

新基金发行行为研究

彭文平,王叶玲

(华南师范大学 经济与管理学院,广东 广州 510006)

[摘要]针对新基金不断发行而基金公司和基金行业的资产规模停滞不前这一奇怪现象,实证分析资金流与新基金发行的关系、新基金发行的影响因素、新基金发行的影响作用等问题,研究发现:虽然新基金在当期比老基金更能吸引资金流,但新基金的发行会引发同类型老基金资金的流出,因而新基金发行只不过是一场“拆东墙补西墙”的游戏,并不能使基金公司和基金行业的资产规模得以扩大。然而,如果基金公司不发行新基金,其市场份额就会被其他公司的新基金抢走,因此基金公司为了“跑马圈地”被迫竞相发行新基金,企图通过发行新基金来改变其市场弱势地位。基金公司发行新基金的行为虽然能在短期内提高市场份额和业绩,但从长期来看这一作用并不明显,甚至可能损害基金公司的业绩。要实现基金公司和基金行业的可持续发展,正确的途径是提高基金业绩而不是发行新基金。

[关键词]新基金发行;基金资金流;基金业绩;基金管理结构;基金家族利益输送;开放式基金

[中图分类号]F832.39 **[文献标识码]**A **[文章编号]**1672-8750(2016)05-0045-12

一、引言

近年来,我国基金行业发展迅速,截至2012年底,公募基金公司已有73家,基金数量达到1497只。从2008年起,我国每年发行的新基金超过100只,2012年更是达到了431只。然而,新基金的不断发行却没有为基金公司和基金行业带来更多的资金流,基金公司和基金行业的资产规模没有得到明显增大,甚至呈现萎缩趋势。以基金公司为单位统计的资金流增长率在2007年达到最高值2.14%,但是2007年以后,基金公司的平均资金流增长率呈现下降趋势,甚至在2008年和2011年出现负增长的情况。基金行业的资产规模自2007年突破3万亿元后一直在2万亿元至2.7万亿元之间徘徊,基金的平均规模甚至在不断下降,2012年达到历史最低。

新基金发行不但没有为基金公司和基金行业带来新增资金流,也没有使得公司和行业的资产规模增大,反而导致单个基金规模不断缩小,越来越“迷你”,这一奇怪现象被业内人士认为是在“赔本赚吆喝”。每年数以千亿计的新基金首募资金的背后实际上是基金行业在玩“拆东墙补西墙”的“搬家”游戏,即投资者赎回老基金,购买新基金。不断发行的新基金吸引的是老基金的资金,基金行业实际上并没有新资金流入,因此基金公司和基金行业的整体规模并没有得到扩张。那么,发行新基金为什么不能为基金行业带来资金流呢?在这种情况下是什么原因驱使基金公司竞相发行新基金呢?

为对上述问题予以解答,首先,本文研究新基金是否能够比老基金带来更多的资金流入,发行新基金的公司是否能够比没有发行新基金的公司获得更多的资金流,以实证检验新基金发行到底是不是一场“拆东墙补西墙”的游戏;其次,本文通过实证分析探究基金公司参与这场游戏的原因,即新基

[收稿日期]2016-04-05

[基金项目]国家社会科学基金项目(14FJL002);广东省自然科学基金项目(2015A030313381)

[作者简介]彭文平(1972—),男,湖南长沙人,华南师范大学经济与管理学院教授,硕士生导师,博士,主要研究方向为金融市场与结构;王叶玲(1990—),女,湖南长沙人,华南师范大学经济与管理学院硕士生,主要研究方向为西方经济学。

金发行是为了掩饰过去不利的业绩和资金流,还是为了抢占市场份额;最后,本文研究基金公司发行新基金对市场占有率和基金业绩的影响,以评估新基金发行效果。

二、文献综述

已有相关研究主要集中在新基金发行的影响因素方面。总的来说,影响新基金发行的因素主要可分为两类。

(一) 吸引新资金流入

基金公司主要以收取管理费等费用作为其收入来源,而基金的管理费收入与资产规模正相关,即规模越大,管理费收入就越多。发行新基金是基金公司扩大资产规模的重要手段。Khorana 和 Servaes 对美国 1979—1992 年的新基金发行数据进行研究后发现,为了增加资金流入,基金公司可能会发行新基金^[1]。Berzins 通过实证研究发现,发行新基金能使资金流增加^[2]。

业绩是影响资金流的重要因素。当基金由于业绩好在现有投资领域获得大量的资金流入时,基金公司可能会考虑在该投资领域发行新基金,并利用“品牌”效应在其他投资领域发行新基金^[1]。Zhao 研究发现,基金公司更偏好在业绩较好、拥有较多资金流的投资领域发行新基金^[3]。冯旭南等研究了我国开放式基金发行的影响因素,认为某一类型基金的前期业绩越好,该类型基金发行的可能性就越大。他们还分析了股票型基金发行的影响因素,发现整体业绩较高的基金公司更容易发行股票型基金^[4]。Berzins 从基金公司的整体业绩出发探究业绩差的基金公司是否会通过发行新基金来吸引新资金流入,结果表明:如果基金公司的前期业绩不佳,那么新资金流入量就会受到限制,基金公司就可能通过发行新基金来吸引资金流。这种行为被称为“窗口粉饰”,即基金公司通过发行新基金来掩饰其之前在老基金上的失败^[2]。Del Guercio 和 Tkac、Patel 等研究发现,当现有基金业绩不佳时,基金公司会在相同投资领域发行新基金^[5-6]。Ippolito、Sirri 和 Tufano 研究发现,当前期较差的业绩导致现有资金流较少时,基金公司也可能在新的投资领域发行新基金^[7-8]。

(二) 市场竞争策略

Sirri 和 Tufano 研究发现,基金公司的资金流增长速度与基金公司以发行新基金为手段的产品差异化策略之间存在相关关系,大基金公司在品牌、销售渠道等方面有着小基金公司不可比拟的优势,因此大基金公司更有能力率先发行新基金,通过产品差异化策略来获得更大的竞争力^[9]。但是,创新比较容易被模仿,小基金公司可能会跟随大基金公司的战略在相同的投资领域也发行新基金,以获取新的资金流^[10]。张洁通过研究我国近几年新基金的发行情况发现,基金公司急于抢占市场份额,热衷于通过发行新基金来扩大规模,以获取更多的管理费收入^[11]。蒋运冰等也研究发现,基金公司发行新基金的速度是影响其市场份额的重要因素,但这一作用随着新基金发行数量和时间的推移而递减^[12]。

另外,有学者比较关注新基金发行后的业绩表现。Berzins 的研究结果表明:前一年整体业绩较差的基金公司发行的新基金的当年业绩好于老基金,但其后三年里业绩都低于平均水平,然而通过发行新基金获得的资金流确实是增加的^[2]。Karoui 和 Meier 通过研究美国 1991—2005 年新发行的股票型基金发现,这些基金在发行初期能获得比老基金更高的投资回报,它们的风险调整收益显著高于老基金,但业绩持续时间较短,大部分新基金的业绩随后会从高位下跌到较低水平^[13]。

综合国内外文献可知,国外学者对新基金的研究包括了新基金发行的原因、新基金发行后的业绩表现和投资特征等。相比而言,我国学术界对新基金的研究还比较缺乏,主要集中在讨论基金发行的影响因素以及投资者选择等问题上,几乎没有文献研究新基金发行对基金公司和基金行业的影响问题,如发行新基金能否给基金公司带来更多的资金流,新基金会对老基金资金流造成什么样的影响,新基金发行后基金公司的市场份额及整体业绩会发生什么变化,而这些正是本文的研究重点,我们期待本文的研究会对已有相关研究进行补充和拓展。

三、资金流与新基金发行

基金公司以收取各项费用作为其主要收入来源。我国法律规定基金采取固定费率制,基金公司按照其所管理的资产规模的一定比例(一般为1.5%)提取管理费。因此,基金公司为了实现收益最大化,就需要不断扩大资产规模,为此需要吸引更多的资金流入。由于新基金的业绩在初期好于老基金,而投资者会偏向选择业绩更好的基金,因此基金公司通过发行新基金来增加资金流入看起来是合理的。然而,我国的实际情况是在新基金发行数量激增的同时,基金公司的整体资金流入并没有显著增加。既然如此,那么到底是什么原因造成这一悖论的呢?

(一) 新基金发行是否给基金公司带来了更多的资金流

1. 模型设定与变量选取

本文选取的样本是2005—2012年我国72家基金公司的所有开放式基金,共计1356只,样本频率为半年。同时,我们将样本按照投资类型划分为股票型、债券型、混合型、货币型、保本型、QDII和指数型七大类,相关数据来自Wind数据库和国泰安数据库。模型设定如式(1)所示:

$$\lnflowRate_{F,t} = a + bNewFamily_{F,t-1} + gControls + e_{F,t} \quad (1)$$

被解释变量 $\lnflowRate_{F,t}$ 表示基金公司 F 第 t 期的资金流增长率,计算公式为式(2):

$$\lnflowRate_{F,t} = \frac{TNA_{F,t} - TNA_{F,t-1}}{TNA_{F,t-1}} - r_{F,t} \quad (2)$$

在式(1)和式(2)中, $TNA_{F,t}$ 和 $TNA_{F,t-1}$ 分别为基金公司 F 在第 t 期和第 $t-1$ 期的资产净值。 $r_{F,t}$ 为基金公司业绩,用 Wind 数据库中复权单位净值增长率来衡量。解释变量 $NewFamily$ 为虚拟变量,当基金公司在第 t 期或第 $t-1$ 期发行过新基金时取值为1,否则取值为0,用于考察当期和上一期发行的新基金对当期资金流的影响。我们还将该解释变量用新基金发行的数量来代替,以检验回归结果的稳健性。参考冯旭南等、Khorana 和 Servaes、蒋运冰等的研究^[4,10,12],我们选取基金公司的资产规模、年龄、历史业绩和分红数量等作为控制变量。2007年之前我国实行基金发行审批制度,基金发行数量严格控制在一定额度内;2007年后我国实行基金分类审核制度,凡是符合条件的基金经审核后均可发行,这为新基金的大量发行提供了政策条件。因此本文引入虚拟变量 Y_{05-07} ,样本处于2005—2007年间时取值为1,处于2008—2012年间时取值为0,用于控制政策因素对基金资金流的影响。主要变量定义如表1所示。

表1 变量定义表

变量名称	变量定义	变量说明
$\lnflowRate_{F,t}$	基金公司 F 第 t 期的资金流增长率	——
$\lnflowRate_{it}$	基金 i 第 t 期的资金流增长率	——
$NewFamily$	虚拟变量,是否发行新基金	发行了新基金取值为1,否则取值为0
$Num_NewFund$	新基金发行的数量	基金公司在该期发行的新基金个数
$NewFund$	虚拟变量,是否属于新基金	新基金取值为1,否则取值为0
$Style_Newfund$	虚拟变量	当公司发行了相同类型的新基金时取值为1,否则取值为0
$Other_newfund$	虚拟变量	当基金与公司内新发基金不属于同一类型时取值为1,否则取值为0
$Num_Samestyle$	相同类型新基金的数量	——
$\lnFamilyTNA$	基金公司的资产规模	资产净值的对数
$\lnFamilyAge$	基金公司的年龄	成立天数的对数
$Return$	基金公司的历史业绩	基金公司管理的所有开放式基金的资产加权平均业绩
$\lnDividend$	基金公司的年度分红数量	年度分红数量的对数,用于控制基金的分红对投资者申赎的影响
$\lnFundTNA$	基金资产规模	资产净值的对数
$\lnFundAge$	基金年龄	成立天数的对数
Y_{05-07}	虚拟变量	用于控制2007年后实行分类审核制度对新基金发行的影响,样本处于2005—2007年间取值为1,处于2008—2012年间取值为0

2. 描述性统计

新基金的描述性统计如表 2 所示。由表 2 可知,在样本期间内新基金持续快速增长,特别是从 2008 年起,每年新发行基金都在 100 只以上。2005—2007 年,资金流增长率处于上升阶段,在 2007 年达到了最高值 2.14%,其中增长率最快的基金公司高达 45.37%,但是从 2007 年以后,资金流增长率呈下降趋势,且一直处于较低水平,2008 年和 2011 年甚至为负数。基金行业的资产规模和新基金平均发行份额在 2007

表 2 2005—2012 年基金行业的基金数量和资产规模

年份	期末 基金数量 (只)	新增 基金数量 (只)	基金公司 资金流 增长率 (%)	期末 基金行业 资产总值 (亿元)	期末 基金平均 资产净值 (亿元)	新基金 平均发行 份额 (亿份)
2005	187	62	0.27	4691.16	25.09	18.51
2006	285	98	0.71	8564.61	30.05	45.98
2007	348	63	2.14	32755.91	94.13	107.03
2008	462	114	-0.15	19388.67	41.97	18.09
2009	613	151	0.20	26695.44	43.55	32.09
2010	789	176	0.06	24972.49	31.65	20.71
2011	1066	277	-0.06	21676.26	20.33	12.95
2012	1497	431	0.25	27959.80	18.68	25.04

年达到顶点后一直在低位徘徊,单只基金的平均资产规模则是一路下滑。

3. 相关性分析

本文对主要解释变量和控制变量做了 Spearman 相关性检验(见表 3),相关系数最大的为 0.506,说明模型中不存在严重的共线性问题。

表 3 变量的相关性分析

变量	$NewFamily_t$	$NewFamily_{t-1}$	$Num_NewFund_t$	$Num_NewFund_{t-1}$	$lnFamilyTNA_{t-1}$	$lnFamilyAge_{t-1}$	$Return_{t-1}$	$lnDividend_{t-1}$
$NewFamily_t$	1							
$NewFamily_{t-1}$	-0.903	1						
$Num_NewFund_t$	0.100	-0.0378	1					
$Num_NewFund_{t-1}$	-0.035	0.254	-0.265	1				
$lnFamilyTNA_{t-1}$	-0.235	0.221	-0.017	0.218	1			
$lnFamilyAge_{t-1}$	0.373	-0.287	0.135	-0.127	-0.013	1		
$Return_{t-1}$	0.256	-0.165	0.015	-0.0167	-0.134	0.237	1	
$lnDividend_{t-1}$	0.153	-0.137	0.010	-0.0134	-0.148	0.136	0.506	1

4. 回归分析

在回归分析前,我们先做了 Haussman 检验,根据 Haussmann 检验结果,本文采用固定效应模型对模型(1)进行检验,回归结果如表 4 所示。

表 4 新基金对基金公司资金流的影响

变量	(1)	(2)	(3)	(4)
$NewFamily_t$	0.095(0.547)			
$NewFamily_{t-1}$		-0.191**(-2.025)		
$Num_NewFund_t$			0.027(0.790)	
$Num_NewFund_{t-1}$				-0.069**(-2.281)
$lnFamilyTNA_{t-1}$	-1.204***(-3.765)	-1.209***(-3.884)	-1.207***(-3.781)	-1.218***(-3.886)
$lnFamilyAge_{t-1}$	1.138*** (3.094)	1.170*** (3.185)	1.121*** (2.917)	1.190*** (3.158)
$Return_{t-1}$	0.064*** (2.831)	0.062*** (2.793)	0.063*** (2.804)	0.063*** (2.824)
$lnDividend_{t-1}$	0.048*** (3.701)	0.047*** (3.660)	0.049*** (3.774)	0.047*** (3.661)
Y_{05-07}	0.035(0.133)	0.020(0.080)	0.021(0.083)	-0.005(-0.022)
常数项	8.434*** (3.465)	8.480*** (3.601)	8.627*** (3.709)	8.405*** (3.588)
N	858	858	858	858
adj. R ²	0.232	0.233	0.232	0.233

注: *、**、*** 分别表示在 1%、5% 和 10% 的水平上显著,括号内未作特殊说明的都为 t 值。下同。

$NewFamily_t$ 的系数在回归结果(1)、(3)中不显著,说明当期发行过新基金的公司的资金流增长率并没有显著大于未发行过新基金的公司,发行基金不能使得基金公司的资金流增加。 $NewFamily_{t-1}$ 的系数在回归结果(2)、(4)中显著为负,说明上期发行过新基金的公司的资金流增长率显著小于未发行过新基金的公司,发行新基金反而导致下一期的资金流更差。这一结果表明基金公司未能通过发行新基金而达到增加资金流的目的,反而可能在发行新基金的六个月后使得资金流减少。

在所有回归结果中, $\ln FamilyTNA_{t-1}$ 的系数都显著为负,说明基金公司的规模越大,资金流增长率越低,这一结果应该是大公司资产规模基数大所造成的; $\ln FamilyTNA_{t-1}$ 的系数都显著为正,说明基金公司成立的时间越长,其越能够吸引更多的资金流,这是因为老牌基金公司树立了良好的声誉,投资者更愿意购买老牌基金公司旗下的产品; $Return_{t-1}$ 的系数都显著为正,说明基金公司的业绩越好,越能吸引更多的资金流; $\ln Dividend_{t-1}$ 的系数都显著为正,说明分红越多的基金公司,其越能够吸引更多的投资者申购,就越能获得更多的资金流。新基金发行对基金公司资金流的影响在 2005—2007 年与 2008—2012 年这两个时间段没有差别。另外,我们将解释变量用基金公司发行的新基金数量来代替进行回归所得结果与前文一致,说明本文所得结论具有一定的稳健性。

(二) 新基金是否比老基金更能吸引资金流

表 2 中的结果显示:从 2005 年开始,我国的基金发行数量急剧增长,而平均发行份额却并没有增长,其中 2009—2012 年还呈现下降趋势,新基金越来越“迷你”,但新基金看起来没有表现出比老基金具有更强的资金流吸引力。为此,我们用模型(3)来实证分析新基金和老基金在吸引资金流方面的差异。

$$\ln flowRate_{i,t} = a + bNewFund_{i,tort-1} + gControls + e_{i,t} \quad (3)$$

模型(3)中的被解释变量为基金 i 的资金流增长率,解释变量 $NewFund$ 是虚拟变量,当基金 i 是新基金时取值为 1,当基金 i 是老基金时取值为 0。同样,我们将分别考察该变量在第 t 期和第 $t-1$ 期对资金流增长率的影响,以检验当期和上一期的新基金与老基金在资金流增长率方面的区别。在控制变量中我们增加了基金 i 的资产规模和年龄,用于控制基金特征对资金流的影响,其他变量与模型(1)相同。回归结果如表 5 所示。

由表 5 可知, $NewFund_t$ 的系数显著为正,说明新基金在发行的当期可以比老基金获得更多的资金流入。 $NewFund_{t-1}$ 的系数不显著为负,说明新基金吸引资金流的能力并不具有持续性,新基金发行半年后对资金流的吸引力就不再显著强于老基金。 $Return_{t-1}$ 的系数显著为正,说明基金的上一期业绩越好,其越能吸引更多的资金流。 $\ln FamilyTNA_{t-1}$ 的系数显著为正,说明基金公司的资产规模越大,其旗下基金越能吸引更多的资金流。然而,由于大基金公司的增长基数大且新基金发行的速度

表 5 新老基金资金流增长率的回归分析

变量	(1)	(2)
$NewFund_{t-1}$	-1.384 (-1.262)	
$Newfund_t$		3.709 ** (1.987)
$Return_{t-1}$	0.048 *** (3.499)	0.030 *** (2.852)
$\ln FamilyTNA_{t-1}$	1.383 *** (4.469)	0.649 *** (3.316)
$\ln FamilyAge_{t-1}$	-2.508 *** (-3.467)	-1.832 *** (-3.486)
$\ln FundTNA_{t-1}$	-0.180 (-0.759)	0.003 (0.019)
$\ln FundAge_{t-1}$	-0.333 (-1.169)	0.078 (0.438)
$\ln Dividend_{t-1}$	0.013 (0.207)	-0.040 (-0.682)
Y_{05-07}	-31.029 *** (-31.201)	-27.612 *** (-43.063)
常数项	3.399 (0.784)	3.799 (0.256)
N	7724	8941
adj. R ²	0.229	0.211

较慢,因此虽然其旗下基金能吸引资金流,但基金公司的资金流并没有得到快速增长。 $\ln FamilyAge_{t-1}$ 的系数显著为负,说明年轻基金公司旗下的基金资金流增速较快,但由于老基金公司发行新基金的速度比新成立的基金公司快,因此年轻基金公司的资金流并没有表现出较高的增长速度。 $\ln FundTNA_{t-1}$ 、 $\ln FundAge_{t-1}$ 和 $\ln Dividend_{t-1}$ 的系数都不显著,说明投资者在选择基金产品时更注重基金公司层面的特征,而不是关注基金本身的特征。

(三) 发行新基金是否是一场“拆东墙补西墙”的游戏

前文研究结果表明,新基金发行后在当期会比老基金吸引更多的资金流,但发行新基金的公司与未发行新基金的公司当期资金流增长率上并没有显著差异。既然新基金在当期比老基金的资金流增长率更高,那么为什么当期发行过新基金的公司资金流增长率并没有显著大于未发行过新基金的公司呢?是不是在新基金资金流入增多的同时,公司内老基金的资金流变少了呢?接下来我们从新基金对公司内同类型老基金、其他类型老基金以及行业中同类型老基金资金流三个方面的影响来展开分析。

1. 描述性统计

表6是不同类型新基金的资金流增长率的描述性统计。从表6中可以发现,股票型和混合型(合称偏股型)基金发行数量最多,增速平稳,说明偏股型基金一直占据基金市场的主导地位。债券型基金发行数量紧跟其后,2008年之后增速非常明显。其他类型基金的数量也呈上升趋势,但总数不多。2007年各类基金的资金流增长率普遍较高,其中偏股型基金的资金流增长率最大,这是由于2007年的股票市场行情较好,能够吸引大量的投资者。2008年后受到金融危机的影响,偏股型基金的资金流基本上处于负增长状态。与偏股型基金相反的是货币型基金和债券型基金,它们基本保持正增长趋势,特别是货币型基金。其他类型基金的资金流变化不大,2010年后也基本处于负增长状态。

表6 不同类型新基金的资金流增长率

年份	股票型	混合型	债券型	货币型	保本型	指数型	QDII	均值
2005	-0.008(22)	-0.055(14)	-0.003(2)	0.070(17)	-0.008(0)	-0.006(0)	0.000(0)	0.003
2006	0.010(43)	-0.002(24)	0.281(7)	-0.090(12)	-0.001(1)	-0.028(0)	0.000(0)	0.013
2007	0.486(17)	1.151(10)	0.142(3)	0.201(0)	-0.020(1)	0.277(2)	0.000(4)	0.216
2008	-0.025(36)	-0.027(17)	0.093(35)	1.965(0)	-0.005(2)	0.006(2)	-0.019(5)	0.305
2009	-0.023(73)	-0.067(19)	-0.075(19)	0.258(3)	0.020(0)	0.022(1)	0.053(1)	0.031
2010	-0.011(95)	0.012(8)	0.136(17)	0.036(3)	0.035(1)	-0.036(10)	-0.083(19)	0.006
2011	-0.036(105)	-0.014(10)	-0.050(40)	0.421(5)	-0.050(16)	-0.013(9)	-0.138(22)	0.021
2012	-0.099(94)	-0.028(10)	0.395(72)	0.365(44)	-0.136(15)	-0.047(9)	-0.161(16)	0.019

注:括号内是新基金发行数量。

2. 回归分析

我们首先实证分析新基金对公司内同类型老基金资金流的影响,模型为式(4):

$$\lnflowrate_{i,t} = a + bStyle_Newfund_{i,tort-1} + gControls + e_{i,t} \quad (4)$$

其中,被解释变量 $\lnflowrate$ 是公司内老基金 i 第 t 期的资金流增长率。 $Style_Newfund$ 是虚拟变量,当公司发行了与基金 i 相同类型的新基金时取值为1,否则取值为0。为检验新基金对公司内其他类型老基金资金流的影响,我们将模型(4)中的解释变量用 $Other_Newfund$ 进行替换,它也是虚拟变量,当基金 i 与公司内新发行基金不属于同一类型时取值为1,否则取值为0。为检验新基金对行业内所有老基金资金流的影响,我们将模型(4)中的解释变量用 $Num_Samestyle$ 来代替,它表示与基金 i 相同类型新基金的数量。之所以用新基金发行数量而不是用是否发行过新基金这一虚拟变量,是因为几乎每个时间段内七种类型的基金都发行过新基金。我们采用面板 OLS 混合回归方法对模型进行检验,回归结果如表7所示。

由表7可知, $Style_Newfund$ 在第 t 期的回归系数显著为负,说明公司在当期发行新基金时与新基金同类型的公司内老基金的资金流要显著小于其他类型老基金的资金流;在第 $t-1$ 期的回归系数不显著,说明新基金对公司内同类型老基金资金流的影响只持续了半年。 $Other_Newfund$ 在第 t 期和第 $t-1$ 期的回归系数都不显著,说明公司内不同类型老基金的资金流不受新基金发行的影响。回顾模型(3)的结果,新基金的资金流在当期要显著高于老基金,但在下一期两者无显著差异,而模型(4)的

结果表明在当期与新基金同类型的公司内老基金的资金流显著小于其他类型老基金的资金流。这就不难解释即使新基金在当期比老基金更能吸引资金流,基金公司也没有因为发行新基金而获得更多的资金流入的问题,原因在于公司内新基金在吸引资金流入的同时,同类型的老基金却面临着资金流出,新基金增加的资金流可能正好是老基金流出的资金流,也就是说,发行新基金变成了“以旧养新”的“拆东墙补西墙”的游戏。

表7 新基金对公司内老基金资金流的影响

变量	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
$Style_Newfund_t$	-1.369 *** (-2.91)					
$Style_Newfund_{t-1}$		-0.725 (-1.480)				
$Other_newfund_t$			-0.205 (-0.475)			
$Other_newfund_{t-1}$				-0.420 (-0.891)		
$Num_Samestyle_t$					-0.127 *** (-7.333)	
$Num_Samestyle_{t-1}$						-0.119 *** (-5.428)
$Return_{t-1}$	0.048 *** (3.516)	0.097 *** (7.313)	0.049 *** (3.578)	0.097 *** (7.309)	0.045 *** (3.317)	0.062 *** (4.416)
$\ln FamilyTNA_{t-1}$	1.426 *** (4.620)	1.490 *** (4.672)	1.420 *** (4.635)	1.491 *** (4.720)	1.098 *** (3.641)	1.247 *** (3.767)
$\ln FamilyAge_{t-1}$	-2.530 *** (-3.51)	-3.129 *** (-3.763)	-2.591 *** (-3.597)	-3.173 *** (-3.825)	-1.918 ***	-2.734 *** (-3.324)
$\ln FundTNA_{t-1}$	-0.178 (-0.776)	-0.234 (-1.139)	-0.210 (-0.918)	-0.244 (-1.187)	-0.144 (-0.629)	-0.101 (-0.413)
$\ln FundAge_{t-1}$	-0.041 (-0.237)	-0.175 (-0.540)	-0.040 (-0.229)	-0.179 (-0.551)	-0.055 (-0.319)	-0.169 (-0.498)
$\ln Dividend_{t-1}$	0.008 (0.118)	0.066 (0.963)	-0.004 (-0.057)	0.067 (0.981)	0.044 (0.663)	0.019 (0.281)
Y_{05-07}	-31.05 *** (-30.83)	-32.19 *** (-29.14)	-30.99 *** (-30.62)	-32.09 *** (-28.92)	-32.75 *** (-31.70)	-32.83 *** (-29.97)
常数项	1.257 (0.291)	6.259 (1.281)	1.905 (0.440)	6.724 (1.376)	3.840 (0.888)	7.966 (1.641)
N	7725	6704	7725	6698	7725	6689
adj. R ²	0.229	0.216	0.228	0.214	0.234	0.224

表7中的 $Num_Samestyle$ 在第 t 期和第 $t-1$ 期的回归系数均显著为负,说明新基金发行数量越多,行业中同类型老基金的资金流增长率就越低,这说明整个基金市场上也存在着“拆东墙补西墙”的现象,投资者申购新基金的资金来自赎回同类型老基金所得资金。因此,新基金发行数量激增而基金行业资产规模停滞这一现象的出现也就不足为奇了。同时,这种现象的存在也使得基金公司不得不不停地发行新基金,因为如果基金公司自己不发行新基金,其他公司发行的新基金就会不断吞噬本公司同类型老基金的资金流。

四、新基金发行的影响因素分析

由前文分析可知,不断发行的新基金的短期资金流的增长是以牺牲公司内或行业中同类型老基金的资金流为代价的,基金公司和基金行业的资产规模并没有随着新基金的激增而扩大,新基金发行不过是一场“拆东墙补西墙”的游戏。既然如此,基金公司为什么还要参与这场游戏呢?已有研究发现,影响新基金发行的因素主要有两种:一是掩饰基金公司过去较差的资金流入状况或者较差的历史业绩,即“窗口粉饰”^[7-8];二是“跑马圈地”,争夺市场份额^[10,12]。前文的分析结果也表明基金公司如果不发行新基金,其资金流就会被其他公司的新基金抢走。那么到底是“窗口粉饰”还是“跑马圈地”驱使基金公司不断发行新基金呢?为回答此问题,我们采用 Logistic 回归模型来检验影响新基金发行的因素,模型为式(5)所示:

$$\text{Logit}(p) = \ln \left(\frac{p}{1-p} \right) = a + b_1 (FamilyFlow/FamilyReturn)_{F,t-1} + b_2 R_FamilyCollection_{F,t-1} + b_3 \ln Market_AverCollectio_{F,t-1} + b_4 TNA_Marketportion_{F,t-1} + gControls + e_{F,t-1} \quad (5)$$

其中,被解释变量 $\text{Logit}(p)$ 表示基金公司发行新基金的机会比率。解释变量包括:(1) $FamilyFlow_{F,t-1}$ 和 $FamilyReturn_{F,t-1}$ 分别表示基金公司 F 在第 $t-1$ 期的资金流增长率和公司业绩。因为业

绩和资金流之间存在较强的相关性,所以我们把这两个变量分别带入模型中。(2) $R_FamilyCollection$ 表示基金公司 F 新募集的资金份额占市场上所有新基金募集份额的比率,用来衡量基金公司在新基金资金流市场中的地位。(3) $Market_AverCollection$ 为整个基金市场的平均募集份额,它等于市场上所有新基金发行份额均值的自然对数,用来衡量新基金的市场行情。(4) $TNA_Marketportion$ 为基金公司 F 的资产占整个开放式基金行业资产总值的比率,用来衡量基金公司在行业中所占的市场份额。(5) $Num_Newfund$ 为基金公司 F 在前两年发行的新基金数量,Khorana 和 Servaes 认为基金公司前期发行的新基金数量也是影响基金公司发行新基金的因素^[1],因此我们在模型中加入了该控制变量。(6) $lnFamilyAge$ 和 Y_{05-07} 的含义与前面相同。回归结果如表 8 所示。

从表 8 中可以看出, $FamilyFlow_{F,t-1}$ 的系数为负但并不显著,说明并不是上一期的资金流入越少,基金公司就越倾向于发行新基金。 $FamilyReturn_{F,t-1}$ 的系数显著为正,说明历史业绩较好的基金公司更容易发行新基金。从上述结果来看,我国基金公司不存在“窗口粉饰”行为,发行基金并不是为了掩饰较差的历史业绩和资金流入。相反,当基金公司的历史业绩较好时,基金公司更倾向于发行新基金,这可能是由于我国的投资者在选择基金产品时更关注基金公司整体的收益,当公司的历史业绩较好时,基金公司在市场上拥有较好的声誉,其发行的新基金越有可能获得投资者的青睐。

$R_FamilyCollection_{F,t-1}$ 的系数显著为负,说明上一期的募集份额越少,基金公司越倾向于发行新基金。 $TNA_Marketportion_{F,t-1}$ 的系数显著为负,说明市场份额越少的基金公司越具有发行新基金的动力。这两个结果说明,在资金流市场上和资产规模方面处于弱势的基金公司越倾向于发行新基金,它们希望通过不断地发行新基金来“跑马圈地”,扩大市场份额,原因在于尽管发行新基金并不能给公司带来更多的资金流,但这些弱势基金公司若选择不发行新基金,公司内现有的资金流就可能被市场上不断推出的新基金所吞噬。

$Market_AverCollection$ 的系数显著为负,说明当基金市场上平均发行份额较少时,基金公司发行的新基金更多,这与表 2 的描述性统计结果相一致,原因如前所述,新基金发行不过是“拆东墙补西墙”的“搬家”游戏,市场整体规模并没有扩大,因而新基金发行得越多,平均到每个新基金的发行份额就越少。 $Num_NewFund$ 和 $lnFamilyAge_{F,t-1}$ 的系数都不显著,说明前期新基金发行数量和基金公司年龄对新基金发行都没有显著影响。 Y_{05-07} 的系数显著为负,说明在 2007 年前基金公司发行基金的可能性要小于 2007 年后,原因应该是 2007 年基金发行审核制度的改革。

上面研究结果表明,基金公司不断发行新基金是一种避免被别的基金公司侵占市场份额的“跑马圈地”行为。那么,基金公司是如何进行“跑马圈地”的呢?为回答这一问题,我们建立模型(6):

$$Logit(p) = \ln\left(\frac{p}{1-p}\right) = a + b_1(Flow/Return)_{F,j,t-1} + b_2lnMarket_AverCollection_{j,t-1} + b_3R_ObjectiveCollection_{F,j,t-1} + b_4TNA_Marketportion_{iFj,t-1} + gControls + e_{F,j,t-1} \quad (6)$$

其中,被解释变量 $Logit(p)$ 是基金公司 F 在第 t 期发行第 j 类新基金的机会比率。解释变量 $(Flow/Return)_{F,j,t-1}$ 为第 $t-1$ 期基金公司 F 第 j 类基金的资金流增长率或平均业绩。 $lnMarket_Aver-$

表 8 新基金发行的影响因素

变量	(1)	(2)
$FamilyFlow_{t-1}$	-0.006(-0.568)	
$FamilyReturn_{t-1}$		0.015** (2.207)
$R_FamilyCollection_{t-1}$	-8.452** (-2.290)	-8.500** (-2.304)
$Market_AverCollection_{t-1}$	-0.561*** (-4.130)	-0.839*** (-4.453)
$TNA_Marketportion_{t-1}$	-15.428* (-1.748)	-14.596* (-1.652)
$Num_Newfund$	0.052(0.960)	0.050(0.928)
$lnFamilyAge_{t-1}$	-0.222(-0.736)	-0.480(-1.473)
Y_{05-07}	-1.199*** (-4.036)	-1.588*** (-4.501)
N	832	832
LR chi(7)	88.575	93.296

注:括号内是 Z 值。

$Collection_{j,t-1}$ 为整个开放式基金市场中第 j 类投资基金的平均募集份额的自然对数,用来衡量新基金的市场行情。 $R_ObjectiveCollection_{F,j,t-1}$ 是基金公司 F 新发行的第 j 类基金募集资金占市场上该类新发基金募集总额的比率,用来衡量基金公司在新基金资金流市场上所占份额。 $TNA_Marketportion_{F,j,t-1}$ 是基金公司 F 的第 j 类基金资产占整个市场该类基金资产的比率,用来衡量基金公司第 j 类基金所占市场份额。其他控制变量的含义与前文相同。Hausman 检验结果表明我们应该采用固定效应的面板 logit 模型,回归结果如表 9 所示。

由表 9 可知, $Flow_{F,j,t-1}$ 和 $Return_{F,j,t-1}$ 的回归系数都不显著,说明资金流和历史业绩并不是影响基金公司发行新基金的主要因素,这与模型(5)一样说明基金公司发行新基金并不是为了粉饰过去较差的业绩和资金流。 $lnMarket_AverCollection_{j,t-1}$ 的回归系数显著为正, $R_ObjectiveCollection_{F,j,t-1}$ 的回归系数显著为负,说明当基金市场上某类型基金募集资金较多而该基金公司募集资金较少时,该基金公司越有可能选择发行该类型新基金,这

表 9 基金公司“跑马圈地”行为特征

变量	(1)	(2)
$Flow_{F,j,t-1}$	-0.002 (-0.596)	
$Return_{F,j,t-1}$		0.003 (0.844)
$lnMarket_AverCollection_{j,t-1}$	0.116 *** (7.531)	0.116 *** (7.525)
$R_ObjectiveCollection_{F,j,t-1}$	-3.350 *** (-3.432)	-3.360 *** (-3.444)
$TNA_Marketportion_{F,j,t-1}$	-4.202 ** (-2.433)	-4.224 ** (-2.443)
$lnFamilyTNA_{t-1}$	-0.297 *** (-3.268)	-0.301 *** (-3.297)
$lnFamilyAge_{t-1}$	0.375 ** (2.352)	0.375 ** (2.356)
$FamilyReturn_{t-1}$	-0.004 (-1.192)	-0.005 (-1.355)
$Num_Newfund_{t-1}$	0.068 *** (3.677)	0.068 *** (3.673)
Y_{05-07}	-0.865 *** (-4.335)	-0.871 *** (-4.359)
N	4518	4518
LR chi (9)	258.464	258.822

注:括号内为 Z 值。

说明当某种类型的新基金市场需求较大而基金公司该类型新基金处于弱势市场地位时,基金公司越有可能通过发行该类型新基金来抢占市场份额。 $TNA_Marketportion_{F,j,t-1}$ 的回归系数显著为负,说明当基金公司某一类型基金所占市场份额较小时,基金公司越有可能通过发行该类型新基金来扩大市场份额。 $lnFamilyTNA_{t-1}$ 的回归系数显著为负,说明资产规模越小的基金公司越有可能发行新基金,这也说明扩大市场份额是基金公司发行新基金的一个重要动机。

上述研究结果表明,我国基金公司不存在以掩饰较差历史业绩和资金流为目的而发行新基金的“窗口粉饰”行为。基金公司的历史业绩或资金流并不是影响基金公司发行新基金的因素,这与国外的研究结果不同,原因可能在于我国投资者在选择投资基金时更关注基金公司的整体业绩,因此历史业绩较差的基金公司很难获得投资者的认可,就算发行新基金也不能吸引新资金流。“跑马圈地”、抢占市场份额是基金公司发行新基金的重要影响因素。研究发现,当基金公司前期募集资金较少时,基金公司更倾向于发行新基金,这说明在新基金资金流市场中处于弱势地位的基金公司更容易选择发行新基金。此外,当基金公司的资产规模占基金市场资产总规模的比率较低时,基金公司更倾向于发行新基金,说明当基金公司的市场地位较弱时,基金公司更希望通过不断发行新基金来快速增加市场份额。当某类型基金前期发行份额较少但该类型基金的市场平均募集规模较大时,即当市场行情较好但本公司募集资金较少时,基金公司更偏向发行该类型新基金。同时,当该类型基金资产规模所占市场总规模的份额较小时,基金公司也会偏向发行该类型新基金。这说明基金公司在决定发行何种类型基金时主要考虑的是通过发行新基金来改善该类型基金的弱势市场地位。

五、新基金发行的影响作用分析

基金公司如果不发行新基金,市场份额就会被其他新基金抢走,所以为了抢占市场份额,基金公司不得不卷入这场“拆东墙补西墙”的游戏中。那么,基金公司发行新基金对市场份额和业绩会产生怎样的影响呢?我们设定模型(7)来检验新基金发行对市场份额的影响。

$$\Delta MarketPortion_{F,t} = a + bNewFund_{F,tort-1} + gControls + e_{F,t-1} \quad (7)$$

其中,被解释变量 $\Delta Marketportion_{i,t}$ 用来衡量基金公司 F 第 t 期的市场份额变动情况,我们采用第 t 期的市场占有率减去第 $t-1$ 期的市场占有率之差来表示。解释变量 $NewFund$ 为虚拟变量,当基金公司在第 t 期或第 $t-1$ 期发行过新基金时取值为 1,否则取值为 0。同时,我们还将解释变量 $NewFund$ 用基金公司发行新基金的数量 $Num_NewFund$ 来替换做稳健性检验。控制变量的含义与前文相同。F 检验和 Hausman 检验结果说明我们应采用混合效应检验方法,回归结果如表 10 所示。

表 10 新基金对基金公司市场份额的影响

变量	(1)	(2)	(3)	(4)
$NewFund_{F,t}$	0.002 *** (3.566)			
$NewFund_{F,t-1}$		0.001 (1.554)		
$Num_NewFund_{F,t}$			0.001 *** (3.824)	
$Num_NewFund_{F,t-1}$				0.000 (1.436)
$lnFamilyTNA_{t-1}$	-0.001 *** (-4.667)	-0.001 *** (-4.428)	-0.001 *** (-4.837)	-0.001 *** (-4.433)
$lnFamilyAge_{t-1}$	-0.000 (-0.573)	-0.000 (-0.582)	-0.000 (-0.999)	-0.000 (-0.805)
$FamilyReturn_{t-1}$	0.000 ** (2.462)	0.000 ** (2.114)	0.000 ** (2.043)	0.000 * (1.670)
$lnDividend_{t-1}$	0.000 *** (2.736)	0.000 *** (2.932)	0.000 *** (2.961)	0.000 ** (2.474)
Y_{05-07}	-0.002 ** (-2.444)	-0.003 *** (-2.958)	-0.002 ** (-2.551)	-0.003 *** (-4.584)
常数项	0.015 *** (4.222)	0.016 *** (4.380)	0.018 *** (4.881)	0.017 *** (5.077)
N	895	895	895	895
adj. R ²	0.053	0.040	0.055	0.040

由表 10 可知, $NewFund$ 在第 t 期的系数显著为正,而在第 $t-1$ 期的系数则不显著,说明发行新基金的公司当期增加的市场份额比没有发行新基金的公司要多,但从长期来看这一作用并不显著。 $lnFamilyTNA$ 的系数显著为负,说明资产规模较小的基金公司其市场份额增加得更快。 $lnFamilyAge$ 的系数不显著,说明基金公司的成立时间对市场份额没有影响。 $FamilyReturn$ 的系数显著为正,说明业绩越好的基金公司其市场份额增长得越快。 $lnDividend$ 的系数显著为正,说明分红越多的基金公司其市场份额增速越快。另外,稳健性检验结果表明本文所得结论是可靠的。

接下来我们将实证检验发行新基金对基金公司半年后和一年后业绩的影响^①,设定模型为(8):

$$FamilyReturn_{F,t} = a + bNewfund_{F,t-1ort-2} + gControls + e_{F,t-1} \quad (8)$$

其中, $FamilyReturn_{F,t}$ 表示基金公司 F 第 t 期的加权平均业绩。 $NewFund$ 为虚拟变量,当基金公司发行过新基金时取值为 1,否则取值为 0。同样,我们将解释变量更换为新基金发行数量 $Num_NewFund$ 进行稳健性检验。回归结果如表 11 所示。

表 11 发行新基金对基金公司业绩的影响

变量	(1)	(2)	(3)	(4)
$NewFund_{t-1}$	2.636 *** (4.786)			
$Num_NewFund_{t-1}$		0.997 *** (5.525)		
$Newfund_{t-2}$			-2.250 *** (-3.156)	
$Num_NewFund_{t-2}$				-1.057 *** (-2.762)
$lnFamilyTNA_{t-1}$	-1.758 *** (-4.395)	-1.749 *** (-4.302)	-1.605 *** (-4.015)	-1.574 *** (-3.934)
$lnFamilyAge_{t-1}$	0.817 (0.913)	0.544 (0.603)	0.649 (0.723)	0.674 (0.745)
$FamilyFlow_{t-1}$	-0.045 (-0.561)	-0.030 (-0.361)	-0.039 (-0.471)	-0.031 (-0.368)
$lnDividend_{t-1}$	0.150 * (1.888)	0.152 * (1.896)	0.142 * (1.792)	0.140 * (1.755)
Y_{05-07}	6.424 *** (9.236)	6.567 *** (9.272)	6.480 *** (9.193)	6.406 *** (9.111)
常数项	15.800 *** (2.860)	18.424 *** (3.246)	17.196 *** (3.059)	16.424 *** (2.938)
N	895	895	895	895
adj. R ²	0.221	0.216	0.213	0.208

①因为新基金存在建仓期,所以本文没有研究新基金发行对基金公司当期业绩的影响。

由表 11 可知,解释变量 *Newfund* 和 *Num_NewFund* 在第 $t-1$ 期的回归系数均显著为正,说明发行新基金的公司在新基金发行后的半年业绩表现比未发行新基金的公司要好;但在第 $t-2$ 期的系数显著为负,说明发行新基金虽然在半年内能使公司业绩得到提高,但这一效果持续的时间很短,一年后新基金发行反而会使得公司业绩下降。因此,从整体上来说,发行新基金在短期内虽然能够提高公司的市场占有率和公司业绩,但从长期来看不但不能提高公司的市场占有率,而且还有可能使得公司业绩下降。此外,回归结果表明,基金公司的业绩和历史分红均对基金公司的市场份额具有显著的正面影响,所以基金公司若想扩大市场份额,有效的方法应该是提高基金业绩和分红,而不是竞相参与发行新基金的游戏。

六、结论与政策建议

本文研究了新基金不断发行而基金公司和基金行业的资产规模停滞不前的奇怪现象,研究发现,虽然新基金在当期比老基金更能吸引资金流,但基金公司通过发行新基金并不能实现资金流的增加,原因在于新基金发行的同时伴随着老基金资金的流出。实证结果表明:在基金公司内部,新基金发行会引起同类型老基金资金的流出;在基金行业,新基金发行也会导致行业中同类型老基金资金的流出。这说明基金发行只是一场“拆东墙补西墙”的游戏,并不能使基金公司和基金行业的资产规模得以扩大。然而,基金公司如果不发行新基金,其市场份额就会被其他公司发行的新基金抢走,因此,基金公司为了“跑马圈地”被迫竞相发行新基金。当基金公司的资产规模所占行业资产规模的份额较小或基金公司前期募集的资金较少时,基金公司倾向于发行新基金。基金公司在决定发行何种类型基金时主要也是考虑通过发行新基金来增强其弱势类型基金的竞争力。当某类型基金的市场平均募集规模较大但公司该类型基金前期发行份额较少时,基金公司更倾向于发行该类型新基金。同时,当某类型基金的资产规模所占市场总规模的份额较小时,基金公司也偏向发行该类型新基金。

本文的研究结果表明,基金公司不断发行新基金的行为虽然在短期内能够使得其市场份额和业绩得到提高,但从长期来看这一作用并不明显,甚至有可能损害基金公司的业绩。从长期来看,基金公司和行业规模壮大的根本还在于提高投资管理能力,提升基金业绩。由此,我们提出如下政策建议:(1)对基金公司而言,应该深刻地了解行业内不断发行新基金的原因以及新基金发行对公司的影响,在对待新基金的发行问题上应保持理性,避免行业内的畸形竞争,要根据自身在投资能力和资源方面的优势,走精品化和差异化的发展道路,努力提高投资管理能力,提升投资业绩,而不是盲目地通过发行新基金来求大求全。(2)对监管机构来讲,应该采取措施避免基金公司为了互挖资金墙角而竞相发行新基金,要引导基金公司通过提高长期业绩来实现自身的发展和成长。(3)对投资者来讲,应该知道新基金并不一定就比老基金的收益高,不要盲目地赎回老基金去购买新基金,而是应该关注基金本身的长期成长性。

参考文献:

- [1] KHORANA A, SERVAES H. The determinants of mutual fund starts[J]. *Review of Financial Studies*, 1999, 12: 1043 - 1074.
- [2] BERZINS J. Do families matter in institutional money management industry: the case of new portfolio openings[R]. Norwegian School of Management Working Paper, 2005.
- [3] ZHAO X. Entry decisions by mutual fund families, stock exchanges, IPOs and mutual funds[M]. New York: Nova Science Publishers, 2005.
- [4] 冯旭南, 李心愉, 陈工孟. 中国开放式基金发行的影响因素分析[J]. *经济学动态*, 2012(3): 73 - 77.
- [5] DEL GUERCIO D, TKAC P A. The determinants of the flow of funds of managed portfolios: mutual funds vs. pension funds[J]. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 2002, 37: 523 - 558.

- [6] PATEL J, ZECKHAUSER R, HENDRICKS D. Investment flows and performance: evidence from mutual funds, cross-border investments and new issues[M]. Cambridge: Cambridge University Press, 1994.
- [7] IPPOLITO R A. Consumer reaction to measures of poor quality: evidence from the mutual fund industry[J]. Journal of law and Economics, 1992, 35:45-70.
- [8] SIRRI E R, TUFANO P. Costly search and mutual fund flows[J]. The Journal of Finance, 1998, 53:1589-1622.
- [9] SIRRI E R, TUFANO P. Competition and change in the mutual fund industry[R]. Division of Research, Graduate School of Business Administration, Harvard University, 1992.
- [10] KHORANA A, SERVAES H. What drives market share in the mutual fund industry? [J]. Review of Finance, 2012, 16: 81-113.
- [11] 张洁. 新基金发行——谁的游戏[N]. 上海证券报, 2012-05-28(T15).
- [12] 蒋运冰, 王燕鸣. 基金公司市场份额影响因素分析[J]. 证券市场导报, 2014(7): 72-78.
- [13] KAROUI A, MEIER I. Performance and characteristics of mutual fund starts[J]. The European Journal of Finance, 2009, 15:487-509.

[责任编辑:王丽爱]

A Research on the Issuance of New Fund

PENG Wenping, WANG Yeling

(School of Economics & Management, South China Normal University, Guangzhou 510006, China)

Abstract: In view of the strange phenomenon that new funds are issued constantly while the asset scale of fund companies and the fund industry is at a standstill, this paper makes an empirical analysis on the such problems as the relationship between capital flow and new fund issuance, factors and impacts influencing the issuance of new fund. The study finds that although the new funds can absorb more capital flow than the old ones, issuing new funds may lead capital flow out of the similar old funds. Thus, it is just like a “rob-Peter-to-pay-Paul” game which does no good in expanding the asset scale of fund companies and fund industry. If the fund companies cannot issue new fund, their market share will be occupied by the new funds issued by others. So the fund companies are forced to issue new funds with the aim to seize the market and get out of the weak position in the market. Issuing new funds may increase their market share and performance in the short term, but it is not so effective in the long term. It may even damage the companies’ performance. The sustainable development of the fund companies and the fund industry depends on improving fund performance other than issuing new funds.

Key Words: new fund issuance; fund flow; fund performance; fund management structure; transmission of fund family benefit; open-ended fund