

兼职基金经理能做得更好吗？

——基于中国基金行业的理论与实证研究

贾俊生¹ 林 树¹ 姚佩怡²

(1. 南京大学 商学院, 江苏 南京 210093; 2. 复旦大学 经济学院, 上海 200433)

摘要:在对基金经理行为影响基金绩效理论分析的基础上,采用风险厌恶二次效用函数结合风险中性线性效用函数刻画基金经理行为,模型推导结果发现,兼职基金经理会将大部分乃至全部精力投入于管理开放式基金,而忽略了封闭式基金的管理,兼职的开放式基金经理比专职开放式基金经理业绩好。模型结论得到经验数据的部分验证,即没有足够的证据表明兼职管理中的封闭式基金绩效比专职管理中的封闭式基金绩效更差。兼职管理的开放式基金绩效比专职管理的开放式基金绩效更好。研究结论对于基金公司人员配置、投资者选择基金等方面有重要借鉴意义。

关键词: 基金经理; 兼职经理; 绩效; 开放式基金; 封闭式基金

中图分类号: F830.39 文献标识码: A 文章编号: 1671-9301(2016)05-0089-11

DOI:10.13269/j.cnki.ier.2016.05.009

一、引言

自1998年以来我国基金行业不断快速发展,基金规模不断壮大,到2015年底,我国基金的资产净值共8 856.69亿元,其中封闭式基金1 623.50亿元,开放式基金6 945.19亿元。与封闭式基金相比,开放式基金最大的特点是在基金存续期内投资者可以随时进行申购赎回。开放式基金的“开放性”带来的流动性风险和基金业绩问题已成为诸多经济学家重点关注的焦点。

基金是一个以专业知识提供服务的行业。基金经理是基金的“大脑”,决定着基金的投资决策,其投资更专业、信息获取的能力更强,从而能够帮助投资者获得最大化收益。一个优秀的基金经理,不仅吸引更多的投资者参与购买基金,还能够提升基金业绩^[1]。事实上,基金经理是基金公司的核心人力资本,基金经理作为管理基金的主体,其对于市场的把握能力、资产配置能力直接影响基金绩效,基金业绩的好坏与基金经理的特征与努力程度有着直接关系。因此,基金经理对于基金绩效有着决定性影响^[2]。近年来,由于我国共同基金业发展迅猛,基金经理人才供给速度难以跟上,兼职情况越来越普遍,我国共同基金业中进行兼职的基金经理业绩如何?同时管理开放式和封闭式基金的基金经理(即兼职基金经理)与专职开放式基金经理、专职封闭式基金经理的绩效是否存在明显差异?上述现象将对于基金公司人员、投资者决策有何影响?对于上述问题的研究,不仅可以了解基金公司的人力资源配置,对厘清基金投资者对基金产品的选择关系等也有一定的理论参考意义。

本文结构安排如下:第二部分为文献综述;第三部分为兼职的开放式基金经理比专职开放式基

收稿日期:2016-08-08;修回日期:2016-08-30

作者简介:贾俊生(1981—),男,江苏连云港人,南京大学经济学院博士研究生,研究方向为货币金融;林树(1978—),男,江苏南京人,南京大学管理学院教授,研究方向为资本市场与机构投资者;姚佩怡(1991—),女,复旦大学经济学院硕士研究生。

基金项目:国家自然科学基金项目(71372030)

基金经理业绩好的理论分析;第四部分为数据的说明与描述性统计;第五部分为模型的设定、变量的选取及实证结果与分析;最后为结论和政策建议。

二、综述

近年来,学术界已经有众多研究聚焦于基金经理特征对基金业绩的影响。然而国内外的研究对此并没有得出统一的结论。Gruber^[3]发现美国积极管理型基金的平均业绩表现不如市场指数。与之相反, Lee and Rahman^[4]研究证明,部分基金经理具有超乎平均水平的宏观预测市场的能力,继而能够实现超常收益。因此,基金经理的专业技能可以赚得超额收益^[5]。对于国内基金经理与基金业绩关系,已有不少学者涉及。例如,张美霞^[6]重点研究2000—2005年期间基金经理变更的情况,结果表明,基金绩效在更换基金经理之后并没有明显的提高。任颢、邵景丽^[7]选取2003—2010年各类型基金作为研究样本,并控制了基金属性以及经理人的个人特征等变量,就基金经理更替对基金业绩的影响进行了较为全面的研究,结果表明,基金经理更替频率对基金风险收益和择时能力没有显著影响,但对选股能力有正向影响。赵秀娟、汪寿阳^[8]从行为金融学的角度对我国基金经理的个人特征和投资绩效进行了透视和探讨,并实证研究了我国基金经理的个人特性与基金业绩的相关性。陈利亚、邓超^[9]认为,增聘基金经理不但不能够提高基金的业绩,反而会导致基金业绩下降。他们发现增聘基金经理就意味着增加基金管理费用,因而基金管理公司进行的增聘基金经理的行为并不理性。彭文平、肖继辉^[10]研究表明,一方面基金经理升职后,继任经理会改变投资风格,从而使得业绩能够保持,而另一方面在降职之后,继任经理的投资风格和资产配置都发生了显著的变化,从而使得基金业绩在不增加投资组合风险的前提下得以改善。代昀昊^[11]从人力资源角度考察团队与个人基金经理对基金特征的影响作用,发现团队管理能够使基金具有更低的行业集中度,但团队管理的基金并不能在当期以及未来获得更高的收益。廖长友^[12]运用Grinblatt和Titman提出的GT指标在对积极管理的股票型基金的研究表明,基金经理对行业的主动选择并未带来更高的超额收益,基金经理整体上并不具有行业选择能力。但此后,廖海波^[13]发现确实有一部分基金是靠经理高超的技能而非运气好获得超额收益的,同时也有部分基金是因为经理的技能不佳导致业绩落后于市场。

已有研究大都从基金经理本身客观性特征或外在工作环境及制度等探讨对其所管理的基金业绩如何影响。除此之外,基金经理的精力分配与努力程度是影响业绩的重要主观性因素。对这一角度, Nohel *et al.*^[14]曾对同时管理共同基金和对冲基金的兼职基金经理(Side-by-side manager)与专职管理共同基金或对冲基金的基金经理的绩效进行对比研究检验,结果发现兼职基金经理管理下的共同基金表现优于其他共同基金,而兼职经理管理的对冲基金并没有明显优于其他对冲基金。Agarwal *et al.*^[15]发现基金经理兼职管理后,原来基金的业绩会下降而新加入基金的业绩会得到提高。另外,彭文平等^[16]也发现兼职基金经理存在明显的业绩转移现象,以牺牲老基金为代价,将业绩转移给新基金。

综上所述,现有文献的研究大多数集中在基金经理自身特征和外在环境与业绩的关系上,关于兼职经理的研究也主要利用经验数据进行结果性检验。考虑到,基金经理精力分配与努力程度这一变量难以度量,本文将遵循个人效用最大化的原则。笔者将通过理论分析对基金经理兼职行为建立经济模型,对基金经理行为特征进行研究,以求解其在均衡时的行为选择,并结合经验数据进行实证检验。本文结果可以为基金经理兼职与否与业绩的关系提供新的理论支持。

三、兼职基金经理行为的经济模型

我们以风险厌恶二次效用函数结合风险中性线性函数,最大化基金经理效用,以求解其在均衡时的行为选择,为后续实证检验假设提供理论支撑。

1. 模型假设

(1) 每个基金经理的才能和精力是无差别的、有限的,其上限设为1。基金经理在实际管理基金过程中,可以将全身心的精力和才能投入,也可以只发挥其中一部分的精力和才能,而将其余精力花

费在休闲娱乐上。

(2) 基金当期绩效与基金经理当期的努力程度相关。当基金经理管理封闭式基金时,设基金经理的精力投入是 $\alpha(0 \leq \alpha \leq 1)$,则与基金经理相关的收益率为 $f_1(\alpha)$;同理,当基金经理管理开放式基金时,其精力投入是 $\beta(0 \leq \beta \leq 1)$,则与基金经理相关的收益率为 $f_2(\beta)$ 。而在此处为了简化起见,将上述函数设为 $f_1(\alpha) = m_1 \alpha$, $f_2(\beta) = m_2 \beta$, $0 < m_1 < m_2$ ^①。

(3) 基金经理当期的休闲娱乐占总时间的比例为 γ 时,其效用收益为 $U_r(\gamma)$, $U_r(\gamma)$ 是在 $[0, 1]$ 上的增函数。基金经理在衡量休闲娱乐的效用时,和普通人一样,是风险厌恶型的,在此处将其效用函数设为 $U_r(\gamma) = a + b\gamma + c\gamma^2$,其中 $b > 0$, $c < 0$, a 任意。

(4) 当基金经理被基金公司由专职调任至兼职时,会萌生出被重视的感觉,他会感到自身的能力得到了肯定,因此,其在工作过程中处于一种被激励、被重视的光环之下,从而兼职基金经理的效率会有一些的提高,即使在相同的精力分配下,其对于基金绩效提高的边际贡献率较之于专职阶段会有一些的提高,与基金经理相关的封闭式基金收益率和开放式基金收益率分别是 $f_3(\alpha) = m_3 \alpha$, $f_4(\beta) = m_4 \beta$,其中 $0 < m_1 < m_2 < m_3 < m_4$ 。

(5) 基金当期绩效同样与市场表现有关,市场当期收益率服从正态分布,设为 $k \sim N(\mu, \sigma^2)$ 。

(6) 基金经理的工资是由当期末基金资产提取固定比例作为报酬,其比例设为 p 。

(7) 在当期初,各类基金的资产均为1。

(8) 由于基金经理在管理基金过程中,是采用他人的财产来赚取自身的利益,故其对于这部分收益并非风险规避型,而是风险中性。

(9) 基金经理当期所获得的效用为其所赚取管理费所带来的效用和休闲所带来的效用之和,即: $U = U_w + U_r$ 。其中, U_w 表示基金经理工作得到奖金所赚取的效用, U_r 表示基金经理休闲娱乐带来的效用^②。

2. 模型构造与推导

(1) 专职封闭式基金经理与专职开放式基金经理的精力配置

对于专职封闭式基金经理来说,设其将 α 的精力分配在管理封闭式基金上, $1 - \alpha$ 的精力用于休闲娱乐,则总效用方程如下所示:

$$U = U_w + U_r$$

$$\text{而 } U_w = p(1 + f_1(\alpha) + k) = p(1 + m_1 \alpha + k), U_r = a + b(1 - \alpha) + c(1 - \alpha)^2$$

$$\text{故 } U = U_w + U_r = p(1 + m_1 \alpha + k) + a + b(1 - \alpha) + c(1 - \alpha)^2$$

而基金经理做决策时,希望最大化其效用的期望值,即 $\max(E(U))$ 。

$$EU = E(p(1 + m_1 \alpha + k) + a + b(1 - \alpha) + c(1 - \alpha)^2) = p + m_1 p \alpha + p \mu + a + b(1 - \alpha) + c(1 - \alpha)^2$$

$$\text{令上式一阶导为0,得出: } \alpha^* = \frac{2c - m_1 p + b}{2c}$$

当 $0 \leq \frac{2c - m_1 p + b}{2c} \leq 1$ 时,即 $m_1 p \leq b \leq m_1 p - 2c$ 时, α^* 为基金经理配置在基金管理上的最优精力比例,同时其将花费 $1 - \alpha^*$ 的精力用于娱乐。当 $\frac{2c - m_1 p + b}{2c} \geq 1$ 时,专职封闭式基金经理的最优选择是将所有精力投入在封闭式基金的管理上。

对于专职开放式基金经理来说,设其将 β 的精力分配在管理开放式基金上, $1 - \beta$ 的精力用于休闲娱乐,总效用方程为:

$$U = U_w + U_r = p(1 + m_2 \beta + k) + a + b(1 - \beta) + c(1 - \beta)^2$$

与封闭式基金经理做决策的原则一致 $\max(E(U))$ 。对函数 $E(U)$ 求一阶导,有:

$$\beta^* = \frac{2c - m_2 p + b}{2c}$$

当 $0 \leq \frac{2c - m_2 p + b}{2c} \leq 1$ 时,即 $m_2 p \leq b \leq m_2 p - 2c$ 时 β^* 为基金经理配置在基金管理上的最

优精力比例,同时其将花费 $1 - \beta^*$ 的精力用于娱乐。当 $\frac{2c - m_2 p + b}{2c} \geq 1$ 时,专职开放式基金经理的最优选择是将所有精力投入在开放式基金的管理上。

(2) 兼职基金经理的精力配置

与专职开放式基金经理、封闭式基金经理不同,兼职基金经理需要同时管理两种基金。假设其将 α 的精力分配在管理封闭式基金上,将 β 的精力分配在管理开放式基金上,其余精力分配于休闲娱乐上,则有:

$$U = U_w + U_r = p(1 + m_3 \alpha + k) + p(1 + m_4 \beta + k) + a + b(1 - \alpha - \beta) + c(1 - \alpha - \beta)^2$$

$$EU = E(p(1 + m_3 \alpha + k) + p(1 + m_4 \beta + k) + a + b(1 - \alpha - \beta) + c(1 - \alpha - \beta)^2)$$

$$= 2p + pm_3 \alpha + pm_4 \beta + 2p\mu + a + b(1 - \alpha - \beta) + c(1 - \alpha - \beta)^2$$

对 α β 分别求一阶偏导,则有:

$$2c(1 - \alpha - \beta) = pm_3 - b$$

$$2c(1 - \alpha - \beta) = pm_4 - b$$

由于 $0 < m_3 < m_4$,上述方程组无解。则其最大效用值只能从边界处寻找。即为如下三种情况之一:

第一 $\alpha = 0$,即基金经理将精力分配在管理开放式基金和休闲娱乐上,而并不管理封闭式基金,此时 $EU = 2p + pm_3 \alpha + pm_4 \beta + 2p\mu + a + b(1 - \alpha - \beta) + c(1 - \alpha - \beta)^2 = 2p + pm_4 \beta + 2p\mu + a + b(1 - \beta) + c(1 - \beta)^2$,令该式一阶导为0,有 $\beta^* = \frac{2c - m_4 p + b}{2c}$ 。

第二 $\beta = 0$,即基金经理将精力分配在管理封闭式基金和休闲娱乐上,而并不管理开放式基金,此时 $EU = 2p + pm_3 \alpha + pm_4 \beta + 2p\mu + a + b(1 - \alpha - \beta) + c(1 - \alpha - \beta)^2 = 2p + pm_3 \alpha + 2p\mu + a + b(1 - \alpha) + c(1 - \alpha)^2$,令该式一阶导为0,有 $\alpha^* = \frac{2c - m_3 p + b}{2c}$ 。

第三 $\alpha + \beta = 1$,即基金经理将精力分配在管理开放式基金和封闭式基金上,此时 $EU = 2p + pm_3 \alpha + pm_4 \beta + 2p\mu + a + b(1 - \alpha - \beta) + c(1 - \alpha - \beta)^2 = 2p + pm_3 \alpha + pm_4 \beta + 2p\mu + a$ 。当 $\alpha = 0$, $\beta = 1$ 时,即基金经理将所有精力花费在管理开放式基金上,效用最高。

第一、第二种情况相比,由于 $0 < m_3 < m_4$,两者的效用函数除了线性部分之外无差别,因此第一种情况的效用必然大于第二种情况中的效用值,所以基金经理的均衡选择必然在第二和第三种情况之中,即兼职基金经理或将精力分配在管理开放式基金和休闲娱乐上,或将所有精力花费在管理开放式基金上。

3. 模型结论与假设提出

(1) 对于封闭式基金来说,如若处于兼职管理中,兼职基金经理并不会将精力投放在其管理上 ($\alpha = 0$),此时封闭式基金绩效为 $E(1 + m_1 \alpha + k) = 1 + \mu$ 。专职封闭式基金经理或将 $\alpha^* = \frac{2c - m_1 p + b}{2c}$ 的精力投入到封闭式基金管理上(若 $0 \leq \frac{2c - m_1 p + b}{2c} \leq 1$) ,在该种情况下,封闭式基

金的绩效为 $E(1 + m_1 \alpha^* + k) = 1 + m_1 \frac{2c - m_1 p + b}{2c} + \mu > 1 + \mu$; 或将全部的精力投入到封闭式基

金管理上(若 $\frac{2c - m_1 p + b}{2c} \geq 1$) ,此时封闭式基金的绩效为 $E(1 + m_1 \alpha^* + k) = 1 + m_1 + \mu > 1 + \mu$;故兼职管理中的封闭式基金绩效比专职管理中的封闭式基金绩效更差。

(2) 对于开放式基金来说 ,若 $0 \leq \frac{2c - m_2 p + b}{2c} \leq \frac{2c - m_4 p + b}{2c} \leq 1$,专职开放式基金经理将 $\frac{2c - m_2 p + b}{2c}$ 的精力放在开放式基金管理上 ,而兼职开放式基金经理将 $\frac{2c - m_4 p + b}{2c}$ 的精力放在开放式基金管理上 ,此时兼职开放式基金的绩效将高于专职开放式基金(开放式基金绩效与精力投入线性正相关) ;若 $0 \leq \frac{2c - m_2 p + b}{2c} \leq 1 \leq \frac{2c - m_4 p + b}{2c}$,专职开放式基金将 $\frac{2c - m_2 p + b}{2c}$ 的精力放在开放式基金管理上 ,而兼职开放式基金经理将所有精力放在开放式基金管理上 ,此时兼职开放式基金的绩效将高于专职开放式基金 ;若 $1 \leq \frac{2c - m_2 p + b}{2c} \leq \frac{2c - m_4 p + b}{2c}$,两类基金经理均将所有精力放在开放式基金上 ,专职管理中的基金绩效为 $p + m_2 p + p\mu + a$,兼职管理基金的绩效为 $p + m_4 p + p\mu + a$,此时前者仍然小于后者。故兼职管理中的开放式基金绩效比专职管理中的开放式基金绩效更好。

通过上述模型的推导 ,可以发现 ,兼职基金经理会将精力大部分投放于所管理的开放式基金上 ,而忽略了同时管理的封闭式基金的绩效。

基于上述模型的结论 ,本文提出如下两个假设 ,并利用经验数据进行检验 :

假设 1: 兼职基金经理在权衡两种基金收益的过程中 ,为了从开放式基金中获取更多利益 ,将花费更多的精力在开放式基金管理上 ,从而忽略了封闭式基金的管理 ,故有兼职管理中的封闭式基金绩效表现比专职管理中的封闭式基金更差。

假设 2: 与封闭式基金相比 ,开放式基金可以通过吸引更多净申购以扩大规模 ,从而基金经理可从中获取更多的收益 ,且在兼职过程中 ,基金经理感到更加被重视、工作效率更高 ,因此 ,兼职开放式基金经理愿意花费更多的时间管理开放式基金 ,故兼职管理中的开放式基金绩效表现比专职管理中的开放式基金更好。

四、数据说明和统计性分析

1. 数据来源

本次研究选取 1998—2012 年所有上市基金及其基金经理的数据。基金经理名单主要通过中国基金网获得 ,在个别基金经理数据缺失的情况下 ,通过 WIND 数据库和大智慧相关基金信息补充获得。基金收益率^③大部分来源于 WIND 数据库 ,基金换手率、申购和赎回数据主要来源于 CCER 数据库 ,而关于基金投资特征和分类(属于开放式基金还是封闭式基金)以 WIND 数据库中的分类为主要标准 ,同时参考中国基金网和大智慧相关基金信息。通过简历筛选判断同名者是否为同一人 ,将整理后名单作为本次研究的基金经理池 ;然后以基金经理为研究单位 ,查找其管理各基金的任期。如若同一人管理开放式基金和封闭式基金的任期时间段有重叠 ,则将该经理在重叠任期内视作兼职经理 ,其作为兼职经理的任期开始日期以开始担任封闭式基金经理和开放式基金经理日期的较晚者为准 ,结束日期则以离任封闭式基金经理和开放式基金经理日期的较早者为准。如若基金经理不存在兼职任期 ,则按照其管理基金的性质 ,划入开放式基金经理或封闭式基金经理对照组中。包括已摘牌的基金、已封转开的基金等 ,但剔除成立不满半年的基金和基金经理任期少于一个季度的数据。

本文共搜集整理了 1 345 名基金经理自 1998 年第二季度至 2012 年第四季度期间管理基金的数

据。这 1 345 名基金经理在这十余年间共参与管理基金 1 417 个,供职于 70 家基金管理公司。本文研究的基金种类分布情况如表 1。

针对 13 种开放式基金,本文随机选取了普通股票型基金、平衡混合型基金、保本型基金、货币市场型基金,考察自 2002 年以来各季度四种基金超额收益率的变化趋势,结果发现,四种开放式基金超额收益率随着时间的变化而波动。同时,四种开放式基金超额收益率在 2006 年第三、四季度达到低谷,2007—2008 年期间达到峰值。其中,普通股票型基金和平衡混合型基金的超额收益率波动趋势较为稳定,基本控制在 $[-0.1, 0.1]$ 之间,最高值均在 0.15% 左右,最小值均在 -0.2% 左右;而保本型基金和货币市场型基金超额收益率波动幅度更为剧烈,其中,保本型基金超额收益率的取值范围为 $[-0.28, 0.23]$,货币市场型基金超额收益率控制在 $[-0.56, 0.38]$ 。

2. 描述性统计

表 2 为兼职管理中的开放式基金和封闭式基金的各项指标,由表 2 可知以下结论:

(1) 从净资产总值看,兼职管理中的开放式和封闭式基金的净资产规模平均值均低于所有开放式和封闭式基金,但前者中位数高于所有基金,后者中位数低于所有基金。(2) 兼职管理中的开放式基金的基金托管费率和销售服务费率与其他基金相近,但基金管理费率平均值和中位数分别高于和低于总体水平。而兼职管理中的开放式基金的基金托管费率、基金管理费率和销售服务费率与其他封闭式基金并不存在明显差异。(3) 就基金成立年限来看,兼职管理中的开放式基金成立年限平均值远远低于总体水平,说明兼职管理中的开放式基金较“年轻”;而兼职管理中的封闭式基金成立平均年限更短,这在一定程度上说明兼职管理往往发生在那些近期成立的封闭式基金上。

表 3 为开放式基金和封闭式基金绩效的描述性统计,由表 3 可知:(1) 兼职管理中的开放式基金和封闭式基金超额收益率的平均值和中位数均高于其他基金。(2) 专职管理中开放式基金具有更大的极大值和更小的极小值,其波动性较大。(3) 专职管理中的封闭式基金具有更大的极大值,但兼职管理中的封闭式基金具有更小的极小值。

表 4 中选取了 Anova F 检验、调整的卡方检验和列温尼检验(Levene)三种方法来检验两类基金

表 1 基金种类分布情况

基金种类	基金数目	基金经理数目
普通股票型基金	334	565
被动指数型基金	165	138
增强指数型基金	24	47
短期纯债型基金	5	8
中长期纯债型基金	35	36
混合债券型一级基金	123	129
混合债券型二级基金	141	139
偏股混合型基金	145	403
偏债混合型基金	18	90
平衡混合型基金	24	114
QDII 基金	70	96
保本型基金	36	58
货币市场型基金	120	180
封闭式基金	177	370
合计	1 417	—

注:由作者整理。

表 2 兼职管理中的开放式基金和封闭式基金指标数据

	兼职管理中的基金	开放式所有基金	兼职管理中的基金	封闭式所有基金
净资产总值(百万元)	1 842.27	2 217.66	968.76	1 117.82
基金托管费率(%)	798.86	699.74	356.73	647.50
基金托管费率(%)	0.19	0.21	0.21	0.22
基金托管费率(%)	0.20	0.20	0.22	0.22
基金托管费率(%)	0.81	1.06	0.97	0.99
基金托管费率(%)	0.70	1.20	1.00	1.00
销售服务费率(%)	0.09	0.05	0.03	0.03
销售服务费率(%)	0.00	0.00	0.00	0.00
基金成立年限	2.54	3.14	2.18	2.90
基金成立年限	2.00	2.00	1.00	1.00

注:上述指标为开放式基金和封闭式基金在 2012 年 12 月 31 日的情况。

表 3 开放式基金和封闭式基金绩效描述性统计

	开放式超额收益		封闭式超额收益	
	专职管理中的开放式基金	兼职管理中的开放式基金	专职管理中的封闭式基金	兼职管理中的封闭式基金
平均值	0.006 527	0.016 802	0.016 005	0.025 663
中位数	0.023 895	0.030 070	0.006 652	0.018 502
极大值	0.182 708	0.148 219	0.252 516	0.230 617
极小值	-0.284 671	-0.213 492	-0.189 185	-0.203 776
标准差	0.083 175	0.063 358	0.089 281	0.082 492

经理所管理基金超额收益是否存在明显差异。三组检验均表明,无论是开放式基金还是封闭式基金,兼职基金经理的绩效并没有显著高于专职基金经理。

五、实证分析

1. 回归模型

(1) 封闭式基金绩效回归模型

$$\alpha_{i,t} = b + a_1(\text{Side-by-Side})_{i,t} + a_2(\text{Log(TNA)})_{i,t-1} + a_3(\text{Log(FamilyTNA)})_{i,t-1} + a_4(\text{Log(Age)})_{i,t-1} + a_5(\text{CustodianfeeRatio})_{i,t} + a_6(\text{ExpenseRatio})_{i,t} + a_7(\text{ServicefeeRatio})_{i,t} + a_8(\text{TurnoverRatio})_{i,t-1} + (\text{Time fixed effects}) + \varepsilon_{i,t}$$

因变量: $\alpha_{i,t}$ 表示基金在某个季度时间段的超额收益率,即基金 i 在 t 季度的收益减去本季度上证指数的收益率。

自变量: Side-by-Side 为虚拟变量,当封闭式基金处于兼职管理中时, Side-by-Side = 1,反之则为 0。

控制变量: $\text{Log(TNA)}_{i,t-1}$ 表示封闭式基金上季末净资产的对数值; $\text{Log(FamilyTNA)}_{i,t-1}$ 代表基金所在的基金公司上季末净资产的对数值; $\text{Log(Age)}_{i,t-1}$ 表示截至上一季度基金已经成立的年限的对数值; $(\text{CustodianfeeRatio})_{i,t}$ 表示基金本期托管费率, $(\text{ExpenseRatio})_{i,t}$ 表示基金管理费用率, $(\text{ServicefeeRatio})_{i,t}$ 表示基金本期销售服务费率, $(\text{TurnoverRatio})_{i,t-1}$ 表示上一期基金的换手率, Time fixed effects 表示所在季度对于基金收益率的影响, $\varepsilon_{i,t}$ 为随机扰动项。

(2) 开放式基金绩效回归模型

$$\alpha_{i,t} = b + a_1(\text{Side-by-Side})_{i,t} + a_2(\text{Log(TNA)})_{i,t-1} + a_3(\text{Log(FamilyTNA)})_{i,t-1} + a_4(\text{Log(Age)})_{i,t-1} + a_5(\text{CustodianfeeRatio})_{i,t} + a_6(\text{ExpenseRatio})_{i,t} + a_7(\text{ServicefeeRatio})_{i,t} + a_8(\text{PurchaseRedemptionRatio})_{i,t-1} + (\text{Time fixed effects}) + (\text{Style fixed effects}) + \varepsilon_{i,t}$$

因变量: $\alpha_{i,t}$ 为基金在某个季度的超额收益率,即基金 i 在 t 季度的收益减去本季度上证指数的收益率。

自变量: Side-by-Side 是虚拟变量,当开放式基金处于兼职管理中时, Side-by-Side = 1,反之则为 0。

控制变量: $\text{Log(TNA)}_{i,t-1}$ 为开放式基金上季末净资产的对数值; $\text{Log(FamilyTNA)}_{i,t-1}$ 为基金所在的基金公司上季末净资产的对数值; $\text{Log(Age)}_{i,t-1}$ 代表截至上一季度基金已经成立的年限的对数值; $(\text{CustodianfeeRatio})_{i,t}$ 代表本期基金托管费率; $(\text{ExpenseRatio})_{i,t}$ 代表本期基金管理费用率; $(\text{ServicefeeRatio})_{i,t}$ 代表基金本期销售服务费率; $(\text{PurchaseRedemptionRatio})_{i,t-1}$ 表示上一期基金的申购赎回率,用上期基金申购额/基金赎回额,小于 1 则表示基金上期发生净赎回,大于 1 则表示基金上期发生净申购; Time fixed effects 表示所在季度对于基金收益率的影响; Style fixed effects 表示基金投资类型对于基金收益率的影响,为虚拟变量,用以控制不同开放式基金的某一种基金, $\varepsilon_{i,t}$ 为随机扰动项。

2. 回归结果

从表 5 的回归结果看,对于封闭式基金, Side-by-Side 这一变量对基金的超常收益无显著影响,解释性不强,即使剔除特殊类型的分级式基金后这一结果仍然不变。封闭式基金经理兼职对于封闭式基金的绩效只有并不显著的负影响,并没有充分的数据支持假设 1 成立。这可能是由多方面原因造成的,首先由于我国封闭式基金的数目不多,并且其数量随着年份的推移而逐渐减少;其次,本次研究中是以季度为频率的数据,其中剔除了部分任职期限小于一个季度的观测样本点,因而导

表 4 兼职/专职开放式基金和封闭式基金经理序列组齐性检验

检验名称	开放式基金超额收益	封闭式基金超额收益
Anova F-test	0.412 403 (0.522 5)	0.299 106 (0.585 7)
调整的卡方检验	0.046 537 (0.829 2)	0.242 657 (0.622 3)
列温尼检验(Levene)	1.397 020 (0.240 6)	0.555 700 (0.457 8)

致此回归模型中的有效样本数较少。

对于开放式基金,从回归表中可以看出,基金经理是否兼职对于开放式基金绩效有着显著影响。兼职对开放式基金绩效有着正向显著影响,即开放式基金如果是兼职基金经理在管理,则其绩效更好。即使剔除货币市场型基金与 QDII 基金之后,此正向显著影响仍然存在。由此可以看出,实证数据的结果验证了模型结论部分的假设 2,即兼职管理的开放式基金绩效表现比专职管理中的开放式基金更好。

表 5 超常收益回归结果

	封闭式基金		开放式基金	
	所有基金	剔除分级基金	所有基金	剔除货币市场型和 QDII 基金
Side-by-SideIndicator	-0.004 314 (0.339 8)	-0.005 331 (0.227 2)	0.010 248 *** (0.000 8)	0.006 395 ** (0.023 1)
Log(TNA) _{<i>i,t-1</i>}	0.001 293 (0.723 3)	-0.000 422 (0.916 2)	-0.012 433 *** (0.000 0)	-0.008 224 *** (0.000 0)
Log(FamilyTNA) _{<i>i,t-1</i>}	0.009 304 * (0.070 4)	0.009 972 * (0.064 4)	0.011 455 *** (0.000 0)	0.009 208 *** (0.000 0)
Log(Age) _{<i>i,t-1</i>}	0.001 116 (0.784 5)	-0.001 487 (0.735 0)	0.000 102 (0.955 2)	-0.002 308 (0.164 6)
(CustodianfeeRatio) _{<i>i,t</i>}	0.130 474 (0.439 2)	0.054 170 (0.766 3)	0.029 380 (0.650 8)	0.076 561 (0.221 7)
(ExpenseRatio) _{<i>i,t</i>}	-0.043 240 *** (0.000 3)	-0.024 169 * (0.069 9)	-0.003 849 (0.680 5)	-0.006 927 (0.466 4)
(ServicefeeRatio) _{<i>i,t</i>}	0.106 401 *** (0.001 9)	0.229 051 * (0.094 8)	-0.0057 21 (0.515 5)	0.030 061 *** (0.000 2)
(TurnoverRatio) _{<i>i,t-1</i>}	-0.000 332 *** (0.000 0)	-0.000 326 *** (0.000 0)		
(PurchaseRedemptionRatio) _{<i>i,t-1</i>}			1.11E-09 (0.802 2)	1.25E-09 (0.745 7)
Timefixedeffects	Included	Included	Included	Included
Style fixed effects			Included	Included
AdjR ²	0.501 886	0.532 860	0.536 117	0.536 365
<i>n</i>	2 611	2 335	13 182	11 726

注:***、**、* 分别表示在 1%、5% 和 10% 的统计水平下显著,括号内为 p 值。

3. 稳健性检验

由于基金经理是否为兼职经理是内生虚拟变量,影响其选择的因素有很多,本文假设影响因素与经理人的托管费用以及上一季度基金已经成立季度数有关,因此,下文将运用处理效应模型对开放式基金绩效回归模型和封闭式基金绩效回归模型进行稳健性检验。在进行回归之前,我们将对上一季度基金已经成立的年限的对数值和本期基金托管费率进行处理。具体处理如下,首先对这两个变量取均值,若上一季度基金已经成立的年限的对数值和本期基金托管费率均高于各自均值,则用 1 表示;若低于均值,则用 0 表示。处理效应模型回归结果如表 6。

对比表 5、表 6 可得如下结论:

第一,从开放式基金经理的选择性行为来看,处理效应模型中基金经理是否兼职对开放式基金绩效有显著的促进作用,但其系数为 0.005 4,小于表 5 中的系数。这有可能是因为上一季度基金已经成立的年限和本期基金托管费率对基金经理是否兼职呈显著负向影响有关。也就是说,上一季度基金已经成立的年限和本期基金托管费率的提高会减少基金经理选择兼职的动机,从而降低开放式基金绩效。

第二,从封闭式基金经理的选择性行为来看,处理效应模型中基金经理是否兼职对封闭式基金绩效仍然没有显著性影响,但上一季度基金已经成立的年限和本期基金托管费率的提高分别对基金经理的选择行为产生积极作用和阻碍作用。本期基金托管费率对封闭式基金经理是否兼职产生阻碍作用而对开放式基金管理者是否兼职产生积极作用的原因可能是由于两种基金模式的经营管理

的方式存在差别。

表 6 超常收益处理效应回归

	开放式所有基金		封闭式所有基金	
	系数值	P 值	系数值	P 值
cons	0.419 2***	0.000	-0.537 6	0.711
Side-by-SideIndicator	0.005 4***	0.000	-0.001 1	0.161
Log(TNA) _{i,t-1}	-0.044 1***	0.000	0.022 6*	0.091
Log(FamilyTNA) _{i,t-1}	0.064 0**	0.021 1	0.028 5***	0.000
(ServicefeeRatio) _{i,t}	-0.008 7	0.223	0.118 9*	0.075
(PurchaseRedemptionRatio) _{i,t-1}	0.014 4***	0.000		
(ExpenseRatio) _{i,t}			-0.040 7***	0.000
(TurnoverRatio) _{i,t-1}			-0.052 0***	0.005
Side - by - SideIndicator				
Log(Age) _{i,t-1}	-0.044 7***	0.000	0.056 0***	0.000
(CustodianfeeRatio) _{i,t}	-0.030 4***	0.000	-0.030 1***	0.000
cons	-0.157 5***	0.000	0.176 6	0.000
lambda	1 897.424***	0.000	-76.455	0.113
rho	0.633		0.730	
sigma	2 998.863		588.843	
R2	0.722		0.761	
Log likelihood	-1 266.896		-1 107.642	
LR chi2(1)	421.620	0.000	831.650	0.000
Wald chi2(5)	306.890	0.000	237.990	0.000
n		13 724		2 485

注:***、**、* 分别表示在 1%、5% 和 10% 的统计水平下显著。

第三,从开放式基金影响基金绩效的其他因素来看,上一期期末的基金净资产、上一期期末的基金公司净资产和上一期基金的申购赎回率均通过至少 5% 的显著性检验水平,且其对基金绩效的影响方向与表 5 中一致。同时,基金本期销售服务率对基金绩效影响不显著。

第四,从封闭式基金影响基金绩效的其他因素来看,上一期期末的基金公司净资产、本期基金管理费率率和上一期基金的换手率均在至少 10% 的显著性水平下通过检验,且影响方向与表 5 一致。此外,上一期期末的基金净资产通过 10% 的显著性水平检验,且系数为 0.022 6,即上一期期末的基金净资产每增长 1 个百分点,封闭式基金绩效将增加 0.022 6%。

六、结论与建议

我国基金行业不断快速发展,在中国资本市场逐渐完善与发展的进程中,对基金经理这种稀缺资源的争夺也越来越激烈。基金经理是否能够提高基金的业绩能力,这不但是实践领域非常关注的问题,也是学术界努力探讨的问题。本文研究结论对于基金公司人员配置、投资者选择基金等方面有重要借鉴意义。我们选取 1998—2012 年所有上市基金及基金经理的数据比较兼职开放式基金绩效与专职管理的开放式基金绩效。

本文在基金经理理性人假设和效用最大化决策的行为特点假设的基础上,采用风险厌恶二次效用函数与风险中性线性函数,求解基金经理均衡时的行为选择,模型推导结果发现,兼职基金经理会将大部分乃至全部精力投入于管理开放式基金,而忽略了封闭式基金的管理。另外,采用回归模型分析封闭式基金的绩效,可以发现,是否由兼职经理管理,这在封闭式基金的绩效之间不存在显著的影响,即并没有足够的证据表明兼职管理中的封闭式基金绩效比专职管理中的封闭式基金绩效更差。模型推导得出的假设 1 没有得到实证分析的支持。此结果可能由于样本量不够多。此外,本文的实证结果还表明,是否兼职管理对开放式基金的绩效有显著的正向影响,即兼职管理的开放式基金绩效比专职管理的开放式基金绩效更好,即模型推导得出的假设 2 得到实证分析的支持。

本文提出以下政策建议来发挥基金经理对基金绩效的作用:对于基金公司来说,让基金经理兼职,既能够提高基金的绩效,又可以雇佣较少的基金经理工作,减少成本,对于进一步提高基金管理

公司的盈利水平具有促进作用;但基金公司对于封闭式与开放式基金兼职情况要有区别对待,应当将基金经理薪酬中的一部分以激励形式划分出来,从而使封闭式基金经理能够更加努力工作,以使得封闭式基金绩效得到提高;对于投资者来说,选择投资兼职经理管理的开放式基金更为明智,其给投资者带来的收益可能更高。

注释:

- ①由于封闭式基金的基金份额在基金合同期限内固定不变,而开放式基金的基金份额不固定,因此,如若开放式基金管理较好,将会吸引更多的投资者,从而基金规模进一步扩大,这样一来,基金经理所获得的管理费将会增加。故有 $0 < m_1 < m_2$ 。
- ②为了简化起见,得到奖金所赚取的效用以其所收到管理费替代。实际上这部分效用与基金经理收到的管理费用线性相关,并不影响求解的结果。
- ③开放式基金的收益率以各季度最后一个交易日的单位复权净值增减比作为计算标准,封闭式基金的收益率以各季度最后一个交易日的前复权收盘价增减比作为计算标准。

参考文献:

- [1] WERMERS R. Mutual fund performance: an empirical decomposition into stock-picking talent, style, transactions costs, and expenses [J]. *Journal of finance*, 2000, 55(4): 1655-1695.
- [2] SHARPE W F. Mutual fund performance [J]. *Journal of business*, 1966, 39(1): 119-138.
- [3] GRUBER M J. Another puzzle: the growth in actively managed mutual funds [J]. *Journal of finance*, 1996, 51(3): 783-810.
- [4] LEE C F, RAHMAN S. Market timing, selectivity, and mutual fund performance: an empirical investigation [J]. *Journal of business*, 1990, 63(2): 261-278.
- [5] BERK J B, GREEN R C. Mutual fund flows and performance in rational markets [J]. *Journal of political economy*, 2004, 112(6): 1269-1295.
- [6] 张美霞. 基金业绩、基金经理更换与投资者财富效应——一项基于我国资本市场的实证研究 [J]. *山西财经大学学报* 2007(9): 98-105.
- [7] 任颀, 邵景丽. 基金经理更替, 基金类型与基金业绩 [J]. *山西财经大学学报*, 2012(7): 26-37.
- [8] 赵秀娟, 汪寿阳. 基金经理在多大程度上影响了基金业绩? ——业绩与个人特征的实证检验 [J]. *管理评论*, 2010(1): 3-12.
- [9] 陈利亚, 邓超. 增聘基金经理对我国开放式基金业绩影响的实证研究 [J]. *中南大学学报(社会科学版)*, 2011(3): 11-15.
- [10] 彭文平, 肖继辉. 基于基金经理更换的激励约束效应研究 [J]. *上海金融* 2012(8): 70-79.
- [11] 代昀昊. 关于团队基金经理是否更具优势的比较研究 [J]. *证券市场导报* 2013(4): 73-78.
- [12] 廖长友. 基金资产配置的行业选择与基金业绩——基金经理投资能力的新证据 [J]. *重庆大学学报(社会科学版)* 2013(4): 53-59.
- [13] 廖海波. 基金经理的运气、技能与业绩表现——基于 bootstrap 模拟的研究 [J]. *中国地质大学学报(社会科学版)* 2015(3): 108-113.
- [14] NOHEL T, WANG Z J, Zheng L. Side-by-side management of hedge funds and mutual funds [J]. *Review of financial studies*, 2010, 23(6): 2342-2373.
- [15] AGARWAL V, MA L, MULLALLY K. Managerial multitasking in the mutual fund industry [Z/OL]. CFR working paper, 2013, No. 13 - 10. <https://www.exonstor.eu/bitstream/10419/114470/1/833357166.pdf>.
- [16] 彭文平 陈延. 基金利益冲突与管理努力替代——基于基金经理“一拖多”现象的研究 [J]. *投资研究* 2015(4): 129-142.

(责任编辑: 禾 日)

Can Side-by-side Managers Do Better? A Theoretical and Empirical Study Based on Chinese Fund Industry

JIA Junsheng¹, LIN Shu¹, YAO Peiyi²

(1. Business School, Nanjing University, Nanjing 210093, China;

2. School of Economics, Fudan University, Shanghai 200433, China)

Abstract: Based on the theoretical analysis of the effect of fund managers' behavior on fund performance, this paper describes the behavior of fund managers with risk aversion quadratic utility function and risk neutral linear utility function. The result of model derivations shows that side-by-side fund managers will pour most or all energy into the management of open-end funds and ignore the management of closed-end funds, and the side-by-side open-end fund managers have better performance than the full-time open-end fund managers. The result of the model is partly verified by empirical data, that is, there is not enough evidence to show that the performance of close-end funds in side-by-side management is worse than the performance of close-end funds in full-time management. The performance of open-end funds managed by side-by-side management is better than that of the open-end funds by full-time management. The conclusions of this paper have important reference significance for the personnel allocation of fund companies, the fund selection of investors and so on.

Key words: fund manager; side-by-side manager; performance; open-end fund; close-end fund

.....
(上接第 36 页)

Special Economic Zones and Firm Growth in Neighboring Cities: Spillover Effect or Crowding out Effect

BAO Qun, TANG Shi

(School of Economics, Nankai University, Tianjin 300071, China)

Abstract: As an important institutional innovation in the process of economic development, Special Economic Zones (SEZ) play an important role in promoting the development of the neighboring cities. Through matching the micro-enterprise data and SEZs data at the city-level during 2000—2007, we establish three types of SEZ spillover indicators based on both the political closeness and geographic closeness. The research shows that SEZs don't promote the firm growth in the neighboring cities as expected, but has crowding-out effect on firms' productivity, survival time, export and sales. This crowding-out effect passes robustness tests under various situations, like considering various SEZs' level (national or provincial level), firms' ownership, geographic location and time trend. This paper shows that excessive competition among SEZs leads to the suppression of firm development in neighboring cities.

Key words: Special Economic Zones; radiation effect; geographic distance; excessive development; firm growth