

文章编号: 1005—0523(2006)06—0028—03

我国开放式基金投资者流动性需求影响因素研究

吴英姿¹, 金发奇¹, 肖 荣²

(1. 中南大学 商学院, 湖南 长沙 410083, 2. 同济大学 经济与管理学院, 上海 200092)

摘要:我国的开放式基金在迅速发展的同时也经历了大规模的赎回, 而基金投资者的流动性需求是导致赎回行为的主要原因. 本文运用 2004 年和 2005 年开放式基金的季度数据, 研究了不同类型开放式基金投资者流动性需求的影响因素. 研究表明, 投资者流动性需求受多种因素的影响, 并且不同类型基金投资者流动性需求的影响因素也是有差异的.

关 键 词:开放式基金; 投资者流动性需求; 影响因素

中图分类号: F830.39

文献标识码: A

1 引言

80 年代以来, 开放式基金已成为当今国际基金业的主流和发展趋势, 我国开放式基金的发展势头非常迅猛. 目前, 上市的开放式基金的市值超过 5 000 亿元, 数量达到 171 只, 开放式基金已经成为我国基金业发展的生力军.

然而, 我国开放式基金除货币型基金外都遭遇了不同程度的净赎回, 短期大规模的资金流出对基金的经营是十分不利的. 相关研究表明, 基金的短期现金流的波动幅度与基金未来表现之间存在着明显的负相关^[1]. 开放式基金被迫变现资产的行为还会进一步加剧证券市场的动荡, 不利于市场的稳定. 因此, 对于开放式基金来说, 避免基金规模的大幅度减少是十分重要的. 开放式基金管理人在制定投资目标和投资组合时, 必须考虑到基金的流动性风险, 研究基金投资者流动性需求的影响因素, 从而采取控制投资者赎回行为的对策.

2 文献回顾

开放式基金投资者对货币的需求离不开交易, 预防和投机这三类动机, 而且投资者风险偏好不同, 投资不同类型的基金, 流动性需求也不相同. Vikram·Nanda(2000)^[2]构造了一个研究投资者流动性需求、基金管理人投资能力以及费率结构关系的模型, 认为基金费率的高低可以区分基金投资者的流动性需求的高低. Chevalier 和 Ellison (1997), Sirri 和 Tufano (1998)^[3]的研究认为基金的过去业绩与随后的资金流入有显著的正相关关系. John Rea et al. (2003)^[4]研究发现美国的股票型基金收益存在“反规模效应”.

李耀, 于进杰(2004)^[5]认为开放式基金中的高比例赎回现象是基金市场中的一种“处置效应”, 背后的原因是投资者面临收益时进行风险回避的一种心理特征. 姚颐, 刘志远(2004)^[6]通过对我国开放式基金赎回行为的实证研究, 发现基金业绩, 分红, 基金类型等因素都会影响赎回. Fisher 和 Statman (2000)^[7]认为, 投资者不完全一样, 情绪变化也不一样, 投资者情绪跟未来回报呈反向关系. 投资于不

收稿日期: 2006—04—26

作者简介: 吴英姿(1978—), 女, 湖南株洲人, 华东交通大学本科毕业, 现为中南大学硕士研究生. 研究方向: 基金、行为金融
中国知网 <https://www.cnki.net>

同类型的基金的投资者,流动性需求应该也不相同.从众行为或羊群行为(Herd Behavior)在各类投资者中都有表现,Bikhchandani et al. (1992)^[8]构建了投资者忽略自己信息而过分依靠前人的决策结果的“信息流模型”.

3 研究模型

本文将对 2003 年 12 月 31 日前上市的 54 只开放式基金在 2004 年 1 月 1 日至 2005 年 12 月 31 日期间的季度数据进行建模分析,采用向后逐步回归分析方法,研究不同类型开放式基金投资者流动性需求的影响因素.

在分析之前首先采用晨星的基金分类方法,以基金的投资组合为基础,根据基金最新的持仓结构来对基金类型进行划分,其分类标准如表:

表 1 基金类型分类说明

基金类型	说明
股票型基金	主要投资于股票的基金,其股票投资占资产净值的比率≥60%
债券型基金	主要投资于债券的基金,其债券投资占资产净值的比率≥80%
配置型基金	投资于股票、债券以及货币市场工具的基金,且不符合股票型基金和债券型基金的分类标准
货币市场基金	主要投资于货币市场工具的基金
保本基金	基金招募说明书中明确规定相关的担保条款,即在满足一定的持有期限后,为投资人提供本金或收益的保障

为分析影响开放式基金投资者流动性需求的因子,需要建立投资者流动性需求情况与各影响因素之间的方程,模型如下:

$$LQ_{it} = \alpha + \beta_1 LQ_{it-1} + \beta_2 SA_{it} + \beta_3 R_{it} + \beta_4 R_{it-1} + \beta_5 T_{it} + \beta_6 RM_{it} + \beta_7 RM_{it-1} + \beta_8 NAV_{it0} + \beta_9 NAV_{it1} + \beta_{10} FH_{it} + \beta_{11} FH_{it-1} + \beta_{12} FR_{it} + \beta_{13} QX_{it} + \beta_{14} GR_{it} + \epsilon$$

α 表示常数项, $\beta_1, \beta_2, \dots, \beta_{14}$ 为系数, ϵ 表示残差.其中,变量的定义如下:

表 2 变量定义

变量	变量定义
LQ	i 基金 t 期的流动份额变比, $LQ = (\text{期间赎回总额} - \text{期间申购总额}) / \text{期初总份额}$, 反映投资者流动性需求情况.
SA	总份额
R	净值增长率
T	基金上市日距离 t 期的月份数
RM	证券市场指数增长率, $RM = \text{上证 A 股指数增长率} \times \text{股票市值占基金净值比率} + \text{上证国债指数增长率} \times \text{债券市值占基金净值比率}$.
NAV	基金单位净值
FH	基金单位分红额
FR	基金赎回费率,为简单起见,这里取一个季度以内的赎回费率
QX	基金投资者情绪, $QX = \text{期间申购总额} / \text{期间赎回总额}$, 一个高的比率就意味着乐观的基金市场情绪.
GR	基金个人投资者占基金投资者的比例

4 实证分析及结果

表 3 各类基金向后逐步线性回归结果

变量	股票型基金		配置型基金		债券型基金	
	B 系数	T 统计量	B 系数	T 统计量	B 系数	T 统计量
α	78.148	4.278	-2.057	-1.089	24.139	8.778
LQ_{t-1}	.134	2.205	.146	1.714		
SA_t	3.533E-09	2.432				
R_t	.489	2.219	-1.332	-4.328		
R_{t-1}			-.755	-3.047	-2.386	-3.631
RM_t	-1.054	-5.120	1.537	2.831	-4.180	-4.931
NAV_{t-1}	-76.454	-4.150	95.814	1.988		
NAV_t			-83.405	-1.775		
FH_t	177.856	2.596	-220.809	-2.604		
FH_{t-1}	-149.461	-2.656				
FR_t	14.207	3.122				
QX_t	-1.098	-2.173	-2.908	-3.763	-7.282	-5.108
GR_t	-.349	-3.901				
	$R^2=0.241$ 调整 $R^2=0.205$		$R^2=0.306$ 调整 $R^2=0.254$		$R^2=0.483$ 调整 $R^2=0.463$	

1) 股票型基金

从表 3 可以看出,赎回费率越高的股票型基金,该基金的投资者的流动性需求越高,说明设置高的赎回费率,至少在过去日子里并不能抑制投资者的流动性需求,可能源于高费率的基金并没有给投资者带来高的收益,既然如此,投资者的积极性降低,流动性需求自然增加.从而也说明高赎回费率告诉投资者其基金的投资者的流动性需求比较高,需要用高费率来抑制其投资者的高的流动性需求.

当期的分红额和净值增长率越大,投资者流动性需求越大,反映出股票型投资者对基金分红和资本利得都有较强的风险厌恶特征,同时把在投资股票型基金时都把其在股市中操作的手法带到了基金产品的投资中,一旦基金业绩上升,有了一定的获利空间后,就倾向于卖出开放式基金,以求“落袋为安”.

股票型基金的规模越大,投资者的流动性需求越大,说明中国的股票型基金也存在反规模效应,规模大的基金并没有相应的投资效率,从而不能给投资者带来期望的收益,因而产生赎回基金的行为.

股票型基金滞后一期投资者流动性需求越大越多,当期的流动性需求越大,说明股票型基金投资者在流动性需求上存在较强的羊群行为,上期的行为对本期的行为有显著的影响,引发类似多米诺骨牌的连锁反应.

股票型基金滞后一期的期末净值和分红额越大,投资者流动性需求越小,反映了好的历史业绩,有利于抑制当期的流动性需求.

当期证券市场增长率和投资者情绪指数越大,投资者流动性需求越小,反映了在中国也存在股市越繁荣,投资者信心指数越高,投资者看多的意愿越强烈的现象.股票型基金个体投资者所占的比例越大,流动性需求越小,从而说明中国的股票型基金的流动性风险很大部分取决于机构投资者的流动性需求.

2) 配置型基金

从表 3 可以看出,在证券市场指数增长时,配置型基金投资者倾向于为了更高的收益而从配置型基金赎回,反映了这部分投资者在股票市场业绩优于基金业绩时会产生流动性需求.滞后一期期末净值对配置型基金投资者流动性需求的影响配置型与对股票型基金投资者的影响相似.喜欢“落袋为

安”;与当期净值增长率、期末净值、滞后一期净值增长率、当期分红额负相关,说明配置型基金投资者喜欢持有净值增长率比较好的基金,看重基金的成长性,并且所持有基金的良好表现证明了自己投资的正确性,从而对所投资的基金充满信心,坚定了持有的信心.同时,配置型基金投资者在流动性需求上也存在较强的羊群行为.投资者流动性需求与投资者情绪也是负相关的,说明对所持基金乐观的情绪,会减少流动性需求.

3) 债券型基金

从表 3 可以看出,债券型基金的证券市场指数增长率越大,债券基金投资者流动性需求越小.自 2004 年 10 月央行进行了近 10 年来的首次升息,国债指数一直呈上升趋势,债券型基金也表现良好,投资于债券型基金的投资者在利好的驱动下,流动性需求比较低.投资者的情绪也是影响投资者流动性需求的重要因素,对所投资的基金越乐观,债券基金投资者流动性需求越小.债券型基金历史业绩越好,投资者流动性需求越小,说明历史业绩好的债券型基金能比较好的抑制投资者的赎回行为.

5 结论

本文对开放式基金按照股票型基金、配置型基金和债券型基金进行探索性的分类实证研究,实证结果表明:

投资者流动性需求不仅受投资者情绪的影响,还受证券市场走势和基金业绩等多种因素的影响,并且不同类型投资者的流动性需求所受的影响也是有差异的;当期证券市场走势好能抑制股票型和债券型基金的投资者流动性需求,但会促进配置型基金的投资者流动性需求;当期净值增长率和分红好能抑制配置型基金投资者的流动性需求,却促进股票型基金投资者的流动需求;先验型羊群效应存在于股票型和配置型基金投资者的流动性需求上,而在债券型基金投资者中并不存在.基金的赎回费率、“规模效应”和持有人结构对股票型基金投资者流动性需求有显著影响,对配置型和债券型基金投资者没有显著影响.

参考文献:

- [1] Chevalier, J., and G. Ellison. “Risk taking by mutual funds as a response to incentives[J]. *Journal of Political Economy* 1997 (105): 1167—1200.

Thinking about How to Perfect the Independent Director System

LU SHENG-yong

(School of Economics and Management, East China Jiaotong University, Nanchang 330013, China)

Abstract: The reform of corporate governance has been topical. In order to prevent from internal control and protect the medium and small investors' right, the independent director system should be introduced that is more reasonable and scientific for corporate governance. By analysis of the status quo of independent director system in our country, the paper puts forward feasible suggestions for giving full and effective play to active functions of independent director system.

Key words: independent director system; insider's control; corporate governance; board of supervisors

(上接第 30 页)

[2] Nanda Vikram, Narayanan M P. Liquidity, investment ability, and mutual fund structure[J]. Journal of Financial Economics, 2000(57): 417—443.

[3] Sirri, Erik R. and Peter Tufano. Costly Search And Mutual Fund Flows[J]. Journal of Finance, 1998(53): 1589—1622.

[4] John D. Rea, Richard G. Marcis, Responses of Mutual Fund Investors to Adverse Market Disruptions, Pension Research Council Working Papers, 1996.

[5] 李 曜, 于进杰. 开放式基金赎回机制的外部效应[J]. 财经研究. 2004(12): 112—121

[6] 姚 颐, 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): 50—59

[7] Fisher, Kenneth L., Meir Statman, “Investor Sentiment and Stock Returns” [J]. Financial Analysts Journal, 2000 (March/April): 16—23.

[8] Bikhchandani, Sushil, Hirshleifer, David, Welch, Ivo, A Theory of Fads, Fashion, Custom, and Cultural Change in Informational Cascades [J]. Journal of Political Economy. 1992(100): 992—1026.

An Empirical Investigation on Influence Factor of the Open-end Fund Investor Liquidity Demand

WU Ying-zi, JIN Fa-qi, XIAO Rong

(1. Business School of Central South University, Changsha 410083, 2. Economics and Management School of Tongji University, Shanghai 200092, China)

Abstract: Severe mutual fund redemption has caused instability to the security market. Using a unique data set of fund scale from 2004 and 2005, analyzing different style fund, this study empirically investigates what affect the Open-end fund investor's liquidity demand. It is shown that the fund investor's liquidity demand is related to several factors, and the influence effect on different style fund is different.

Key words: open-end fund; investor's liquidity demand; influence factor