

基金业绩对投资者申购、赎回行为的影响： 考虑股市表现的证据

肖继辉

(暨南大学 管理学院, 广州 广东 510632)

[摘要]基金的净现金流为申购资金流入减去赎回资金流出的剩余。净现金流代表的是投资者申购和赎回资金相互抵消的结果,无法反应基金的资金流入和流出过程。为了全面检查基金投资者面临基金业绩时所作出的申购决策和赎回决策,以我国2005—2014年偏股型开放式基金为样本,将投资者行为区分为申购行为和赎回行为,系统检查“牛”、“熊”市下投资者的申购资金流入和赎回资金流出与基金业绩的关系,结果发现:(1)基金的申购量和赎回量均与基金的业绩表现显著正相关;(2)已有研究所发现的“赎回异象”在整体上并不存在,基金的业绩表现与基金的净流入正相关;(3)在不同股市周期,投资者的行为表现存在明显的差异性,在“牛市”投资者倾向于“追逐业绩”,而在“熊市”则更倾向于“忽略业绩”。

[关键词]开放式基金;基金业绩;申购行为;赎回行为;股市周期;投资者情绪;赎回困惑;基金投资

[中图分类号]F830.39 **[文献标识码]**A **[文章编号]**1004-4833(2016)04-0089-12

一、引言

2001年9月,我国首支开放式基金“华安创新基金”问世,之后短短十几年时间开放式基金迅速发展,其规模已经远远超过封闭式基金。截至2014年末,我国已有开放式基金1873只,资产净值合计40351.92亿元。开放式基金中,股票型基金696只,资产净值为12133.88亿元,混合型基金398只,资产净值为6496.47亿元。开放式基金已经占据我国基金市场的主流地位,而其中股票型和混合型基金是深受大众投资者青睐的主流产品。

在基金市场上,投资者会参考基金历史业绩做出申购或赎回基金的决策,基金业绩表现在基金市场竞争中发挥信号作用。我国开放式基金具有自由申购和赎回机制,理性的投资人可以根据基金业绩对基金管理者的投资水平和专业能力做出评价,申购业绩表现好的基金,而赎回业绩表现较差的基金。投资者“追逐业绩”的理性行为能使业绩表现良好的基金获得资金流入,规模扩大、管理费收入增加;而业绩表现较差的基金将遭遇资金流出,规模缩减、管理费收入下降。基金业绩和资金流入之间的正反馈关系能够对基金管理者产生隐性激励,而这种正反馈关系是否有效也关系到基金的治理和投资者利益的保护。相反,“资金流量—业绩”的负向关系则会加剧投资者与基金管理人之间的利益冲突,不利于基金业的健康发展。因此,基金业绩表现与资金流量之间的关系引起学者们广泛关注和探讨。

从20世纪90年代以来,基金“资金流量—业绩关系”(FPR)得到了大量西方学者的关注。西方研究,包括Ippolito以及Sirri和Tufano的研究均表明:基金历史业绩与资金流量之间存在显著的正相

[收稿日期]2015-11-23

[基金项目]教育部人文社会科学一般项目(15YJA630073);广东省自然科学基金项目(2015A030313381);广东省学科建设项目(2013WYXM0013)

[作者简介]肖继辉(1976—),女,湖南邵阳人,暨南大学管理学院教授,博士生导师,从事经济与管理学研究。

关关系,基金投资者总体倾向于选择历史表现良好、具有高回报率的基金,是属于“业绩追逐者”^[1-2]。但与西方研究形成鲜明对比的是,国内学术界近年来对我国基金 FPR 的研究并未取得相对一致的结论,有学者发现我国基金市场存在“赎回异象”:基金的短期业绩表现与资金流之间呈现负向关系,投资者表现出非理性的“逆向选择”行为,他们“惩罚”绩优基金却“热衷”绩劣基金。例如,陆蓉和陈百助发现基金的当季资金净流量受到当季回报率的负面影响,因此他们认为投资者并不是“追逐业绩”而是对业绩表现出“反向选择”的行为,证实中国基金市场存在“赎回异象”之谜^[3]。汪慧建和张兵、冯金余等采取与陆蓉和陈百助类似的方法检查业绩资金流关系,都得到了相似的结论,他们认为我国开放式基金的隐性激励机制未能发挥作用^[3-6]。但新近研究,肖峻和石劲、冯金余采用非平衡面板以及滞后年度序数回报率等方法对我国开放式基金进行进一步研究,发现我国开放式基金市场并不存在“赎回异象”,投资者是“追逐业绩”^[6-7]。

与国外的成熟的基金市场不同,我国开放式基金才成立了十几年的时间,有关我国开放式基金 FPR 的研究有待进一步深入和完善。根据已有研究,本文从以下方面做出改进。

(1) 由于基金成立的时间较短,早期研究采用单一的基金季度回报率作为基金业绩的考察指标^[3,8],较少使用滞后多期的业绩指标和中长期业绩,忽略了投资者对基金多期业绩表现的敏感性。投资者对基金进行选择时可能会根据基金过去多期业绩表现来进行判断,本文引入了“季度”、“半年”、“一年”多维业绩指标来衡量基金的历史业绩。(2) 目前我国的 FPR 研究中鲜有考虑股市周期对基金投资者决策的影响。由于我国股市波动性大,股票市场行情对基金投资者的申购或赎回行为起到重要的影响。国内现有的对 FPR 的研究结论大多数是基于整体样本得到^[6-7],而未考虑到股票市场周期波动对于基金投资者决策的影响,因而很可能“掩盖”了基金投资者在“牛市”和“熊市”周期下的行为差异性。本文通过引入业绩与股市表现的交叉变量以揭示“牛”“熊”市下基金投资者对基金业绩的敏感性。(3) 国内早期的研究在计算基金的资金流动时较多采用基金份额的变化来衡量。而陆蓉和陈百助指出了这种计算方法的缺陷后^[3],之后的研究开始改用净现金流量的变化来计算资金的净流量。但是,基金净流量的变化有可能会因将申购和赎回数据进行合并计算而丧失了部分重要信息。如莫泰山、Ivkovic 等就发现了资金的流入量和流出量受到了基金不同的业绩指标影响^[9-10]。因此如果只单纯观察基金净流量与某一业绩指标之间的关系则有可能得出存在偏差的结论。本文构造基金的申购、赎回和净申赎变量,研究基金业绩对投资者申购、赎回行为的影响。

本文引入“短”、“中”、“长”多维业绩与股市周期交乘项,系统解释业绩和股市表现对投资者申购、赎回和净申赎的影响,检查不同的股市周期下基金的“短”、“中”、“长”业绩表现对投资者申赎行为的影响,考证前人所发现的“赎回异象”是否存在,提供我国开放式基金市场隐性激励机制是否有效的证据。

二、文献回顾与假设

(一) 基金业绩表现对资金流量的影响

西方关于 FPR 研究的结论基本一致,认为基金的业绩表现对基金的资金流入有正向的影响。Patel 等指出,尽管基金市场中有一部分参与者存在不理性的行为,但是基金市场能在整体上表现出理性的结果。他以 96 只开放式基金为样本,发现基金的年度净资产增长值与其原始回报率之间存在显著正的相关关系^[13]。Kale 等以 1973—1985 年存续期超过 6 年的 131 只开放式股票型基金为样本,并采用基金超额回报率、Jensen's α 值和 Sharp 值等多种业绩度量指标,发现基金业绩与其季度规模百分比增长率之间存在线性正相关^[14-15]。Roston 在前人的研究基础上对基金的资金流量与多期业绩关系作进一步的实证研究,发现基金的当期资金流入与当期业绩和历史业绩呈正相关关系,而且投资者更倾向于根据基金的历史业绩表现来判断基金的品质。对于历史业绩表现良好的基金,其当期高收益的表现会加强投资者对其的认同,而如果当期收益较低,投资者也会倾向于认为只是暂时性的运气不好,并不会影响其对该基金的关注度和投资金额^[16]。国外学者还发现业绩资金流关系存在明

显的不对称性。Ippolito 以 1965—1984 年的 143 只开放式基金为样本,并根据风险调整后的收益是否大于市场回报率分为赢家基金和输家基金,发现赢家所获得的资金流入量远大于输家的资金流出量^[1]。Sirri 和 Tufano 也发现投资者会基于基金的业绩表现来做出投资决策,但是这种反应是不对称的,投资者会热捧那些业绩表现排名前 20% 的优质基金,引起大量的资金流入,而对于那些业绩表现排名在后 20% 的劣质基金,投资者却没有大量赎回而是选择继续持有^[2]。Guercio 和 Tka, Kempf 和 Ruenzi 也证实了业绩表现优异的基金能获取更多的资金流入量,而业绩表现不好的基金的资金流出情况不明显,基金的“资金流量——业绩关系”呈凸状^[17-18]。

总体来看,西方学者基本支持基金的资金流量与业绩表现之间是呈现正反馈关系以及具有不对称性。与西方研究不同,国内学者对我国基金的 FPR 问题的研究还未形成统一的结论,早期的研究大多发现我国基金的业绩表现与资金流入存在负相关关系,投资者存在“追逐”劣质基金而“惩罚”优质基金的“异常赎回”现象。除了之前论述的陈蓉等学者外,刘志远和姚颀选取了我国 55 只开放式基金在 2003 年第一季度初至 2004 年第三季度末之间的数据作为样本,发现基金当季的赎回率与基金当季的累计净值增长率呈显著正相关,支持“赎回异象”^[19]。

这些早期研究较多使用基金的短期原始回报率指标来度量基金的业绩表现,并且采用平衡的面板数据,其样本量较少。近几年,我国有部分学者开始考虑到使用中长期的相对业绩指标来衡量基金的业绩表现,同时采用非平衡面板数据尽量保持样本的完整性与代表性,结果发现我国基金市场上并不存在“赎回异象”,基金的资金流量与业绩之间表现出正反馈关系。如肖峻和石劲采用固定效应非平衡面板模型对我国 2005—2012 年的 204 只基金的数据进行分析,发现基金投资者对滞后一期的年度序数回报率最为敏感,即基金回报率越高,投资者对该基金的净申购量越高^[6]。冯金余也应用了肖峻等类似的非平衡面板模型和中长期业绩指标,研究发现基金的中长期业绩表现能对基金的资金净流量有正的影响,但是基金的短期业绩表现却导致“异常赎回”^[7]。莫泰山区分了申购量和赎回量并采用了多期的业绩指标,对我国开放式基金的业绩表现与申购、赎回行为之间的关系作出进一步探讨。其研究发现,业绩表现良好的基金会同时面临更多申购和赎回,但是基金的资金净流入为正,整体上来不存在“赎回异象”^[9]。

由于国内早期研究的样本量偏少,且大多将申购与赎回合并计算。根据前景理论,基金投资者对于基金的盈利和损失具有不同的心理接受程度,投资者会对基金的损失更为敏感。因此,基金持有人在基金获得收益时表现出风险厌恶,会有尽快兑现收益的冲动,选择卖出基金;与此同时,基金持有人在面对基金亏损时会表现出风险偏好,尽量延迟卖出基金以期望能够回避损失。正是基金投资者的这种决策行为和心理,使得我国开放式基金市场中存在“赎回异象”:盈利的基金遭到大量赎回,亏损的基金却被继续持有。我国开放式基金投资者存在“处置效应”的投资心理:当基金的业绩表现良好时,基金持有人因为对未来持有不确定性,为了避免业绩的下跌和损失,会选择把盈利的基金卖出,及时兑现收益;反之,当基金的业绩表现不好或者已经亏损时,基金持有人因为厌恶损失并且期待未来其业绩会转好,会选择继续持有这些业绩较差的基金。而基金投资者的“处置效应”导致了基金市场中的“异常赎回”现象。

业绩是基金投资者申购的依据,基金业绩向好会带来基金申购量的增加。根据前景理论和处置效应等的分析,基金持有人可能会在基金业绩向好时选择赎回基金落袋为安,据此本文提出以下假设。

假设 1:基金的申购量和赎回量均与基金业绩表现正相关。

从长期来看,我国基金投资者会趋向理性。基金业绩表现好的结果是其吸引的申购资金流入大于其赎回资金流出,“赎回异象”整体上不存在,据此,本文提出以下假设。

假设 2:基金的净资金流与基金业绩正相关。

(二) 股市周期对基金投资者行为的影响

国外不少学者发现股市周期对基金的业绩表现以及投资者的行为存在着明显的影响。Kao 等选出具有 5 年以上历史业绩表现的共同基金进行研究,发现了基金在股市的上升阶段和下降阶段具有不同的选股和时机选择能力^[20]。Capocci 以 2000 年 3 月为分界点将 1994—2002 年划分为“牛市”和“熊市”两个阶段,对美国的 2894 只对冲基金在不同股市周期下的表现进行分析,发现在“牛市”中大部分基金的业绩表现都能显著高于市场回报率,但在“熊市”中没有发现基金的业绩表现显著低于市场的收益等^[21]。Gervaris 等运用过度自信效应理论并构建相关模型对投资者在不同股市周期下的投资行为进行分析,发现投资者在“牛市”中容易高估自身的知识水平和判断能力,因而会表现出比在“熊市”更为激进和冒险的投资行为^[11]。

我国股票市场由于成立时间较短,市场不成熟、波动性大。投资者在不同的股市周期中的投资行为表现存在差异。杨阳和万迪昉研究不同市场状况下股票市场收益及其风险波动对投资者情绪的影响,结果显示在市场上升阶段(牛市)投资者情绪与股票收益正相关关系,而在市场下降阶段(熊市)负相关^[22]。股市表现将影响投资者的投资情绪和热情,因此也将对基金投资者的申购赎回行为产生影响。何小杨根据股市的走势以及基金整体的受追捧情况将基金市场分为不同阶段,发现基金投资者在“基金热”阶段会表现出更为理性的投资行为^[23]。肖峻发现基金的资金净流量整体上与滞后年度业绩正相关,而且投资者在“牛市”倾向于“追逐业绩”而在“熊市”倾向于“忽视业绩”^[12]。根据“房钱效应”,在市场处于上升阶段(牛市),由于前期的收益会降低基金投资者对风险的敏感程度,基金投资者会更愿意冒险,其对业绩(基金收益)的追逐行为会更加明显,因而业绩表现良好的基金在“牛市”能得到更大量的申购。相反,当市场处于下跌阶段(熊市),由于前期的亏损增强了基金投资者对风险和损失的厌恶水平,基金投资者会选择更为保守的决策来规避风险,而其中的一个方法就是通过赎回已经获得收益的基金来兑现盈利并规避未来的不确定性,因而基金业绩表现良好的基金在“熊市”中会更容易遭受投资者的赎回。股市表现将对基金投资者的申购赎回决策产生重要影响,牛市阶段相比熊市表现出更强的业绩追随意愿。本文提出以下的假设。

假设 3:在“牛市”,投资者对业绩的正向反馈行为更为突出;在“熊市”,投资者的处置效应更为显著。

三、研究设计

(一) 样本的选择和数据的来源

本文选取的样本为我国基金市场上数量占比最大、最具影响力的偏股型(包含股票型和混合型)开放式基金。样本期为 2005 年 3 月至 2014 年 9 月,共 39 个季度,得到时间序列为 39,截面成员数量最大为 408 的非平衡面板数据。样本数据来源于国泰安(CSMAR)和万德(Wind)数据库,包括期末基金份额、季度申购以及赎回份额、复权月末单位净值、季度末基金净值等数据。

基金样本在各个年度中的分布情况见表 1。根据表 1,样本基金数量呈现快速增长趋势,从 2005 年的 52 只偏股基金增加到 2014 年的 408 只偏股基金。

(二) “牛市”和“熊市”的定义

对于股市周期的划分,研究中较常采用的方法有如下:(1)依据股票市场的实际波动和走势以及具有标志性的股市大事件来界定“牛”、“熊”市;如 Capocci 和 Hubner 的研究中就把 1998 年亚太区金融危机这一影响深远的历史事件作为分界点,将 1994 年至 2000 年割划为“牛市”和“熊市”两个阶段^[24]。(2)设置一个阈值并将股票市场的收益率与其进行比较,高于该阈值为“牛市”,低于该阈值

表 1 样本基金分布

年份	基金数	年份	基金数
2005	52	2010	307
2006	90	2011	402
2007	130	2012	408
2008	208	2013	408
2009	238	2014	408

则为“熊市”;Wiggins、Kao 等就把 0 作为划分“牛”、“熊”两市的阈值,当股票市场回报率大于 0 时将其界定为“牛市”周期,否则则界定为“熊市”周期^[24-25]。Fletche 也采用类似的阈值方法来定义“牛熊市”^[26]。

基于本文的研究目的以及综合上述文献中的股市周期定义方法,我们将同时使用以下几种方法来划分“牛市”和“熊市”。

方法 1:借鉴 Capocci 和 Hubner^[24]的方法,本文根据市场的实际走势以及重大事件来划分“牛”、“熊”两市。具体而言,本文根据“股权分置改革”、“券商倒闭浪潮”和“党的十八大”等我国股市的标志性事件以及上证综指的实际波动,将我国股票市场在 2005—2014 年之间划分为如下几个阶段。第一个“熊市”阶段:2004 年第二季度上证股指开盘 1741 点下跌至 2005 年第四季度收盘 1161 点。第一个“牛市”阶段:2006 年第一季度开盘 1161 点上升至 2007 年第三季度收盘价的 5560 点。第二个“熊市”阶段:2007 年第四季度开盘 5560 点下跌至 2008 年第四季的 1844 点。第二个“牛市”阶段:2009 年第一季度开盘 1844 点上升至 2009 年第四季度收盘时的 3282 点。第三个“熊市”阶段:2010 年第一季度开盘 3282 点下跌到 2010 年第二季度收盘时的 2409 点。第三个“牛市”阶段:2010 年第三季度开盘 2411 点上升至 2011 年第一季度收盘时的 2962 点。第四个“熊市”阶段:2011 年第二季度开盘 2962 点下跌至 2014 年第三季度收盘时的 2361 点。

方法 2:采用 Wiggins, Kao 等使用的方法,设置 0 为阈值^[20,25]。如果过去 12 个月的上证综指月均增长率大于 0,则认为市场处于上升周期,把本期定义为“牛市”;相反地,如果月均增长率小于 0,则认为市场处于下降周期,把本期定义为“熊市”。

方法 3:在本文实证部分的稳健性检验中,我们还进一步参考金融投资界较常采用的方法,把正负 20% 作为分界阈值,将我国股市分为“牛市”、“熊市”和“震荡市”三个阶段。与方法 2 类似地,如果过去一年的上证综指涨幅大于或等于 20%,则认为本期正处于“牛市”;如果上证综指的涨幅小于或等于 - 20%,则认为本期正处于“熊市”;如果上证综指的涨幅是介于 + 20% 和 - 20% 之间,则认为本期正处于“震荡市”。与前面两种方法相比,该方法无疑是一种相当严格的“牛”、“熊”市定义方法,并且能在某种程度上体现出我国股市波动幅度较大的特征。

本文采取了不同的方法对股市周期进行划分,便于提供股市表现与业绩资金流关系的稳健证据。

(三) 模型设定

本文在参考 Sirri 和 Tufano、Nanda 及肖峻等研究的基础上^[2,6,27],建立了固定效应非平衡面板数据回归模型,通过引入“牛”、“熊”市与业绩的交乘项,来区分基金投资者申购行为在不同股市周期下对基金业绩的敏感性,模型如(1)式所示:

$$Flow_{i,t} = \alpha_i + \gamma + \beta_1 Rank_{i,t} \times Bull_{i,t} + \beta_2 Rank_{i,t} \times Bear_{i,t} + \beta_3 Rank_{i,t-1} \times Bull_{i,t} + \beta_4 Rank_{i,t-1} \times Bear_{i,t} + \beta_5 Rank_{i,[4-4,t-1]} \times BuU_{i,t} + \beta_6 Rank_{i,[t-4,t-1]} \times Bear_{i,t} + Dcontrols + \varepsilon_{i,t} \quad (1)$$

1. 被解释变量——资金的流入、流出以及净流量

我国过去在对基金 FPR 问题的研究中,大多采用基金份额的变化或净值的变化来推算基金的资金净流动情况。将基金的申购和赎回合并的计算方式,无法清晰地反映出基金本期的资金流入和流出,容易丢失重要信息。本文实证分析的第一部分将反映当期基金申购金额和赎回金额的 $\ln B_{i,t}$ 和 $\ln S_{i,t}$ 作为因变量。 $B_{i,t}$ 和 $S_{i,t}$ 分别表示 i 基金在 t 季度的申购金额和赎回金额,它们根据国泰安数据库提供的基金当季申购份额和赎回份额以及基金期末单位净值计算:

$$BuU_{i,t} = Q_{b,i,t} \times (P_{i,t} + P_{i,t-1}) / 2 \quad (2)$$

$$S_{i,t} = Q_{s,i,t} \times (P_{i,t} + P_{i,t-1}) / 2 \quad (3)$$

其中 $Q_{b,i,t}$ 、 $Q_{s,i,t}$ 分别表示 i 基金在 t 季度的申购份额和赎回份额,而 $P_{i,t}$ 、 $P_{i,t-1}$ 分别表示 i 基金 t 季度末和 $t-1$ 季度末的单位净值。

另外,本文也借鉴了陆蓉和陈百助等、肖峻和石劲的方法^[3,6],采用反映基金当期资金净流量的 $NF_{i,t}$ 来做为因变量。 $NF_{i,t}$ 的计算方法如下:

$$NF_{i,t} = [TNA_{i,t} - TNA_{i,t-1} \times (1 + r_{i,t})] / TNA_{i,t-1} \quad (4)$$

其中, $TNA_{i,t}$ 、 $TNA_{i,t-1}$ 表示 i 基金第 t 期末和第 $t-1$ 期末的资产净值, $r_{i,t}$ 代表第 t 期 i 基金的单位复权净值增长率(原始回报率)。(4)式是相对粗略的指标,因为其假设了基金每季新增的资金均在季度末流入,而且所有基金分红用于再投资,忽略了由于基金投资所获收益为该基金带来的净资产增长,但该指标是目前国内 FPR 主流研究较常采用的代表资金净流量变动的指标。

2. 解释变量

本文主要解释变量为基金业绩,包括基金当期的季度回报率 $Rank_{i,t}$ 、上期的季度回报率 $Rank_{i,t-1}$ 和滞后一期年度回报率 $Rank_{i,[t-4,t-1]}$ 。以上三个业绩指标均设为基于复权单位净值增长率的序数回报率。比起基数回报率(Cardinal Measure),投资者对基金的序数回报率(OOrdinal Measures)更为敏感^[15]。序数回报率的定义方法:每期将样本基金按照其基数回报率由小到大排序,基数回报率排名最后的基金定义为 0,排名第一的定义为 1。

考虑股市周期对 FPR 的影响,本文引入表示不同股市周期的虚拟变量 $Bull_t$ 和 $Bear_t$,与基金的业绩表现进行交乘。若本期正处于牛市,则 $Bull_t = 1$,否则为 0,类似地,“熊市”则 $Bear_t = 1$,否则为 0。

3. 控制变量

国内外的相关研究中,基金资金流动的影响因素除了基金的业绩表现外还包括:基金投资风格;基金管理费率、基金的收益标准差、基金的搜索成本、基金分红、基金资产规模、基金家族资产规模、基金年龄。参考已有研究,本文控制了以下变量。

(1)基金收益标准差—— $Std_{i,[t-4,t-1]}$ 。本文以基金过去 12 个月的回报率年化标准差 $Std_{i,[t-4,t-1]}$ 作为控制变量。 $Std_{i,[t-4,t-1]} = \sigma_{i,[t-4,t-1]} \times \sqrt{12}$ (2)基金资产规模—— $\ln TNA_{i,t-1}$ 。本文选择基金季度末的资产规模(取对数值)来作为资产规模的代表变量。(3)基金分红频率、季度每单位分红总额—— $Num_Dividend_{i,t-1}$ 、 $Dividend_{i,t-1}$ 。基金的分红频率和分红金额均存在较大区别,那些分红频率较大、分红金额大的基金可能更受投资者的青睐。本文将基金季度分红次数与季度每单位分红金额作为控制变量。(4)基金年龄—— $\ln Age_{i,t-1}$ 。本文将基金截至上期末的成立天数(取其自然对数值)作为模型的控制变量之一。(5)基金家族规模—— $\ln Family_{i,t-1}$ 。基金家族规模的大小可能会影响到该公司旗下其他基金的资金流动,家族资产规模越大的公司越愿意付出更多的成本去宣传和销售旗下的基金产品,从而吸引更多的投资者关注^[2,18]。国内研究也发现,基金家族整体资产规模较大时,旗下的基金交易也更为活跃,旗下基金的净资金流入也比小规模家族更多^[9]。本文将上季度末基金所属家族管理的基金资产总取对数来表示家族规模 $\ln Family_{i,t-1}$ 。

(四) 描述性统计

根据上文定义,我们对部分变量进行描述性统计,具体见下表 2。根据表 2,总体看,基金的净资金流均值为 0.034,说明整体上净资金流有 3.4% 的增长。基金资产规模平均为 20.457 亿元,基金每年平均分红次数为 0.523 次,基金年龄平均为 7.34 年。

表 2 部分变量的描述性统计

变量	均值	中位数	标准差
$Flow_{i,t}$	0.034	0.046	0.316
$Std_{i,[t-4,t-1]}$	0.224	0.325	0.075
$TNA_{i,t-1}$	20.457	28.564	1.381
$Num_Dividend_{i,t-1}$	0.523	1.000	0.709
$Age_{i,t-1}$	7.340	9.500	0.515

四、实证分析

为了避免实证分析过程出现伪回归,本文在进行面板数据回归前对模型中的资金流入量、流出量和净流量等变量进行了单位根检验,其结果均拒绝了存在单位根假设,表明所有变量均为平稳序列,不含有单位根。

(一) 基金业绩与基金申购量、赎回量的关系

不同股市周期下基金业绩与基金资金流入、流出关系的回归结果见表3。表3中,模型I和模型II的Hausman检验统计量均在1%的水平下显著,所以我们选择固定效应回归。

表3 基金业绩与基金申购量、赎回量关系的检验结果

回归模型	I		II	
因变量	lnB _{i,t}		lnS _{i,t}	
股市分期方法	方法1	方法2	方法1	方法2
$Rank_{i,t} \times Bull_t$	0.943 (12.69) ***	0.825 (10.67) ***	0.123 (2.95) ***	0.0901 (2.45) **
$Rank_{i,t} \times Bear_t$	0.531 (9.70) ***	0.526 (8.77) ***	0.141 (4.59) ***	0.163 (5.04) ***
$Rank_{i,t-1} \times Bull_t$	0.572 (6.08) ***	0.585 (6.80) ***	0.112 (2.56) **	0.0656 (1.78)
$Rank_{i,t-1} \times Bear_t$	0.266 (4.29) ***	0.200 (3.51) ***	0.0220 (0.74)	0.0365 (1.16)
$Rank_{i,[t-4,t-1]} \times Bull_t$	1.372 (13.97) ***	1.403 (12.58) ***	0.238 (3.76) ***	0.287 (5.96) ***
$Rank_{i,[t-4,t-1]} \times Bear_t$	1.123 (17.02) ***	1.089 (12.56) ***	0.365 (9.73) ***	0.351 (8.13) ***
$Std_{i,[t-4,t-1]}$	1.771 (7.72) ***	1.763 (5.26) ***	1.183 (3.95) ***	1.264 (4.15) ***
$\ln TNA_{i,t-1}$	0.577 (18.85) ***	0.577 (9.06) ***	1.083 (33.05) ***	1.084 (33.09) ***
$Num_Dividend_{i,t-1}$	0.0789 (2.08) **	0.0413 (0.89)	-0.0152 (0.68)	-0.0142 (0.64)
$Dividend_{i,t-1}$	1.097 (9.22) ***	0.965 (5.59) ***	0.139 (2.90) ***	0.139 (2.89) ***
$\ln Age_{i,t-1}$	-0.943 (23.64) ***	-0.990 (12.23) ***	-0.197 (2.70) ***	-0.200 (2.73) ***
$\ln Family_{i,t-1}$	0.324 (8.15) ***	0.223 (2.47) *	0.0438 (1.14)	0.0442 (1.14)
样本量	9601	9601	9601	9601
Hausman 检验	101.19 ***	226.07 ***	178.54 ***	171.07 ***
F 检验	14.74 ***	15.07 ***	32.71 ***	35.16 ***
R-square	0.66	0.66	0.86	0.86
回归系数差异的 Wald 检验				
$\beta_1 - \beta_2$	0.412 (0.00) ***	0.299 (0.00) ***	-0.018 (0.71)	-0.073 (0.00) ***
$\beta_3 - \beta_4$	0.306 (0.00) ***	0.385 (0.00) ***	—	—
$\beta_5 - \beta_6$	0.249 (0.03) **	0.314 (0.00) ***	-0.127 (0.05) **	-0.064 (0.00) ***

注:以上为固定效应回归的结果,括号内为异方差修正的稳健性t统计量,***表示1%的显著性水平,**表示5%的显著性水平,而*则表示10%的显著性水平。 β_1 、 β_2 、 β_3 、 β_4 、 β_5 、 β_6 分别为 $Rank_{i,t} \times Bull_t$ 、 $Rank_{i,t} \times Bear_t$ 、 $Rank_{i,t-1} \times Bull_t$ 、 $Rank_{i,t-1} \times Bear_t$ 、 $Rank_{i,[t-4,t-1]} \times Bull_t$ 、 $Rank_{i,[t-4,t-1]} \times Bear_t$ 的回归系数。Wald检验的p值标注在括号内。

从表3的回归结果,我们有如下发现。(1)基金业绩与本期申购的关系:基金的当期业绩与历史业绩对基金当季的申购额均有显著的正影响;不管是在“牛市”周期还是“熊市”周期,模型I中基金当期业绩变量($Rank_{i,t}$)和历史业绩变量($Rank_{i,t-1}$ 、 $Rank_{i,[t-4,t-1]}$)的系数均在1%的水平上显著为正,且该结论在两种股市周期定义方法下一致,这表明基金的申购额与基金的当期业绩以及历史业绩均正相关,基金良好的业绩表现能吸引投资者对基金的申购。同时,我们也发现投资者在申购基金时更关注基金的滞后年度序数回报率;基金的滞后年度序数回报率 $Rank_{i,[t-4,t-1]}$ 的回归系数在“牛市”和“熊市”均显著大于基金的当季和上季回报率的系数(其中 $Rank_{i,[t-4,t-1]} \times Bull_t$ 系数为1.372和1.403, $Rank_{i,[t-4,t-1]} \times Bear_t$ 系数为1.123和1.089),这意味着投资者对基金过去一年的回报率更为敏感,更偏向于选择那些中长期业绩表现良好的基金。检验结果支持假设1。(2)基金业绩与本期赎回的关系:基金的当季回报率和滞后年度回报率对基金的赎回量有正的影响;模型II中除了 $Rank_{i,t-1} \times Bull$ 、 $Rank_{i,t-1} \times Bear$ 的回归系数较小而且不显著外,其他的业绩指标包括 $Rank_{i,t} \times Bull$ 、 $Rank_{i,t} \times Bear$ 、 $Rank_{i,[t-4,t-1]} \times Bull$ 、 $Rank_{i,[t-4,t-1]} \times Bear$ 均在1%或5%的水平下显著为正,由此可以证明,基金的上季度的业绩表现对投资者的赎回行为并没有太大影响,但基金的当季回报率和滞后年度回报率越高,投资者将越有可能赎回该基金,我国基金市场的确存在着“异常赎回”。另外,和投资者的申购行为相似,投资者的赎回行为对基金的中长期业绩表现(滞后年度序数回报率)更为敏感;从模型II中 $Rank_{i,[t-4,t-1]} \times Bull$ 回归系数显著大于 $Rank_{i,t} \times Bull$ 的系数, $Rank_{i,[t-4,t-1]} \times Bear$ 的回归系数也显著大于 $Rank_{i,t} \times Bear$ 的系数,由此可以得知,不管在“牛市”还是“熊市”,投资者

的赎回行为都更容易受到基金的滞后年度回报率的影响,那些中长期业绩表现良好的基金更容易遭受大量的赎回。检验结果支持假设 1。(3)关于控制变量:模型 I 和模型 II 中基金的风险程度(收益标准差)系数均在 1% 的水平下显著为正,这说明基金的申购量和赎回量均与基金的风险程度有显著正关系,反映了我国的投资者存在较强的投机心态,热衷于追逐高风险的基金。基金的资产规模与基金的申购量、赎回量均呈显著正关系。规模大的基金也可以付出更多的营销努力,从而能够更容易吸引投资者的关注。但是,随着基金规模的增大,其管理难度也会增大,这也容易使投资者对其未来的业绩表现失去信心,从而选择赎回大规模的基金。基金上季度的分红次数对基金的申购和赎回量均没有显著影响,但是基金的上季分红金额对基金的申购量和赎回量均有显著正的影响。基金前期有分红说明其运营和盈利能力良好,而且分红过后基金的净值降低,更有利于投资者的申购。同时,因为有部分投资者会把基金分红解读为基金经理人找不到更好的投资渠道从而分配部分资产,从而降低对该基金的信心,导致赎回量加大。从模型 I 和模型 II 中基金分红金额系数可以看到,基金因分红引起的申购量明显高于赎回量,所以总体上基金分红对基金的资金净流入有正面的影响。基金的年龄与申购及赎回变量均显著负相关。这一结论与莫泰山的检验一致^[9]。基金家族的资产规模与基金的申购量呈显著正相关。结果与 Sirri 和 Tuffano 的研究结果相符^[2]。一般认为,基金家族资产规模大的基金公司在市场上容易具有更大的影响力,并拥有更多的明星基金从而为其旗下基金产生明星效应,吸引更多投资者的关注,因此能获得比小规模基金公司更大的资金流入。

(二) 股市周期对业绩资金流关系的影响

比较表 3 中牛熊市与业绩交乘项的系数是否存在显著差异,能够提供股市周期波动是否影响业绩资金流关系的证据。根据表 2 下半部分的 Wald 检验,我们发现模型 I 中的 $\beta_1 - \beta_2$ 、 $\beta_3 - \beta_4$ 、 $\beta_5 - \beta_6$ 均显著大于 0,表明基金的申购量在“牛市”和“熊市”下对基金业绩的敏感度有显著的差异性,投资者在“牛市”中更热衷于购买业绩表现良好的基金,其对基金业绩表现的正反馈行为更为突出,而在“熊市”中对基金业绩表现的敏感度则相对较低。

模型 II 中的 $\beta_1 - \beta_2$ 、 $\beta_3 - \beta_6$ 也存在显著小于 0 的现象(方法 1 中的 $\beta_5 - \beta_6$ 在 5% 的水平上显著小于 0,方法 2 中的 $\beta_1 - \beta_2$ 、 $\beta_3 - \beta_6$ 均在 1% 的水平上显著小于 0),这意味着基金的赎回量在“牛市”和“熊市”下对基金业绩的敏感度也存在差异性:相比于“牛市”,投资者在“熊市”周期中更容易赎回那些业绩表现良好的基金,“异常赎回”的现象更为显著。

综合而言,在“牛市”中,基金的申购量对基金业绩表现的敏感度更强,“追逐业绩”的行为更显著,而基金的赎回量对基金业绩表现的敏感度降低,“异常赎回”的行为不明显;相反,在“熊市”中,基金的申购量对基金业绩表现的敏感度降低,“追逐业绩”的行为不明显,而基金的赎回量对基金业绩表现的敏感度更强,“异常赎回”的行为更突出。检验结果支持假设 3。

(三) 基金业绩与净资金流的关系

本文检查基金业绩与净资金流的关系,以及“牛熊”市下业绩净资金流关系是否有显著差异,回归结果如表 4 所示。

表 4 显示, $Rank_{i,t} \times Bull_t$ 、 $Rank_{i,t} \times Bear_t$ 、 $Rank_{i,t-1} \times Bull_t$ 和 $Rank_{i,t-1} \times Bear_t$ 的回归系数并不显著,这是申购行为与赎回行为互相抵消而导致的,但 $Rank_{i,[t-4,t-1]} \times Bull_t$ 、 $Rank_{i,[t-4,t-1]} \times Bear_t$ 的系数仍在 1% 的水平上显著为正,这表明从整体上来看,基金的资金净流入对基金的中长期业绩(滞后年度序数回报率)最为敏感,同时基金业绩的提高能为基金的净资金流量带来正的影响,这意味着“赎回异像”在整体上并不存在,这也与前面第一部分的回归结果的推断相一致,也与肖峻、冯金余的发现基本一致^[6-7]。检验结果支持假设 2。结合表 2 结果发现,业绩良好的基金其资金净流入多,但是业绩表现不好的基金却没有遭受到严重的赎回(因为赎回方程中业绩指标的系数均为正),这表明基金的业绩

与资金流入的关系具有不对称性,呈“凸”状。

表4中, $Rank_{i,[t-4,t-1]} \times Bull_t$ 和 $Rank_{i,[t-4,t-1]} \times Bear_t$ 的系数差 $\beta_5 - \beta_6$ 显著大于0,表明投资者在“牛熊”两市下对基金业绩的敏感度有显著差异:在“牛市”中投资者对基金的业绩表现具有更为突出的正反馈投资行为,“追逐业绩”的投资心理更强;在“熊市”中,投资者对基金的业绩表现较为不敏感,具有“忽视业绩”倾向。这与前面对投资者在不同股市周期下申购与赎回行为的特点基本吻合。结果仍旧支持假设3。

表4 基金业绩与净现金流量关系的检验结果

模型	III	
因变量	$NF_{i,t}$	
股市分期方法	方法1	方法2
$Rank_{i,t} \times Bull_t$	-0.0852(-1.41)	-0.0742(-1.32)
$Rank_{i,t} \times Bear_t$	-0.0112(-0.47)	-0.00726(-0.34)
$Rank_{i,t-1} \times Bull_t$	-0.0367(-0.30)	0.107(0.99)
$Rank_{i,t-1} \times Bear_t$	0.0584(1.87)	-0.0127(-0.63)
$Rank_{i,[t-4,t-1]} \times Bull_t$	0.339(2.86)**	0.255(2.87)**
$Rank_{i,[t-4,t-1]} \times Bear_t$	0.126(4.71)***	0.141(4.69)***
Controls	yes	yes
Hausman 检验	263.09***	264.39***
F 检验	2.17***	2.17***
R-square	0.10	0.11
Wald 检验: $\beta_5 - \beta_6 = 0$	0.213(0.05)**	0.114(0.07)*

五、稳健性检验

本文还采用申购份额和赎回份额作为被解释变量、采用第三种股市周期定义方法以及构建动态面板模型对第四部分的结论进行稳健性检验。

(一) 采用基金当期的申购和赎回份额作为被解释变量

我们采用基金的当期申购份额 $\ln Q_{b,i,t}$ 和赎回份额 $\ln Q_{s,i,t}$ 作为模型 I 和模型 II 的因变量进行稳健性检验。 $Q_{b,i,t}$ 和 $Q_{s,i,t}$ 分别表示基金本季度的申购份额数和赎回份额数。回归结果如表5所示。从表5可以看到,代表基金业绩表现的变量其系数依然为正,而中长期业绩(滞后年度序数回报率)的系数最大,这再次证明基金的申购量和赎回量均与基金的业绩正相关,而且对中长期业绩表现最为敏感。结果仍支持假设1。另外,表4的Wald检验结果中,除了模型II的不同股市周期下的业绩变量系数不存在显著性差异以外,其他与前文的结果一致,结果仍支持假设3。

表5 采用基金当期的申购和赎回份额作为因变量的回归结果

模型	I		II	
因变量	$\ln Q_{b,i,t}$		$\ln Q_{s,i,t}$	
股市分期方法	方法1	方法2	方法1	方法2
$Rank_{i,t} \times Bull_t$	0.896(11.73)***	0.755(9.91)***	0.130(3.29)***	0.0979(2.64)***
$Rank_{i,t} \times Bear_t$	0.545(9.62)***	0.559(9.73)***	0.131(4.01)***	0.147(4.49)***
$Rank_{i,t-1} \times Bull_t$	0.505(5.96)***	0.535(6.37)***	0.0951(2.12)**	0.0703(1.82)*
$Rank_{i,t-1} \times Bear_t$	0.269(4.79)***	0.206(3.74)***	0.0068(0.23)	0.010(0.31)
$Rank_{i,[t-4,t-1]} \times Bull_t$	1.242(12.15)***	1.189(10.43)***	0.133(2.17)**	0.119(2.21)**
$Rank_{i,[t-4,t-1]} \times Bear_t$	0.965(11.07)***	0.974(11.53)***	0.172(4.10)***	0.188(4.14)***
Controls	yes	yes	yes	yes
样本量	9601	9601	9601	9601
Hausman 检验	79.35***	72.44***	134.23***	125.33***
F 检验	13.80***	13.83***	25.08***	27.20***
R-square	0.64	0.64	0.84	0.84
	回归系数差异的 Wald 检验			
$\beta_1 - \beta_2$	0.351(0.00)***	0.196(0.02)**	-0.001(0.98)	-0.049(0.28)
$\beta_3 - \beta_4$	0.236(0.02)**	0.329(0.00)***	—	—
$\beta_5 - \beta_6$	0.277(0.00)***	0.215(0.05)**	-0.040(0.54)	-0.069(0.26)

(二) 采用第三种方法定义“牛熊市”

前文的实证分析将我国的股市周期仅分为“牛市”和“熊市”两个阶段,且其定义方法相对宽松。我们接下来采用前文所说的金融业另一种较为常用的股市周期定义方法(方法3),以正负20%的上证综指增长率作为阈值,将我国股市划分为“牛市”(Bull_t)、“熊市”(Bear_t)和“震荡市”(Usual_t)进行稳健性检验。Bull_t、Usual_t、Bear_t 分别表示股市的“牛市”阶段,“震荡”阶段和“熊市”阶段。若本期处于“牛市”,则 Bull_t = 1,否则为0;若本期是“震荡市”,则 Usual_t = 1,否则为0;若本期为“熊市”,则 Bear_t = 1,否则为0。

回归结果如表6所示,根据表6发现:回归结果中除了模型III中的 $Rank_{i,t-4,t-1} \times Bear_t$ 系数不显著以及模型II中的 β_7 和 β_9 并不存在显著差异以外,其他系数的显著性与前文基本吻合。

(三) 构建动态面板回归

考虑到基金资金流在时间上具有连续性,即当期的基金资金流与上期的资金流存在相关性,因此本文在模型(1)、模型(2)、模型(3)的基础上引入滞后一期的资金流量作为解释变量,建立动态面板模型。

由于在解释变量中加入了因变量的滞后一期,导致了解释变量的内生性,因此不能用一般的固定效应面板数据估计方法进行回归,否则会得到有偏、非一致估计的结果。采用差分广义矩(Difference—GMM)对动态面板进行估计能解决内生性的问题,系统广义矩估计(System—GMM)由于利用了更多地样本信息,能比差分广义矩估计更为有效,因此本文选择采用两步的系统广义矩估计方法。回归的结果如表7所示。

表7可以看到,基金的本期申购量和赎回量都和上期的申购和赎回量成正相关关系,这表明投资者的申购和赎回行为在时间上有明显的持续特征。而动态面板的业绩和牛熊市交互项的系数,以及系数差异显著性检验结果都与前文的静态面板回归结果基本一致。

六、结论

本文在考虑股市表现情况下,系统检查基金申购和赎回金额与基金短中长期业绩的关系。具体结果如下。

1. 基金的申购量与赎回量均与基金的业绩表现正相关。不管是在“牛市”还是“熊市”,基金良好的业绩表现会同时引起基金资金的流入和流出,而且基金的中长期业绩(滞后年度回报率)对投资者行为的影响最大。单从投资者的赎回行为来看,业绩表现良好的基金反而有更大的赎回量,业绩不

表6 采用方法3对“牛熊市”进行定义的回归结果

回归模型	I	II	III
因变量	$\ln B_{i,t}$	$\ln S_{i,t}$	$NF_{i,t}$
$Rank_{i,t} \times Bull_t$	0.891(7.24)***	-0.0185(-0.30)	-0.131(-1.02)
$Rank_{i,t} \times Usual_t$	0.601(10.12)***	0.174(5.73)***	-0.0135(-0.59)
$Rank_{i,t} \times Bear_t$	0.472(5.56)***	0.122(2.08)**	-0.0203(-0.84)
$Rank_{i,t-1} \times Bull_t$	0.948(6.95)***	0.0806(1.37)	0.278(1.06)
$Rank_{i,t-1} \times Usual_t$	0.206(3.40)***	0.0517(1.72)*	-0.0271(-1.36)
$Rank_{i,t-1} \times Bear_t$	0.300(3.08)***	0.0133(0.25)	0.0400(2.22)**
$Rank_{i,t-4,t-1} \times Bull_t$	1.113(6.58)***	0.153(1.71)*	0.435(2.16)**
$Rank_{i,t-4,t-1} \times Usual_t$	1.446(18.16)***	0.395(9.98)***	0.163(5.82)***
$Rank_{i,t-4,t-1} \times Bear_t$	0.515(3.76)***	0.252(3.21)***	0.0497(1.60)
Controls	yes	yes	yes
Hausman 检验	109.39***	162.51***	250.92***
F 检验	15.12***	34.78***	1.99***
R-square	0.66	0.87	0.12
回归系数差异的 Wald 检验			
$\beta_1 - \beta_3$	0.419(0.00)***	-0.141(0.07)*	—
$B_4 - \beta_6$	0.648(0.00)***	—	—
$B_7 - \beta_9$	0.598(0.00)***	-0.099(0.38)	0.385(0.00)***

表7 动态面板模型回归结果

回归模型	I	II	III
因变量	$\ln B_{i,t}$	$\ln S_{i,t}$	$NF_{i,t}$
股市分期方法	方法1	方法1	方法1
滞后一期因变量	0.561(18.44)***	0.544(13.73)***	0.0383(0.43)
$Rank_{i,t} \times Bull_t$	0.992(7.89)***	0.197(2.22)**	0.0209(0.17)
$Rank_{i,t} \times Bear_t$	0.400(3.37)***	0.149(1.77)*	0.0463(1.07)
$Rank_{i,t-1} \times Bull_t$	0.503(3.25)***	0.242(2.63)***	-0.0562(-0.25)
$Rank_{i,t-1} \times Bear_t$	0.121(1.00)	0.166(2.37)**	0.00241(0.05)
$Rank_{i,t-4,t-1} \times Bull_t$	0.306(2.51)**	0.179(2.92)***	0.235(1.66)*
$Rank_{i,t-4,t-1} \times Bear_t$	0.0558(0.69)	0.161(3.29)***	0.0778(1.81)*
Controls	yes	yes	yes
Hansen 检验(p值)	0.99	0.99	0.99
Arellano-Bond test for AR(1)(p值)	0.00***	0.00***	0.00***
Arellano-Bond test for AR(2)(p值)	0.46	0.86	0.63
回归系数差异的 Wald 检验			
$\beta_1 - \beta_2$	0.592(0.00)***	0.048(0.71)	—
$\beta_3 - \beta_4$	0.382(0.02)**	0.076(0.52)	—
$\beta_5 - \beta_6$	0.250(0.04)**	0.018(0.80)	0.157(0.00)***

注:以上按动态面板回归通过 Stata 的 xtabond2 命令完成的,回归系数的括号内为异方差修正的 t 统计量。Hansen 检验的 p 值大于 0.10,表明该模型中构建的工具变量有效。关于残差序列相关性检验的 AR(1)p 值小于 0.01,AR(2)的 p 值大于 0.10,这表明模型的构建整体有效。

好的基金会继续被投资者持有,这结果与陆蓉等发现的“赎回异象”相似^[3]。根据“前景理论”和“处置效应”,相对于盈利而言投资者对损失更为敏感,这种“两鸟在林,不如一鸟在手”、“落袋为安”和“害怕后悔”的投资心理,很好地为我们解释了为什么投资者会赎回业绩良好的基金而继续持有业绩表现较差的基金。

2. “赎回异象”在整体上并不存在。虽然我们发现基金业绩向好会同时引起申购量和赎回量的增加,但是基金整体资金净流入表现为增加的,投资者整体上是“追逐业绩”的,“赎回异象”整体上并不存在。这与西方关于FPR的大量实证研究结论相一致,国内部分研究所发现的“赎回异象”可能只是采用特定时期特定样本作为研究对象导致的结果,更有可能是这些研究将申购和赎回资金合并采用净现金流作为被解释变量所出现的误导性发现。

3. 投资者在“牛市”倾向于“追逐业绩”,在“熊市”则更倾向于“忽视业绩”。在“牛市”和“熊市”阶段,投资者的申购和赎回行为对基金业绩表现的敏感性具有不对称性。无论是单独从投资者的申购、赎回行为来看,还是从整体的基金资金净流入来看,面对基金的业绩表现,投资者在“牛市”具有更突出的正反馈行为,而在“熊市”则偏向于“逆向操作”,这一结论与肖峻的研究吻合^[12]。根据“房钱效应”,投资者在“牛市”中获得了较大的收益,对风险和损失的厌恶程度较低,更为冒险。同时由于存在着归因偏差,投资者在“牛市”成功时会倾向于把盈利的原因归于自身过人的能力与知识,产生过度自信,从而会增强其正反馈交易。正是因为这种“房钱效应”和“过度自信”的心理,使得投资者在“牛市”时会加大对业绩良好的基金的申购量,“追逐业绩”的表现更为突出。在“熊市”阶段,由于股市的持续低迷,投资者对基金业绩的表现缺乏信心,同时害怕风险所带来的损失,“处置效应”心理尤为显著,所以投资者会在“熊市”加大对前期业绩表现好的基金的赎回以兑现收益和规避风险,而那些较差基金会继续被投资者持有以期未来能够出现业绩的上涨。综合来看,正是“牛市”中的“房钱效应”、“过度自信”和“熊市”中突出的“处置效应”,使得投资者在“牛市”偏向于“追逐业绩”而在“熊市”更倾向于“忽视业绩”。

根据委托—代理理论,只有建立有效的激励机制才能有效降低基金管理者和基金投资者之间的利益冲突。本文的研究发现,在“牛市”,投资者“追逐业绩”的行为倾向得到了充分体现,并对基金管理人产生最为显著的激励作用,但是在“熊市”,由于我国基金持有人存在明显的“异常赎回”和“处置效应”,使得业绩表现好的基金引起了大量的赎回。投资者在“熊市”的这种处置行为,会大大削弱了基金业绩对基金管理人“激励效应”,使管理人放弃通过提高基金的业绩来实现自身利益,而采取一些不利于投资者的行为来实现基金规模的扩张和管理费收入的增加,从而加剧管理人与投资者的代理问题。

参考文献:

- [1] Ippolito R A. Consumer reaction to measures of poor quality: evidence from the mutual fund industry[J]. Journal of Law and Economics, 1992, 35(1): 45-70.
- [2] Sirri E R, Tufano P. Costly search and mutual fund flows[J]. Journal of Finance, 1998, 53(5): 1589-1622.
- [3] 陆蓉, 陈百助, 徐龙炳等. 基金业绩与投资者的选择——中国开放式基金赎回异常现象的研究[J]. 经济研究, 2007(6): 39-50.
- [4] 汪慧建, 张兵, 周安宁. 中国开放式基金赎回异象的实证研究[J]. 南方经济, 2007(8): 65-73.
- [5] 冯金余. 开放式基金赎回与业绩的内生性——基于中国动态面板数据的分析[J]. 证券市场导报, 2009(3): 28-34.
- [6] 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(1): 112-125.
- [7] 冯金余. 国内基金市场不存在“赎回异象”吗? ——基于基金业绩与资金流动视角[J]. 证券市场导报, 2012(12): 63-74.
- [8] 姚颀, 刘志远. 我国开放式基金赎回行为的实证研究[J]. 经济科学, 2004(5): 48-57.
- [9] 莫泰山. 中国开放式基金真的存在“赎回异象”吗? ——对开放式基金业绩和资金流入关系的实证检验[J]. 投资研究, 2013(9): 126-137.

- [10] Ivkovic Z, Weisbenner S. Individual investor mutual fund flows[J]. *Journal of Financial Economics*, 2009, 92(2): 223 - 237.
- [11] Gervais S, Odean T. Learning to be overconfident. [J]. *Review of Financial Studies*, 2001, 14(1): 1 - 27.
- [12] 肖峻. 股市周期与基金投资者的选择[J]. *经济学(季刊)*, 2013(4): 1299 - 1320.
- [13] Patel J, Zeckhauser R, Hendricks D. The rationality struggle: illustrations from financial markets[J]. *American Economic Review*, 1991, 81(2): 232 - 236.
- [14] Kale Alex, Santini D L, Jack Walber. Lessons from the growth history of mutual funds[R]. Unpublished Working Paper, 1991.
- [15] Noel C, Gavan J, Prince R A. An individual level analysis of the mutual fund investment decision[J]. *Journal of Financial Services Research*, 1996, 10(1): 59 - 82.
- [16] Roston M. Mutual Fund managers and life cycle risk: an empirical investigation[J]. University of Chicago, 1996, 145 - 168.
- [17] Guercio D D, Tkac P A. The determinants of the flow of funds of managed portfolios: mutual funds versus pension funds[J]. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 2002, 37(4): 523 - 558.
- [18] Kempf A, Ruenzi S. Status quo bias and the number of alternatives-an empirical illustration from the mutual fund industry[J]. *Journal of Behavioral Finance*, 2006, 7(4): 204 - 213.
- [19] 刘志远, 姚颐. 开放式基金的“赎回困惑”现象研究[J]. *证券市场导报*, 2005(2): 37 - 41.
- [20] Kao G W, Cheng L T W, Chan K C. International mutual fund selectivity and market timing during up and down market conditions[J]. *Financial Review*, 1998, 33(2): 127 - 144.
- [21] Capocci D P J, Corhay A, Hubner G. Hedge fund performance and persistence in bull and bear markets[J]. *The European Journal of Finance*, 2005, 11(5): 361 - 392.
- [22] 杨阳, 万迪昉. 不同市态下投资者情绪与股市收益、收益波动的异化现象——基于上证股市的实证分析[J]. *系统工程*, 2010(1): 19 - 23.
- [23] 何小杨. 中国开放式基金业绩与投资者的选择——“基金热”前后开放式基金赎回现象对比研究[J]. *证券市场导报*, 2010(6): 69 - 77.
- [24] Capocci D P J, Hubner G. An analysis of hedge fund performance[J]. *Journal of Empirical Finance*, 2004, 11(1): 55 - 89.
- [25] Wiggins J B. Betas in up and down markets[J]. *General Information*, 1992, 27(1): 107 - 123.
- [26] Fletcher J. On the conditional relationship between beta and return in International stock returns[J]. *International Review of Financial Analysis*, 2000, 5(3): 235 - 245.
- [27] Nanda V K, Wang Z J, Zheng L. Family values and the star phenomenon: strategies of mutual fund families[J]. *Review of Financial Studies*, 2004, 17(3): 667 - 698.

[责任编辑:杨志辉]

The Influence of Fund Performance on Investors' Purchase and Redemption Behavior: Evidence with Considering Stock Market Cycle

XIAO Jihui

(Management School, Jinan University, Guangzhou 510632, China)

Abstract: Net cash flow of funds is the trade-off of cash inflow and cash outflow. And the net cash flow is the result of purchase and redemption decisions made by investors. In order to systematically examine the reaction of investors in face of fund performance, this paper distinguishes the behaviors of investors into purchase and redemption, and has a further examination on the sensitivity of investors' reaction to fund performance in bull or bear market by using samples of open-end funds in China between the years of 2005 to 2014. The result shows: (1) both the purchase and redemption of a fund is positively related to fund performance; (2) the net flow of a fund has a positive correlation with the performance of the fund, indicating that the "Redemption Puzzle" found in existing paper does not exist; (3) investors behavior differently in different stages of the stock market cycle. In the bull market, investors tend to be "return chasing", while in the bear market, they tend to be "return ignoring".

Key Words: open-end fund; fund performance; purchase behavior; redemption behavior; stock market cycle; investor sentiment; redemption dilemma; fund investment