

业绩排名、市场状态与基金经理的风险调整行为：“争名”还是“逐利”？^{*}

蔡庆丰 刘 锦

〔摘 要〕业绩锦标机制下,不同的市场状态会影响基金经理的风险调整行为。薪酬激励与职业忧虑会使得基金经理在风险调整时做出不同的选择。本文以 2006 年至 2010 年间的开放式基金作为研究样本,利用基金中报与年报所公布的投资组合明细,分析基金业绩排名对于基金经理风险选择行为的影响,研究发现:牛市状态下薪酬激励占据了主导地位,促使基金经理在上半年业绩排名较低的情况下在下半年增加投资组合的风险以谋取最大化薪酬;职业忧虑则会使业绩排名产生的影响在熊市下正好相反。此外,研究还发现,市场年中收益越高即市场的表现“越牛”,排名较低的基金经理相对于排名较高基金经理提升其投资组合风险的表现也越明显。

关键词: 业绩排名 薪酬激励 职业忧虑 市场状态

JEL 分类号: G23 M52

引言

无论是西方还是我国,基金业绩排名都是影响基金投资者申购或赎回份额的重要因素,并且实证研究发现基金业绩与资金流入(Performance-Flow Relationship,简称 PFR)之间存在显著的正相关关系,是一个凸的函数,即大部分市场资金会流入业绩最好的基金,但只有少量资金会流出业绩较差的基金。与股票投资者一样,基金投资者也存在不愿意实现投资亏损的所谓“处置效应(Disposition Effect)”。从这个角度分析,前期业绩排名较差的基金经理在后期加大组合风险,放手一搏似乎应是他们的理性选择。然而在现实中,基金经理面对不同的业绩排名所做出的风险调整并不会就这么简单。薪酬激励、职业忧虑以及市场状态(牛市还是熊市)都会对基金经理的投资决策和风险调整产生影响。但国内学者关于业绩排名和风险调整的研究却主要集中在分析薪酬激励(Compensation Incentive)这一因素,鲜有文献结合基金经理的职业忧虑(Career Concerns)角度进行分析,多数文献也忽略了市场状态对基金经理组合风险调整的影响。尽管 2005 年底以来中国基金业也伴随股票市场的暴涨暴跌实现了跨越式增长,截止 2011 年底,偏股型开放式基金已达 412 只,持股市值近 3100 亿元^①。但与美国等西方成熟市场国家相比,中国的基金市场发展和基金经理群体还处于起步和新兴阶段,对于这些无论牛市或熊市薪酬收入均以百万计,而无论是年龄还是从业年限却又十分年轻的基金经理们,职业声誉应是他们在风险调整时考虑的重要因素之一,而这也是本文的分析重点及创新之处。那么,在不同的市场状态下,业绩排名(赢家或输家)会引发基金经理怎样的风险调整行为呢?从赢家角度出发,他们在前期的高排名似乎已经可以保障全年的收益(即薪酬激励效弱),而同样较弱的职业忧虑似乎仍可以激励他们继续增加风险以博取最佳业

^{*} 蔡庆丰,厦门大学金融系副教授,经济学博士;刘锦,厦门大学金融系研究生。本文得到国家自然科学基金项目“金融部门的利益冲突、自我膨胀及其对实体经济的影响:理论与实证”(项目批准号:71103150)和上海证券交易所第 23 期联合研究计划的资助。

^① 数据来源于 WIND 资讯。

绩(明星基金经理);输家则不同,由于前期业绩较差,他们出于薪酬上的考虑很有可能冒险加大投资组合的风险,而投资失败的职业忧虑又会促使他们趋于谨慎。在两种激励并存的情况下,他们在对组合风险进行调整时是考虑薪酬激励而加大组合风险还是出于职业忧虑而减少组合风险呢?

本文拟就上述问题进行分析 and 实证检验。与既有的研究往往只是依据基金净值日收益率或周收益率的波动率来考察基金经理的风险调整行为不同,本文将在基金中期报告与年度报告中公布的投资组合明细基础上,将基金经理出于自身意愿进行调整所改变的风险从基金净值表现出的波动中分离出来,深入探究基金间业绩排名机制对于基金经理风险选择行为的影响,并通过实证结果分析牛市与熊市这两种不同的市场状态下业绩排名对基金经理产生的“名”(声誉激励)与“利”(薪酬激励)这两种激励的作用机制。

一、文献评述

(一)国内外文献综述

Spitz(1970)和 Smith(1978)在较早的研究中发现投资者一般会选择同类基金中前期业绩较好的基金,投资者的这种选择倾向会激励基金经理努力提高其管理基金的投资业绩,并看重与同类型其他基金的业绩比较。Chiu(1989)探讨了基金绩效与基金资产规模之间的关系,认为业绩较佳的基金往往能吸引大量投资者申购基金,基金资产规模得以迅速扩大,而那些长期业绩不佳的基金则可能面临巨大的赎回压力,由此基金经理有足够的压力和动力去调整投资策略以提升基金业绩。那么,如果基金的前期业绩表现较差、排序较低时,基金经理是否会出于自身利益的考虑而采取大胆的冒险投资行为,在后期的投资中加大组合的风险来博取较高排名呢?对于这一问题,Lakonishok 等(1991)等人的研究发现:如果前期业绩较好,基金经理往往会“锁定”其盈利,以不落后来于同行业平均收益水平的稳健操作为主,而当前期业绩较差时,基金经理往往会有“冒险一搏”的心态,通过投资风险较高的产品来提高基金的业绩。Brown 等(1996)开创性地提出了基金间的锦标假说(Tournament Hypothesis),他们指出由于许多商业信息服务机构如 Forbes、Money、Morningstar Mutual Fund Services 等均会对基金业绩进行排序,因此可以将基金市场看作是一个多阶段、多回合的锦标赛制。他们以 1976 至 1991 年间美国的成长型基金作为研究样本,以各年度基金累积报酬率的中位数作为标准将基金划分为“赢家”(Winners)与“输家”(Losers),并通过列联表分析研究发现:基金市场存在上半年业绩较差的输家倾向于在下半年增大投资组合风险的现象。在更新的研究中,Terrence and Robert(2009)根据 Brown 等人的研究方法,在对澳大利亚证券业绩排序对基金经理投资组合风险选择影响进行研究时亦发现:基金经理在成为“输家”后提高了投资组合的风险水平,在成为“赢家”后则降低了投资组合的风险水平。Alexander 等(2009)则首次从市场角度出发,分别考虑了薪酬激励与职业忧虑对于基金管理人员投资风险选择行为的影响,并认为这两者在锦标假说下存在完全相反的作用。在上述研究验证了锦标假说的同时,也有一些学者持相反的观点,如 Bussell 等(2001)以美国 1985~1995 年的 230 只股票型基金作为研究样本,利用日度数据而非月数据重复了 Brown 等人的检验,他们的研究并没有发现这种风险调整的现象。

中国的基金业起步较晚,这一领域的研究和文献近年来才开始逐渐丰富,较早的研究较多的是分别从封闭式基金与开放式基金市场入手就我国基金业中锦标机制对于基金经理风险选择行为的影响进行了研究。孙静和邱莞华(2005)对我国 2001 年至 2003 年的封闭式基金和 2003 年的开放式基金样本进行了实证研究,发现无论从短期还是长期来看,被评为“输家”的封闭式基金经理在大部分评价期内的风险调整比率与“赢家”的风险调整比率相比并无显著差异,但是从整体上看,业绩排名确实对基金经理人产生了一定的隐性激励,导致在前期“输家”的风险调整比率大于“赢家”。周永峰(2009)、彭耿等(2011)分别将非参数回归以及线性回归等检验方法引入前期业绩排

名对基金经理风险选择行为的解释,得到了与 Brown 等较为一致的结论,即锦标机制的存在促使基金经理在前期业绩不佳的情况下在后期加大其投资组合的风险。王明好等(2004)则从博弈模型出发,发现年中业绩较好的基金反而比年中业绩较差的基金更可能选择风险水平较高的投资组合,但他们并没有对这一命题进行实证检验。在新近的研究中,龚红等(2010)则通过对中国基金业的研究发现,由于不像开放式基金那样面临投资者随时赎回投资和新募集资金的压力,封闭运行的特点和“旱涝保收”的基金管理费制度使得封闭式基金的经理缺乏改善其业绩排序状况的足够压力和动力,基金经理在成为“输家”后并未提高投资组合的风险水平,成为“赢家”后也未降低风险水平。

从上述文献中可以发现目前国内外学者普遍认为基金经理在管理基金的日常运作中存在出于自身利益的考虑而调整投资风险的行为,但是对业绩排名机制对于基金经理风险选择行为的影响却存在较大分歧。在中国基金市场中,相对业绩排序对基金经理是否产生激励作用以及锦标机制对基金经理的风险选择行为有何影响,对此还需要我们进行更加深入的分析。

(二)国内现有研究的不足与本文的主要贡献

相较于西方学者所进行的研究,国内现有的研究和文献还存在一定的不足:(1)大多数研究仅考虑了薪酬激励的影响却没有结合职业忧虑即声誉激励的作用进行分析,但我们认为对于中国基金市场中年轻的基金经理们来讲,职业声誉的激励作用是非常强的;(2)在现实市场中,基金经理的很多投资决策往往取决于市场状态,但国内学者的既有研究却忽略了这一重要因素,均未考虑市场状态对于业绩排名激励机制的影响,更没有从市场状态的角度对激励的效果以及相应基金经理的风险调整行为进行解释;(3)既有研究对于风险调整的建模往往是建立在基金净值日收益率或周收益率的波动率的基础上,如采用不同时间间隔内基金净值标准差的相对指标作为风险选择行为的代理变量,而基金净值往往受到诸多市场和非市场因素的影响,如市场突发事件与政策变化等,这种方式无法将出于基金经理自身意愿进行调整所改变的风险从基金净值表现出的波动中分离出来,导致在分析实证结果时出现偏差。

针对上述问题,本次研究的贡献主要体现在:(1)首次结合薪酬激励与职业忧虑,利用不同年度的样本数据分析了在牛市与熊市这两种不同的市场状态下业绩排名激励的效果,探讨了在不同激励占主导地位的情况下,业绩排名对于基金管理人员风险调整行为的作用机制;(2)从基金选择持有的股票投资组合的角度对基金投资风险进行了建模,对其在面对激励时是否真正做出了风险调整的行为以及风险调整的程度等问题进行了较为准确的判断;(3)在考察基金经理风险调整行为时同时考虑了所管理基金的特征,如资产规模以及基金经理的个人特征如性别、从业时间等对于其选择行为的影响。

二、理论分析与研究思路

(一)业绩排名赛中基金经理面临的激励

依据 Brown 等(1996)的锦标假说模型,我们将前期业绩较差的基金经理定义为“输家”,业绩较好的为“赢家”。从输家角度来看,在基金经理薪酬与基金资金净流入存在凸的正相关关系的激励作用下,尽管高波动性有可能使得全年业绩变得更加糟糕,但基金行业存在的这种非线性使得投资失败的经理不用为风险提高带来的赎回压力过分担心。他们往往会在后半年度提升基金的风险,因为即使最终业绩不佳所造成薪酬下降的损失也要低于排名上升同等幅度情况下为其带来的薪酬收益。

对于基金经理来讲,薪酬激励和声誉机制是影响基金经理目标函数的两个重要变量。在 Fama (1980)声誉机制问题研究的基础上,Holmstrom(1999)提出个体生命周期对于声誉机制的影响,根据

他的理论,处于职业早期的基金经理会更重视自身职业声誉的积累。特别是对于我国这样一个基金业发展尚处初期,绝大多数基金经理无论生理年龄还是从业年限都十分年轻(参见图1),职业忧虑是影响基金经理投资决策不可忽视的因素。然而,国内既有的研究大多忽视这一影响机制——基金经理如果因投资失败而被解雇,其不但要承受薪酬上的损失,声誉上的不良影响同样会对其未来长久的职业发展产生负面作用。这一点在基金经理薪酬高企^①,基金经理竞争激烈且更替频繁的中国市场十分明显。图1对比了我国封闭式基金与开放式基金,以及中美两国资产规模前十大基金公司基金经理的平均任职期限,可以发现相较于基金业发展较为成熟的美国市场而言,我国基金业中基金经理的流动性明显较高。这种压力迫使基金经理在做出投资决策时必须考虑其所能承受的风险范围:如果选择的投资组合风险过高,可能导致更为糟糕的业绩排名甚至被基金公司解雇,这即是 Fama(1980)所认为的,职业经理人市场可以通过一种“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市场上讨价还价的能力。因此出于职业忧虑的隐性激励(Implicit Incentives)——声誉激励同样影响了基金经理投资决策的产生,出于职业忧虑,前期的“输家”在后半年度降低其投资组合的风险^②。薪酬激励与声誉激励对于基金经理的风险选择行为存在完全相反的作用。

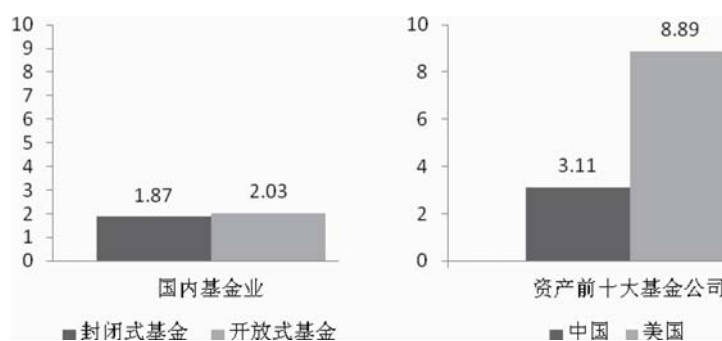


图1 基金经理平均任职期限(单位:年)

从“赢家”角度来看,一方面提升排名所带来的收益增加较为有限,因此保持甚至降低现有的投资组合风险将比提升风险所带来的收益更显著,薪酬激励促使其在后半年度“锁定”收益。另一方面“赢家”面临的失业风险较低,基金经理的职业忧虑往往较弱,他们在对其投资组合的风险进行调整时较少受到声誉激励的影响。

(二)市场状态对于基金经理风险选择行为的影响

毋庸置疑,市场状态是影响普通投资者投资行为的重要因素,同样也会影响作为职业投资者的基金经理的投资决策。当股票市场处于熊市状态,投资者往往较为谨慎保守而将其财富更多地存放于银行或进行其他风险较小的投资如购买债券、保险或贵金属等,在这种市场条件下基金经理即使在排名赛中取得领先地位,其所能吸引的认购资金也非常有限,故基金经理面临较弱的薪酬激励。此外,在熊市中基金业绩也普遍相对较差,能够跑赢大盘的基金寥寥无几,基金公司往往通过解雇基金经理以平息投资者的不满情绪。不仅如此,在熊市状态下新发起的基金数量也往往

^① Bloomberg 的资料显示,2011 年总体收入比 2010 年下降 20%到 30%几乎成为欧美银行业的普遍标准。其中法国巴黎银行降幅最大,达 50%,摩根士丹利则为年终奖现金的那部分设置了最高额度 12.5 万美元。而目前国内基金经理的年薪多在 300 万至 500 万之间,已直逼华尔街金融行业的薪酬水平。

^② 当输家排名处于非常靠后的极端情况时,虽然孤注一掷的提升投资风险有可能使自己摆脱这种困境,但风险的进一步提升所可能导致的巨大损失将会使得该基金经理的名誉及未来职业发展受到较大影响,同时也出于简化分析的考虑,本文认为“输家”出于职业忧虑将减少投资组合风险的调整。

较少,这时基金经理一旦被解雇便很难再找到新的工作。基于以上原因,我们可以认定:在熊市状态下基金经理所面临的职业声誉激励相对较强。

与熊市状态下的情况正相反,在牛市中投资者的羊群行为与“博傻”心理吸引资金大量流入股市,这种情况下,基金经理通过提升排名能带来较高的薪酬收益,在牛市中基金经理面临了较强的薪酬激励。不同的是,牛市中基金经理的职业忧虑往往较弱:一方面在市场景气,基金收益较高的情况下基金公司往往较少做出管理人员的调整;另一方面在牛市中有大量的新基金募集设立,基金经理即使丢掉工作,寻找新工作的成本也较低。因此在牛市中基金经理所面临的薪酬激励较强,职业忧虑较弱。

三、研究方法 with 数据选取

(一)市场状态的衡量

通过对 2003 年以来中国 A 股市场指数进行分析后我们发现,年中市场指数的收益率是描述当年市场状态的一个较好指标。表 1 列出了 2003~2010 年间上证 A 股指数,以及各年上半年与全年的指数收益率。

表 1 上证 A 股指数及其区间收益

时间	年初指数	年中指数	年末指数	上半年指数收益率	全年指数收益率
2003	1408.27	1555.91	1569.13	10.48%	11.42%
2004	1564.56	1468.85	1330.19	-6.12%	-14.98%
2005	1324.14	1135.13	1220.93	-14.27%	-7.79%
2006	1223.94	1758.07	2815.14	43.64%	130.01%
2007	2870.88	4009.97	5521.50	39.68%	92.33%
2008	5525.16	2869.94	1911.79	-48.06%	-65.40%
2009	1941.45	3106.59	3437.47	60.01%	77.06%
2010	3450.73	2514.16	2940.25	-27.14%	-14.79%

观察表 1 我们可以发现,我国 A 股市场的年中指数收益与全年指数收益率在 2003 至 2010 年间均呈现相同的变化特征(同正同负),故我们采用该年上半年的市场指数收益来代表基金经理做出投资组合调整的决策时面临的市场状态,即市场是处于熊市(全年市场指数收益率为负),还是牛市(全年市场指数收益率为正)。

(二)投资组合风险的衡量

为了度量不同市场条件下业绩排名机制对于基金经理的投资风险选择的影响,我们基于 Alexander 等(2009)人的最新研究方法,利用基金所持有的股票投资组合进行分析。这一方法的优点在于能够将基金经理主观选择的调整从市场的波动以及外部的干扰中分离出来。而 Alexander 等(2009)在构建风险指标时利用基金持有各支股票的周收益率数据对其公布的投资组合构建了方差-协方差矩阵,但目前这种方式在我国市场中却并不适用:由于我国证券市场起步较晚,近年来新股扩容速度不断加快,在这种情况下基金在半年报与年报中公布的投资组合明细中往往存在大量上市时间较短的新股,若计算协方差则需要剔除大量的周收益率数据,且在方差-协方差矩阵的计算中,协方差占总体风险的绝大部分比重,因此这种方式对风险建模将会产生较大的偏误。而与美国共同基金运作过程中非系统性风险占较高比例不同的是,在我国证券市场中系统风险占据了总风险的较大比例。在目前国内股票型基金普遍持有 30~100 支股票的情况下,根据

经典的投资组合理论,基金持有的投资组合中各支股票的非市场风险可以得到较好的对冲,基金经理所选择的投资组合主要承担市场性风险,因此基于 Beta 指标线性可加的优良特性,我们可以对基金持有投资组合所面临的风险进行较好的度量。据此我们构建了风险调整指标 RA(Risk Adjustment):

$$RA_{it} = \sigma_{it}^{2expected} - \sigma_{it}^l = \sum_{r=1}^n (\beta_{it}^l \times \eta_{it}^2) - \sum_{j=1}^m (\beta_{jt}^l \times \eta_{jt}^l) \tag{1}$$

其中 σ_{it}^l 表示基金年中持有投资组合的市场风险,即根据上半年度对应股票的风险值所计算的投资组合风险,而 $\sigma_{it}^{2expected}$ 表示采用上半年度相应股票表现的风险值所计算出的基金年报中公布投资组合的风险;在中报公布以后,基金经理在调整风险水平时只能通过观测到的该股票上半年度表现出的风险水平来估算此支股票在下半年的风险水平,因此 $\sigma_{it}^{2expected}$ 表示了基金经理在下半年调整投资组合时所期望的投资风险。 β_{jt}^l 表示 t 年的上半年中股票 j 的贝塔指标, η_{jt}^l 表示在同一时期基金 i 公布其持有的股票 j 在基金净资产中的比重, m 代表该基金所持有的股票数量。 β_{it}^l 表示在 t 年的上半年中股票 r 的贝塔指标, η_{it}^2 代表在 t 年的下半年中,基金 i 公布其所持有的股票 r 在基金净资产中的比重, n 代表该基金年报中公布所持有的股票支数。

在假设基金在公布中报后只进行了一次投资组合的调整就达到基金年报中公布的投资组合的情况下,RA 即表示了基金经理主观上希望的投资组合的风险调整。通过比较同一年中不同时间段内基金持有投资组合风险的变化,我们可以对基金经理做出的投资组合风险调整进行判断。

(三)样本选取与数据处理

出于样本数量的考虑,本次研究选取了 2006 年至 2010 年中国开放式基金中的股票型基金为研究对象(按照笔者的统计方法 2005 年仅有 9 家基金样本)。此外,由于新成立的基金往往需要一段时间才能构建其理想中的投资组合,并且新成立基金受到的业绩要求与投资约束较小,基金经理面临的薪酬激励与职业忧虑相对较弱,因此具体到每一年的样本分析中,我们剔除了在此年上半年刚刚成立的基金,这也与业界比较考核基金业绩时的惯例相符。进行以上处理后我们共取得了 520 个基金样本。除特别说明外,本文采用的数据均来源于锐思数据库以及万德(Wind)数据库。样本基金的描述性统计如表 2 所示。

表 2 样本基金与基金经理特征的描述性统计

时间	基金样本数	基金特征		基金经理特征 a					
		平均净资产(亿元)	平均成立时间(年)	性别 b		教育水平 c			从业时间(月)d
				男性	女性	博士	硕士	学士	
2006	30	20.20	6.73	90%	10%	3.33%	96.67%	-	25.9
2007	67	121.46	5.93	85.1%	14.9%	5.97%	89.57%	4.46%	34.9
2008	102	54.99	5.41	88.2%	11.8%	9.80%	86.28%	3.92%	46.1
2009	137	64.82	4.88	91.2%	8.8%	8.03%	80.29%	11.68%	53.2
2010	184	45.94	4.22	86.4%	13.6%	6.52%	82.07%	11.41%	61.8
平均	520	61.48	5.44	88%	12%	6.73%	86.98%	6.29%	44.38

a 若基金经理发生更替,取下半年中担任时间较长的基金经理特征
b 若有多名基金经理同时在任,存在一名女性即认为是女性
c 若有多名基金经理同时在任,取学历较高者
d 来自于证券业协会公布的证券从业时间,若有多名基金经理同时在任,取从业时间较长者

从基金经理个人特征的统计中我们发现男性仍然占据了主导地位,只有 12%的女性从事这一职业。约 87%的基金经理拥有硕士学位,但近年来拥有博士或学士学位的基金经理数量也有所增多。

在计算风险调整指标的过程中,我们采用了股票的周收益为基准计算贝塔值。在剔除了上市时间距离年中这一时点不足两周而无法进行计算的新股后,在 2006 年至 2010 年间基金持有股票样本的描述性统计如表 3 所示。

表 3 基金持有的股票样本的描述性统计

时间	股票观测数量	平均贝塔值	每家基金平均持有的股票数量		基金年末持有的股票数量		
			年中	年末	最小值	最大值	中位数
2006	1341	1.0067	40.1	43.8	19	96	39
2007	1390	1.1770	74.6	59.9	22	227	69
2008	1512	1.0047	68.3	73.4	24	218	59
2009	1583	1.2573	76.3	64.6	17	276	66
2010	1671	1.1189	64.0	67.5	22	197	56

随后我们观测了各年度基金在中报与年报中披露的股票支数,发现在三年牛市中,较多的基金在下半年度增加了股票的支数,而在两年熊市中,多数基金选择在下半年减少股票的种类。如图 2 所示:

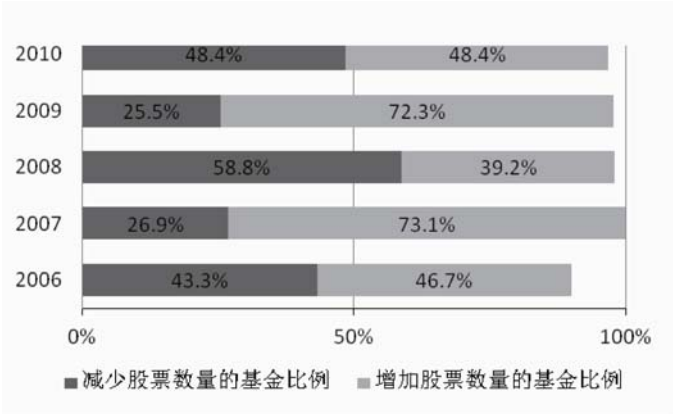


图 2 基金下半年度股票数量调整统计

四、实证分析

(一)不同的市场状态下业绩排名的激励效果

在取得 2006 至 2010 年的 520 个开放式基金样本后,我们采用了万德(Wind)在每年的年中对国内所有投资于沪深 A 股市场的股票型基金表现进行的排名,这一排名综合考虑了各支基金在上半年中的投资表现,在国内基金业中具有较强的影响力。对数据进行标准化后,我们将排名大于等于 0.5 的基金认为在上半年这场业绩排名赛中暂时的“赢家”,排名小于 0.5 的作为“输家”。而对于上一部分构建的投资组合风险调整指标 RA,我们则将在下半年的风险调整值大于所有样本中位数水平的基金认为是相对提高了基金的投资组合风险,低于中位数水平的样本则认为是相对降低了风险。利用年中的 A 股市场指数收益率我们将 2006、2007、2009 这三年作为牛市,2008、2010 两年作为熊市。进行以上处理后,我们对牛市及熊市状态下的基金样本分别进行了列联表分析(表 4)。

列联表检验的结果显示在牛市与熊市这两种不同的市场状态下,Pearson 卡方检验均较为显著,这说明投资组合风险调整(RA)与锦标排名(Rank)这两个变量并不相互独立,即上半年的业绩

排名对基金在下半年的投资策略有较强的影响。

表 4 不同市场状态下基金样本的列联表分析

		排名		卡方检验	时期	样本数	市场状态
		赢家	输家				
风险调整	提高	22.22%	28.21%	2.886*	2006	234	牛市
	降低	27.35%	22.22%	(0.089)	2007		
	提高	30.40%	19.60%	13.441***	2008	286	熊市
	降低	19.60%	30.40%	(0.000)	2010		

注:系数下方括号内是系数的 p 值,*,**,*** 分别代表系数在 10%,5%,1%的显著性水平下显著。下同。

同样,在不对市场状态进行区分的情况下我们重复了所有基金样本的列联表检验(表 5)。结果表明在不区分牛市与熊市的情况下,我们不能拒绝“业绩排名与投资组合风险调整”相互独立这一原假设。这也验证了在分析业绩排名激励作用时区分市场状态的必要性,而笔者认为这也是以前学者在进行列联表分析时得出不同结论的重要原因。

表 5 不区分市场状态下所有基金样本的列联表分析

		贏家	輸家	合計	卡方檢驗	樣本數
提高	個數	139	122	261	2.493 (0.114)	520
	百分比	26.7%	23.5%	50.2%		
降低	個數	120	139	259		
	百分比	23.1%	26.7%	49.8%		

(二)熊市与牛市状态下薪酬激励与声誉激励的作用效果

依据上文对市场状态的衡量,我们将 2006、2007、2009 这三年作为牛市,2008、2010 两年作为熊市状态,并建立了如下回归模型:

$$RA_{it} = \alpha + \beta_1 \text{rank}_{it}^1 \cdot D_1 + \beta_2 \text{rank}_{it}^1 \cdot D_2 + \varepsilon_{it} \quad (2)$$

其中, D_1 、 D_2 均为虚拟变量:当 $t=2006, 2007, 2009$ 时 $D_1=1, D_2=0$; 当 $t=2008, 2010$ 时 $D_2=1, D_1=0$ 。在通过 F 检验与 Hausman 检验后,我们采用时间固定效应对模型进行了估计。表 6 列示了相关的回归结果。

回归结果显示在三年牛市中,基金业绩排名这一解释变量的系数为正且在 10%的显著性水平下显著,即在牛市中上半年排名落后的基金经理会在下半年提升投资组合风险以博取较高的排名,业绩排名与风险调整呈负相关关系;在两年熊市中系数在 1%显著性水平下显著为负,排名落后的基金经理选择了较为稳妥的投资策略,业绩排名与风险调整呈正相关关系。根据回归结果我们可以推断:在牛市中基金经理受到的激励中薪酬激励占主导地位,在熊市中声誉激励占主导地位。为了验证结果的稳健性,我们采用风险调整比例($RAR_{it} = \sigma_{it}^{2*} / \sigma_{it}^1$)作为因变量,以及利用基金的上半年平均收益率作为排名依据(Rank_{it}^*)分别对回归方程进行估计并得到了与假设较为一致的结果。

为对每一年不同市场状态下薪酬激励与声誉激励的作用效果进行具体分析,以及其他因素对于基金经理风险调整行为的作用,我们加入基金特征与基金经理特征等控制变量对 2006~2010 年每一年度分别进行了最小二乘回归,回归模型如方程 3 所示:

$$RA_{it} = \alpha + \beta_1 \text{rank}_{it}^1 + \theta_{1t} \ln(\text{size}) + \theta_{2t} \text{sex} + \theta_{3t} \text{experience} + \varepsilon_{it} \quad (3)$$

其中基金特征变量中 $\ln(\text{size})$ 代表基金在年末净资产的自然对数。基金经理的特征变量

表 6 业绩排名的回归结果及稳健性检验

解释变量	被解释变量		
	RA_{it}	RAR_{it}	RA_{it}
$Rank_{it} * D_1$	6.185* (0.0541)	0.072* (0.0811)	
$Rank_{it} * D_2$	-13.586*** (0.000)	-34.179*** (0.000)	
$Rank_{it}^* * D_1$			5.991* (0.0622)
$Rank_{it}^* * D_2$			-11.950*** (0.000)
样本数量	520	520	520
调整的 R^2	0.376	0.693	0.363

分别为：SEX=0 表示基金经理为男性，1 为女性；experience 代表基金经理的从业时间。并做出如下假设：

假设 1a：基金规模越大，基金经理对投资组合调整的操作难度相对越大，风险调整水平相对较低。

假设 2a：女性基金经理往往更加保守，她们在下半年的风险调整较男性竞争对手而言较小。

假设 2b：基金经理从业时间越长，他们在短时间内博取较高排名的激励也相对较弱，因此其风险调整行为也更弱。

依据方程 3 所进行的回归结果如表 7 所示。

表 7 基于年度样本数据的 OLS 回归结果

解释变量		被解释变量 RA				
		2006	2007	2008	2009	2010
C		90.608 (0.394)	128.536*** (0.006)	-31.159 (0.231)	-1.900 (0.926)	91.694*** (0.000)
基金特征	业绩排名	0.352* (0.079)	-0.133 (0.319)	-0.298*** (0.002)	0.108 (0.250)	-0.232*** (0.001)
	净资产	-0.261 (0.255)	-0.353*** (0.008)	0.097 (0.306)	-0.011 (0.904)	-0.235*** (0.001)
基金经理特征	性别	-0.300* (0.091)	-0.103 (0.406)	0.059 (0.538)	-0.039 (0.655)	-0.116* (0.099)
	从业经验	-0.156 (0.389)	-0.108 (0.373)	0.190** (0.046)	0.081 (0.352)	-0.012 (0.867)
市场类别		牛市	牛市	熊市	牛市	熊市
样本数量		30	67	102	137	184
调整的 R²		0.238	0.068	0.104	-0.011	0.113

结果显示 2006 年与 2009 年业绩排名的系数均为正,这说明在牛市状态下排名较低的基金经理会在下半年中提升旗下投资组合的风险。而同为牛市,2007 年 β 系数的符号与我们的假设相反但显著性较低,可能的原因是在 2007 年 A 股市场出现一波大牛市,上证 A 股指数由年初的 2870.88 点上涨至年中的 4009.97 点,上升幅度创下了历年之最,在这种情况下市场当时对于下半年行情走势的判断出现了较大的多空分歧,因此许多基金经理虽然在上半年的业绩排名落后,但出于下半年不明朗的市场走势而放弃了冲击较高排名。2008 与 2010 年 β 系数均为负,且在 1% 水平下显著,即在熊市状态下上半年排名较低的基金经理出于职业前景的考虑而在下半年做出了较为保守的投资决策。

在基金特征的控制变量中,在 2007 与 2010 年基金净资产规模对基金经理下半年的风险调整产生了较为显著的抑制作用,这与我们的假设相同;基金经理个人特征项中,性别变量的系数 θ_{2i} 大多为负且在 2010 年显示了较强的显著性,符合假设 2a。基金经理的从业经验则未产生良好的解释作用。

(三)市场相对强弱对业绩排名激励效果的影响

为验证市场相对强弱对于业绩排名激励效果的影响,我们分析了方程 3 中回归系数与市场年中收益率这一市场状态指标之间的相互关系。回归系数表示了业绩排名对于基金经理投资组合风险调整的激励效果,而表 8 中非线性相关性的检验结果均显示与市场年中收益率之间存在正的相关关系,说明市场年中收益越高即市场的表现“越牛”,相对于排名较高的基金经理,排名较低的基金经理提升其投资组合风险的表现也越明显(薪酬激励的作用效果越强)。

表 8 回归系数与市场年中收益率的相关性分析

时间	2006	2007	2008	2009	2010
β_i	0.467	-0.048	-0.332	0.121	-0.231
Rm_t^1	0.4364	0.3968	-0.4806	0.6001	-0.2714
相关系数	Kendall 系数		0.800*(0.050)		
	Spearman 系数		0.900**(0.037)		

五、结论与反思

与既有的研究不同,本文基于中国基金业处于起步阶段和基金经理群体年龄较轻且从业年限较短的现实,认为职业忧虑是除薪酬激励以外影响基金经理投资风险选择的又一重要因素,此外,市场状态也会影响基金经理投资决策。因此,本文以我国 2006 年至 2010 年间开放式基金作为研究样本,探讨锦标机制下,熊市和牛市不同的市场状态中薪酬激励和职业忧虑对基金经理投资风险选择的影响。我们研究发现:(1)不同的市场状态下上半年的业绩排名对基金经理在下半年的投资策略产生较强的影响;(2)在基金经理面临的名利抉择中,牛市状态下薪酬激励占据了主导地位,促使其在上半年业绩排名较低的情况下,在下半年增加投资组合的风险以谋取最大化自身薪酬;在熊市状态下基金经理的职业忧虑即声誉激励促使上半年排名较低的基金经理在下半年相对减少其投资组合的风险;(3)此外我们还发现,市场年中收益越高即市场的表现“越牛”,相对于排名较高的基金经理,排名较低的基金经理提升其投资组合风险的表现也越明显;(4)较大的基金规模对基金经理风险调整行为产生了抑制作用,而当基金经理为女性时其风险调整的幅度较男性基金经理而言更小。

在我国,无论是基金管理公司还是基金经理都非常重视基金的短期业绩排名,出于自身薪酬与职位稳固的考虑,基金经理在上半年排名不佳的情况下往往会在下半年做出了投资策略的改变,这体现在其投资组合风险的调整。这种“自利性”的风险调整行为是建立在基金经理自身效用需求上,却非在对证券基本价值进行判断的基础上进行的投资组合优化,这种行为可能促使其放弃了最优的“风险—收益”组合。然而,需要强调的是在基金数量众多,基金投资者与基金管理公司之间存在较强的信息不对称的现状下,基金业绩排名无疑为投资者选择其最为合适的理财方式提供了较好的参考依据,减少了投资者的代理成本。笔者认为诱发基金经理这种“自利性”行为的根源在于目前基金行业的激励制度:在相对排序而非绝对业绩决定了基金经理薪酬与职业前景的情况下,无论基金的业绩多么糟糕,只要其表现超过了大多数的同类基金,那么基金经理的利益就不会因此受到较大影响,这促使委托人与代理人的效用函数之间产生了偏离。如何对基金行业的激励制度进行改进,促使投资者与基金经理的利益产生一致性,这将是我们在面对我国基金行业快速发展同时所必须解决的重要问题。此外,如何完善现有的基金评价机制、防范基金经理的道德风险,使得基金投资者利益得到保障的同时也激励基金管理公司成为理性的价值投资者,兼顾各方利益的激励机制的设定就显得尤为重要,这无疑需要业界与监管部门进行深入的探讨。

参考文献

- 龚红、李燕萍、吴绍棠(2010):《业绩排序对基金经理投资组合风险选择的影响:基于封闭式基金 1998-2008 年表现的经验分析》,《世界经济》,第 4 期。
- 彭耿、曹兴、冷志明(2011):《相对业绩差距评估对基金经理风险承担的激励研究》,《财经理论与实践》,第 4 期。
- 施东晖(2001):《证券投资基金的交易行为及其市场影响》,《世界经济》,第 10 期。
- 孙静、邱莞华(2005):《基金竞赛对基金经理交易行为影响的实证研究》,《北京航空航天大学学报》,第 2 期。
- 孙培源、施东晖(2002):《基于 CAPM 的中国股市羊群行为研究——兼与宋军、吴冲锋先生商榷》,《经济研究》,第 2 期。
- 王明好、陈忠、蔡晓钰(2004):《相对业绩对投资基金风险承担行为的影响研究》,《中国管理科学》,第 5 期。
- 吴涛(2003):《开放式基金的风险及其风险控制研究》,《中央财经大学学报》,第 1 期。
- 周永峰(2009):《我国开放式证券投资基金风险调整行为研究》,西南财经大学硕士论文。
- Brown, K., W. Harlow and L. Starks. (1996): “Of Tournaments and Temptations: An Analysis of Managerial Incentives in the Mutual Fund Industry”, *Journal of Finance*, 1, 85.
- Bussell, J. (2001): “Another Look at Mutual Fund Tournaments”, *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 36, 53-73.
- Chiu, S. (1989): “The Behavior of Mutual Fund Investors and Managers: Theory and Practice”. Ph.D. Dissertation University of Washington.
- Fama, E. (1980): “Agency Problems and The Theory of the Firm”, *Journal of Political Economy*, 88, 288-307.
- Gruber, M. (1996): “Another Puzzle: The Growth in Actively Managed Mutual Funds”, *Journal of Finance*, 3, 783-810.
- Hallahan, T. and R. Faff (2009): “Tournament Behavior in Australian Superannuation Funds: A Non-parametric Analysis”. *Global Finance Journal*, 19, 307-322.
- Holmstrom, B. (1999): “Managerial Incentive Problems: A Dynamic Perspective”, *Review of Economic Studies*, 66, 169-182.
- Kempf, A., S. Ruenzi and T. Thiele (2009): “Employment Risk, Compensation Incentives, and Managerial Risk Taking: Evidence from the Mutual Fund Industry”, *Journal of Financial Economics*, 92, 92-108.
- Lakonishok, J., A. Shleifer, R. Thaler and R. Vishny (1991): “Window Dressing by Pension Fund Managers”, *American Economic Review*, 81, 227-231.
- Sirri, E. and P. Tufano (1998): “Costly Search and Mutual Fund Flows”, *The Journal of Finance*, 53, 1589-1622.
- Spitz, E. (1970): “Mutual Fund Performance and Cash Inflows”, *Applied Economics*, 12, 141-145.
- Smith, V. (1978): “Is Fund Growth Related to Fund Performance”, *Journal of Portfolio Management*, 14, 49-54.

(责任编辑:罗滢)