

基金经理的角色与影响

余为政

(清华大学经济管理学院会计系, 北京, 100000)

摘要: 基于基金投资者所可能关切的问题, 本文采用了文献回顾与评论的方式, 尽可能的结合国内的实况, 对基金经理的角色和影响进行了一系列的探讨。藉由分辨哪些认知可能只是一种成见, 而哪些看法有实证的支持, 并提出未来可以进一步研究的方向, 希望对基金投资者的选择投资对象, 以及学术界的研究工作, 能有所帮助。

关键词: 实证研究 基金经理 投资者 管理公司

中国图书分类号: F2 **文献识别码:** A

1 引言

1991年11月, 国内成立了第一家投资基金“南山风险投资基金”, 这标志了国内基金业的起步, 截至1997年底, 基金总数已经达到75家。不过这些早期的基金, 无论是在信息披露、投资对象, 以及持有人的权益保护上, 都缺乏应有的规范。为了规范基金市场和保护投资者权益, 于1997年11月, 由当时的国务院证券委员会颁布了《证券投资基金管理暂行办法》, 从制度上对基金的设立、募集与交易、托管人和管理人及持有人的权利与义务, 以及投资运作和监督管理, 都做了详尽的规定。这些不规范的早期基金也陆续停止交易, 在重组与合并后, 遵循暂行办法以新的面貌出现于市场上。后来于2003年10月, 由全国人民代

表大会通过的《中华人民共和国证券投资基金法》，对基金市场做了进一步的规范。

随着中小投资者对投资工具需求的逐渐增加，以及证券市场的逐渐规范化，国内的基金业迅速发展，截至 2004 年底，国内的封闭式基金已经有 54 家，开放式基金更达到了 110 家。

基金的特点，主要在于可以发挥专家理财的优势，随着国内基金市场的不断扩大，基金经理作为基金管理公司重要的人力资源，其角色和影响也逐渐受到了基金投资者的关注。

投资大众对基金经理的认知，有的比较接近事实，有的可能只是一种成见。以比较通俗的语言来描述，基金投资者可能关心的问题有：

(1) 我应该选基金经理，还是选基金？我持有的基金甲的表现不错，现在原来的经理换到了基金乙，我是不是应该卖掉基金甲，也跟着转移到基金乙？

(2) 我是不是应该选资格老的基金经理，而不要选新手？如果选新手，他们也没有业绩表现的记录，我不知道该选谁才好？

(3) 关于基金经理的异动，基金管理公司说换就换，也不问问我们持有人的意见。原来的基金经理表现不错，为什么要把他换掉？也不知道新来的基金经理会不会比原来的好？

(4) 为什么好多基金经理选的股票好像都差不多？

(5) 有的基金有两个基金经理，我是不是应该选这些基金？这些基金的表现会比较好吗？

基于投资者关切的以上问题，本文将采用文献回顾与评论的方式，并尽可能的结合国内实况，对基金经理的角色和影响进行一系列的探讨，主题包括：基金经理对基金业绩的贡献程度、基金经理特征对其表现的影响、基金经理更换的影响与动机、基金经理的羊群倾向，以及多经理制与单一经理制的比较。

本文的其余部分共分为：（一）实证研究上的难点，（二）文献回顾与评论，（三）结论，文后为参考文献。

2 实证研究上的难点

有些文献中的基金经理（fund manager），其实指的是基金管理公司等法人，而不是被基金管理公司¹雇用来管理旗下基金的自然人，本文所将探讨的是后者²。相对于基金其它领域的实证研究，例如基金是否能击败市场、基金业绩是否具有持续性等等，对于基金经理的实证研究是比较少的。

原因可能是，许多信息缺乏现成的数据库，而必须由研究者自行在公告里查找，比如基金经理的年龄、教育程度和从业年数等等。这些公告信息常常还存在着噪音，如国内公告里披露的基金经理从业年数，常常还包括了在相关岗位（如研究员、基金经理助理等）上的经历，而不纯粹是在基金经理这个职位上的从业年数。此外，有些信息是不一定披露的，如原任基金经理在更换后的去向³，有些信息即使披露也缺乏信息含量，如管理公司更换基金经理的原因⁴。有些信息则是不公开的，例如，基金经理的报酬给付方式、基金经理在决定投资组合上的权限大小，以及管理公司对于基金经理的考核标准等等。

当涉及基金经理时，数据的难以获得，增加了实证研究的难度。而基金经理的影响常常是不能忽略的，例如，在研究基金业绩是否具有持续性时，如果忽略基金经理更换的因素，可能会造成偏差。基金业绩如果持续不佳，可预期的是，基金经理将被更换（Khorana, 1996），在这种情形下，更换基金经理后的基金业绩倾向于转好（Khorana, 2001）。如果基金业绩持续出众，小基

¹本文中简称为管理公司。

²本文其后提到的基金经理，指的都是被管理公司雇用来管理旗下基金的自然人。

³根据叶敏蕾、余为政（2003）当时对国内封闭式基金换将所做的调查，约六成的换将事件没有公告原任基金经理在更换后的去向，有公告的原任者去向包括：换岗、不再兼任和出国学习。

⁴在国内的基金经理更换公告里，更换原因常常只笼统记载着“由于工作需要”。

金的基金经理可能被管理公司调至旗下的新品种基金或大基金，在原任者由于表现出众而被荣调的情形下，接替者的表现倾向于不如原任者的表现（Khorana, 2001）。在研究基金业绩是否具有持续性时，如果不考虑基金经理更换的因素，可能将倾向于认为基金业绩不具有持续性。

不过在考虑基金经理的影响时，试图将基金经理对基金业绩的贡献，单独剥离出来，并不容易（Baks, 2003）。而且基金经理可以影响基金业绩的程度，可预期的是受到决定投资组合的权限的制约，各家管理公司给予基金经理的权限可能不同，也可能随着基金经理的年资（Chevalier, Ellison, 1999a）和所管理的基金种类而有所不同。权限大小的资料是不公开的，研究者常得被迫假设各个基金经理的投资权限没有太大的差异。

虽然可以考虑用访谈的方式，向各家管理公司询问相关信息，不过基于业务机密的顾虑，像报酬给付方式、权限大小，以及考核标准等信息，管理公司一般不愿意透露。此外，像管理公司更换基金经理的具体原因，由于牵涉到原任经理的个人隐私和名誉，或者管理公司不愿公开的其它理由，管理公司也不大可能据实以告。

关于管理公司在披露基金经理更换原因上所持的态度，从业内人士的说法，可以了解一些大概。2002年1月在《全景网络 -- 基金在线》的“基金经理在基金操作中的作用 -- 从基金换将说起”的访谈中，基金安信当时的资深经理王国卫⁵就谈到：“只要基金经理没有因为违规行为受到查处而被调整，其它调整都是正常的公司内部人事调整，基金公司没有义务披露原因，任何人都有个人隐私”。

在涉及基金经理时，常常欠缺公开易得的相关信息，是研究上的一个先天限制，这也使得我们在从事基金相关研究时可能得做一些调整，比如说，之前提到在研究基金业绩是否具有持续性时，如果不考虑基金经理更换的因素，可能倾向于认为基金业绩不具有持续性。暂且不考虑基金经理的跳槽情形，如果管理公司的目标是将所收取的管理费最大化的话⁶，管理公司无论将人力

⁵王国卫是国内管理单只基金时间最长的基金经理。

⁶管理公司可能也有其它考虑，如门面效应，在成立新品种基金时征调旗下其它基金的优秀经理。

资源在旗下基金之间如何调配，大体上也是着眼于旗下基金总体业绩的最优化。我们在研究业绩持续性时，可以考虑不要以各个基金为样本，来研究其业绩是否具有持续性，而以各个管理公司为样本，来研究其旗下基金的总体业绩表现是否具有持续性。

3 文献回顾与讨论

本文接着就相关的研究文献，逐一进行回顾与评论。

3.1 基金经理对基金业绩的贡献程度：

基金投资者对明星经理的追随是合理的吗？⁷

追随明星经理指的是，当明星经理由一个基金换到另一个基金时，基金投资者也跟随着把资金转移。

对于管理公司旗下的开放式基金来说，即使一个明星经理真能对基金的业绩有所帮助，那也只是管理公司的考虑之一，更重要的考虑可能是，明星经理的留任可以避免资金的流失，并进一步吸引资金的流入⁸。由于封闭式基金并不存在资金外流的问题，可预期的是，表现出色的基金经理被管理公司从旗下的开放式基金调到封闭式基金的情形，会远少于从封闭式基金调到开放式基金的情形⁹。

基金投资者的追随明星经理，只是一种迷思吗？在给定投资风格的情形下，投资者应该选基金经理，还是选基金？

要回答这两个问题，首先得探讨，基金经理对基金业绩的贡献程度有多大？这部分的研究有相当的难度，要将基金经理对基金业绩的贡献，单独剥离出来，也就是说，要将基金经理的因素和基金本身的因素分离开来，并不容易。目前的实证研究只有

⁷国内的基金投资者是否有追随明星经理的倾向，或者说，国内的基金市场是否存在明星经理，目前为止还没有相关的实证研究。

⁸管理费是基于基金净值的一定比例来收取，而开放式基金的净值提升（也就是提升了管理费），除了来自于现有资产的增值（投资得当）之外，还有资金的净流入（投资者被明星经理所吸引）。

⁹是否如此，国内并没有相关的实证研究，这也是未来可以进一步研究的方向。

Baks (2003)。作者考虑了基金经理换至其它基金，以及增减所兼管基金的情形，评估了基金经理对基金业绩的贡献程度。作者发现，基金经理的表现具有持续性。这结果显示，基金投资者的追随明星经理，还是有一定程度的合理性，不仅仅是一种迷思。

Baks 并应用了 Cobb-Douglas 的投入产出方程，他发现，基金经理对基金业绩的贡献程度约占 10%到 15%。作者的结论是，在影响基金业绩上，基金本身比基金经理更来得重要。这意味着，投资者在追逐明星经理的同时，也不宜过于迷信明星经理的光环，对于基金本身的选择也是相当关键的。

值得注意的是，基金经理对基金业绩可以贡献的程度，可预期的是受到基金类型的影响。

如果是管理一个指数型基金，基金经理的职责主要是尽可能的减少追踪误差，工作内容偏向于技术性，对基金业绩可以贡献的程度是很小的。

而挑选成长型股票，需要正确的预测盈余成长，具有较高的难度。相对于管理一个收益型基金，如果管理一个成长型基金，基金经理对基金业绩可以贡献的程度，应该比较大的。

3.2 基金经理特征的影响：

有哪些特征的基金经理的表现较好？哪些认知可能只是成见？

(1) 年龄、资历深浅

如果投资能力需要经验的积累，可预期的是，较资深的基金经理的表现应该比较好。不过 Costa 和 Porter (2003)发现，较资深的基金经理在投资能力上并不优于较资浅者。

资浅者对于薪资的要求一般比较低，管理公司在督促和管理资浅者上也比较容易，如果较资深的基金经理在投资能力上并不

优于较资浅者的话，可预期的是，我们将观察到基金经理的普遍年轻化¹⁰。

的确，根据 Morningstar 所做的调查¹¹，美国相当多的基金，包括那些大规模的，基金经理的年龄在 20 岁到 30 岁之间。这和国内目前的状况也是相合的，国内基金经理的主要年龄段分布在 29 岁至 33 岁之间¹²。

Costa 和 Porter 的发现，乍看之下是有些奇怪的，因为即使经验的积累无法增进投资能力，但是至少资深者之所以能资深，是因为经过管理公司多年的评估考核，表现应该是不错的。Chevalier 和 Ellison (1999a) 的研究结果，或许可以在一定程度上解答这项疑惑。Chevalier 和 Ellison 以年龄作为资历深浅的代理变量，他们发现，相对于较年轻的基金经理，较年长者比较不容易因为业绩表现不佳而被撤换。这意味着，比较资深的基金经理，即使表现差强人意，也能存活，而资浅的基金经理如果表现不够好，就难以存活（我们也就观察不到），这可能使得我们最终观察到，平均而言，较资深的基金经理在投资能力上并不优于较资浅者。

经验的重要与否，也可能取决于所管理的基金类型。Ding (2002) 发现，基金经理的经验多寡对于成长型基金的业绩表现有显著影响，经验越丰富者，表现越佳，但对于收益型基金的业绩表现则没有显著影响。作者认为，这是由于挑选成长型股票比较困难，需要正确的预测盈余成长，而且随着基金经理的年资增长，也能和上市公司的高管人员建立一些私人关系，从而得到一些内幕消息。

Ding 还发现，较资深的基金经理所管理的基金，规模较大。如果能在这个行业存活下来的话，由规模较小的基金到规模较大的，可能是基金经理职业生涯的历程，小规模基金有可能被管理公司当成是新进基金经理的“实习培训所”。

Golec (1996) 发现，基金经理在同一基金的任职期越长，该基金的业绩越好。作者认为这是由于有工作保障，基金经理比

¹⁰年轻并不一定就是资浅，限于数据的可得性，将年龄作为资历深浅的代理变量。

¹¹请见 New York Times, May 22, 1994

¹²请见“基金经理现状扫描”，2003 年 3 月 31 日，《证券时报》

较没有短期行为。作者隐性的假设了，不论任职期长短，基金经理在决定投资组合上都有足够的权限，不过问题是，任职期较长者可能有较大的权限，而任职期较短者很可能有较小的权限（Chevalier, Ellison, 1999a），即使有短期行为的念头，也不一定能做得到。

如果 Golec 所指的短期行为真的存在的话，可预期的是，在实务上，管理公司对于任职期较长者给予较大的权限的同时，将让他的报酬多和基金业绩挂钩，对于任职期较短者给予较小的权限的同时，将让他的报酬少和基金业绩挂钩。至于管理公司是否真的这么做，截至目前，并没有具体的相关研究。

Golec 还发现，年龄较轻的基金经理表现较好¹³，他认为这是由于年轻者的精力充沛，比较能应付基金经理这项职位的工作压力。作者的这个解释还算是合理，不过之前曾提到 Morningstar 所做的调查结果，基金经理的年龄范围并不大（一般不会有太老的），精力多寡的影响应该不是很大的。反而是 Chevalier 和 Ellison（1999a）的发现，相对于较年轻的基金经理，较年长者比较不容易因为业绩表现不佳而被撤换，能够更合理的解释 Golec 的这项发现。

（2） 性别

有研究显示，投资者对于基金经理能力的认知，受到性别成见的影响，特别是在基金经理的表现缺乏历史记录时。Atkinson, Baird 和 Frye（2003）发现，男性基金经理和女性基金经理无论在投资能力和投资风格上都没有显著的差异，但是投资者比较青睐于男性基金经理，尤其是对于新上任者的头一年期间。

如果投资者的性别成见会影响到管理公司对于基金经理的选择的话，可预期的是，女性基金经理将是稀有的，这和国内目前的状况是相合的，根据《证券时报》的报导¹⁴，调查当时的国内 75 家基金中，女性基金经理只有 5 位。

¹³ Golec 在他的研究中，并未试图以年龄作为资历深浅的代理变量，而是纯粹考虑年龄的影响。不过如果以年龄作为资历深浅的代理变量的话，Golec(1996)的这个发现是异于 Costa 和 Porter（2003）的发现。

¹⁴请见尾注 13。

虽然对性别影响的认知可能只是一种成见，不过如果根据 Atkinson, Baird 和 Frye 的发现，就认为性别与适合担任基金经理与否的关系不大，这样的推论是不成熟的。

即使平均而言，相对于男性，女性真的比较不适合担任基金经理这项工作，但如果管理公司在选任女性基金经理时，标准比较严苛，也可能使得我们最终观察到，男性基金经理和女性基金经理在投资能力上没有显著差异。

(3) 学历

Golec (1996) 发现，基金经理所受教育年数与基金表现没有显著关系，而有 MBA 学历的基金经理，基金表现较佳。至于这是否归功于所受的 MBA 教育，不易判定。可能的情形是，这些较成功的基金经理，当初倾向于获取 MBA 文凭，来向市场传递个人能力的信号。

Golec 在他的研究中，采用所受教育的年数来作为代理变量，并不能很好的衡量所受教育的质量。Chevalier 和 Ellison (1999b) 以入学平均 SAT 分数的高低来衡量一所高校的入学竞争激烈程度，他们的研究发现，毕业于入学竞争激烈的高校的基金经理，基金表现较佳。至于这是否归功于名校教育的功效，也很难断定，有可能是名校充当了先行筛选的角色。

关于 Golec 的发现，有 MBA 学历的基金经理，基金表现较佳，可以进一步研究的是，相对于有一般商学院 MBA 学历的基金经理，有著名商学院（入学竞争较激烈）MBA 学历的基金经理，基金表现是否更好？

在衡量 MBA 入学竞争激烈程度上，可以采用由公正机构所做的商学院排名，或者仿效 Chevalier 和 Ellison 采用 SAT 分数的做法，以入学平均 GMAT 分数作为代理变量。不过要注意的是，高中毕业生一般没有工作经验，高校在审核本科生入学申请时，一般赋予 SAT 分数很高的权重¹⁵，但是在审核 MBA 入学申请时，可能相当重视申请者的工作经验，而不赋予 GMAT 分数很高的权重。所以采用入学平均 GMAT 分数作为代理变量来衡量 MBA 入学竞争激烈程度，可能会有一些偏差。

¹⁵在审核时也可能考虑申请者在高中就读期间的社团经验。

3.3 基金经理更换的影响与动机：

更换基金经理对基金业绩有什么样的影响？管理公司的更换基金经理，总是基于基金持有人的利益吗？

在研究基金经理的更换时，常遇到的问题是更换动机不详，缺乏具体的公开信息。Khorana（1996）就承认，很难分辨基金经理更换的具体动机。其实这个问题不只存在于对基金经理更换的研究上，Jensen 和 Murphy（1990）即指出，不大可能正确的分辨一家公司的 CEO 是被解雇、自愿辞职，抑或退休。

Yu 和 Ye（2004）在研究国内封闭式基金的基金经理更换时，尝试以“是否披露原任者在更换后的去向”作为判断更换动机的依据，也就是说，如果管理公司的公告中没有披露原任基金经理的去向，则原任者倾向于是由于表现未达管理公司的期望而被撤换。实证结果显示，这个依据具有一定程度的合理性，Yu 和 Ye 发现，公告中未披露¹⁶原任基金经理去向的，更换前的基金业绩倾向于较差。

不过如果纯粹以更换前的基金表现来判断更换动机，值得注意的是，各家管理公司对于基金经理表现的要求水平，不尽相同，即使是同一家管理公司，对于旗下不同类型基金的基金经理表现的要求水平，也可能有很大的差异。

虽然分辨不易，但是更换动机是不容忽视的，就以对基金业绩所带来的影响来说，如果原任者是因为表现未达管理公司的期望而被撤换，更换后的基金业绩一般倾向于变好，如果原任者是因为管理公司另有考虑而被更换，更换后的基金业绩就可能不会有显著的改善，或者甚至变差。后者体现了代理问题，在此解释一下何谓“管理公司在更换基金经理上另有考虑”，小基金的基金经理如果表现不错，倾向于被管理公司调去负责旗下较大的基金（视为擢升）。管理公司在成立新品种基金时，为了门面效应，也可能征调旗下其它基金的优秀基金经理。

¹⁶包括管理公司在同时间发布的其它人事公告所披露的内容。

在人力资源的调配上，管理公司可能会偏袒旗下某些类型的基金。国内监管者也注意到了这一点，2003年10月由第十届全国人民代表大会常务委员会第五次会议通过的“中华人民共和国证券投资基金法”中第二十条就有规定：“基金管理公司不得不公平地对待其管理的不同基金财产”，不过由于对“不公平”的认定不易，这项规定的宣示性意义远大于实质性意义。

基金投资者也可能察觉到了管理公司在人力资源调配上的偏袒。Yu和Ye（2004）尝试以代理问题的角度来看待更换动机，也就是说，管理公司在更换旗下某个基金的基金经理时，是否是以该基金持有人的利益为依归。作者发现，当一个小基金的原任基金经理是被管理公司调往旗下的大基金时，该小基金的折价程度倾向于扩大（或溢价程度倾向于减小）。

Khorana（1996）最早对基金经理更换进行了实证研究。作者发现，表现较差的基金经理倾向于被更换，继任者一般有不错的表现记录。有约1/5的更换是发生在每年的1月，这表示有不少管理公司对基金经理表现的评估，是采取年终考核的方式。

值得注意的是，表现较差的基金经理倾向于被更换，Khorana认为，这显示基金经理在决定基金业绩上有很重要的作用。他的推论可能并不成熟，即使基金经理在决定基金业绩上只有小部分的作用（Baks，2003），但只要更换基金经理所带来的效益大于更换的成本，管理公司就有诱因这么做。接替人选是否好找，很大程度的决定了更换成本的大小。这可以从外部市场和内部市场的角度来看，如果有一个比较活络的基金经理人力市场（外部市场），或者管理公司的规模较大（内部市场）的话，接替人选是比较好找的。

关于基金经理更换对基金表现的影响，Khorana（2001）发现，更换前业绩较差者，更换后的业绩有显著的改善，相反的，更换前业绩较好者，更换后的业绩则倾向于变差。这结果显示，不是基于业绩因素的基金经理更换，常常会损害该基金的持有人的利益¹⁷。

由于管理公司无论将人力资源在旗下基金之间如何调配，大体上也是着眼于旗下基金总体业绩的最优化，如果投资者看中了某一家管理公司，纯粹以代理问题的角度来看，投资者可以考虑按比例持有这家管理公司旗下的所有基金，而不要只持有其旗下

¹⁷只要管理公司旗下基金的总体业绩因为此一更换而有所改善，对管理公司是有利的。

的某一个基金。

Khorana 还发现，更换前业绩较差的开放式基金，在更换前的净赎回倾向于较高。这意味着，来自市场的压力是促使管理公司更换基金经理的重要因素之一。

Ding (2002)的研究，也得到了类似于 Khorana (1996、2001)，但不尽相同的结果。他发现，相对于中等表现的基金经理，表现最差的和表现最好的基金经理的更换概率比较高。当新任者有较好的表现记录时，更换后的基金业绩倾向于改善。Ding 的发现，指出了表现出色的基金经理的升职或跳槽的可能性。Hu, Hall 和 Harvey (2000) 也发现，基金业绩较好的基金经理倾向于升职。

以封闭式基金为研究对象，Wang 和 Davidson(2000)对基金经理更换的市场反应进行了实证研究，他们发现，总体而言，基金经理更换的异常回报率并不显著异于零，这可能是由于混杂了不同的更换动机。作者还发现，更换前表现较差的基金，更换后的异常回报率较高。这结果显示，基于业绩因素的基金经理更换是受到投资者欢迎的，至少受到该基金的持有人的欢迎。

管理公司的更换旗下某一个基金的基金经理，常牵动同属旗下的其它基金，其影响可能存在着外部性。对于外部性的探讨，也是未来可以进一步研究的方向。

关于基金表现和基金经理更换概率的关系，Chevalier 和 Ellison(1999a) 进一步发现，对于有正的超额回报率的基金，基金经理被更换的概率和基金业绩的关系不大，但对于有负的超额回报率的基金，基金业绩稍微好一些，基金经理被更换的概率就降低了很多。

此外，Chevalier 和 Ellison 还发现，较年轻¹⁸的基金经理比较容易因业绩表现不佳而被撤换。这意味着，管理公司在评估基金经理适任与否时，如果是根据业绩和其它因素（例如，对公司的忠诚度），则在评估较资浅者时，管理公司给业绩因素赋予了较

¹⁸该研究将年龄作为年资的代理变量。

大的权重。业绩是客观而易于观测的，而其它因素（例如，对公司的忠诚度）的度量，则比较不能确定，尤其是观察期不长时¹⁹。也就是说，管理公司在评估基金经理时，会对当时比较能确定的因素，赋予较大的权重。

3.4 基金经理的羊群倾向：

什么样的因素会使得基金经理趋于保守、从众？

基金的代理问题，除了存在于持有人和管理公司之间，也存在于管理公司和基金经理之间。基金经理如果过于保守，并不合乎管理公司（以及持有人）的利益。基金经理是否倾向于保守、从众，可能受到管理公司对其评估考核方式的影响，如果过大的比重是放在相对性表现上，基金经理的选股将有羊群倾向。

一般的成见是，较年长者倾向于保守，而较年轻者比较敢于冒险。不过 Chevalier 和 Ellison (1999a)发现，较年轻的基金经理反而比较保守而规避风险，在选股上的羊群倾向较大。这和他们的另一个发现，较年轻的基金经理比较容易因为表现不佳而被撤换，是息息相关的。这种倾向在市场大势不佳的时候更为明显，Khorana (1996)提到，在市场大势不佳的时候，基金经理的选股会有趋同的羊群现象，企图分担责备。

罗真、张宗成（2004）对国内封闭式基金经理的研究，也得到了类似于 Chevalier 和 Ellison 的结果，他们发现，相对于年长的基金经理，年轻的基金经理有跟风、从众的投资倾向。

宋军、吴冲锋（2001）的研究虽未针对基金经理，他们的研究结果也显示，国内基金的投资行为存在着羊群倾向，尤其是在选择高成长性行业、价格低和公司规模小的股票时。这些是争议性比较大、“成则为王，败则为寇”的股票，在选择这类股票时的羊群倾向，其动机可能类似于 Khorana 所提的“企图分担责备”。

¹⁹资浅的基金经理还没来得及在管理公司内建立人脉关系，可能也是因素之一。

基金经理在投资策略上的保守抑或冒险，除了牵涉到诱因之外，其实同样重要的是，他在决定投资组合上的权限大小。有时即使他想冒险，可以冒险的程度也是受限的，一方面不被允许过于偏离基金所宣示的投资目标²⁰，另一方面，管理公司在基金经理可以选择的投资对象上也可能有一些内部规定，比如说，不准投资 ST 股票²¹。

3.5 多经理制 vs. 单一经理制

多经理制会带来什么样的影响？多经理制优于单一经理制吗？

纯粹从代理问题的角度来看，多经理制是有其优点的。要解决存在于管理公司和基金经理之间的代理问题，除了靠管理公司对基金经理的监督激励之外，也可以靠经理团队内部的互相督促和辅导，比如说，采取由一个资深经理搭配一个新进经理的做法，来构成双经理制。

关于多经理制的形式，一个基金采取多经理制，可以是投资风格的分散化，也可以是决策判断的分散化（Qiu, 2003）。国内目前已经有管理公司²²采用了经理团队制，成立基金经理小组，成员互为备份，不过个别基金还是有责任人。这种管理模式可能是着眼于决策判断的分散化，尤其是较资深的基金经理，可能扮演了辅导较资浅者的角色。国内有的基金²³采取了双经理制，混合了决策判断的分散化与投资风格的分散化，可能倾向于后者。如股债平衡型基金，可能由其中一位基金经理负责挑选股票，而另一位则负责挑选债券或其它金融工具。

谈到采取多经理制所带来的影响，以决策判断的分散化的角度来看，Sharpe（1980）指出，采取多经理制，集思广益，可减少由于一人独断而犯错误的情形。此外，多经理制还牵涉到责任归属的分散化，Barry 和 Starks（1984）提到，采取多经理制，

²⁰此因素可能不是决定性的。曾晓洁、储国强、黄嵩（2003）发现，国内基金的实际投资对象和其宣示的投资风格之间，并没有显著的关系。

²¹管理公司为了强调其“稳健投资”的门面，可能有不准投资 ST 股票的内部规定。

²²如华安基金管理公司。

²³如东方龙混合型基金、上投中国优势基金。

由于分担了决策责任，负责管理一个基金的基金经理越多，该基金的投资策略越倾向于冒险。Barry 和 Starks 认为这对基金持有人是有利的。

至于采取多经理制的基金，其业绩是否优于采取单一经理制的基金？目前并没有经验证据来支持这一点，一个基金的业绩表现和负责管理该基金的经理多寡，两者之间并没有显著的关系（Golec, 1996）。

多经理制是否会带来不同于单一经理制的影响,其实在很大程度上，决定于团队中各个基金经理的意见是否被赋予相仿的权重。如果纯粹以其中一位基金经理（比如说，最资深的）的意见为首，其它的基金经理形同于他的助理，这种形式的多经理制，与单一经理制的区别就可能不是很大。

4 结论

基金的特点，主要在于可以发挥专家理财的优势，随着国内基金市场的不断扩大，基金经理作为基金管理公司重要的人力资源，其角色和影响也逐渐受到了基金投资者的关注。

基于基金投资者可能关切的一些问题，本文采用了文献回顾与评论的方式，并尽可能的结合国内的实况，对基金经理的角色和影响进行了一系列的探讨，主题包括：

- (1) 基金经理对基金业绩的贡献程度
- (2) 基金经理特征对其表现的影响
- (3) 基金经理更换的影响与动机
- (4) 基金经理的羊群倾向
- (5) 多经理制与单一经理制的比较。

本文希望藉此回答下列的具体问题：追随明星经理是合理的吗？投资者应该选基金经理，还是选基金？基金经理的哪些特征对其表现具有预测能力？哪些认知可能只是一种成见？基金经理的异动对基金业绩有什么样的影响？管理公司的更换基金经理，

总是基于基金持有人的利益吗？什么样的因素会使得基金经理趋于保守、从众？多经理制会带来哪些影响？多经理制优于单一经理制吗？

藉由分辨哪些认知可能只是一种成见，而哪些看法有实证的支持，并提出未来可以进一步研究的方向，希望本文对基金投资者的选择投资对象，以及学术界的研究工作，能有所帮助。

参考文献:

[1] Atkinson, S., S., Baird, and M., Frye, 2003, “Do female mutual fund managers manage differently ? ”, The Journal of Financial Research, Spring 2003, Vol. 26, Iss. 1

[2] Baks, K., 2003, “On the performance of mutual fund managers”, Emory University, working paper

[3] Barry, C., and L., Starks, 1984, “Investment management and risk-sharing with multiple managers”, Journal of Finance, Jun 1984, Vol. 39, Iss. 2

[4] Chevalier, J., and G., Ellison, 1999, “Are some mutual fund managers better than others? cross-sectional patterns in behavior and performance”, Journal of Finance, June 1999, Vol. 54, Iss. 3

[5] Chevalier, J., and G., Ellison, 1999, “Career concerns of mutual fund managers”, The Quarterly Journal of Economics, May 1999, Vol. 114, Iss. 2

[6] Costa, B., and G., Porter, 2003, “Mutual fund manager: Does longevity imply expertise ? ”, Journal of Economics and Finance, Summer 2003, Vol. 27, Iss. 2

- [7]Ding, N., 2002, “Three Essays on Mutual Funds” , University of Colorado, Ph.D. dissertation
- [8]Golec, J., 1996, “The effect of mutual fund managers’ characteristics on their portfolio performance, risk and fees” , Financial Services Review, 5(2)
- [9]Hu, F., A., Hall, and C., Harvey, 2000, ” Promotion or demotion? An empirical investigation of the determinants of top mutual fund manager change” , Duke University, working paper
- [10]Jensen, M., and Murphy, K., 1990, “Performance pay and top management incentives” , The Journal of Political Economy, Apr 1990. Vol. 98, Iss. 2
- [11]Khorana, A., 1996,” Top manager turnover: An empirical investigation of mutual fund managers” , Journal of Financial Economics, Mar 1996, Vol. 40, Iss. 3
- [12]Khorana, A., 2001, “Performance changes following top management turnover: evidence from open-end mutual funds” , Journal of Financial and Quantitative Analysis, Sep 2001, Vol. 36, Iss. 3
- [13]Qiu, J., 2003, “Termination risk, multiple managers and mutual fund tournaments” , European Finance Review, 7
- [14]Sharpe,W., 1980, ” Decentralized investment management” , Journal of Finance, May 1981. Vol. 36, Iss. 2
- [15]Wang, W. and W., Davidson III, 2000, “Fund Manager Succession in Closed-end Mutual Funds” , The Financial Review Aug. ,2000, Vol. 35, Iss. 3
- [16]Yu, V. and M., Ye, 2004,” What fund manager turnover tells investors about agency problem” , paper accepted for presentation at the 2004 Annual Meeting of the Midwest Finance Association [17]罗真, 张宗成, 2004, “职业忧虑影响基金经理投资行为的经验分析” , 《世界经济》, 2004年第4期。

[18] 宋军, 吴冲锋, 2001, “中国证券投资基金羊群行为的实证研究”, 《中国会计与财务研究》, 2001 年第 9 期。

[19] 叶敏蕾, 余为政, 2003, “六成基金换将无缘无故”, 《新财富》, 2003 年第 5 期。

[20] 曾晓洁, 储国强, 黄嵩, 2003, “基金投资风格和基金分类的实证研究”, 《金融研究》, 2003 年第 6 期。

Role and Influence of Mutual Fund Managers

Yu Wei-zheng

(Tsinghua University, Beijing 100000, China)

Abstract: Based on the questions with which investors may be concerned, this paper deals with the topic of a mutual fund manager's role and influence. We thoroughly review related literatures and make comments, if necessary. Review and comments are combined with what is really going on in Chinese mutual fund market, if possible. This paper tries its best to distinguish what is myth from what is real. We hope this paper can contribute to investment decisions of investors and research work of scholars.

Keywords: empirical studies, mutual fund managers, investors, management companies

收稿日期: 2005-1-26; **修回日期:** 2005-3-3

作者简介: 余为政 (1974-), 男 (汉族), 台湾人, 清华大学经济管理学院会计系博士生