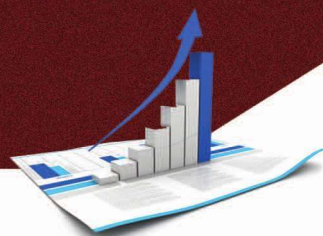


WOGUO JIJINTOUZIZHE
XINGWEI YU JIJINGUANLIREN CELUE YANJIU



我国基金投资者行为与 基金管理人策略研究

肖 峻 著

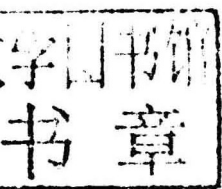


江西高校出版社
JIANGXI UNIVERSITIES AND COLLEGES PRESS

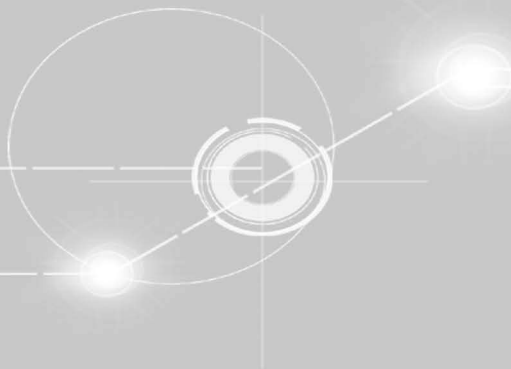
WOGUO JIJINTOUZIZHE
XINGWEI YU JIJINGUANLIREN CELUE YANJIU



我国基金投资者行为与 基金管理人策略研究



肖 峻 著



江西高校出版社
JIANGXI UNIVERSITIES AND COLLEGES PRESS

图书在版编目(CIP)数据

我国基金投资者行为与基金管理人策略研究/肖峻著.
—南昌:江西高校出版社,2013.12
ISBN 978-7-5493-2308-1

I. ①我... II. ①肖... III. ①基金-投资-研究-中国 IV. ①F832.51

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2013) 第 315088 号

出版发行	江西高校出版社
社 址	江西省南昌市洪都北大道 96 号
邮 政 编 码	330046
总编室电话	(0791) 88504319
销 售 电 话	(0791) 88511423
网 址	www.juacp.com
印 刷	天津市天办行通数码印刷有限公司
照 排	江西太元科技有限公司照排部
经 销	各地新华书店
开 本	850mm×1240mm 1/32
印 张	6.375
字 数	170 千字
版 次	2013 年 12 月第 1 版第 1 次印刷
书 号	ISBN 978-7-5493-2308-1
定 价	19.80 元

赣版权登字-07-2013-679
版权所有 侵权必究

目录

绪论 /1

一、研究背景和问题提出 /1

二、主要内容与章节结构 /6

第一章 文献综述 /9

一、基金投资者投资行为研究评述 /9

二、基金管理人利益输送策略研究评述 /13

三、基金管理人自购投资策略研究评述 /25

第二章 基金“业绩—资金流量关系”与“赎回异象” /36

一、引言 /37

二、文献评述 /39

三、研究方法和样本 /43

四、实证结果及分析 /50

五、关于“明星效应”的进一步的探讨 /56

六、稳健性检验 /59

七、关于我国基金市场业绩激励机制的探讨	/61
第三章 股市周期与基金投资者的选择	/67
一、引言	/67
二、研究方法和样本	/72
三、实证结果及分析	/84
四、一个行为金融学的解释 “房钱效应”、“过度自信”与“处置效应”	/89
五、稳健性检验	/92
六、股市周期与时变的基金管理人激励机制	/98
第四章 股市波动、基金业绩噪声与基金投资者决策	/102
一、引言	/102
二、研究方法和样本	/105
三、实证结果及分析	/109
四、基金业绩噪声对基金市场的危害及治理对策	/114
第五章 基金管理人利益输送策略研究	/120
一、引言	/120
二、文献评述	/122
三、样本及研究方法	/124
四、实证结果及分析	/131
五、进一步的探讨	/134
六、结论	/139

第六章 基金管理人自购投资策略研究 /141

一、基金公司自购投资、基金公司治理结构与基金绩效 /142

二、基金公司自购投资与基金经理风险调整策略、羊群行为及 处置效应 /147

三、基金公司自购投资、基金公司治理结构特征与投资者财富 转移效应 /153

四、基金公司自购公告信息、营销策略与基金投资者投资决策 /155

附录 /158

参考文献 /183

绪 论

一、研究背景和问题提出

基金业绩在基金市场差异化竞争中发挥信号作用,向投资者传递基金“质量”(投资水平优劣)的信息,进而影响投资者决策。Cappon、Fitzsimons 和 Prince (1996) 针对美国 3000 名共同基金投资者的一次大型问卷调查结果表明,基金业绩是影响投资者投资选择的最重要变量。二十世纪九十年代以来,海外学术界大量有关基金“业绩—资金流量关系”(flow-performance relationship) 的实证研究表明,基金历史业绩与资金流量之间存在显著的正相关性,投资者总体表现为“业绩追逐者”(return chaser),并且业绩排名前列的明星基金(star fund)能够吸引超大规模的资金流入,产生“明星效应”。Ippolito (1992) 发现基金超额回报率与其年度规模百分比增长率之间呈现线性正相关。Sirri 和 Tufano(1998) 发现业绩排名前 20% 的绩优基金受到投资者大力追捧,能够吸引超大规模的资金流入,排名后 20% 的绩劣基金却并不引发超额赎回。Nanda、Wang 和 Zheng (2004) 重点考察了明星基金效应,他们发现成为明星基金能够吸引

超常规规模的资金流入,并且能够产生溢出效应,帮助同一家族内其他基金吸引增量资金。

与海外研究形成鲜明对比的是,国内学术界近年来的相关研究多数发现我国基金市场存在“赎回异象”:基金短期(季度)回报率与资金流量之间呈现显著的负相关性,投资者对待基金业绩表现出非理性的“反向选择”,他们“惩罚”绩优基金却“追逐”绩劣基金。刘志远和姚颐(2004)发现基金季度回报率与赎回率成正比,伴随基金业绩增长,赎回率不降反升,他们据此认为我国开放式基金存在“赎回困惑”。陆蓉和陈百助等(2007)发现基金季度原始回报率对资金净流量产生显著的负面影响,他们据此认为投资者根据基金业绩进行“反向选择”,“赎回异象”真实存在。其他相关的后续研究如汪慧建等(2007)、张建江(2009)、冯金余(2009)等得到了近似的结论。很显然,国内学者有关“赎回异象”的研究结论与海外相关研究成果存在重大分歧。那么,这一分歧究竟真实揭示了我国基金投资者令人震惊的非理性的“反向选择”行为,抑或“赎回异象”仅仅是一种“假象”?对该问题的解答不仅关系到我国基金市场有效激励机制的建立,还将对基金投资策略、基金评级等市场实务运作产生重要影响,因此,这是涉及我国基金市场发展的“大是大非”的问题,非常有必要展开更深入的探讨。

根据“委托—代理”理论的分析,基金投资者行为模式(基金“业绩—资金流量关系”)不但影响投资者自身投资回报,还可能深刻影响基金管理人追求利益最大化的交易策略。九十年代中后期以来,

Chevalier 和 Ellison(1997) ,Nanda、Wang 和 Zheng (2004) 等人发现了下凸的“业绩—资金流量关系”曲线和明星基金“溢出效应”(spillover effect) ,这些实证研究结果暗示着,考虑到基金管理成本以及资源有限的约束条件,基金家族有足够的动机依据对家族有利的原则来区别对待下属基金,通过偏好性支持那些“高家族价值”基金来实现整个基金家族的利益最大化。近年来,海外有关基金家族利益输送策略的研究迅速涌现,与以往基金研究的重要不同之处在于,这类研究并不孤立地以单一基金为研究对象,而是立足于基金家族层面来考察其策略性行为。Matos、Gaspar 和 Massa(2006) 等人的经验研究证实,基金家族利用选择性地分配内部资源以及反向交易等策略性行为,将家族内其他基金收益向“高家族价值”基金进行转移。他们的经验证据也反映出,即使是在发展较成熟的美国共同基金业,基金家族利益输送的策略性行为也广泛存在。

2005 年末,我国基金业爆发了“公募基金是否向社保基金进行利益输送”的激烈争论,这一争论引起了监管当局和投资者对于基金家族利益输送策略的广泛关注。然而遗憾的是,国内学术界对于这一领域的系统性研究目前尚很鲜见。考虑到基金家族实施利益输送策略不仅损害(部分) 基金投资者福利,还可能对基金投资者的投资决策造成误导,因此,对于我国新兴的证券投资基金业而言,这一课题的研究尤其有着重要的理论和现实意义。

与美国主流的公司型共同基金不同,我国主流的证券投资基金均为合同型(或称契约型) 基金,其治理结构存在“天然”缺陷: 由于

合同型基金不具有法人资格,基金投资者地位仅为受益人而非股东,无法通过股东大会对基金重大投资决策行使表决权,亦无法通过选举基金董事来推出自身利益的代言人,因而处于弱势地位;反之,基金管理公司作为基金发起人处于绝对的强势地位,通过其所辖的投资决策委员会、风险控制委员会等职能机构,基金公司对下属基金投资运营具有举足轻重的影响力,包括对基金经理的任免、考核、薪酬安排等。此外,国内公募基金行业存在更严重的信息不对称,内幕交易盛行,这阻碍了投资者及外部基金评级机构对基金管理人的有效“监控”。在以上特殊的制度背景下,国内基金公司与投资人之间存在更激烈的利益冲突,“基金黑幕事件”、“重庆啤酒事件”等一系列媒体曝光的丑闻反映出基金公司信托责任严重缺失。出于强化基金公司信托责任、保护投资者利益等初衷,2005年6月,中国证监会颁布《关于基金管理公司运用固有资金进行基金投资有关事项的通知》,明确允许并鼓励基金公司利用固有资金自购投资于下属基金,以期基金公司与投资者之间形成一种“收益共享、风险共担”的“利益捆绑”机制。

近年来,基金公司自购投资方兴未艾,成为中国基金市场上一道独特的“风景线”。根据“委托—代理”理论分析可知,基金公司通过实施自购投资策略将公司利益与投资者利益捆绑在一起,由此形成的“利益捆绑”机制对下属基金的投资运营将产生深刻而复杂的影响。具体而言,这一机制一方面可能产生激励效应,另一方面亦可能引发隐蔽的道德风险,催生新的“委托—代理”问题。在此有必

要强调指出的是,基金管理公司自购投资是国内公募基金行业特有的金融现象,与美国共同基金业盛行的基金经理自购投资在诸多方面存在显著差异,至少包括:(1) 制度背景差异。美国共同基金多为公司制,而国内公募基金均为合同型,并且,国内基金行业存在更严重的信息不对称;(2) 投资主体差异。美国基金管理人自购的投资主体为基金经理个人,而我国则为基金管理公司;(3) 目标函数差异。美国基金经理个人投资追求私人回报最大化,而国内基金公司自购投资追求公司利润最大化;(4) “委托—代理”结构差异。基金公司自购投资形成更复杂的双重代理结构,基金经理同时代理基金公司和基金投资者进行投资,而基金公司本身并不直接管理自购头寸的投资运作。因此,基金公司自购投资策略对下属基金投资运营的影响相较基金经理自购投资更为复杂和不确定,所形成的激励机制的作用机理在诸多方面有别于后者。

最近几年,海外学术界针对美国共同基金经理自购投资的相关研究方兴未艾,已迅速发展成为基金研究领域的前沿热点。Khorana, Servaes 和 Wedge(2007) 首次考察了基金经理自购规模与基金未来绩效之间的相关性,研究发现,基金经理自购规模与基金未来风险调整后回报率之间显著正相关,这一实证结果证明基金经理自购投资能够产生显著的激励作用。在 Khorana 等人的研究基础上,Allison L. Evans(2008) 的研究发现,自购金额超过百万美元的基金,其风格调整后回报显著高于那些自购金额较低的基金。薪酬或更小的自购投资规模并未导致更低的基金扣费后回报率(net of fee per-

formance)。Hsuan Chi et al(2012) 也发现,基金经理自购投资能够产生激励效应,导致更高的基金回报率,并且自购投资产生的激励效应区别于与基金管理费收入制度相关的激励效应,前者导致基金经理更低的风险承担行为,而后者则正好相反。实际上,近年来中国证监会积极鼓励基金公司开展自购投资,然而,市场参与各方包括财经媒体对基金公司自购投资的利弊影响争议不断,对诸如“基金公司自购能否提高基金回报率”、“基金公司自购是否存在利益输送”、“自购信息披露是否是营销策略”等问题争论不休。迄今为止,学术界对基金公司自购这一具有重要政策意义和理论价值的课题缺乏足够的重视,相关的系统性研究几乎空白。

基于上述分析,本书在借鉴二十世纪九十年代以来有关基金投资者行为(基金“业绩—资金流量关系”)和基金公司交易策略研究文献的基础上,立足于中国基金市场,主要围绕着以下几个方面的课题展开实证和理论研究:(1)国内基金投资者是“业绩追逐者”还是“赎回异象”的始作俑者?(2)中国股市特征如高波动率、牛熊市涨跌幅巨大等如何影响基金投资者决策行为?(3)基金管理公司是否实施利益输送策略来追求家族利益最大化?(4)基金管理公司自购投资策略对基金市场激励机制的影响。

二、主要内容和章节结构

本书主体部分由两部分构成:第一部分为基金投资者投资行为研究,以基金“业绩—资金流量关系”为主要研究内容,针对“赎回异

象”、股市特征与基金投资者决策等课题展开实证研究和理论研究;第二部分为基金公司交易策略研究,主要从实证和理论两方面探讨了基金公司利益输送策略与基金公司自购投资策略。

从全书结构来看,除绪论外,共分为六章,第一章为文献综述,第二章为基金“业绩—资金流量关系”与“赎回异象”研究,第三章研究股市周期对基金投资者投资行为的影响,第四章考察股市波动、基金业绩噪声对基金投资者投资行为影响,第五章研究基金管理人利益输送策略,第六章主要对基金公司自购投资策略展开理论探讨。

绪论:阐述了有关基金投资者行为与基金公司交易策略的研究背景,归纳了四个方面的研究课题,并提纲挈领地指出全书结构和主要内容。

第一章:文献综述。本章分为以下几部分:第一部分,基金投资者投资行为研究评述;第二部分,基金管理人利益输送策略研究评述;第三部分,基金管理人自购投资策略研究评述。

第二章:基金“业绩—资金流量关系”与“赎回异象”。本章主要检验国内基金市场是否存在所谓的“赎回异象”。在研究方法上,分别以基金中长期(年度)的原始回报率、市场模型及 Fama-French 三因子模型调整后回报率作为解释变量,运用固定效应的非平衡面板数据回归模型进行实证研究,并运用“委托—代理”理论对实证结果进行理论分析,最后提出完善我国基金市场业绩激励机制的建议。

第三章:股市周期与基金投资者的选择。本章弥补了现有文献

普遍忽视股市周期波动对基金投资者行为可能产生显著影响这一不足,引入交叉变量来区分“牛”“熊”市投资者对待基金业绩的敏感性,并利用行为金融学理论对实证结果进行解释,最后探讨了基金市场“时变”的业绩激励机制。

第四章: 股市波动、基金业绩噪声与基金投资者决策。本章基于 Kim(2011) 等最新发展的理论模型,结合中国股市高波动率特征,考察了信息不对称条件下基金业绩噪声对投资者行为的影响,首次揭示了股市波动率、基金业绩噪声对国内基金投资者行为的深刻影响。本章最后分析了基金业绩噪声的危害并提出了相应的治理对策。

第五章: 基金管理人利益输送策略研究。本章以积极型开放式基金为样本(包括股票型基金和混合型基金),实证检验我国基金家族是否存在利益输送,并进一步讨论了利益输送的驱动因素。本章结论对于基金监管当局、基金公司及投资者都具有重要的现实意义。

第六章: 基金管理人自购投资策略研究。本章结合了中国公募基金行业的制度背景,基于“委托—代理”理论对基金管理公司自购投资所形成的激励机制展开了系统性的理论分析,并就相关实证方法和实证内容进行了详细论证。

本书涉及的样本数据主要来源于万德(WIND)数据库、国泰安(CSMAR)数据库及锐思数据库等,实证研究部分主要由统计软件 SAS 9.2 编程实现。

第一章 文献综述

一、基金投资者投资行为研究评述

基金业绩在基金市场差异化竞争中发挥信号作用,向投资者传递基金“质量”(投资水平优劣)的信息,进而影响投资者决策。二十世纪九十年代以来,海外学术界大量有关基金“业绩—资金流量关系”(flow-performance relationship)的实证研究表明,基金历史业绩与资金流量之间存在显著的正相关性,投资者总体表现为“业绩追逐者”(return chaser),并且业绩排名前列的明星基金(star fund)能够吸引超常规规模的资金流入,产生“明星效应”。与海外研究形成鲜明对比的是,近年来,很多国内学术界的相关研究发现我国基金市场存在“赎回异象”现象:基金短期(季度)回报率与资金流量之间呈现显著的负相关性,投资者对待基金业绩表现出非理性的“反向选择”,他们“惩罚”绩优基金却“追逐”绩劣基金。

(一) 国外文献综述

Capon、Fitzsimons 和 Prince (1996) 针对美国 3000 名共同基金投资者的一次大型问卷调查结果表明,基金历史业绩是影响投资者

投资选择的最重要变量。长期以来,有关基金业绩如何影响投资者决策,即基金“业绩—资金流量关系”的研究持续受到海外学术界的高度关注。早期的研究多数发现,基金业绩与资金流量之间呈现线性正相关关系。Patel、Zeckhauser 和 Hendricks (1991) 以 1975 年至 1987 年间 96 只免佣金的开放式股票型基金为样本,实证发现基金原始回报率与其年度净值增长金额之间存在线性正相关关系。Kane、Santini 和 Aber (1991) 以 1973 年至 1985 年间存续期超过 6 年的 131 只开放式股票基金为样本,分别采用基金超额回报率、夏普率及 Jensen's alphas 值作为业绩度量指标,实证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。类似地,Ippolito (1992) 以 1965 年至 1984 年间 143 只开放式股票基金为样本,实证发现基金超额回报率与其年度规模百分比增长率之间呈现线性正相关。

九十年代中后期的相关研究也支持基金历史业绩对资金流量具有显著正面影响的结论,但不同之处在于它还发现二者之间并非呈单调直线相关,而表现出非对称性:明星基金能够吸引超额的资金流入,产生“明星效应”,而绩劣基金并不引发超额的资金流出。Chevalier 和 Ellison (1997) 以 1982 年至 1992 年间成长型及收入成长型基金为样本,运用半参数模型实证发现,对于存续期少于 5 年的年轻基金,其业绩与资金流量关系接近于陡峭的直线相关,然而对于 5 年以上的老基金,二者之间表现为一条较平缓的凸曲线。Sirri 和 Tufano (1998) 选择基金原始回报率和市场模型调整后回报率作为业绩度量指标,运用分段线性回归技术建模,实证发现: (1) 基金

滞后一年的序数回报率与未来资金流量之间总体呈现正相关,然而这种正相关关系具有非对称性特征,业绩排名前 20% 的绩优基金受到投资者大力追捧,能够吸引超常规规模的资金流入,排名后 20% 的绩劣基金却并不引发超额赎回; (2) 资金流量对于业绩的敏感性随时间延长而降低,相对于滞后三年及五年的长期回报率,投资者最关注滞后一年的中长期回报率。Nanda、Wang 和 Zheng (2004) 以美国股市 1992 年至 1998 年间所有股票型基金为样本,运用固定效应的面板数据回归模型重点考察了明星基金效应,他们采用 Fama-French 三因子模型调整后回报率度量基金业绩,将业绩排名前 5% 的基金定义为明星基金,实证发现: (1) 平均而言,基金滞后年度回报率对未来一月的资金流量产生显著的正面影响; (2) 成为明星基金能够吸引超常规规模的资金流入,并且能够产生溢出效应,帮助同一家族内其他基金吸引增量资金。

(二) 国内文献综述

与海外研究成果截然不同,近年来,国内学术界多数相关研究文献发现基金短期(季度) 回报率与资金净流量之间呈现显著的负相关性,我国基金市场存在“赎回异象”: 投资者根据基金业绩进行“反向选择”,“惩罚”绩优基金却“追逐”绩劣基金。刘志远和姚颐 (2004) 发现基金季度回报率与赎回率之间成正比,伴随基金业绩增长,赎回率不降反升,他们据此认为我国开放式基金存在“赎回困惑”。李曜 (2004) 对 2003 年上半年我国 17 只开放式基金的净赎回比率和净值增长率进行了回归分析,发现基金净值增长率上升,赎