

开放式基金“赎回困惑”：基于行为金融学的成因分析

王雯, 吴丽华

(厦门大学 金融系, 福建 厦门 361005)

【摘要】行为金融学以投资者的有限理性作为前提假设,在解释金融市场的异常现象上比传统金融学更有说服力。与国外基金业相比,我国开放式基金存在“赎回困惑”现象:即随着基金业绩增长,赎回率不降反升;相反有些业绩比较差甚至亏损的基金的净赎回率却相对较低。文章从行为金融学的角度出发,分析我国开放式基金的“赎回困惑”现象及其成因。

【关键词】开放式基金;赎回困惑;行为金融学

【中图分类号】F832.5 **【文献标识码】**A **【文章编号】**1004-2768(2006)02-0083-02

引言

开放式基金的特点是它的规模不固定,投资者可随时申购和赎回基金单位。这有助于形成一种优胜劣汰的机制,使业绩好的基金能得到更多的申购,从而扩大规模;业绩差的基金遭到赎回,规模萎缩,逐渐退出市场。这种机制的有效发挥,能促使证券市场资金得到有效配置。美国基金行业在整个20世纪90年代一直处于净申购状态,表现出基金绩效提高、基金申购增长和基金规模扩张的良性循环。但我国的开放式基金却存在相反的现象,即存在所谓的“赎回困惑”(Redemption Dilemma)现象:基金净值增长率越高,基金赎回率越高;而有些业绩比较差甚至亏损的基金的净赎回率却相对较低。这表明国外基金行业普遍存在的基金业绩对资金流量的正向激励机制在我国不适用。显然,这种激励机制的缺失对我国基金行业的发展是极为不利的,它可能导致基金经理人的道德风险问题,影响开放式基金竞争机制的发挥。因此,对这种现象的成因分析,从理论角度和现实角度上来说,都具有一定意义的。

一、文献回顾

开放式基金的发展在国外已有很长的历史,国外学者对开放式基金及基金持有者赎回行为也进行了大量的研究。Barber et al(2000)对1991年~1996年美国共同基金的家庭投资者的投资行为进行了研究,发现投资者选择基金主要是依据基金过去的业绩表现。虽然卖出盈利基金的可能性更高,但同时有更多的资金流入到了盈利的基金中去,因此,业绩较好的基金总体表现为净申购,基金规模不断扩大。在共同基金业绩与基金流量的关系(Flow-Performance Relationship,简称FPR)问题上,Roston(1996)认为,投资者选择基金的主要依据是基金的历史业绩。如果该基金的历史业绩一直比较好,即使当期业绩不好,投资者也倾向于将这种结果归为运气不好,不会马上赎回该基金,也就不会带来大量的资金流出;而对于以往业绩一般的基金来说,即使当期取得了很好的投资业绩,投资者也倾向于认为运气使然,为了避免将来业绩下降,会马上赎回基金,导致大量的资金流出。他的实证结果表明,对持续业绩良好的基金来说,基金业绩的增长所带来的资金流入效应远

远大于资金流出效应,导致基金规模的不断增大。Ippolito(1992),Froot et al(1998),Sirri和Tufano(1998)的研究也都发现优秀的基金业绩会导致大量的新资金流入,基金收益和基金流量之间存在正反馈关系,即基金业绩越好,赎回率应越低甚至出现净申购的局面。

由于我国开放式基金成立时间短,样本少,目前有关我国开放式基金赎回情况,特别是针对“赎回困惑”的研究寥寥无几。姚颐、刘志远(2004)对我国开放式基金赎回行为进行了探索性研究,实证结果表明基金业绩增长、分红金额、分红次数、基金管理公司规模以及基金集中度是影响基金赎回的重要因素。刘志远、姚颐(2005)对开放式基金“赎回困惑”进行了实证研究,得出了赎回率与基金业绩增长正相关并且极值异常的结论,即随着基金业绩增长,赎回率不降反升;当累计净值增长率最高时资金流向仍为赎回,而当累计净值增长率最低时却出现净申购。在这一点上,我国基金赎回的实证结果和国外的研究结论相反,说明我国开放式基金的确存在“赎回困惑”现象。但是,上述文献并未详细分析导致该现象的原因。

二、中国开放式基金的“赎回困惑”

我国自2001年9月推出首只开放式基金以来,一直把开放式基金作为基金业发展的重点,无论是市场规模还是基金的品种创新等各方面都取得了很大的进步(见图1)。目前,开放式基金已成为我国证券市场的一支重要力量,但它也一直面临着巨大的赎回压力。2004年我国开放式基金平均净值增长率超过了同期大盘指数(上证指数、深证指数)的涨幅,而且在大盘下跌过程中也表现出一定的抗跌性。然而,投资者却做出了相反的选择,基金遭遇巨额赎回。2004年发行规模超百亿的“海富通收益”和“中信经典基金”,其份额缩水幅度将近14%,还有一年内多次分红的“富国天益基金”和“广发聚富基金份额”,去年全年赎回比例高达50%。

2004年的“9.14”行情和2005年的“2.2”行情后,引发了基金赎回浪潮。2005年3月份中上旬,两市大盘指数处于近期相对高位,基金净值有所回升,而基金持有人却选择获利或保本赎回。净值排名靠前的基金规模赎回缩水更快,每天都有上千万,有的基金一天赎回甚至出现了过亿的现象。表1和表2分

【收稿日期】2005-08-12

【作者简介】王雯(1983-),女,厦门大学金融系硕士研究生,研究方向:金融学;吴丽华,女,厦门大学金融系副教授,研究方向:国际金融。

别给出了2005年上半年净值增长率前10名和后10名基金的份额变动情况。从中我们可以看出,净值增长率最快的“富国天益价值”的上半年赎回率是净值增长率最慢的“光大保德信量化核心”的10倍左右;与成立日规模相比,前者也比后者的赎回率大将近3倍;而从总体上看,2005年上半年净值增长率前十名的基金,不管是上半年的规模变动率,还是较成立日的规模变动率,也明显大于净值增长率后十名的基金,表现出了显著的“赎回困惑”现象。

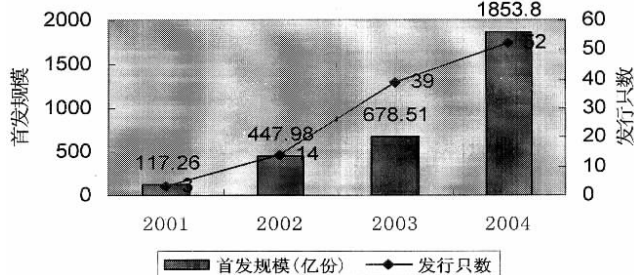


图1 2001年-2004年中国开放式基金发展规模
数据来源: 新浪网 <http://www.sina.com.cn/>

表1 2005年上半年净值增长率前10名的基金份额变动情况

序号	基金名称	基金代码	期初净值	期末净值	累计净值	净值增长率%	首发规模	2004年第4季度基金份额	2005年第2季度基金份额	规模变动率%	较成立日规模变动率%
1	富国天益价值	100020	1.029	1.08	10.71	1033718024	458968594.8	165728139.8	-63.89	-83.97	
2	广发稳健增长	270002	0.983	1.02	9.43	2297041096	1493522983	1235993401	-17.24	-46.19	
3	南方达瑞成长	110002	1.029	1.06	6.89	2035059379	136677531	1752262915	28.21	-13.89	
4	大成债券	90002	0.98	1	5.71	2152776735	284754632.4	234153675.3	-17.77	-89.12	
5	长盛债券增强	510080	0.992	1.03	5.61	925088684	341471334	186510055.8	-45.38	-79.84	
6	鹏华普天债券	160602	0.9	0.95	5.45	797604310.8	108116590.1	85488576.14	-20.93	-89.28	
7	嘉实理财债券	70005	0.929	0.98	5.27	586521597.2	131294713.6	137664553.8	4.85	-76.53	
8	银河收益	151002	0.953	1	4.84	1802248568	199995970	161314757.7	-19.34	-91.05	
9	富国天利增长债券	100018	0.961	1.01	4.81	2294660372	420380546.4	314681086.5	-25.14	-86.29	
10	华夏债券	10001	0.985	1.01	4.63	5132789987	1135862726	918219379.2	-19.16	-82.11	

表2 2005年上半年净值增长率后10名的基金份额变动情况

基金名称	基金代码	期初净值	期末净值	累计净值	净值增长率%	首发规模	2004年第4季度基金份额	2005年第2季度基金份额	规模变动率%	较成立日规模变动率%
宝盈鸿利收益	213001	0.89	0.82	-7.09	1446415714	645562176.1	522553232	-19.05	-63.87	
融通蓝筹成长	161505	0.93	0.86	-7.38	766070141.1	727273304.4	619220976.2	-14.86	-19.17	
博时裕富	50002	0.89	0.82	-7.77	5122784860	3924364107	3870454566	-1.37	-24.45	
融通深证100指数	161604	0.8	0.72	-8.21	477689377.2	105545493	1002875790	-4.98	109.94	
长城久泰中移300	200002	0.89	0.81	-9.38	1512020891	197823596	1903716072	-3.77	25.91	
融通行业景气	161606	0.94	0.85	-9.65	2547018654	1879721216	1548815896	-17.5	-38.19	
银河稳健	151001	0.93	0.83	-10.17	1186651618	728171592.6	698755597.8	-4.04	-41.12	
金鹰优选	210001	0.9	0.79	-10.77	1516525718	436951505.9	427317941.2	-2.2	-71.82	
金鹰中小盘精选	162102	0.93	0.82	-11.38	545813283.5	38292584.3	351361057.5	-6.24	-35.63	
光大保德信量化核心	360001	0.93	0.82	-11.76	2544287216	2035216000	190020730	-8.5	-25.2	

数据来源: 和讯网 (www.hexun.com)。期初时间为2005年1月4日。期末时间为2005年6月30日。

三、基于行为金融学的成因分析

传统金融学理论以理性人作为前提假设,逐渐形成了以资本资产定价模型、套利定价模型、资产组合理论和期权定价理论等为核心的理论框架。但是,随着实证研究的深入,这些理论越来越无法解释金融市场中的异常现象,如股权溢价之谜、封闭式基金之谜等。相反,行为金融学以有限理性为前提假设,在解释金融市场的异常现象上比传统金融学更有说服力。

(一) 基于处置效应的成因分析

Kahneman 和 Tversky (1979) 年提出的前景理论 (prospect theory) 是行为金融理论的重要基础。前景理论提出 S 型价值函数 (见图 2), 强调投资者的投资行为受主观决策参考点 (reference point) 的影响, 而主观决策参考点又受各种行为因素的影响, 它是不确定的, 从而投资者的预期也是不确定的, 其投资行为不可能与理性选择完全相符。Kahneman 和 Tversky 还通过实验发现, 投资者都有损失规避 (loss aversion) 的倾向, 在价值函数上表现为盈利部分是凸函数, 亏损部分是凹函数。这意味着投资者在亏损的情况下, 会成为一个风险追求者, 而不是一个风险厌恶者。这种投资者行为用在股票投资上, 就会表现为投资者趋于过早卖出盈利股票, 保留亏损股票, 回避损失的实现, 即存在所谓的“处置效应” (disposition effect) 现象。

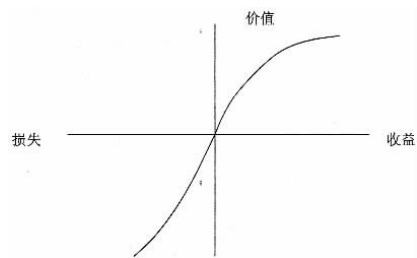


图2 S型价值函数

在2003年基金“财富效应”的刺激下,2004年基金发行出现井喷行情,一季度基金平均首规模63.95亿,超百亿航母级基金也横空出世。这本来可以形成一个良性循环:如果基金投资做得好,进而加剧基金的“财富效应”,那么就会促进更多的人成为基金投资者,在此过程中,投资者教育也可以渐进完成。但未曾料到的是,因为对宏观调控估计不足,对周期性行业估值出现偏差等原因,很多基金的投资受到重创,在这一年中,相当多的基金净值徘徊在面值之下,让当时很多冲着基金能赚钱却并不知风险所在的投资者损失惨重。此时,基金净值低于其主观的参考点,投资者不愿放弃已经亏损的基金,决定继续持有,表现为风险偏好者。同时,由于此时参考点可能已经很低并且已被长期套牢,投资者存在“一升上面值,就要赎回”的心理预期。因此,当基金净值快速回升之后,即高于他们的参考点之后,他们更愿意“锁定”已有利润,成为风险厌恶者。这也导致了2004年“9.14”行情以及今年“2.2”行情之后大规模的赎回风潮。

(二) 噪音交易者和处置效应的放大

噪音交易者,或说是缺乏理性的投资者是指对风险资产未来收益分布形成错误理念的投资者 (Andrei Shleifer, 2000), 他们可能因为在信息的收集和处理上出现偏差, 或是因为过度相信自己的判断而错误地评估了与收益相关的风险性, 并以此作出投资行为。传统的金融学理论并不否定市场存在非理性投资者, 而是认为非理性投资者的投资行为相互独立, 所以他们的错误会相互抵消。然而, 行为金融理论借鉴心理学的研究成果和实验方法, 得出噪音交易者的行为并非随机进行, 他们的买卖行为有很大相关性的结论。因此噪音交易者的行为就会存在一定的社会性 (Shiller, 1984)。

处置效应是投资者一种行为偏差, 在每个证券市场中都会存在。然而, 处置效应对证券市场的影响程度受到投资者的组成结构的限制。一般认为, 机构投资者的投资行为较为理性和长期, 较少受行为因素的影响; 相反, 个人投资者受信息收集和处理能力的限制以及一些行为因素的影响, 往往与噪音交易者联系在一起。我国开放式投资基金的投资者以个人为主, 他们的投资行为较为短期, 热衷于波段操作, 很容易受风吹草动的影响而变更投资计划, 当多数噪音交易者趋于过早赎回业绩好的开放式基金, 以实现收益时, 噪音交易行为的社会性, 使得处置效应逐渐放大, 最终表现为整个市场的卖盈留亏的“赎回困惑”现象。

(三) 基金投资结构雷同和心理账户的选择

行为金融学理论认为行为人在进行决策时, 往往无意识地把一项决策分成几个部分来看, 也就是说分成几个心理账户 (mental accounts), 对于每个心理账户, 行为人会采取不同的决策。例如, 普通投资者会将自己的投资组合分成两部分, 一部分是低风险、低收益的安全投资, 另一部分是高风险、高收益的风险投资, 从而满足人们既有避免损失又有一朝致富的心态, 也即形成两个心理账户。但是, 在考虑问 (下转第 127 页)

几年来,户籍改革的举措相当多,总的趋势是逐步取消附加在户籍上的过多福利,有些举措取得了较好的效果,但总的来说,并未彻底动摇在户口管理中占主导地位的控制职能。总结这些年来户籍改革的经验和教训,笔者认为户籍改革的方向,是要重新确立户籍制度服务于家庭和社会、有助于社会秩序稳定的基本功能。为实现这个目标,必须彻底剥离通过户籍制度而造成的许多对非农人口的偏向和对农业人口的歧视的种种规定和条款,重新调整严重失衡的城乡利益格局,具体通过就业体制改革、医疗保险改革和社会保障制度等措施,彻底清除农业人口由于户口身份的不同而享受不到城镇居民有关福利的不平等待遇,最终实现城乡居民身份统一和权利机会的平等。

(二)城镇特别是大城市的管理者,应取消对农村劳动者进入城市的种种限制,对流动人口和城镇居民采取一视同仁的政策,积极创造就业岗位,并形成城乡劳动者公平竞争的局面

流动权是公民的一项基本权利,它受到法律的保护。作为国家的公民,自然享有自由流动权,应该说流动人口与城镇本地居民具有同等的地位和同样的权利,但是长期以来,受人们传统思想观念的束缚和我国实行的二元人口管理模式的影响,许多人错误地认为,城市是城镇居民的,农村是农民的。城市管理者应把流动人口视作本地经济的建设者,是财富而不是负担,理应受到尊重和重视。城市管理者应给予流动人口在住房、交通等方面同样的条件,并保障他们应享有的合法权益。

(三)通过提高农业人口的经济收入和大力建设小城镇,将非户籍迁移人口控制在科学合理的水平

进城务工农民是非户籍迁移人口的主力军,决定人口流动

的主要原因是迁入地与迁出地之间的收入差距。在改革现行户籍制度、逐步取消附加在城镇人口身份上的不合理利益的同时,还应逐步缩小城乡之间的收入差距,这是科学合理控制非户籍人口迁移规模过大的治本之策。近几年来,我国的城乡人均收入差距有不断扩大的趋势,导致了规模过大的农业人口涌入城市,在给城市管理带来一系列问题的同时,也产生了严重的“三农”问题。“三农”问题既是经济问题,更是政治问题,解决这个问题从来都是非常困难的,但又是必须加以解决的,否则后果是极其严重的。根据国外许多国家的发展经验,随着工业化和城市化的进程,农业人口在总人口中的比重在不断下降,但由于我国人口基数太过庞大,给大中城市接收农业人口带来很大压力。为了将农业人口流入城市的规模控制在一个合理的水平,促进城乡社会经济的协调发展,在目前的情况下,应当一手抓提高农业人口的收入,一手抓大力发展小城镇建设。国家通过给予农产品以价格补贴、减免部分农业税、以保证价收购粮食、限制农业生产资料价格过快上涨等形式,提高农民的收入。另一方面,大力发展小城镇建设,为农村剩余劳动力开辟新的出路。

[参考文献]

- [1] 钟水映.人口流动与社会经济发展[M].武汉:武汉大学出版社,2000.
- [2] 蔡昉,张车伟.人口,将给中国带来什么[M].广州:广东教育出版社,2002.
- [3] 曾祥金,杨月星.人口流动与就业关联性分析[J].理论月刊,2004,(6).
- [4] 李竞能.现代西方人口理论[M].上海:复旦大学出版社,2004.

(责任编辑: X 校对: G)

(上接第 84 页) 题时,行为入往往每次只考虑一个心理账户,把目前要决策的问题与其他决策分离看待。

由于缺乏优质的上市公司,中国开放式基金的投资结构趋同。投资结构的趋同化使基金隐含着巨大的风险。持股集中度越高,顺利出货、成功套现的可能性则越低。一旦发生风险,整个基金都将遭到重创。只要有一只基金大规模减持重仓股,势必会出现“多杀多”,这将是开放式基金目前面临的最大的流动性风险。这就意味着基金所谓的高净值增长率充其量只能算得上“纸上富贵”,大量的账面浮盈对于未来基金净值的增长是一个非常不确定的因素,净值的变化趋势将在很大程度上受到市场走势的制约。细心的投资者一旦意识到这一点,开放式基金可能形成投资者的另外一个投资心理账户,在这个心理账户中,投资者为了避免未来的流动性风险,尽早实现收益,必将趋于过早的赎回开放式基金份额。这种行为趋势在短时间内将很难受市场状况的改变或投资者自身投资组合的调整等因素而改变,从而使得“赎回困惑”现象很难扭转。

四、小结

中国开放式基金的“赎回困惑”现象,使得开放式基金优胜劣汰竞争机制的效果无法正常发挥,直接影响我国基金市场,乃至证券市场的健康发展。本文以行为金融学的“处置效应”、噪音交易者和心理账户等行为决策理论作为分析的出发点,认为以个人投资者为主的投资者结构决定了中国开放式基金的交易中,噪音交易占主动地位。噪音交易的社会性放大处置效应,最终形成“赎回困惑”。而投资者的心理账户选择使

得其对开放式基金的投资决策行为具有相对独立性,难以在短时间内改变。

[参考文献]

- [1] Barber, M., T. Odean, and L. Zheng, The Behavior of Mutual Fund Investors, working paper, 2000.
- [2] Roston, Marc N, Mutual Fund Managers and Lifecycle Risk: an Empirical Investigation[R]. University of Chicago,1996.
- [3] Sirri, E.R. P.Tufano, Cost Search and Mutual Fund Flows[J]. Journal of Finance. 1998, 53, 1589- 1622.
- [4] Ippolito, R. A, On Studies of Mutual Fund Performance: 1962-1991[J]. Financial Analysts Journal, Jan/Feb. 1993.
- [5] Froot, M. Seasholes, The Portfolios Flows of International Investors. Typescript. April, 1998.
- [6] Daniel Kahneman and Amos Tversky, Prospect Theory: An Analysis of Decision Making Under Risk, Econometrica, 1979.
- [7] Shiller, R, Stock prices and social dynamics, Brookings Papers on Economic Activity, 2: 457- 498.
- [8] [美]Andrei Shleifer.并非有效的市场——行为金融学导论[M].赵学军译.北京:中国人民大学出版社,2003.
- [9] 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.
- [10] 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):48- 57.
- [11] 赵学军,王永宏.中国股市处置效应的实证分析[J].金融研究,2001 (7): 92- 97.

(责任编辑: X 校对: G)