟有没有损害投资者利益.首先,本研究以基金波动率(*Vol*)作为投资者风险承担水平的衡量指标,同时借鉴 Clifford 等<sup>[30]</sup>将基金波动率分解为特质波动率(*IV*)和系统波动率(*SV*),分别放入基准模型的被解释变量位置进行回归检验.表 6 第(1)列至表 6 第(3)列的结果显示,被解释变量为基金波动率(*Vol*)和特质波动率(*IV*)时,交乘项 *FII × Platform* 的系数显著为正;而当被解释变量为系统波动率(*SV*)时,交乘项系数不再显著.这意味着,基金流量植入策略因持仓集中于某些行业,大幅提高了投资者的风险承担水平,而这种风险增加主要体现为特质波动风险而非系统波动风险.这一结果与 Clifford 等<sup>[30]</sup>描述的投资者偏好高特质波动风险基金的行为相一致.

表 6 经济后果分析

Table 6 Economic consequences analysis

变量	投资者风险承担			投资者利益	基金与投资者利益冲突		
	<i>Vol</i>	<i>IV</i>	<i>SV</i>	<i>IRR</i>	未来半年	未来一年	未来两年
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)
<i>FII</i>	0.364 8 (1.288 1)	0.296 7* (1.804 3)	-0.019 5 (-0.090 2)	0.741 8 (0.803 9)	-0.040 2* (-1.704 0)	-0.016 6 (-0.984 8)	0.078 2 (1.064 8)
<i>FII × Platform</i>	0.695 9** (2.179 1)	0.431 1** (2.264 5)	0.305 5 (1.262 9)	-1.892 3** (-2.038 4)	0.041 5* (1.689 9)	0.038 4** (2.092 1)	-0.057 1 (-0.723 8)
<i>Platform</i>	-0.746 2*** (-4.533 9)	-0.246 6*** (-3.426 5)	0.164 4* (1.880 1)	0.024 4 (0.067 0)	0.070 7*** (8.811 3)	-0.033 1*** (-4.075 4)	0.015 0 (0.430 8)
控制变量	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
个体/时间/行业固定效应	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
样本量	12 172	9 978	7 268	13 990	13 990	11 446	8 020
Adj. $R^2$	0.515 6	0.760 7	0.632 0	0.408 3	0.697 8	0.744 8	0.448 6

进一步,如果基金通过凸显行业属性的流量植入行为单纯为了双重迎合平台和投资者需求,那么本研究预期管理者将会把大量精力投入营销迎合,而偏离了风险与收益平衡的代理投资本职工作.考虑到投资者在基金报告期内的申购赎回行为,大多数投资者难以从期初长期持有至期末<sup>⑧</sup>.本研究参考刘洋溢等<sup>[31]</sup>,使用考虑基金报

告期内资金流动的内部收益率(*IRR*)作为投资者利益代理变量,同时以基金收益与投资者利益之差衡量基金与投资者之间的利益冲突,将其放入基准模型的被解释变量位置进行回归检验.表 6 第(4)列结果显示,基金流量植入策略和投资者利益显著负相关,表明流量植入策略会显著损害投资者的利益.此外,表 6 第(5)列~表 6 第(7)列结

⑧ 《2021 年公募基金投资者盈利洞察报告》显示,45.96% 的投资者持仓时长不足 3 个月,61.6% 的投资者持仓时长不超过半年。

果显示,流量植入策略显著扩大了基金收益和投资者利益之间的差距,且这一效应会持续长达一年时间。这表明流量植入策略加剧了基金与投资者之间的代理投资利益冲突。总而言之,尽管流量植入策略为基金公司带来了更多流量与关注,但同时也加剧了投资者盲目追热的行为,不仅损害了投资者利益,还让其承担了增量风险,进一步加剧了“基金赚钱,基民不赚钱”的利益冲突趋势。

4 进一步分析

4.1 异质性分析

基金公司的个体特征和市场环境均会对其决策行为产生显著影响,本研究首先从基金规模和基金经理管理规模两个维度检验个体特征异质性对流量植入行为的影响。基金规模与其营销策略和分销成本密切相关<sup>[32]</sup>。大规模基金因边际成本较低,与数字金融平台谈判时具备更强的议价能力,更有资本通过营销策略实现产品创新和品牌效应,从而吸引更多资金流入扩大市场份额。本研

究按照基金规模(*FundSize*)的中位数将样本划分为高规模组和低规模组,依据式(3)分别对两组样本进行回归检验。结果如表 7 第(1)列和表 7 第(2)列,在低规模组别,交乘项  $FII \times Platform$  未通过显著性检验,而在高规模组别,  $FII \times Platform$  的系数为 0.363 0 且具有显著性。这表明,大规模基金更有市场话语权支撑其采用流量植入策略。

其次,流量植入投资方式本质上是一种典型的“押宝”行业行为,因此基金管理者在行业中的地位可能也会对其流量植入策略产生影响。本研究依据基金经理管理规模中位数,将样本分为头部基金经理组和非头部基金经理组,分别检验流量植入行为在不同基金管理者样本中的作用。结果见表 7 第(3)列和表 7 第(4)列,仅在头部基金经理组中,交乘项  $FII \times Platform$  的系数显著为正。结果表明,头部基金经理更善于利用流量植入策略吸引资金流入,同时投资者也更倾向于信任并买单头部基金经理实施的流量植入行为。该结果进一步揭示,数字金融平台可能加剧了基金行业的头部效应。

表 7 异质性分析  
Table 7 Heterogeneity analysis

变量	基金个体特征				外部市场环境			
	基金规模		基金经理		市场情绪		市场周期	
	(1) 高	(2) 低	(3) 头部	(4) 非头部	(5) 高	(6) 低	(7) 牛	(8) 熊
<i>FII</i>	-0.143 2 (-1.333 3)	0.026 4 (0.260 0)	-0.091 1 (-0.708 0)	0.016 3 (0.158 5)	-0.325 2 (-1.041 2)	-0.035 4 (-0.978 9)	-0.153 6 (-1.353 5)	0.039 9 (0.411 5)
$FII \times Platform$	0.363 0** (2.446 6)	0.054 0 (0.431 6)	0.390 1** (2.273 8)	0.105 6 (0.891 2)	0.652 1** (1.989 1)	0.089 1 (1.409 2)	0.495 1*** (3.197 3)	0.027 1 (0.221 4)
<i>Platform</i>	-0.113 7 (-1.087 0)	-0.083 6 (-0.753 9)	-0.229 3** (-2.280 9)	-0.053 2 (-0.406 8)	0.035 0 (0.188 1)	-0.127 6 (-1.296 6)	-0.100 2 (-0.655 7)	-0.197 0** (-2.405 6)
控制变量	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
个体/时间固定效应	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
样本量	8 013	7 092	7 484	7 608	9 443	5 662	8 597	6 508
Adj. $R^2$	0.384 9	0.236 2	0.272 3	0.172 1	0.213 8	0.078 0	0.194 7	0.080 5

进一步,市场环境变化也会使得基金公司策略选择发生改变<sup>[33]</sup>。本研究主要从市场情绪和牛熊市两个方面检验外部环境异质性对基金公司流量植入行为的影响。直觉上,当市场情绪高涨时投资者更容易被行业赛道等凸显特征所吸引,此时

流量植入应能得到更强的引流效果。本部分使用市场投资者情绪指标将样本划分为高涨时期和低落时期,根据市场指数收益率将样本期分为牛市和熊市,分别检验流量植入策略的表现。结果见表 7 第(5)列至表 7 第(8)列,在市场情绪低落时

期和熊市期间,交乘项  $FII \times Platform$  的系数不显著;而在市场情绪高涨时期和牛市期间,交乘项的系数显著为正。结果表明,市场情绪高涨以及牛市期间,投资者沉迷于追逐吸引眼球的行业赛道概念,从而使基金流量植入策略的引流效果更为突出。

#### 4.2 排除替代性解释

大量文献发现,基金资金流与其历史业绩密切相关<sup>[32]</sup>,Hong 等<sup>[34]</sup>研究进一步发现,位于数字金融平台排行榜首页(排名最靠前)的基金能够吸引额外的资金流入,Hu 等<sup>[35]</sup>也发现业绩凸显的基金能够显著吸引投资者。因此,本研究存在两种可能的替代解释:一是投资者申购流量植入基金并非因为行业标签等产品特质,而是这些基金恰好处于排行榜首页,即基金高业绩才是吸引投资者资金的关键因素;二是投资者决策受基金凸显业绩的影响,而流量植入策略与之相关。为排除上述两种替代性解释,本研究进行了系列稳健性检验。

首先,本研究参考 Hong 等<sup>[34]</sup>,以平台基金( $Platform = 1$ )业绩是否靠前( $High\_Ret$ ,基金原始收益率处于最高 10% 则取值为 1,否则为 0)作为衡量基金是否位于数字金融平台榜单首页的标准。本研究分别构建基金流量植入( $FII$ )与平台变量( $Platform$ )、高业绩( $High\_Ret$ )与平台变量( $Platform$ )的交乘项,并纳入模型进行回归分析,结果如表 8 面板 A 第(1)列和表 8 面板 A 第(2)列所示。回归结果显示,基金在进驻平台后,无论采用流量植入策略还是拥有高业绩,都能显著吸引资金流入。这说明数字金融平台的庞大用户群为这类基金带来了明显的规模效应。进一步,为验证流量植入策略的引流效果是否会被业绩榜首效应吸收,本研究同时将上述两个交乘项纳入模型中回归,结果如表 8 面板 A 第(3)列所示。交乘项

$FII \times Platform$  的系数为 0.257 8,且在 1% 的水平上显著。这表明基金流量植入策略对投资者的引流效果并未被业绩榜首效应所取代,基金业绩的替代解释对本研究结论影响很小。此外,并非所有基金都能登上平台榜首或实现凸显业绩。因此,本研究剔除业绩榜首和业绩凸显的基金样本<sup>[36]</sup>,回归结果如表 8 面板 A 第(4)列和表 8 面板 A 第(5)列所示。在排除上述基金后,流量植入策略依然能显著吸引投资者资金,进一步说明业绩榜首和业绩凸显不能替代基金流量植入策略本身发挥的引流作用,排除了替代性解释对核心结论的干扰。

为进一步探讨基金流量植入策略主要影响的对象,本研究将投资者资金流入分为个人投资者和机构投资者两类,研究流量植入行为主要迎合了哪类投资者。参考左大勇和陆蓉<sup>[37]</sup>,本研究将这两类投资者的资金净流入定义为

$$Flow\_Ins_i = \frac{Ins_i \times TNA_i - Ins_{i-1} \times TNA_{i-1} (1 + Ret_i)}{TNA_{i-1}} \quad (5)$$

$$Flow\_Ind_i = \frac{Ind_i \times TNA_i - Ind_{i-1} \times TNA_{i-1} (1 + Ret_i)}{TNA_{i-1}} \quad (6)$$

本研究按照上式将投资者资金净流入划分为个人投资者资金流入( $Flow\_Ind$ )和机构投资者资金流入( $Flow\_Ins$ ),分别作为被解释变量进行分组回归,结果如表 8 面板 B 所示。其中,表 8 面板 B 第(1)列、表 8 面板 B 第(3)列和表 8 面板 B 第(5)列结果显示,交乘项  $FII \times Platform$  的回归系数为正且在 1% 的水平上显著,说明排除业绩榜首和业绩凸显效应后,基金流量植入策略依然能够显著吸引个人投资者资金。而且,流量植入策略的影响比业绩榜首效应更大,这意味着基金流量植入策略对于个人投资者资金的引流效果更强。上述结果与《21 世纪经济报道》对基金投资平台用户的调研结果相一致<sup>⑨</sup>,即相较于基金业绩,平台用户更加关注基金的投资风格和行业持仓。

⑨ 2023 年,《21 世纪经济报道》面向公募基金投资者发起了基金投资平台用户调查,并编写成《基金投资平台用户调研报告》。从调查结果来看,受访者比较关注基金产品风格(68%)、基金行业持仓(62%)、基金经理风格(49%)、资金锁定期(48%)、历史收益率(47%)。由此可见,随着数字金融平台多元化信息展示界面的发展,投资者更加关注基金的风格和行业持仓,而历史收益率只排在投资者关注维度的第五位。

表 8 排除替代性解释  
Table 8 Excluding alternative explanations

面板 A: 排除业绩榜首和业绩凸显的替代性解释						
变量	Flow_Net					
	ALL Sample			No High_Ret	No Salienc_Ret	
	( 1 )	( 2 )	( 3 )	( 4 )	( 5 )	
<i>FII</i>	−0.033 0 ( −0.463 1)		−0.032 9 ( −0.474 3)	−0.049 9 ( −0.615 8)	−0.035 8 ( −0.490 0)	
<i>FII</i> × <i>Platform</i>	0.283 1 *** ( 2.920 9)		0.257 8 *** ( 2.709 6)	0.221 7 ** ( 2.135 8)	0.207 6 ** ( 2.103 4)	
<i>High_Ret</i>		0.043 1 ( 0.646 1)	0.049 2 ( 0.745 2)			
<i>High_Ret</i> × <i>Platform</i>		0.456 8 *** ( 5.344 3)	0.450 3 *** ( 5.307 3)			
<i>Platform</i>	−0.190 2 ** ( −2.303 1)	−0.207 5 ** ( −2.508 1)	−0.226 5 *** ( −2.744 2)	−0.216 8 ** ( −2.568 7)	−0.210 7 *** ( −2.615 6)	
控制变量	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	
个体/时间固定效应	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	
样本量	15 105	15 105	15 105	13 738	13 749	
Adj. <i>R</i> <sup>2</sup>	0.206 8	0.207 2	0.208 3	0.234 7	0.210 6	
面板 B: 区分投资者类型						
变量	ALL Sample		No High_Ret		No Salienc_Ret	
	<i>Flow_Ind</i>	<i>Flow_Ins</i>	<i>Flow_Ind</i>	<i>Flow_Ins</i>	<i>Flow_Ind</i>	<i>Flow_Ins</i>
	( 1 )	( 2 )	( 3 )	( 4 )	( 5 )	( 6 )
<i>FII</i>	−0.056 6 ( −1.320 7)	0.016 0 ( 0.537 6)	−0.084 2 * ( −1.682 3)	0.025 9 ( 0.785 0)	−0.070 3 ( −1.635 0)	0.028 1 ( 0.848 4)
<i>FII</i> × <i>Platform</i>	0.261 2 *** ( 4.415 9)	−0.002 8 ( −0.072 5)	0.226 5 *** ( 3.598 6)	−0.006 3 ( −0.148 8)	0.226 0 *** ( 3.900 1)	−0.022 8 ( −0.542 7)
<i>High_Ret</i>	0.032 0 ( 0.717 5)	0.086 4 *** ( 2.729 9)				
<i>High_Ret</i> × <i>Platform</i>	0.239 3 *** ( 4.330 1)	0.126 4 *** ( 3.163 5)				
<i>Platform</i>	−0.073 3 * ( −1.774 3)	−0.093 3 ** ( −2.305 0)	−0.066 4 ( −1.593 4)	−0.088 4 ** ( −2.164 4)	−0.074 3 * ( −1.784 5)	−0.073 8 * ( −1.891 7)
控制变量	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
个体/时间固定效应	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
样本量	15 067	15 067	13 703	13 703	13 713	13 713
Adj. <i>R</i> <sup>2</sup>	0.184 6	0.134 3	0.211 4	0.148 1	0.192 1	0.130 9

表 8 面板 B 第 (2) 列、表 8 面板 B 第 (4) 列和表 8 面板 B 第 (6) 列结果表明，流量植入策略对机构投资者资金流入的影响并不显著，而绩优基金对机构投资者更具吸引力。总而言之，非理性程度较高的个人投资者更易受到流量植入策略的影响，趋于追逐行业特征凸显的基金，而机构投资者则更加注重基金的业绩表现。

4.3 稳健性检验

为保证核心结论的稳健性，本研究还进行了一系列稳健性分析：1) 考虑因遗漏行业特征变量产生的内生性问题，在基准回归模型中加入行业固定效应；2) 替换前文的核心被解释变量和解释变量：将新增投资者比例、账户新增资产比例和基金净利润分别作为被解释变量；以流量植入指数

排名前 20%、前 30%、行业集中度指标为基准,重新定义流量植入基金和非流量植入基金;采用基金与市场前五大数字金融平台和前十大数字金融平台签署代销协议的时间虚拟变量替代 *Platform* 指标; 3) 使用处理效应模型和倾向得分匹配方法解决样本自选择偏差问题; 4) 考虑遗漏变量、反向因果关系导致的内生性问题,将样本限定在同一家基金签约数字金融平台前后四年的时间范围内进行回归分析; 5) 将基金与数字金融平台签订代销协议的时间分别提前 1 年和 2 年,构造虚假的 *Platform* 时间哑变量进行安慰剂检验; 6) 以平台规则变更事件和签约基金数据,对规则变更前后的短暂窗口期进行事件分析,验证基金流量植入策略和投资者资金流的动态变化关系。本研究核心结论均保持不变<sup>⑩</sup>。

## 5 结束语

数字经济时代下,资产管理者优先通过与数字金融平台签署代销协议、凸显基金产品行业属性等新策略双重迎合平台和投资者需求。本研究关注的基金流量植入行为就是其中最典型的代表,这也是代理投资利益冲突演化出的新形式。研究发现,第一,基金流量植入行为确实能吸引大量投资者购买,帮助基金在短期内迅速扩大资产管理规模;第二,机制研究结果表明,流量植入基金通过迎合数字金融平台的信息展示规则,利用热门行业和营销投入等手段使其从众多同质化产品中脱颖而出,迎合和利用了具有凸显偏好的投资者,并最终实现流量变现;而且流量植入基金主要迎合了非理性程度更高的个人投资者需求;第三,异质性分析发现,大规模基金和由头部基金经理管理的基金更有能力和动机采用流量植入策略进行引流;在市场行情较好或市场情绪高涨的

时期,流量植入策略的引流效果更为显著;第四,后果研究表明,流量植入策略显著增加了投资者的风险承担水平,导致未来收益下降,对投资者利益造成严重损害,同时加剧了代理投资模式下的利益冲突。本研究结论为探索数字经济时代规范和引导资本健康发展、推进平台流量监管以及优化投资者权益保护体系提供了理论支持与方法依据。

本研究认为在强化数字金融平台信息展示透明度、提升投资者风险认知等方面还有诸多工作可以落实:第一,监管部门应加强对数字金融平台信息展示规则的监管,重点监测头部平台的流量集中动态变化情况。一旦发现平台或基金存在明显的热点追逐、风格漂移等短期迎合行为,可以及时发放问询函,并督促相关机构限期整改;第二,数字金融平台应清晰、完整地披露基金行业标签背后的实际持仓结构、真实风险水平以及历史业绩表现。同时,平台应设计涵盖收益和风险的多元化信息展示窗口,增加明显的风险提示标识,通过弹窗或提示栏等形式及时提醒投资者潜在风险,以降低盲目跟风和非理性投资的可能性;第三,考虑到中国数字金融平台覆盖数亿用户群体,应进一步强化投资者的风险识别能力教育。投资者在首次购买金融产品前,应完成平台提供的强制性风险测评。此外,平台和基金公司可联合推出风险教育小程序或知识专栏,引导投资者关注基金长期业绩及基金经理的真实管理能力;第四,基金公司应坚持客户利益至上的原则,敬畏投资者,坚决摒弃蹭热点、抢噱头的“伪创新”与“真流量”行为。基金公司应建立针对基金经理的长效激励与约束机制,将投资者的实际盈利情况纳入基金经理绩效考核指标体系,同时降低规模排名与短期业绩指标在考核中的比重,引导基金经理真正关注长期价值创造。

## 参 考 文 献:

- [1]王 可,周亚拿. 互联网金融超市与企业债务融资——以“支付宝”财富平台为例[J]. 经济学(季刊), 2023, 23

<sup>⑩</sup> 有需要者可向作者备案获取。

- (1): 318–334.
- Wang Ke, Zhou Yana. Internet financial supermarket and corporate debt financing: Taking “Alipay” wealth platform as an example[J]. *China Economic Quarterly*, 2023, 23(1): 318–334. (in Chinese)
- [2] 谢富胜, 吴越. 平台竞争、三重垄断与金融融合[J]. *经济学动态*, 2021, (10): 34–47.
- Xie Fusheng, Wu Yue. Platform competition, three levels of monopoly and financial convergence[J]. *Economic Perspectives*, 2021, (10): 34–47. (in Chinese)
- [3] Hong C Y, Lu X, Pan J. Fintech Adoption and Household Risk-Taking: From Digital Payments to Platform Investments [R]. National Bureau of Economic Research, 2020: 28063.
- [4] Zeng Y, Yuan Q, Zhang J. Blurred stars: Mutual fund ratings in the shadow of conflicts of interest[J]. *Journal of Banking & Finance*, 2015, 60: 284–295.
- [5] Del Guercio D, Genc E, Tran H. Playing favorites: Conflicts of interest in mutual fund management[J]. *Journal of Financial Economics*, 2018, 128(3): 535–557.
- [6] 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[J]. *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[J]. *Journal of Financial Research*, 2020, (9): 172–189. (in Chinese)
- [7] 李金龙. 基金极端收益与资金流动——来自中国开放式基金的证据[J]. *财经研究*, 2020, 46(9): 153–168.
- Li Jinlong. Extreme positive payoffs and mutual fund flows: Empirical analysis based on Chinese mutual funds[J]. *Journal of Finance and Economics*, 2020, 46(9): 153–168. (in Chinese)
- [8] 刘洋溢, 田正磊, 罗荣华. 异质波动率与基金投资者行为: 基于期限分解的视角[J]. *管理科学学报*, 2025, 28(3): 162–190.
- Liu Yangyi, Tian Zhenglei, Luo Ronghua. Idiosyncratic volatility and fund investor behaviors: A perspective from the horizon-based decomposition[J]. *Journal of Management Sciences in China*, 2025, 28(3): 162–190. (in Chinese)
- [9] 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? [J]. *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 vs. revision[J]. *Journal of Management Sciences in China*, 2024, 27(3): 112–132. (in Chinese)
- [10] 蔡庆丰, 宋友勇. 超常规发展的机构投资者能稳定市场吗? ——对我国基金业跨越式发展的反思[J]. *经济研究*, 2010, 45(1): 90–101.
- Cai Qingfeng, Song Youyong. Can the hyper-normal development of institutional investors stabilize the market? Leapfrog development of China’s fund industry[J]. *Economic Research Journal*, 2010, 45(1): 90–101. (in Chinese)
- [11] Ferris S P, Yan X S. Agency costs, governance, and organizational forms: Evidence from the mutual fund industry[J]. *Journal of Banking & Finance*, 2009, 33(4): 619–626.
- [12] Shi Y, Chen S, Liu R, et al. Fund renaming and fund flows: Evidence from China’s stock market crash in 2015[J]. *Economic Modelling*, 2022, 108: 105771.
- [13] Agarwal V, Jiang L, Wen Q. Why do mutual funds hold lottery stocks? [J]. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 2022, 57(3): 825–856.
- [14] 胡泳, 年欣. 自由与驯化: 流量、算法与资本控制下的短视频创作[J]. *社会科学战线*, 2022, (6): 144–165.
- Hu Yong, Nian Xin. Freedom and domestication: Short video creation under traffic, algorithms and capital control[J]. *Social Science Front*, 2022, (6): 144–165. (in Chinese)
- [15] 彭俞超, 王南萱, 邓贵川, 等. 数字经济时代的流量思维——基于供应链资金占用和金融获利的视角[J]. *管理世界*, 2022, 38(8): 170–187.
- Peng Yuchao, Wang Nanxuan, Deng Guichuan, et al. “Flow thought” in the era of digital economy: Based on the linkage of capital occupation in supply chain and financial asset investments[J]. *Journal of Management World*, 2022, 38(8): 170–187. (in Chinese)
- [16] Cookson G, Jenkinson T, Jones H, et al. Best buys and own brands: Investment platforms’ recommendations of mutual funds[J]. *The Review of Financial Studies*, 2021, 34(1): 227–263.
- [17] Bordalo P, Gennaioli N, Shleifer A. Salience theory of choice under risk[J]. *The Quarterly Journal of Economics*, 2012,

- 127(3): 1243 – 1285.
- [18] Ben-David I, Franzoni F, Kim B, et al. Competition for attention in the ETF space [J]. *The Review of Financial Studies*, 2023, 36(3): 987 – 1042.
- [19] 杨 涛, 郭萌萌. 投资者关注度与股票市场——以 PM2.5 概念股为例 [J]. *金融研究*, 2019, (5): 190 – 206.  
Yang Tao, Guo Mengmeng. Investor attention and the stock market: A new perspective on PM2.5 concept stocks [J]. *Journal of Financial Research*, 2019, (5): 190 – 206. (in Chinese)
- [20] Wu C, Lin C. The impact of media coverage on investor trading behavior and stock returns [J]. *Pacific-Basin Finance Journal*, 2017, 43: 151 – 172.
- [21] Kacperczyk M, Sialm C, Zheng L. On the industry concentration of actively managed equity mutual funds [J]. *The Journal of Finance*, 2005, 60(4): 1983 – 2011.
- [22] 曾余妮, 杨朝军, 杨 晔. 行业配置积极性与基金业绩的相关性研究——信息优势还是冒险信号? [J]. *投资研究*, 2020, 39(1): 92 – 104.  
Zeng Yuni, Yang Chaojun, Yang Huang. Relation between the performance of mutual funds and industry allocation activeness: Informational advantage or risk signal? [J]. *Review of Investment Studies*, 2020, 39(1): 92 – 104. (in Chinese)
- [23] Ben-David I, Li J, Rossi A, et al. What do mutual fund investors really care about? [J]. *The Review of Financial Studies*, 2022, 35(4): 1723 – 1774.
- [24] 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? [J]. *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? [J]. *Economic Research Journal*, 2011, 46(1): 112 – 125. (in Chinese)
- [25] 杨 坤, 曹 晖, 宋双杰. 基金业绩与资金流量: 明星效应与垫底效应 [J]. *管理科学学报*, 2013, 16(5): 29 – 38.  
Yang Kun, Cao Hui, Song Shuangjie. Star effect and bottom effect in flow-performance relationship: A principal-agent analysis [J]. *Journal of Management Sciences in China*, 2013, 16(5): 29 – 38. (in Chinese)
- [26] 林 树, 李 翔, 杨雄胜, 等. 他们真的是明星吗? ——来自中国证券基金市场的经验证据 [J]. *金融研究*, 2009, (5): 107 – 120.  
Lin Shu, Li Xiang, Yang Xiongsheng, et al. Are they really stars? Empirical evidence from China’s fund market [J]. *Journal of Financial Research*, 2009, (5): 107 – 120. (in Chinese)
- [27] 罗 琦, 张志达, 吴希梅, 等. 股利情绪、股利迎合与股价崩盘风险——基于百度指数平台搜索量的经验证据 [J]. *管理科学学报*, 2023, 26(2): 87 – 103.  
Luo Qi, Zhang Zhida, Wu Ximei, et al. Dividend sentiment, dividend catering and stock price crash risk: Evidence based on searching volume of Baidu Index Platform [J]. *Journal of Management Sciences in China*, 2023, 26(2): 87 – 103. (in Chinese)
- [28] Bordalo P, Gennaioli N, Shleifer A. Competition for attention [J]. *The Review of Economic Studies*, 2016, 83(2): 481 – 513.
- [29] Bordalo P, Gennaioli N, Shleifer A. Salience [J]. *Annual Review of Economics*, 2022, 14: 521 – 544.
- [30] Clifford C P, Fulkerson J A, Jame R, et al. Salience and mutual fund investor demand for idiosyncratic volatility [J]. *Management Science*, 2021, 67(8): 5234 – 5254.
- [31] 刘洋溢, 廖 妮, 罗荣华. 基金赚钱、基民不赚钱: 业绩持续性感知与基金投资者行为 [J]. *中国工业经济*, 2022, (2): 156 – 174.  
Liu Yangyi, Liao Ni, Luo Ronghua. Funds make money, but investors do not: The perception of return persistence and fund investor behaviors [J]. *China Industrial Economics*, 2022, (2): 156 – 174. (in Chinese)
- [32] Roussanov N, Ruan H, Wei Y. Marketing mutual funds [J]. *The Review of Financial Studies*, 2021, 34(6): 3045 – 3094.
- [33] 肖继辉, 彭文平. 锦标赛制度与基金风险调整: 理论拓展与经验证据 [J]. *管理科学学报*, 2015, 18(1): 87 – 98.  
Xiao Jihui, Peng Wenping. Tournament and fund risk adjustment: Theoretical model building and empirical analysis [J]. *Journal of Management Sciences in China*, 2015, 18(1): 87 – 98. (in Chinese)
- [34] Hong C Y, Lu X, Pan J. Fintech platforms and mutual fund distribution [J]. *Management Science*, 2025, 71(1): 488 – 517.



- [35] Hu S, Xiang C, Quan X. Salience theory and mutual fund flows: Empirical evidence from China [J]. *Emerging Markets Review*, 2023, 54: 100988.
- [36] 俞红海, 雷欣南, 张思岩, 等. 基金文本独特性能否吸引投资者关注? ——来自基金定期报告的研究 [J]. *管理科学学报*, 2024, 27(11): 40–62.
- Yu Honghai, Lei Xinnan, Zhang Siyan, et al. Does report uniqueness of mutual funds attract attention? Evidence from mutual fund's periodic reports [J]. *Journal of Management Sciences in China*, 2024, 27(11): 40–62. (in Chinese)
- [37] 左大勇, 陆蓉. 理性程度与投资行为——基于机构和个人基金投资者行为差异研究 [J]. *财贸经济*, 2013, (10): 59–69.
- Zuo Dayong, Lu Rong. Rationality and investors' behavior: Based on the behavior of institutional and individual fund investors [J]. *Finance & Trade Economics*, 2013, (10): 59–69. (in Chinese)

## Digital financial platforms and fund flow implantation: A double catering perspective

*XU Long-bing<sup>1,2,3,4</sup>, QIN Shan<sup>1</sup>, CHEN Kai<sup>1\*</sup>*

1. School of Finance, Shanghai University of Finance and Economics, Shanghai 200433, China;
2. Dishui Lake Advanced Finance Institute, Shanghai University of Finance and Economics, Shanghai 201306, China;
3. School of Finance, Xinjiang University of Finance and Economics, Urumqi 830012, China;
4. Chinese Modernization Institute, Shanghai University of Finance and Economics, Shanghai 200433, China

**Abstract:** Digital financial platforms have created favorable conditions for asset managers to maximize their own interests by leveraging the flow effect. However, this development has also led to a significant deviation from their primary fiduciary duty of investing on behalf of clients. A prominent manifestation of this phenomenon is fund flow implantation: A novel strategy in which managers highlight the industry attributes of fund products to simultaneously cater to platform algorithms and investor preferences. As such, it represents a new form of agency conflict in the digital era. This study finds that fund flow implantation effectively attracts investor capital and contributes to fund size growth. Mechanism analysis reveals that this strategy aligns with the information display rules of digital financial platforms, leveraging popular industries and increased marketing expenditure to appeal to investors' salience-like preferences. However, its economic consequences include heightened investor risk exposure, diminished future returns, and a worsening misalignment of interests between funds and investors. These findings confirm that fund flow implantation intensifies agency conflicts, providing a critical policy basis for addressing the issue of “funds make money, but investors do not,” as well as for enhancing the regulation of digital financial platforms and the protection of investor rights.

**Key words:** digital financial platforms; flow implantation; double catering; salience-like preference