

文章编号:1000-582X(2006)06-0149-05

我国开放式基金投资者赎回的影响因素*

丘晓坚,孟卫东,张家萃

(重庆大学 经济与工商管理学院,重庆 400030)

摘要:在2003年和2004年股市一直处于低迷状态时,我国开放式基金业绩在整体上仍然能够跑赢大盘,给投资者的回报收益率大于同期银行存款利率,可是基金市场却遇到投资者的大量赎回.利用2003年至2004年的面板数据对投资者的赎回行为进行研究发现:基金净值和分红均与赎回率显著正相关;基金累计净值与赎回率显著负相关;债券型基金对整个市场赎回的贡献显著正相关,股票型基金则不显著;投资者并不注意投资成本,表现为赎回费率和申购费率根本没有起到阻止赎回的作用.

关键词:开放式基金;赎回行为;流动性风险

中图分类号:F830.91

文献标识码:A

在2003年股市并不乐观的情况下,我国开放式基金从整体上来看投资业绩相当不错,平均获得8.23%的年净值增长率,基金的投资水平与价值判断能力已逐渐被市场认同.在2004年股市仍然处于熊市,在大盘全面下跌时基金表现出较强的抗跌能力.据年报数据测算,98只开放式基金全年平均净值回报率为-0.55%,远高于同期沪深股指全年下跌15.4%和16.6%的水平.但这两年开放式基金均出现大量的净赎回,给基金管理者带来了巨大的压力,同时,投资者大规模的赎回冲击给基金带来损失,而且大量的流动性的冲击严重影响了管理者对市场个股的选择和市场时机的选择,不利于开放式基金的长期稳定发展.和成熟的国际市场相比,美国的股票型基金的赎回率却相当低,2001年84%的投资者没有发生赎回行为,只有2%的投资者发生过6次以上的赎回行为.2002年的平均赎回率为1.06%,2003年的赎回率比2002年更低^[1,2].我国的基金投资者行为和成熟基金市场的投资者行为存在着巨大的差异,因此,了解我国基金投资者的赎回行为可以为基金管理者制定投资决策和市场监管者制定法规提供依据,有重要的现实意义.

1 文献回顾与评述

投资者的赎回权利可以解决可能发生的基金管理者的道德风险问题,但是,频繁大量的赎回不利于基金的长期发展.因此,管理者会尽可能地采取措施增加投资者的赎回成本,减少投资者的赎回. Narayanan

(2000)、Shy(2003)指出开放式基金管理者会通过把基金设计为费用基金(load fund)来阻止有较高流动性需求的投资者,并乐意支付投资溢价给投资者作为奖励^[3,4].

投资者市场投资理念的成熟有助于基金市场的长期发展.2002年是美国股市历经90年代快速发展后的第一个熊市,2000-2002年是继1929-1931年经济大萧条之后的第三个巨幅下降期.但Reid和Kimball(2003)的研究发现股票型基金投资者对市场的反应并不激烈,其赎回金额只占股票型基金总资产0.9%,显著低于70年代和80年代的熊市赎回率^[5].美国投资公司协会(ICI)基金报告(fact book,2003和2004)对基金投资者赎回行为的分析研究证明,典型的基金投资者的赎回行为并不频繁,没有证据表明在过去的10年里其交易行为有实质上的重大改变^[6,7].

国外投资者投资理念的成熟和投资者一般会因为基金的投资价值而长期持有,因此赎回率低,有关的赎回文献罕见.目前姚颐和刘志远(2004)的实证文献对投资者赎回行为的影响因素分析进行了开创性的研究^[8],在其实证模型中计算被解释变量赎回率的计算公式为:赎回率=(期初份额-期末份额)/期初份额,该式是在计算被申购份额抵消后的赎回份额所占的比例,当期间的申购份额大于赎回份额时,赎回率为负.对基金来讲,赎回总是基金规模的损失,如图1所示.图中ABCD表示期初规模,EFCH表示期间的申购份额,AWQP表示期间的赎回份额.由图1可以看出基

* 收稿日期:2006-01-10

作者简介:丘晓坚(1976-),男,福建上杭人,重庆大学博士研究生,主要从事证券投资研究.

金的赎回份额占的比例应该总是为正,因此本文对赎回率公式进行了修正:赎回率 = 期间赎回份额 / (期初份额 + 期间申购份额). 并在模型的变量选取进行改进,除了费率指标相同外,还利用基金业绩的衡量指标和投资者的结构比例指标,试图使模型能够更好地反应投资者的赎回特性,另外,此文的时间段涵盖了2003年和2004年的数据,而姚颐和刘志远(2004)的实证时间基本上只有2003年的数据,因此此模型的结果会和姚颐和刘志远(2004)有不同.同时,在模型中还增加了两个虚拟变量股票型基金和债券型基金,检验在基金市场的赎回过程中,投资者更偏好于赎回哪种类型的基金.

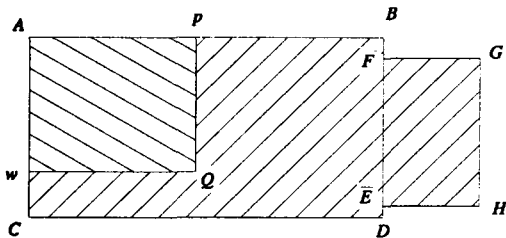


图1 赎回份额示意图

2 模型假设

2.1 赎回率和赎回费用与申购费用负相关

Narayanan(2000)指出能力强的基金管理者通过把基金设计为费用基金(load fund)来阻止有较高流动性需求的投资者,这些费用包括申购费用和赎回费用^[6]. Chordia(1996)分析了在只有一只基金的垄断情况下,基金管理者为了获取最大的期望收益,就会通过设立前端费用(front-end load)和赎回费用阻止投资者的赎回^[9].

2.2 赎回率和基金净值增长率负相关

资金赤裸裸的逐利本性就决定了投资者会把资金投入收益率高的基金.因此,基金的净值增长越快,业绩越好,投资者就会更愿意持有该基金,基金的赎回率也就会越低. Ippolio(1993)对美国基金在1962年至1991年的费用和业绩的关系进行研究,发现投资者在选择基金时,都偏好于以前业绩良好的基金^[10]. Tufano(1998)的研究发现同样的现象^[11].

2.3 赎回率和基金分红金额负相关

James E. Walter(1963)指出,上市公司股利分配政策的选择几乎总是会影响公司的价值. Pettit(1972, 1976)指出公司的管理者把股利分配政策作为向市场传递他们对公司赢利能力估计的一种手段. Ross(1977)和 Bhattacharya(1979)认为公司管理者拥有公司现有投资或者投资机会的内部信息,如果这些投资

或投资机会能够对公司未来现金流产生积极的影响,那么管理者就会向市场传递这些内部信息,这种方式就是股利分配.

基金的内在价值是未来的红利现金流在预期收益率折现的净值.基金分红越多,基金的内在价值就越大.基金的分红是基金管理者获取投资者信任的重要手段,同样也是一种管理者能力的信息传递方式.

2.4 赎回率和机构投资者持有的份额比例负相关

美国创造了共同基金的神话,基金规模从1984年的3707亿美元到2003年则上升到74100亿美元,增长了20倍.其中机构投资者持有近一半的基金资产,并且呈逐渐增长之势,而且机构投资者普遍遵循长期投资的理念,有着很强的风险意识和风险承受能力,保证了美国开放式基金资金来源的稳定性,为基金管理者实施其投资目标提供持续性保障.

2.5 赎回率和基金的累计净值增长率负相关

累计净值增长率是基金目前净值相对于基金成立时净值的增长率,可以用它来评估基金成立至今的业绩表现.累计净值增长率反映出基金管理者的投资能力和管理者能够给投资者带来的收益.因此,这个指标值较高的基金投资者更愿意持有.

3 选择样本和建立模型

3.1 样本数据的选取

至2004年12月止,中国开放式基金整个时间历程也只有3年的时间,因此,选取的样本其运作时间至少满一年,这样的基金共有56只,由于数据的时间序列短,样本数量也少,为了能够更好地追踪基金投资者的赎回特征,因此采用时间序列数据和横截面数据相结合的面板数据进行研究.其中由于华安现金富利是货币型基金,其指标的计算和其它基金不同,故予以剔除,剩下55只基金作为样本,其中股票型基金31只,债券型基金(包括偏债型基金)15只,股债平衡型基金8只,保本基金1只.鉴于数据的完整性,取样的时间段从2002年12月至2004年12月.所有的数据来源于各基金的季度报表、半年度报表和年度报表,数据分析采用Stata8.0和Eviews5.0统计软件.

3.2 模型的建立

投资者的赎回行为是市场环境、投资心理和投资理念等多因素共同作用的结果,具有复杂的趋势性.模型选取基金赎回率作为被解释变量,选取赎回费率、申购费率、每份基金净值、每份基金净值增长率、每份基金分红、机构投资者持有的份额占总份额的比例、每份基金累计净值、每份基金累计净值增长率以及两个虚拟变量股票型基金和债券型基金作为解释变量.各变量的定义如下:

1) Shl : 赎回率 = 期间赎回份额 / (期初份额 + 期间申购份额);

2) $Jztl$: 净值增长率 = (期末净值 - 期初净值) / 期初净值;

3) $Ljzl$: 累计净值增长率 = 期末累计净值 ÷ 期初累计净值 - 1;

4) $Shfl$: 每份基金的赎回费率;

5) $Sgfl$: 每份基金的申购费率;

6) Jjz : 每份基金的净值;

7) $Jjfh$: 每份基金的分红数额;

8) $Jgbl$: 机构投资者持有的份额占总份额的比例;

9) Ljz : 每份基金的累计净值;

10) $Gupx$: 股票型基金;

11) Zjx : 债券型基金.

其中, 净值增长率代表投资者的回报收益率, 累计净值增长率代表基金管理者的投资能力. 投资者赎回行为特征的影响因素模型为:

$$Shl = \alpha + \beta_1 Shfl + \beta_2 Sgfl + \beta_3 Jjz + \beta_4 Jztl + \beta_5 Jjfh + \beta_6 Jgbl + \beta_7 Ljz + \beta_8 Ljzl + \beta_9 Gupx + \beta_{10} Zjx + \varepsilon$$

为了检验变量加入模型中的可行性, 采用逐步回归分析方法进行判断.

4 实证结果及分析

4.1 样本描述性统计

表1 描述性统计结果

变量	样本数	最大值	最小值	平均值	标准差
赎回率	55	0.703	0.02	0.214	0.176
每份净值	55	1.362	0.814	1.034	0.078
净值增长率	55	0.170	-0.197	0.003	0.086
每份累计净值	55	1.335	0.907	1.099	0.087
累计净值增长率	55	0.223	-0.155	0.015	0.083
机构投资者的比例	55	0.995	0.130	0.616	0.227
每份分红数额	55	0.130	0	0.018	0.028

从表1可以看出, 基金的赎回率存在着很大的差异, 基金业绩的差异也很大, 这从净值增长率和累计净值增长率两个指标看出. 这些变量之间的关系则是作者研究的内容.

4.2 投资者赎回行为特征的影响因素模型回归结果

从表2可以看出, 在逐步回归过程中, 调整 R^2 (即 \bar{R}^2) 在不断地增大, 说明这些变量加入模型是可行的. 模型9中各系数的显著性检验如表3所示.

表2 模型逐步回归结果

变量	模型1	模型2	模型3	模型4	模型5	模型6	模型7	模型8	模型9
c	0.241	0.322	-0.233	0.525	0.819	0.849	0.702	0.704	0.667
$Shfl$	-6.416	-1.301	-9.488	-2.185	-0.392	2.741	0.177	-0.464	-1.244
$Sgfl$		-7.683	-8.350	-8.116	-11.223	-4.391	-4.596	-4.649	-3.142
Jjz			0.579	-0.189	-0.474	0.439	0.544	0.548	0.548
$Jztl$				1.003	1.148	1.007	2.908	2.897	2.834
$Jjfh$					1.887	2.342	3.624	3.603	3.569
Ljz						-0.988	-0.935	-0.947	-0.944
$Ljzl$							-2.139	-2.125	-2.056
$Jgbl$								0.018	0.030
$Gupx$									0.020
Zjx									0.068
R^2	0.004	0.018	0.076	0.214	0.293	0.357	0.383	0.383	0.388
\bar{R}^2	0.0004	0.011	0.066	0.202	0.280	0.343	0.365	0.365	0.366

表3 模型9中系数的显著性检验

解释变量	预期符号	回归系数	t值	P值	解释变量	预期符号	回归系数	t值	P值
赎回费率	—	-1.244	-0.21	0.835	基金分红	—	<u>3.569***</u>	6.98	0.000
申购费率	—	-3.142	-0.03	0.976	机构持有比例	—	<u>0.030</u>	0.82	0.410
基金净值	—	<u>0.548**</u>	2.26	0.024	累计净值	—	-0.944***	-4.86	0.000
净值增长率	—	<u>2.834***</u>	4.8	0.000	累计净值增长率	—	-2.056***	-3.18	0.001
股票型基金		0.020	0.81	0.416	债券型基金		0.068**	2.22	0.026
截距		0.667***	3.35	0.001	样本数		55		
R^2	0.42	调整 R^2		0.39	WaldChi2(10)	172.00	Prob > Chi2		0.000

注: **、*** 分别表示通过显著性水平为5%和1%的检验, 斜体带下划线的系数表示其符号与理论预期相反. 变量自相关的 Durbin - Watson 检验值为 2.105, 说明方程中的变量无自相关性.

从表3可以看出,基金净值、净值增长率、基金分红、机构持有比例的符号与预期符号相反,累计净值和其增长率、赎回费率、申购费率的符号与预期符号相同,说明我国基金投资者的投资行为有其自身的特点。

从回归结果可以看出赎回费率和申购费率都非常不显著,特别是申购费率,几乎可以被忽略不计,说明两者均没有起到阻止投资者赎回的作用,表明我国基金投资者几乎没有考虑投资成本。一是由于我国投资对象相同的基金的费率设计并没有大的区别,31只股票型基金采用相同费率的就有20只。费率设计的趋同性使得投资者几乎对它没有太大的关注。但是,最重要的原因是我国投资者把股市短期操作的策略运用到对基金的投资上,在短期内频繁地买卖基金,赚取资本利得,而不是看中基金的投资价值,这可以从净值和其增长率两个指标的回归结果可以看出。

回归结果显示,基金净值、净值增长率与赎回率呈显著正相关,说明净值越大,赎回的份额越多。在对我国的证券市场充满失望的情况下,被股市长期套牢的恐慌心理使投资者均产生“落袋为安”的心理,纷纷采取短期波段操作,见利就收。在另一方面,经过近几年的市场运作,基金的投资水平与价值判断能力已逐渐被市场认同,基金的累计净值在不断增长,分红也在不断地增加,投资基金能够比自己投资股市和银行存款带来更多的收益。因此,投资者在赎回基金后又会把资金重新投入到基金中,表现为累计净值及其增长率和赎回率呈显著负相关。这就反映出投资者一个矛盾的心理现象:投资者一方面对基金有净值恐高症,另一方面在目前还没有更好的投资工具时又对基金难以割舍。如此一来,频繁的短期行为必然使得赎回费率和申购费率的阻止作用失去功效,这也是我国投资者“有限理性”特征的表现。

投资者在赎回基金时,却对仍在基金中未要求赎回的投资者产生了或正或负的外部效应。开放式基金份额的价值取决于资产净值在总份额上的分摊价值,如果要求赎回的投资者,其潜在收益高于基金投资者的平均累积未实现收益,那么其赎回行为对其他投资者来说存在负的外部效应,也就是说其他投资者将会因为该投资者的赎回而减少未实现的累积平均收益。因此,作为一个风险厌恶的投资者,都不愿意自己的收益受到损失,最好的办法就是在别人赎回时,自己同样采取赎回的方式来避免损失。这也从另一侧面解释为什么基金在净值高时投资者会有跟风赎回的“多米诺效应”。

2003年基金分红总额达到21.7亿元,2004年分红规模大幅提升,为70.18亿元,大规模的分红并没有

减轻赎回压力。回归结果表明,基金的分红和赎回率呈现显著正相关,这说明分红的信息传递功能已经大大减弱,实际上成了基金管理者的无奈之举,因为大量分红之后,基金的净值会下降,似乎可以减少赎回量。另外,净值的下降降低了投资者的申购费用,可以吸引后来的投资者。这说明我国投资者的投资理念和美国等发达国家存在着很大的差距。

回归结果发现,债券型基金对市场赎回的贡献比股票型基金大,而且通过5%显著性检验。主要的原因是虽然债券型基金的赎回费率和申购费率均比股票型基金低,但是2003年和2004年的净值收益率均普遍低于股票型基金,在以获取资本利得为主要投资目的的投资者就很自然地赎回债券基金份额。

回归结果表明,机构投资者持有的比例和赎回率呈现正相关,但不显著,说明我国机构投资者并没有和美国基金机构投资者一样起到稳定市场的作用,这可以从这些机构投资者的资金来源和其委托理财的短暂性加以解释。

5 结论及建议

1) 赎回费率和申购费率的回归系数符号和理论预期相同,但是均不显著,特别是申购费率,对赎回率的影响几乎可以被忽略不计,说明我国投资者在短期频繁地买卖基金时并不注意投资成本;

2) 基金分红和赎回率显著正相关,这反映出基金的分红没有起到信息传递的作用,投资者在投资基金时并不看中基金的投资价值,基金分红反而成为基金管理者为了应付赎回而不得不采取的一种对策;

3) 净值和净值增长率与赎回率显著正相关,说明投资者对基金的策略是短期持有,频繁买卖基金,投资基金主要是赚取资本利得,这是股市心理在基金市场的具体表现。累计净值和累计净值增长率与赎回率显著负相关,表明基金经理的投资能力得到认同,能够给投资者带来超过投资者自身投资的收益,吸引投资者不断地购买基金;

4) 我国机构投资者没有起到稳定基金市场的作用,这可以从这些机构投资者的资金来源和其委托理财的短暂性加以解释;

实证结果表明我国基金投资者的投资理念、投资方法很不成熟,不利于基金的长期发展。为了改变基金目前存在的不合理现象,提出以下建议:

1) 开放式基金的一个显著特点就是赎回机制,在合约规定的情形下,投资者赎回本来就是属于自己的资产是很正常的,因此基金公司要以自然的心态来对待基金的赎回问题。如果基金有持续性的良好业绩,投

投资者会发现频繁购买和赎回基金的成本太高,进而转变投资观念,成为基金的长期投资者.所以关键还是要从基金公司自身做起,加强自身的管理能力和投资能力,以此建立和增强投资者的信心.

2)基金公司和市场管理者要大力加强基金的市场作用和投资价值的宣传,使投资者提高对基金的认识,改变投资观念.

3)证券投资基金作为一种纯粹的金融投资工具和理财工具,其对投资者担负的责任就是资本责任.所以基金公司要不断提升自身的竞争力,提高公司的品牌,给投资者带来实实在在的投资收益,增大品牌的社会效应,吸引投资者长期持有和积极申购.

4)最根本的问题仍然是完善我国的证券市场,提高上市公司的质量,加大市场的宽度和深度,增加可投资的种类,让投资者能够在证券市场得到真正的收益,使得投资者能够持久地建立对市场的信心.

参考文献

- [1] 李曜,于进杰. 开放式基金赎回机制的外部效应[J]. 财经研究,2004,30,(12):111-120.
- [2] 郑仲林. 股利政策:公司对股东的回报体现?—相关文献综述[J]. 当代财经,2002,(8):75-79.
- [3] 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):48-53.
- [4] INVESTMENT COMPANY INSTITUTE (ICI). Mutual fund fact book[R]. Washington 43th DC,2003.
- [5] INVESTMENT COMPANY INSTITUTE (ICI). Mutual fund fact book[R]. Washington 44th DC,2004.
- [6] NANDA, NARAYANAN, WARTHER. Liquidity, Investment Ability, and Mutual Fund Structure[J]. Journal of financial Economics, 2000,(57):417-443.
- [7] OZ SHY, RUNE STENBACKA. Market Structure and Diversification of Mutual Funds[J]. Journal of Financial markets, 2003,(6):607-624.
- [8] REID B, KIMBALL S. Mutual Fund Industry Development in 2002[J]. Perspective,2003,(9):45-60.
- [9] TARUN CHORDIA. The Structure of Mutual Fund Charges[J]. Journal of Financial Economics, 1996,(41):3-39.
- [10] RICHARD IPPOLIO A. On Studies of Mutual Fund Performance, 1962-1991[J]. Financial Analysts Journal. 1993,(49):42-50.
- [11] ERIK SIRRI R, PETER TUFANO. Cost Search and Mutual Fund Flows [J]. Journal of Finance, 1998,(53):1589-1622.

Influent Factor Analysis of Chinese Open-end Fund Investor Redemption Behavior

QIU Xiao-jian, MENG Wei-dong, ZHANG Jia-cui

(Business&Administration Institute Chongqing University, Chongqing 400030, China)

Abstract: The performance of open-end fund in China still could won over the composite when stock market was in bear market in 2003 and 2004. The yield investor got was higher than bank deposit rate of corresponding period. But funds were met investor's large redemption. The authors use the year panel data of 2003 and 2004 to study investor redemption behavior. The result are: (1) Fund net value and dividend are significant positive correlation with redemption rate. (2) Fund accumulative total net value is significant negative correlation with redemption rate. (3) The bond fund is significant positive correlation with total market redemption behavior, but stock fund is not. (4) Investor is unaware of investment cost, which represents the redemption rate and purchase rate didnt hold back redemption at all.

Key words: open-end fund; redemption behavior; liquidity risk

(编辑 成孝义)