

理性程度与投资行为

——基于机构和个人基金投资者行为差异研究*

左大勇 陆 蓉

内容提要: 理性程度不同的投资者,其投资行为很可能不同。在市场中,机构和个人投资者代表了不同的理性程度,两类投资者的行为差异可能是导致很多金融市场研究结论不一致的原因。由于用基金市场研究投资者行为具有天然优势,本文对开放式基金机构和个人投资者的行为进行了对比研究,发现个人投资者往往只看中历史业绩,不能分辨风险,个人对基金当期业绩存在“赎回异象”,选择的基金不能取得超额收益;而机构投资者看重基金剔除风险因素的超额收益。另外,本文还发现了个人投资者的非理性会被基金管理者所了解和利用的证据,理性人采取的一些营销策略(如大比例分红)吸引的是个人投资者的资金,而这些策略对于机构投资者无效。本文为市场异象和投资者行为的研究提供了新的视角,为一些有争议的研究结果提供了统一的解释,对于市场的监管和投资者保护也有指导意义。

关键词: 个人投资者 机构投资者 理性程度 基金投资行为

作者简介: 左大勇,上海财经大学经济学院博士研究生,200433;

陆 蓉,上海财经大学金融学院教授、博士生导师,200433。

中图分类号: F832.5 **文献标识码:** A **文章编号:** 1002-8102(2013)10-0059-11

一、引言

基于对投资者理性程度的不同假设,形成了对比鲜明的两种金融理论:传统金融学(Fama, 1965)和行为金融学(Lakonishok 等,1992a)。尽管两种理论难以调和,但二者的逻辑过程却是相同的,即投资者的理性程度决定投资行为,进而形成各种市场活动,最终产生种种市场现象。投资者的理性程度会影响其对信息的判断与反应,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。如果忽略投资者理性程度的异质性,用投资者总体进行分析,那么很容易出现研究同一问题却得到不同结论的情形。例如,陆蓉等(2007)、冯金余(2009)均发现我国基金业存在“赎回异象”,即投资者会赎回而不是申购业绩好的基金;肖峻、石劲(2011)的研究则证实投资者会追逐业绩好的基金,不存在所谓的异象。对股票市场投资者行为的研究存在更多不一致结论(如 Fama,1965;Miller,1977;De Long 等,1990)。不同时期,市场可能由不同类型的投资者主导,相应的研究自然会得到不同的结论。当理性投资者主导市场时,不易产生异象;但当市场力量取决于非理性投资者时,异象则很可能出现。因此,在研究投资行为时,有必要将投资者按

* 本文是国家自然科学基金“基于投资者非理性的财富掠夺及其监管研究”(71272009);国家自然科学基金“有限理性对金融监管的影响研究”(71073100);国家自然科学基金“资本市场错误定价对实体经济的影响及其监管研究”(71273164)的研究成果。左大勇感谢上海财经大学研究生科研创新项目(CXJJ-2011-407)的资助。感谢 2013 中国金融国际年会点评人的宝贵意见,当然文责自负。

照理性程度分类。由于专业背景、信息优势等因素的差异,市场中的投资者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),而个人投资者却更容易出现行为偏差(Odean,1998)。两类投资者代表着不同的理性程度。然而,将机构和个人投资者严格分开并非易事。对股票市场两类投资者行为的研究需要具体的账户数据,但账户数据通常是非公开的。即使取得账户数据,往往也只是一部分而非全部账户。并且股票市场中两类投资者的比例是此消彼长的关系,因此观测到的两类投资者行为一般是对立的。

基金市场则是用来验证和区分不同类型投资者行为最理想的环境。首先,基金会在定期报告中公布机构和个人投资者的数据,这样利用公开数据就可以检验两类投资者行为。其次,开放式基金的份额可变,机构和个人可以同时申购或赎回,而股票股数通常是固定的,机构和个人无法全部同时买入或卖出。再者,开放式基金的申购与赎回在投资者与基金管理者之间进行,两类投资者之间不发生交易,从而避免投资者之间的干扰,可以更清晰地分析差异。因此本文采用开放式基金来验证不同投资者的行为。以此说明基金市场很多异常现象可能是某一类投资者行为的结果,并为一些有争议的研究结论提供统一的解释。

本文分三步对比研究机构和个人投资者的行为。按照投资者选了什么、选择是否正确、选择中是否存在被理性人利用的情况来依次考查机构和个人在投资行为和行为结果上的差异。首先,考察机构和个人投资者分别倾向于投资什么基金。研究发现个人投资者看中基金的历史业绩,忽视风险因素,个人投资者倾向于赎回本期绩优基金;但机构投资者选择基金时不但看重简单收益,也会考虑风险,机构资金流入与基金上期收益和当期收益均显著正相关,这说明基金的“赎回异象”很可能是个人投资者造成的。其次,用基金的未来业绩考察两类投资者的选择是否正确。如果投资者能够准确判断,那么受资金追逐的基金在未来一段时间应该获得更好的业绩。研究表明机构投资者对于基金未来业绩具备一定的判断力,但个人投资者几乎不能把握基金的未来业绩。最后,考察投资者的行为差异是否被理性人所了解和利用。通过分析两类投资者对基金大比例分红这一典型营销策略(李科、陆蓉,2011)的反应后发现,这种营销手段成功吸引了个人而非机构投资者的资金。

二、研究假说的提出

一般而言,机构投资者的投资决策往往需要通过系统评估和专业测试(Keswani 和 Stolin, 2008),决策更趋理性;但其可能存在委托代理问题(Lakonishok 等,1992b),将自身而非委托人的利益放在首位。个人投资者因缺乏专业知识,更易出现行为偏差(Odean,1998),但却完全不存在委托代理问题,因而有足够的动机最大化投资收益。鉴于两类投资者特性的明显不同,考虑投资者行为差异已经成为金融领域审视现有研究成果的重要方法。

根据研究思路,本文首先分析两类投资者选择了哪些基金。现有文献主要关注资金流入与基金业绩的关系(Sirri 和 Tufano,1998;陆蓉等,2007;肖峻、石劲,2011)。这些研究都是在资金流入总量上进行分析,并未考虑投资者的差异,得出的结论也存在分歧。将投资者分类研究很可能是解决分歧的途径。历史业绩好的基金很可能意味着基金管理者具有较高的投资水平,由于知识水平等因素的限制,个人投资者很可能不理解剔除风险因素计算超额收益的概念和方法,因此更关注基金的简单收益率;而机构投资者评判基金时则会考虑机会成本的因素,不仅看重简单收益,也关心基金超出某一基准的业绩,并且会考虑风险水平。据此,本文提出研究假说 H1。

H1a:个人资金流入与基金简单收益率正相关。

H1b:机构资金流入与基金简单收益率正相关;与基金超额收益率也正相关。

本文第二步分析投资者的选择是否正确。分析资金流入多的基金是否能够在未来有更好的

业绩,在此借鉴 Zheng(1999)、Jiang 和 Yuksel(2012)研究“聪明钱效应”的方法。Gruber(1996)、Zheng(1999)都发现获得更多资金流入的基金未来业绩更佳,即资金流入存在“聪明钱效应”。但 Sapp 和 Tiwari(2004)则发现在考虑四因素模型调整的超额收益时,“聪明钱效应”并不存在。为了更好地理解关于“聪明钱效应”前后矛盾的研究结果,Jiang 和 Yuksel(2012)通过将基金分类进行分析,发现机构基金存在聪明钱效应,但该效应能够被动量因素解释;零售基金中不收取销售佣金的基金(no-load fund)同样具有聪明钱效应,且该效应无法被动量因素解释。尽管 Jiang 和 Yuksel(2012)也考虑投资者差异,但与本文研究有本质不同。Jiang 和 Yuksel(2012)将基金分为机构基金和零售基金来考察,而本文则是将一只基金的投资者分为机构投资者和个人投资者。对同一只基金的投资者进行分类研究由于可以自然剔除产品不同质对投资者的影响,因而更适宜比较投资者的差异。由于机构投资者对基金未来业绩的预判能力很可能强于个人投资者,本文提出研究假说 H2。

H2:如果两类投资者都具有聪明钱效应,那么机构资金的效应大于个人资金的效应;如果只有一类投资者存在聪明钱效应,那么机构资金具有该效应,个人资金则不具有该效应。

最后,本文分析投资者选择的过程是否被基金管理者识别并加以利用。最近几年,关于基金管理者利用投资者有限关注从而获得资金流入的研究是一个热点。如 Cooper 等(2005)发现基金管理者仅改变基金名称,使其名称中包含当下流行的投资策略便可以为基金带来 28%的超常资金流入。现有研究并未说明哪些投资者会被这些策略所利用。同样是理性人的代表,机构投资者有可能识别出管理者的策略并采取相应的对策,而个人投资则可能成为被利用的对象。李科、陆蓉(2011)发现基金的大比例分红是中国基金的一种典型营销策略,本文将区分投资者类型并对这一营销策略作进一步探索,提出研究假说 H3。

H3:个人资金流入与基金大比例分红正相关,机构资金流入与基金大比例分红不相关或者负相关。

三、数据、变量与描述性统计

(一)数据

本文样本区间为 2005—2011 年,研究对象为我国 341 只开放式偏股型基金,观测频率为半年。数据来源为万得(Wind)数据库和 CSMAR 数据库。

数据筛选过程如下:以 2005—2011 年中报或年报中公布份额持有人结构数据的开放式基金作为初始样本。按照 Wind 基金分类,选出普通股票型(非指数型和 QDII 型)和混合型基金。根据基金招募说明书中基金持股比例的规定,选定投资股票资产上限不低于 70%的基金为偏股型基金。有些基金在一个观测期内都限制申购或者尚在封闭期内不能赎回,这样算出的资金流入数据并不反映投资者真实选择的情况,因此将这样的观测删除。为了避免异常值的影响,本文对基金净流入等变量按观测值在每一期 winsorize 上下极值各 1%计算。

(二)变量

1. 被解释变量——基金资金净流入

基金资金净流入(*Flow*):与以往的研究一致(Sirri 和 Tufano,1998;陆蓉等,2007),定义基金资金净流入为:

$$Flow_{it} = \frac{[TNA_{it} - (1 + Return_{it})TNA_{it-1}]}{TNA_{it-1}} \quad (1)$$

其中,*TNA* 为基金净资产值,*Return* 为基金复权净值收益率。这里包含的基本假设有:观测期内流入的资金全部在期末流入;分红全部转化为再投资。

机构资金净流入(*Flow-ins*)与个人资金净流入(*Flow-ind*):根据基金份额持有结构的数据,将

基金净流入分为机构资金净流入与个人资金净流入两个部分。即：

$$Flow-ins_i = \frac{[rins_i TNA_i - (1 + Return_i) rins_{i-1} TNA_{i-1}]}{TNA_{i-1}} \quad (2)$$

$$Flow-ind_i = \frac{[rind_i TNA_i - (1 + Return_i) rind_{i-1} TNA_{i-1}]}{TNA_{i-1}} \quad (3)$$

其中, $rins$ 与 $rind$ 分别为机构和个人基金份额持有比例, 满足 $rins + rind = 1$ 。

2. 解释变量和控制变量

基金收益率($Return$ 和 $\alpha^{carhart}$): 收益率是影响基金流入的重要因素。通常资金净流入与基金收益率具有正相关性, 即基金创造财富的能力越强能吸引的投资越多。本文对基金收益率采用两种度量方法。简单收益率($Return$), 即考虑红利再投资的基金复权净值收益率; 超额收益率($\alpha^{carhart}$), 即经过 Carhart 四因素模型调整的基金超额收益率。

基金大比例分红($Dummy\ payout$): 李科、陆蓉(2011)发现大比例分红是基金的营销手段, 并且取得了成功。本文用此策略检验两类投资者对基金营销策略的反应。与李科和陆蓉(2011)一致, 当基金单位分红达到 0.7 元时, 将被认为基金进行了大比例分红, 即 $Dummy\ payout = 1$, 否则 $Dummy\ payout = 0$ 。

借鉴已有文献(Sirri 和 Tufano, 1998; Zheng, 1999; 艾洪德、刘聪, 2008; 李科、陆蓉, 2011), 选取基金规模($Size$)、基金家族规模($Familysize$)、基金收益波动性($SD(dayreturn)$)、基金分红($Dividend$)、基金费率($Expratio$)、基金成立年限(Age)作为控制变量。

(三) 描述性统计

表 1 是主要变量的描述性统计, 包含样本中的 341 只偏股型基金。由描述性统计可以看出, 过去几年样本期内半年度资金净流入的平均值为 21.5%, 但高达 220% 的标准差和 -6.3% 的中位数说明只有少数基金获得了资金净流入, 多数基金为资金净流出。将资金净流入分为机构和个人两类, 可以发现平均个人资金净流入为 22.6%, 而机构资金净流出为 1.8%。但是机构资金波动性只有个人资金波动性的 1/10 (分别为 21.5% 和 218%)。就份额持有比例而言, 个人投资者持有基金份额达到 78%, 大约为机构持有份额的 4 倍。而个人持有份额比例的中位数为 88%, 平均数和中位数的不同也说明机构投资者与个人投资者在选择基金上存在差异。

表 1 描述性统计

变量代码	变量名称	均值	标准差	中位数	最小值	最大值
<i>Age</i>	基金成立年限	3.423	2.017	3.039	0.533	10.278
<i>Flow</i>	资金净流入(%)	21.485	220.369	-6.286	-141.809	4145.214
<i>Flow-ins</i>	机构资金净流入(%)	-1.755	21.492	-0.385	-109.574	170.562
<i>Flow-ind</i>	个人资金净流入(%)	22.629	218.109	-4.948	-119.376	4116.328
<i>Rind</i>	个人份额持有比例(%)	78.112	23.403	88.220	3.500	100.000
<i>TNA</i>	基金净资产(亿元)	45.289	50.571	28.206	0.481	414.353
<i>Return</i>	基金季度收益率(%)	7.612	29.494	0.658	-50.559	109.456
<i>Expratio</i>	基金费率(%)	0.899	0.130	0.886	0.122	1.943

由于不同年份我国市场行情有很大差异, 基金的资金净流入往往存在时间上的差异。从样本区间各个时点基金资金流入的统计情况^①可以看出, 不同时点上机构和个人投资者投资基金的行

^① 受篇幅限制, 基金资金流入情况描述图从略。

为明显不同。2006—2007 年的大牛市期间,个人投资者表现出对基金的极大热情,在 2007 年上半年,基金平均个人资金净流入达到 300%之多,而与此同时机构资金却是净流出 16%。从 2008—2011 年,个人投资者的资金多是流出基金市场,而机构却成为资金流入的主力。即使在 75%的分位数上,个人资金仍是净流出的;在 90%的分位数上,个人资金为净流入,但仍小于机构资金的流入量。

四、实证结果分析

本节首先考察基金历史业绩与投资者资金流入的关系;其次分析两类投资者的选择是否正确,以投资者资金流入与基金未来业绩的关系来检验;最后考察基金管理者是否能识别和利用投资者的有限理性,以基金大比例分红为例,分析两类投资者对基金营销策略反应的异同。

(一)机构和投资者选择基金的差异——基金历史业绩与投资者资金流入的关系

表 2 检验了基金资金流入与基金业绩的关系。考虑到观测频率为半年,时间间隔较长,不但基金历史业绩会对投资者的选择产生影响,而且基金当期的表现也会影响资金流入。因此,本文同时考察上期和当期的基金收益率。

表 2 基金业绩对资金流入的影响

自变量	Flow		Flow-ins		Flow-ind	
	(1)	(2)	(1)	(2)	(1)	(2)
$Return_{t-1}$	2.103*** (0.716)		0.156** (0.065)		1.835*** (0.704)	
$Return_t$	-0.666 (0.707)		0.570*** (0.080)		-1.292* (0.703)	
$a_{t-1}^{Carhart}$		0.420 (0.627)		0.169* (0.088)		0.278 (0.618)
$a_t^{Carhart}$		-2.419*** (0.791)		0.275*** (0.094)		-2.658*** (0.781)
Size	-2.079*** (0.271)	-1.692*** (0.432)	-0.077*** (0.017)	-0.036 (0.025)	-1.973*** (0.274)	-1.663*** (0.426)
Familysize	0.099 (0.189)	0.029 (0.277)	-0.020 (0.013)	-0.047*** (0.016)	0.122 (0.188)	0.073 (0.279)
SD(dayreturn)	0.111 (0.192)	-0.115 (0.321)	-0.040* (0.023)	-0.011 (0.029)	0.149 (0.188)	-0.094 (0.315)
Expratio	0.023 (0.490)	-0.034 (0.556)	-0.051 (0.038)	0.047 (0.065)	0.024 (0.491)	-0.093 (0.548)
Log(Age)	-0.106 (0.623)	-4.186 (3.736)	-0.190*** (0.053)	0.013 (0.275)	0.096 (0.621)	-4.198 (3.626)
Intercept	YES	YES	YES	YES	YES	YES
Fund fixed effect	YES	YES	YES	YES	YES	YES
Time fixed effect	YES	YES	YES	YES	YES	YES
within R-squared	0.312	0.349	0.230	0.316	0.309	0.380
observations	2325	924	2325	924	2325	924

注: *、** 和*** 分别表示在 10%、5%和 1%的显著性水平,括号中是估计参数经过调整的标准误。未标明时间下标的控制变量均是 $t-1$ 期的观测值。

从总体上看,资金净流入与基金上期的简单收益率存在显著的正相关性,但与当期简单收益率不相关;当采用四因素超额收益率度量基金业绩时,资金净流入与基金当期业绩之间存在负相关性,与历史业绩不相关。

分别考察机构资金净流入与个人资金净流入,可以发现个人投资者看重基金上期简单收益率, $Return_{t-1}$ 的系数为 1.835,在统计意义和经济意义上均显著。基金上期收益率提高 1%,个人资金多流入约 1.84%;但考察基金当期业绩时,无论是简单收益率还是超额收益率,个人资金流入均与基金业绩负相关。反观机构投资者,不但注重基金历史业绩,更关心基金当期业绩;机构资金净流入与基金业绩正相关,而且机构投资者选择时关注剔除了风险的超额收益。 $Return_{t-1}$ 和 $Return_t$ 的系数分别为 0.156 和 0.570,表明上期基金收益提高 1%,当期机构资金流入增加 0.16%,当期基金收益提高 1%,当期资金流入会增加 0.57%。

很明显,两类投资者选择基金时对于基金业绩的关注显然是不同的,机构投资者选择基金时尤为看重当期业绩,而且会考虑风险因素。但是个人资金流入只与基金上期简单收益正相关,在当期收益上存在“赎回异象”。与 Odean(1998)发现个人投资者存在“处置效应”一致,我国基金的个人投资者也体现出这一特点,个人资金流入与基金当期业绩负相关。当用资金流入总量分析时,只能得到资金流入与历史业绩的正相关关系,而无法观察到两类资金流入与基金超额收益之间完全不同的关系,从而无法捕捉两类投资者对基金业绩反应的显著不同。这一发现也为我国基金业是否存在“赎回异象”的争论找到了出路,以往研究中存在异象(陆蓉等,2007;冯金余,2009)和不存在异象(肖峻、石劲,2011)的结论并非完全冲突,不能共存。在研究中使用资金流入总量,实证结论是机构资金流入与个人资金流入的净结果,当两类投资者的资金流入在总流入中的占比不同时,很可能会得到不同甚至相反的结论。由表 2 中可以看出,两类投资者对于基金业绩的关注存在明显的差异,因此在讨论资金流入与基金业绩的关系时,通过将投资者分类的方法会得到更为合理的结论。

在控制变量中,基金规模对资金流入的影响显著为负,这与肖峻、石劲(2011)等研究结果一致。其他控制变量对于资金流入不存在一致的、显著的影响。

(二)机构和投资者选择结果的差异——投资者资金流入与基金未来业绩的关系

尽管机构与个人投资者选择基金时对基金业绩的关注度不同,但是他们的目的均是取得投资收益。对于基金未来收益的判断,哪类投资者更具有前瞻性呢?这是本节要回答的问题。首先在投资组合层面,讨论聪明钱效应是否存在,哪类投资者的资金流入具有更强的聪明钱效应;然后,建立回归模型,在控制其他变量的基础上,研究基金未来业绩与当期资金流入的关系。

在 Jiang 和 Yuksel(2012)的基础上,考察资金流入率(cash flow)权重和资金流入金额(new money growth)权重的聪明钱效应。^①具体做法是:按照基金当期资金流入情况分组,资金净流入的基金为一组、资金净流出的一组。然后以资金流入作为权重,以基金月收益率的加权平均值作为该组基金当月的收益率,分组每半年调整一次。由此,可以得到样本期两组基金月度收益率的时间序列。在时间序列上对相应的四因素回归,进而得到每组的超额收益。

表 3 结果显示,只有机构资金流入具有聪明钱效应。机构资金净流入的基金组超额收益为 0.504%,超出机构资金净流出的基金组 0.183%,年化达到 2.2%。在基金行业,年收益率相差 1%在排名上往往相差很远,所以 2.2%的收益对于投资者而言是相当可观的。但个人资金流入不

^① Flow 的定义是,用基金规模对流入资金进行调整。这样,对于两只获得相同数额资金流入的基金而言,其规模小的基金的资金流入率大于规模大的基金的资金流入率,因而在计算组合收益率时会赋予小规模基金以更大的权重。因此,这里也考察资金金额权重,以便得到一个稳健的结果。限于篇幅,表中只汇总以资金流入率为权重的结果。

表 3 资金流入的聪明钱效应

		Alpha	p value	Market	SMB	HML	UMD
Flow	positive	0.558*	(0.071)	0.774***	0.229*	-0.351***	0.333***
	negative	0.304	(0.114)	0.733***	0.279***	-0.223***	0.271***
	difference	0.254	(0.154)	0.041***	-0.051	-0.128***	0.062*
Flow-ins	positive	0.504**	(0.045)	0.755***	0.267**	-0.277***	0.337***
	negative	0.321	(0.150)	0.724***	0.302***	-0.259***	0.244***
	difference	0.183*	(0.073)	0.030***	-0.035	-0.017	0.093***
Flow-ind	positive	0.460	(0.169)	0.781***	0.282**	-0.405***	0.315***
	negative	0.333*	(0.062)	0.733***	0.273***	-0.185***	0.295***
	difference	0.128	(0.538)	0.048***	0.009	-0.220***	0.019

注：*、** 和*** 分别表示在 10%、5% 和 1% 的显著性水平，估计参数经过 Newey-West 滞后 3 阶调整。Market 为市值因子，SMB 为规模因子，HML 为净市值比率因子，UMD 为动量因子。

具有聪明钱效应。

为了更全面地考察资金流入对基金未来业绩的影响，我们采用 Fama 和 Macbeth(1973) 的回归方法进行分析。这样可以控制其他变量对基金业绩的影响，回归形式如下：

$$Fundret_{it} = \mu + \beta CF_{it-1} + \gamma X_{it-1} + \varepsilon_{it} \quad i=1, \dots, N \quad (4)$$

其中， $Fundret_{it}$ 为基金的月收益率（代指被解释变量中两种基金收益率）； μ 为常数； CF 为 cash flow，可以视为资金净流入、机构资金净流入和个人资金净流入； X_{it-1} 是一组控制变量，具体见表 4。考虑到可能存在序列相关，本文计算方差时采用 Newey-West 三阶滞后进行调整。

表 4 资金流入与基金未来业绩的关系

自变量	基金原始收益率			基金四因素超额收益率		
	(1)	(2)	(3)	(1)	(2)	(3)
Flow	0.192 (0.138)			0.194 (0.137)		
Flow-ins		0.337** (0.164)			0.332** (0.163)	
Flow-ind			-0.494 (0.531)			-0.515 (0.525)
Return _{t-1}	-0.733 (1.037)	-0.957 (1.057)	-0.593 (1.003)	-0.747 (1.031)	-0.973 (1.052)	-0.623 (0.995)
SD(dayreturn)	0.357 (0.538)	0.389 (0.537)	0.338 (0.542)	0.351 (0.532)	0.383 (0.532)	0.335 (0.536)
Size	-0.039 (0.063)	-0.047 (0.064)	-0.033 (0.064)	-0.033 (0.056)	-0.039 (0.057)	-0.028 (0.056)
Familysize	0.104*** (0.035)	0.104*** (0.034)	0.111*** (0.037)	0.105*** (0.035)	0.104*** (0.034)	0.111*** (0.037)
Expratio	0.362 (0.399)	0.481 (0.409)	0.417 (0.421)	0.424 (0.374)	0.533 (0.383)	0.482 (0.396)

续表 4

自变量	基金原始收益率			基金四因素超额收益率		
	(1)	(2)	(3)	(1)	(2)	(3)
<i>Log(Age)</i>	-0.530*** (0.189)	-0.494*** (0.175)	-0.497*** (0.183)	-0.539*** (0.189)	-0.503*** (0.176)	-0.503*** (0.182)
<i>Constant</i>	YES	YES	YES	YES	YES	YES
<i>Average N</i>	192	192	192	192	192	192
<i>R-squared</i>	0.206	0.207	0.206	0.201	0.201	0.200
<i>Number of months</i>	84	84	84	84	84	84

注：*、**和***分别表示在 10%、5%和 1%的显著性水平，括号中是估计参数经过 Newey-West 调整的标准误。

在表 4 中,基金未来业绩与机构资金净流入有显著的正相关性,但与个人资金净流入不存在显著的相关性。与投资组合分析的结果一致,机构资金具有聪明钱效应,但个人资金并没有显现这一效应。

综合投资组合分析和回归分析的结果可知,在我国基金市场中,机构投资者对基金未来业绩有一定的把握能力,而个人投资者不具备此能力。因为个人投资者是我国基金市场的主体,所以从总体上看,我国投资者对基金业绩的预判能力不强。究其原因,一方面可能是由于投资者相关知识的不足,使投资者尚不具备判断基金未来业绩的能力;另一方面可能是因为我国基金的披露制度没有美国等成熟市场严格,信息披露不完善,使得投资者没有掌握充分的信息做出准确的判断。Jiang 和 Yuksel(2012)发现聪明钱效应在短期(月度)存在,长期(季度)则不存在。而本文中资金流入数据的频率为半年,也可能是造成该效应不显著的原因之一。

(三)基金营销行为吸引了哪类投资者的资金——基金大比例分红与投资者资金流入的关系

由于基金的收入是按照资产净值百分比提取的管理费,因此基金管理者有动力采取规模管理的策略。基金管理者会用各种营销手段吸引投资者关注,进而获得资金流入。然而,理性的投资者选择基金时不应该受其营销手段影响,而应考虑基金内在的投资价值;但有限理性的投资者则容易受到基金公司营销策略的影响。李科、陆蓉(2011)发现我国基金大比例分红实际上是基金的营销手段,为基金带来了大量资金流入。事实上,基金分红只是对基金利润的再分配,理性的投资者不会因为基金分红而决定投入资金。相反,基金分红是对持有者资金的松绑,基金持有者不需要支付赎回费就可回笼资金,这样分红可能对理性投资者的资金流入产生负向作用(通常计算资金流入时假设分红全部转为再投资)。因此,机构和个人对于基金大比例分红很可能有不同的反应。表 5 检验了资金净流入与基金大比例分红的关系。

从总体上看,与李科、陆蓉(2011)一致,基金大比例分红对基金业绩的影响显著为正,平均而言,基金大比例分红可带来约 1.3 倍于基金规模的资金流入,这对于规模管理的基金管理者具有绝对的诱惑力。

但两类投资者对基金大比例分红的反应存在显著差异。基金大比例分红吸引了个人资金流入,但却造成机构资金的流出,个人资金流入远大于机构资金流出。大比例分红导致个人资金平均流入达到 148.7%,造成的机构资金流出近 19.9%,两者结合,大比例分红的基金可以获得 127%的资金净流入。但一般的基金分红并未产生同样的作用,解释变量中加入分红数额时,对资金流入无显著影响。这意味着影响投资者选择的是基金大比例分红的营销策略而非分红金额。因此,进一步对所有大比例分红的基金进行单独分析,可以考察基金进行大比例分红前后,基金规模、个人持有比例等指标的变化。

表 5 基金大比例分红对资金流入的影响

自变量	Flow		Flow-ins		Flow-ind	
	(1)	(2)	(1)	(2)	(1)	(2)
<i>Dummy payout</i>	1.266** (0.621)	1.737** (0.801)	-0.200*** (0.034)	-0.199*** (0.059)	1.487** (0.620)	1.971** (0.801)
<i>Dividend</i>		-0.446 (0.681)		-0.002 (0.043)		-0.458 (0.682)
<i>Return_{t-1}</i>	12.087*** (4.451)	12.507*** (4.496)	0.681* (0.398)	0.683* (0.395)	10.762** (4.369)	11.193** (4.417)
<i>Size</i>	-1.970*** (0.276)	-1.981*** (0.283)	-0.109*** (0.018)	-0.109*** (0.018)	-1.829*** (0.279)	-1.841*** (0.286)
<i>Familysize</i>	0.050 (0.194)	0.047 (0.194)	-0.012 (0.013)	-0.012 (0.013)	0.064 (0.192)	0.061 (0.192)
<i>SD(dayreturn)</i>	0.030 (0.186)	0.047 (0.183)	-0.018 (0.023)	-0.017 (0.023)	0.044 (0.181)	0.061 (0.177)
<i>Expratio</i>	-0.091 (0.484)	-0.090 (0.484)	-0.036 (0.038)	-0.036 (0.038)	-0.108 (0.482)	-0.106 (0.482)
<i>Log(Age)</i>	-0.129 (0.606)	-0.127 (0.605)	-0.209*** (0.054)	-0.209*** (0.054)	0.093 (0.604)	0.095 (0.602)
<i>Intercept</i>	YES	YES	YES	YES	YES	YES
<i>Fund fixed effect</i>	YES	YES	YES	YES	YES	YES
<i>Time fixed effect</i>	YES	YES	YES	YES	YES	YES
<i>within R-squared</i>	0.319	0.320	0.225	0.225	0.319	0.319
<i>observations</i>	2325	2325	2325	2325	2325	2325

注：*、**和***分别表示在 10%、5%和 1%的显著性水平，括号中是估计参数经过调整的标准误。未标明时期的控制变量均为 $t-1$ 期的观测值。

统计结果表明，大比例分红后基金资产净值从平均 25 亿元增加到 71 亿元，其中当然有基金业绩的因素，但是绝大部分为新资金流入。从持有人户数的变化可以更清晰地看清楚这点，从平均 4.7 万户上升到 24.7 万户，投资者的热衷程度可见一斑。个人投资者的持有比例从 61.2%增加到 85.7%，反映了个人投资者是资金流入的主要力量。另外，平均持有份额下降，也反映了资金量较小的个人投资者占比上升的事实。

李科、陆蓉(2011)通过研究大比例分红现象，发现基金管理者利用了投资者的有限理性，通过大比例分红策略获得了大量的资金流入。本文则进一步发现，在基金管理者执行这一策略时，被利用的主要是个人投资者，并非机构投资者。正如 Barber 和 Odean(2008)指出，关注度本身是一种稀缺资源，对于个人投资者更是如此。基金的大比例分红可以获得个人投资者的关注，进而能够获得大量的资金流入。事实上，基金管理者实施的此类营销策略，仅对存在较大行为偏差的个人投资者有效，理性的机构投资者不仅不买账，反而会利用机会回笼资金。

(四)稳健性检验^①

1. 平衡面板模型。这个模型尽管会损失数据，但是可以更为准确地计算标准差。在此，可以根据陆蓉等(2007)、冯金余(2009)等的研究成果，用平衡面板模型进行稳健性检验。选取整个样

^① 限于篇幅，本文未列出稳健性检验的结果。

本期均有数据的 69 只基金进行分析,实证结果与本文的研究结论基本一致。

2. 动态面板模型。由于基金业绩很可能与其历史表现有关,为了控制这一影响,在评价投资者选择是否正确时,在控制变量中加入上期基金业绩。因为使用传统的固定效应模型估计动态面板时会出现偏差,故采用 System-GMM 方法进行估计,估计结果与不考虑动态效应的模型得到的结论类似。

五、结论与启示

本文将基金市场投资者分为机构投资者和个人投资者,从而出现了理性程度不同的两类投资者,其投资行为和投资结果存在显著差异。个人投资者选择基金看重基金历史业绩,但不能辨识基金的风险,个人资金流入与当期基金业绩存在“赎回异象”,而机构选择基金时不仅看重基金业绩,对基金的风险也同样关注;机构投资者选择的基金在未来可以取得超额收益,而个人投资者选择的基金表现欠佳;对于基金管理者的营销策略,两类投资者反应也不同,基金大比例分红策略可以成功地吸引大量个人投资者的资金,但对机构投资者则无效。

本文的研究意义主要体现在:

1. 金融理论基于投资者理性程度不同的假设,得到了不同的结论,但很少有学者从实证的角度分析理性程度对投资行为的影响。本文将基金投资者按照理性程度分类,发现机构和个人投资者投资决策所依据的信息有很大差异;在对基金未来业绩的预判上,机构投资者也强于个人投资者。这一结论丰富和补充了已有研究。理性程度不同的投资者群体,可能需要不同的理论去解释其行为。

2. 本文为研究我国金融市场提供了新视角。由于投资者行为的显著差异,在研究问题时考虑细分投资者类型是必要的。以往针对同一问题的研究,学者们并未达成一致结论,如我国基金市场是否存在赎回异象。本文通过对投资者进行分类的方法为这个存在争议的问题提供了统一的解释,以往研究的结论貌似相悖,实则是可以共存的。

3. 投资者对于基金管理者营销策略的识别能力并不相同。由于投资者本身的差异,相比机构投资者,个人投资者更可能被基金营销策略利用。因此,分析这类问题时,从投资者整体入手而不区分投资者类型,得到的结论很可能存在偏颇。在后续的相关研究中,应该考虑投资者类型的影响。

4. 本文的研究对我国金融改革与监管也有借鉴意义。(1)本文的研究结果支持发展专业的理财机构(例如 FOF,基金中的基金)。随着财富管理行业的蓬勃发展及基金发行制度的改变,第三方理财产品数量激增,专业的理财机构在帮助个人投资者选择理财产品增加财富的同时,还可以对财富管理行业的优胜劣汰起到促进作用。(2)基于个人投资者行为偏差的监管应该加强。个人投资者在选择投资产品、产品业绩比较上存在认识偏差,并且会被理性人的营销策略利用。保护投资者利益、做大做强财富管理行业需要从这一角度加强监管和教育宣传。

参考文献:

1. 艾洪德、刘聪:《基金经理个人特征与基金投资风格》,《财贸经济》2008 年第 12 期。
2. 冯金余:《开放式基金赎回与业绩的内生性——基于中国动态面板数据的分析》,《证券市场导报》2009 年第 3 期。
3. 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》,《管理世界》2011 年第 11 期。
4. 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常现象的研究》,《经济研究》2007 年第 6 期。
5. 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?》,《经济研究》2011 年第 1 期。
6. Barber, B. M. and T. Odean, All that Glitters: The Effect of Attention and News On the Buying Behavior of Individual and Institutional Investors. *Review of Financial Studies*, Vol. 21, No. 2, 2008, pp. 785—818.

7. Cooper, Michael J. , Huseyin Gulen and P. Raghavendra Rau, Changing Names with Style: Mutual Fund Name Changes and their Effects On Fund Flows. *The Journal of Finance*, Vol. 60, No. 6, 2005, pp. 2825—2858.
8. Daniel, Kent, Mark Grinblatt, Sheridan Titman and Russ Wermers, Measuring Mutual Fund Performance with Characteristic-Based Benchmarks. *The Journal of Finance*, Vol. 52, No. 3, 1997, pp. 1035—1058.
9. De Long, J. Bradford, Andrei Shleifer, Lawrence H. Summers and Robert J. Waldmann, Noise Trader Risk in Financial Markets. *The Journal of Political Economy*, Vol. 98, No. 4, 1990, pp. 703—738.
10. Fama, E. F. , The Behavior of Stock-Market Prices. *The Journal of Business*, Vol. 38, No. 1, 1965, pp. 34—105.
11. Fama, E. F. and J. D. Macbeth, Risk, Return, and Equilibrium: Empirical Tests. *Journal of Political Economy*, Vol. 81, No. 3, 1973, pp. 607—636.
12. Gruber, Martin J. , Another Puzzle: The Growth in Actively Managed Mutual Funds. *The Journal of Finance*, Vol. 51, No. 3, 1996, pp. 783—810.
13. Jiang, G. and H. Yuksel, Whose Money is Smarter? Evidence From Investors' Money Flows to Mutual Funds and Fund Classes. Working Paper, 2012.
14. Keswani, A. and D. Stolin, Which Money is Smart? Mutual Fund Buys and Sells of Individual and Institutional Investors. *The Journal of Finance*, Vol. 63, No. 1, 2008, pp. 85—118.
15. Lakonishok, Josef, Andrei Shleifer and Robert W. Vishny, The Impact of Institutional Trading On Stock Prices. *Journal of Financial Economics*, Vol. 32, No. 1, 1992a, pp. 23—43.
16. Lakonishok, Josef, Andrei Shleifer, Robert W. Vishny, Oliver Hart and George L. Perry, The Structure and Performance of the Money Management Industry. *Brookings Papers on Economic Activity. Microeconomics*, Vol. 1992, 1992b, pp. 339—391.
17. Miller, Edward M. , Risk, Uncertainty, and Divergence of Opinion. *The Journal of Finance*, Vol. 32, No. 4, 1977, pp. 1151—1168.
18. Odean, Terrance, Are Investors Reluctant to Realize their Losses? *The Journal of Finance*, Vol. 53, No. 5, 1998, pp. 1775—1798.
19. Sapp, Travis and Ashish Tiwari, Does Stock Return Momentum Explain the “Smart Money” Effect? *The Journal of Finance*, Vol. 59, No. 6, 2004, pp. 2605—2622.
20. Sirri, Erik R. and Peter Tufano, Costly Search and Mutual Fund Flows. *The Journal of Finance*, Vol. 53, No. 5, 1998, pp. 1589—1622.
21. Zheng, Lu, Is Money Smart? A Study of Mutual Fund Investors' Fund Selection Ability. *The Journal of Finance*, Vol. 54, No. 3, 1999, pp. 901—933.

Rationality and Investors' Behavior

——Based on the Behavior of Institutional and Individual Fund Investors

ZUO Dayong, LU Rong (Shanghai University of Finance and Economics, 200433)

Abstract: Investors of different levels of rationality are likely to have different investment behaviors. Institutional and individual investors are two groups representing distinct levels of rationality. The difference in the behavior of the two types of investors is probably the cause of inconsistent conclusions of many financial market studies. Given the advantage of mutual funds market in differentiating investors, this paper investigates the behavioral difference of the two groups of investors in open-ended funds. We find that individual investors value historical performance without being able to identify risk. “Redemption Puzzle” only exists in individual investors. Individual investors cannot obtain abnormal returns while institutional investors always make the right choice by valuing abnormal returns. In addition, we find the evidence that the irrationality of individual investors is manipulated by fund managers. Marketing strategies (e. g. high dividend payout) attract individuals' rather than institutional investors' cash flow. This paper offers a new perspective studying market puzzle and investor behavior, provides a consist explanation for controversial topics and has special reference to market supervision and investors protections.

Keywords: Individual Investor, Institutional Investor, Rationality, Mutual Fund, Investment Behavior

责任编辑:老 牛