明星基金为基金家族带来了什么？

叶飞腾

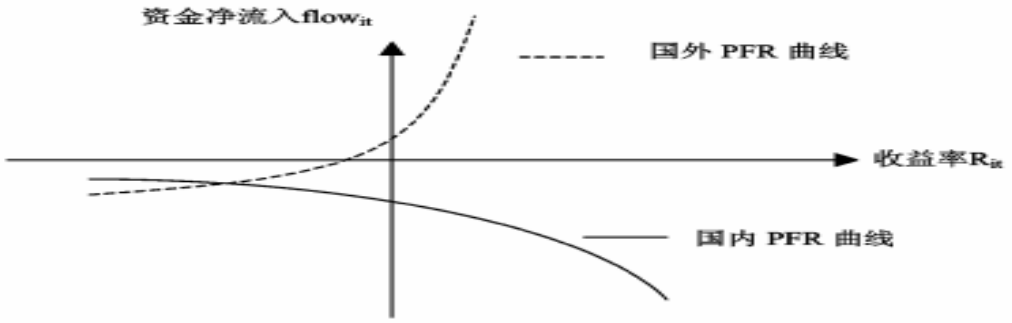
摘要： 本文研究发现中国的明星基金能提高整个家族的资金流量，这与国内基金家族极力“打造”明星基金的现象相符。进一步研究发现，明星基金提高家族净流量的途径主要是明星基金通过提高自身的基金净流量，进而提高家族净流量。本文并没有发现明星基金存在溢出效应，即明星基金对提高本家族内非明星基金的资金流量并没有显著地作用。草莓基金也有类似的结论。本文的发现表明，虽然整体上基金业绩与基金流量存在负相关，明星基金却能增加基金流量，草莓基金会降低基金流量。说明中国的“赎回异象”（负 FPR）是由业绩处于中游的基金引起的，而不是明星基金或草莓基金引起的。

关键词： 明星基金 溢出效应 FPR

一、问题的提出

自 2001 年 9 月我国第一只开放式基金华安创新问世以来，基金的数量和规模不断壮大，基金产品创新层出不穷。基金家族的诞生是基金市场发展的必然结果，截至 2008-8，我国共有 60 家基金管理公司，55 个基金家族，基金家族平均持有 7.76 只基金（这里的统计包括所有的基金类型，不仅仅是股票型基金）。而在成熟资本市场的美国，截至 2000 年，431 只基金家族管理着 8171 只基金，基金的集中度非常高。由于基金家族是以基金家族整体的经济利益最大化为目标的，而不是每只基金的利益最大化，其结果必然导致基金家族与基金投资者之间的利益冲突。所以从基金家族水平而不是基金水平来研究基金市场是非常重要的但又被忽略的领域，目前中国研究基金家族的文献还非常少。

中国的基金市场存在一个很特殊的现象－“赎回异象”（负 FPR），即基金业绩与基金流量存在负相关关系（negative flows performance relationship）(陆蓉等，2007)。可能的解释是，投资者存在“获利离场”的短期投资行为，在同类基金中业绩领先的基金可能会遭遇更多的赎回。这与成熟市场中基金业绩与基金流量正相关关系截然不同，正的 FPR 作为市场自发形成的隐性激励机制，对监督基金经理人、提高基金的投资效率有着重要作用。中国基金市场与国外基金市场的 FPR 可用图表示如下：



业绩-资金流入关系(PFR)

资料来源：陆蓉等(2007)

然而我们认为上图并没有全面地描述基金业绩与基金流量的关系。由于基金是按基金净值的百分比收费的，所以基金家族有强烈的动机去提高基金净值。如果基金业绩和流量真的存在如上图的关系，那就很难解释为什么在中国的基金市场中基金家族在“拼命”地打造明星基金？ 因为按照上图的 PFR，打造了明星基金反而会降低资金净流入，进而降低基金净值。此外打造明星基金时，各个基金家族都投入了相当大的营销费用。很难想象基金家族投入巨额的营销费用打造明星基金是为了加速基金资金净流出(图中 PFR 的斜率越向右越大)！因此，我们预测虽然总体上基金业绩与基金流量存在负相关的关系，但明星基金却能吸引投资者，提高基金家族的净流量。

如果明星基金能提高基金家族的净流量，那么它是通过什么样的方式实现的？从理论上看明星基金可以通过两条途径提高家族的净流量。首先，明星基金自身能吸引更多的投资者，提高自身的基金流量，从而提高基金家族的净流量。其次，明星基金可能会“帮助”家族内的其它基金吸引更多的资金流量，进而提高基金家族的净流量。即明星基金可能存在溢出效应(spill over effect)(nanda et.al, 2003)。但也应该注意到，明星基金的“明星”效应也可能会“吸走”家族内其它基金的资金流量。因为通常在一个基金家族内转换基金的费用低于基金赎回费用(back-end loads),基金投资者很可能从家族内的非明星基金“跳”到明星基金中。此外，明星基金可能占据着基金家族内大部分的营销费用和最优秀的基金经理，导致其它基金的投资能力较差。因此，从理论上看，明星基金对家族内的其它基金即可能是正面的溢出效应，也可能是负面的作用，或者两者相互抵消。

本文从基金家族角度出发，研究明星基金与 FPR 之间的关系。实证结果发现，明星基金能提高整个家族的基金流量，同时也发现草莓基金会降低整个家族的基金流量。进一步研究发现，明星基金提高家族净流量的途径主要是明星基金通过提高自身的基金净流量，进而提高家族净流量。本文并没有发现明星基金存在溢出效应，即明星基金对提高本家族内非明星基金的资金流量并没有显著地作用。草莓基金也有类似的结论。但同时本文的结果也不能排除是由于明星基金的溢出效应和明星基金的负作用相互抵消造成的。本文的发现表明，虽然整体上基金业绩与基金流量存在负相关，明星基金却能增加基金流量，草莓基金会降低基金流量。说明中国的“赎回异象”（负 FPR）是由业绩处于中游的基金引起的，而不是明星基金或草莓基金引起的。

二、文献回顾

关于明星基金的溢出效应，国外的文献也只有几篇涉及，其中 nanda wang zheng （2003）是较有影响力的一篇。他们的研究证实了明星基金的溢出效应，明星基金会导致其基金家族、基金家族中的其它基金的资金流量更高。此外他们还发现由于市场对待明星基金和草莓基金的非对称性，能力较差的基金家族有“塑造”明星基金的动机。Joop Huij and Marno Verbeek （2007） 发现了基金家族营销费用的溢出效应。基金家族中高营销费用的基金会为低营销费用的基金带来资金流量。他们认为溢出效应是由高营销费用的基金资助低营销费用的基金造成的（subsidization hypothesis）。表明基金家族为了自身利益的最大化，而损害投资者的利益。而关于基金流量的理论模型具有代表性的是 nanda narayanan warther（2000），他们构造了一个投资者流动性需求、基金管理人投资能力以及基金费率结构关系的模型。他们的模型显示，基金份额变动受到基金费率、基金业绩、变现能力的影响。不同投资管理能力的基金管理人可以设计不同的费率结构以区别不同流动性需求的投资者。

从国内的文献看，到目前为止还没有发现有研究明星基金溢出效应的文章。已有的研究主要针对基金的赎回（基金流量）。刘志远 姚颐 2004 发现，基金的分红金额、次数越多，赎回率越底；基金的品牌（他们用上市时间和规模代表）越好，赎回率越低；基金集中度越高、机构持股比例越大，赎回率越低。娄静 王亚南 2005 发现，影响偏股型基金净赎回比例和偏债型基金净赎回比例的因素不同：(1) 偏股型基金 t- 1 期分红越多,t 期净赎回越少。偏股型基金 t-1 期业绩(Rt - 1)越好 ,t 期净赎回越少。这说明虽然当期业绩好的基金容易遭到赎回 ,但历史业绩好的偏股型基金更容易获得投资者的青睐。反映出提高基金业绩是减少赎回的重要因素。偏股型基金 t-1 期赎回越多,t 期净赎回比例越大。(2)偏债型基金净赎回比例的最佳决定因子偏债型基金 t 期业绩,t 期净赎回越多。偏债型基金 t 期平均规模越小,t 期净赎回比例越大。偏债型基金 t 期分红越多,t 期净赎回比例越小。陆蓉 陈百强 徐龙炳 谢新厚 2007 发现，中国开放式基金的业绩与资金流动的关系与成熟市场不同，呈现负相关且为凹型，业绩与资金流动这种隐含的激励机制并没有在中国起作用。这说明业绩良好的基金反而面临被赎回的压力。他们还发现，影响投资者赎回的因素还包括收益的稳定性、分红、基金规模等因素。陆蓉等（2007b）归纳了影响投资者赎回的因素，包括三个层面的因素，宏观因素：利率、汇率、税收等；中观因素：股票市场和债券市场的整体表现；基金层面的因素：基金费率、上市时间、品牌、分红、基金业绩等。其中最主要的影响因素是基金业绩，国内的研究主要发现，投资者赎回率与前期的基金业绩负相关，而与本期的基金业绩正相关。

从上面的分析可以看出，目前文献的主要发现是中国基金市场存在异常的 FPR（flows performance relation），即与国外成熟市场成凸关系的 FPR 不同，国内的研究发现基金流量与基金业绩存在负相关且呈凹的关系（陆蓉等 2007）。但是，已有的研究中采用的业绩指标都是未经风险调整的业绩指标，这降低了“赎回异象”研究结论的可信度。而且明星基金的 FPR 关系很可能与其它基金不同。明星基金会不会为基金家族带来更高的资金流量，能不能为基金家族内的非明星基金“吸引”更多的流量？这些有趣又重要的问题都无人涉及，本文是国内第一篇研究明星基金溢出效应的文章。

三、 样本选择和数据来源

本文选取开放式股票型基金为样本，总共有 164 只，1样本选择区间为 05 年 1 月到 07 年 12 月。在数据处理中，由于中国的基金有很大一部分是在 06、07 年成立的，而用三因素的 Jensen α 做为基金的业绩评价，做回归时每只基金至少需要 20 个观测（即基金的存续时间至少要 20 个月份），这样总共有 78 只基金满足要求。其次，不管基金管理公司还是基

[1] 若选股票型基金，则有 197 只

金的业绩衡量都用过去 6 个月的 Jensen a 的算术平均，如果样本的过去观测小于 3 个月，则剔除。再次，初步的统计分析表明，基金资金流量增长率和基金业绩指标存在极值，所以按惯例我们剔除上下 1%的极值。最后本文得到的样本数为：按基金，05 年有 389 个样本，06 年有 785 个样本，07 年有 859 个样本；按基金家族2，05 年有 111 个样本，06 年有 336 个样本，07 有 366 个样本。本文所用的数据来源自 wind 资讯金融数据终端。

四、 研究设计

变量定义：

基金的业绩 a_{it} ：

用 Fama French 三因素估算的 Jensen α来衡量。目前国内不管是理论界和实务界（比如，基金排行榜）一般都用基金收益率来衡量基金的业绩。但每个基金都有自己的风险收益特征，基金所获的高收益可能对应的是高风险，也就是说可能高收益率基金的收益率不确定性会特别高。因此简单地使用基金收益率来评价基金的业绩会误导投资者。我们用 Fama French 三因素调整风险之后的 Jensen α来衡量基金业绩。其中，估算时用到的基金回报率采用向后复权，上市日做为基点。ff 因子 smb hml 用 05、06、07 三年样本的月份数据估算，具体步骤如下：首先，计算 05、06、07 年上一年 4 月底 A 股公司账面市值比 BTM3。其次，计算 05、06、07 年 4 月底，所有 A 股公司的 A 股流通股市值 ME。然后按 ME 排序把上市公司分为 3 组，分别记为 S，M，B。其中 s 组为规模最小的 30%公司，b 组为规模中等的 40%公司，b 组为规模最大的 30%公司。然后对所有上市公司按 BTM 排序，把上市公司分为 2 组，分别记为 L，H。其中 l 组为规模较小的 50%公司，h 组为规模较大的 50%公司。最后，按这些组合进行交叉分组，得到 6 个不同的股票组合，分别为 sl，sh，ml，mh，bl，bh。以流通股市值为权重计算出这 6 个股票组合在 05、06、07 年间的加权平均月收益率，分别记为 p11、p12、p21、p22、p31、p32。那么可以得出 SMB 、HML 因子：

SMB=（p11+p12）/2-(p31+p32)/2;

HML=(p12+p22+p32)/3-(p11+p21+p31)/3;

系统风险溢价估算：

系统风险溢价等于市场组合收益率减去无分险利率。其中，市场组合的月收益率为所有 a 股股票的投资组合按 a 股流通市值加权平均得出的月综合收益率。无风险利率按 3 个月的银行存款利率计算，假如当月存款利率改变，则当月的无风险利率按改变后的利率计算。这样由三因素模型可以得到每月每只基金的业绩 a_{it} 。

$$a_{it} = a_i + e_{it}$$

基金家族的业绩 a_{ft} ：

---

[2] 样本中有 55 家基金管理公司，其中 13 家只有一个基金，所以在以基金家族做为分析对象时，剔除这 13 家基金管理公司。

[3] 所以实际上所用的样本为 04－07，4 年的数据

$$a_{ft} = \frac{\sum_i a_{it} TNA_{it}}{\sum_i TNA_{it}}$$

其中，i 代表基金家族拥有的基金的只数；TNA 代表累计资产净值基金资金流量NM_{it}：基金资金流量

$$NM_{it} = TNA_{it} - TNA_{it-1}(1 + R_{it}) \quad [4]$$

R_{it}代表 i基金在第 t期的收益率

以期初的累计净值标准化后，我们得到基金流量增长率NMG_{it}

$$NMG_{it} = \frac{NM_{it}}{TNA_{it-1}}$$

基金家族资金流量和基金家族流量增长率按如下公式计算：

$$NM_{ft} = \sum_i NM_{it}$$

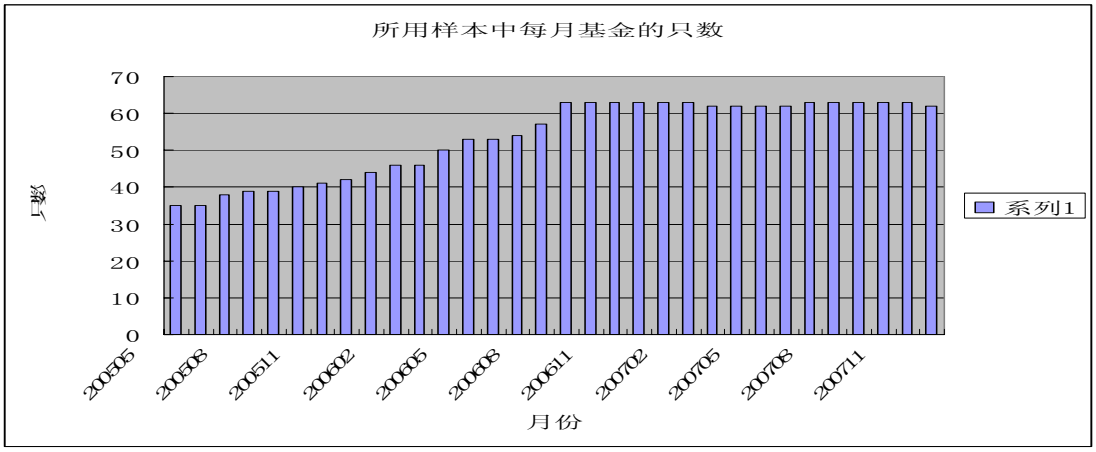
$$NMG_{ft} = \frac{\sum_i NM_{it}}{\sum_i TNA_{it-1}}$$

明星基金（$star_i$）和草莓基金（dog_i）的确定方法：

每个月，我们把每只基金的前六个月的业绩求一个算术平均，然后这个月中所有的基金按这个算术平均业绩进行排序。由于每月的基金数目比较少（见图一），所以以排序后最优的 10%做为“明星”基金，最差的 10%做为“草莓”基金。

图一：每月基金的数目

[4] 这里我们假定基金的资金流入发生在月末。



明星基金家族 $star_f$ 和草莓基金家族 dog_f 的确定方法：

如果基金家族中拥有一只或多只明星基金，则认为是明星基金家族。

如果基金家族中拥有一只或多只草莓基金，则认为是草莓基金家族。

变量定义总结为表一:

表一：变量定义

变量名	含义
Aft	基金家族 f 在第 t 期的业绩
Ait	基金 i 在第 t 期的业绩
Expenseratio	基金费率，用管理费率加前端申购费率替代
Lognb	基金家族拥有基金的只数
Loads	基金销售费率
Turnover	基金换手率
Nmgft	基金家族 f 在第 t 期的资金流量增长率
Nmgit	基金 i 在第 t 期的资金流量增长率
Pperff	基金家族 f 在过去六个月中的平均业绩
Pperfi	基金 i 在过去六个月中的平均业绩
Starf	明星基金家族，如果基金家族拥有一只或多只明星基金，则为 1，否则为 0
Dogf	草莓基金家族，如果基金家族拥有一只或多只草莓基金，则为 1，否则为 0
Stari	等于 1，如果是明星基金；否则等于 0；
Dogi	等于 1，如果是草莓基金；否则等于 0；

Starfi	等于 1，若果 i 基金属于明星基金家族但不是明星基金；否则等于 0；
Dogfi	等于 1，若果 i 基金属于草莓基金家族但不是草莓基金；否则等于 0；

回归模型：

为了检验明星基金能否为基金家族带来更高的资金流量增长率，我们建立如下回归模型（fund family level）：

$$NMG_{ft+1} = a_f + b_1 pperf_{ft} + b_2 \log nb_{ft} + b_3 \log size_{ft} + b_4 turnover_{ft} + b_5 \exp enseratio_{ft} + b_6 loads_{ft} + b_7 star_f [+b_8 dog_f]$$

b_7 显著为正，则说明明星基金能为基金家族带来更高的资金流量增长率。同时根据已有的文献中国基金市场存在“赎回”异象（负的 FPR），所以我们预测 b_1 显著为负。

如果明星基金能为基金家族带来更高的资金流量增长率，那么明星基金是通过什么样的途径实现的？为了考察明星基金提高家族基金流量的途径，我们建立如下回归模型（fund level）：

$$NMG_{it+1} = a_i + b_1 pperf_{it} + b_3 \log size_{it} + b_4 turnover_{it} + b_5 \exp enseratio_{it} + b_6 loads_{it} + b_7 star_i + b_9 star_{fi} [+b_8 dog_i + b_{10} dog_{fi}]$$

其中，

$star_i$ =1，如果 i 基金是明星基金；否则 $star_i$ =0；

b_7 显著为正则说明明星基金能带来更高的资金流量增长率，明星基金通过提高自身的基金净流量，进而提高家族净流量。同时也说明，“赎回异象”（负的 FPR）对明星基金并不成立。

$star_{fi}$ =1，若果 i 基金属于明星基金家族但不是明星基金；否则 $star_{fi}$ =0；

也就是说，我们把基金分成三类，第一类（ $star_i$ ）:属于明星基金家族，是明星基金的基金；第二类（ $star_{fi}$ ），属于明星基金家族，但不是明星基金的基金；第三类，不属于

明星基金家族，不是明星基金的基金；设第三类基金为基准，则b_9显著为正代表第二类基金比第三类基金吸引更多的基金流量，明星基金“帮助”家族内的非明星基金“吸引”了更多的基金流量，即明星基金存在溢出效应。b_9显著为负代表第二类基金比第三类基金吸引更多的基金流量，明星基金对家族内的非明星基金存在负的外部性。

五、描述性统计

表二：ff 三因素的描述性分析

Variable	N	Minimum	Mean	Median	Maximum	Std Dev
Rm—Rf	36	-11.782	6.15022	5.14789	27.3765	9.17882
Smb	36	-14.233	-1.0402	-1.7487	11.8557	6.61785
Hml	36	-5.766	0.39685	0.12685	7.50801	2.63025

表二显示，rm—rf 和 smb 的标准差较大，分别达到了 9.17882 和 6.61785.说明，在中国资本市场能解释股票收益的因素可能是系统风险和规模。这与 fama French 1995 ，靳庆鲁 2008 的结果相一致。

表三：基金家族数和基金家族拥有的基金数

年份	基金家族的数量	每个基金家族拥有的基金数
2005	14	2.854166667
2006	19	2.81031746
2007	19	2.98015873

从上表可以看出，我国的基金家族平均拥有大约 3 只基金。与美国的基金家族平均拥有 6 只基金相比，我国基金家族的规模还很小。可能的原因是，在 06 年和 07 年牛市期间产生了很多新的基金家族，但这些基金家族由于新成立，普遍规模较小，所以导致我国平均的家族基金数较低。

表四：主要变量的描述性统计（Fund level）

Variable	N	Minimum	P1	Median	Mean	P99	Maximum
Nmgit	2004	-0.4684	-0.3996	-0.0042	0.15677	6.84079	14.8532
Pperf	2033	-6.8694	-3.3223	-0.1909	-0.1248	3.6352	7.73665
Tna	2005	5.5E+07	1.3E+08	1.7E+09	7.2E+09	7.9E+10	2.1E+11
Ait	2033	-28.863	-8.0058	-0.3068	-0.1914	8.94964	25.659
Expenseratio	2033	0.6	0.6	1.75	1.65706	1.75	1.75

Loads	2033	0	0	1.5	1.47349	1.8	1.8
Turnover	2033	0	0	0	1.4599	35.449	70.513

变量定义见表一。

表五：主要变量的描述性统计（Family level）

Variable	N	Minimum	P1	Median	Mean	P99	Maximum
Nmgft	813	-0.6595	-0.3908	-0.0063	0.30374	9.81135	31.8717
Pperf	813	-3.4968	-2.9957	-0.2581	-0.2636	2.09132	2.31117
Tnaf	813	1.1E+08	3E+08	3.9E+09	1.8E+10	1.6E+11	3.3E+11
Aft	813	-17.496	-7.1029	-0.2921	-0.3408	6.94848	13.9984
Expenseratiof	813	0.6	0.6	1.75	1.66631	1.75	1.75
Loadsf	813	1.1	1.2	1.5	1.47727	1.525	1.53333
Turnoverf	813	0	0	0	1.79292	29.0845	151.893

变量定义见表一。

从表四和表五我们得知，基金的流量增长率，不管是从家族水平还是基金水平，中位数都为负，均值都为正，呈左偏分布。基金的业绩，不管是从家族水平还是基金水平，均值都为负，这说明从整体来看，基金并没有取得与其风险相对应的收益。Turnover 换手率为零，说明很多基金在一个月当中证券投资组合没有发生变化，没有进行股票买卖。可能是因为基金一旦建好“仓”，它就不去调整它了。

表六：相关系数表

	Fwnmgit	Pperf	Logsize	Turnover	Expens~0	Loads	Star	Starfi	Dog
Fwnmgit	1								
Pperf	-0.0399	1							
Logsize	-0.0357	-0.1780*	1						
Turnover	-0.009	-0.0115	0.0537*	1					
Expenseratio	0.0016	0.2812*	-0.0231	-0.4310*	1				
Loads	0.0122	0.0818*	-0.0745*	-0.6787*	0.5513*	1			
Star	0.0209	0.5541*	-0.0268	0.0877*	0.1197*	0.0254	1		
Starfi	0.0079	-0.0526*	0.0204	0.0630*	-0.1149*	-0.0317	-0.1267*	1	
Dog	-0.008	-0.4927*	-0.0032	0.1260*	-0.2468*	-0.1725*	-0.1020*	0.0103	1
Dogfi	-0.0169	0.0497*	0.0198	0.0479*	-0.0107	0.0418	0.0196	0.0002	-0.1262*

变量定义见表一

从表 6 可以看出，star 与 pperf 相关系数为 0.55，且在 5%水平时上显著。Dog 与 pperf 相关系数为-0.49，且在 5%水平时上显著。这说明若同时在回归模型中加入 star、dog 与 pperf 可能会存在共线性，所以在后面的回归分析中我们都进行了共线性检验，结果表明所有模型的 VIF 值都小于 3，不存在严重的共线性问题。这里比较有趣的是，starfi 与 pperf 显著负相关，这说明明星基金家族中的非明星基金的业绩显著的较差，明星基金对家族基金内的非明星基金存在负的外部性。原因可能是明星基金占据着基金家族内大部分的营销费用和最优秀的基金经理，导致其它基金的投资能力下降，进而基金业绩较差。

六 、实证结果

表七：明星基金对基金家族资金流量的影响（fund family level）

Variable	*Equ1*	*Equ2*	*Equ3*	*Equ4*
Pperf	-0.0536	-0.0855**	-0.0593	-0.0846*
Pperfsq			-0.0077	0.0015
Logmanagern	-0.0692	-0.0496	-0.0771	-0.0479
Logsize	0.0055	0.0033	0.0065	0.0031
Turnoverf	-0.0013	-0.002	-0.0014	-0.002
Expenserat~F	-0.0586	-0.1219	-0.0686	-0.1204
Loadsf	0.249	0.1654	0.2632	0.1622
Starf	0.2223**	0.2408**	0.2321**	0.2390**
Dogf		-0.2028*		-0.2040*
_Cons	-0.1907	0.0875	-0.1994	0.0908
N	789	789	789	789
R2	0.00701	0.01174	0.00714	0.01175

因变量是 nmgft，自变量的变量定义见表一

* p<0.1 ** p<0.05 ***p<0.001

表七是明星基金对基金家族资金流量影响的回归结果，第（1）列显示，starf 前的系数显著为正，说明明星基金能够提高基金家族资金流量。其次，与国外的研究文献不同的是，本文发现“草莓”基金受到了市场的惩罚。第（2）列显示，草莓基金家族的流量增长率要比其它基金家族低 20.36%。最后，pperf 与 nmgft 的关系显著为负，这与陆蓉等 2007 发现的结果是一致的，中国的基金存在”赎回异像“，面临赎回压力较大的是业绩良好的基金而不是绩差基金。第（3）、（4）是加入 pperfsq 之后的回归结果，pperfsq 是 ppersf 的平方。因为已有文献发现基金的流量与基金业绩之间可能存在非线性的关系，所以我们加入 ppersf 的平方项。结果显示在控制了可能的非线性关系后，starf 仍然显著为正，dogf 仍然显著为负。

表八：基金溢出效应回归分析（fund level）

Variable	Equ1	Equ2	Equ3	Equ4	Equ5
Pperf	-0.1261**	-0.2258**	-0.3215***	-0.2171**	-0.3348***
Pperfsq				0.0189	0.0489*
Logsize	-0.0997*	-0.1124**	-0.1281**	-0.1176**	-0.1478**
Turnover	0.0023	-0.0036	-0.0017	-0.0053	-0.006
Expenseratio	0.1548	0.2104	0.1644	0.2352	0.2188
Loads	0.1554	0.0188	-0.0371	-0.0272	-0.1982
Stari		0.7806**	0.9522**	0.6759**	0.7454**
Starfi		0.1453	0.1457	0.1488	0.1557
Dogi			-0.6988**		-0.9490**
Dogfi			-0.181		-0.17
_Cons	2.0351	2.3172*	2.8684**	2.4362*	3.3985**
N	1932	1932	1932	1932	1932
R2	0.00374	0.00721	0.01011	0.00752	0.01187

因变量是 nmgit，自变量的变量定义见表一

* p<0.1 ** p<0.05 ***p<0.001

表八是基于基金水平的明星基金对基金资金流量影响的回归结果。第(1)列显示，pperf 显著为负，说明在基金水平上“赎回异象”依然存在。第（2）列显示，stari 前的系数显著为正，且达到了 0.7806，这说明明星基金能增强基金流量，相对于其它基金，明星基金的流量增长率要多出 95.22%。stari 显著为正则说明明星基金能为自己带来更高的资金流量增长率，“赎回异象”（负的 FPR）对明星基金并不成立。此外，与表七的结果相结合，我们可以推出明星基金通过提高自身的基金净流量，进而提高家族净流量。Starfi 为正但不显著，说明明星基金并没有对家族内的非明星基金产生溢出效应。第（3）列，我们加入“草莓”基金虚拟变量，得到了类似的结论。市场对“草莓”基金家族的惩罚主要是对“草莓”基金本身进行惩罚，“草莓”基金对家族内的其它基金没有存在溢出效应。在第（4）、（5）列，我们加入 pperfsq 后，主要结论为发生改变。综合前面发现的证据，可以得出中国的“赎回异象”（负 FPR）是由业绩处于中游的基金引起的，而不是明星基金或草莓基金引起的，明星基金与草莓基金中的 FPR 是正的相关关系。需要注意的是，虽然我们把实证结论解释成明星基金不存在溢出效应，但同时本文的结果也不能排除是由于明星基金的溢出效应和明星基金的负作用相互抵消造成的。

七、 结论

第一，中国存在“赎回异象”。不论从基金家族还是从其中的单只基金分析都存在投资者“获利离场”的短期投资行为。在同类基金中业绩领先的基金可能会遭遇更多的赎回。

第二，明星基金能提高整个家族的资金流量，这说明明星基金并不存在“赎回异象”（负

的 FPR），而且这也与国内基金家族极力“打造”明星基金的现象相符。进一步研究发现，明星基金提高家族净流量的途径主要是明星基金通过提高自身的基金净流量，进而提高家族净流量。本文并没有发现明星基金存在溢出效应，即明星基金对提高本家族内非明星基金的资金流量并没有显著地作用。“草莓”基金也存在类似的结论。

第三，虽然整体上基金业绩与基金流量存在负相关，明星基金却能增强基金流量，草莓基金会降低基金的流量。这说明，中国的“赎回异象”（负 FPR）是由业绩处于中游的基金引起的，而不是明星基金或草莓基金引起的，明星基金与草莓基金中的 FPR 是正的相关关系。

参考文献：

[1]Christopher R. Blake Matthew R. Morey Morningstar Ratings and Mutual Fund Performanc 1999 working paper

[2]Diane Del Guercio and Paula A. Tkac Star Power: The Effect of Morningstar Ratings on Mutual Fund Flow 2007 working paper

[3]Joop Huij and Marno Verbeek Spillover Effects of Marketing in Mutual Fund Families 2007 working paper

[4]nanda ,vikram ,m.p.narayanan and Vincent a. warther. Liquidity ,investment ability, and mutual fund structure [j] journal of financial economics,2000 , 57:417-443

[5]vikram nanda, z.jay wang, lu zheng. Family values and the star phenomenon working paper

[6]姚颐 刘志远 我国开放式基金赎回行为的实证研究 经济科学 2004 5

[7]陆蓉 陈百强 徐龙炳 谢新厚 经济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 6

[8]娄静 王亚南 2005.1.7 证券日报 开放式基金赎回行为以及对策研究

What star fund brings for fund family?

Ye Fei-teng

Abstract: This paper finds that star fund could raise fund family’s cash inflow. This is consisted with the phenomenon that in china fund family are eager to construct star fund. Additional test show that star fund raises fund family’s cash inflow mainly through increasing its own cash inflow. We do not find the evidence of “spill over” effect of star fund, namely, star fund do not has significant effect in raising cash inflow of other fund in fund family. Contrasting to star fund, Dog fund has similar effect. These evidences show that star fund can increase cash inflow and dog fund would decrease cash inflow, although in the whole fund performance is negatively related with cash inflow. In addition, this paper tells us that the

anomaly “negative FPR”in Chinese fund market is mainly caused by funds whose performance ranking is in the middle, rather than by star funds and dog funds.

Key words: star fund; spill over effect; FPR