

基金流业绩关系研究的文献评述

曹兴^{1,2}, 杨春白雪¹, 彭耿³

(1. 中南大学商学院, 湖南长沙, 410083; 2. 湖南工业大学商学院, 湖南株洲, 412003;
3. 吉首大学商学院, 湖南吉首, 416000)

摘要: 基金流量的变化与其业绩之间存在紧密的联系, 许多研究者对此进行了深入的研究。文章首先归纳了基金业绩持续性的研究及其与基金流量之间关系的研究, 然后深入评述了基金流量与业绩之间关系的研究, 总结出了影响基金流量与业绩之间关系的因素, 最后指出了国内在这方面研究的缺陷, 并进一步指出了未来研究的方向。

关键词: 基金; 流量; 业绩; 管理费

中图分类号: F830.91

文献标识码: A

文章编号: 1672-3104(2011)03-0005-06

一、引言

基金在实际运作中需要承担一些必需的开支, 其中基金管理费是基金支付的主要费用。基金管理费是基金管理和运作中支付给基金管理人的报酬, 即基金管理人运作基金资产、为基金投资者提供专业化服务所收取的费用^[1]。目前, 我国普遍采用的是固定费率的基金管理费制度, 基金管理费按照前一日基金资产净值的一定比率计提, 累计到月底按月支付^[2]。在我国《发行证券投资基金招募说明书的内容与格式》中指出, 我国大多数基金管理公司以 1.5% 的固定费率计提管理费^[3], 说明我国多数基金经理的薪酬源自于基金管理公司计提的管理费, 这就是现行实施的管理费激励机制。由于基金管理费是按固定比率从基金资产净值中计提的, 基金管理费的多少就受到基金份额和基金资产净值的影响。基金管理公司可以从两方面增加基金管理费: 基金管理公司可以通过持续营销吸引新的基金投资者购买基金份额; 基金管理公司可以通过努力提高投资组合的市值来增加基金资产净值。由此可见, 以基金资产净值为基础按固定费率计提基金管理费体现出的是显性激励机制的特点。管理费受到基金规模的影响, 所以开放式基金的业绩会直接影响到基金投资者对基金的申购和赎回, 这也会进一步

影响到基金规模^[4]。因此, 基金经理人在管理费激励下会努力进行基金的运作和管理。

现实中基金经理人和基金投资者之间存在一些利益冲突, 这一冲突体现了典型的委托代理问题: 基金经理人的目标是基金管理费收入的增加, 而基金投资者的目标是其持有基金资产的增值, 要使双方目标函数统一, 必须构建合理的基金管理费制度。对于基金投资者来说, 他们希望基金经理通过投资组合来使风险调整收益最大化, 但是在实际操作中基金经理拥有的私人信息以及对私人信息的利用是很难被观测到的。如果基金经理实施的使自身利益最大化的投资行为和最大化风险调整收益的行为之间存在偏差, 会导致无效率行为的出现。对于信息不对称的广大基金投资者来说, 基金的历史业绩可以较好地反映出基金经理人的投资能力。对于基金经理人, 在基于基金规模的固定费率的基金管理费计提制度中, 基金规模的增加可以直接增加其个人收入, 而基金以往的业绩会对基金规模带来较大的影响。通常情况下, 基金投资者往往倾向于选择拥有较好历史业绩的基金, 如果基金的前期业绩越好, 基金投资者就会追捧这只基金, 基金资金流会增加, 基金的规模也相应增加, 此时基金管理公司可以提取更多的管理费, 基金经理的收入也会增加^[5]。基金管理费激励方式产生作用需要两个前提假设, 一是基金业绩必须有持续性, 二是基金资金的流入量与基金业绩正相关, 基金资金的流出量要与

收稿日期: 2011-01-25; 修回日期: 2011-04-20

基金项目: 国家哲学社会科学基金“基金行业激励机制设计与中国股票市场健康发展问题研究”(08BJY152)

作者简介: 曹兴(1964-), 男, 四川大竹人, 中南大学商学院教授, 博士生导师, 湖南工业大学商学院教授, 主要研究方向: 技术经济评价, 技术创新与技术管理, 投融资风险管理; 杨春白雪(1985-), 女, 河北三河人, 中南大学商学院硕士生研究生, 主要研究方向: 投融资分析与风险管理, 技术创新; 彭耿(1979-), 男, 湖南邵东人, 吉首大学商学院副教授, 主要研究方向: 经济评价, 风险计量。

基金业绩负相关^[6]。因此,对于管理费激励效率的研究最终归结于资金流动与历史业绩之间关系的研究。

本文针对基金业绩持续性研究,发现很多文献的研究对基金业绩持续性的支持都不存在,而基金业绩与基金流量之间存在关系,很多文献研究都支持这一观点,由于信息的缺乏,只能依据基金过去的业绩来进行投资。因此,本文对流量——业绩关系特征的研究进行了分析与评述,并提炼出了影响流量——业绩关系的因素。

二、基金业绩持续性与基金流量的关系

业绩持续性对投资者有重要的意义。假如业绩能够持续,基金历史业绩就会影响到投资者的投资选择,对某个时期而言,好的业绩将在下个时期吸引资金流入,差的业绩会导致资金流出。在业绩持续性方面, Jensen^[7]最早研究基金业绩的持续性,表明基金在收取费用之后,业绩会明显落后于市场,投资者最好采取消极的策略去购买指数基金。Ippolio^[8], Grinblatt 和 Titman^[9]对基金净业绩的研究表明基金经理增加了除去费用后的基金价值,因为基金经理拥有私人信息,在他们研究的样本中,只包含了当前存在的基金(不包括已经消亡的基金),以及对基准的选择缺乏一定的科学性。Malkiel^[10]对美国基金的研究表明,在 1979 年代,基金的收益有持续性,而在 1980 年代,基金收益没有显著的持续性,过去的业绩不能预测未来的业绩。其他的研究有 Elton, Gruber, Das 和 Hlavka^[11], Elton, Gruber 和 Blake^[12], Gruber^[13], 他们利用更有代表性的基准以及更多的基金样本得到了类似的结论:即基金经理不能给基金带来正的价值。最近的研究如 Bhargava, Gallo 和 Swanson^[14]评价了 114 个美国国际权益基金经理的业绩,发现在 1988~1997 年间,这些基金经理的业绩不能超越 MSCI 世界市场指数。但 Hendricks, Patel 和 Zeckhauser^[15], Goetzmann 和 Ibboston^[16], Brown 和 Goetzmann^[17]等人的研究均表明在一个时期里超越平均业绩的基金,在下一个时期仍然会超越平均业绩,根据这些研究,假如投资者选择历史业绩优秀的基金进行投资,将会获取更高的收益。

国内学者针对基金业绩持续性及其与基金流量之间的关系也进行了研究。倪苏云、肖辉、吴冲锋^[18]采用横截面回归法对封闭式基金的短期业绩持续性进行分析,结论表明基金业绩没有持续性。周泽炯、史本山^[19]采用横截面回归参数检验法和 Z 检验、Yates 连续修正卡方检验、Fisher 精确检验三种非参数检验法,

对我国上市时间较早的开放式基金进行检验,即 2002 年 12 月 1 日~2004 年 2 月 27 日期间的 16 家开放式基金,结果表明大部分开放式基金不具备业绩持续性的表现。

很少有证据表明基金经理人的业绩能够持续下去,但投资者由于信息的缺乏,只能通过评价基金经理的历史业绩并且基于历史业绩进行投资,即使基金过去的业绩与未来的业绩不相关,这个发现表明投资者在理性投资方面存在问题。Berk 和 Green^[20]提出了一个投资者选择投资业绩优越的基金模型,发现业绩优异的基金,就会有大量资金流入。但是,基金业绩不能超越基准指数,因为规模收益递减,基金业绩的持续性正是由于资金流入高业绩的基金而消失。研究结论表明,在均衡时,好的经理人之所以不能给投资者带来高的收益,一个可能的解释是由于操作大规模基金的成本抵消了经理人增加的价值。

尽管大部分研究表明基金业绩不具有持续性,但投资者也只能通过基金历史业绩来推断基金经理人的能力,从而做出投资决策。因此,基金历史业绩与基金规模的变动之间必然存在着联系。Barber, Odean 和 Zheng^[21]发现投资者利用历史业绩来预测基金品质及未来业绩,今年超越平均业绩的基金在下一年可能会吸引更多的资金。许多学者验证了基金新资金流入与基金过去业绩之间存在着强的联系(Ippolito^[22], Sirri 和 Tufano^[23]等)。

由于基金公司通常以所管理资产的一个固定比例作为补偿,因此有动力去增加基金总资产,从这个意义上来说,基金业绩与流量之间的关系是一种显性激励契约,激励基金经理更加努力地工作。因为,传统的投资组合选择模型中,假定当投资者在决定最优投资组合时,会考虑所有资产的收益,这对直接投资的投资者以及基金投资者来说都是同样的道理。因此,可以推断如果基金实现的收益高,基金投资者会假定这些基金在将来会继续获得高的收益,然后做出投资决策。所以,我们可以假设基金的相对收益率对预测基金的资金流动有重要的价值,体现了所谓的动力交易或者反馈交易策略,即证券收益驱动资金流动。当投资者决定选择哪只基金进行投资时,都会考虑基金的投资目标是否符合要求,以及考虑基金获取超额收益的能力。投资流动与历史业绩之间关系的研究,表明投资者对基金历史业绩的反应非常强烈。

三、基金流量与业绩之间的关系特征

基金资金流量与历史业绩之间存在紧密的联系,

这种联系被称为流——业绩关系(FPR, Flow Performance Relation),但这种关系不是对称的,也就是说,资金的流入与流出跟业绩之间的关系不是对称。资金流入基金对历史业绩的敏感性的研究有Chevalier和Ellison^[24],Sirri和Tufano等人,研究表明历史业绩与当前基金资金流动之间的关系是正向的、非对称的关系,投资者投资于具有优秀业绩的基金,但是不以同样的增速退出业绩差的基金。Chevalier和Ellison(1997)用1982~1992年3036只基金的数据进行了流——业绩关系(FPR, Flow Performance Relation)的研究,发现FPR并不是线性的关系,业绩对资金流动的敏感性及其非线性的形状取决于基金的持续时间。Sirri和Tufano使用美国1971年到1990年期间的股票基金样本检验了FPR,他们发现业绩好的基金得到大量奖励,但是业绩差的基金也没受到惩罚。Odean^[25]使用30000家庭的投资行为数据,表明投资者不愿卖出业绩差的基金使损失成为现实。Hu, Kale和Subramanian^[26]以美国1962—1996年的基金为样本,发现即使在控制基金的上市时间变量后,上述非线性关系仍然存在,而且上市时间短的基金存在更明显的非对称性和凸性的特点。Kempf和Ruenzi^[27]验证了在基金管理公司内部是否同样存在与整个市场相同的FPR,他们用1993~2001年美国共同基金的样本揭示了在基金管理公司内部,明星基金也将获得比其他基金更多的资金流入,说明在基金管理公司内部FPR曲线也是凸的。Ippolito、Goetzmann和Peles^[28],Guercio和Tkac^[29]同样得到了类似的结论。

对于基金流动对业绩变化反应的不对称性,有多种解释。Ippolito(1992)利用转换成本来解释不对称性,认为不对称的交易成本可以解释这种投资者对好的以及差的业绩不对称的反应,卖出基金份额的货币成本以及非货币成本往往高于买入基金时发生的成本,税收以及赎回费用等阻碍了投资者的卖出。Sirri和Tufano(1998)以营销支出来解释这种不对称性。Goetzmann和Peles(1997)认为投资者可能不愿意承认自己买入了差的基金,这一现象可用投资者的“认知失调”(Cognitive Dissonance)来解释。“认知失调”是Festinger^[30]提出的一个心理学现象,人们会因为遭遇认知不协调的因素而感到沮丧,比如过去的选择与后来的情况不符就会造成“认知失调”,投资者愿意买进业绩良好的基金,但是却不愿意卖出业绩不好的基金,是因为卖出业绩不好的基金,就意味着承认自己投资错误,这会让投资者感觉“认知失调”。FPR的不对称性也可能是由于投资者期望基金过去的业绩与未来的业绩之间存在某种反相关关系。Lynch和Musto^[31]利

用关于业绩持续性文献中的数据证明了这种观点。基金经理人能够使过去的与未来的业绩之间不存在联系,当基金业绩差的时候,基金经理人会改变他的投资策略,当投资策略发生改变时,从过去的收益中就不能够得到有价值的信息了。所以,业绩好的时候,基金经理人会维持先前的投资策略,其历史业绩对基金未来业绩能够提供信息。

Heinkel和Stoughton^[32]认为如果基金经理的业绩相对于其他基金足够好的话,那么这个经理将继续留任。在一个风险中性的投资者与一个能力未知的风险中性的基金经理的两期博弈均衡模型中,基金经理必须在第一期超越基准收益才能在第二期继续留任。在他们的模型中假设投资者把选择资产分配方法的权利给予基金经理。但是,针对于开放式基金的资金流量,增加了另一层次的委托关系,即投资者把选择基金经理的权利委托给了基金管理公司。同样地,投资者期望基金管理公司留任那些业绩“足够好”的经理。所以,基金实现的收益给投资者传达了两种信息:同一个基金经理在不同时期是否能带来同样的业绩,以及经理是否能把业绩持续下去。假如基金过去的业绩低于保留业绩,投资者知道基金经理将被更换,对下一次业绩可能会得到大的改观。总之,这种不对称性现象的出现,是因为投资者预期业绩差的基金将更换经理人,使得业绩差的趋势不会持续下去,从而不会引起大的资金流出。

许多研究试图以理性反应来解释这种不对称的流业绩关系。Lynch和Musto(2003)发现在基金中,如果基金在“坏的业绩”后放弃“坏的策略”,基金流对业绩不会有强的敏感性,投资者是理性的,这就能够解释投资者不从差业绩基金中退出现象。Berk和Green(2004)提出了一个模型,其中理性的投资者依据基金历史业绩来分配资金,随着基金规模的增加,经理人产生超额收益的能力是递减的。投资者在竞争均衡的假设条件下,其行为是理性的,其结果是投资者不能获得正的超额收益,经理人不能为其稀缺的能力获取租金。Lynch和Musto(2003)的解释假设了在投资基金的策略中根据历史业绩的学习机制,而Berk和Green(2004)的解释不考虑投资者的学习机制,而仅考虑竞争均衡。Roston(1996)^[33]的研究也表明这也可以通过投资者的学习过程来解释。当投资者试图获知基金品质时,他们的信念跟基金的成熟度有关,资金流入基金对前一年的业绩不敏感,实际上对于资格老的基金,品质也并不是一直不变的。因此,对于基金流——业绩关系就不得不考虑历史业绩的影响。投资者通过历史业绩来获得基金品质方面的信息,对不同的

基金,其业绩的反应是不一样的。对于历史业绩好的基金,近年业绩好的话,就可以加强投资者认为基金是好基金的信念,从而有资金流入,然而,近年业绩不好的话,投资者可能会认为是由于不好的运气,那么资金流出就不会发生。对于历史业绩不好的基金,情况就刚好相反。所以,历史业绩好的基金,资金流入与业绩之间的关系将更加不对称、更凸,而历史业绩不好的基金,这种关系将更加平坦。

不管有多少种可能的解释,事实均表明投资者追捧胜利者,同时不愿使损失变为现实,因此,投资者可能去购买过去业绩表现好的基金,但是会发现基金的业绩不能持续,而且不愿退出业绩不好的基金。

四、基金流量与业绩关系的影响因素

基金收益如果完全是随机的,表明基金经理人对业绩没有任何影响,则对于投资者就不可能从基金业绩中得到任何信息。投资者必须相信过去的业绩能提供一些关于基金未来业绩的信息,同时投资者对于基金的看法也是随着时间的变化而改变的。投资者做出基金选择决策时,必须对基金的投资目标的适应性,以及基金产生超额收益的能力进行观察。一般情况下,投资者会发现年老(成立时间长)的基金更有经验去发现并利用错误定价的机会。Roston(1996)使用半参数模型来估计 FPR 与基金年份之间的关系,发现年份久的基金(超过 10 年),其 FPR 是对称的,并认为这种关系反映了投资者对于经理人能力的信念,当投资者试图从过去业绩中获知经理人能力的信息时,其看法会随着基金成立年份的增长而变得稳定。Chevalier 和 Ellison(1997)同样采用了上述方法研究 FPR,发现年轻的基金具有更不对称、显得更凸的 FPR,而年老的基金则具有更平坦的 FPR,而且即使在老基金中,FPR 也具有不同的不对称程度以及凸度。Bergstresser 和 Poterba^[34],Guercio 和 Tkac(2002)也发现基金年龄与基金规模增长之间存在负的关系。

基金所属的基金管理公司所管理的基金家族也会影响资金流动。基金管理公司管理基金的总规模以及其他基金的业绩会影响投资者对特定基金收益的判断,规模大的基金管理公司更容易吸引新的资金,另外,如果基金管理公司中有优秀业绩的基金,易形成正的溢出效应,同样会对其他基金的流量产生影响。因此,资金流动与基金家族之间存在一定的关系。Sirri 和 Tufano(1998)表明在基金投资中搜寻成本与持续购买一样重要,其原因是规模大的基金管理公司有更大

的知名度,更加容易引起投资者的关注。

在基金流量中可能存在自相关现象。Kempf 和 Ruenzi, Zeckhauser, Patel 和 Hendricks^[35]认为基金流量是高度自相关,这表明在众多基金中,如果在上期已经吸引了较多资金流量的基金在下一期将继续吸收更多的资金,Gruber, Patel, Zeckhauser 和 Hendricks, Fant 和 O'Neal^[36]也发现了本期流量与上期流量之间正的强相关性,这种自相关可能是由于基金特有的性质,这些特质我们不能控制或者不随时间变化,也可能是由于现实偏爱。如果投资者有偏爱的话,他们将重复以前的投资决策,即使这个决策已不再是最优的,这种行为导致当前的流量依赖以前的流量。

小基金由于相对小的资产规模,可能比大基金有较大的增长率,实证研究表明,对于规模大的基金,比规模小的基金成长性要差些(Chevalier 和 Ellison(1997), Sirri 和 Tufano(1998))。基金流量与资产规模之间负的关系表明投资者避免大的经理人,因为管理较大资产规模的经理人不能提高服务水平,另外,规模收益是递减的,当管理资产规模增长过大,由于买卖股票的价格压力使得经理人很难提高业绩。

五、研究展望

管理费激励制度要想达到激励与惩罚基金经理人的目的,基金历史业绩必然与基金规模的变动之间要存在某种联系,这种联系可以表述为:历史业绩好的基金,规模会增加;历史业绩差的基金,规模会降低。以上分析表明,实际上历史业绩与基金流动之间的关系是不对称的,当然这些分析都是针对于美国的基金市场。国内目前对基金规模变动的研究都集中于分析基金赎回行为(李曜和于进杰^[37];刘志远和姚颐^[3];束景虹^[38];薛强军^[39];任淮秀和汪涛^[40]等),通过实证来研究中国基金市场中存在的“基金赎回异象”。陆蓉等^[41]综合了关于基金赎回方面的研究成果,明确提出了基金业绩与投资者选择(指申购或赎回的选择)之间的关系属于业绩——资金流动关系,认为开放式基金具有份额的开放机制,投资者可以根据基金业绩的表现随时决定增加或减少对基金的投资,这种机制实际上是基金投资者对基金管理者的一种隐性激励,基金业绩提高,受到投资者认可,投资者就会增加对其的申购,基金规模扩大,基金管理者的管理费收入就高;当基金的盈利状况不佳时,投资者通过赎回基金的方式撤出资金,基金规模将不断萎缩,这相当于对基金管理者的负激励。此文的实证研究结果表明中国 FPR

呈负向、凹曲线关系,证实了中国基金市场中的“赎回异象”,而且与国外 FPR 的凸曲线关系相反。陆蓉等^[41]的实证研究把基金按收益率排名分为两组,方法较为简单,与国外文献中通常采用的分段线性回归方法有较大的出入,得到的结果可能不具有可比性。其次, Khorana, Servaes 和 Tufano^[42]认为对基金的研究有很大的地域性,也就是说,对中国基金投资者交易行为的研究得到的结论与对美国基金投资者交易行为的研究得到的结论可能并不相同。因此,采用 Sirri 和 Tufano(1998)发展起来的分段线性回归方法对中国基金市场中流——业绩关系进行实证研究具有十分重要的意义,可以证明管理费激励制度的有效性,这是下一步研究的方向。

参考文献:

- [1] 中国证券业协会. 证券投资基金[M]. 北京: 中国财政经济出版社, 2010.
- [2] 王性玉, 田建强. 基于委托代理理论的基金管理费实证分析[J]. 管理评论, 2009, 21(4): 53-57.
- [3] 中国证监会. 发行证券投资基金招募说明书的内容与格式[S]. 证券投资基金管理暂行办法实施准则第三号, 1997.
- [4] 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.
- [5] 彭耿. 证券投资基金经理激励机制研究[D]. 长沙: 中南大学, 2009.
- [6] 曹兴, 彭耿. 中国基金管理费激励的有效性[J]. 系统工程, 2009, 27(1): 50-56.
- [7] Jensen M. The Performance of Mutual Funds in the Period 1945-1964 [J]. Journal of Finance, 1968(23): 389-416.
- [8] Ippolito R. Efficiency with Costly Information: A Study of Mutual Fund Performance [J]. Quarterly Journal of Economics, 1989(104): 1-23.
- [9] Grinblatt M., Titman S. The Persistence of Mutual Fund Performance [J]. Journal of Finance, 1992(47): 1977-1984.
- [10] Malkiel B. Returns from Investing in Equity Mutual Funds 1971-1991 [J]. Journal of Finance, 1995(50): 549-573.
- [11] Elton E, Gruber M, Das S, Hlavka M. Efficiency with Costly Information: A Reinterpretation of Evidence from Managed Portfolios [J]. Review of Financial Studies, 1993(6): 1-22.
- [12] Elton E, Gruber M, Blake C. Survivorship Bias and Mutual Fund Performance [J]. Review of Financial Studies, 1996(9): 1097-1120.
- [13] Gruber M. Another Puzzle: The Growth in Actively Managed Mutual Funds [J]. Journal of Finance, 1996(51): 783-807.
- [14] Bhargava, Gallo, Swanson. The Performance, Asset Allocation and Investment Style of International Equity Managers [J]. Review of Quantitative Finance and Accounting, 2001(17): 377-395.
- [15] Hendricks D, Patel J, Zeckhauser R. Hot Hands in Mutual Funds: Short-run Persistence of Relative Performance 1974-1988[J]. Journal of Finance, 1993(48): 93-130.
- [16] Goetzmann W N, Ibboston R. Do Winners Repeat? Patterns in Mutual Fund Behaviour [J]. Journal of Portfolio Management, 1994(winter): 9-18.
- [17] Brown S J, Goetzmann W N. Performance Persistence[J]. Journal of Finance, 1995(50): 679-698.
- [18] 倪苏云, 肖辉, 吴冲锋. 中国证券投资基金业绩持续性研究[J]. 预测, 2002(6): 23-26.
- [19] 周泽炯, 史本山. 我国开放式基金业绩持续性的实证分析[J]. 经济问题探索, 2004(9): 19-27.
- [20] Berk J B, Green R C. Mutual Fund Flows and Performance in Rational Markets[J]. Journal of Political Economy, 2004(112): 1270-1295.
- [21] Barber B M, Odean T, Zheng L. Out of Sight, Out of Mind: The Effects of Expenses on Mutual Fund Flows[J]. <http://www.ssrn.com/>, Working Paper, December 2003.
- [22] Ippolito R. A. Consumer Reaction to Measures of Poor Quality: Evidence from the Mutual Fund Industry[J]. Journal of Law&Economics, 1992(35): 45-70.
- [23] Sirri E R, Tufano P. Costly Search and Mutual Fund Flows[J]. Journal of Finance, 1998(53): 1589-1622.
- [24] Chevalier J, Ellison G. Risk Taking by Mutual Funds as a Response to Incentives [J]. The Journal of Political Economy, 1997(105): 1167-1199.
- [25] Odean T. Are Investors Reluctant to Realize Their Losses? [J]. Journal of Finance, 1998(53): 1775-1798.
- [26] Hu P, Kale J R, Subramanian A. Relative Risk Choices by Mutual Fund Managers. Working Paper, 2002.
- [27] Kempf A, Ruenzi S. Status-quo Bias in the Mutual Fund Market-relevance of the Number of Alternatives[J]. Working Paper, 2004.
- [28] Goetzmann W N, Peles N. Cognitive Dissonance and Mutual Fund Investors [J]. Journal of Financial Research, 1997(20): 145-58.
- [29] Guercio D, Tkac P A. The Determinants of the Flow of Funds of Managed Portfolios: Mutual Funds Versus Pension Funds [J]. Journal of Financial and Quantitative Analysis, 2002, 37(4): 523-557.
- [30] Festinger L. A Theory of Cognitive Dissonance [M]. Stanford University Press, Stanford, CA, 1957.
- [31] Lynch A W, Musto D K. How Investors Interpret Past Returns [J]. Journal of Finance, 2003(53): 2033-2058.
- [32] Heinkel R, Stoughton N M. The Dynamics of Portfolio Management Contracts [J]. Review of Financial Studies, 1994, 7(2): 351-387.
- [33] Roston M N. Mutual Fund Managers and Lifecycle risk: An Empirical Investigation[D]. University of Chicago, 1996.

- [34] Bergstresser D, Poterba J. Do After-tax Returns Affect Mutual Fund Inflows? [J]. *Journal of Financial Economics*, 2002(63): 381-414.
- [35] Zeckhauser R, Patel J, Hendricks D. Nonrational Actors and Financial Market Behavior[J]. *Theory and Decision*, 1991(1): 257-287.
- [36] Fant L F, O'Neal E S. Temporal changes in the determinants of mutual fund flows [J]. *Journal of Financial Research*, 2000(23): 353-371.
- [37] 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.
- [38] 束景虹. 开放式基金赎回现象的实证研究[J]. *数量经济技术经济研究*, 2005(4): 117-126.
- [39] 薛强军. 开放式基金申购赎回: 基于分离现金流量的研究[J]. *南京农业大学学报(社会科学版)*, 2006, 6(4): 25-39.
- [40] 任淮秀, 汪涛. 我国开放式基金赎回行为的实证分析[J]. *经济理论与经济管理*, 2007(6): 42-47.
- [41] 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[J]. *经济研究*, 2007(6): 39-50.
- [42] Khorana A, Servaes H, Tufano P. Explaining the Size of the Mutual Fund Industry around the World[J]. *Journal of Financial Economics*, 2005(78): 145-185.

A survey of flow performance relation of fund

CAO Xing^{1,2}, YANG Chunbaixue¹, PENG Geng³

- (1. Business School of Central South University, Changsha 410083, China;
2. School of Business, Hunan University of Technology, Zhuzhou 412003, China;
3. Business School of Jishou University, Jishou 416000, China)

Abstract: There is close contact between flow and performance in fund, which is studied by many scholars. This paper first sums up the researches about the performance persistence of fund and its relationship with fund flow. Then it profoundly analyses the relation between flow and performance of fund and summarizes the factors influencing that relation. Finally, this paper indicates the deficiency of domestic research in this aspect and suggests the future research directions.

Key Words: fund; flow; performance; management fee

[编辑: 汪晓]