
基金经理职业忧虑与其投资风格

于上尧¹ 孟庆斌² 吴卫星³

(1.北京工商大学商学院, 北京 100037;

2.中国人民大学商学院, 北京 100872;

3.对外经济贸易大学金融学院, 北京 100029;)

作者简介:

于上尧 (1984-): 山东人, 中国人民大学商学院博士生, 北京工商大学商学院财务系; 研究方向: 公司金融; 联系地址: 北京市海淀区阜成路 33 号北京工商大学西区综合楼 515 室 (100037); 电子邮箱: yushangyao@sina.com, 电话: 13811717762

孟庆斌 (1980-): 河北人, 中国人民大学商学院副教授, 博士; 研究方向: 资产定价; 联系地址: 北京市中国人民大学商学院 (100872); 电子邮箱: mengqingbin@rbs.org.cn, 电话: 15001369963

吴卫星 (1976-): 湖北人, 对外经济贸易大学金融学院教授, 博士; 研究方向: 资产定价、金融工程; 联系地址: 北京市对外经济贸易大学金融学院 (100029); 电子邮箱: wxwu@uibe.edu.cn, 电话: 15810012156

基金经理职业忧虑与其投资风格

摘要: 本文利用我国基金经理高流动性的独特数据, 检验了基金经理职业忧虑对其管理基金投资风格的影响。研究发现, 首先, 基金经理的职业忧虑水平会影响基金投资风格的冒险程度, 总的来看, 基金经理的职业忧虑越高, 基金的投资风格越保守。然而, 由于我国基金经理的高流动性, 职业忧虑与基金经理投资风格的冒险程度之间并非简单的线性关系: 优秀的基金经理不会因为职业忧虑而采取保守的投资风格, 能力较差的基金经理则倾向于通过承担更多的风险获取更高的投资收益, 只有中等水平的基金经理投资风格最保守。在投资策略上, 较差的基金经理会通过选择高贝塔值和低基金参与的股票实现冒险的投资风格, 而中等的基金经理会通过选择低贝塔值和基金“抱团”股实现保守的投资风格。

关键词: 基金经理 声誉 职业忧虑 投资风格

Career Concern and Fund Managers' Investment Style

Abstract: Using a unique data of fund managers' high turnover rate in China, we examine how fund managers' career concern affect funds' investment style they control. We find that career concern do affect funds' investment style, the higher fund managers' career concern, the more conservative funds' investment style they control, this is very consistent with existing literature. We further demonstrate that it is not a simple linear relationship between fund managers' career concern and funds' investment style: Managers with high reputation rarely consider of career concern, managers with low reputation will be more aggressive to achieve high abnormal return, while managers with modest reputation will take the most conservative investment style to avoid investment loss. Considering the investment strategy, we find that manager will select stocks with higher beta value and lower funds involve level for aggressive investment style. On the contrary, they will select lower beta and higher funds involve level stocks for conservative investment style.

Key Words: Fund Manager; Reputation; Career Concern; Investment Style

JEL Classification: G14, G23, D83

一 引言

证券投资基金（以下简称基金）是我国资本市场上规模最大，交易也相对活跃的一类机构投资者。同个人投资者相比，基金管理人——基金经理拥有更好的专业背景和投资能力，更丰富的投资经验。再加上基金公司还拥有独立的研究团队，能够更容易地获得上市公司的信息和卖方分析师最新的研究报告，因此，基金经理的投资决策过程应该是相对科学的。为了获得更高的投资回报，他们会综合考虑各只股票的风险和收益，根据风险收益匹配的原则构建投资组合。然而，现实中由于受到种种限制性因素的影响，基金经理在投资组合的构建过程中往往偏离了风险和收益相匹配的原则，其投资风格将呈现出过度保守或者激进的特征。其中，基金经理的职业忧虑(career concern)就是影响其投资风格的一个重要因素。基金经理的职业忧虑是指基金经理的职位处于一种不确定程度较高的状态，他们的行为和表现将直接影响其未来的职业生涯能否继续（Chevalier and Ellison, 1999），即基金经理会担心由于其投资行为和业绩不符合基金公司管理层或基金投资者的预期而失去目前的工作岗位。

从现有文献来看，职业忧虑对基金经理行为的影响一直是理论界关注的重点话题之一，最早的研究甚至可以追溯到现代金融理论建立之前。Keynes(1936)指出，投资者可能根据自己掌握的信息形成独特的投资策略，这种策略可能与其他人的判断完全相反。如果投资者实施了自己独特的投资策略且成功了，公众将认为这个冲动的投资者只是侥幸而已，并不会显著地提高其声誉水平；而独特的投资策略一旦失败则很难获得公众的原谅，其声誉会受到严重的损害。因此，作为一个精于世故的人，跟随大众的观点，哪怕是错误的观点，也优于坚持特立独行的正确的观点。Keynes(1936)的研究开创了职业忧虑对投资者行为影响的先河，自此之后，一大批关于这一话题的研究涌现出来。

Scharfstein and Stein(1990)在 Keynes(1936)的基础之上，将职业忧虑归纳为导致机构投资者羊群行为的重要原因之一，他们认为，基金经理面临着严重的短期业绩压力，如果业绩低于同行，就将面临离职的风险。同 Keynes(1936)一样，Scharfstein and Stein(1990)假设基金经理同样要在坚持自己的判断和跟随多数人的判断之间选择，如果坚持自己的判断，成功能够获得的声誉增加很少，而一旦失败，声誉的损失则非常大，极有可能失去工作。而跟随大众的选择则不会有这样后果，无论成功还是失败，都不会使基金经理的业绩差于同行，因而不会面临离职。因此，理性的基金经理最优的策略是跟随多数人，由此导致了投资过程中的羊群行为。

Scharfstein and Stein(1990)之后，大量文献研究了职业忧虑对基金经理行为的影响，如：Chevalier and Ellison(1999)的研究发现，年轻的基金经理为了保住其职位，会尽量避免非系统风险对其业绩的影响，在投资组合的构建时采取与其他人保持一致的羊群行为。Brown and Goetzmann(2001)的研究发现，基金经理为了保住其职位，即使其投资业绩已经处于较低的水平，也不会采用更加激进的投资策略，尽管从长期来看，这种保守的策略正是其失败的重要原因之一。

此外，学者们对于由职业忧虑造成的羊群行为的经济后果也进行了大量的研究，如：Brown et al.(2012)发现，羊群行为会导致股价过度反应；Tan et al.(2008)，Li et al.(2009)等发

现，羊群行为增加了股价的波动幅度，提高了股票的风险；许年行，于上尧和伊志宏(2013)的研究发现羊群行为增加了股价崩盘的风险。

由此可以看到，现有文献在基金经理职业忧虑对基金经理行为的影响以及由此导致的经济后果这一话题已经进行了大量的研究，取得了一系列具有重要理论意义和现实价值的研究成果。从研究结论来看，现有研究大都认为职业忧虑会导致基金经理投资行为的保守。然而，需要注意的是，这一结论是建立在如下前提假设之上：即基金经理在当前状态下不会被解雇，维持目前的业绩水平足够其保住职位。如果这一假设不成立的话，基金经理的行为是否会发生变化，如果是的话又将发生怎样的变化呢？上述文献均未回答。

针对这一问题，Malliaris and Yan(2012)进行了理论分析，他们认为基金经理能否继续任职的决定因素是基于其历史业绩表现而形成的基金经理声誉，且存在一个临界值，若基金经理的声誉高于该临界值，则可以继续任职；反之，若基金经理声誉低于临界值，则可能在下一期遭到被解雇。因此，对于声誉处于临界值水平以上的基金经理，职业忧虑对其行为的影响表现为为了避免可能的声誉损失，将采取保守的投资策略，这与现有研究的实证研究结论一致；而如果基金经理的声誉水平处于临界值以下，职业忧虑的影响将表现为为了保持职位，他们将不得不采取高风险的投资策略，希望通过承担风险获得较高收益来提升业绩，从而保住现有职位。由于数据限制，现有的西方实证研究对该问题较少涉及，而我国基金行业的特殊情境则为检验上述假说提供了很好的研究数据，其原因主要在于：

第一，同其他职业相比，目前我国基金经理的薪酬处于较高的水平，基金经理是一个具有极大吸引力的职业，这是研究基金经理职业忧虑的一个重要前提。根据《壹财经》2012年3月份进行的一项调查显示：目前我国80%的基金经理年薪酬在100-200万元之间；业绩排名在前10%的基金经理，年薪能够达到700-1000万；即使是薪酬最低的基金经理，年薪也在50万元左右。而2012年我国上市公司高管薪酬的中位数仅为47万元（国有企业）和39.8万元（非国有企业）(Jiang and Kim, 2014)。基金经理一旦失去目前的工作，很难找到薪酬水平相近的其他职位，因此他们有很强的动机保住职位。

第二，我国基金行业是一个高流动性的行业，基金经理面临很大的离职风险，职业忧虑更高。根据Huang and Wang(2013)的统计结果，2003-2010年间，我国基金经理的年离职率为31.2%~49.8%。而在20世纪90年代(这一时期也是国外研究基金经理职业忧虑普遍采取的研究区间)，美国基金经理的年平均离职率仅为12.5%(Chevalier and Ellison, 1999)。高离职率使得职业忧虑成为我国基金经理在做出投资决策时不得不甚至首要考虑的问题，他们有更强的动因由于职业忧虑而改变自己的投资风格。

第三，我国基金经理投资能力参差不齐，部分基金经理声誉水平较低。同外国成熟市场相比，我国基金行业产生较晚，近年来迎来了快速发展的时期，特别是证监会“超常规发展机构投资者”战略实施以来，基金数量迅速增加。从1998年首批2只封闭式基金成立到2012年，我国基金的数量已经超过1000只，而美国共同基金从第1只发展到800只大约用了40年的时间。快速增长的基金数量引起了市场对基金管理人才的巨大需求，然而，基金行业可以迅速发展，甚至实现“超常规发展”，但合格的基金经理却难以速成，需要一个相对缓慢的培养过程。我国基金行业高速发展带来的对基金管理人才的巨大需求使得一部分能力较低的投资者成为基金经理，存在Malliaris and Yan(2012)所说的大量声誉水平处于临界值以下的

样本，这在国外成熟资本市场中是很难出现的。利用这一数据，我们能够更好地研究基金经理在极端情况下的投资风格及投资策略的选择。

基于上述分析，本文以我国 2004 年到 2012 年的开放型股票基金为研究样本，借鉴 Malliaris and Yan(2012)的研究思路，实证检验了职业忧虑对我国基金经理投资风格的影响，并分析了基金经理实现特定投资风格所采取的选股策略。研究发现：

首先，基金经理的职业忧虑会影响其投资风格的冒险程度，具体而言，从总体来看，基金经理的职业忧虑越高，则其投资风格越冒险。

其次，基金经理职业忧虑与其投资风格的冒险程度并非简单的线性关系，而是与其目前的声誉水平有关。拥有较高声誉的基金经理不会因职业忧虑而改变其投资风格；而对于声誉较差的基金经理来说，仅采取保守的投资策略并不足以弥补其声誉损失，职业忧虑对其行为的影响表现为希望通过承担更多的风险获得超额的收益保住其职位；只有声誉处于中等水平的基金经理投资风格最保守。本文对于较高声誉基金经理的研究结果是 Malliaris and Yan(2012)所未提及的。

最后，在具体投资策略的选择上，声誉较差的基金经理的冒险体现在，他们趋向于持有高贝塔和低基金参与的股票来承担更高的风险，从而力争博取更高的收益；中等声誉的基金经理的保守则反映在，他们更乐于选择低贝塔值和基金“抱团”的股票，这样他们虽然无法获取“鹤立鸡群”的业绩，但中庸的业绩就可以使其保住手中的“饭碗”。

本文的贡献主要体现在，我们利用我国特殊情境所提供的独特数据，对 Malliaris and Yan(2012)所提出的关于基金经理职业忧虑对投资决策影响的理论分析提供了经验证据，丰富和发展了职业忧虑对基金经理投资行为影响的文献。同时，本文的研究有助于我们对我国基金经理决策做出更加深刻的认识，这对于政策制订部门进一步立法，规范基金经理的行为，保障投资者的利益具有一定的借鉴意义。

余文结构安排如下：第二部分是本文的研究设计，包括样本选择、变量界定及实证模型的设计；第三部分是实证结果的分析与解释；最后第四部分是研究结论与政策启示。

二 研究设计

(一) 模型与变量

本文的实证模型建立在 Malliaris and Yan(2012)的假说之上，两位学者基于基金经理的声誉提出了这样的理论假说：

基金经理能否继续任职的决定因素是基于其历史业绩表现而形成的基金经理声誉 ρ ，且存在一个临界水平 ρ_0 ，若基金经理的声誉 $\rho > \rho_0$ ，则基金经理可以继续任职；反之，若基金经理声誉 $\rho < \rho_0$ ，则基金经理可能在下一期被解雇而离职。

同时，市场上存在两类投资策略，一类投资策略相对保守，其特点是在大部分情况下，能够获得较小的收益，而在极端情况下会造成重大的投资损失；另一类投资策略相对激进，同第一类投资策略相比，这类策略能够获得的更高的收益，但遭受损失的可能性也更大。

对于拥有一定声誉的基金经理(声誉 $\rho > \rho_0$)当前的声誉能够帮助他们保住工作,而一旦投资失误,其声誉就有可能跌到临界值之下,从而使他们职业生涯面临考验。因此,这类基金经理首要的目标是保住工作,尽可能地避免投资损失,此时采用相对比较保守的投资策略就成为他们比较明智的选择。

而对于声誉不足,面临离职压力的基金经理(声誉 $\rho < \rho_0$)而言,由于相对保守的投资策略只能实现较小的正向投资收益,基金经理凭此并不足以使其声誉提高到临界水平之上,因此,这类基金经理更倾向于采用激进的投资策略。对他们来说,若实现投资收益则可以保住其工作,反之,同样是离职,并不会带来额外的损失。因此,基金经理声誉越低,越可能采用激进的投资策略进行“最后的挣扎”,投资风格也更加冒险。

本文的研究设计正是基于上述思路展开,为了检验职业忧虑对基金经理投资风格的影响,我们设计了如下的实证模型:

$$\begin{aligned} risk = & \alpha + \beta_1 reputation + \beta_2 control_manager + \beta_3 control_fund \\ & + \beta_5 control_firm + \beta_7 mktret + \beta_8 fix_time + \varepsilon \end{aligned} \quad (I)$$

模型(I)中 risk 为基金经理的冒险程度,本文采用了以下两种方法衡量:

(1)每一季度基金经理所掌管基金日收益的标准差(volatility),标准差越大,则基金经理越冒险。

(2)每一季度基金经理日收益的偏度(skewness),偏度越高,表明基金经理的投资策略更倾向于第二类,投资风格更冒险,具体方法参见 Kim, Li and Zhang (2010)。

Reputation 为基金经理声誉度量指标,反映其职业忧虑。现有文献主要采用基金经理是否被迫离职来衡量基金经理是否存在职业忧虑(Chevalier and Ellison 1999; Brown and Goetzmann, 2001; 等),由于被迫离职的基金经理职业忧虑显然更高,这样的指标具有一定的合理性。但需要注意的是,职业忧虑衡量基金经理是否会担心失去目前职位的状态,贯穿于基金经理职业生涯的全过程,而基金经理被迫离职反映其最后的结果。更为重要的是,如果仅用基金经理是否被迫离职衡量其职业忧虑,显然忽略了其在努力保住当前职位过程中所采取的行动所造成的影响。部分面临职业忧虑的基金经理通过采取某些策略可能成功地保住了职位,但并不能因此就认为该基金经理不曾面临职业忧虑,因此现有文献中的度量方法低估了基金经理的职业忧虑。为了解决这样的问题,本文利用基金经理的声誉水平衡量其面临的职业忧虑,由于基金经理的声誉是通过其历史投资业绩累积起来的(Malliaris and Yan, 2012),因此本文采用如下的方法界定基金经理声誉:

(1)与同类型的基金经理相比,该基金经理所掌管基金业绩的高低。用控制了其他因素之后,基金经理对基金业绩贡献的固定效应高低衡量。固定效应越高,则基金经理声誉水平越高。

(2)基金经理历史业绩的加权平均值,该数值越大,则基金经理声誉水平越高。

Control_manager 为基金经理的个人特征变量,主要包括基金经理的性别(gender)、在当前基金的任职时间(tenure)、担任基金经理的时间(career)、学历(edu)、年龄(age)。

Control_fund 为基金特征变量,主要包括基金的规模(size_fund)、基金类型(invtype)、成立年限(age_fund)、管理费率(fee_ratio)、成长性(growth)以及基金的固定效应。

Control_firm 为基金公司特征变量,主要包括基金公司的规模(size_firm)、管理基金的数

量(num_fund)、成立年限(age_fund)以及基金公司的固定效率。

除此之外, mktret 为市场收益率, 根据沪深 300 成分股个股收益率按市值进行加权调整后得到。Fix_time 为时间固定效应变量。

本文中用到主要变量的定义和计算方法如表 1 所示:

表 1 主要变量的定义

Variable	Definition
Risk	基金经理的投资风格的冒险程度, 分别用每一季度基金经理日收益的标准差(volatility)和每一季度基金经理日收益的偏度(skewness)衡量
Reputation	基金经理声誉水平, 分别用基金经理整个职业生涯的对基金业绩贡献的固定效应和基金经理历史业绩的加权求和表示
Mktret	市场收益率, 用同时期沪深 300 成分股的收益率按市值加权调整衡量.
Tenure	基金经理在某只基金中任职时间长短, 以年度计算(精确到日)
Career	基金经理从事基金经理这一职业的时间长短, 以年度计算(精确到日).
Gender	基金经理性别, 男性取值为 1, 女性为 0.
edu1	基金经理学历哑变量, 若基金经理拥有本科及以上学历, 则 edu1 取值为 1.
edu2	基金经理学历哑变量, 若基金经理拥有硕士及以上学历, 则 edu1 取值为 1.
edu3	基金经理学历哑变量, 若基金经理拥有博士学位, 则 edu1 取值为 1.
Select	基金的选股能力, 根据 T-M 模型(Treynor, Mazuy, 1966)计算得到.
Timing	基金的择时能力, 根据 T-M 模型(Treynor, Mazuy, 1966)计算得到.
Invtype	基金种类, 若基金为收益型基金则取值为 1, 否则取值为 0.
fee_ratio	基金的管理费率
Growth	基金成长性, 用基金连续两个季度净值规模的变化率衡量.
size_fund	基金规模, 用基金份额的自然对数衡量.
age_fund	基金存续时间, 以年度衡量(精确到日).
size_firm	基金公司规模, 用基金公司总资产的自然对数衡量
fix_manager	基金经理固定效应
fix_fund	基金固定效应。
fix_firm	基金公司固定效应
fix_time	时间固定效应

(二) 样本与数据

本文所使用的数据主要来自于 WIND 数据库和 CSMAR 数据库, 其中基金收益、基金特征和基金经理个人特征的数据来自于 CSMAR 数据库, 基金公司特征和基金经理变更的数据来自于 WIND 数据库, 部分基金经理个人特征数据通过查询基金公司网站手工整理得到。本文的研究对象是我国开放型股票投资基金, 研究区间为 2004 年到 2012 年。之所以选择 2004 年作为研究的起点, 主要是由于 2004 年之前我国开放式基金数量较少, 信息披露制度也不完善, 数据遗漏问题过于严重。

本文首先搜集了 2004 年到 2012 年间我国开放型基金的日收益数据, 以及基金特征、基金管理公司特征的季度数据和基金经理个人特征数据。随后对得到的数据进行了如下的处理:

1、剔除了数据不完全和存在异常数据的样本；2、为了计算基金经理的固定效应，我们剔除了基金经理任期不足一个月的数据；3、为了能够有效地衡量每个基金经理的固定效应，我们剔除了一名基金经理同时管理多只基金和一只基金由多名基金经理共同管理的数据。在经过以上处理之后，本文共得到包含 5866 个样本的非平衡面板数据，这些样本来自于我国 543 只开放式基金，分属 62 家基金公司，在 2004 年到 2012 年间，共有 833 名基金经理先后在其中任职。

本文首先对样本进行了描述性统计，具体统计结果如表 2 所示：

表 2 主要变量的描述性统计

Variable	N	p5	q1	mean	median	q3	p95
Volatility	5866	0.210	0.936	1.272	1.210	1.555	2.226
nskewness	5866	-0.953	-0.433	-0.062	-0.090	0.236	1.000
reputation1	5866	-0.142	-0.073	-0.046	-0.037	-0.008	0.021
reputation2	3297	-0.115	-0.039	0.037	0.018	0.103	0.248
Tenure	5866	0.077	0.923	2.264	1.910	3.079	6.258
Gender	5866	0	1	0.911	1	1	1
edu1	5866	1	1	0.997	1	1	1
edu2	5866	0	1	0.942	1	1	1
edu3	5866	0	0	0.103	0	0	1
Mktret	5866	-0.418	-0.110	0.018	-0.024	0.144	0.469
Growth	5866	-0.229	-0.069	0.100	-0.025	0.001	0.382
age_fund	5866	1.347	2.191	3.791	3.327	5.022	7.802
size_fund	5866	18.485	20.248	21.278	21.453	22.450	23.496
Invtype	5866	0	0	0.099	0	0	1
fee_ratio	5866	0.6	1.5	1.371	1.5	1.5	1.5
size_firm	5866	62.614	173.478	577.468	457.220	660.885	1738.540

从表 2 的描述性统计结果中可以看到，我国基金经理从事这一职业的平均时间较短，仅为 2.264 年。从基金经理的其他特征来看，约 91% 的基金经理为男性，在全部基金经理中有 99.7% 具有大学本科以上学历，其中具有硕士以上学历的有 94.2%，具有博士学历的有 10.3%。而关于基金经理声誉和投资风格冒险程度的指标都是相对值，描述性统计结果意义并不明确，这里也不再介绍。样本中的其他描述性统计结果详见表 2，这里不再赘述。

三 实证结果

(一) 静态视角

首先，本文用以基金经理对基金业绩的固定效应作为衡量声誉的指标，对全体样本进行了模型(1)的回归，检验基金经理职业忧虑对基金投资风格的影响，具体回归结果如表 3 所

示：

表 3 基金经理职业忧虑与基金投资风格

variable	(1)		(2)	
	Volatility	skewness	Volatility	skewness
inter	1.922 (1.54)	-4.367 *** (-4.37)	1.902 *** (5.46)	-4.864 *** (-2.59)
reputation	-1.007 *** (-4.84)	-0.417 ** (-2.51)	-0.234 *** (-4.03)	-0.853 *** (-2.72)
tenure	0.001 (0.27)	0.009 ** (2.08)	-0.004 *** (-2.73)	0.007 (0.96)
gender	0.013 (0.43)	-0.017 (-0.73)	0.027 *** (3.34)	-0.124 *** (-2.82)
edu1	-0.733 *** (-3.77)	0.352 *** (2.26)	-0.290 *** (-5.35)	0.317 (1.08)
edu2	-0.052 (-1.40)	0.045 (1.53)	-0.020 * (-1.92)	-0.072 (-1.29)
edu3	0.088 *** (3.08)	-0.005 (-0.21)	0.018 ** (2.23)	0.099 ** (2.31)
mktret	-6.449 (-0.76)	29.886 *** (4.39)	-5.689 ** (-2.40)	17.486 (1.37)
growth	-0.001 (-0.24)	-0.001 (-0.19)	0.004 *** (2.91)	-0.003 (-0.35)
age_fund	-0.036 *** (-6.96)	-0.001 (-0.35)	-0.016 *** (-11.23)	0.004 (0.57)
size_fund	0.054 *** (7.05)	0.022 *** (3.60)	-0.013 *** (-5.88)	0.024 ** (2.09)
invtype	-0.999 *** (-28.01)	0.315 *** (11.05)	-0.281 *** (-28.24)	0.942 *** (17.54)
fee_retio	0.038 (1.63)	-0.058 *** (-3.13)	0.024 *** (3.61)	-0.057 (-1.63)
size_firm	-0.045 (-0.81)	0.019 (0.43)	0.010 (0.65)	0.021 (0.26)
fix_firm	yes	yes	Yes	yes
fix_time	yes	yes	Yes	yes
obs.	5866	5866	5866	5866
F	33.54***	48.01***	30.58***	8.64***
R2	0.3861	0.4738	0.3645	0.1394

注：表 3 中(1)为基金日收益原始值计算的投资风格保守性；(2)为根据 Kim, Li and Zhang (2010)方法计算的结果。小括号内为回归结果的 T 值，*，**，***分别代表回归结果在 10%，5%和 1%水平显著。

从表 3 的回归结果中可以看到，基金经理的冒险程度与其声誉显著负相关，从总体来看，

声誉水平越低的基金经理，面临的职业忧虑越大，越可能采取冒险的投资策略，通过承担高风险博取超额收益，达到维持其职业生涯的目标。表 3 的结果与大部分现有文献，包括 Keynes(1936)，Scharfstein and Stein(1990)，Chevalier and Ellison(1999)以及 Brown and Goetzmann(2001)等的研究结论并不一致，这主要是由我国基金行业的特点决定的：我国基金经理具有很高的流动性，根据 Huang and Wang(2013)的统计结果，2003-2010 年间，我国基金经理的年离职率为 31.2%~49.8%，而这一数据仅仅是基金经理离职的最后结果，考虑到部分基金经理通过冒险获得了较高收益，从而成功地维持了职业生涯，现实中声誉水平处于临界值以下，面临严重职业忧虑的基金经理可能更多。对这部分基金经理而言，采用保守的投资策略，取得的接近行业平均水平的收益，并不足以使其声誉恢复到临界值以上。此时，他们维持职业生涯需要的是短期内的超额收益，而不是避免投资损失，因此，就更有可能采用冒险的投资策略。而且基金经理声誉水平越低，越需要更高的超额收益，其投资策略的冒险程度也越高，因此，基金经理声誉水平和投资风格的冒险程度表现出负相关的关系。

然而，需要注意的是，对于不同声誉水平的基金经理而言，声誉对其投资风格的影响可能是不同的，基金经理声誉与投风格冒险程度之间的关系并不一定是线性的：对于能够凭借其个人能力取得优秀业绩的基金经理而言，由于超出平均水平业绩的长期积累，这类基金经理目前的声誉水平远大于临界值，一次投资损失并不足以威胁到其职业生涯，职业忧虑对其投资风格的影响较小，因而更有可能采取风险与收益相匹配的原则确定投资策略，与声誉在临界值附近的基金经理相比，他们的投资风格将表现为相对冒险。

基于上述考虑，本文随后在解释变量中加入了基金经理声誉的二次项，考察基金经理职业忧虑对其投资风格冒险程度的非线性影响，回归结果如表 4 所示：

表 4 基金经理声誉与基金投资风格：非线性影响

variable	(1)		(2)	
	volatility	skewness	Volatility	skewness
inter	0.792 *** (3.03)	-0.418 * (-1.83)	1.010 *** (13.68)	-2.107 *** (-5.48)
reputation ²	8.040 *** (5.66)	-1.978 (-1.59)	1.982 *** (4.93)	6.061 *** (2.90)
reputation	0.004 (0.02)	-0.975 *** (-4.69)	-0.055 (-0.81)	-0.773 ** (-2.21)
tenure	0.002 (0.32)	0.009 * (1.91)	-0.004 ** (-2.42)	0.007 (0.87)
gender	0.059 * (1.94)	-0.029 (-1.07)	0.035 *** (4.00)	-0.105 ** (-2.34)
edu1	-0.603 *** (-2.96)	0.368 ** (2.07)	-0.247 *** (-4.28)	0.402 (1.34)
edu2	-0.034 (-0.87)	0.039 (1.16)	-0.016 (-1.48)	-0.052 (-0.92)
edu3	0.038 (1.26)	0.002 (0.09)	0.009 (1.04)	0.088 ** (2.01)

mktret	-0.023 (-0.45)	0.209 *** (4.57)	0.011 (0.72)	0.224 *** (2.91)
growth	0.001 (0.17)	-0.003 (-0.64)	0.005 *** (3.29)	-0.006 (-0.70)
age_fund	-0.035 *** (-6.54)	-0.001 (-0.16)	-0.016 *** (-10.37)	0.002 (0.30)
size_fund	0.045 *** (5.77)	0.031 *** (4.46)	-0.015 *** (-6.66)	0.028 ** (2.39)
invtype	-1.072 *** (-28.45)	0.354 *** (10.73)	-0.299 *** (-28.01)	0.924 *** (16.65)
fee_retio	0.033 (1.35)	-0.057 *** (-2.71)	0.023 *** (3.30)	-0.059 (-1.64)
size_firm	-0.125 ** (-2.22)	0.168 *** (3.40)	-0.015 (-0.91)	0.061 (0.74)
fix_firm	yes	yes	yes	yes
fix_time	yes	yes	yes	yes
obs.	5866	5866	5866	5866
F	34.66 ***	32.40 ***	28.60 ***	8.65 ***
R ²	0.3376	0.3227	0.2961	0.1128

注：表 4 中(1)为基金日收益原始值计算的投资风格保守性；(2)为根据 Kim, Li and Zhang (2010)方法计算的结果。小括号内为回归结果的 T 值，*，**，***分别代表回归结果在 10%，5%和 1%水平显著。

从表 4 的回归结果中可以看到，基金经理声誉的二次项与其投资策略冒险程度的回归系数显著为正。这表明，声誉足够高和声誉非常低的基金经理都会采取相对冒险的投资风格，但考虑到职业忧虑，二者采取冒险投资风格的动机并不相同。

对于声誉足够高的基金经理而言，由于面临较低离职的风险，职业忧虑对于投资风格的影响较小，采取风险较高的投资策略是出于风险收益相匹配的原则，追求的是更高的期望收益。而对于声誉非常低的基金经理而言，他们面临严重的短期业绩压力，如果短期内不能取得超过行业平均水平的业绩，将被解雇而失去目前的职位。在这种情况下，他们采取冒险投资风格的动机更多的是为了最大化超额收益出现的可能性。这一结果一定程度上验证了 Malliaris and Yan(2012)提出的基金经理职业忧虑对其投资风格影响的理论研究结果。

注意到对于声誉足够高，能够承受一次投资失败带来的声誉损失的基金经理而言，他们在选择投资风格时较少考虑职业忧虑的影响，而更多地基于风险收益相匹配的原则。这类基金经理的行为动机与本文研究的研究目的不符，因此本文随后剔除了这部分样本，方法是根据基金经理声誉的高低将全部样本分为基金经理声誉高、中、低三组，并剔除其中的高组。随后，我们利用得到的样本进行了进一步的检验。

(二) 动态视角

在前文的实证过程中，事实上假定基金经理的声誉是不变的，由其其对基金业绩贡献的固定效应决定，然而，现实中基金经理的声誉是由其历史业绩累积决定的，随着职业生涯不同

阶段经营业绩的变化，基金经理的声誉也会发生相应的变化。因此，本文随后根据基金经理职业生涯不同阶段的业绩，从动态的角度构建了基金经理声誉指标，具体方法如下：

$$reputation_t = \frac{1}{2} perf_t + \frac{1}{2} reputation_{t-1}$$

在基金经理任职的第 t 季度，其声誉由前 $t-1$ 季度的历史业绩决定，且离第 t 季度的时间越短，该季度业绩对基金经理声誉的影响力越大。因此，本文首先对基金经理职业生涯中不同阶段的业绩赋予了不同的权重，具体来说，我们将第 i 期($1 < i < t-1$)和之前的 $i-1$ 期的权重业绩对其声誉影响的权重都赋为 $w=1/2^{t-i}$ ，而。然后对基金经理的历史业绩加权求和得到基金经理声誉的衡量指标，并运用这一指标检验基金经理职业忧虑对其投资风格冒险程度的影响，具体实证结果如表 5：

表 5 基金经理职业忧虑与基金投资风格：动态视角

variable	(1)		(2)	
	volatility	skewness	volatility	skewness
inter	-2.068 (-0.55)	-0.027 (-0.01)	-0.150 (-0.17)	-1.832 (-0.58)
reputation	-0.201 * (-1.85)	0.040 (0.52)	-0.058 ** (-2.20)	-0.180 ** (-1.97)
tenure	-0.001 (-0.11)	0.003 (0.51)	-0.001 (-0.67)	0.006 (0.97)
gender	0.115 ** (2.42)	0.005 (0.13)	0.030 *** (2.59)	-0.038 (-0.96)
edu1	-0.909 *** (-3.61)	0.262 (1.46)	-0.305 *** (-5.01)	0.284 (1.34)
edu2	-0.104 * (-1.68)	0.100 ** (2.28)	-0.043 *** (-2.86)	0.117 ** (2.26)
edu3	0.047 (1.04)	-0.041 (-1.27)	0.018 (1.60)	0.031 (0.80)
mktret	20.089 (0.78)	0.428 (0.02)	7.389 (1.18)	12.931 (0.59)
growth	0.001 (0.06)	0.003 (0.42)	0.003 (1.39)	-0.017 ** (-2.03)
age_fund	-0.045 *** (-5.84)	0.001 (0.23)	-0.020 *** (-10.84)	0.000 (0.02)
size_fund	0.054 *** (4.79)	0.029 *** (3.57)	-0.011 *** (-4.15)	0.012 (1.31)
invtype	-0.889 *** (-12.80)	0.261 *** (5.27)	-0.198 *** (-11.77)	-0.102 * (-1.75)
fee_retio	0.204 *** (3.26)	-0.219 *** (-4.91)	0.116 *** (7.70)	-0.405 *** (-7.68)
size_firm	-0.057	0.014	-0.041 *	-0.008

	(-0.66)	(0.22)	(-1.94)	(-0.10)
fix_firm	yes	yes	yes	yes
fix_time	yes	yes	yes	yes
obs.	3625	3625	3625	3625
F	14.78***	29.68***	18.48***	4.00***
R ²	0.2956	0.4572	0.3440	0.1019

注：表 5 中(1)为基金日收益原始值计算的投资风格保守性；(2)为根据 Kim, Li and Zhang (2010)方法计算的结果。小括号内为回归结果的 T 值，*，**，***分别代表回归结果在 10%，5%和 1%水平显著。

可以看到，表 5 的回归结果与前文中表 3 的回归结果基本一致，即基金经理声誉与其投资风格的冒险程度显著负相关。由于剔除了拥有良好声誉的样本，该结果更好地证明了本文的研究结论，即当基金经理声誉处于临界点以下，面临离职的压力时，会采取冒险的投资策略，希望通过取得较大的收益从而弥补其声誉损失；而对于声誉处于临界点以上的基金经理而言，此时更重要的是保护声誉不受损失，因而他们更有可能采取保守的投资策略，尽量避免因出现负的投资收益而损害其声誉，投资风格也更加保守。

(三) 进一步分析

对于声誉水平较低，面临较大的职业忧虑的基金经理而言，如果冒险的投资风格是基金经理挽回声誉损失的一种手段，那么当他们在前一期遭受投资损失，损害了声誉，职业忧虑增加之后，就将有更大的动机在接下来的一期中通过冒险的投资风格来挽回声誉，维持职业生涯。因此，本文随后以基金经理上一期经营业绩作为解释变量，进一步检验前文的研究结论，具体实证结果如表 6 所示：

表 6 基金经理上期业绩与基金投资风格

variable	(1)		(2)	
	volatility	skewness	volatility	skewness
inter	-2.000 (-0.54)	-0.036 (-0.01)	-0.141 (-0.16)	-1.806 (-0.57)
lag_perf	-0.349 ** (-2.22)	-0.229 ** (-2.54)	-0.013 (-0.44)	-0.236 ** (-2.22)
tenure	-0.004 (-0.60)	0.004 (0.74)	-0.002 (-1.36)	0.003 (0.45)
gender	0.117 ** (2.47)	0.006 (0.19)	0.030 *** (2.60)	-0.036 (-0.91)
edu1	-0.898 *** (-3.57)	0.281 (1.56)	-0.300 *** (-4.92)	0.319 (1.50)
edu2	-0.104 * (-1.68)	0.106 ** (2.42)	-0.042 *** (-2.82)	0.124 ** (2.38)
edu3	0.042 (0.92)	-0.043 (-1.31)	0.017 (1.52)	0.026 (0.68)
mktret	19.470	0.427	7.296	12.589

	(0.75)	(0.02)	(1.16)	(0.58)
growth	0.001	0.003	0.003	-0.016 **
	(0.06)	(0.44)	(1.44)	(-1.96)
age_fund	-0.046 ***	0.001	-0.020 ***	0.000
	(-5.94)	(0.22)	(-10.85)	(0.00)
size_fund	0.054 ***	0.029 ***	-0.011 ***	0.013
	(4.82)	(3.55)	(-4.11)	(1.34)
invtype	-0.887 ***	0.261 ***	-0.204 ***	-0.126 **
	(-12.81)	(5.34)	(-12.30)	(-2.18)
fee_retio	0.197 ***	-0.222 ***	0.114 ***	-0.415 ***
	(3.15)	(-4.99)	(7.56)	(-7.88)
size_firm	-0.056	0.014	-0.040 *	-0.004
	(-0.64)	(0.23)	(-1.90)	(-0.05)
fix_firm	yes	yes	yes	yes
fix_time	yes	yes	yes	yes
obs.	3625	3625	3625	3625
F	14.80***	29.80***	18.41***	4.01***
R ²	0.2958	0.4581	0.3432	0.1022

注：表 6 中(1)为基金日收益原始值计算的投资风格保守性；(2)为根据 Kim, Li and Zhang (2010)方法计算的结果。小括号内为回归结果的 T 值，*，**，***分别代表回归结果在 10%，5%和 1%水平显著。

从表 6 的回归结果中可以看到，基金经理前一期的业绩与基金当期投资风格冒险程度的回归系数显著为负，表明当基金经理由于投资失败对声誉造成损害危及其职业生涯时，更倾向于选择冒险的投资策略，以期实现较高的投资收益挽回声誉损失。这也与前文的结论一致。

(四) 投资风格的实现

随后，本文结合基金的前十大重仓股数据，检验了声誉低于临界水平，面临离职风险的基金经理是通过何种方式实现冒险的投资风格的。本文首先计算了基金各季度前十大重仓股平均的贝塔值水平，并将其代入模型中进行回归分析，具体结果如表 7 所示：

表 7 重仓股贝塔值、基金经理职业忧虑与基金投资风格

variable	volatility			skewness			volatility			skewness		
	(1)	(2)	(3)	(1)	(2)	(3)	(1)	(2)	(3)	(1)	(2)	(3)
inter	-2.068 (-0.55)	-0.080 (-0.49)	-0.096 (-0.59)	-0.027 (-0.01)	-0.328* (-1.75)	-0.326* (-1.74)	-0.150 (-0.17)	0.466*** (5.27)	0.461*** (5.21)	-1.832 (-0.58)	0.299 (1.01)	0.272 (0.92)
reputation	-0.201* (-1.85)		-0.161* (-1.72)	0.040 (0.52)		0.031 (0.32)	-0.058** (-2.20)		-0.091** (-2.00)	-0.180** (-1.97)		-0.457 (-1.02)
avg_beta		0.009** (1.99)	0.008* (1.87)		0.003*** (3.24)	0.003*** (3.22)		0.004** (2.08)	0.002** (2.00)		0.005*** (2.67)	0.004*** (2.55)
tenure	-0.001 (-0.11)	0.002 (0.80)	0.004 (1.23)	0.003 (0.51)	0.004 (1.28)	0.005 (1.31)	-0.001 (-0.67)	0.002 (1.22)	0.002 (1.49)	0.006 (0.97)	0.003 (0.57)	0.005 (0.99)
gender	0.115** (2.42)	0.074*** (3.89)	0.075*** (3.96)	0.005 (0.13)	0.016 (0.73)	0.016 (0.73)	0.030*** (2.59)	0.013 (1.24)	0.013 (1.28)	-0.038 (-0.96)	-0.032 (-0.94)	-0.030 (-0.87)
edu1	-0.909*** (-3.61)	-	-	0.262 (1.46)	-	-	-0.305*** (-5.01)	-	-	0.284 (1.34)	-	-
edu2	-0.104* (-1.68)	-0.003 (-0.09)	-0.003 (-0.10)	0.100** (2.28)	0.061** (1.97)	0.061** (1.97)	-0.043*** (-2.86)	-0.009 (-0.60)	-0.009 (-0.61)	0.117** (2.26)	0.110** (2.25)	0.109** (2.24)
edu3	0.047 (1.04)	0.002 (0.08)	0.002 (0.09)	-0.041 (-1.27)	-0.065*** (-2.81)	-0.065*** (-2.81)	0.018 (1.60)	-0.002 (-0.20)	-0.002 (-0.20)	0.031 (0.80)	-0.003 (-0.07)	-0.002 (-0.06)
mktret	20.089 (0.78)	0.233* (1.87)	0.204 (1.63)	0.428 (0.02)	1.421*** (9.97)	1.418*** (9.91)	7.389 (1.18)	-0.050 (-0.75)	-0.061 (-0.90)	12.931 (0.59)	0.498** (2.21)	0.447** (1.98)
growth	0.001 (0.06)	-0.001 (-0.14)	-0.001 (-0.25)	0.003 (0.42)	0.003 (0.75)	0.003 (0.74)	0.003 (1.39)	0.002 (1.19)	0.002 (1.12)	-0.017** (-2.03)	-0.015** (-2.18)	-0.016** (-2.28)
age_fund	-0.045*** (-5.84)	-0.033*** (-10.32)	-0.034*** (-10.43)	0.001 (0.23)	0.001 (0.40)	0.002 (0.41)	-0.020*** (-10.84)	-0.012*** (-6.83)	-0.012*** (-6.89)	0.000 (0.02)	-0.002 (-0.29)	-0.002 (-0.39)

size_fund	0.054*** (4.79)	0.053*** (10.53)	0.053*** (10.54)	0.029*** (3.57)	0.014** (2.37)	0.014** (2.37)	-0.011*** (-4.15)	-0.001 (-0.47)	-0.001 (-0.48)	0.012 (1.31)	0.007 (0.82)	0.007 (0.81)
invtype	-0.889*** (-12.80)	-0.916*** (-24.86)	-0.899*** (-24.18)	0.261*** (5.27)	0.239*** (5.66)	0.241*** (5.64)	-0.198*** (-11.77)	-0.222*** (-11.15)	-0.216*** (-10.75)	-0.102** (-1.75)	0.044 (0.66)	0.073 (1.09)
fee_retio	0.204*** (3.26)	0.118*** (3.24)	0.121*** (3.34)	-0.219*** (-4.91)	-0.110*** (-2.66)	-0.110*** (-2.65)	0.116*** (7.70)	0.035* (1.79)	0.036* (1.85)	-0.405*** (-7.68)	-0.279*** (-4.27)	-0.273*** (-4.18)
size_firm	-0.057 (-0.66)	-0.098 (-0.27)	-0.104 (-0.28)	0.014 (0.22)	0.015*** (3.53)	0.015*** (3.53)	-0.041* (-1.94)	-0.061*** (-3.09)	-0.062*** (-3.10)	-0.008 (-0.10)	-0.016 (-0.25)	-0.017 (-0.26)
fix_firm	yes	yes	yes	yes	yes	yes	yes	yes	yes	yes	yes	yes
fix_time	yes	yes	yes	yes	yes	yes	yes	yes	yes	yes	yes	yes
obs.	3625	3097	3097	3625	3097	3097	3625	3097	3097	3625	3097	3097
F	14.78***	66.54***	66.15***	29.68***	67.47***	66.77***	18.48***	17.40***	17.28***	4.00***	6.23***	6.28***
R	0.2956	0.6850	0.6860	0.4572	0.6880	0.6880	0.3440	0.3625	0.3634	0.1019	0.1692	0.1718

注：表中(1)为基金日收益原始值计算的投资风格保守性；(2)为根据 Kim, Li and Zhang (2010)方法计算的结果。*, **, ***代表回归结果在 10%, 5%和 1%水平显著.

表 7 中各变量的回归结果(1)与表 5 相同, 回归结果(2)中基金前十大重仓股的平均贝塔值(avg_beta)与基金经理投资风格的冒险程度之间的回归系数显著为正, 表明基金经理投资于高贝塔值的股票能够实现冒险的投资风格。对比回归结果(1)和回归结果(3)可以发现, 当考虑到基金前十大重仓股的平均贝塔值(avg_beta)后, 基金经理声誉水平($reputation$)与其投资风格冒险程度之间的负相关关系有所减弱, 表明基金前十大重仓股的平均贝塔值(avg_beta)是基金经理声誉水平($reputation$)影响基金经理投资风格冒险程度的中介变量, 当基金经理声誉水平较低, 面临较高的职业忧虑时, 会通过选择贝塔值更高的股票实现冒险的投资风格。

进一步的, Scharfstein 和 Stein (1990)发现, 基金经理为了避免业绩差于同行而使声誉受损, 会倾向于放弃个人观点而采取与其他基金经理保持一致的策略。从该研究出发, 结合本文的研究不难推出: 当基金经理声誉处于临界值以上时, 为了保住工作, 他们会采取与其他基金经理保持一致的投资策略; 而如果基金经理的声誉处于临界值以下, 面临很大的离职压力时, 仅仅通过与其他基金经理保持一致, 取得不差于同行的基金业绩并不足以保住其职位, 因此, 他们更有可能采取有别于其他基金经理的投资选择。

借鉴 Cohen, Coval 和 Pastor(2005)的研究方法和投资者网络的相关概念, 本文设计了衡量基金经理投资选择与其他人保持一致程度的指标选股“抱团”(group)程度: 我们首先以上市公司为考察对象, 计算每一只股票分别被多少只基金重仓持有; 然后, 以基金为考察对象, 计算基金重仓的股票中平均每支股票有多少只基金重仓持有, 这样就得到变量 group。将该指标代入模型中, 检验基金经理是否会通过避免与其他基金经理保持一致实现冒险的投资风格, 具体结果如表 8 所示:

表 8 选股“抱团”、基金经理职业忧虑与基金投资风格

variable	volatility			skewness			volatility			skewness		
	(1)	(2)	(3)	(1)	(2)	(3)	(1)	(2)	(3)	(1)	(2)	(3)
inter	-2.068 (-0.55)	-0.073 (-0.44)	-0.089 (-0.54)	-0.027 (-0.01)	0.385** (2.06)	0.383** (2.04)	-0.150 (-0.17)	0.401*** (4.65)	0.395*** (4.58)	-1.832 (-0.58)	0.386 (1.31)	0.358 (1.21)
reputation	-0.201* (-1.85)		-0.263 (-1.15)	0.040 (0.52)		-0.038 (-0.40)	-0.058** (-2.20)		-0.096** (-2.18)	-0.180** (-1.97)		-0.465 (-1.09)
group		-0.022*** (-2.72)	-0.021*** (-2.69)		-0.017*** (-5.00)	-0.017*** (-5.00)		-0.021*** (-13.06)	-0.021*** (-13.09)		-0.027*** (-4.90)	-0.027*** (-4.88)
tenure	-0.001 (-0.11)	0.002 (0.78)	0.004 (1.22)	0.003 (0.51)	0.004 (1.16)	0.004 (1.21)	-0.001 (-0.67)	0.003 (1.65)	0.003* (1.94)	0.006 (0.97)	0.002 (0.45)	0.005 (0.88)
gender	0.115** (2.42)	0.073*** (3.86)	0.075*** (3.93)	0.005 (0.13)	0.013 (0.60)	0.013 (0.61)	0.030** (2.59)	0.014 (1.43)	0.015 (1.48)	-0.038 (-0.96)	-0.036 (-1.06)	-0.034 (-0.99)
edu1	-0.909*** (-3.61)			0.262 (1.46)			-0.305*** (-5.0)			0.284 (1.34)		
edu2	-0.104* (-1.68)	-0.002 (-0.09)	-0.003 (-0.10)	0.100** (2.28)	0.060* (1.94)	0.060* (1.93)	-0.043*** (-2.86)	-0.006 (-0.40)	-0.006 (-0.41)	0.117** (2.26)	0.108** (2.21)	0.107** (2.20)
edu3	0.047 (1.04)	0.002 (0.08)	0.002 (0.09)	-0.041 (-1.27)	-0.064*** (-2.78)	-0.064*** (-2.78)	0.018 (1.60)	-0.005 (-0.48)	-0.005 (-0.47)	0.031 (0.80)	-0.001 (-0.02)	-0.001 (-0.02)
mktret	20.089 (0.78)	0.235* (1.89)	0.206* (1.65)	0.428 (0.02)	1.443*** (10.14)	1.438*** (10.08)	7.389 (1.18)	-0.076 (-1.16)	-0.087 (-1.32)	12.931 (0.59)	0.531** (2.37)	0.479** (2.13)
growth	0.001 (0.06)	-0.001 (-0.14)	-0.001 (-0.26)	0.003 (0.42)	0.003 (0.67)	0.003 (0.65)	0.003 (1.39)	0.003 (1.58)	0.003 (1.50)	-0.017** (-2.03)	-0.016** (-2.27)	-0.016** (-2.38)
age_fund	-0.045*** (-5.84)	-0.033*** (-10.31)	-0.034*** (-10.42)	0.001 (0.23)	-0.001 (-0.32)	-0.001 (-0.33)	-0.020*** (-10.84)	-0.012*** (-7.25)	-0.012*** (-7.33)	0.000 (0.02)	-0.001 (-0.21)	-0.002 (-0.32)

size_fund	0.054*** (4.79)	0.052*** (10.27)	0.052*** (10.27)	0.029*** (3.57)	0.009 (1.51)	0.009 (1.51)	-0.011*** (-4.15)	0.005* (1.68)	0.005* (1.68)	0.012 (1.31)	-0.002 (0.00)	-0.011 (-0.01)
invtype	-0.889*** (-12.80)	-0.910*** (-24.54)	-0.893*** (-23.89)	0.261*** (5.27)	0.275*** (6.49)	0.277*** (6.48)	-0.198*** (-11.77)	-0.255*** (-13.08)	-0.249*** (-12.65)	-0.102* (-1.75)	0.097 (1.46)	0.127* (1.88)
fee_retio	0.204*** (3.26)	0.118*** (3.24)	0.121*** (3.34)	-0.219*** (-4.91)	-0.108*** (-2.60)	-0.107*** (-2.59)	0.116*** (7.70)	0.028 (1.48)	0.030 (1.55)	-0.405*** (-7.68)	-0.274*** (-4.20)	-0.268*** (-4.11)
size_firm	-0.057 (-0.66)	-0.013 (-0.35)	-0.013 (-0.36)	0.014 (0.22)	0.001*** (3.06)	0.001*** (3.06)	-0.041* (-1.94)	-0.044** (-2.27)	-0.044** (-2.28)	-0.008 (-0.10)	-0.046 (-0.69)	-0.046 (-0.70)
fix_firm	yes	yes	yes	yes	yes	yes	yes	yes	yes	yes	yes	yes
fix_time	yes	yes	yes	yes	yes	yes	yes	yes	yes	yes	yes	yes
obs.	3625	3097	3097	3625	3097	3097	3625	3097	3097	3625	3097	3097
F	14.78***	66.52***	66.15***	29.68***	67.94***	67.24***	18.48***	20.13***	20.00***	4.00***	6.44***	6.49***
R	0.2956	0.6850	0.6960	0.4572	0.6895	0.6896	0.3440	0.3969	0.3978	0.1019	0.1739	0.1766

注：表中(1)为基金日收益原始值计算的投资风格保守性；(2)为根据 Kim, Li and Zhang (2010)方法计算的结果。*, **, ***代表回归结果在 10%, 5%和 1%水平显著。

表 8 的结构与表 7 基本相同,从表 8 中可以看到,基金经理选股抱团的程度(group)与基金经理投资风格之间的回归系数显著为负,表明选股抱团会导致基金经理投资风险的保守,同时对比表 8 中回归结果(1)和回归结果(3)可以看到,当考虑到基金经理选股抱团的程度(group)后,基金经理声誉水平(reputation)与其投资风格冒险程度之间的负相关关系有所减弱,表明基金经理选股抱团的程度(group)是基金经理声誉水平(reputation)影响基金经理投资风格冒险程度的中介变量,当基金经理声誉水平较低,面临较高的职业忧虑时,会通过降低选股抱团的程度,采用与其他基金经理不同的选股策略实现冒险的投资风格。

四 小结

本文以我国股票型开放基金 2004 年到 2012 年的数据为研究样本,借鉴 Malliaris and Yan(2012)的研究思路,实证检验了基金经理职业忧虑对其投资风格的影响,并分析了基金经理实现特定投资风格所采取的选股策略。研究发现:

首先,基金经理的职业忧虑和声誉水平会影响其投资风格的冒险程度,具体而言,从总体来看,基金经理的声誉水平越高,其投资风格越保守。

其次,基金经理声誉水平与其投资风格的冒险程度并非简单的线性关系,对于拥有极高声誉的基金经理来说,他们的职业忧虑极低,因而不会因为职业忧虑而采取保守的投资风格;对于声誉较差的基金经理来说,仅采取保守的投资策略并不足以弥补其声誉损失,职业忧虑对其投资策略的影响表现为希望通过承担更多的风险获得超额收益保住基金经理的职位,投资风格更加冒险;只有声誉处于中等水平的基金经理投资风格最为保守。

最后,本文发现,声誉较差的基金经理会通过选择高贝塔值和低基金参与的股票实现冒险的投资风格,而声誉中等的基金经理会通过选择低贝塔值和基金“抱团”股实现保守的投资风格。

本文的贡献主要体现在,我们利用我国特殊情境所提供的独特数据,对基金经理职业忧虑对投资决策影响的理论分析提供了经验证据,丰富和发展了职业忧虑对基金经理投资行为影响方面的研究。同时,本文的研究有助于我们对我国基金经理决策做出更加深刻的认识,对于政策制订部门进一步立法,规范基金经理的行为,保障投资者的利益具有一定的借鉴意义。

参考文献:

- [1] Brown S J, Goetzmann W N, Park J. Careers and survival: competition and risk in the hedge fund and CTA industry[J]. *The Journal of Finance*, 2001, 56(5): 1869-1886.
- [2] Brown N.C., Wei K.D. and Wermers R., 2012, “Analyst Recommendations, Mutual Fund Herding, and Overreaction in Stock Prices”, working paper, University of Maryland.
- [3] Chevalier J, Ellison G. Career concerns of mutual fund managers[J]. *The Quarterly Journal of Economics*, 1999, 114(2): 389-432.
- [4] Huang J, Wang Y A. The Predictability of Managerial Heterogeneities in Mutual Funds[C]. CICF 2013, 上海.

-
- [5] Jiang F. and Kim K. A., 2014, Corporate governance in China: A modern perspective, working paper, Renmin University of China;
- [6] Keynes J M. The general theory of employment interest and money. London: Macmillan, 1936.
- [7] Kim J B, Li Y, Zhang L. Corporate tax avoidance and stock price crash risk: Firm-level analysis[J]. *Journal of Financial Economics*, 2011, 100(3): 639-662.
- [8] Li W., Rhee G. and Wang S. S., 2009, "Differences in Herding: Individual vs. Institutional Investors in China", working Paper, Hong Kong Polytechnic University.
- [9] Malliaris S G, Yan H. Reputation concerns and slow-moving capital[C]//AFA 2011 Denver Meetings Paper. 2012: 08-26.
- [10] Scharfstein D. S. and Stein J. C., 1990, Herd behavior and investment[J], *The American Economic Review*, vol.80, pp.465-479;
- [11] Tan L., Chiang T. C., Mason J. R. and Nelling E., 2008, "Herding Behavior in Chinese Stock Market: an Examination of A and B Shares", *Pacific-Basin Finance Journal*, Vol.16, pp.61~77.
- [12] 许年行, 于上尧, 伊志宏. 机构投资者羊群行为与股价崩盘风险[J]. *管理世界*, 2013 (7): 31-43.