

信任断裂:投资者—基金经理关系 对投资者行为的影响

刘亚琴

(上海立信会计金融学院金融学院,上海 201620)

内容提要:与传统基金研究关注业绩对投资者决策的影响不同,本文通过研究基金业“奔私潮”来揭示信任及关系在投资决策中的重要性。本文将基金经理“奔私”作为对投资者信任的冲击事件,研究当原来的投资者—基金经理关系被“奔私”中断时,基金资金流的变化。研究发现:(1)基金经理“奔私”后,即便基金业绩没有变化,基金资金流也会下降,半年后资金流出超过基金资产的18%;(2)原基金经理管理某基金时间越长,该基金资金流下降越多;(3)个人投资者对关系中断的反应更敏感、撤资更多。进一步研究表明,资金流下降并非基金业绩变差造成,也无法用资金流入(申购)减少、市场异常波动或赎回异象加以解释。本文证据表明,投资者非常重视与基金经理之间的信任关系,即便基金业绩不受“奔私”影响,他们也会因关系的中断而赎回资产,公募基金业因信任断裂而造成社会财富远离。本文对正在深受“奔私潮”困扰的基金管理者、基金投资者以及政策制定者具有现实意义。

关键词:信任 投资者—基金经理关系 “奔私潮” 基金资金流

中图分类号:F830.9 **文献标志码:**A **文章编号:**1002—5766(2018)12—0168—17

一、引言

传统基金研究认为基金业绩是影响投资者决策的最重要因素(俞红海等,2014)^[1],而近来行为金融研究指出,投资者选择基金经理不仅看业绩,还很注重长时间打交道所形成的信任(可靠)(Gennaioli等,2015^[2];Kostovetsky,2016^[3]);而且,绝大多数基金投资者的选择都是由信任所促成(Gennaioli等,2015)^[2]——根据2013年CFA协会和爱德曼公司(CFA Institute/Edelman)调查,75%的投资者在选择投资经理时最注重的特质是信任(Trust),仅17%的投资者认为最重要的是业绩^①。投资者倾向于选择自己信任的管理者^②,即使不能获得高收益,但把钱放在“可靠人的手中”觉得放心——就像很多人看病要找到自己熟悉的医生一样,虽然药方与别的医生大同小异,可仍旧信任他们(Gennaioli等,2015)^[2]。资金管理者就是“财产医生(money doctor)”,特定的管理者能够减轻投资者对承担风险的担心焦虑,给他们带来安全感(Gennaioli等,2015)^[2]。

在资产管理业中,信任对克服不完备合约举足轻重(Gurun等,2018)^[4],然而,由于信任难以量化和度量,学术界对信任在该行业中重要性的研究极为有限(Kostovetsky,2016^[3];Gurun等,2018^[4])。Fehr(2009)^[5]指出,要研究信任对个体行为影响因果关系这一难题,最有说服力的方法

收稿日期:2018-08-09

作者简介:刘亚琴,女,讲师,金融学博士,研究领域是证券市场与行为金融,电子邮箱:yqliuyq@163.com。

①CFA Institute & Edelman:https://www.cfainstitute.org/learning/future/getinvolved/Pages/investor_trust_study.aspx。

②管理者泛指共同基金、注册投资顾问、理财规划师、经纪人以及其他所有能够让投资者有信心承担风险的市场参与者(Gennaioli等,2015)^[2]。

是引入对信任的外生冲击来观察经济行为是否变化。基于以上研究,如果对管理者的信任是影响投资者决策的重要因素,那么,投资者—管理者关系中断也会造成一种信任冲击(Kostovetsky, 2016^[3]; Intintoli 等, 2017^[6]):如果先前打交道的管理者换了人,即原来的投资者—管理者关系中止、且被新的投资者—管理者关系所取代,那么投资者就可能因对继任者不熟悉而觉得不放心,把钱放在陌生人手中会感到不安(信任水平下降),进而可能撤资。这正是本文研究起点。

作为资产管理业大变革背景下的一种特有现象,“奔私潮”为检验信任假说提供了契机。自2007年以来,随着阳光私募的崛起,不断有公募基金基金经理跳槽私募基金,其中不乏诸多明星基金经理,这种现象在近年形成一股规模浩大的潮流席卷整个基金业,被称为中国基金业“奔私潮”。随着“奔私”人员数量的激增,业内深感忧虑:向私募基金的人才流失正在日益威胁公募基金的持续发展(张炜, 2007)^[7]。对此,坊间一直围绕基金业绩争论不已,但却未有定论。本文认为,“奔私潮”破坏了投资者与原基金经理关系,为研究信任冲击及影响提供了一个准自然实验:在理论上,由于信任是通过“私人关系、熟悉度、……、朋友同事间的人脉、交流及闲谈”等建立起来的对管理者的信心(Gennaioli 等, 2015)^[2],如果这些被公司管理中的外生变化所中断,就会导致投资者不安全感上升,信任水平下降(Kostovetsky, 2016)^[3];而在实践中,中国投资者有“买基金就是买基金经理”的投资习惯,一旦所购买基金的基金经理“奔私”,那么投资者—基金经理此前所形成的熟悉或信任关系随即中断,因此,即便“基金公司打的是团队战,变更基金经理之后基金仍能维持佳绩”(刘杰和崔吕萍, 2007)^[8],投资者也可能因为信任关系断裂而赎回基金^①。同时,大量报道也指出,公募基金的信任危机正是从人才大面积流失开始的(王丹, 2010)^[9],表明“奔私潮”和投资者信任之间存在关联。传统基金业真的因为基金经理出走私募而陷入危机了吗?本文将基金经理“奔私”作为对信任的负向冲击,从投资者—基金经理关系中断视角实证论证信任在投资者决策以及基金业中的重要性。

参照 Kostovetsky (2016)^[3]的研究方法,本文通过检验基金经理“奔私”前后基金资金流的变化来研究投资者—基金经理之间信任关系的价值。研究设计为:(1)基金经理“奔私”是否引起基金资金流下降;(2)投资者—基金经理信任关系中断与基金资金流变化是否存在因果效应;(3)投资者—基金经理关系中断导致基金资金流下降的形成机制;(4)哪种类型投资者易受投资者—基金经理关系中断的影响;(5)资金流下降是否可能由其他因素所导致。

就可检索文献范围,本文主要贡献在于,首次对“奔私潮”这一困扰中国基金业近十年的现象进行了规范研究,并从投资者—基金经理信任关系中断视角明确了“奔私潮”对传统基金业的影响。尽管关注基金经理变更的文献较多,但已有研究集中于公募基金内部人员流动及其对基金业绩的影响,然而,随着中国资产管理行业的多元化,基金业人才受到私募、保险、信托及券商资管等竞相争夺,因此,仅关注公募基金内部人员流动显然已不能凸显基金业人才竞争格局。虽然坊间也有众多关于基金经理“奔私”的探讨,但多停留在对公募基金业绩层面的影响且观点不一。本文将基金经理流动与资管行业的发展与竞争联系在一起,从信任断裂角度揭示了“奔私潮”的影响。

相比于现有文献,本文主要创新点体现在两个方面:

第一,传统基金研究关注业绩对投资者决策的影响,而本文突出信任及关系在投资决策中的重要性。本文将“奔私潮”这一特定事件作为对投资者—基金经理关系的负向冲击来度量信任的价值,在已有文献中,本文与 Kostovetsky (2016)^[3]的研究相似,但分别研究的是两个不同层面上的信

^① 此外,可能还存在两类投资者:一类是资金量不受约束的投资者,可能会跟随基金经理转投私募基金,但同时也意味着公募基金资产的流失;另一类被私募基金高门槛挡在门外的投资者,虽然与原基金经理关系已中断,但可能留在原公司停止或减少交易,最终去留不能确定。虽然因数据受限无法单独分离各类投资者在基金经理“奔私”后的行为,但本文检验的资金流变化是上述投资者的综合行为对资金流的整体效应,反映了基金经理“奔私”对投资者行为造成的总体影响。感谢匿名审稿人的意见。

任;Kostovetsky(2016)^[3]关注的是投资者—基金管理公司关系,本文研究的是投资者—基金经理关系;前者是投资者对基金管理公司的信任,本文考察的是对基金经理的信任。

第二,不同于国内已有文献将公、私募基金分开独立研究,本文的政策建议同时关注这两大基金子行业在大资管背景下的融合与发展,从激励的多重创新来探讨如何维系投资者—基金经理关系以促进两大子行业的共同发展。

本文结论对正在深受“奔私潮”困扰的基金业具有现实意义。对于基金管理者而言,即使如自己所宣称的那样,基金业绩对于单个基金经理的依赖性并不强,基金经理“奔私”还是可能导致基金资产流失。因此,如何留住基金经理、稳固投资者—基金经理关系很重要,而建立投资者对基金管理公司的信任、继续申购本公司的基金也是避免资金资产流失的重要途径。对于基金投资者,正确认识信任这一认知偏差,理性对待基金经理“奔私”,有助于在投资决策中避免受信任偏差影响而造成潜在损失。对于政策制定者,虽然基金经理“奔私”促进了私募基金发展及资产管理行业多元化,然而,本文结论表明,这在某种程度上是以牺牲公募基金发展为代价的,如何实现公私募基金在竞争中共同发展成为资产管理行业创新变革面临的一个问题。

二、文献综述与研究假设

本研究主要与两类文献有关:一类是基金经理变更的影响研究;另一类是投资者—管理者信任关系研究。本部分对相关文献进行回顾,并在已有研究基础上提出研究假设。

1. 基金经理变更的影响研究

基金经理变更研究可以分为两类:一类是传统的基金经理变更,研究基金经理在公募基金业内部职位的变动;另一类是随着对冲基金^①发展出现的,关注资产管理行业竞争发展对基金经理变更的影响。

(1)公募基金内部基金经理变更的影响研究。这类变更的影响主要涉及两方面:

1)对基金未来业绩的影响不确定。早期研究发现,更换基金经理后,绩差基金业绩提升,绩优者业绩下滑(Khorana,1996)^[10]。而近年大样本研究表明,基金经理变更不会影响基金未来业绩,既没让绩差者变好,也没让绩优者变差(Kostovetsky和Warner,2015)^[11]。

2)对基金资金流的影响。基金经理离职后,绩优基金的资金流下降(Mass等,2010)^[12],绩差者资金流增加(Kostovetsky和Warner,2015)^[11],表明投资者既追逐基金业绩,也关注基金经理。

(2)基金经理“奔私”的影响研究。这类研究把基金经理变更与资产管理行业发展带来的职业机遇联系在一起。而在诸多竞争行业中,私募基金成为基金经理离职去向的首选(李良,2014)^[13],基金经理跳槽的原因^②及影响完全不同于过往,对传统基金业造成极大冲击。已有研究集中于基金经理“奔私”对共同基金业绩的影响,存在两种相反观点:

1)共同基金业绩不会因“奔私”而下滑(Cici等,2010^[14];Nohel等,2010^[15];Chen和Chen,2009^[16])。因为共同基金管理公司多实行固定投资流程和团队投资组合管理,基金经理个人对共同基金业绩的影响极小(Grossman,2005)^[17]。Deuskar等(2011)^[18]的研究也表明,“奔私”者大多是低水平的基金经理,故而不会影响共同基金业绩。

2)“奔私”对共同基金业绩产生了负面影响。由于优秀基金经理、特别是年轻优秀的基金经理被对冲基金吸引走了^③,留在共同基金的基金经理(特别是年轻基金经理)才干相对不足,导致共同

① 中国的阳光私募基金归属于对冲基金类这一大的概念范围;共同基金在我国被称为公募基金。

② 激励费(而非业绩)成为基金经理奔私的最主要原因。

③ 对冲基金是“年轻人的游戏”(Atlas,2005)^[19],年龄对基金经理“奔私”存在负面影响(Deuskar等,2011^[12];Kostovetsky,2017^[13])。

基金行业整体业绩变差,且新、老基金经理的业绩鸿沟加剧(Kostovetsky,2017)^[20]。

综观已有研究,基金经理在公募基金内部跳槽不会影响整个行业的业绩和资产流失,但在资产管理多个子行业竞争发展背景下,基金经理离职意味着行业人才流失,可能会对传统基金业产生深刻影响。已有文献主要围绕业绩来研究基金经理“奔私”对共同基金的影响,但由于国内外制度、文化背景不同(例如,我国基金业没有“并行管理”制度,私募基金也并非“年轻人的游戏”,反而是资深基金经理“奔私”以致公募“娃娃兵”当道),因而国外研究结论可能不适用于我国。从国内来看,虽然坊间有大量报道担忧“奔私”会影响基金业绩,但并无定论。

本文认为,仅从业绩研究基金经理“奔私”对传统基金业的影响可能是不完整的:我国基金投资者结构中个人投资者占比过半^①,他们容易产生行为偏差,投资决策往往受业绩以外的因素影响;而且,作为资产管理行业的一个业态,公募基金核心价值在于业绩与信任(赵学军,2015)^[21],业绩只是基金管理者能够带来的一部分东西。因此,忽视信任的影响来研究公募基金发展是有缺失的。

2. 投资者—管理者信任关系研究

(1)“对管理者的信任”的概念起源。信任是“对某人、某物的品质或属性,或对某一陈述真实性的信心与依赖”^②。行为金融理论认为,信任是对管理者的信心(可靠)^③,是通过“私人关系、熟悉度、有说服力的广告、朋友和同事间人脉、交流及闲谈”等长时间累积形成(Gennaioli等,2015^[2]; Kostovetsky,2016^[3]);而且,严格来说,信任并非产生于历史业绩,而是与缓解投资者焦虑有关:投资者把钱放在“信得过的手中”心里踏实,晚上能睡得着觉(Gennaioli等,2015)^[2]。

(2)“对管理者的信任”促进投资。在资产管理业中,对管理者的信任是投资者将资金委托管理的重要因素(Gennaioli等,2015^[2]; Massa等,2015^[22])。投资者起初可能是由于广告、口碑等原因来挑选管理者,但随着时间的积淀和关系的延续逐渐形成信任(Kostovetsky,2016)^[3]。信得过的管理者能带给投资者安全感,即使业绩跑不赢市场,但他们能减轻投资者对于承担风险的焦虑,投资者因紧张情绪得到放松而觉得自身情况有改善,因而愿意把钱交给他们管理。这也是长期以来共同基金跑不赢市场、但很多投资者还是把钱交给它们管理的原因(Gennaioli等,2015)^[2]。从全球来看,对基金管理者的信任也是影响国际共同基金活跃性的重要因素(Massa等,2015)^[22]。

(3)投资者—管理者信任关系改变会阻碍投资。一旦管理者变得“不可靠”,就会破坏原来的投资者—管理者信任关系,投资者可能撤资离开(Kostovetsky,2016)^[3]。对投资者—管理者关系的破坏可分为两类:一类是欺诈。欺诈曝光后,投资者抛售股票或赎回基金资产,其原因并非是公司业绩亏损,而是造假行为让投资者感到这些公司不可靠,导致信任水平下降而引起撤资(Giannetti和Wang,2016^[23]; Gurun等,2018^[4])。另一类是管理者更换。信任需要时间来积累(Kostovetsky,2016)^[3],如果原来熟悉的管理者被陌生的继任者接替,投资者对继任者不熟悉,资金放在陌生人手中会因缺乏安全感、信任不足而撤资。研究发现,基金管理公司发布并购公告后,基金资金流在一年内平均下降约7%,但下降原因与业绩等因素没有关联,而是由于所有权变更中断了原来的投资者—基金管理公司关系,导致投资者信任下降而赎回资产(Kostovetsky,2016)^[3]。同样,CEO变更也因破坏了原来的客户—供应商关系,造成供应商销售额下降(Intintoli等,2017)^[6]。

综上,尽管信任难以量化和度量,但借助信任冲击来考察投资者行为的变化已成为当前金融学中

① 2017年公募基金份额共12.25万亿份,个人投资者持有51.92%;按净资产总值11.61万亿元计算,个人投资者年末持有基金资产占51.94%。数据来源:http://finance.eastmoney.com/news/1350_20180401851669173.html?qrqm=ijyd。

② Oxford English Dictionary,2015. Online Edition,<http://www.oed.com>。

③ 在金融学研究中,信任至少包含两个层面:“对市场的信任”和“对管理者的信任”。前者指对制度的信任,这类信任与预期收益密切相关,早期受到关注较多;后者则重视文化背景、心理因素对信任的影响,近年越来越受重视(Gennaioli等,2015^[2]; Massa等,2015^[22])。本文研究后者。

信任研究的一个新途径。基于此,本文提出,基金经理“奔私”导致投资者—基金经理的原有关系中断也构成对投资者信任的一种负向冲击。如果信任是投资者持有基金的重要因素,那么,即使基金经理“奔私”不影响基金业绩,也会让投资者不安全感增加而造成赎回意愿上升。因此,本文提出如下假设:

H₁:在基金经理“奔私”公告后,基金资金流下降。

由于信任是由“熟悉”及“长时间打交道等对基金经理产生的信心”(Gennaioli等,2015)^[2],随着时间和关系的延续累积形成(Kostovetsky,2016)^[3],同时,基于Intintoli等(2017)^[6]的研究^①,本文将基金经理管理某基金的时长作为信任水平的代理变量。基金经理管理某基金时间越长,那么该基金投资者与其打交道时间越久,也越熟悉,与其关系更为稳固,对其信任度越高。当基金经理“奔私”时,基金资金流下降就会越多。因此,本文提出如下假设:

H₂:基金资金流变化与投资者—基金经理信任关系水平有关,即原来的投资者—基金经理关系越稳固,基金资金流下降越多。

虽然现有研究普遍采用净申购(或负的净赎回)来研究基金资金流变化(Sirri和Tufano,1998^[24];肖峻和石劲,2011^[25]),但实际上资金流包括申购(资金流入)和赎回(资金流出)两个方面(彭惠等,2012)^[26],由于申购减少或赎回增加都会引起资金流下降,因此,将资金流分解为资金流入和流出、明确其变化的来源很重要(Ivkovic和Weisbener,2009^[27];Jank和Wedow,2013^[28])。基金经理“奔私”中断的是旧投资者和原先的基金经理之间的关系,故而它只影响旧投资者,不会对新投资者申购产生影响(Kostovetsky,2016)^[3],即“奔私”后资金流下降并不是资金流入(申购)减少造成的。因此,本文提出如下假设:

H₃:投资者—基金经理关系中断不影响新投资者申购,资金流入不会减少。

最后,理性程度影响投资者对信息的判断与反应,进而决定投资行为(Fama,1965^[29];Lakonishok等,1992^[30])。理性程度不同的投资者,即使面对相同的信息,也可能做出完全不同的投资决策,因此,有必要将投资者按照理性程度分类(左大勇和陆蓉,2013)^[31]。由于专业背景、信息优势等因素差异,一般分为机构投资者和个人投资者,机构投资者往往表现出更强的投资理性(Daniel等,1997)^[32],而个人投资者却更容易出现行为偏差(Odean,1998)^[33]。因此,相比于机构投资者,个人投资者在投资决策中更依赖过去的经历(Kostovetsky,2016)^[3],从而对投资者—基金经理关系中断的反应更敏感,因此,本文提出如下假设:

H₄:信任效应受投资经验影响,基金个人投资者的资金流比机构投资者下降更多。

三、研究方法与样本

1. 研究方法

参照Kostovetsky(2016)^[3]的方法,本文首先检验“奔私”公告前、后事件窗口的季度资金流变化是否显著异于0,再采用倍差法(difference-in-difference, DID)进一步比较“奔私”前后的资金流变化。进而,以基金资金流为解释变量建立回归模型,检验投资者—基金经理关系对资金流的影响。

本文的基本模型为固定效应非平衡面板数据回归模型,设定如下:

$$\begin{aligned} Flow_{i,t} = & \beta_0 + \beta_1 \times PRE_{i,t} + \beta_2 \times POST_{i,t} + \beta_3 \times Return_{i,(t-4,t-1)} + \beta_4 \times Return_{i,t} \\ & + \beta_5 \times Fundsize_{i,t-1} + \beta_6 \times Familysize_{i,t-1} + \beta_7 \times Volatility_{i,t-1} \\ & + \beta_8 \times Dividend_{i,t-1} + \beta_9 \times Fundage_{i,t-1} + \beta_{10} \times RM_{i,t-1} + \varepsilon_{i,t} \end{aligned} \quad (1)$$

其中,被解释变量 $Flow$ 为基金资金流,解释变量为 PRE 和 $POST$,其他为影响资金流的控制变量。

^① Intintoli等(2017)^[6]发现,供应商CEO在位时间越长,客户—供应商关系越稳固,CEO变更对客户—供应商关系的破坏越大。

2. 样本与数据

(1)“奔私”基金经理样本。中国基金业“奔私潮”始于2007年,本研究选取了2007—2016年从公募转投私募证券投资基金的基金经理作为“奔私”样本。基金经理变更名单和离职去向由Wind金融数据库和天天基金网整理得到,基金经理“奔私”前管理的所有基金以及在每只基金任职、离职时间等从天天基金网手工收集。

2007—2016年共发生1581起基金经理变更事件,其中118位基金经理转投私募基金(如表1所示)。需要说明的是,表1中数据及本文“奔私”基金经理样本可能是不完整的,因为众多基金经理离职去向不明,不排除其中有“奔私”可能;但本研究的初始样本已涵盖了Wind金融数据库中所有公开“奔私”去向的基金经理,并在天天基金网进行了查证与补充。因此,与Deuskar等(2011)^[12]的研究一样,尽管本文样本可能也只是全部“奔私”基金经理中的一部分,但样本不完整并不妨碍其研究基金业人才竞争的重要性(Deuskar等,2011)^[12],同样,也不影响本研究论证信任对于基金业发展的重要意义。

表1 2007—2016年中国公募基金经理变更及私募基金发展概况

| 年份 | 基金经理人数 | 离职人数 | 离职去向 | | | 私募基金产品发行 | |
|------|--------|------|------|------|------|-------------|----------|
| | | | 公募同行 | 私募基金 | 其他 | 规模(万元) | 规模增长率(%) |
| 2007 | 335 | 105 | 31 | 13 | 61 | 4524890.05 | / |
| 2008 | 405 | 107 | 31 | 14 | 62 | 2692063.42 | -40.5 |
| 2009 | 479 | 105 | 28 | 9 | 68 | 2597623.97 | -3.5 |
| 2010 | 574 | 126 | 31 | 11 | 84 | 3482120.24 | 34.1 |
| 2011 | 676 | 110 | 34 | 6 | 70 | 5058440.11 | 45.3 |
| 2012 | 801 | 137 | 32 | 10 | 95 | 7394261.76 | 46.2 |
| 2013 | 913 | 155 | 25 | 10 | 120 | 6204244.85 | -16.1 |
| 2014 | 1004 | 241 | 43 | 14 | 184 | 11568599.32 | 86.5 |
| 2015 | 1217 | 326 | 62 | 26 | 238 | 24824648.58 | 114.6 |
| 2016 | 1419 | 169 | 22 | 5 | 142 | 26349723.30 | 6.14 |
| 合计 | / | 1581 | 339 | 118 | 1124 | / | / |

注:表1中“奔私”者是指原先在公募任职的基金经理,不包括公募基金高管人员;“其他去向”包括转任基金管理公司高管、券商或去向不明

资料来源:由Wind金融数据库、天天基金网数据综合整理

根据表1所示,“奔私”基金经理数量在历年离职总人数中所占比例并不是很大,然而,这一现象却在中国基金业掀起轩然大波,因为最优秀的公募基金经理可能涌向了私募基金,这有可能会影响到公募基金业绩。本文也将对这一可能性进行实证检验。

(2)基金样本。本文基金样本包括2007—2016年“奔私”基金经理离职时正在管理的开放式公募基金,并做如下处理:在“奔私”基金经理曾经管理过的历任基金中,很多基金早已不归其管理,所以,本研究只保留“奔私”前仍在管理的基金;为了排除其他基金经理对资金流的影响,剔除了多位基金经理共同管理的基金(多基金经理制),只保留单基金经理制下的基金;根据国内外主流研究,从样本中剔除了指数型基金和国际基金QDII。最终的基金样本包含38位单基金经理在“奔私”前正在管理的45只开放式基金。基金的各项数据来源于Wind金融数据库,数据频率为季度。

3. 变量定义

(1)被解释变量。按照研究内容,本文被解释变量包括以下三类:

1)基金的资金流(*Flow*)^①:该指标是本文的主要被解释变量,反映投资者净申购(基金的资金

① 为了减轻异常值的影响,本文对基金的资金流在上下各1%的水平下进行了Winsorize处理。

净流入)。与已有研究一致(Sirri 和 Tufano, 1998^[24]; Kostovetsky, 2016^[3]; 俞红海等, 2014^[1]), 度量方法如下:

$$Flow_t = \frac{NTA_t - (1 + Return_t) \times NTA_{t-1}}{NTA_{t-1}} \quad (2)$$

其中, NTA_t 和 NTA_{t-1} 分别表示当期和上一期基金净资产, $Return_t$ 为当期基金收益率, 定义如下:

$$Return_t = \frac{NAV_t + Dividend_t - NAV_{t-1}}{NAV_{t-1}} \quad (3)$$

上式中, NAV_t 和 NAV_{t-1} 分别表示当期和上一期基金单位净值, $Dividend_t$ 表示当期基金分红。

2) 基金的资金流入 (*Inflow*) 与资金流出 (*Outflow*): 借鉴 Jank 和 Wedow (2013)^[28]、Kostovetsky (2016)^[3] 的研究, 将基金资金流分解为流入 (申购) 和流出 (赎回), 度量方法如下:

$$Inflow_t = \frac{Purchases_t}{NAT_{t-1}} \quad (4)$$

$$Outflow_t = \frac{Redemptions_t}{NTA_{t-1}} \quad (5)$$

其中, $Purchases_t$ 表示当期申购额 (当期申购份额乘以当期基金净值), $Redemptions_t$ 表示当期赎回额 (当期赎回份额乘以当期基金净值), NTA_{t-1} 为上一期基金净资产。

3) 个人投资者的资金流 ($Flow_{gr}$) 和机构投资者的资金流 ($Flow_{jg}$): 按照 Potter 和 Schwarz (2012)^[34]、左大勇和陆蓉 (2013)^[31] 的方法, 用以下指标区分来自基金个人投资者和机构投资者的资金流:

$$Flow_{gr_t} = \frac{Retail_t \times NTA_t - Retail_{t-1} \times NTA_{t-1} \times (1 + R_t)}{NTA_{t-1}} \quad (6)$$

$$Flow_{jg_t} = \frac{Institutional_t \times NTA_t - Institutional_{t-1} \times NTA_{t-1} \times (1 + R_t)}{NTA_{t-1}} \quad (7)$$

其中, $Retail_t$ 和 $Retail_{t-1}$ 分别表示当期和上一期个人投资者基金份额持有比例, $Institutional_t$ 和 $Institutional_{t-1}$ 分别表示当期和上一期机构投资者基金份额持有比例 (基金份额持有比例的数据频率为半年度)。

(2) 解释变量。为了考察基金经理“奔私”前后的基金资金流变化, 本研究选择“奔私”公告前、后半年为事件窗口期, 并按照 Kostovetsky (2016)^[3] 的方法定义两个虚拟变量 PRE 和 $POST$, 用来区分事件窗口前后的观测值所处时间段。

PRE 对应事件前的观测值: 对于“奔私”公告之前两个季度的观测值, $PRE = 1$, 公告前其他时间段的观测值对应的 $PRE = 0$ 。 $PRE = 1$ 为对照组, 反映公告前事件窗口期的资金流。

$POST$ 对应事件后的观测值: 处于“奔私”公告后两个季度的观测值, $POST = 1$, 代表处理组; 公告后其他时间段的观测值对应的 $POST = 0$ 。

对于事件窗口外的观测值, $PRE = 0$ 且 $POST = 0$ 。

(3) 控制变量。根据已有研究 (Sirri 和 Tufano, 1998^[24]; Kostovetsky 和 Warner, 2015^[11]; Kostovetsky, 2016^[3]; 肖峻和石劲, 2011^[25]; 俞红海等, 2014^[1]), 本文控制了以下影响基金资金流的主要基金特征及相关变量:

1) 基金收益 ($Return$): 通常基金收益率越高, 越能吸引投资者申购 (Jain 和 Wu, 2000)^[35], 但陆蓉等 (2007)^[36] 发现, 中国基金市场存在“赎回异象”, 即基金收益率与资金净流入负相关, 随后有研究质疑了该观点 (肖峻和石劲, 2011^[25]; 彭惠等, 2012^[26])。

由于基金当期收益率作为解释变量可能带来内生性问题 (Kempf 和 Ruenzi, 2008)^[37], 参照海

外主流文献的研究方法,本文用基金滞后年回报率(过去四个季度的平均回报率)作为基金收益(Kostovetsky, 2016)^[3]。在控制基金收益对资金流入影响的过程中,根据肖峻和石劲(2011)^[25]对该问题的研究,本研究同时考虑了同期收益和过去一年收益的影响;并且,本文也对仅包含过去一年收益进行了检验。

2) 基金规模(*Fundsize*):基金净资产取自然对数(Kostovetsky, 2016^[3];肖峻和石劲, 2011^[25])。基金规模与资金流负相关(Sirri 和 Tufano, 1998^[24];Kostovetsky, 2016^[3])。

3) 基金家族规模(*Familysize*):基金家族净资产的自然对数(Kostovetsky, 2016^[3];肖峻和石劲, 2011^[25])。除了基金自身特征,基金资金流还会受到家族规模影响。大基金家族的曝光率和广告投入多,能吸引更多资金流(Sirri 和 Tufano, 1998^[24];Kostovetsky, 2016^[3])。

4) 基金收益波动性(*Volatility*):基金当期收益标准差(李科和陆蓉, 2011^[38];俞红海等, 2014^[1])。投资者往往避免申购收益波动率大的基金,基金资金流与收益波动性负相关(Barber 等, 2005)^[39]。

5) 基金分红(*Dividend*):基金当季分红。基金分红影响基金的资金流,投资者偏好分红比例高的基金(李科和陆蓉, 2011)^[38]。

6) 基金年龄(*Fundage*):基金成立日到当期的自然对数(Kostovetsky, 2016^[3];肖峻和石劲, 2011^[25])。基金年龄影响资金流,通常年轻基金更吸引投资者申购(Kostovetsky, 2016)^[3]。

此外,本研究还加入了市场收益(*RM*)以控制整个市场变化对基金资金流造成的影响。偏股型基金的投资受股票市场的冲击非常大^①,业绩会随着股票市场的上涨而增长,从而投资者申购增加(Santini 和 Aber, 1998)^[40]。本文用上证综合指数同期收益表示市场收益(陆蓉等, 2007^[36];彭惠等, 2012^[26])。

四、实证研究

1. 投资者—基金经理关系对基金资金流的影响检验

(1) 基金经理“奔私”后,基金资金流下降了吗?——对研究假设 H_1 的检验。本部分先后通过基金经理“奔私”前后资金流变化及多变量面板回归来验证“奔私”引起基金资金流下降。

1) “奔私”公告前后基金的季度平均资金流变化。表 2 显示了事件窗口期内基金经理“奔私”公告前后季度平均资金流。Panel A 是样本基金的资金流变化,在“奔私”公告之前的两个季度($PRE = 1$),基金资金流在统计上与 0 没有显著差异;“奔私”后半年($POST = 1$),基金季度平均资金流为 -7.33% (半年内资金流下降约 14.66%)。

但是,资金流下降也有可能是因为基金前期业绩差造成了投资者赎回,为了控制内生性,尽可能将业绩与“奔私”所引起的资金流变化分开,本文进一步将样本基金限制为过去 1 年业绩位于 75% 分位数以上的基金(Panel B),发现“奔私”后的资金流同样显著为负,表明绩优基金也出现资金净流出,因此,投资者赎回不能用基金前期业绩差来解释。

表 2 事件窗口的基金季度平均资金流变化

| 基金资金流变化 | Flow (%) |
|-----------------------|----------|
| 事件窗口期(-2,2) | |
| Panel A: 样本基金的季度平均资金流 | |
| <i>PRE</i> | 2.10 |
| <i>Obs</i> | 80 |

① 据 Wind 统计,截至 2016 年底,我国开放式基金中偏股型基金占比为 29.2%;本文样本基金中偏股型基金占 75.6%。

续表 2

| 基金资金流变化 | Flow (%) |
|---|------------|
| 事件窗口期(-2,2) | |
| Panel A: 样本基金的季度平均资金流 | |
| <i>POST</i> | -7.33 ** |
| <i>Obs</i> | 88 |
| Panel B: 过去 1 年业绩位于 75% 分位数以上的基金季度平均资金流 | |
| <i>PRE</i> | -4.83 |
| <i>Obs</i> | 16 |
| <i>POST</i> | -15.51 *** |
| <i>Obs</i> | 45 |
| Panel C: 事件窗口的资金流回归分析 | |
| <i>POST</i> | -9.29 * |
| <i>obs</i> | 168 |

注: Panel A 和 Panel B 分别显示了事件窗后内全部样本基金和过去一年业绩位于 75% 分位数以上的基金的季度平均资金流的变化; Obs 为观测值数目; ***, **, * 分别表示在 1%, 5%, 10% 的统计水平上显著

资料来源: 本文整理

进一步, 用 DID 法比较样本基金在“奔私”公告前后的资金流。按照 Kostovetsky (2016)^[3] 的研究方法, 把样本基金在事件窗口期内的资金流对 *POST* 回归, DID 估计的 *POST* 系数为 -9.29% (Panel C), 即“奔私”半年后资金净流出约 18.58% (在 10% 的水平下)。

基金资金流的变化揭示了基金经理“奔私”的经济后果。样本中 45 只基金的净资产值总共约为 2367.50 亿元, 半年后资金净流出 18.58%, 意味着每只基金资产缩减了 9.775 亿元 ($18.58\% \times 2367.50/45$), 而全部样本基金损失则超过 439.88 亿元。而且, 考虑到“奔私”样本基金可能不完整, 那么“奔私潮”造成公募基金行业的实际基金资产缩减量应该远超过该数字。

2) “奔私”对基金资金流的影响——面板模型回归。本部分用基金的季度资金流 (*Flow*) 对两个事件窗口虚拟变量 (*PRE* 和 *POST*) 及控制变量进行多变量面板回归, 并控制基金个体效应和年度效应, 进一步验证基金经理“奔私”对基金资金流的影响。检验结果如表 3 所示。

表 3 基金资金流对事件虚拟变量的多变量回归分析

| 因变量 | Flow | |
|--------------------------|-------------|-------------|
| | (1) | (2) |
| 自变量 | | |
| <i>PRE</i> | -0.0407 | -0.0227 |
| <i>POST</i> | -0.1149 *** | -0.1116 *** |
| $Return_{t-4,t-1}$ | | 0.2995 * |
| $Return_t$ | | 0.0821 |
| $Fundsize_{t-1}$ | | -0.1725 *** |
| $Familysize_{t-1}$ | | 0.0380 |
| $Volatility_{t-1}$ | | 0.4811 |
| $Dividend_{t-1}$ | | -0.1300 |
| $Fundage_{t-1}$ | | -0.0028 |
| RM_{t-1} | | -0.0443 ** |
| <i>Intercept</i> | Yes | Yes |
| <i>Fund Fixed Effect</i> | Yes | Yes |

续表 3

| 因变量 | Flow | |
|-------------------|--------|--------|
| | (1) | (2) |
| 自变量 | (1) | (2) |
| Year Fixed Effect | Yes | Yes |
| Within R-Square | 0.0624 | 0.1344 |
| Obs | 1467 | 1302 |

注:本检验结果同时考虑了过去一年收益($Return_{t-4,t-1}$)和同期收益($Return_t$)的影响。实际上,本文也对仅包含过去一年收益($Return_{t-4,t-1}$)进行了检验,结果不变;控制变量都滞后一期;Obs为观测值数目,Intercept为截距项;***, **, * 分别表示在1%, 5%, 10%的统计水平上显著

资料来源:本文整理

表3与表2的结论一致,PRE系数为-0.0407但统计上不显著(第1列),即“奔私”前的基金资金流变化接近为0;而POST系数为-0.1149(在1%的水平下),表明“奔私”后出现资金净流出。加入控制变量后,检验结果不变(第2列)。

表3还显示了主要基金特征变量对基金资金流的影响。与已有研究一致,基金规模(Fundsize)系数为负,表明基金规模越大吸引资金流越少,而基金过去一年收益($Return_{t-4,t-1}$)与基金资金流正相关。

然而,上述检验只表明基金资金流在“奔私”公告后显著下降,并不能直接证明资金流下降是投资者—基金经理关系中断、信任受到冲击所造成的。

(2)信任效应的影响——对研究假设H₂的检验。根据前文,本部分用基金经理管理某基金的时长作为该基金的投资者对基金经理信任水平的代理变量,从而明确将信任关系与资金流变化联系起来,直接考察投资者—基金经理关系中断与资金流下降的关联。前文已述,投资者信任水平与投资者—基金经理关系维系的时间长短有关,而据美国《企业家》杂志(Entrepreneur)调查发现,建立客户信任至少需要两年时间^①。因此,本研究以两年为界,按“奔私”基金经理管理每只基金的期限(信任水平代理变量)把样本基金分为两组:如果管理该基金时长超过两年,则视投资者—基金经理之间形成了信任关系;如果不足两年,则看作投资者—基金经理之间尚未形成信任。然后,验证假设H₂(信任关系影响基金资金流变化),检验结果如表4所示。

表4 按信任水平分组的季度平均资金流变化

| 基金资金流变化 | Flow (%) | |
|-----------------------|----------|-----------|
| | 形成信任(1) | 尚未形成信任(2) |
| Panel A: 样本基金的季度平均资金流 | | |
| PRE | 3.35 | 1.13 |
| Obs | 35 | 45 |
| POST | -9.87*** | -5.39 |
| Obs | 38 | 50 |
| Panel B: 事件窗口的资金流回归分析 | | |
| POST | -12.57** | -6.79 |
| Obs | 73 | 95 |

注:Obs为观测值数目;***, **, * 分别表示在1%, 5%, 10%的统计水平上显著
资料来源:本文整理

① Clifford, C. How Long Before Your Customers Trust You? Two Years [EB/OL]. Entrepreneur, 2014 - 09 - 18, <https://www.entrepreneur.com/article/237579>。

表4和表2所做检验相同。Panel A列出了两组基金在“奔私”公告前后的季度平均资金流,对于投资者—基金经理形成信任的基金(第1列),“奔私”前两个季度的资金流接近于0,但公告后季度平均资金流下降9.87%(在1%的水平下),且大于全部样本基金的资金净流出(7.33%)(表2中Panel A),表明与原基金经理关系较稳固的投资者对基金经理“奔私”反应更强烈。相比之下,第2列则显示,如果投资者—基金经理之间尚未形成信任(对照组),“奔私”公告后的资金流虽为负值(-5.39%),但并不显著。综合可见,投资者—基金经理关系维系的时间长短影响投资者对基金经理“奔私”的反应,而关系越持久稳固,投资者信任度累积的越高,那么关系中中断对投资者信任的负向冲击越大、赎回越多。

表4中Panel B是两组基金的资金流对POST的DID检验结果。对于存在信任关系的一组基金(第1列),POST系数为-12.57%(在5%的水平下),大于全样本中POST系数-9.29%(表2中Panel C),同样证明投资者—基金经理关系中断会引起投资者的负向反应,而且,如果先前两者关系维系时间越长,则投资者负向反应越强烈,基金资金流下降越多。同时,本文把投资者—基金经理尚未形成信任关系的另一组基金作为反事实对照组进行安慰剂检验(Panel B第2列),发现POST系数虽是负值(-6.79%)但很小且不显著,进一步说明信任关系影响了基金投资者选择。

虽然上述结果表明投资者—基金经理关系中断确实引起资金流下降,但并不一定就是原先的投资者因信任冲击而增加赎回所造成,也有可能是因为新投资者担心基金经理变更导致基金管理的不确定性增加,从而申购减少所致。

(3)新旧投资者,谁造成了基金资金流下降?——对研究假设H₃的检验。本部分将基金资金流分解为流入(新投资者申购)和流出(旧投资者赎回)来检验假设H₃,验证“奔私”后基金资金流下降并非由新投资者申购减少造成的。表5中Panel A分别是基金的资金流入(Flow_{in})和流出(Flow_{out})对事件窗口虚拟变量(PRE和POST)和控制变量的回归结果。

表5 基金资金流入和流出对事件虚拟变量的回归分析

| 因变量 | Panel A: 样本基金的资金流入和流出 | | Panel B: 按信任水平对资金流出分组 | |
|---------------------------|-----------------------|---------------------|-----------------------|----------|
| | Flow _{in} | Flow _{out} | Flow _{out} | |
| | 全部样本 | | 形成信任 | 尚未形成信任 |
| 自变量 | (1) | (2) | (3) | (4) |
| PRE | -0.4412 | -0.3407 | -0.0574 | -0.6608 |
| POST | -0.1167 | 0.1508 | 0.7612*** | -0.2775 |
| Return _{t-4,t-1} | 2.4570* | 2.3116* | 1.0338 | 3.4904 |
| Return _t | 1.4347** | 1.0237* | -0.4195 | 1.9956* |
| Fundsize _{t-1} | -0.6646*** | -0.1662 | 0.1864 | -0.3936* |
| Familysize _{t-1} | 0.1174 | 0.0570 | -0.0272 | 0.1382 |
| Volatility _{t-1} | 4.2916** | 1.7057 | 1.1345 | 2.6050 |
| Dividend _{t-1} | -0.4793 | -0.3859 | -0.1360 | -0.7642 |
| Fundage _{t-1} | 0.5295 | 0.8095** | 0.2000 | 1.1739* |
| RM _{t-1} | 0.6964 | -0.3832 | 0.1757 | -0.8718 |
| Intercept | Yes | Yes | Yes | Yes |
| Fund Fixed Effect | Yes | Yes | Yes | Yes |
| Year Fixed Effect | Yes | Yes | Yes | Yes |
| Within R-Square | 0.0434 | 0.0287 | 0.0638 | 0.0420 |
| Obs | 1281 | 1302 | 647 | 655 |

注:本检验结果同时考虑了过去一年收益(Return_{t-4,t-1})和同期收益(Return_t)的影响;实际上,本文也对仅包含过去一年收益(Return_{t-4,t-1})进行了检验,结果不变;控制变量都为滞后一期;Obs为观测值数目,Intercept为截距项;***, **, *分别表示在1%, 5%, 10%的统计水平上显著

资料来源:本文整理

检验结果表明,“奔私”后总资金流下降并非因新投资者申购减少造成的。表5中 Panel A 第1列中 *POST* 系数为 -0.1167,说明“奔私”后的基金资金流入(*Flow_in*)为负,但统计上不显著,即新投资者申购并未减少。同时,第2列中 *POST* 系数为 0.1508,表明“奔私”后基金资金流出(*Flow_out*)为正,但统计上也不显著。综合两者,意味着单方面的资金流入(申购)减少和资金流出(赎回)增加都不能造成“奔私”后总资金流下降,因此,总资金流下降应该是两方面共同作用的结果。值得注意的是,资金流入并未显著减少,说明总资金流下降并非新投资者申购(资金流入)减少所致,支持了假设 H_3 。

此外,表5第1列、第2列的 *PRE* 系数(-0.4412 和 -0.3407)表明,“奔私”公告前的基金资金流入、流出在统计上均不显著,都没有变化。

那么,就资金流出而言,究竟是谁在赎回?按照前文方法,把样本基金按照投资者—基金经理关系维系时间是否形成信任分成两组,再分别将两组资金流出(*Flow_out*)对事件窗口变量(*PRE* 和 *POST*)和控制变量做回归。Panel B 中检验结果显示,对于投资者—基金经理形成信任关系的基金(第3列),*POST* 系数为正(0.7612),说明这组基金在“奔私”公告后的资金流出显著增加(在1%的水平下);而投资者—基金经理未形成信任的基金(第4列),*POST* 系数(-0.2775)表明,这组基金的资金流出在“奔私”公告后没有显著变化。该结果表明,就资金流出而言,主要是先前投资者—基金经理关系较长久的投资者大幅赎回,进一步证明信任影响投资者决策。

(4)哪种类型投资者易受投资者—基金经理关系中断的影响?——对研究假设 H_4 的检验。本部分考察投资经验对信任效应的影响来验证假设 H_4 ,即相比于较成熟的机构投资者,欠成熟的个人投资者没有能力或资源去监督基金管理,在投资决策中更加依赖信任,对投资者—基金经理关系中断应该愈加敏感。

将个人投资者的资金流(*Flow_gr*)和机构投资者的资金流(*Flow_jg*)分别对事件窗口变量(*PRE* 和 *POST*)和控制变量进行回归,检验结果支持了 H_4 ,即总资金流下降是由个人投资者的资金流减少而造成的(如表6所示)。机构投资者的 *POST* 系数为 -0.0561 但不显著(第2列),而个人投资者的 *POST* 系数为 -0.1356(第1列),说明基金经理“奔私”后,个人投资者不但赎回资产,而且赎回量几乎达到机构投资者的2.5倍(在10%的水平下)。该结果表明,个人投资者非常重视与基金经理之间的关系,投资者—基金经理关系的中断令其信任遭受极大冲击,故而大举赎回资产。

表6 个人投资者和机构投资者的基金资金流分析

| 因变量 | <i>Flow_gr</i> | <i>Flow_jg</i> |
|---|----------------|----------------|
| 自变量 | (1) | (2) |
| <i>PRE</i> | -0.0278 | -0.0740 |
| <i>POST</i> | -0.1356* | -0.0561 |
| <i>Return</i> _{<i>t-4,t-1</i>} | -0.4634 | 0.8545 |
| <i>Return</i> _{<i>t</i>} | 0.2382 | 0.2115 |
| <i>Fundsize</i> _{<i>t-1</i>} | -0.2463*** | -0.2682*** |
| <i>Familysize</i> _{<i>t-1</i>} | 0.2049*** | 0.0467 |
| <i>Volatility</i> _{<i>t-1</i>} | -0.5090 | 0.7033 |
| <i>Dividend</i> _{<i>t-1</i>} | -0.1703 | -0.1650 |
| <i>Fundage</i> _{<i>t-1</i>} | 0.0677 | -0.0607 |
| <i>RM</i> _{<i>t-1</i>} | -0.6282*** | 0.5999* |
| <i>Intercept</i> | Yes | Yes |
| <i>Fund Fixed Effect</i> | Yes | Yes |

续表 6

| 因变量 | <i>Flow_gr</i> | <i>Flow_jg</i> |
|--------------------------|----------------|----------------|
| 自变量 | (1) | (2) |
| <i>Year Fixed Effect</i> | Yes | Yes |
| <i>Within R-Square</i> | 0.2673 | 0.0505 |
| <i>Obs</i> | 663 | 643 |

注:本检验结果同时考虑了过去1年收益($Return_{t-4,t-1}$)和同期收益($Return_t$)的影响,本文也对仅包含过去1年收益($Return_{t-4,t-1}$)进行了检验,结果不变;控制变量都为滞后一期;*Obs*为观测值数目,*Intercept*为截距项;***, **, * 分别表示在1%, 5%, 10%的统计水平下显著

资料来源:本文整理

2. 稳健性检验

本文将主要结论的其他可能解释作为稳健性检验,排除基金经理“奔私”后资金流下降与这些因素有关,检验结果如表7所示。

表 7

稳健性检验结果

| 因变量 | Panel A: 排除未来业绩下降 | | Panel B: 排除市场异常波动 | Panel C: 排除赎回异象 |
|--------------------------|-------------------|-------------|-------------------|-----------------|
| | <i>Return</i> | | <i>Flow</i> | <i>Flow</i> |
| 自变量 | (1) | (2) | (3) | (4) |
| <i>PRE</i> | 0.0133 | -0.0100 | 0.0033 | 0.0161 |
| <i>POST</i> | -0.0013 | -0.0022 | -0.0912 ** | -0.0644 * |
| $Return_{t-4,t-1}$ | -0.7361 *** | 0.8645 *** | 0.5323 *** | -0.0920 |
| $Return_t$ | / | / | 0.3016 *** | -0.0573 |
| $Fundsize_{t-1}$ | -0.0032 | -0.0000 | -0.1975 *** | -0.0992 *** |
| $Familysize_{t-1}$ | -0.0258 *** | -0.0007 | 0.0641 ** | 0.0327 |
| $Volatility_{t-1}$ | -0.3045 *** | -0.1322 *** | 0.1837 | 0.7136 *** |
| $Dividend_{t-1}$ | -0.0063 | 0.0304 ** | -0.1642 * | -0.0093 |
| $Fundage_{t-1}$ | 0.0076 | -0.0018 | 0.0498 | 0.0145 |
| RM_{t-1} | -0.1167 *** | 0.1772 *** | -0.1264 | -0.0368 |
| <i>Intercept</i> | Yes | Yes | Yes | Yes |
| <i>Fund Fixed Effect</i> | Yes | Yes | Yes | Yes |
| <i>Year Fixed Effect</i> | Yes | Yes | Yes | Yes |
| <i>Within R - Square</i> | 0.4585 | 0.7580 | 0.1967 | 0.0642 |
| <i>Obs</i> | 1302 | 1302 | 1040 | 1172 |

注:第3列、第4列的检验结果同时考虑了过去一年收益($Return_{t-4,t-1}$)和同期收益($Return_t$)的影响,本文也对仅包含过去一年收益($Return_{t-4,t-1}$)进行了检验,结果不变;控制变量都为滞后一期;*Obs*为观测值数目,*Intercept*为截距项;***, **, * 分别表示在1%, 5%, 10%的统计水平上显著

资料来源:本文整理

第一种观点是基金经理“奔私”可能增加随后基金管理的不确定性,例如,新基金经理的投资风格、选股择时和投资理念等与原基金经理有所不同,故而投资者在这段缓冲期持谨慎态度观望,申购随之减少,引起资金流下降。但是,前文已经证明,基金经理“奔私”后的资金流入(申购)并没有显著减少,从而否定了这一观点。

第二种可能是基金经理变更可能会导致基金业绩下滑,投资者赎回是对预期业绩下降的理性反应。按照 Kostovetsky (2016)^[3]的方法,本文将因变量换为基金收益做同样回归,发现季度及半年期收益对应的 *POST* 系数都非常小(分别为 -0.0013, -0.0022)且在统计上均不显著(Panel A

第1列、第2列),表明基金经理“奔私”后一个季度至半年,基金业绩并没有下跌。该结论与 Kostovetsky 和 Warner(2015)^[11]的发现一致,即基金经理离职后,原基金业绩没有变差。因此,投资者因基金业绩下滑而赎回的可能性不成立。

需要指出的是,该结果否定了坊间对于“基金经理‘奔私’,原基金业绩会走下坡路”的担忧。本文认为,业绩未下跌的主要原因可能有:第一,较之于明星基金经理“奔私”时备受瞩目,更多转投私募的基金经理并没有光环笼罩,其中甚至不乏因“末位淘汰”机制而被动离开者,第二,大多数基金管理公司执行团队制,基金经理个人对业绩的影响有限;第三,我国公募基金业虽然因老牌基金经理出走原因呈现年轻化,但与年长者相比,年轻基金经理为了证明自己会更努力工作,而且他们心态开放、投资理念与时代发展主题联系更紧密,业绩并不逊色。此外,公募的平台资源和投研力量等是大多数私募基金无法相比的,这也是很多明星基金经理“奔私”后业绩平平的原因之一。因而,基金经理“奔私”并不等于原基金业绩会下降。

第三种质疑是2008年和2015年中国股市的异常波动可能导致了基金投资者大量赎回。本研究从样本中剔除了这两段时期的观测值后,发现 *POST* 系数(-0.0912)仍为负(Panel B第3列),仍旧说明“奔私”公告后资金流下降,而且与原样本基金的 *POST* 系数-0.1116相比(表3第2列),变化很小,本文结论不变。

此外,还有一种解释是中国基金市场可能存在“赎回异象”,历史业绩好的基金往往被投资者赎回落袋为安。从样本中剔除了过去一年业绩位于90%分位数以上的“明星”基金(肖峻和石劲,2011^[25];俞红海等,2014^[1]),检验结果显示,*POST* 系数为-0.0644,仍表明资金流下降(Panel C第4列),本文结论依旧成立。

五、结论与建议

理论上投资者追逐的应该是基金业绩,而现实中却热衷于追逐基金经理,如果基金经理离职,即使基金业绩未必变化,投资者也可能急忙赎回。针对这一有悖于理论的投资习惯,本文认为,信任及关系在投资者决策中起着重要作用,即便基金业绩不受“奔私”影响,投资者也会因信任关系的中断而撤回资金。本文以基金业“奔私潮”为例,基于基金经理变更和行为金融学中的信任理论对此进行研究。

1. 研究结论

当基金经理“奔私”后,尽管基金业绩没有变差,资金流却开始下降;半年后基金资产损失超过了18%,而实际经济损失不止于此。进一步研究表明,资金流下降是由于投资者—基金经理关系因“奔私”中断、投资者信任受到冲击导致赎回所造成,其中,与原基金经理关系较稳固的投资者、以及个人投资者是赎回的主要来源。研究还发现,资金流下降与基金业绩变差、申购减少及市场异常波动等因素无关。本文证据表明,在资产管理行业多元化背景下,“奔私”也许只是基金经理的个人职业选择,即便不会影响到基金业绩,但却因打击投资者信任而令公募基金业逐步丧失管理资产的机会,导致传统基金行业陷入前所未有的信任危机和基金资产的大规模流失。

2. 政策建议

本文结论对我国基金业发展具有以下借鉴意义:

(1)改进投资者保护,赢取投资者信任。信任促成的投资源于原先的投资者—基金经理关系,与业绩并没有关联(Gennaioli等,2015)^[2],投资者执意追逐基金经理甚过基金业绩体现了投资行为的一种非理性,是一种启发式(Heuristic)心理偏差(Wei和Zhang,2018)^[41],而教育有助于避免或消除此类偏差(Laibson,2009)^[42]。因此,对投资者(尤其是中小投资者)而言,当知识、信息的缺乏导致其没有能力去辨识资金管理者,加强投资者教育十分重要。一方面,增进其对资本市场的理解

和认识,理性对待基金经理“奔私”,基金经理“奔私”并不等于原基金业绩会下降;另一方面,在基金经理“奔私”后的缓冲期,应当引导投资者多关注基金业绩变化,避免受信任偏差的影响急忙赎回基金。对于基金管理公司而言,由于中小投资者在投资决策中更依赖信任及关系,是“奔私”事件后赎回基金的主力,如果能够提供更赢得信任的增值服务——例如理财规划建议,则在受到信任冲击时会遭遇较少的撤资(Gurun等,2018)^[4]。

(2)探索激励的多重创新,形成长效的投资者—基金经理关系。信任是维系投资者和基金管理人关系的关键(Jia等,2016)^[43],然而,在大资产管理时代下,聪明的人离开传统基金业去寻求更好的职业机会是一种必然选择。在资产管理业各子行业之间彼此竞争又相互融合的趋势下,海外市场推行的“并行管理”和“对冲式共同基金”为实现基金经理个人和基金业共同发展提供了启示^①。与我国以“股权激励”和“事业部制”为代表的激励革新相比较,“并行管理”和“对冲式共同基金”淡化了公、私募基金的壁垒,不仅可以通过人尽其才留住基金经理来建立稳定的投资者—基金经理的关系,而且顺应竞争融合趋势、促进两个子行业在“和而不同”中发展。鉴于“股权激励”和“事业部制”在我国实践中成效有限,“并行管理”和“对冲式共同基金”或许可以成为其有益补充。

参考文献

- [1] 俞红海,陆蓉,徐龙炳. 投资者名义价格幻觉与管理者迎合——基于基金拆分现象的研究[J]. 北京:经济研究,2014,(5): 133-146.
- [2] Gennaioli, N., A. Shleifer, and R. Vishny. Money Doctor[J]. Journal of Finance, 2015, (1): 91-114.
- [3] Kostovetsky, L. Whom Do You Trust? Investor-Advisor Relationships and Mutual Fund Flows[J]. Review of Financial Studies, 2016, (4): 898-936.
- [4] Gurun, U., N. Stoffman, and S. Yonker. Trust Busting: The Effect of Fraud on Investor Behavior[J]. Review of Financial Studies, 2018, (4): 1341-1376.
- [5] Fehr, E. On the Economics and Biology of Trust[J]. Journal of the European Economic Association, 2009, (2-3): 235-266.
- [6] Intintoli, V., M. Serfling, and S. Shaikh. CEO Turnovers and Disruptions in Customer-Supplier Relationships[J]. Journal of Financial and Quantitative Analysis, 2017, (6): 2565-2610.
- [7] 张炜. 六成投资者欢迎基金业激励制度[N]. 上海证券报, 2007-08-13.
- [8] 刘杰, 崔吕萍. 明星基金经理“奔私”现象调查[N]. 北京商报, 2007-10-10.
- [9] 王丹. 基金经理如何挽救信任危机[N]. 北京商报, 2010-08-27.
- [10] Khorana, A. Top Management Turnover: An Empirical Investigation of Mutual Fund Managers[J]. Journal of Financial Economics, 1996, (3): 403-427.
- [11] Kostovetsky, L., and J. Warner. You're Fired! New Evidence on Portfolio Manager Turnover[J]. Journal of Financial and Quantitative Analysis, 2015, (4): 729-755.
- [12] Massa, M., J. Reuter, and E. Zitzewitz. When Should Firms Share Credit with Employees? Evidence from Anonymously Managed Mutual Funds[J]. Journal of Financial Economics, 2010, (3): 400-424.
- [13] 李良. 基金业投研人才“青黄不接”[N]. 北京:中国证券报, 2014-05-13.
- [14] Cici, G., S. Gibson, and R. Moussawi. Mutual Fund Performance When Parent Firms Simultaneously Manage Hedge Funds[J]. Journal of Intermediation, 2010, (2): 169-187.
- [15] Nohel, T., Z. Wang, and L. Zheng. Side-by-Side Management of Hedge Funds and Mutual Funds[J]. Review of Financial Studies, 2010, (6): 2342-2373.
- [16] Chen, L., and F. Chen. Does Concurrent Management of Mutual and Hedge Funds Create Conflicts of Interest? [J]. Journal of

^① “并行管理”让基金管理公司委任优秀的共同基金经理同时管理对冲基金,不但打破薪酬约束,也让其获得发挥才干的自由空间;“对冲式共同基金”让共同基金经理可以采用对冲基金交易策略,使追逐基金经理的普通大众投资者不会被私募基金的高门槛挡在门外(Agarwal等,2009)^[44],减少了基金资产流失。

Banking and Finance, 2009, (8): 1423 – 1433.

[17] Grossman, S. Hedge Funds Today: Talent Required, Commentary [N]. Wall Street Journal, 2005 – 09 – 29.

[18] Deuskar, P., J. Pollet, Z. Wang, and L. Zheng. The Good or the Bad, Which Mutual Fund Managers Join Hedge Funds? [J]. Review of Financial Studies, 2011, (9): 3008 – 3024.

[19] Kostovetsky, L. Brain Drain: Are Mutual Funds Losing Their Best Minds? [J]. Quarterly Journal of Finance, 2017, (3): 1 – 38.

[20] Atlas, R. A Glimpse behind the Hedge Fund Curtain [N]. International Herald Tribune, 2005 – 12 – 22.

[20] Atlas, R. A Glimpse behind the Hedge Fund Curtain [N]. International Herald Tribune, 2005 – 12 – 22.

[21] 赵学军. 展望 2015: 财富管理与资产管理的协同发力 [N]. 上海: 第一财经日报, 2014 – 12 – 31.

[22] Massa, M., C. Wang, H. Zhang, and J. Zhang. Investing in Low-Trust Countries: Trust in the Global Mutual Fund Industry [R].

Working Paper, 2015.

[23] Giannetti, M., and T. Wang. Corporate Scandals and Household Stock Market Participation [J]. Journal of Finance, 2016, (6): 2591 – 2636.

[24] Sirri, E., and P. Tufano. Costly Search and Mutual Fund Flows [J]. Journal of Finance, 1998, (5): 1589 – 1622.

[25] 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]. 北京: 经济研究, 2011, (1): 112 – 125.

[26] 彭惠, 江小林, 吴洪. 偏股型开放式基金“赎回悖论”的动态特征及申购异象 [J]. 北京: 管理世界, 2012, (6): 60 – 73.

[27] Ivkovic, Z., and S. Weisbenner. Individual Investor Mutual Fund Flows [J]. Journal of Financial Economics, 2009, (2): 223 – 237.

[28] Jank, S., and M. Wedow. Purchase and Redemption Decisions of Mutual Fund Investors and the Role of Fund Families [J]. European Journal of Finance, 2013, (2): 127 – 144.

[29] Fama, E. The Behavior of Stock-Market Prices [J]. Journal of Business, 1965, (1): 34 – 105.

[30] Lakonishok, J., A. Shleifer, and R. Vishny. The Impact of Institutional Trading on Stock Prices [J]. Journal of Financial Economics, 1992, (1): 23 – 43.

[31] 左大勇, 陆蓉. 基于机构和个人基金投资者行为差异研究 [J]. 北京: 财贸经济, 2013, (10): 77 – 89.

[32] Daniel, K., M. Grinblatt, S. Titman, and R. Wermers. Measuring Mutual Fund Performance with Characteristic-Based Benchmarks [J]. Journal of Finance, 1997, (3): 1035 – 1058.

[33] Odean, T. Are Investors Reluctant to Realize their Losses? [J]. Journal of Finance, 1998, (5): 1775 – 1798.

[34] Potter, M., and C. Schwarz. The Mutual Fund Scandal and Investor Response [J]. Journal of Index Investing, 2012, (1): 29 – 38.

[35] Jain, P., and J. Wu. Truth in Mutual Fund Advertising: Evidence on Future Performance and Fund Flows [J]. Journal of Finance, 2000, (2): 937 – 958.

[36] 陆蓉, 陈百助, 徐龙炳, 谢新厚. 基金业绩与投资者的选择——中国开放式基金赎回异象的研究 [J]. 北京: 经济研究, 2007, (6): 39 – 50.

[37] Kempf, A., and S. Ruenzi. Family Matters: Rankings Within Fund Families and Fund Inflows [J]. Journal of Business Finance and Accounting, 2008, (1 – 2): 177 – 199.

[38] 李科, 陆蓉. 投资者有限理性与基金营销策略——基金大比例分红的证据 [J]. 北京: 管理世界, 2011, (11): 39 – 48.

[39] Barber, B., T. Odean, and L. Zheng. Out of Sight, Out of Mind: The Effects of Expenses on Mutual Fund Flows [J]. Journal of Business, 2005, (6): 2095 – 2120.

[40] Santini, D., and J. Aber. Determinants of Net New Money Flows to the Equity Mutual Fund Industry [J]. Journal of Economics and Business, 1998, (5): 419 – 429.

[41] Wei, C., and L. Zhang. Trust and Certification in Financial Markets: Evidence from Reactions to Earning News [R]. Working Paper, 2018.

[42] Laibson, D. Comments on U. S. Household Saving Behavior: The Role of Financial Literacy, Information, and Financial Education Programs [A]. In Christopher, F., L. Goette, and S. Meier (Eds.). Policymaking Insights from Behavioral Economics [C]. Boston: Federal Reserve Bank, 2009.

[43] Jia, C., Y. Wang, and W. Xiong. Market Segmentation and Differential Reactions of Local and Foreign Investors to Analyst Recommendations [J]. Review of Financial Studies, 2017, (9): 2972 – 3008.

[44] Agarwal, V., N. Boyson, and N. Naik. Hedge Funds for Retail Investors? An Examination of Hedged Mutual Funds [J]. Journal of Financial and Quantitative Analysis, 2009, (2): 273 – 305.

Trust Disrupted, The Effect of Investor-Fund Manager Relationships on Investor Behavior

LIU Ya-qin

(School of Finance, Shanghai Lixin University of Finance and Accounting, Shanghai, 201620, China)

Abstract: Different from traditional financial literature focusing on the effect of investment performance on investors' decisions, this paper underlines the significant value of trust and relationships in investment decisions. Theoretically the fund investors are return chasers, curiously, it is prevalent "to purchase a fund is to purchase a fund manager" in practice that the investors tend to chase fund managers and they are likely to follow suit and withdraw assets if their fund managers departure. I utilize the phenomenon of "whirl of fund managers jump ship to hedge funds" in China's fund industry as a quasi-natural experiment to examine the investment habits to highlight the importance of trustworthy relationships between the investors and the fund managers. I identify a mutual fund manager's jump ship to hedge funds as a disruptive event to the preexisting investor-manager relationship as well as a shock to investors' trust to examine fund flows around announced turnover of the fund managers.

Firstly, I find a significant decline in flows of more than 18% of fund assets in the half year following the manager's departure despite the fact there is no changes in fund performance. To minimize the endogeneity, I further restrict the sample to the funds with upper quartiles performance in the previous year and also find the decrease in fund flow, which shows the decline in flows is not related to the previous poor performance.

Secondly, the decline in flows is only circumstantial evidence that the investors are redeeming their shares because of the turnover of their fund manager. Therefore, I connect explicitly the decline in fund flows to the disruption in trustworthy relationship by using a proxy of trust level. I find the decline in fund flows is greater when the fund manager is entrenched as well as the previous investor-manager relationship is firmer.

Thirdly, I decompose fund flows into inflows and out flows and find disruption in trust does not affect the behaviors of new investors, therefore the decline in fund flow is not caused by reduction of purchase fund.

Finally, I investigate whether information or sophistication affect the role of trust in investment decision, and find retail investors are more responsive than institutional investors to the termination of the relationship, providing evidence that the importance of trust and relationships is more likely to be important for less-sophisticated investors and they are more likely to respond to a relationship disruption by withdrawing their assets.

Furthermore, I find no evidence that mutual fund performance deteriorates following a fund manager's leave, which means the decline in flows does not result from changes in fund performance. And the declines in fund flows cannot be explained by reduction of inflows (from new investors' purchases), the abnormal market volatility or abnormal redemption.

In summary, this paper shows the investors attach significant value to trust and relationships with fund managers. Even fund performance is not affected by a manager's jump to hedge funds, still the investors are likely withdraw their money because of a disruption in the preexisting trustworthy relationship, and thus leads to breaks in trust and keeping the social wealth away from the mutual fund industry.

This paper has some practical implications at the very time that the mutual fund management companies, mutual fund investors and policy makers who are deeply in the trouble of "whirl of jump ship to hedge funds". For mutual fund companies, it is urgent to build investors-fund companies trustworthy relationships to attract fund flow as well as to a buildup of trust between investors and fund managers. For fund investors, it is not only important to treat their managers' jump ship to hedge funds rationally but also helpful to understand that trust is a cognitive bias so they can avoid its influence in investment decision. For regulators, it is necessary to realize that the mutual fund managers' jump ship to hedge funds contribute to the development of hedge funds and diversification of money management industry, however, which is at the expense of the development of mutual fund industry. It is a thought-provoking question of how to promote common development of the two sub-fund industries.

Key Words: trust; investor-manager relationships; "whirl of jump ship to hedge funds"; fund flows

JEL Classification: G11, G14, G28

DOI: 10.19616/j.cnki.bmj.2018.12.011

(责任编辑:刘建丽)