

职业忧虑影响基金经理投资行为的经验分析

罗 真 张宗成*

内容提要 本文应用概率单位模型(probit model),对基金经理所面临的“隐性激励”——职业(声誉)忧虑如何影响其投资行为进行研究。主要结论有:基金经理面临消极职业结果(降职或离职)的可能性与基金当期业绩有显著的负相关关系;当业绩较差时,基金经理有消极职业结果的可能性在大规模基金中更小,而在大基金家族中更大;年轻的基金经理采用非常规的投资策略失败后将受到更严厉的惩罚,因而他们在投资组合的行业选择上更容易产生“羊群效应”。文章还对中国基金经理面对职业忧虑所采取的与理论分析不一致的“机会主义”或“败德行为”的原因进行了分析,并提出了相应的政策建议和意见。

关键词 基金经理 职业忧虑 probit 模型 声誉

一 研究背景

随着中国基金业的高速发展,基金经理的更换日趋频繁,业绩差强人意的基金通过调整基金经理来平息投资者抱怨成为例行手段,基金经理的行为和业绩已对他们的职业前途产生了重大影响。据不完全统计,到2003年4月底,有超过120位经理担任过72只基金的基金经理^①,2001年以前设立的基金几乎都更换过两任以上经理,有的基金一年之内先后出现三名不同的基金经理,而且,基金经理的更替与其业绩之间表现出一定的相关性。基金经理如何妥善对待这些压力,已成为决定基金经理成功与否的最重要因素。因此,对职业前途的忧虑如何影响基金经理的投资决策是一个具有重要的理论和实际意义的问题。

国外有学者对此问题进行了一些相关研究:Scharfstein 和 Stein (1990) 和 Prendergast 和 Stole (1996) 提出基金经理对职业前途的考虑导致基金经理的“羊群”行为。Chevalier (1999) 对美

国基金经理的职业更替问题进行研究,发现相对于年龄较大的基金经理而言,年龄较小的基金经理的离职与基金业绩的关系更为密切,而收入—成长型基金的经理比成长型基金的经理更容易被解职。在国内,目前还没有人对此问题进行过专门的研究,本文试图在当前中国基金治理制度框架下,以委托—代理和职业“声誉”(reputation)理论为基础,研究职业忧虑这一“隐性激励”(implicit incentives)对基金经理投资行为的影响,以期为当前中国关于基金经理角色问题的思考和讨论提供一些有价值的结论。

二 经理人职业(声誉)忧虑的相关理论分析

目前,中国的证券投资基金都是契约型基金,

* 罗真:华中科技大学经济学院金融系 武汉珞瑜路1037号 华中科技大学主校区西五舍219室 430074 电话:(027) 87553551 电子信箱:luorun108@yahoo.com.cn;张宗成:华中科技大学金融工程研究所。

①数据来自天相投资顾问网(www.txsec.com)。

而契约型基金体现了典型的委托—代理关系:基金持有人作为委托人将基金的控制权委托给基金管理公司,基金管理公司作为委托人,再将基金使用权委托给基金经理。根据委托—代理理论,由于存在不完全信息的前提假设,只要代理人不能完全承担行为的全部结果,其“败德行为”就不可避免。然而,在委托—代理契约关系中,除了货币收入、期权等“显性激励”(explicit incentives)外,代理人还存在对职业前景或职业“声誉”的忧虑这一“隐性激励”,这种精神激励机制能够在“显性激励”不充分的前提下发挥防范“机会主义”、降低代理成本的重要作用。

Fama(1980)的研究认为,经理市场可以通过一种“事后结算机制”(full ex-post settling up)有效地控制代理成本,当前的绩效状况会影响经理人员的未来任职机会;恶劣的职业声誉会导致代理人提前结束职业生涯,良好的职业声誉则增加了其在市场上讨价还价的能力。代理人一般考虑当期努力绩效对下一期乃至更远期的影响,对自己长期职业声誉的注重成为激励代理人努力工作的重要因素。因而,他认为,在没有“显性激励”契约时,代理人的“机会主义”行为在现实中可用“时间”加以解决。Kreps和Wilson(1982)提出的声誉模型(reputation model)表明,良好的职业声誉和前景增加了经理人在市场上讨价还价的博弈能力,对经理人行为具有积极的激励作用;相反,较坏的职业声誉会导致企业家职业生涯的结束,对经理人“机会主义”行为具有良好的约束作用。交易者为了在重复博弈中获取长期收益,通常需要塑造自己的声誉。Holmstrom(1982)提出的“代理人市场—声誉模型”将Fama(1980)的思想模型化,他指出,经理的职业“声誉”是显示其人力资本的一种信号,经理人员的懒惰将意味着断送其职业生涯和 market 价值,因而,代理人对职业声誉的重视或忧虑这一“隐性激励”可以作为“显性激励”契约的替代物。

总之,经济学从追求利益最大化的理性人假设出发,代理人追求良好职业声誉是为了获得长期利益,是长期动态重复博弈的结果。在重复博弈的情况下,即使没有正式契约维系委托—代理关

系,代理人仅仅出于对自己长期利益的考虑,也会注重并追求“声誉”等“隐性激励”因素,为了塑造良好的职业声誉而积极努力工作,这也是本文要研究的基金经理对职业前景或声誉的忧虑的作用机理。

立足于上述理论分析的基础,本文将从影响基金经理职业前景的因素、基金经理的实际投资行为是否反映了其面临的职业忧虑、基金经理面临职业忧虑时采取的实际投资行为的原因和机理、应对基金经理的“机会主义”和“败德行为”的有效政策和措施等几个方面展开研究。

三 数据和研究方法

(一)样本的选取及数据的处理

1. 研究样本。虽然目前中国证券市场上存在着72只规范化的基金,但其中有不少上市较晚,可用数据较少,为了保证分析结果在统计学上的无偏性和显著性,我们设立了以下选样条件:(1)1999年1月1日到2002年12月31日内连续任职时间超过1个会计年度的基金经理;^①(2)由于开放式基金成立时间较晚,样本数据比较少^②,要得出较客观的结论比较困难,因此,本文只考虑封闭式基金;(3)由老基金改制而来的基金,从扩募后起算。

符合上述条件的样本有南方、华安、大成、国泰、富国、鹏华、华夏、博时、嘉实、长盛、银华、易方达、宝盈、融通、银河等15家基金管理公司旗下的48只基金。对样本的统计显示:有3只基金4次更换基金经理,14只基金3次更换基金经理,18只基金2次更换基金经理,而在设立时间超过1年的基金中,现任基金经理的平均任职时间只有1年,可见国内基金经理的稳定性很差;基金的 β 系数普遍偏低,均值为0.5834,反映了国内基金从总体上看比较保守;基金经理年龄最大的44

^① 任基金经理的起始时间以中国证监会指定信息披露媒体的公开资料为依据。

^② 符合条件(1)的开放式基金只有华安创新、华夏成长和南方稳健三只基金。

岁,最小 27 岁,平均年龄为 33.28 岁,这与中国基金业的发展时间较短,只有 30 岁左右的年轻人比较系统地学习了证券投资方面的基本知识这一实际情况有关。

2. 数据。本文的数据和资料来自各基金管理公司在其指定信息披露媒体上所公布的基金净值、投资组合公告、中报和年报,上海证券综合指数和深圳成分指数的收益率数据根据《中国证券报》公布的数据整理。

3. 业绩的衡量方法。在基金业绩评估模型中,基于 CAPM 的詹森指数^① α 最为常见,该模型一般表示为:

$$r_{it} - r_{ft} = \alpha_{it} + \beta_{it}(r_{mt} - r_{ft}) + \varepsilon_{it} \quad (1)$$

$$r_{it} = \frac{NAV_{it} + D_{it}}{NAV_{it-1}} - 1 \quad (2)$$

其中: r_{it} 为基金 i 第 t 期收益率; r_{ft} 为第 t 期无风险利率(选择一年期银行定期储蓄存款利率按复利折算的利率); r_{mt} 为第 t 期市场组合收益率; α_{it} 为基金 i 第 t 期的詹森指数; β_{it} 为基金 i 的系统风险; NAV_{it} 为基金 i 第 t 期单位净值; D_{it} 为基金 i 在 t 期内的单位分红额。

4. 市场组合收益率的选择。按照至少 20% 国债投资比例的规定,我们定义如下一个混合指数作为市场组合收益率:

市场组合收益率 = 40% 的上证综指收益率 + 40% 的深圳成指收益率 + 20% 的国债收益率

(二) 研究方法

1. 职业结果分类。根据对基金公告的分析,我们将基金经理的职业前途分为两类:一类是续任原职或升职(担任规模更大基金的经理或从封闭式转任开放式),将其定义为积极的职业结果;另一类是降职(担任基金经理以下的职务或从大基金转到中小基金任职或从开放式转任封闭式)或离职(离开了基金这一行业),定义为消极的职业结果。由于基金经理的职业忧虑主要体现在对降、离职可能性的忧虑上,本文重点对基金经理消极职业结果的相关问题进行分析。

2. Probit 模型。基金管理公司对基金经理能力的了解是一个渐进的过程,随着了解的深入,当基金管理公司对基金经理的评价低于某一个阈

值,且基金管理公司用新的基金经理替换原来的基金经理的成本足够低时,基金经理的消极职业结果就出现了。由于基金经理职业结果是一个取值为 0 或 1 的虚拟变量(dummy variable),用简单的线性回归模型来描述其与基金业绩、年龄等基金经理特性因素之间的关系是不合适的,因此,我们利用概率单位模型(probit model)来进行研究。假设基金 i 的经理有消极职业结果 N_i 取决于一种不可观测的效用指数 I_i ,并定义为:

$$I_i = \beta_1 + \beta_2 X_i \quad (3)$$

假定存在阈值 I_i^* ,且当 $I_i > I_i^*$ 时,基金经理 i 将面临消极的职业结果;否则就没有。给定正态性假定, $I_i > I_i^*$ 的概率可由标准化累积分布函数(cumulative distribution function)算出:

$$\begin{aligned} P_i &= Pr(N_i = 1) = Pr(I_i \geq I_i^*) \\ &= F(I_i) = \frac{1}{\sqrt{2\pi}} \int_{-\infty}^{I_i} e^{-\frac{t^2}{2}} dt \end{aligned} \quad (4)$$

其中, $t \sim N(0,1)$ 。

四 基金经理消极职业结果与基金业绩诸因素之间的关系

通过对样本数据的粗略分析可以看出,基金经理的消极职业结果很有可能是由基金经理较差的业绩造成的,不过,当基金管理公司对基金经理的业绩评价记录时间较长时,公司仅根据一次不够好的业绩就改变对基金经理能力的评价的可能性变小,因而,可以预料基金经理的消极职业结果与基金业绩之间的相关关系可能随着基金经理从业经验的不断丰富而削弱。我们用概率单位模型来分析基金经理消极职业结果与业绩之间的关系,对此假设进行验证,应变量消极职业结果 N_{it} 是一个虚拟变量,分析表达式如下:

$$\begin{aligned} N_{it} &= C_0 + C_1 \alpha_{it} + C_2 \alpha_{it-1} + C_3 Age_{it} + C_3 \alpha_{it} \\ &(Age_{it} - Age_0) + C_5 Y_{99} + C_6 Y_{00} + C_7 Y_{01} + \varepsilon_{it} \end{aligned} \quad (5)$$

其中:当基金经理在 $t+1$ 年初降、离职时, N_{it}

^① 沈维涛和黄兴李(2001)研究认为,詹森指数、夏普指数和特雷诺指数等几种不同的评价指标对基金业绩的评价结果无明显差异。

$=1$, 否则, $N_{it}=0$; $\alpha_{it}, \alpha_{it-1}$ 分别为基金 i 在 $t, t-1$ 年的业绩; Age_{it} 为基金 i 经理 t 年的年龄; Age_0 为样本内基金经理平均年龄, 其值为 33; 对应 t 为 1999 年时, 虚拟变量 $Y_{99}=1$, 其他年份, $Y_{99}=0$; 对应 t 为 2000 年时, 虚拟变量 $Y_{00}=1$, 其他年份, $Y_{00}=0$; 对应 t 为 2001 年, 虚拟变量 $Y_{01}=1$, 其他年份, $Y_{01}=0$; ε_{it} 为误差项。

基金经理的消极职业结果的可能性受基金当年业绩 α_{it} 、前一年业绩 α_{it-1} 、经理年龄 Age_{it} 以及基金业绩与经理年龄之间的交互作用项 $\alpha_{it}(Age_{it} - Age_0)$ 的影响, 由于基金经理在各年降、离职的可能性会有所不同, 我们也将各年的虚拟变量加入式(5)的右边, 其中省略了 2002 年。

回归结果列于表 1 第 1 列, 正如所料, α_{it} 的系数为负, 并且以 0.27% 的置信度异于 0, 表明基金经理有消极职业结果的可能性与当期的基金业绩显著负相关, 显著性水平为 5%, 但是前期的业绩对其影响并不显著。经理年龄的系数显著为正, 这意味着年龄是消极职业结果的一个重要的决定因素, 这使得业内关于基金经理的最佳年龄介于 30 至 35 岁之间的说法得到证实。

表 1 第 2 列到第 5 列考察了其他可能影响消极职业结果与业绩之间关系的因素。第 2 列反映了在式(5)中加入解释变量基金费率 ER_{it} 后的估计结果, 系数的 p 值显示其影响并不显著。中国封闭式基金费用率水平与结构基本没有差别, 各基金不论业绩好坏管理费照提, 可说是“旱涝保收”, 因而, 基金的费用水平与基金经理的降职与否并无显著关联。

第 3 列则是在式(5)加入解释变量基金规模的对数 $\log(Fundsize_{it})$ 以及其与业绩的交叉项 $\alpha_{it}^* \log(Fundsize_{it})$ 后的估计结果, 两个变量的估计系数都是显著为正的, 这意味着在业绩较差的情况下, 大基金的经理有消极职业结果的概率比小基金的经理要小。这可能是因为小型基金一般在基金家族中处于次要地位, 可替代的基金经理人选较多, 有的甚至直接由家族管理, 当基金业绩不佳时, 基金经理降、离职的概率很高。而大型基金通常推出新的具有良好声誉的基金经理, 以提升投资者对基金的信心, 因而大型基金的经理人一

般在业界享有很高的声誉, 基金对其的评价也很高, 因而, 当基金业绩不佳时, 基金经理降、离职的概率比小基金的要小。

考虑到规模不同的基金组织也许会对基金经理的差业绩有不同的反应, 我们在式(5)右边加入解释变量基金家族规模^①的对数 $\log(FamSize_{it})$ 和交叉项 $\alpha_{it} \log(FamSize_{it})$, 表 3 第 4 列中 $\alpha_{it} \log(FamSize_{it})$ 系数显著为负, 显示当基金经理有较差业绩之后, 其降、离职的情况在大基金家族中更可能发生。这也许是因为大规模基金家族资金雄厚, 拥有一流的研发团队和出众的协同作业能力, 基金经理的作用并不如小规模基金家族的经理显得那么突出。

第 5 列是在式(5)中加入解释变量从业经历 $Tenure_{it}$ 的结果,^② 和交叉项 $\alpha_{it}(Tenure_{it} - Tenure_0)$ 交叉项 $\alpha_{it}(Tenure_{it} - Tenure_0)$ 的系数显著为正, 说明相对于缺乏实践锻炼的基金经理, 经验丰富的基金经理在取得较差业绩后遭遇降、离职的可能性要小些, 这可以归因于基金经理中存在的学习过程。

此外, 通过表 1 也可看出, 基金经理在 1999、2000 和 2002 年有消极职业前景的可能性在统计上无显著差别, 与前面三个年份相比, 基金经理在 2001 年遭遇降、离职的可能性要大些, 这表明市场环境对基金业绩从而对基金经理的职业前景有显著影响。五年来, 基金业在加速发展的同时也面临着变化很大的市场, 在市场普遍向好的牛市中, 基金业绩一般都不错, 而在熊市中, 基金很难避免市场暴跌的系统性风险, 业绩表现不尽如人意, 因而, 基金经理的调整主要集中在熊市行情中。市场从 1999 年初到 2001 年 6 月中旬是一个整体向上的慢牛行情, 期间经历了 1999 年的“5·19”行情和 2000 年初的网络股行情, 基金表现可圈可点, 这一点反映在 1999 和 2000 年基金经理少有调整

① 基金家族规模由家族内所有基金资产加总而得。

② 业内对从业的理解有所不同: 广义的是在证券市场上的从业经历, 狭义的则是在基金经理职位上的从业经历。由于中国基金市场规范发展的只有 5 年时间, 本文采用广义的从业经历。以 $Tenure_0$ 代表样本内基金经理的平均从业年限。

上。从2001年6月中下旬开始至2003年初,市场转熊。2001年3月,中国证监会发布公告指出8家基金管理公司存在问题,并点名批评市场中风头甚劲的博时基金管理公司。与此同时,基金在2001年的“6·24”行情中明显踏空,行情启动之后追高却在高位被套,基金全年业绩大幅下降,加之媒体在当年10月刊登了《基金黑幕》一文,基金形象严重受损。2002年,基金业一定程度上规避

了下跌的风险,但多数基金没能成为赢家,净资产亏了七八十亿。正是由于2001年股市是牛市之后大幅下跌的转折年的缘故,面对如潮恶评,基金经理降、离职可能性大大增加。

上述分析表明,以业绩论英雄构成了基金经理更替的主旋律,而基金规模、家族规模大小以及基金经理的年龄大小和工作经验丰富与否也会对基金经理的更替产生显著的影响。

表1 消极职业前景与业绩等因素的关系

| 解释变量 | 应变量:消极职业前景(N_{it}) | | | | |
|-------------------------------------|------------------------|-----------------------|-----------------------|-----------------------|-----------------------|
| | 1 | 2 | 3 | 4 | 5 |
| α_{it} | -613.2142 (0.0027) | -677.7181 (0.0017) | -666.14 (0.0031) | -474.9622 (0.0386) | -596.4993 (0.0042) |
| α_{it-1} | -159.8241 (0.2574) | -135.9076 (0.3414) | -428.2185 (0.1900) | -258.1827 (0.1179) | -135.0208 (0.3773) |
| Age_{it} | 0.145945 (0.0125) | 0.14831 (0.0113) | 0.182474 (0.0076) | 0.214484 (0.0028) | 0.209282 (0.0046) |
| $\alpha_{it}(Age_{it}-Age_0)$ | -56.33074 (0.3098) | -68.13952 (0.2290) | -57.07285 (0.3308) | -28.29464 (0.6638) | -21.15004 (0.7553) |
| ER_{it} | <i>n. a.</i> | -91.35057 (0.2830) | <i>n. a.</i> | <i>n. a.</i> | <i>n. a.</i> |
| $\log(Fundsize_{it})$ | <i>n. a.</i> | <i>n. a.</i> | 1.837366 (0.0045) | <i>n. a.</i> | <i>n. a.</i> |
| $\alpha_{it}\log(Fundsize_{it})$ | <i>n. a.</i> | <i>n. a.</i> | 945.3311 (0.0493) | <i>n. a.</i> | <i>n. a.</i> |
| $\log(Famsize_{it})$ | <i>n. a.</i> | <i>n. a.</i> | <i>n. a.</i> | -3.179694 (0.0684) | <i>n. a.</i> |
| $\alpha_{it}\log(Famsize_{it})$ | <i>n. a.</i> | <i>n. a.</i> | <i>n. a.</i> | -3102.611 (0.0150) | <i>n. a.</i> |
| $Tenure_{it}$ | <i>n. a.</i> | <i>n. a.</i> | <i>n. a.</i> | <i>n. a.</i> | -0.171129 (0.1627) |
| $\alpha_{it}(Tenure_{it}-Tenure_0)$ | <i>n. a.</i> | <i>n. a.</i> | <i>n. a.</i> | <i>n. a.</i> | 295.4509 (0.0207) |
| Y_{99} | -4.820872 (1.0000) | -4.234253 (1.0000) | -7.190223 (1.0000) | -6.218486 (1.0000) | -8.439009 (1.0000) |
| Y_{00} | -5.636131 (1.0000) | -5.44866 (1.0000) | -7.190223 (1.0000) | -8.455414 (1.0000) | -8.201366 (1.0000) |
| Y_{01} | 0.92018 (0.0440) | 1.259295 (0.0252) | 1.264046 (0.0134) | 1.278567 (0.0016) | 0.820039 (0.0839) |
| 常量 | -5.832874 (0.0040) | -4.07924 (0.1176) | -9.11521 (0.0006) | -2.603521 (0.5060) | -6.699107 (0.0020) |

说明:括号内数字为估计系数的p值。

五 职业忧虑是否会导致“羊群效应”?

由于业内存在种种以个人业绩为依据的“排行榜”，一旦基金表现落后于市场或者同行，基金经理就会遭到投资者和管理层的责备和质询，在这种巨大压力下，基金经理不得不改变原先确定的投资理念，在运作上呈现从众和跟风趋向，导致基金经理中出现普遍的同行博弈行为（具体表现为“羊群效应”），这是众多研究“隐含刺激”的文献关注的问题。近年来，许多考察职业忧虑或声誉与“羊群效应”的理论性研究认为，职业忧虑会使得代理人忽视私人信息而模仿同行，从而影响其决策行为（Scharfstein and Stein, 1990; Trueman, 1994; Zwiebel, 1995; Prendergast and Stole, 1996）。为此，我们对基金经理消极职业结果与基金业绩间的关系做进一步研究，考察基金经理消极职业结果的可能性是否依赖于他（她）所采取的投资行为，是否会刺激基金经理进入“羊群”，以致产生“羊群效应”。

我们选择了三个变量来反映基金经理投资组合选择的非常规情形。第一个变量 $SecDV_{it}$ 定义为基金 i 在农林牧渔业、采掘业、制造业、建筑业等 13 类行业股票市值占总净值的比重与样本内所有基金各行业股票市值占总市值的平均比重之差的平方和的平方根，用于衡量经理将其投资组合集中在不同于当时普遍流行的行业的大胆行为。第二个变量 $URDV_{it}$ 定义为基金 i 的非系统风险 UR_{it} 与样本基金平均非系统风险之差的绝对值，用于衡量基金经理投资组合的非系统风险偏离平均值的行为。第三个变量 $SRDV_{it}$ 定义为基金 i 的系统风险 β_{it} 与样本基金平均系统风险之差的绝对值，用于衡量基金经理是否对市场走势做出与众不同的判断。

如果采用非常规的投资策略，一旦失败将比采用常规的投资策略更有可能受到降、离职的惩罚，而如果成功，也不会受到明确的奖励，不会明显地降低消极职业结果发生的概率，因此，除了度量非常规行为的三个解释变量之外，我们还考虑它们与虚拟变量 $(\alpha_{it} \geq 0)$ 和 $(\alpha_{it} < 0)$ 的交互作用项

的影响。此外，基金公司可能对从业经验丰富或具有良好声誉的经理做出更好的评价，因此，我们也加入了上述三个变量与经理年龄的交互作用项。仍然采用概率单位模型来进行分析，限于篇幅，只列出第一个解释变量的表达式，余者类似：

$$N_{it} = D_0 + D_1\alpha_{it} + D_2\alpha_{it-1} + D_3Age_{it} + D_4\alpha_{it}(Age_{it} - Age_0) + D_5SecDV_{it}(\alpha_{it} \geq 0) + D_6SecDV_{it}(\alpha_{it} < 0) + D_7SecDV_{it}(Age_{it} - Age_0)(\alpha_{it} \geq 0) + D_8SecDV_{it}(Age_{it} - Age_0)(\alpha_{it} < 0) + \epsilon_{it} \quad (6)$$

所有估计结果列于表 2。第 1 列给出了加入基金经理行业选择偏离度对其消极职业结果影响的估计量， $SecDV_{it}(Age_{it} - Age_0)$ 系数为负，且具统计显著性，意味着年轻的基金经理在行业选择上的标新立异比年长的经理面临降、离职的可能性更大。

表 2 第 2 列是考虑基金经理投资组合的非系统风险水平与平均水平有较大差异时的估计量。 $URDV_{it}(\alpha_{it} \geq 0)$ 的系数为负，而 $URDV_{it}(\alpha_{it} < 0)$ 的系数为正，但两者都几乎有统计显著性（其 p 值分别为 5.82% 和 7.08%），这说明，基金经理在非系统性风险水平上的冒险获得成功会得到奖赏，而一旦失败会显著提高消极职业结果的概率。 $URDV_{it}^*(Age_{it} - Age_0)(\alpha_{it} < 0)$ 的系数也几乎显著为负（ p 值为 6.71%），与前述相同，相对年长者，年轻的基金经理将为非常规行为付出更大的代价，因而，年轻的基金经理为了避免降、离职，遵从“羊群”行为方式的可能性更大，在选择投资组合时，更趋向于避免非系统性风险。

基金经理对市场走势——系统风险——判断上的与众不同对其职业结果的效应估计在表 2 第 3 列中列出，结果显示只有 $SRDV_{it}^*(Age_{it} - Age_0)(\alpha_{it} < 0)$ 的估计系数是几乎统计显著为负的（ p 值为 5.25%），这显示年轻经理在系统风险水平上的冒险成本同样比年长者高些。

综上所述可知，与年长的基金经理相比，年轻的基金经理采用大胆的投资策略失败后将受到更严厉的惩罚，基金公司对年轻的基金经理的考核时，不仅注重其业绩，而且还考虑其投资行为方式。因而，为了减小消极职业结果的概率，追随投资经验丰富的基金经理的投资策略将是年轻的基金经理的明智选择。

表 2 基金经理投资行为偏离大众行为的效应

| 解释变量 | 应变量:消极职业前景(N_{it}) | | |
|---|------------------------|----------------------|----------------------|
| | 1 | 2 | 3 |
| α_{it} | -381.199 (0.0670) | -311.310 (0.0903) | -366.217 (0.0396) |
| α_{it-1} | -4.292 (0.8918) | -68.276 (0.6361) | -40.208 (0.7712) |
| Age_{it} | 0.427 (0.0132) | 0.194 (0.0286) | 0.299 (0.0046) |
| $\alpha_{it}(Age_{it}-Age_{e0})$ | -2.738 (0.9624) | 9.767 (0.8450) | 1.775 (0.9754) |
| $SecDV_{it}(\alpha_{it} \geq 0)$ | -17.863 (0.4052) | <i>n. a.</i> | <i>n. a.</i> |
| $SecDV_{it}(\alpha_{it} < 0)$ | -6.171 (0.6010) | <i>n. a.</i> | <i>n. a.</i> |
| $SecDV_{it}^*(Age_{it}-Age_{e0})(\alpha_{it} \geq 0)$ | -10.106 (0.0126) | <i>n. a.</i> | <i>n. a.</i> |
| $SecDV_{it}^*(Age_{it}-Age_{e0})(\alpha_{it} < 0)$ | -7.400 (0.0116) | <i>n. a.</i> | <i>n. a.</i> |
| $URDV_{it}(\alpha_{it} \geq 0)$ | <i>n. a.</i> | -105.934 (0.0582) | <i>n. a.</i> |
| $URDV_{it}(\alpha_{it} < 0)$ | <i>n. a.</i> | 38.07 (0.0708) | <i>n. a.</i> |
| $URDV_{it}^*(Age_{it}-Age_{e0})(\alpha_{it} \geq 0)$ | <i>n. a.</i> | -19.599 (0.0671) | <i>n. a.</i> |
| $URDV_{it}^*(Age_{it}-Age_{e0})(\alpha_{it} < 0)$ | <i>n. a.</i> | 1.258 (0.5672) | <i>n. a.</i> |
| $SRDV_{it}(\alpha_{it} \geq 0)$ | <i>n. a.</i> | <i>n. a.</i> | -5.323 (0.2152) |
| $SRDV_{it}(\alpha_{it} < 0)$ | <i>n. a.</i> | <i>n. a.</i> | -0.892 (0.6721) |
| $SRDV_{it}^*(Age_{it}-Age_{e0})(\alpha_{it} \geq 0)$ | <i>n. a.</i> | <i>n. a.</i> | -2.351 (0.1004) |
| $SRDV_{it}^*(Age_{it}-Age_{e0})(\alpha_{it} < 0)$ | <i>n. a.</i> | <i>n. a.</i> | -1.196 (0.0525) |
| 常量 | -14.462 (0.0125) | -6.422 (0.0262) | -10.227 (0.0035) |

说明:括号内数字为估计系数的 p 值。

行为将面临更大的消极职业结果可能性,因而,我们估计年轻经理采取大胆行为的可能性更小些。本节,我们进一步检验基金经理会采取怎样的行动以避免消极职业结果,其实际投资行为是否产生了“羊群效应”。通过估计衡量基金经理非常行为的三个变量关于基金经理年龄、基金规模及其他控制变量的以下回归对此假设进行检验:

$$SecRDV_{it} = E_{10} + E_{11} Age_{it} + E_{12} \log(Fundsize_{it}) + E_{13} Y_{99} + E_{14} Y_{00} + E_{15} Y_{01} + \epsilon_{it} \quad (7)$$

$$URDV_{it} = E_{20} + E_{21} Age_{it} + E_{22} \log(Fundsize_{it}) + E_{23} Y_{99} + E_{24} Y_{00} + E_{25} Y_{01} + \epsilon_{it} \quad (8)$$

$$SRDV_{it} = E_{30} + E_{31} Age_{it} + E_{32} \log(Fundsize_{it}) + E_{33} Y_{99} + E_{34} Y_{00} + E_{35} Y_{01} + \epsilon_{it} \quad (9)$$

表 3 基金经理投资行为模式

| 解释变量 | 应变量 | | |
|-----------------------|-----------------------|-----------------------|-----------------------|
| | $SecDV_{it}$ | $URDV_{it}$ | $SRDV_{it}$ |
| 常量 | 0.044387 (0.0028) | 0.068419 (0.1545) | 0.240149 (0.1024) |
| Age_{it} | 0.00052 (0.0200) | 0.001355 (0.0309) | 0.001123 (0.0683) |
| $\log(Fundsize_{it})$ | 0.00539 (0.2280) | -0.004023 (0.7837) | 0.073907 (0.0162) |
| Y_{99} | -0.035276 (0.0000) | 0.008315 (0.7200) | -0.237003 (0.0283) |
| Y_{00} | -0.000431 (0.9251) | 0.076792 (0.0000) | -0.209963 (0.0382) |
| Y_{01} | -0.001116 (0.7349) | -0.009745 (0.3694) | -0.184372 (0.0640) |

说明:括号内数字为估计系数的 p 值。

回归的系数估计量及其精确概率值列于表 3。正如我们所料,在三种情况下,基金经理年龄的系数显著为正(p 值分别为 2%、3.09%和 6.83%),说明年轻的基金经理并不愿意采取大胆的投资行为,普遍抱着“只要不比别人差就行”的心态,倾向于跟风操作,这样,各基金的投资组合越来越相似,而基金的个性与风格也越来越模糊。显然,这种现象的存在对建立基金经理的市场形象与信誉,稳定基金的特色,稳定客户群,促进中国基金业的健康发展是极为不利的。

六 基金经理的实际投资行为是否反应了其面临的职业忧虑?

在上节中,我们发现相对于年长一些的基金经理,年轻经理选择远不同于基金业均值的行业比重、非系统风险水平或系统风险水平的非常规

七 中国基金经理的投资行为 为什么会出现“羊群效应”?

如上所述,作为“隐性激励”的职业忧虑对中国基金经理的总体影响并非是理论所分析的那样正面、积极,基金经理在投资决策中普遍存在“羊群效应”这一“机会主义”或“败德行为”,那么,基金经理相互模仿产生“羊群效应”的原因是什么?

职业(声誉)忧虑这一“隐性激励”只是委托—代理激励体系中的一个子系统,其有效解决激励问题是有严格的前提条件的:(1)委托—代理关系是长期的、多次的重复博弈。Kreps 和 Wilson (1982)指出,当只进行一次交易时,理性的参与者往往会采取“机会主义”行为,通过欺诈等手段来追求自身收益最大化,其结果只能是非合作博弈均衡,但当博弈重复多次时,参与者为了获取长期利益,通常会建立自己的“声誉”,合作博弈均衡就能够实现。(2)代理人工作绩效能够得到真实、有效的反映,否则,“浪得虚名”之类的错误声誉信息会导致激励约束机制的扭曲,职业(声誉)忧虑的激励约束作用将走向反面,而真正有能力的代理人的生产性行为反而得不到激励。(3)委托人监督机制完善,“机会主义”行为被发现的可能性很大,否则,代理人会存在严重的侥幸心理,偷懒、搭便车、耍花招等则是其对预期利益权衡之后的理性反应。

在中国基金业的发展过程中,基金经理相对频繁的更换速度是一大特点。频繁更换基金经理是基金应对业绩压力的常用手段,基金经理很容易成为基金业绩不佳的牺牲品。正是中国基金经理短期性、风险性的职业特点决定了他们在基金管理中不可能有长远预期。与此同时,我们也看到,中国基金普遍采用的是忽视个人的团队管理模式,许多基金经理的才华尚未得到充分施展,他们的业绩表现难以得到有效认可。最后,中国基金发展只有五年时间,无论从技术手段、法律法规的完善上,还是从公司治理结构来看,基金公司对基金经理投资行为的监管还远谈不上完善、有效。

由于职业(声誉)忧虑发挥作用的三个前提条

件无法得到满足,中国基金经理在投资行为中的“机会主义”和“败德行为”就无法避免,出现“羊群效应”也就不足为奇了。

八 结论和建议

(一)主要结论

通过前面的分析,可得出以下几个主要结论:

1. 基金当期业绩与基金经理面临消极职业结果的可能性负相关,但是前期的业绩对其影响并不显著;
2. 年龄也是影响基金经理职业结果的一个重要的决定因素,在同等业绩情况下,年龄越大,降、离职的概率越高;
3. 在业绩较差的情况下,大基金的基金经理面临消极职业结果的概率比小基金的经理小,而此种情况在大基金家族中更可能发生;
4. 相对于缺乏实践锻炼的基金经理,从业年限较长的基金经理在取得较差业绩后遭遇降、离职的可能性要小些;
5. 比之于年长的基金经理,年轻的基金经理有跟风、从众的投资倾向;
6. 从基金经理实际投资行为来看,年轻的基金经理在投资组合的行业选择和承担的风险水平上偏离平均标准的程度确实比年长的基金经理小,因而在年轻的基金经理群体中更容易产生“羊群效应”;
7. 职业忧虑的影响使得基金经理产生了“羊群效应”,导致基金经理的“败德行为”,基金经理面对职业忧虑的反应并非理论分析的那样正面、积极,而这一现象的产生是有深刻原因的。

(二)相关政策建议

为了正常发挥职业忧虑对基金经理的积极影响,有效避免基金管理中的“羊群效应”,调动基金经理的积极性,促进中国基金业的快速健康发展,我们根据前述分析提出以下相关建议:

1. 建立职业基金经理人登记管理制度。基金经理人的登记管理制度是经理人有管理基金资格的“准入”制度,主要包括三个方面的内容:(1)考察基金经理对于基金管理和市场知识的掌握情况;(2)对基金经理从业业绩的区别考察,比如,按不同业绩授予基金经理有差别的职称,对于业绩较差或有不良记录的人取消职业基金经理人资格等;(3)对进入市场的每一位基金经理要建立全面

的、真实的、连续的、公开的业绩档案记录、信用记录。

2. 培育完善、有效的职业基金经理市场。职业声誉对职业经理人员的激励约束作用是和经理市场的竞争选聘机制紧密相连的。在基金发起人的范围不断扩大和基金数量急剧增加的情况下,一个完善的有进入和退出机制的基金经理市场,有利于基金经理形成互相竞争的良性格局,有利于基金经理资源的有效配置。现阶段基金经理的职业化、市场化尤其要注意的是:基金经理市场应严格定位于中介机构,不应该有任何行政管理色彩,其职责是专司收集、提供基金经理人才信息,为供需双方相互选择提供服务,促进基金经理人才的流动。

3. 为培养合格、优秀的职业基金经理创造便利条件。国内基金业从整体上看还存在基金经理人才储备不足、专业素养亟待提高的问题,特别是随着基金公司数量的不断增加和基金品种的持续创新,国内优秀的基金经理将严重缺乏。因此,有关各方要根据业务发展的需要大力培养合格的基金经理人。基金经理的培养是项系统工程,保证基金经理具有长远预期是职业声誉发挥作用的基础,要不以一时成败论英雄,给基金经理大一点的生存空间。

4. 建立科学、客观、统一的基金经理评价体系。基金经理职业声誉的“质量”信息在很大程度上决定其发挥作用的有效性;这种信息的产生和传输都应该是准确无误的,只有根据准确的声誉信息对基金经理进行奖惩,才能体现职业忧虑的激励约束作用。因此,一套好的基金经理考核评价体系,应该能够对基金经理在基金管理过程中的努力或投入做出客观、准确的评价,真正发挥职业忧虑对基金经理长期化行为的激励作用,实现基金经理的优胜劣汰。

(三)本研究的不足之处

本文结论的可靠性可能会受到下面一些因素的影响:由于中国股票市场本身的特殊情况,沪深A股指数可能存在较大的失真现象;Grinblatt,

Mark 和 Titman(1989)认为,无论使用哪一个基准组合都存在着缺陷,只要对基准组合稍作改变,基金的业绩排序就会完全不同。因此,我们所定义的复合市场指数很难说是一个有效的比较基准;无风险收益率的选择仍有待商榷;国内基金业短暂的发展历程决定的数据量不足的客观实际,制约了计量结果的准确度。但是,尽管存在上述比较普遍的不利因素,本文的分析结论仍具有一定的参考价值,并有待时间的检验。

参考文献:

- 沈维涛、黄兴李(2001):《中国证券投资基金业绩的实证研究与评价》,《经济研究》第9期。
- Chevalier, Ellison. "Career Concerns of Mutual Fund Managers." *The Quarterly Journal of Economics*, 1999, pp. 389-432.
- Fama, Eugene F. "Agency Problems and the Theory of the Firm." *Journal of Political Economy*, LXXXVIII, 1980, pp. 288-307.
- Grinblatt, Mark and Titman, Sheridan. "Mutual Fund Performance: An Analysis of Quarterly Portfolio Holdings." *Journal of Business*, 62, 1989, pp. 393-416.
- Holmstrom, Bengt. "Managerial Incentive Problems - A Dynamic Perspective." *Essays in Economics and Management in Honor of Lars*, 1982, Wahlbeck.
- Kreps, D. and Wilson, R. "Reputation and Imperfect Information." *Journal of Economic Theory*, 27, 1982, pp. 253-279.
- Prendergast, Canice and Stole, Lars. "Impetuous Youngsters and Jaded Old-Timers: Acquiring a Reputation for Learning." *Journal of Political Economy*, CIV, 1996, pp. 1105-1134.
- Scharfstein, David S. and Stein, Jeremy C. "Herd Behavior and Investment." *American Economic Review*, LXXX, 1990, pp. 465-489.
- Trueman, B. "Analyst Forecasts and Herding Behavior." *Review of Financial Studies*, 1994, Vol. 7, pp. 97-124.
- Zwiebel, J. "Corporate Conservatism and Relative Compensation." *Journal of Political Economy*, 1995, Vol. 103, pp. 1-25.

(截稿:2003年10月 责任编辑:宋志刚)