

The Impact of Fund Managers' Personal Characteristics on the Performance of
The Hedge Funds They Manage

by

Yifan Zhu

A Dissertation Presented in Partial Fulfillment
of the Requirements for the Degree
Doctor of Business Administration

Approved March 2022 by the
Graduate Supervisory Committee:

Zhan Shi, Co-Chair
Hong Yan, Co-Chair
Hui Chen
Andrew Chen

ARIZONA STATE UNIVERSITY

August 2022

基金经理的个人特征对其管理的私募证券投资基金业绩的影响

朱一凡

全球金融工商管理博士
学位论文

研究生管理委员会
于 2022 年 3 月批准：

施展，联席主席
严弘，联席主席
陈晖
陈乃光

亚利桑那州立大学

二零二二年八月

ABSTRACT

Whether it is a mutual fund or a hedge fund, the investment ability of the fund manager is a key factor affecting the performance of the funds under management. How to select a fund manager with excellent investment ability to achieve good performance is a problem that both fund investors and fund companies are concerned about. Although many scholars have studied the relationship between the personal characteristics of fund managers and fund performance, previous research focused more on the evaluation of fund performance. In addition, due to the limitation of data, previous research mainly focused on the mutual fund industry. With the gradual standardization of information disclosure by private securities funds, or hedge funds, data availability has gradually increased. Under the support of MEIX, this dissertation focuses on analyzing the impact of the personal characteristics of hedge fund managers on the performance of the funds under their management.

Based on the previous research, this dissertation decomposes the overall performance along the two dimensions: excess return and total risk. It decomposes excess return into stock selection ability and timing ability, and decomposes total risk into systematic risk and unsystematic risk. It uses physiological characteristics, educational background, and professional experience as the basis for the selection of explanatory variables, and divides the market into two stages: bull market and bear market, to better analyze the relationship between the personal characteristics of fund managers and fund performance.

The results of this dissertation show that: (1) Whether it is a bull market or a bear market, the gender characteristic of fund managers has no significant relationship with the performance of funds. (2) Whether it is a bull market or a bear market, the educational background of the fund manager has a significant negative relationship with the total risk of the fund. And in the bull market, the educational background of fund managers is positively correlated with the overall performance of the fund. (3) There is a negative correlation between the professional experience of the fund manager and the comprehensive performance of the fund.

摘要

无论是公募基金还是私募证券基金，基金经理的投资能力是影响其管理的基金的绩效的关键因素，如何挑选出拥有优秀的投资能力的基金经理，从而实现好的基金绩效，是一个无论是基金投资者还是基金公司都关注的问题。虽然已经有大量的学者研究基金经理的个人特征与基金绩效之间的关系，但是一方面是过往的而研究更侧重基金业绩的评价方面，另一方面是受限于数据的约束，研究也主要集中在公募基金行业。随着私募证券基金在信息披露等方面逐步规范，可用于比较研究的数据逐渐丰富和标准化，本文也借助美市科技的数据支持，重点分析私募证券基金的个人特征对其管理的基金绩效的影响。

在前人研究的基础上，本文将基金总体绩效分解成为超额收益与总风险，并在此基础上将超额收益进一步分解成为选股能力及择时能力，将总风险进一步分解为系统性风险与非系统性风险。本文从生理特征、教育背景、从业时间这几个角度作为选择解释变量的依据，再将市场进一步分成牛市与熊市两个阶段，以更好地分析基金经理的个人特征和基金绩效之间的关系。

本文的研究结果显示：**(1)** 无论是牛市还是熊市，基金经理的性别特征对基金的绩效没有显著的影响关系。**(2)** 无论是牛市还是熊市，基金经理的学历与基金的总风险呈现显著的负向关系。并且在牛市中基金经理的学历因素与基金的综合绩效呈正相关的关系。**(3)** 基金经理的从业经验与基金的综合绩效呈负相关的关系。

第 1 章 目录

	页码
表格列表	viii
图表列表	ix
章节	
第 1 章 绪论	1
1.1 研究背景和研究意义	1
1.1.1 研究背景	1
1.1.2 研究意义	2
1.2 主要创新与不足之处	4
1.2.1 主要创新	4
1.2.2 不足之处	4
1.3 研究框架	5
第 2 章 文献综述	7
2.1 基金绩效的评价方法和指标	7
2.2 基金经理选股与择时能力	9
2.3 基金经理个人特征与基金绩效	11
2.4 基金特征与基金绩效	14
2.5 现有文献的局限性	17
第 3 章 私募证券基金介绍	18

章节	页码
3.1 私募证券基金的定义与特征	18
3.1.1 私募证券基金的定义	18
3.1.2 私募证券基金的特征	19
3.2 私募证券基金的发展与现状	20
3.2.1 私募证券基金的发展	20
3.2.2 私募证券基金的现状	21
3.3 私募证券基金的投资决策体系	23
第 4 章 理论基础与研究假设	25
4.1 相关理论	25
4.1.1 行为金融理论	25
4.1.2 信号理论	27
4.1.3 高阶梯队理论	27
4.2 研究假设	28
4.2.1 基金经理的性别与基金绩效	29
4.2.2 基金经理的学历与基金绩效	30
4.2.3 基金经理的从业经验与基金绩效	31
第 5 章 相关指标选取与模型建立	33
5.1 基金样本数据来源	33
5.2 变量选择	34

章节	页码
5.2.1 被解释变量.....	34
5.2.2 解释变量.....	36
5.2.3 控制变量.....	39
5.3 模型建立.....	43
5.3.1 基金经理个人特征与基金的综合绩效.....	43
5.3.2 基金经理个人特征与基金的超额收益.....	44
5.3.3 基金经理个人特征与基金的风险.....	44
第 6 章 模型实证分析.....	46
6.1 描述性统计分析.....	46
6.1.1 基金经理个人特征描述性统计.....	46
6.1.2 基金绩效描述性统计.....	46
6.2 共线性检验.....	48
6.3 基金经理个人特征与基金绩效指标的总体分析.....	49
6.3.1 牛熊市中基金经理个人特征对基金绩效指标的影响分析.....	49
6.3.2 熊市中基金经理个人特征对基金绩效指标的影响分析.....	55
6.3.3 牛市中基金经理个人特征对基金绩效指标的影响分析.....	60
6.4 主观基金经理个人特征与基金绩效指标的总体分析.....	64
6.4.1 牛熊市中基金经理个人特征对基金绩效指标的影响分析.....	64
6.4.2 熊市中基金经理个人特征对基金绩效指标的影响分析.....	67

章节	页码
6.4.3 牛市中基金经理个人特征对基金绩效指标的影响分析.....	70
第 7 章 研究结论与建议.....	74
7.1 研究结论	74
7.2 建议	76
参考文献	78

表格列表

表	页码
5-1 研究变量汇总表.....	42
6-1 基金经理个人特征统计结果.....	46
6-2 基金绩效指标统计结果.....	47
6-3 相关性检验结果.....	48
6-4 方差膨胀因子表.....	49
6-5 牛熊市中基金经理个人特征对基金绩效回归结果.....	50
6-6 熊市中基金经理个人特征对基金绩效回归结果.....	55
6-7 牛市中基金经理个人特征对基金绩效回归结果.....	60
6-8 牛熊市中基金经理个人特征对基金绩效回归结果.....	65
6-9 熊市中基金经理个人特征对基金绩效回归结果.....	68
6-10 牛市中基金经理个人特征对基金绩效回归结果.....	71
7-1 牛熊市场下基金经理特征对基金绩效的影响.....	74
7-2 牛熊市场下对假说的验证情况.....	74

图表列表

图	页码
1-1 论文研究框架	6
3-1 私募证券基金运作结构图	18
3-2 私募证券投资基金变化图	22
3-3 基金投资决策流程简图	24
4-1 基金经理个人特征影响基金绩效的机理	28
4-2 基金绩效分解框架	29

第 1 章 绪论

1.1 研究背景和研究意义

1.1.1 研究背景

我国私募基金的概念一般是针对公募基金而言，对应着不同的募资对象、募资方式以及管理方式。而私募基金根据投资标的不同还可以再行分类，划分为私募股权投资基金以及私募证券投资基金。前者的英文名是 **Private Equity Fund**，主要进行非上市公司的股权投资或者是上市公司非公开交易的股权投资（**PIPE**）两大类，其投资目的主要是通过被投资公司的上市、管理层收购（**MBO**）或者并购等方式来进行股权的转让升值从而获利退出。而后者也就是本文主要研究的私募证券基金，是指通过采用非公开发行的方式向少数合格的个人投资者或者机构投资者等特定对象发行并募集资金，并用所募集资金投资于公开交易的中国证监会规定的公司股票、债券、衍生品等投资标的。在国外，此类基金的英文名是 **Hedge Fund**，也被称为对冲基金，主要通过套利、对冲等交易手段来获得相应的利润。

随着中国改革开放以来经济的持续增长，我国国民的收入持续提升，基本达到中等收入国家水平，中国的城乡居民储蓄存款总额也在不断地增加，随着国民财富的急速积累，一方面国民对于财富管理有了巨大的需求，另一方面由于国民的投资理念、投资能力以及时间精力等无法满足国民的投资理财需求，投资方式匮乏，中国家庭的金融资产仍然是以储蓄存款为主。因此，随着中央开始逐步重视提高居民的财产性收入，私募证券基金行业获得了极大的推动进入了快速发展期。

随着 2004 深国投的私募基金经理赵丹阳推出了一只叫做“赤子之心”的证券投资集合资金信托计划，中国开始有了第一只私募证券基金。随着中国资本市场的不断发展与完善，

私募证券基金行业也随着蓬勃壮大。根据中国证券投资基金业协会统计数据显示，截至 2022 年 2 月底，存续私募基金管理人共计 24,683 家，共计管理了 127,954 只备案产品，对应管理规模达 20.37 万亿元，其中备案私募证券基金共计 79,551 只，对应管理规模达 6.34 万亿元。根据最新备案登记数据整理，包括高毅资产、礼仁投资、景林资产、淡水泉投资、幻方量化在内，国内私募证券基金行业至少有 5 家机构管理规模达到千亿级别。

从基金公司管理的角度来看，无论是从公司内部发掘和培养明星基金经理，还是选择从外部挖角，如何从基金经理的性别、学历、从业经验等个人特征出发寻找规律和逻辑，从而进一步提升私募基金管理人旗下基金产品的业绩，做大管理人规模，提升管理公司的利润水平是一个需要探讨的话题。对于投资者而言，面对市场上林林总总的私募基金产品以及代销机构和周围亲朋的推荐，在无法与基金经理进行面对面的沟通的情况下，如何通过基金公开信息中对于基金经理个人特征的描述以及其过往的业绩加以分析和判断，挑选出能够给其资产实现大幅增值的明星基金经理，也是一个值得探讨的话题。

1.1.2 研究意义

1、理论意义

在国外过往关于基金业绩的研究中，学者的研究重点更多地集中在基金业绩的评价方面，例如关于基金业绩的可持续性，基金业绩的影响因素等等。而国内关于基金经理的个人特征对基金业绩的影响，一方面过往的研究确实比较少，另一方面受限于数据取得难度，仅有的几篇研究也都是集中在 2000-2010 期间公募基金行业。近年来，国内资本市场的逐步完善，私募证券基金进入了高速增长期，伴随着《基金法》以及中基协各项管理规范的陆续出台，私募证券基金在信息披露等方面逐步规范，可用于比较研究的数据逐渐丰富和标

准化，结合美市科技的数据支持，本研究获得完整穿越牛市和熊市两个阶段的私募证券投资基金管理数据，可以分别从牛市以及熊市两个不同地视角研究私募证券投资基金的个人特征对基金绩效的影响，对于现有的研究是一种有价值的补充。

2、实际意义

与公募基金基金经理受监管、公司内部治理结构和各项风险控制制度的严格约束，对于投资决策没有大的话语权不同，私募证券基金的基金经理在基金的研究、投资决策和风险控制的过程中占据着核心位置，其交易的方式也更为灵活。同时，公募基金的基金经理往往是科班出身，普遍持有硕士及以上的学位，其中还有不少从业人员具有海外留学背景，而私募证券基金的基金经理的个人背景则显得更为复杂，除了科班出身的基金经理外，既有跨专业加入私募行业的从业人士，也有草根出身的实战派投资人（俗称“牛散”）。当个人投资人面对着“琳琅满目”的私募证券投资基金产品时，如何选择合适的基金经理，从而获得更好的投资回报；FoF 基金管理人及第三方投顾和代销机构如何从数万只私募基金产品中有系统的挑选出合适配置或代销的产品都是实践中会遇到的问题。本文结合国内外关于基金经理的个人特征与其基金业绩的关系研究文献，结合我国私募证券投资基金行业发展的情况和特点，研究基金经理的个人特征对其管理的基金的业绩影响，对于个人投资者如何更好地选择投资合适的私募证券投资基金产品、FoF 如何实践资产配置策略、第三方投顾和代销如何选择合适的产品代销，避免因销售适用性问题引起群体性事件都有着重要的现实意义。此外，本文的研究还能够用于指导私募证券投资基金管理人建立起科学的评价以及培训体系，充分培养或者挖掘合适的基金经理，提升旗下基金的投资业绩。对于监管机构而言，也能够依此建立更完善和科学的私募证券投资基金的监管体系。

1.2 主要创新与不足之处

1.2.1 主要创新

本文的创新点主要包含如下两点：

创新点之一在于本文依托美市科技的数据库数据，在市场上私募基金数据缺乏且非公开不透明的情况下，有针对性地选择了同时经历了同一轮牛熊市切换的同一基金经理的同一私募基金产品，进而有针对性地研究基金经理的个人特征在牛市和熊市两个不同市场环境下对基金绩效的影响。

创新点之二在于将基金绩效的综合指标进行分解，从而能够更好地分析基金经理的个人特征和基金绩效之间的关系。本文在前人研究的基础上，将基金总体绩效分解成为超额收益与总风险，并在此基础上将超额收益进一步分解成为选股能力及择时能力，将总风险进一步分解为系统性风险与非系统性风险，进而根据样本数据对基金经理个人特征和基金绩效之间的关系进行深入分析。

1.2.2 不足之处

本文尚存在许多的不足之处：

首先，基金的持仓情况和换手率情况对于研究基金经理的投资风格是比较好的指标，而包含这些数据的私募证券基金估值表属于管理人的核心信息，无法像公募基金一样按法定披露要求从公开渠道获取和使用，因而本文目前还无法更深入地对基金经理个人特征通过持仓变化以及换手率的操作等投资中介行为来研究中介效应。

其次，基金经理个人特征信息还不够完善，例如基金经理的商学院信息及成绩排名，基金经理的本科院校，是否有复合背景等等，进而无法更深入地研究基金经理的学历背景

信息对基金绩效的影响，特征总体对基金绩效的解释度也不足，还有很多特征可以进一步研究。也希望等现有的私募证券基金信息数据库中关于基金经理的个人数据更完善和全面之后再进一步深入的研究。

1.3 研究框架

本文的研究框架如图 1-1。

第一章为绪论，主要介绍了论文的研究背景与研究意义，研究思路与研究方法，以及本文的创新点及不足。

第二章为文献综述，对主要学者的研究进行了回顾与整理。

第三章为私募证券基金的定义、特征、发展、现状等内容的相关介绍。

第四章为本文研究的主要理论基础以及主要研究假设。

第五章为本文研究的相关指标设计与选取以及模型的建立。

第六章为模型的实证分析。

第七章为研究结论及建议。

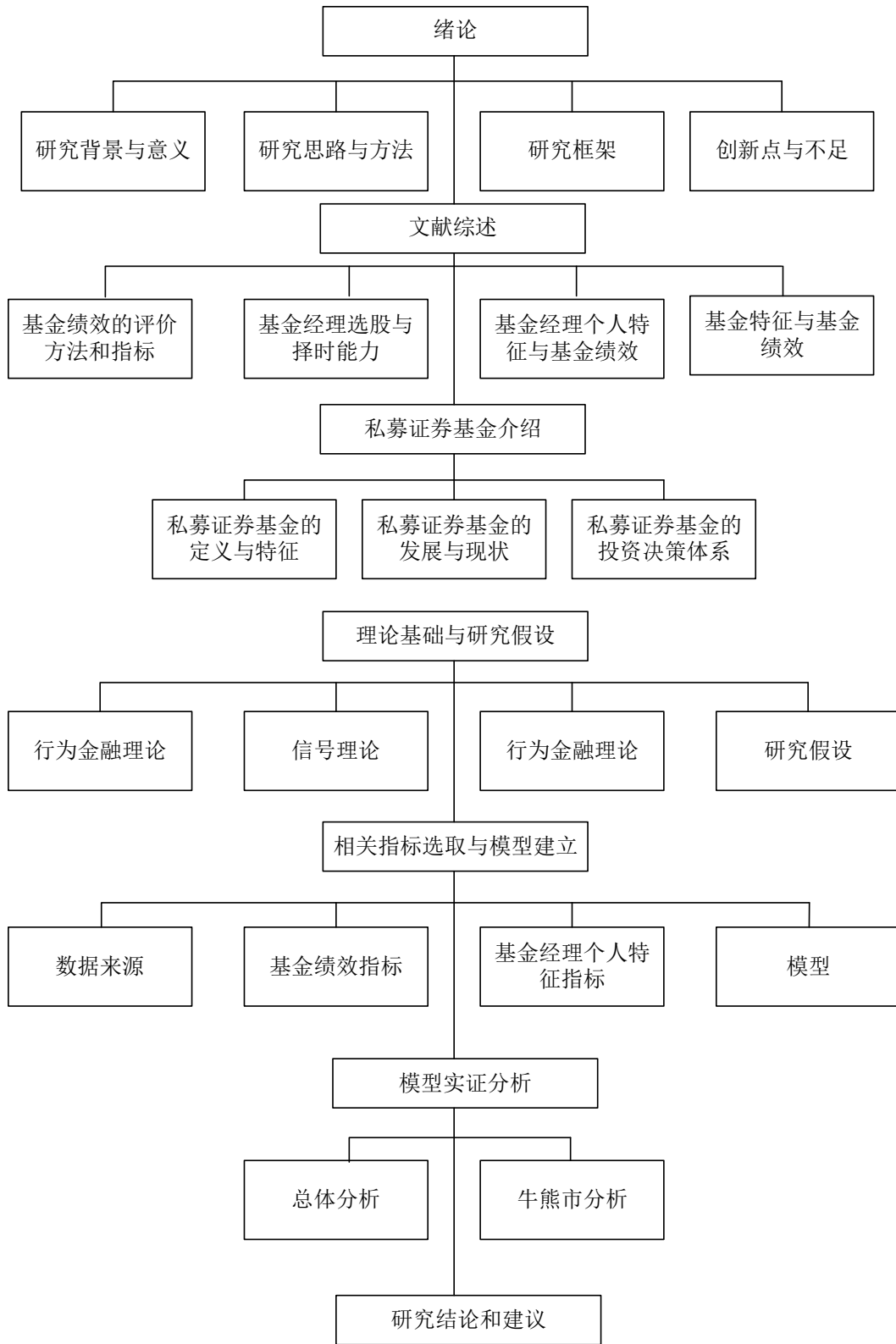


图 1-1 论文研究框架

第 2 章 文献综述

2.1 基金绩效的评价方法和指标

自 20 世纪五十年代开始,大量学者从不同的视角,应用不同的方法对证券投资基金进行了深入研究,积累的大量的理论成果。现代投资理论可以追溯到 Markowitz 提出的证券组合选择理论,Markowitz (1952)首次将资产的预期报酬和市场风险相结合,应用计量经济学的方法度量了证券投资组合的收益以及风险之间的关系,并提出了著名的“均值-方差”模型,为后来的学者构建证券投资基金的绩效评价方法以及指标奠定了理论基础。此后,Sharpe (1964)、Treynor (1965)等在此基础上研究发展了资本资产定价模型(Capital Asset Pricing Model, CAPM),之后 Sharpe、Treynor 以及 Jensen 还分别提出了夏普指数(Sharpe Ratio)、特雷诺指数(Treynor Ratio)、詹森指数(Jensen α)等评价工具,被广泛应用于投资组合的绩效评价。

Treynor (1965)提出了可以用证券投资组合的风险调整收益来进行绩效评价,并提出了特雷诺指数。他认为通过科学的方法构建投资组合可以消除单一的集中投资所引起的非系统性风险,从而证券投资组合的风险完全可以由系统性风险来代表,证券投资组合的绩效水平可以用组合的每一单位超额收益所承担的风险来衡量,即用系统风险对收益进行调整来进行绩效评价。Sharpe (1966)改进了特雷诺指数,提出了夏普指数。Sharpe 认为基金经理的管理能力是有区别的,不同的基金经理能够在运作基金的过程中消除风险的程度也是有区别的,有些基金无法全部分散掉非系统性风险,因此 Sharpe 指出要以总风险来对收益进行调整,这个也就是夏普指数与特雷诺指数的区别所在。Jensen (1968, 1945-64)在资本资产定价模型的基础上,提出了资本市场线的概念,并在此基础上计算每只基金的超额收

益，即每只基金超过以资本资产定价模型计算出来的理论预期收益的超额回报，即詹森指数，用于检验基金与市场基准水平之间的区别。如果基金的实际收益超过理论预期收益，也称为该基金具有“正的 α ”。

三大指数在提出之后即得到广泛应用，并且也吸引了更多的学者在这些指数的基础上加以改进。针对 CAPM 只考虑了一个市场因素的缺陷，E. F. Fama 和 French (1993) 通过研究发现投资组合的收益率还与选择的股票的市场规模以及账面市值比有着紧密的联系。E. Fama 和 French (1996) 将市场因素、规模因素(SMB)、账面市值比因素(HML)纳入到新的模型之中，建立了三因素模型。Carhart (1997) 在三因素模型的基础上引入动量因子，即证券收益率的态势变量，建立了四因素模型，很好地解释了 CAPM 中风险值相近但是收益率却有差异的现象。

同时对于三大评价指标的完善工作与研究也一直在进行。Sortino 和 van der Meer (1991) 指出以标准差的波动情况来衡量风险水平与实际中投资者对于风险的理解不相符合，他们认为对于投资组合的风险测量只需要计算表示损失的下方差即可，也就是用基金低于基准收益率的标准差来度量风险，从而在夏普指数的基础上修改得到了索提诺指数 (Sortino Ratio)。Modigliani 和 Modigliani (1997) 在夏普指数的基础上提出了 M^2 风险调整绩效指数(RAP)，在评价基金的绩效时，他们将基金的收益率和风险依据市场风险进行调整，再以调整过的风险重新计算收益，从而获得基金的绩效。Goodwin (1998) 在夏普指数的基础上提出了信息比率(Information Ratio)，与夏普指数不同，信息比率用来度量非系统风险能够给资产组合带来的超额收益。信息比率越大，说明没单位非系统性风险提供的超额收益越高，即基金经理跟踪误差所获得的超额收益越高，基金的绩效也就越好。

Muralidhar (2000)认为之前的评价方法和相应的评价指标忽略了基金与市场基准组合之间的相关性, 评价的结果会出现偏差, 因此他在综合前面的夏普指数、信息比率、 M^2 指数的基础之上, 提出了 M^3 指数, 在评价基金绩效的同时考虑了相关性差异以及投资者风险偏好差异。Hendrik Scholz 和 Wilkens (2005); Hendrick Scholz 和 Wilkens (2005)对 Modigliani 的风险调整绩效指数(RAP)加以改进, 提出了市场风险调整绩效指数(MRAP), 将基金的风险水平调整到市场的平均风险水平, 再以调整过的风险重新计算收益来评价基金的绩效。

上述的基金绩效评价方法以及指标得到了学界和业界的广泛应用, 但是也有一定的局限性, 因此 Murthi, Choi 和 Desai (1997)借鉴数据包络分析方法(DEA)来衡量基金的绩效, 并提出了 DEA 投资组合效率指数(DPEI), DPEI 与詹森指数的相关性使得这种度量方法是有效的, 同时还可以避免之前的评价方法都需要有一个可以比较的基准的局限, 并且还能将交易成本纳入到考量之中。

2.2 基金经理选股与择时能力

对于基金经理的选股以及择时能力的研究开始于 1966 年, Treynor 和 Mazuy (1966)首先应用计量经济学的方法来研究基金经理的选股与择时能力, 并由此建立了 T-M 模型。模型假设基金经理对于市场有一定的预见能力, 及基金经理可以预判市场的走势并对自己的投资策略做出相应的调整, 因此基金的风险资产比例应该与基金的绩效正相关。但是经过实证研究得出基金经理并不具有这种预判市场的择时能力。之后也有不少学者在 T-M 模型的基础上加以调整和实证检验。Henriksson 和 Merton (1981)对 T-M 模型进行了适当的简化, 提出了 H-M 模型。与 T-M 模型类似, H-M 也假定基金经理若拥有择时能力, 当预

判市场行情走好时，基金经理会提高组合中做那个的风险资产比例从而获得超额收益，反之则会降低组合中的风险资产从而避免资产缩水，即基金的风险资产比例应该与基金的绩效正相关。但是实证研究也并未发现基金经理具有显著的择时能力。Chang 和 Lewellen (1984)对 H-M 模型进行了改进，加入了市场的上升与下降的因素，发展出了 C-L 模型。但是实证研究显示基金经理不具备择时以及择股能力。Ferson 和 Schadt (1996)在 T-M 模型的基础上加入了信息变量函数，发展出 F-S 模型。模型认为市场上存在大量的时变性信息，对基金经理产生影响，如果这些信息有助于预估市场的走势，并且基金经理应用了这些信息，则基金经理会对投资组合中的风险资产比例进行相应的调整。通过实证研究，F-S 模型证实了基金经理运营基金会采用市场信息，并且基金经理具有一定的择时能力，但是该模型还是具有局限性，例如信息变量的选择往往具有主观性。

国内学者在归因分析方面也进行了大量研究，并取得了一些成果。汪光成(2002)采用非参数检验方法检验了我国证券投资基金的基金经理的择时能力。实证结果表明基金经理具有一定的择股能力，但是无法显示基金经理具有显著的择时能力。谭政勋和王聪(2004)在经典的归因分析模型中引入先决信息变量：固定资产投资增长率与货币供应量增长率，验证先决信息变量对基金绩效的影响。实证表明基金经理具有一定的择时和择股能力，但结果并不显著。闫作远和陈超(2008)应用四指标修正选股择时模型检验基金经理的选股和择时能力。实证结果表明市场行情好时，基金经理具有较强的选股和择时能力。周万贺和储茂广(2009)在经典的归因模型上面建立了基金“波动择时能力”模型，实证结果表明我国大部分基金经理具有一定的“波动择时能力”。郭文伟等(2010)加入了投资风格因素对基金

经理的择时能力进行实证研究。研究结果表明价值型或者成长型基金的基金经理具有一定的择时能力，但结果并不显著。

2.3 基金经理个人特征与基金绩效

基金经理参与基金的投资决策与直接管理，对于基金的投资组合配置、投资时间等具有决定性作用，因此对于基金最终的业绩起着有着很重要的作用。参考 Spence (1973)提出的信号理论，基金经理的从业经历、教育背景、年龄等个人特征可以作为判断基金经理个人能力的重要依据，从而预测其所管辖的基金的业绩。对于基金经理个人特征对于基金绩效的影响的研究可以追溯到 Golec。Golec (1996)以美国 1988 年到 1990 年之间的 530 只基金数据为样本，并且将基金经理的年龄、学历、任期以及基金的规模作为解释变量，研究基金经理的个人特征与基金的绩效之间的关系。研究结果表明基金的业绩显著受到了基金经理个人特征的影响，基金绩效与基金经理的年龄、学历以及任期有着直接的联系，基金的业绩与基金经理的年龄成反向关系，即基金经理越年轻，基金业绩越好，同时年轻基金经理如果还拥有 MBA 学位，基金的业绩也更好。Israelsen (1998)从基金的费率、净资产、周转率和基金经理的任期等多个方面加以分析研究业绩较好的基金的特征，研究发现基金的绩效与基金经理的任期有相关关系，任期长的基金经理的基金的业绩也越好，同时基金的周转率也较低。Chevalier 和 Ellison (1999)从更多的方面考察了基金经理的个人特征与基金业绩之间的关系，这些方面包括了基金经理的年龄、毕业院校、SAT 分数、MBA 学位以及任职时间等，并以 1988 年到 1995 年之间的数据，研究结果表明基金经理的个人特征会影响基金的绩效，并且发现基金的绩效与基金经理的毕业院校排名、SAT 分数、MBA 学位、任职时间呈现正相关的关系，而与基金经理的年龄呈现负相关的关系。Barber 和 Odean

(2001)以美国股票市场 1991 年到 1997 年的数据为样本，研究男性投资者与女性投资者的区别，研究结果表明男性投资者往往比女性投资者更自信，从而更频繁地进行交易。Bliss 和 Potter (2002)研究了基金经理的性别是否对基金绩效有影响，研究结果表明无论是基金周转率还是经过风险调整之后的基金收益，女性基金经理与男性基金经理没有显著的差异，从而得出基金经理的性别对基金的业绩没有显著影响。Atkinson, Baird 和 Frye (2003)研究了固定收益共同基金中基金经理的男女性别差异对投资风格和最终基金绩效的影响，研究结果表明性别对于基金的业绩没有显著影响，基金业绩的差异主要来自于投资的知识 and 资金的限制，但是基金经理的性别可能会影响投资者的决策，从而影响基金资金的募集。Ding 和 Wermers (2012)研究了美国 1985 年至 2002 年之间的美国开放式基金，试图发掘基金的业绩与基金的治理机构以及基金经理的关系。研究表明基金经理的经验对基金的业绩具有显著的影响作用，经验更丰富的基金经理所管理的基金的业绩往往也越好。Gottesman 和 Morey (2006)研究了基金经理的 GMAT 成绩、MBA 学位以及职业资格证书与基金业绩之间的关系。结果表明基金经理的 GMAT 成绩对基金的业绩具有显著的影响，基金经理的 GMAT 成绩越高，他管理的基金的业绩越好。同时对于都拥有 MBA 学位的基金经理而言，拥有排名前 30 位的商学院的 MBA 学位的基金经理所管理的基金的业绩要好于其他基金经理。但是研究结果还发现基金经理是否获得 CFA 资格证书，以及非 MBA 的硕士或者博士学位对基金的业绩没有显著的影响。Cohen, Frazzini 和 Malloy (2008)研究了基金经理和上市公司高管的社会网络关系是否会对基金业绩产生影响。研究结果表明，基金经理会更倾向于投资在与自己有相同的教育背景（同一毕业院校）的公司高管所在的上市公司，同时所管理的基金的业绩也往往更好。

国内最早研究基金经理的个人特征对基金绩效的影响的时间可以追溯至 2004 年。罗真和张宗成(2004)研究了中国 1999 年至 2002 年的 48 只基金数据，目的是分析基金经理的职业忧虑是否会影响其投资行为。研究结果表明基金经理的年龄以及管理经验对其投资行为会有影响作用，年轻的或者说经验不足的年轻基金经理会更容易产生“羊群效应”。徐琼和赵旭(2008)通过研究发现基金经理是否拥有 MBA 学位、基金经理的年龄、从业时间也与基金的业绩有一定的关系。拥有 MBA 学位的基金经理的业绩要逊于没有 MBA 学位的基金经理的业绩，年轻的基金经理的业绩要逊于年龄较大的基金经理的业绩，从业时间长的基金经理的业绩要逊于从业时间短的基金经理的业绩。李豫湘，程剑和彭聪(2006)通过研究，也得到了基金业绩与基金经理的年龄以及经验之间的关系，基金经理越年轻，投资经验越丰富，以及管理同一基金的时间越长，其所管理的基金的业绩越好。艾洪德和刘聪(2008)的研究结果表明基金经理的从业时间、毕业学校、所学专业对于基金的投资风格有一定的关系，基金经理的从业时间越长，拥有名校背景，获得经济学学位会使得基金经理倾向于稳健的投资风格，而基金经理的年龄以及性别对基金经理的投资风格没有显著的影响。徐琼和赵旭(2008)通过研究 2002 年至 2004 年的中国基金的数据，发现了基金经理的年龄、任职时间与基金业绩的关系，基金经理的年龄越小以及任职时间越长，其所管理的基金的业绩越好。但是研究还发现基金经理的受教育程度与基金的业绩没有显著的影响。陈立梅(2008)则通过实证研究发现基金经理的个人特征对基金绩效的影响在不同的时间长度之内效果不同，短期内影响效果不显著，但是长期内有显著的影响。胡俊英(2009)实证研究了基金经理的性别，海外经历，从业经验对基金绩效的影响，研究结果表明女性基金经理管理的基金的平均业绩好于男性基金经理所管理的，有海外经历的基金经理所管理的

基金的业绩也较好，而基金经理的年龄与基金绩效的关系则取决于市场行情，牛市时基金的业绩与基金经理的年龄正相关，熊市时基金的业绩与基金经理的年龄负相关。赵秀娟和汪寿阳(2010)通过实证研究了基金经理的学历、性别、海外背景、职业资格证书等与基金业绩的关系，研究表明基金经理的学历与基金业绩呈现一定的负相关关系，即博士学位的基金经理所管理的基金的收益较低，而基金经理的性比、海外背景、职业资格证书这些情况则对基金的业绩没有显著的影响。Fang, Yi 和 Haiping Wang(2015)将基金业绩绩效进行分解为超额收益与总风险，再进一步将超额收益分解为择时能力与选股能力，从而分析基金经理的个人特征对基金绩效的影响。研究表明 MBA 学位以及 CFA 证书与基金经理的选股能力和超额收益有显著的正相关关系。申宇，赵静梅和何欣(2016)研究了基金经理的校友关系网络对基金业绩的影响，通过研究表明校友关系的深度和广度都能够对基金业绩带来正向的影响，也间接说明了基金经理的教育背景对基金业绩的积极作用。

2.4 基金特征与基金绩效

最早研究基金规模对基金业绩影响的可以追溯到 1999 年，Indro 等 (1999)通过实证研究了基金规模与基金绩效的关系，实证表明了基金存在一个最优规模的问题。如果基金规模太小，基金不能够负担相应成本，如果基金规模太大，则可能造成相应的边际收益递减。Chen 等(2004)运用美国 1966 年至 1999 年的基金数据研究基金的规模是否会影响基金的绩效。研究表明基金的收益与基金的规模呈现负相关的关系，即随着基金规模的增长，基金的收益会降低。同时还发现了单只基金的收益与其所属资金家族的规模没有明显的关系。而 Prather, Bertin 和 Henker (2004)提取了基金的四个特征变量：人气、增长、费用、管理，并以此为基础研究基金的特征与基金的绩效之间的关系，研究数据发现基金

的业绩与基金经理投入到基金上面的时间呈正相关关系。Pollet 和 Wilson (2008)研究了基金的规模与基金的投资行为之间的关系, 研究结果发现基金(尤其是大的基金的和小基金)会因为规模的增长而分散化投资, 并且小基金的收益往往会因为这种分散投资而得到提升。Karagiannidis (2010)试图研究单人管理的基金与团队管理的基金之间的业绩是不是会有差别, 研究结果表明在牛市, 两种基金的业绩没有显著的差异, 但是在熊市, 单人管理的基金的业绩要优于团队管理的基金的业绩。Bhojraj, JUN CHO 和 Yehuda (2012)以 1992 年至 2008 年美国的基金数据为样本, 研究了基金所在的基金家族的规模与基金的业绩之间的关系, 研究结果表明基金所属的基金家族的规模与基金的绩效正相关。Karagiannidis (2012)在之前研究的基础上, 进一步研究了基金管理团队的特征与基金绩效的关系, 研究结果表明基金的团队成员越多, 成员的任职时间越长, 成员的商务背景越多, 基金的风险越小。

中国学者研究基金特征与基金绩效之间的关系可以追溯至 2000 年。门庆兵和祝卫华 (2000)研究了 2610 个共同基金的数据样本, 并估计了一个反对数成本函数来评估共同基金是否存在规模经济效应, 研究结果表明了共同基金的管理中存在规模经济效应。林坚等 (2002)则以中国 2000 年至 2001 年期间的 29 只封闭式基金的周数据为样本, 研究结果表明封闭式基金的规模也与基金的业绩存在密切的关系。郑晓辉和肖慧(2002)则以中国 2000 年之前成立的基金数据为样本, 研究了基金的持股集中度、基金规模等特征与基金业绩的关系, 研究结果表明基金的绩效与基金的持股集中度负相关, 同时还意外发现了基金的业绩与基金的上市地点存在显著的相关关系。曾德明, 查琦和龚红(2006)以中国 2002 年至 2004 年 143 只基金的数据为样本, 通过研究发现基金的业绩与基金上一年度的超额收益,

折价率、单位净资产存在显著的正向关系，而与基金经理的从业时间、基金的市净率、年龄、周转率之间存在显著的负向关系。鲁炜和蔡冬梅(2007)以中国 2004 年至 2006 年之间的 50 只开放式基金的数据为样本，研究基金的业绩与基金的规模之间的关系，研究结果表明二者之间不存在显著的关系。李学峰，魏娜和张帆(2008)以 35 只股票型开放式基金为数据样本，通过研究发现基金的规模、成立时间、投资风格对基金的业绩具有显著的影响。高士亮(2009)以中国 2004 年至 2006 年之间的偏股型开放式基金数据为样本，研究了基金规模与基金业绩的关系，研究结果发现基金规模和基金业绩之间存在着“倒 U 型”的关系。李翔，林树和陈浩(2009)对于基金规模与基金收益的负相关关系提出了管理能力假说。基金规模与基金收益的负相关关系不具有因果关系，而是基金公司的管理策略的结果。祖国鹏，张峥和张圣平(2010)使用中国开放式基金的数据研究了基金管理模式与基金业绩之间的关系，研究结果表明团队决策优于个人决策，团队管理模式可以显著提高基金的业绩。何杰和杨丹(2010)将中国 1999 年至 2017 年之间的基金管理公司的数据作为样本，全面分析了基金经理的特征、基金的特征和基金管理公司的特征对基金绩效的影响。研究结果表明基金的业绩与基金管理公司的年龄、外资持股比例、高管的金融或者政府从业背景、所在城市的政治地位、基金经理的平均年龄、基金经理的女性占比等呈正相关关系，而与基金管理公司管理的基金数量呈负相关关系。代昀昊(2013)以中国 2004 年至 2011 年的偏股型基金数据为样本，研究了团队管理与个人管理对基金特征的影响。研究结果表明个人管理的基金较团队管理的基金相比具有更高的行业集中度，但是无论是个人管理还是团队管理，二者对基金业绩的影响没有显著性差异。骆盈盈和任颀(2015)以中国 2003 年至 2012 年的基金年度数据为样本，研究了基金管理模式对基金业绩的影响。研究结果也验证了无

论是团队管理还是个人管理，二者对于基金的业绩影响没有差异，但是团队管理的基金较个人管理的基金的整体风险较低。

2.5 现有文献的局限性

虽然当下国内外众多学者对于基金经理的个人特征与基金业绩之间关系已经做了很多研究，并且学者们的研究角度也非常多样化，但是现有的研究还是存在一些不足：

首先，之前的学者对于基金业绩的评价指标的研究往往比较笼统，没有对基金的绩效指标进行系统性的分解，从而更深入地研究基金经理的个人特征对基金业绩的影响。因此，本文在参考前人研究的基础上，尝试将基金的绩效指标从风险和收益两个角度进行分解，从而在更好地探求基金综合绩效构成的基础上，能够更深入地研究基金经理的个人特征对于基金综合绩效不同部分的影响。

其次，由于行业数据获取难度以及数据本身非标准化的原因，之前国内学者关于基金经理的教育背景对其管理的基金业绩的影响的研究均集中在 2000 年-2010 年期间的公募基金行业。而公募基金由于本身门槛高、收入和福利水平好、岗位少，因而在招聘基金投资经理的时候就会首先筛选教育背景相关的条件，因而存在幸存者偏差，其研究结果并不能很好的反映教育程度与基金业绩之间的关系。本文通过获取私募证券投资基金的数据，结合牛熊市的不同市场走势，通过对基金经理的教育背景这个个人特征，来探求其对基金业绩的影响，能够为国内基金经理的挑选提供一定的实际参考意义。

第 3 章 私募证券基金介绍

3.1 私募证券基金的定义与特征

3.1.1 私募证券基金的定义

我国的私募证券基金的前身是阳光私募基金，宣雷(2012)将私募证券基金定位是一种依据《信托法》发行的证券投资类信托集合理财产品。主要包括信托公司、投资者、私募基金公司、银行、证券公司五大参与者。其中信托公司主要扮演发起人和受托人的身份，投资者的身份则是相对应的委托人，私募基金公司通常扮演的角色是投资顾问，而银行和证券公司分别以资产托管人和证券托管人的身份参与其中。私募证券基金的运作如图 3-1 所示。

参考国外的对冲基金，我国的私募证券基金采用非公开发行的方式，向有关监管机构备案批准后，向特定的个体或者机构投资者募集资金，主要投资于二级市场，并以股票、债券或其衍生品为主要投资标的，定期披露基金的净值。私募证券基金的出现对我国资本市场的发展有着重大的意义，为个人投资者提供了进入我国证券市场新的通道，提升了我国资本市场的活跃程度。

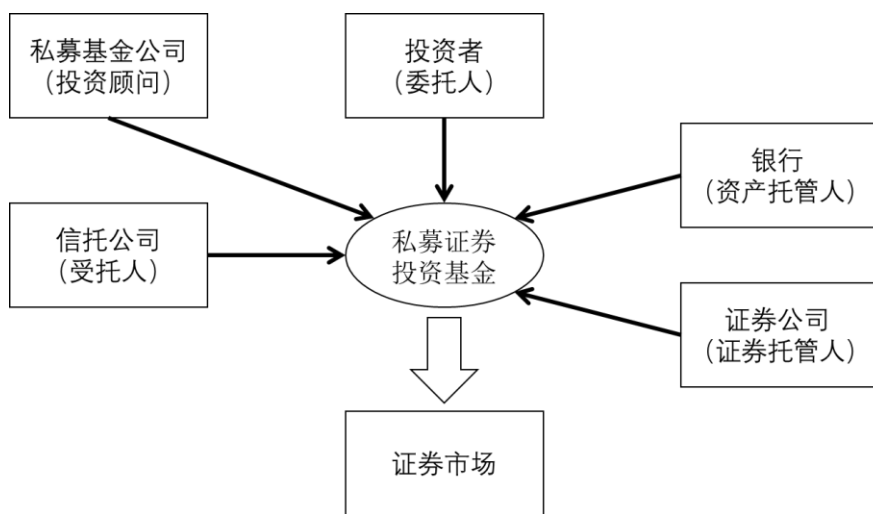


图 3-1 私募证券基金运作结构图

3.1.2 私募证券基金的特征

私募证券基金与一般的私募基金的主要区别在于前者虽然也是非公开发行，但是由于受到监管，有着规范化和透明化的特征。解天骄(2010)总结私募证券基金的特征主要表现在以下几个方面：

第一，成立方式与监管上，私募证券基金由信托公司发起并向有关部门备案后以契约或者产品的形式存在，同时还受到有关部门的严格监管，必须遵守相应的法律规范条例。

第二，信息披露上，不同于一般私募的自愿披露原则，私募证券基金在其存续期内必须按时定期披露基金的相关信息，公布的频率一般是每周，每半月或者每月。同时又不同于公募基金的强制披露原则，私募证券基金并不被强制要求披露基金的持股结构等情况。

第三，投资理念与投资范围上，私募证券基金在坚持绝对收益的基础上追求超额收益分成。私募证券基金的投资范围包括国内合法上市的股票、债券、基金、票据等各类金融工具，而在实际操作的过程中，私募证券基金的投资主要集中在二级市场的股票领域。

第四，基金的运作模式上，私募基金的运作模式主要可以分为契约型、有限合伙型和公司型三个大的类别。私募证券基金的运作模式主要采取契约型的深圳模式，信托公司发行不承诺保证本金和收益的信托产品，聘请私募基金公司担任投资顾问，私募基金公司收取投资顾问管理费和特定的计划利益。

第五，操作方式和业绩提成上，不同于庞大的公募基金动辄几十亿元，私募证券基金的规模主要在 5000 万至 10 亿之间，投资方式更加灵活，并且没有公募基金的“托底”要求，私募证券基金的投资可以更加集中以获取超额收益。并且当基金净值创出新高后，基金管理人可以依据合约规定获得相应比例的超额收益回报。

3.2 私募证券基金的发展与现状

3.2.1 私募证券基金的发展

罗世炜(2011)研究整理中国第一只私募证券基金可以追溯至 2003 年 7 月,云南国际信托公司发行的“中国龙”资本市场信托计划可以算做是中国的第一只私募证券基金。随后的 2004 年 2 月,深国投的私募基金经理赵丹阳推出了一只叫做“赤子之心”的证券投资集合资金信托计划,发行的方式采用的是信托公司负责发行,银行作为资金管理方,私募基金公司作为投资顾问,私募证券基金开始正式登上舞台。经过几年时间的发展,2007 年我国私募证券基金的数量也仅有 11 只,且规模较小。但是同年,随着两位公募基金基金经理肖华和江晖加入私募基金行业,分别创立了尚诚投资管理有限公司和星石投资管理有限公司,并且二人也将公募基金的规范管理引入到了私募证券基金行业中来,私募证券基金行业开始向公募基金规范化管理靠拢。2008 年,私募证券基金刚起步就遭遇了金融危机的冲击,70% 的私募证券基金亏损超过 30%。但是次年,私募证券基金行业凭借着灵活的投资方式再次恢复生机,全年累计发行了 638 只新的私募证券基金产品,并且吸收了金融危机的经验教训之后,越来越多优秀的资产管理人开始进入私募行业,私募证券基金行业开始走向成熟。

2007 年 7 月,随着《中华人民共和国合伙企业法》的修订出台实施,也成立了中国第一家有限合伙制形式的私募基金——上海朱雀投资发展中心。2008 年 1 月,国金证券首次针对中国的私募证券基金发布了评级报告,此后越来越多的金融机构开始介入私募证券基金行业。2009 年 3 月,晨星集团将星石投资管理有限公司旗下的几只产品纳入全球对冲基金指数(MSCI)的样本范围,我国的私募证券基金产品正式进入国际基金评级机构的视野。同年 9 月,光大银行与国内 5 家私募公司合作,推出我国的首只银行与私募公司合作的理

财产品，之后银行、信托公司与私募公司以私募证券投资基金的形式共同发行产品。2010年，“中国基金业金牛奖”首次将私募证券投资基金纳入评选对象，并选出了10家“金牛私募证券投资基金管理公司”，随着媒体的宣传报道，加深了大众对于私募证券投资基金的认知。同年11月，中国证券业协会将私募证券投资基金纳为新股发行询价对象，使得私募证券投资基金与国内的信托、证券、基金、保险等金融机构有了同等的地位。

2011年3月，中国私募基金协会在深圳成立，协会制定了一系列的管理办法和信息披露的规范，开始行业监管自律等工作，为投资者提供了有力的保障。同年11月，华宝信托公司从中国证监会获得了股指期货的交易资格，大大促进了我国私募证券投资基金的业务发展。2013年6月，随着新的《证券投资基金法》的施行，私募基金被监管机构纳入监管范围，我国的私募基金也终于变得合法化。

3.2.2 私募证券投资基金的现状

中国证券投资基金业协会最新统计数据显示，截至2022年2月底，存续私募基金管理人管理规模达20.37万亿元，其中备案私募证券投资基金共计79,551只，对应管理规模达6.34万亿元。私募基金资产管理规模迅速扩容，得益于居民财富持续转向权益资产及量化策略快速发展。借鉴全球对冲基金的成长过程来看，国内资金涌入量化私募或将成为中长期趋势。根据最新备案登记数据整理，国内证券私募行业百亿规模的私募已经增至392家，其中至少有包括高毅资产、景林资产、淡水泉投资、礼仁投资、幻方量化在内的5家机构管理规模突破千亿级别，还有一些管理人如灵均投资，也已稳定接近千亿规模。另外根据中国基金业协会备案统计，从2016年底至2021年底，私募证券投资基金管理人的数量、管理基金的数量、管理基金的规模如图3-2所示，各项指标从总体来看呈现了逐渐上涨的

趋势，尤其是从 2020 年开始，私募证券投资基金无论是管理的基金数量还是管理的资金规模都出现了大规模的增长，私募行业实现了一次跨越式的发展。私募行业的稳健发展为中国证券市场的发展以及对中国科技创新和产业结构调整发挥着越来越大的作用。

截至 2022 年 2 月底，已登记的机构类型为私募证券投资基金的基金管理人数量达到了 9069 家，其管理的正在运作的基金共有 79,551 只，基金规模达到了 6.34 万亿元。分别是 2016 年底的 2.84 倍和 2.21 倍。

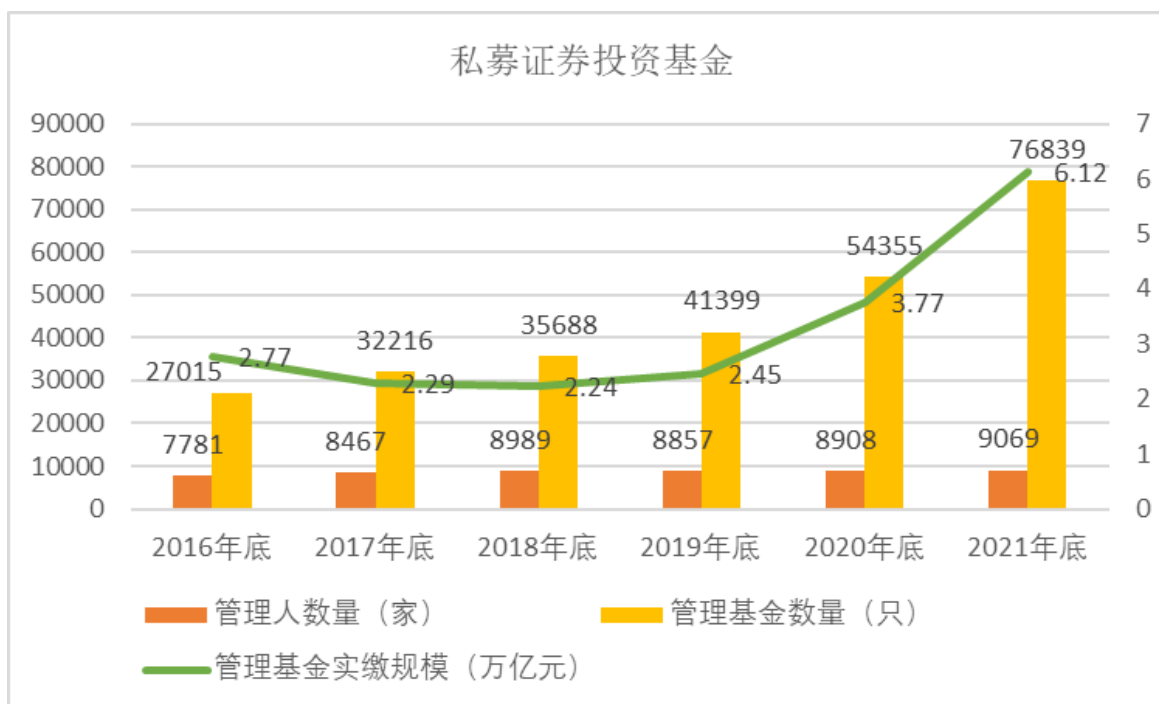


图 3-2 私募证券投资基金变化图

同时，2019 年 10 月，中国首部系统化的私募基金风险评价体系发布，结合私募基金的风险特征，设置了 10 个专业维度，主要包含了“出资人、关联方、管理团队、管理制度、运营条件、运营规范性、基金产品结构、投资管理、既往业绩、信用记录”。同时还包含了 10 个一级指标，51 个二级指标和 169 个三级指标，348 个评分项，合理设置各指标分值权重，对私募基金的相关机构全方位的评估，综合打分评级。促使私募基金事前的审核、事中

的监控的标准化、信息化和科学化，有效保障了投资人的合法权益，进一步规范了私募基金行业的发展。而随着 2021 年年初证监会发布《关于加强私募投资基金监管的若干规定》，国家对于私募基金的监管也在逐步加强。规定形成的“十不得”禁止性要求将会进一步地引导私募基金管理人员和从业人员树立行业的底线意识和合规意识，为行业的进一步完善提供有力保障。同年 8 月，证监会主席易会满也在基金业协会第三届会员代表大会上就基金行业的高质量发展提出了“更加突出处理好规模、结构与发展质量的关系；更加突出抓规范、防风险和促创新的统筹平衡；更加突出行业自身发展和客户价值增长的同提升、共进步；更加突出回归行业本源，坚守‘真私募’定位；更加突出厚植行业文化，促进健全发展生态”的“五个更加”原则，坚持分类施策、扶优限劣，支持真私募，打击乱私募，坚决出清伪私募，推动形成良好市场秩序和行业生态。

3.3 私募证券投资基金的投资决策体系

国内的私募证券投资基金管理公司大部分是采用公司制的管理形式，拥有完善的公司法人结构，也会有董事会、监事会、股东大会、高级管理层等不同的组成部分来构成公司完整的结构。

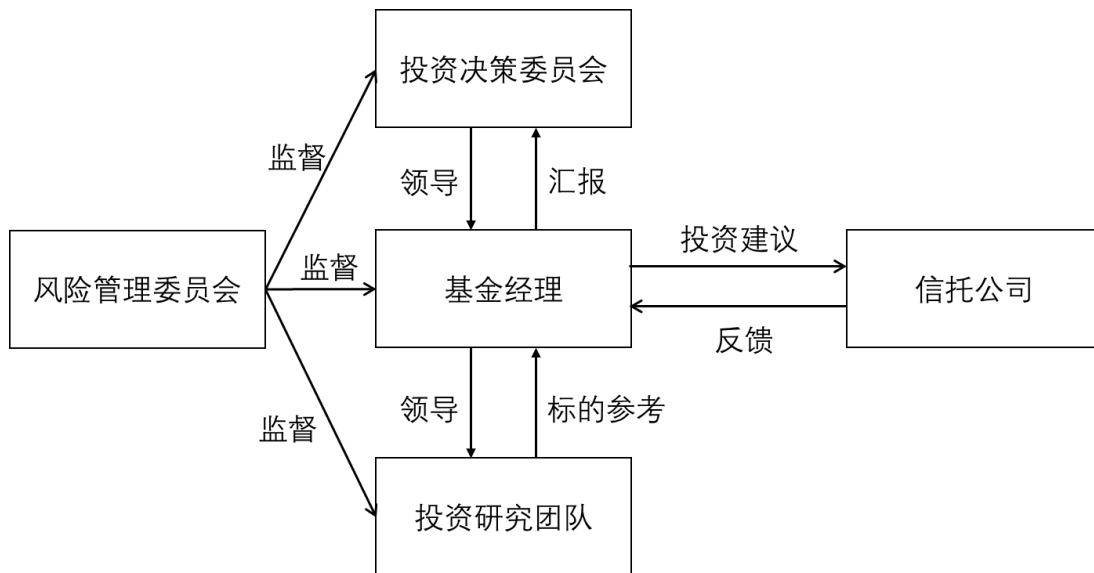


图 3-3 基金投资决策流程简图

如图 3-3 所示，国内私募证券基金管理公司的投资决策的过程呈现出来的特征是自下而上进行：首先是基金管理公司的投资研究团队通过对市场信息进行研究，在此基础上构建相应的投资标的池，供基金经理进行决策参考；之后，基金经理结合自己的投资风格以及投资标的池中的投资标的做出相应的决策判断意见，并将此意见上传至公司的投资决策委员会进行评判；再后，由投资决策委员会对最终的投资进行拍板，基金经理根据拍板意见再向相应的信托公司提交建议，并全程与信托公司进行有效且充分的沟通。而基金管理公司的风险管理委员会则会对上述流程进行全程监督管控，控制风险。

第 4 章 理论基础与研究假设

4.1 相关理论

4.1.1 行为金融理论

现代金融学的基础是有效市场假设，其假设市场中的人总是理性的和风险厌恶的。但是随着经济的发展，理性假说很难解释市场中的一些“异象”，专家学者将视线逐渐转向行为金融学，打破了人是理性的这一假设，利用心理学的研究结论来解释无法解释的行为。

(1) 前景理论

Kahneman 和 Tversky (1979)两位学者提出了用于解释个人决策的前景理论(Prospect Theory)。前景理论以有限理性为前提，假设每个人基于参考点的不同对风险的态度也不同。不同于理性人假说，前景理论加入了个体对于得失、几率高低等条件的不对称心理效用，从而成功解释了一些“异象”。该理论还引申出四个结论，当处于收益的状态时，大部分人是风险厌恶者；当处于亏损的状态时，大部分人是风险偏好者；大部分人对损失往往比对收益更加敏感；大部分人对收益和损失的判断往往是由参照点决定的。

(2) 后悔理论

后悔理论(Regret Theory)是由 Bell (1982)以及 Loomes 和 Sugden (1982)分别独立提出的一种行为决策理论。后悔理论的核心观点是个体会将自已当下的情况与可能的状况(个体过去可能选择的其他方案)相比较，如果个体发现可能的状况会更好，则内心会感到懊悔，反之则会感到欣喜。当面临新的决策时，个体会回忆之前的经历，并且形成可能的后悔或者欣喜的预期，这些预期情绪将改变个体的效用函数，个体为了将后悔降至最低，在决策时往往会选择熟悉的方案。Zeelenberg 等 (1996)还发现个体倾向于做出决策的依据是后

悔最小化，而不是风险最小化。从而解释了人们为何有时倾向于保守，而有时倾向于冒险的矛盾行为。

（3）过度反应理论

过度反应理论(Overreaction Theory)是 De Bondt 和 Thaler (1985)在一个研究中发现并提出来的理论。他们在研究中发现投资者对于亏损的投资会越加悲观，而对于盈利的股票则会愈加乐观，从而对于利空或者利好的消息表现出过度的反应。当市场环境转时，股价会不断上涨，远远超过股票的内在价值，反之，估价则会不断下跌，大大偏离股票的内在价值。过度反应理论很好地解释了市场上的个体因为情绪、认知等心理原因，会在投资的过程中表现出过度操作，从而导致市场的暴涨或者暴跌的情况。

（4）过度自信理论

过度自信理论(Overconfidence Theory)是指人们受到情绪、认知等心理因素的影响，往往会过度高估自己的能力以及自己成功或者正确的概率。Kunda (1987)指出人们会积极地自我评价，认为自己比别人更好。倾向于认为好事情发生在自己身上的概率会高于发生在别人身上的概率。Griffin 和 Tversky (1992)研究发现了人们过度自信与过度不自信的现象，当人们回答难题时表现得过度自信，而当人们回答容易的问题时候则表现得过度不自信。Daniel, Hirshleifer 和 Subrahmanyam (2001)认为人们往往认为自己的成功是因为自有更突出的个人能力和更准确的知识，这种自我归因的偏差会使得人们过度自信。过度自信理论认为人们在做决策时，会倾向于搜集支持他们观点的信息，而忽略不支持他们观点的信息。

4.1.2 信号理论

信号理论主要包括信号传递(Signaling Model)和信号甄别(Screening Model)两个方面。前者主要是指通过某些行为来传递产品价值或者质量的真实信息，后者则是指通过某些行为来识别出真实的信息。

Spence (1973)第一次提出了信号理论的概念，通过他提出的劳动力市场模型，他分析了教育水平可以作为一种在劳动力市场传递生产效率的信号，开创性地提出如果一方拥有信息优势，可以通过某些有成本的行为，例如接受教育获得文凭，从而更有效率地传递给信息渠道上处于信息劣势的一方，从而实现市场均衡，并由此开拓了新的研究领域。

但是 Spence 的研究也相应带来一个新的问题，处于信息劣势的一方能否通过某些有成本的行为来对信号加以甄别。Rothschild 和 Stiglitz (1976)以保险市场为研究对象，投保人处于信息优势地位，保险公司处于信息劣势地位，他们提出保险公司可以通过提供一组合同供投保人选择，从而实现对投保人的真实风险情况加以甄别的操作。

4.1.3 高阶梯队理论

自从 Hambrick 和 Mason (1984)提出了高阶梯队(Upper Echelons, EU)理论，标志着高层管理团队研究的开始。EU 理论认为管理者的认知能力、感知能力以及价值观念等心理结构会影响其决策行为，进而影响企业的发展。EU 理论利用与高层管理团队心理结构密切相关并且可以客观度量的个人特征（例如年龄、职业、任期等）代表难以度量的高层管理团队心理结构，为后来的研究和应用具有重大意义。

此后，学术界展开了一系列基于 EU 理论进行的扩展和证明，包括了如何定义高层管理团队的构成 Bertrand 和 Schoar (2003)；高层管理团队的内容特征和企业的战略决策以及

绩效之间的关系 Arendt, Priem 和 Ndofor (2005); 高层管理团队的结构特征和企业的战略决策以及绩效之间的关系 Hambrick, Finkelstein 和 Mooney (2005); 高层管理团队的个人特征与团队运作的关系 Peterson 等 (2003); 企业所处的环境因素对高层管理团队与企业绩效的影响 Carpenter 和 Fredrickson (2001)等等。

4.2 研究假设

由前 3.2.3 中介绍的私募证券投资基金的投资决策过程可知，基金经理处于投资决策的核心位置，其投资能力会影响相应的投资决策操作，并且对最终的基金业绩产生相应的影响。首先，私募证券投资基金采取的是基金经理负责制，相应的投资产品的选择是基金经理在综合各种信息条件下的决策，是基金经理个人投资能力的体现。其次，虽然基金经理在投资决策委员会的领导下进行投资决策，其投资决策还会受到风险管理委员会的相应约束，但是实际决策过程中投资决策委员会与风险管理委员会更多地是起到把控风险的作用，并且基金经理通常也在投资决策委员会中任职，所以基金经理是投资决策的绝对核心关键。因此，基金的业绩会受到基金经理的个人投资能力的影响，而基金经理的性别、学历、从业经验等个人特征也会通过影响其投资能力，从而影响基金的业绩，其影响机理见图 4-1。

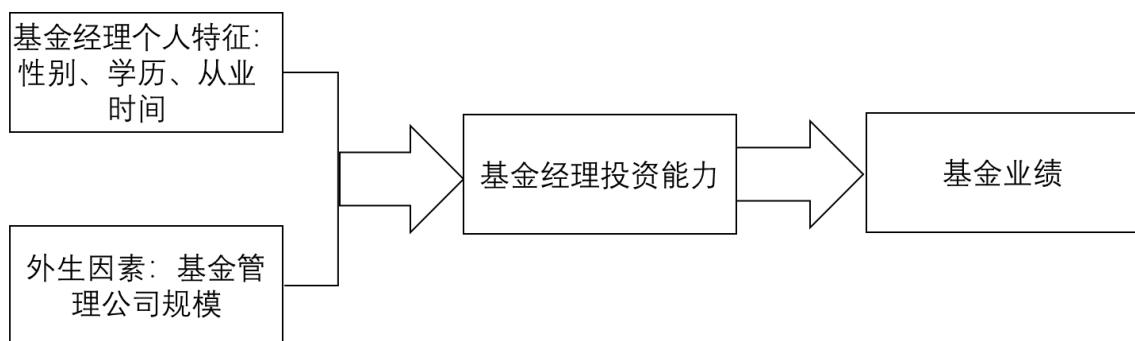


图 4-1 基金经理个人特征影响基金绩效的机理

另外，基金经理所管理的基金绩效的度量通常通过一些指数来加以反映，本文在之前学者研究的基础上将基金绩效的度量分解成超额收益与总风险两个部分分别进行衡量，再根据 T-M 模型，将超额收益分为由基金经理的择时能力与选股能力带来的两个部分，而总风险则分解为系统性风险与非系统性风险两个部分，见图 4-2。

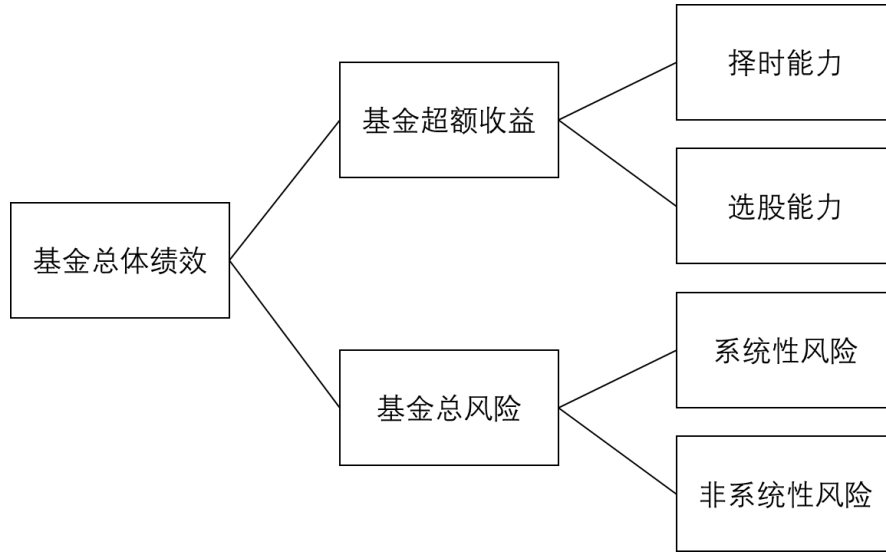


图 4-2 基金绩效分解框架

综上，本文的研究也着重分析基金经理的个人特征对择时能力以及选股能力的影响，进而影响基金经理的个人投资能力，从而最终影响基金的业绩。并在此基础上整理总结之前学者的研究，并提出相应假说。

4.2.1 基金经理的性别与基金绩效

在基金经理这个特殊的岗位上，无论是国外还是国内，虽然女性基金经理有一定的比例，但是相较于男性基金经理的人数，其占比都处于一个相对较少的地位。基金经理的性别对于基金业绩的影响关系，国内外并没有得出一致的结论。Barber 和 Odean (2001)研究发现男性投资者往往比女性投资者更自信，投资更加积极，从而交易行为也显得更加的频

繁。而 Bliss 和 Potter (2002)研究发现无论是基金周转率还是经过风险调整之后的基金收益，女性基金经理与男性基金经理没有显著差异，即基金经理的性别对基金的收益没有显著影响。胡俊英(2009)、李晓梅和刘志新(2010)研究发现女性基金经理所管理的基金收益要好于男性基金经理所管理的基金业绩。何杰和杨丹(2010)还发现基金管理公司中女性基金经理的比例同基金的收益有着正向的关系。但是许友传和唐松莲(2010)则发现男性基金经理的收益要优于女性基金经理。于静(2013)则通过研究发现基金经理的性别对于基金的收益没有影响，但是女性基金经理所管理的基金的风险要低于男性基金经理所管理的风险。晏艳阳和邓开(2015)、史金艳，陈婷婷和魏殿凤(2016)的研究也发现女性基金经理的基金风险要更低。

综上，得出如下假说：

假说 1：女性基金经理所管理的基金的收益更低。

假说 2：女性基金经理所管理的基金的风险更低。

4.2.2 基金经理的学历与基金绩效

虽然学历无法与个人能力划等号，但是 Spence (2002)认为教育不仅仅提供一个信号，个人在教育以及学习的过程中也会相应提升自己的能力，因此学历可以是衡量个人能力的一个重要指标。我国的私募证券基金行业不乏大量的高学历的从业人员，硕士研究生学历在基金经理中占比最大，还有不少拥有博士学位甚至具有海外学习研究背景的博士担任基金经理。如果基金经理的学历能够反映其综合能力，那么基金经理的学历越高，其择时选股能力也越强，其所管理的基金收益也应该越高，并且其控制风险的能力也应该越强，其

所管理的基金的风险也应该越小。此外，由于“校友圈”的因素，基金经理的个人特征中的学历背景也能通过校友圈来获取一定的信息优势，进而对基金业绩的提升有所助力。

但是之前的学者对于这个问题的研究没有一致的结论。肖继辉和彭文平(2012)、于静(2013)研究发现基金经理的学历与基金的收益没有关系。赵秀娟和汪寿阳(2010)研究发现基金经理的学历与基金的收益呈负相关的关系，博士基金经理的收益反而较低。但是基金经理的学历越高，其对于风险的控制能力越强，基金的风险越低。于静(2013)、史金艳，陈婷婷和魏殿凤(2016)的研究也证实了这一点。

综上，得出如下假说：

假说 3：学历越高的基金经理所管理的基金的收益越低。

假说 4：学历越高的基金经理所管理的基金的风险越低。

4.2.3 基金经理的从业经验与基金绩效

当某人从事某个行业越久，其对于行业的理解也就越深，相应积累起来的经验和能力也就越能够适应该行业发展的需求。基金经理的投资活动一定程度上受到过去的经验的影响，例如有着丰富经验的基金经理确实会对市场有着自己独到的见解，会提前“嗅”到市场的变化，从而积极调整自己的投资组合，获取超额收益。但是之前的学者对于基金经理的从业经验对基金业绩的影响的研究没有统一的结论。李豫湘，程剑和彭聪(2006)、陈立梅(2008)、于静(2013)通过研究发现基金经理的从业经验与基金的收益呈正相关的关系。而胡俊英(2009)则发现基金经理的从业经验对基金业绩没有显著的影响。

综上，得出如下假说：

假说 5：从业时间越长的基金经理所管理的基金的收益越高。

假说 6: 从业时间越长的基金经理所管理的基金的风险越低。

第 5 章 相关指标选取与模型建立

5.1 基金样本数据来源

本文的样本数据主要是来源于美市科技，对数据进行脱敏，以保证对其用户信息的保密性。美市科技成立于 2015 年，主要通过科技赋能私募行业，为私募公司和私募管理人提供专业的 SaaS 服务，将产品全周期所需要的各类系统和在线服务进行系统化、数据化和自动化的整合，从而满足私募行业与日俱增的业务需求。截至 2022 年 2 月底，已汇聚国内 96 家券商研究所、132 家公募基金、110 家券商资管、103 家券商自营、30 家保险资管、35 家 QFII 和 4200 余家私募管理人等专业投资机构，实名注册的专业机构投研人员已超过 2 万人。

本文因为主要研究基金经理进行主动管理的情况，因此将基金样本的投资策略限定为股票型私募基金。另外同时想要研究基金经理个人特征在不同行情下对基金业绩的影响，因此在时间段的选择上主要选择了 2017 年 10 月 16 日至 2018 年 10 月 18 日为熊市时间段，而选择了 2019 年 1 月 4 日至 2021 年 9 月 13 日为牛市时间段加以研究，并且要求基金经理所管理的基金要完整经历这两个时间段。另外，考虑到基金的建仓期，通常基金的建仓期不超过 6 个月，因此基金年龄大于 180 天。在此基础上，再针对性地进行数据整理，删除了基金经理个人特征、基金特征有缺失的数据。另外，基金经理在这两个时间段内同时管理多个基金，并且所管的基金都同时经历了牛熊两个时间段的，也作为单独的样本包含进来，总共获取了 824 个基金经理在管的基金，再加上牛熊市两个时间段，总共 1,648 个样本数据。

5.2 变量选择

5.2.1 被解释变量

(1) 基金综合绩效度量指标

随着二十世纪六十年代资产组合选择理论、资本资产定价模型、股票价格行为等现代金融理论研究的开展，大量学者对于基金业绩的评价进行研究，并取得了丰富的成果。本文主要选择夏普指数、特雷诺指数和詹森指数这三个经典的指数来度量基金的综合绩效。

三个指数的计算公式分别为：

$$S_i = \frac{R_i - R_f}{\sigma_i} \quad (5-1)$$

$$T_i = \frac{R_i - R_f}{\beta_i} \quad (5-2)$$

$$\alpha_i = (R_i - R_f) - [\beta_i(R_M - R_f)] \quad (5-3)$$

其中 S_i 、 T_i 和 α_i 分别是基金*i*的夏普指数、特雷诺指数、詹森指数； β_i 是基金*i*的系统性风险， σ_i 是基金*i*的总风险； R_i 是基金*i*的收益率， R_M 是市场基准收益率（本文以沪深300指数为市场基准，以反映中国A股市场的整体走势，下同）， R_f 是无风险收益率（本文以央行公布的1年期定期存款为无风险投资，相应的利率为无风险收益率，折算成周收益率后进行计算，下同）。

(2) 超额收益的分解与指标选取

无论是投资者还是基金管理公司，对于基金经理带来超额收益的能力都十分感兴趣。将基金经理的个人特征对基金绩效的影响进行分解，不仅仅有助于投资者对于优秀基金经理的挑选从而实现更好的投资回报，还有助于基金管理公司优化自身的基金经理队伍，以及对基金经理进行相应的技能培训。

本文用评价期内的基金的周平均收益率与周平均无风险收益率的差值来代表基金的超额收益(E_Return)。同时结合应用较广泛的 T-M 模型,将超额收益进一步分解为选股能力(S_Select)与择时能力(S_Time)。选股能力代表了基金经理识别股票的市场价格是否背离其实际价值,从而买入价值被低估的股票卖出被高估的股票以获取超额收益。择时能力则代表了基金经理对于市场走势的预测,从而在牛市时提高风险资产的比例而熊市时则提高现金头寸的比例以获取超额收益。计算公式为:

$$R_i - R_f = \alpha_i + \beta_{i1}(R_M - R_f) + \beta_{i2}(R_M - R_f)^2 + \varepsilon_i \quad (5-4)$$

其中 α_i 代表基金经理的选股能力, β_{i2} 代表基金经理的择时能力,如果 $\alpha_i > 0$,则表示基金经理具有良好的选股能力,即基金经理有能力识别出优质的股票,反之则没有选股能力。同理,如果 $\beta_{i2} > 0$,则表示基金经理具有良好的择时能力,即基金经理有能力识别出之后的市场走势,进而进行相应的仓位调整操作,反之则没有择时能力。

(3) 风险的分解与指标选取

基金总体绩效的另一个重要组成部分是风险。金融学领域中的风险特指资产的未来收益的不确定性,即资产未来的价格会上下波动,这种波动使得对于资产收益的预测增加了难度,而资产的未来价格存在的变动的可能就是所谓的风险,学者们也通过研究发展出了收益标准差和 β 系数这两个指标来对风险加以衡量。

收益标准差主要用于衡量随机变量和它的期望值之间的离散程度,可以很好的体现出资产价格的波动性,因此主要用于衡量总风险。本文选择评价期内的基金的周收益的标准差来衡量基金的总风险。

总风险(T_Risk)可以进一步分为系统性风险(S_Risk)和非系统性风险(N_Risk)。由政策或者市场因素决定的对市场上所有证券都会带来影响的风险是系统性风险，而只是由企业的实际状况所决定的只对单个证券带来影响的风险是非系统性风险。根据投资组合理论，通过构建合理的投资组合可以对非系统性风险加以消除，而系统性风险则无法通过该方法加以消除，所以往往选用某个值来对系统性风险加以表示，并称这个衡量系统性风险的值为 β 系数。本文选择计算基金 i 的詹森指数所得到的 β_i 来表示基金 i 的系统性风险。对应的非系统性风险的计算公式为：

$$\gamma_i = \sqrt{\sigma_i^2 - \beta_i^2 \sigma_M^2} \quad (5-5)$$

其中 γ_i 是基金 i 的非系统性风险， σ_i^2 是基金 i 的收益率方差， β_i 是基金 i 的 β 系数， σ_M^2 是市场组合的收益率方差。

5.2.2 解释变量

过去的学者关于基金经理的个人特征对基金绩效的影响已经有了丰富的研究，归纳下来主要可以归类为基金经理的自身生理特征以及后天的教育背景经历以及从业背景，本文结合之前学者的研究，也会从生理特征（性别）、教育背景（例如学历水平）、从业时间这几个角度来进行相关变量的选取作为解释变量，以做进一步的分析研究基金经理的个人特征对于基金业绩的影响。

（1）生理特征

根据之前学者的研究，基金经理的投资行为会受到其年龄和性别等状态的影响，但是没有统一的结论，结合本文的研究重点，仅仅选择性别作为生理特征的代表。女性基金经理一直在行业中算是少数，目前约有基金经理超 2000 人，其中约四分之三为男性，其余约

25%是女性。从投资类别看，男性基金经理中权益类占比显著较高，而女性基金经理中固收类占到多数。女性基金经理普遍更倾向于长期持股，平均换手率水平相对较低。由于研究背景、兴趣爱好等因素上的差异，男性基金经理更易偏向科技属性板块，比如电子、计算机等，而女性基金经理更侧重大消费板块，包括医药生物和食品饮料等。

性别(Gender): 设置为哑变量，男性取值为1，女性则取值为0；

(2) 教育背景

之前的学者对基金经理的教育背景对基金业绩的影响也做了深入的研究，基金经理的教育背景主要可以包括基金经理的学历水平，所学专业，海外留学经验，商科教育等。更好的教育背景往往意味着基金经理有着更好的智力和更丰富的知识体系基础，另外较好的教育背景往往也有助于基金经理拥有更高层次的校友圈网络，有利于增强其信息获取优势。在本研究中教育背景主要通过基金经理的学历水平来加以体现，对应着教育体系中的学士学位、硕士学位以及博士学位。

根据 Choice 数据显示，整个公募基金行业共有 1,869 名男基金经理，其中具有学士学位的基金经理为 73 人、具有硕士学位的基金经理为 1,566 人、具有博士学位的基金经理为 230 人；而 612 名女基金经理中具有学士学位的基金经理为 25 人、具有硕士学位的基金经理为 551 人、具有博士学位的基金经理为 36 人，可以看出硕士是大部分公募基金公司的入职门槛。虽然有大量公募基金经理“奔私”，但私募证券基金经理的学历和专业门槛相对于公募基金而言还是要低一些。而本文的一个研究意义就是私募基金经理的学历背景对于基金业绩的影响。

将学历分成本科以下、本科、硕士、博士四类，设定 Bachelor、Master、Doctor 三个哑变量。如果学历是本科以下，则 Bachelor、Master、Doctor 三个变量取值均为 0；如果学历是本科，则 Bachelor 变量取值为 1，Master、Doctor 两个变量取值为 0；如果学历是硕士，则 Master 变量取值为 1，Bachelor、Doctor 两个变量取值为 0；如果学历是博士，则 Doctor 变量取值为 1，Bachelor、Master 两个变量取值为 0。

(3) 从业时间

在任何行业，职业经验对于从业人员的经验积累以及能力提升都有积极的作用。基金行业也不例外，对于基金经理而言，较长的工作经验使得基金经理可以经历多轮“牛熊交替”，并对其投资行为以及投资风格都产生一定的影响，从而影响基金的业绩。基金经理会更充分地了解市场，对收益和风险的掌控也更得心应手，其投资理念投资风格也更趋于成熟。

南方某基金公司市场总监表示，基金经理的平均培养年限一般在 5 年左右，培养路径通常是从研究员到基金经理助理，再到基金经理。大机构倾向于内部培养，有的中小机构缺乏相应投研团队支撑，倾向于从外部招聘。大机构跳槽过来的研究员，很快能晋升为基金经理。如果没有经历过完整的市场周期，对风险缺乏足够的认识，很难成为一个好的基金经理。随着公募基金规模急速扩张，基金经理年轻化趋势越发明显，投资主力正逐渐从 60 后、70 后，向 80 后过渡。从基金经理任职年限来看，平均不到 4 年，多数基金经理任职年限尚短。在成为基金经理之前，只有平均 5 年的培养周期，而海外成熟市场培养一个基金经理需要 10 年左右的时间。

本文研究基金经理的从业时间(Experience)为离散型变量，以截止至样本选取时间的基金经理人的实际从业年限，单位为年，数值越大，表示基金经理的从业时间越长。

5.2.3 控制变量

金融行业门槛高，对于起步晚并且规模小的基金公司，既没有规模优势吸引银行做托管，也没有成交量优势吸引券商，很难树立自己的品牌。再优秀的基金经理和资产管理团队没有卓越的销售能力的支持和配合，“酒香也怕巷子深”。按照以往的基金市场所走的模式来推演的话，规模基金风险小而收益平缓，中小基金则是波动与收益并存。从绝大多数基金管理方的收益来看，一方面是基于基金规模征收的管理费，另一方面则是来源于资金的盈利分成，由于中小基金自身规模较小的状况，其背后的基金管理方的收益是相对受限的。这就很容易形成一种越来越差的恶性循环：无法做大自身市场规模——基金管理方收益不足——市场研究技术等投入不足——品牌、投资能力无法沉淀——人才吸引力弱易流失——基金运营缺乏稳定性——基金盈利波动较大、投资人信心不足——无法做大基金规模。因此，本文试着将基金经理人背后任职的基金管理人平台作为控制变量加以研究。

(1) 基金管理人实收实缴资本

基金经理管理的基金背后的大平台对于基金经理的帮助是非常大的。公司大了之后各方面拥有其他小公司没有的优势，比如说能吸引更好的投研团队，还包括有一些潜在的一些行业资源人优势脉和信息优势，帮助基金经理提高基金的收益率。例如大的公司可以花钱买很多好的模型、算法、系统，自己组建一个很强大的 IT 团队做量化模型，自主研发测试，这个对于小公司而言是不可能有的。对于只有 5 亿管理规模的小基金公司而言，雇了 20 个员工，成本很高，没有那么大资金跑量化模型，这个就是一些差别。

因此本文使用基金经理管理的基金背后的基金管理人平台的实收实缴资本(Capital)来对基金平台做一个近似的表示，是一个离散变量。

（2）基金年龄

新基金都有建仓期，具体时间由基金公司自己控制，根据市场行情和基金经理的投资策略来决定。在建仓期间，无论开放式基金还是封闭式还是定开型基金，都处于封闭期，此时不能购买也不能赎回。在牛市里，由于新基金正处在建仓期的原因，当建立完毕，牛市已经经历过了一些上涨，因此新基金可能并没有全部转化牛市的优势。而老基金，充分享受了牛市的涨幅。熊市，则反之。老基金因为资管协议对于基金投资持仓比例有明确约定，所以即使市场大跌也只能硬抗，而且老基金已经按之前的策略配置了资产，如果市场行情突然发生剧烈变化，老基金想要调整资金投向，也存在诸多困难。

本文的基金年龄(Days)的计算依据是评价的时间减去基金成立的时间，单位为天。考虑到需要剔除基金的建仓阶段，只选择基金的评价阶段，如前所述，最初挑选数据之时已经只选择基金年龄大于等于 180 天（即 6 个月）以上的基金，是一个离散变量。

（3）在管产品数量

对于基金管理人同时管理多个产品，大家的评论并不一致，有人认为基金管理人同时管理的产品越多，他投入给每个基金的精力就会越少，进而会降低基金的业绩。但是也有人认为基金精力管理多个产品可以从侧面说明基金管理人更有能力。深圳某大型券商基金分析师指出：“基金管理人‘一拖多’既有公司投研实力弱的原因，也有公司市场营销策略的原因。很多基金管理人都在做复制策略，投资组合相似，数量的增加并不会会有太大的影响。”一般情况下，基金管理人凭借其管理某只基金的优秀业绩，成为明星基金管理人。虽然之后公司发行新基金，利用其明星效应来吸引投资者，由该基金管理人管理或挂名新产品。为了提升知名度、提高市场份额，每家基金公司都会重点打造其明星产品，且十分珍视它们已有的成绩。

本文也将基金经理的在管产品数量(Amount)作为控制变量，数据类型为离散型。

(4) 从业经历

私募基金经理按照个人从业经历，主要可分为“公募派”、“券商派”、“民间派”、“海外派”、“媒体派”等若干个派别。其中“公募派”是指原来是公募基金经理，之后“公奔私”，转做私募基金的人士。公募基金经理主要赚取的是管理费，管理费与基金的规模有直接相关性，与业绩只有间接的关系，所以缺少较为直接的业绩激励。而私募基金不同，私募基金收取的管理费只是公司的运营成本，基金经理的主要获利方式是 20%超出基准部分的业绩提成。私募基金经理的薪水跟业绩是直接挂钩的。因此不少业绩优异的公募基金经理都选择了“奔私”，以谋求更广阔的发展空间。“民间派”也叫“实战派”，就是说这个派别的基金经理都是以“实绩”取胜。先炒股、玩投资搞出了业绩，有了名气，然后才变身基金经理，在学历和专业背景上没有强制性要求，因此这一派别难免“鱼龙混杂”，折戟沉沙、黯然离场的大有人在。至于“媒体派”，是私募中的一股新势力。他们往往有证券类媒体的从业经验，当过财经记者或财经编辑，和上市公司打交道多年，与企业高管亦有私交，因此掌握了一些常人所不知的“财富密码”，为他们转型基金经理打下了良好的基础。

本文将基金经理的从业经历(Background)设置为哑变量，主要用于识别基金经理的公募经历是否对基金业绩有影响。如果基金经历有公募的经历，则取值为 1，如果没有，则取值为 0。

综上，将上述本研究所涉及的被解释变量、解释变量、控制变量等进行汇总，汇总结果见表 5-1。

表 5-1 研究变量汇总表

变量代码	变量含义	说明
Sharpe	夏普指数	$S_i = (R_i - R_f)/\sigma_i$
Treynor	特雷诺指数	$T_i = (R_i - R_f)/\beta_i$
Jensen	詹森指数	$\alpha_i = (R_i - R_f) - [\beta_i(R_M - R_f)]$
T_Risk	总风险	评价期内的基金的周收益的标准差
S_Risk	系统性风险	回归詹森指数得出的 β 值
N_Risk	非系统性风险	$r_i = \sqrt{\sigma_i^2 - \beta_i^2 \sigma_M^2}$
E_Return	超额收益	评价期内的基金的周平均收益率与周平均无风险收益率的差值
S_Select	选股能力	T-M 模型中的 α_i
S_Time	择时能力	T-M 模型中的 β_{i2}
Gender	性别	男性取值为 1, 女性则取值为 0
Bachelor	学士学位	Bachelor 变量取值为 1, Master、Doctor 两个变量取值为 0
Master	硕士学位	Master 变量取值为 1, Bachelor、Doctor 两个变量取值为 0
Doctor	博士学位	Doctor 变量取值为 1, Bachelor、Master 两个变量取值为 0
Experience	从业时间	截止至样本选取时间的基金经理人的实际从业年限
Background	从业经历	有公募的经历, 则取值为 1, 如果没有, 则取值为 0
Amount	在管产品数量	基金经理的在管产品数量
Days	基金年龄	评价期的时间减去基金成立的时间
Capital	基金管理人实收实缴资本	基金管理人平台的实收实缴资本

5.3 模型建立

综上，本研究主要通过基金经理个人特征中代表性的性别、学历、从业经验，通过分别建立牛市与熊市两个不同市场情况下的回归模型来研究基金经理的个人特征对基金的综合绩效、收益以及风险的影响。本研究使用 SPSSAU 软件进行数据的处理和统计分析操作。

5.3.1 基金经理个人特征与基金的综合绩效

首先，使用基金的综合绩效指标作为被解释变量，研究基金经理的个人特征对基金综合绩效的影响，建立模型 1：

$$R_i = \alpha + \beta_1 Gender_i + \beta_2 Bachelor_i + \beta_3 Master_i + \beta_4 Doctor_i + \beta_5 Experience_i + \sum_{k=1}^5 \gamma_k \varphi_{ki} + \varepsilon_i \quad (5-6)$$

其中 R_i 是基金 i 的夏普指数、特雷诺指数和詹森指数这三大指标，指标含义与前相同。 $Gender_i$ 是基金 i 的基金经理的性别特征的虚拟变量，当基金经理为男性时，取值为 1，女性则取值为 0。 $Bachelor_i$ 、 $Master_i$ 、 $Doctor_i$ 是基金 i 的基金经理的学历特征的虚拟变量，如果学历是本科以下，则 Bachelor、Master、Doctor 三个变量取值均为 0；如果学历是本科，则 Bachelor 变量取值为 1，Master、Doctor 两个变量取值为 0；如果学历是硕士，则 Master 变量取值为 1，Bachelor、Doctor 两个变量取值为 0；如果学历是博士，则 Doctor 变量取值为 1，Bachelor、Master 两个变量取值为 0。 $Experience_i$ 是基金 i 的基金经理的从业时间变量，数值越大表示基金经理的从业时间越长。 φ_{ki} 为控制变量，包括实收实缴资本(Capital)、基金年龄(Days)、在管产品数量(Amount)、任职时间(Tenure)、从业经历(Background)。

5.3.2 基金经理个人特征与基金的超额收益

使用基金的超额收益指标作为被解释变量，研究基金经理的个人特征对超额收益的影响，建立模型 2:

$$Y_i = \alpha + \beta_1 Gender_i + \beta_2 Bachelor_i + \beta_3 Master_i + \beta_4 Doctor_i + \beta_5 Experience_i + \sum_{k=1}^5 \gamma_k \varphi_{ki} + \varepsilon_i \quad (5-7)$$

其中 Y_i 是基金 i 的超额收益、选股能力和择时能力这三个指标，指标含义与前相同。 $Gender_i$ 是基金 i 的基金经理的性别特征的虚拟变量，当基金经理为男性时，取值为 1，女性则取值为 0。 $Bachelor_i$ 、 $Master_i$ 、 $Doctor_i$ 是基金 i 的基金经理的学历特征的虚拟变量，如果学历是本科以下，则 $Bachelor$ 、 $Master$ 、 $Doctor$ 三个变量取值均为 0；如果学历是本科，则 $Bachelor$ 变量取值为 1， $Master$ 、 $Doctor$ 两个变量取值为 0；如果学历是硕士，则 $Master$ 变量取值为 1， $Bachelor$ 、 $Doctor$ 两个变量取值为 0；如果学历是博士，则 $Doctor$ 变量取值为 1， $Bachelor$ 、 $Master$ 两个变量取值为 0。 $Experience_i$ 是基金 i 的基金经理的从业时间变量，数值越大表示基金经理的从业时间越长。 φ_{ki} 为控制变量，包括实收实缴资本(Capital)、基金年龄(Days)、在管产品数量(Amount)、任职时间(Tenure)、从业经历(Background)。

5.3.3 基金经理个人特征与基金的风险

使用基金的风险指标作为被解释变量，研究基金经理的个人特征对基金风险的影响，建立模型 3:

$$Risk_i = \alpha + \beta_1 Gender_i + \beta_2 Bachelor_i + \beta_3 Master_i + \beta_4 Doctor_i + \beta_5 Experience_i + \sum_{k=1}^5 \gamma_k \varphi_{ki} + \varepsilon_i \quad (5-8)$$

其中 $Risk_i$ 是基金 i 的总风险、系统性风险和非系统性风险这三个指标，指标含义与前相同。 $Gender_i$ 是基金 i 的基金经理的性别特征的虚拟变量，当基金经理为男性时，取值为 1，女性则取值为 0。 $Bachelor_i$ 、 $Master_i$ 、 $Doctor_i$ 是基金 i 的基金经理的学历特征的虚拟变量，如果学历是本科以下，则 $Bachelor$ 、 $Master$ 、 $Doctor$ 三个变量取值均为 0；如果学历是本科，则 $Bachelor$ 变量取值为 1， $Master$ 、 $Doctor$ 两个变量取值为 0；如果学历是硕士，则 $Master$ 变量取值为 1， $Bachelor$ 、 $Doctor$ 两个变量取值为 0；如果学历是博士，则 $Doctor$ 变量取值为 1， $Bachelor$ 、 $Master$ 两个变量取值为 0。 $Experience_i$ 是基金 i 的基金经理的从业时间变量，数值越大表示基金经理的从业时间越长。 φ_{ki} 为控制变量，包括实收实缴资本(Capital)、基金年龄(Days)、在管产品数量(Amount)、任职时间(Tenure)、从业经历(Background)。

第 6 章 模型实证分析

6.1 描述性统计分析

6.1.1 基金经理个人特征描述性统计

本文对基金经理的个人特征统计结果见表 6-1。

表 6-1 基金经理个人特征统计结果

名称	最小值	最大值	平均值	标准差
Gender	0	1	0.924	0.266
Experience	4	52	17.036	8.513
Bachelor	0	1	0.319	0.466
Master	0	1	0.542	0.498
Doctor	0	1	0.066	0.248

从性别方面来看，性别的为男性的基金经理占了绝大多数，824 个基金经理中男性基金经理共有 771 个，占比达到了 92.4%，女性基金经理的占比在 7.6%左右。从从业时间方面来看，样本中的基金经理的从业时间最短的是 4 年，最长的是 52 年，平均从业时间是 17.14 年。从学历方面来看，基金经理拥有本科学位的有 263 人，拥有硕士学位的有 447 人，拥有博士学位的有 54 人，而本科以下学位（大专、高中、初中、其他）的有 60 人，硕士学位的基金经理占据了绝大部分，占比 54.2%，本科以上（含本科）的基金经理人数占到了 92.7%，基金经理还是以高学历占主导地位

6.1.2 基金绩效描述性统计

本文对基金的三大综合绩效指标、基金的超额收益、选股能力、择时能力以及基金的总风险、系统性风险、非系统性风险的统计结果见表 6-2。

表 6-2 基金绩效指标统计结果

名称	最小值	最大值	平均值	标准差
Sharpe	-6.528	8.779	0.282	1.395
Treynor	-68.942	53.936	0.024	2.803
Jensen	-0.688	3.431	0.082	0.261
T_Risk	0.001	0.16	0.036	0.02
S_Risk	-0.649	3.751	0.7	0.397
N_Risk	0	0.025	0.001	0.002
E_Return	-0.054	0.057	0.002	0.008
S_Select	-4.326	1.414	-0.09	0.289
S_Time	-36.859	29.965	-0.581	2.969

以上数据是完整的包含牛熊两个时间段的 1648 个数据的统计结果。从结果中可以看出夏普指数、特雷诺指数、詹森指数的标准差分别是 1.395, 2.803, 0.261, 不同的基金经理的业绩还是有一定的差距。总风险、系统性风险、非系统性风险的标准差分别是 0.02, 0.397, 0.002。而超额收益、选股能力、择时能力的标准差分别是 0.008, 0.289, 2.969, 可以看出基金经理“各显神通”, 但是最终的超额收益区别不是很大。

6.2 共线性检验

本文对基金经理的个人特征变量和基金的特征变量的共线性检验结果见表 6-3 的相关性检验结果与 6-4 的方差膨胀因子经验结果。

表 6-3 相关性检验结果

	Gender	Experience	Bachelor	Master	Doctor	Amount	Days	Capital	Background
Gender	1								
Experience	0.134***	1							
Bachelor	-0.019	-0.042	1						
Master	-0.008	0.022	-0.746***	1					
Doctor	0.021	-0.007	-0.181***	-0.288***	1				
Amount	-0.037	0.125***	-0.156***	0.132***	0.080**	1			
Days	0.037	0.292***	-0.111***	0.136***	-0.008	0.366***	1		
Capital	-0.079**	-0.023	-0.034	0.045	-0.013	0.001	0.044	1	
Background	-0.032	0.090***	-0.195***	0.239***	-0.019	0.175***	0.070**	-0.016	1

* p<0.1 ** p<0.05 *** p<0.01

表 6-4 方差膨胀因子表

Gender	Experience	Bachelor	Master	Doctor	Background	Amount	Days	Capital
1.031	1.125	3.68	3.991	1.796	1.095	1.209	1.262	1.012

由表 6-3 与表 6-4 结果可知，虽然本科与硕士两个变量之间存在一定的线性相关关系，但是整体而言，基金经理的个人特征的变量与基金的特征的变量之间不存在多重共线性。

6.3 基金经理个人特征与基金绩效指标的总体分析

6.3.1 牛熊市中基金经理个人特征对基金绩效指标的影响分析

牛熊市中以基金经理的个人特征为解释变量，基金绩效的各个指标为被解释变量进行回归分析，回归结果见表 6-5。

表 6-5 牛熊市中基金经理个人特征对基金绩效回归结果

	Sharpe	Treynor	Jensen	T_Risk	S_Risk	N_Risk	E_Return	S_Select	S_Time
常数	0.185 (1.006)	-0.191 (-0.505)	0.095*** (2.735)	0.037*** (13.630)	0.554*** (10.399)	0.001*** (5.212)	0.002* (1.877)	-0.043 (-1.114)	-0.275 (-0.689)
Gender	0.113 (0.879)	0.047 (0.179)	0.009 (0.384)	0.002 (0.953)	0.072* (1.938)	0.000 (1.254)	-0.000 (-0.616)	0.015 (0.540)	-0.261 (-0.938)
Experience	-0.027*** (-6.446)	-0.005 (-0.539)	-0.004*** (-5.309)	0.000 (1.412)	0.003** (2.193)	0.000 (0.850)	-0.000*** (-5.179)	-0.000 (-0.033)	-0.007 (-0.727)
Bachelor	0.020 (0.147)	0.021 (0.075)	-0.002 (-0.087)	-0.005** (-2.404)	-0.010 (-0.261)	-0.000* (-1.948)	-0.001 (-0.748)	-0.051* (-1.753)	-0.265 (-0.882)
Master	0.120 (0.892)	0.036 (0.131)	0.020 (0.797)	-0.007*** (-3.508)	0.017 (0.442)	-0.001*** (-3.523)	-0.000 (-0.452)	-0.036 (-1.271)	-0.372 (-1.271)
Doctor	0.220 (1.210)	0.117 (0.314)	0.045 (1.299)	-0.012*** (-4.428)	-0.073 (-1.393)	-0.001*** (-3.316)	-0.000 (-0.307)	-0.071* (-1.834)	-0.010 (-0.026)
Backgroud	0.090 (0.754)	0.118 (0.479)	0.039* (1.718)	0.001 (0.646)	0.027 (0.779)	-0.000 (-0.066)	0.001 (1.133)	-0.022 (-0.854)	0.499* (1.917)

	Sharpe	Treynor	Jensen	T_Risk	S_Risk	N_Risk	E_Return	S_Select	S_Time
Amount	-0.004** (-2.276)	-0.003 (-0.803)	-0.001* (-1.744)	-0.000*** (-3.108)	-0.000 (-0.105)	-0.000*** (-2.974)	-0.000*** (-2.882)	0.000 (0.934)	0.002 (0.584)
Days	0.000*** (7.433)	0.000** (2.124)	0.000*** (3.820)	0.000*** (3.725)	0.000** (2.024)	0.000 (1.310)	0.000*** (9.479)	-0.000* (-1.847)	0.000** (2.281)
Capital	-0.000 (-0.303)	-0.000 (-0.042)	-0.000 (-0.319)	-0.000 (-1.245)	0.000 (0.112)	-0.000 (-0.851)	-0.000 (-0.708)	0.000 (0.451)	-0.000 (-0.075)
样本量	1648	1648	1648	1648	1648	1648	1648	1648	1648
R ²	0.049	0.003	0.026	0.03	0.016	0.022	0.058	0.005	0.009
调整 R ²	0.043	-0.002	0.021	0.025	0.011	0.017	0.053	0	0.003
F 值	9.311	0.553	4.837	5.623	3.01	4.072	11.289	1.002	1.583

* p<0.1 ** p<0.05 *** p<0.01, 括号里面为 t 值

由表 6-5 结果可知：

1、基金经理的性别

男性基金经理所管理的基金的收益和绩效要好于女性基金经理所管理的基金，但是该结果未通过 10%的显著性检验。因此不支持假说 1，基金经理的性别与基金的绩效没有显著性的相关关系。该结论与于静(2013)的结果一致，说明在综合的牛熊市场情况下基金经理的性别与基金的绩效以及收益没有关系。

同样，男性基金经理所管理的基金的风险要高于女性基金经理所管理的基金，但是该结果未通过 10%的显著性检验。因此不支持假说 2，说明在综合的牛熊市场情况下基金经理的性别与基金的风险没有显著性的相关关系。

其中的原因可能是由于中国私募证券基金行业的特殊之处所造成的。中国私募证券基金行业竞争激烈，不同于公募基金的靠管理费即可“旱涝保收”，私募证券基金行业相对而言更看重基金经理的投资能力以及过往的投资业绩的持续稳定性，不会过多地看重基金经理的性别，基金经理能够在私募证券行业脱颖而出，其性别特征不是一个典型的影响其投资风格以及投资能力的因素，因此无论是基金的投资收益还是基金的风险，基金经理的性别特征没有特别的影响。

2、基金经理的学历

基金经理的学历对于基金的收益以及绩效的影响均未通过 10%的显著性检验，这与肖继辉和彭文平(2012)、于静(2013)的研究相一致，说明在综合的牛熊市场情况下基金经理的学历与基金的绩效以及收益没有关系，因此不支持假说 3。

基金经理的学历对于基金的总风险有显著的负面影响作用，学历背景中的学士学位因素对基金的总体风险在 5%的水平上有一定的负面影响作用，而硕士学位、博士学位因素则均对基金的总体风险在 1%的水平上有负面影响作用，并且学历越高，对基金的总体风险的负面影响越大，假说 4 得到了验证，并且这结果也与赵秀娟和汪寿阳(2010)、于静(2013)、史金艳，陈婷婷和魏殿凤(2016)的研究结果相一致。

综合的牛熊市场环境中高学历的基金经理对于市场走势的判断没有优势，反而可能错估市场的走势。但是学历背景越高的基金经理，其风险控制能力越强。这背后的原因可能是随着多年的学术训练，基金经理形成了更为谨慎的风格，也就更不愿意承担风险，从而可以有效地降低其所管理的基金所面临的风险水平。但是由于中国的私募证券基金从业人员的年龄正在逐步呈现年轻化的现象，基金经理的学历越高，其相应的基金管理的从业经验也就越短，很多年轻的基金经理可能都没有经历过一次完整的牛熊市场转换，对于市场的理解以及自己的投资风格也属于在摸索中，其管理的基金业绩也无法突出。

3、基金经理的从业时间

基金经理的从业时间与基金的绩效以及收益呈现负相关的关系。并且除了特雷诺指数以外，其余的夏普指数、詹森指数以及超额收益都在 1%的水平上有显著的负相关关系，同时结果表明基金经理的从业时间与其选股能力也在 1%的水平上有显著的负相关关系。因此不支持假说 5。

同样，基金经理的从业时间与基金的风险没有显著性的相关关系，因此不支持假说 6。

可能的原因是从业时间长的基金经理因为自己在市场中摸爬滚打多年，经历过多次牛熊，对自己的能力产生盲目的自信，从而在熊市中仍沿用其在牛市中的经验，在熊市中仍

积极操作，为追求收益而忽略了风险，从而提升了基金的整体风险，并对所管理的基金产生负面的影响。此外，从业时间越长的基金经理的个人职位往往也更加稳定，其历史业绩也已经得到了相应的定性评价，即使因为承担过高的风险而出现了基金业绩下滑的情况，其被解雇的可能不高，并且其个人声望受到的损失影响也较小。因此其即使在熊市中也会更愿意进行冒险，如果在熊市中也能够实现盈利，反而会增加其收益的同时增长他的个人声望。

6.3.2 熊市中基金经理个人特征对基金绩效指标的影响分析

熊市中以基金经理的个人特征为解释变量，基金绩效的各个指标为被解释变量进行回归分析，回归结果见表 6-6。

表 6-6 熊市中基金经理个人特征对基金绩效回归结果

	Sharpe	Treynor	Jensen	T_Risk	S_Risk	N_Risk	E_Return	S_Select	S_Time
常数	-0.173 (-0.913)	-0.242 (-0.348)	0.103** (2.402)	0.033*** (9.053)	0.542*** (6.611)	0.001*** (3.928)	-0.000 (-0.097)	0.014 (0.706)	0.266 (0.415)
Gender	0.097 (0.731)	-0.078 (-0.161)	0.007 (0.224)	0.002 (0.962)	0.081 (1.418)	0.000 (0.835)	-0.000 (-0.533)	0.015 (1.117)	-0.574 (-1.277)
Experience	-0.023*** (-5.334)	-0.004 (-0.229)	-0.004*** (-4.418)	0.000 (1.452)	0.003* (1.834)	0.000 (0.513)	-0.000*** (-4.434)	-0.002*** (-4.512)	-0.012 (-0.820)
Bachelor	-0.209 (-1.462)	-0.205 (-0.390)	-0.065** (-1.993)	-0.006** (-2.099)	-0.066 (-1.063)	-0.000* (-1.962)	-0.001 (-1.390)	-0.009 (-0.611)	-0.337 (-0.696)
Master	-0.079 (-0.565)	-0.013 (-0.026)	-0.027 (-0.840)	-0.006** (-2.270)	-0.013 (-0.215)	-0.001*** (-2.583)	-0.000 (-0.339)	0.013 (0.896)	-0.574 (-1.214)
Doctor	-0.210 (-1.117)	-0.112 (-0.163)	-0.006 (-0.141)	-0.011*** (-2.932)	-0.121 (-1.483)	-0.001** (-2.380)	0.000 (0.378)	-0.004 (-0.182)	0.047 (0.074)

	Sharpe	Treynor	Jensen	T_Risk	S_Risk	N_Risk	E_Return	S_Select	S_Time
Background	0.047 (0.377)	0.146 (0.322)	0.025 (0.896)	-0.000 (-0.127)	-0.010 (-0.193)	-0.000 (-0.204)	0.001 (1.143)	0.013 (1.007)	0.505 (1.208)
Amount	-0.003 (-1.466)	-0.003 (-0.341)	-0.000 (-0.803)	-0.000 (-1.583)	0.000 (0.105)	-0.000* (-1.901)	-0.000 (-0.726)	-0.000 (-1.562)	0.005 (0.780)
Days	-0.000 (-0.156)	0.000 (0.516)	0.000 (0.071)	0.000** (2.264)	0.000 (1.589)	0.000 (0.923)	0.000 (0.021)	0.000 (1.362)	0.000 (0.575)
Capital	0.000 (0.169)	0.000 (0.041)	0.000 (0.324)	-0.000 (-0.747)	0.000 (0.116)	-0.000 (-0.649)	0.000 (0.216)	0.000 (0.444)	-0.000 (-0.121)
样本量	824	824	824	824	824	824	824	824	824
R ²	0.047	0.001	0.035	0.026	0.022	0.018	0.036	0.038	0.009
调整 R ²	0.036	-0.01	0.025	0.015	0.011	0.007	0.025	0.028	-0.002
F 值	4.434	0.114	3.322	2.411	2.038	1.665	3.357	3.619	0.818

* p<0.1 ** p<0.05 *** p<0.01, 括号里面为 t 值

由表 6-6 结果可知：

1、基金经理的性别

男性基金经理所管理的基金的收益和绩效要好于女性基金经理所管理的基金，但是该结果未通过 10% 的显著性检验。因此不支持假说 1，基金经理的性别与基金的绩效没有显著性的相关关系。该结论与于静(2013)的结果一致，说明在熊市的情况下基金经理的性别与基金的绩效以及收益没有关系。

同样，男性基金经理所管理的基金的风险要高于女性基金经理所管理的基金，但是该结果未通过 10% 的显著性检验。因此不支持假说 2，说明在熊市的情况下基金经理的性别与基金的风险没有显著性的相关关系。

其中的原因可能是由于中国私募证券基金行业的特殊之处所造成的。中国私募证券基金行业竞争激烈，不同于公募基金的靠管理费即可“旱涝保收”，私募证券基金行业相对而言更看重基金经理的投资能力以及过往的投资业绩的持续稳定性，不会过多地看重基金经理的性别，基金经理能够在私募证券行业脱颖而出，其性别特征不是一个典型的影响其投资风格以及投资能力的因素，因此无论是基金的投资收益还是基金的风险，基金经理的性别特征没有特别的影响。

2、基金经理的学历

基金经理的学历对于基金的收益以及绩效的影响均未通过 10% 的显著性检验，这与肖继辉和彭文平(2012)、于静(2013)的研究相一致，说明在熊市的情况下基金经理的学历与基金的绩效以及收益没有关系，因此不支持假说 3。

基金经理的学历对于基金的总风险有显著的负面影响作用，学历背景中的学士学位、硕士学位因素对基金的总体风险在 5%的水平上有一定的负面影响作用，而博士学位则对基金的总体风险在 1%的水平上有负面影响作用，并且学历越高，对基金的总体风险的负面影响越大，假说 4 得到了验证，并且这结果也与赵秀娟和汪寿阳(2010)、于静(2013)、史金艳，陈婷婷和魏殿凤(2016)的研究结果相一致。

熊市中高学历的基金经理对于市场走势的判断没有优势，反而会错估市场的走势。但是学历背景越高的基金经理，其风险控制能力越强。这背后的原因可能是随着多年的学术训练，基金经理形成了更为谨慎的风格，也就更不愿意承担风险，从而可以有效地降低其所管理的基金所面临的风险水平。但是由于中国的私募证券基金从业人员的年龄正在逐步呈现年轻化的现象，基金经理的学历越高，其相应的基金管理的从业经验也就越短，很多年轻的基金经理可能都没有经历过一次完整的牛熊市场转换，对于市场的理解以及自己的投资风格也属于在摸索中，再结合其不愿意承担风险的谨慎风格，在熊市的环境下，其管理的基金业绩也无法突出。

3、基金经理的从业时间

基金经理的从业时间与基金的绩效以及收益呈现负相关的关系。并且除了特雷诺指数以外，其余的夏普指数、詹森指数以及超额收益都在 1%的水平上有显著的负相关关系，同时结果表明基金经理的从业时间与其选股能力也在 1%的水平上有显著的负相关关系。因此不支持假说 5。

同样，基金经理的从业时间与基金的风险没有显著性的相关关系，因此不支持假说 6。

可能的原因是从业时间长的基金经理因为自己在市场中摸爬滚打多年，经历过多次牛熊，对自己的能力产生盲目的自信，从而在熊市中仍沿用其在牛市中的经验，在熊市中仍积极操作，为追求收益而忽略了风险，从而提升了基金的整体风险，并对所管理的基金产生负面的影响。此外，从业时间越长的基金经理的个人职位往往也更加稳定，其历史业绩也已经得到了相应的定性评价，即使因为承担过高的风险而出现了基金业绩下滑的情况，其被解雇的可能不高，并且其个人声望受到的损失影响也较小。因此其即使在熊市中也会更愿意进行冒险，如果在熊市中也能够实现盈利，反而会增加其收益的同时增长他的个人声望。

6.3.3 牛市中基金经理个人特征对基金绩效指标的影响分析

牛市中同样以基金经理的个人特征为解释变量，基金绩效的各个指标为被解释变量进行回归分析，回归结果见表 6-7。

表 6-7 牛市中基金经理个人特征对基金绩效回归结果

	Sharpe	Treynor	Jensen	T_Risk	S_Risk	N_Risk	E_Return	S_Select	S_Time
常数	0.897*** (4.336)	0.030 (0.105)	0.119** (2.343)	0.042*** (10.595)	0.583*** (8.566)	0.002*** (3.943)	0.006*** (4.308)	-0.146** (-2.035)	-0.824* (-1.723)
Gender	0.160 (1.113)	0.187 (0.953)	0.014 (0.413)	0.001 (0.428)	0.063 (1.339)	0.000 (0.977)	-0.000 (-0.377)	0.012 (0.240)	0.049 (0.148)
Experience	-0.013*** (-2.734)	0.002 (0.307)	-0.002** (-2.129)	0.000 (1.121)	0.002 (1.517)	0.000 (1.165)	-0.000 (-1.392)	0.000 (0.039)	0.000 (0.015)
Bachelor	0.307** (1.992)	0.272 (1.288)	0.065* (1.731)	-0.004 (-1.288)	0.046 (0.913)	-0.000 (-0.969)	0.000 (0.334)	-0.100* (-1.870)	-0.188 (-0.526)
Master	0.483*** (3.211)	0.155 (0.754)	0.082** (2.224)	-0.007** (-2.554)	0.052 (1.048)	-0.001** (-2.380)	0.000 (0.428)	-0.103** (-1.976)	-0.160 (-0.459)
Doctor	0.704*** (3.467)	0.369 (1.327)	0.100** (2.016)	-0.013*** (-3.319)	-0.024 (-0.363)	-0.001** (-2.374)	-0.001 (-0.649)	-0.144** (-2.046)	-0.066 (-0.141)

	Sharpe	Treynor	Jensen	T_Risk	S_Risk	N_Risk	E_Return	S_Select	S_Time
Backgroud	0.100 (0.742)	0.074 (0.403)	0.050 (1.522)	0.003 (0.998)	0.064 (1.457)	0.000 (0.038)	0.001 (0.648)	-0.054 (-1.173)	0.495 (1.598)
Amount	0.002 (0.804)	-0.000 (-0.167)	-0.000 (-0.407)	-0.000** (-2.263)	-0.000 (-0.072)	-0.000* (-1.803)	-0.000 (-0.988)	0.000 (0.371)	0.001 (0.145)
Days	-0.000 (-0.860)	-0.000 (-0.103)	-0.000 (-0.045)	0.000 (0.768)	0.000 (0.003)	-0.000 (-0.905)	0.000*** (3.724)	0.000* (1.956)	0.000** (2.385)
Capital	0.000 (0.020)	0.000 (0.008)	-0.000 (-0.457)	-0.000 (-0.912)	0.000 (0.093)	-0.000 (-0.496)	-0.000 (-0.770)	0.000 (0.147)	0.000 (0.068)
样本量	824	824	824	824	824	824	824	824	824
R ²	0.035	0.005	0.017	0.031	0.013	0.028	0.021	0.014	0.014
调整 R ²	0.025	-0.006	0.006	0.02	0.002	0.018	0.01	0.003	0.003
F 值	3.315	0.44	1.593	2.884	1.22	2.64	1.947	1.3	1.262

* p<0.1 ** p<0.05 *** p<0.01, 括号里面为 t 值

由表 6-7 结果可知：

1、基金经理的性别

男性基金经理所管理的基金的收益和绩效要好于女性基金经理所管理的基金，但是该结果未通过 10% 的显著性检验。因此不支持假说 1，基金经理的性别与基金的绩效没有显著性的相关关系。该结论与于静(2013)的结果一致，说明在牛市的情况下基金经理的性别与基金的绩效以及收益没有关系。

同样，男性基金经理所管理的基金的风险要高于女性基金经理所管理的基金，但是该结果未通过 10% 的显著性检验。因此不支持假说 2，说明在牛市的情况下基金经理的性别与基金的风险没有显著性的相关关系。

同熊市中的分析一样，其中的原因可能是由于中国私募证券基金行业的特殊之处所造成的。中国私募证券基金行业竞争激烈，更看重基金经理的投资能力以及过往的投资业绩的持续稳定性，不会过多地看重基金经理的性别，基金经理能够在私募证券行业脱颖而出，其性别特征不是一个典型的影响其投资风格以及投资能力的因素，因此无论是基金的投资收益还是基金的风险，基金经理的性别特征没有特别的影响。

2、基金经理的学历

除了特雷诺指数之外，基金经理的学历对于基金绩效的夏普指数、詹森指数都有着显著的正面影响作用。对于夏普指数，学士学位与其在 5% 的水平上显著正相关，硕士以及博士学位与其在 1% 的水平上显著正相关。对于詹森指数，硕士以及博士学位与其在 5% 的水平上显著正相关，说明在牛市的情况下基金经理的学历与基金的绩效有正向的关系。因此不支持假说 3。学历因素对于超额收益没有显著的关系，但是与选股能力有显著的负相关关系。

基金经理的学历对于基金的总风险有显著的负面影响作用，学历背景中的硕士学位、博士学位分别对基金的总体风险在 5%和 1%的水平上有负面影响作用，并且学历越高，对基金的总体风险的负面影响越大，假说 4 得到了验证，并且这结果也与赵秀娟和汪寿阳(2010)、于静(2013)、史金艳，陈婷婷和魏殿凤(2016)的研究结果相一致。

在牛市的情况下，基金经理一定程度可以体现其学历背景优势。虽然基金经理的选股能力与学历背景呈现负相关的关系，但是学历背景越高的基金经理，其风险控制能力还是越强，从而综合比较而言，基金的综合绩效越强。这背后的原因可能是随着多年的学术训练，基金经理形成了更为谨慎的风格，也就更不愿意承担风险，从而可以有效地降低其所管理的基金所面临的风险水平。但是由于中国的私募证券基金从业人员的年龄正在逐步呈现年轻化的现象，基金经理的学历越高，其相应的基金管理的从业经验也就越短，很多年轻的基金经理可能都没有经历过一次完整的牛熊市场转换，对于市场的理解以及自己的投资风格也属于在摸索中，所以并没办法体现出其选股能力。但是得益于其风险管理能力，最终基金的综合绩效会比较好。

3、基金经理的从业时间

同熊市一样，基金经理的从业时间与基金的绩效以及收益呈现负相关的关系。并且除了特雷诺指数以外，其余的夏普指数、詹森指数分别在 1%和 5%的水平上有显著的负相关关系。因此不支持假说 5。

基金经理的从业时间与基金的风险呈现正向的关系，但是这种关系并没有通过显著性检验，因此不支持假说 6。

可能的原因是在市场普遍向好的情况下，虽然基金经理管理的业绩随着市场一起走好，但是没有脱颖而出，反而由于其过于激进的风格，会影响基金的整体绩效。从业时间长的基金经理因为自己在市场中摸爬滚打多年，经历过多次牛熊，对自己的能力产生盲目的自信，在牛市中更会追求超额收益，忽视基金的风险把控，从而提升了基金的整体风险，从而对所管理的基金产生负面的影响。并且从业时间越长的基金经理的个人职位往往也更加稳定，其历史业绩也已经得到了相应的定性评价，即使因为承担过高的风险而出现了基金业绩下滑的情况，其被解雇的可能不高，并且其个人声望受到的损失影响也较小。如果通过一定的冒险在牛市中实现超额收益，增加其收益的同时更能够增长他的个人声望。

6.4 主观基金经理个人特征与基金绩效指标的总体分析

为了进一步地研究基金经理个人特征对基金绩效指标的影响，同时也对上述结果做一个验证，将样本中的基金再分为量化基金与主观基金两个大类，其中 824 只基金样本中量化基金的数量为 35 只，占比为 4.27%。考虑到样本的数量以及基金经理对于基金策略的影响，选择 789 只主观基金作为新的样本，做进一步地分析，以验证基金经理的个人特征在不同市场情况下对基金绩效指标的影响。

6.4.1 牛熊市中基金经理个人特征对基金绩效指标的影响分析

牛熊市中以基金经理的个人特征为解释变量，基金绩效的各个指标为被解释变量进行回归分析，回归结果见表 6-8。

表 6-8 牛熊市中基金经理个人特征对基金绩效回归结果

	Sharpe	Treynor	Jensen	T_Risk	S_Risk	N_Risk	E_Return	S_Select	S_Time	
65	常数	0.113 (0.610)	-0.121 (-0.392)	0.077** (2.263)	0.035*** (13.282)	0.533*** (10.186)	0.001*** (4.917)	0.002 (1.638)	-0.021 (-0.579)	-0.239 (-0.643)
	Gender	0.197 (1.506)	0.080 (0.368)	0.019 (0.798)	0.000 (0.262)	0.056 (1.518)	0.000 (0.659)	-0.000 (-0.480)	0.002 (0.096)	-0.100 (-0.381)
	Experience	-0.027*** (-6.274)	-0.007 (-1.029)	-0.004*** (-4.640)	0.000*** (4.106)	0.005*** (3.778)	0.000*** (2.795)	-0.000*** (-4.556)	-0.001 (-0.880)	-0.017* (-1.933)
	Bachelor	0.020 (0.142)	0.022 (0.096)	-0.009 (-0.360)	-0.007*** (-3.483)	-0.037 (-0.954)	-0.000** (-2.559)	-0.001 (-1.013)	-0.044 (-1.617)	-0.201 (-0.721)
	Master	0.123 (0.917)	0.133 (0.593)	0.019 (0.747)	-0.008*** (-4.036)	0.010 (0.255)	-0.001*** (-4.024)	-0.000 (-0.534)	-0.034 (-1.279)	-0.276 (-1.025)
	Doctor	0.221 (1.219)	0.124 (0.412)	0.045 (1.360)	-0.012*** (-4.535)	-0.072 (-1.404)	-0.001*** (-3.400)	-0.000 (-0.295)	-0.071** (-2.012)	-0.014 (-0.039)
	Background	0.093 (0.784)	0.050 (0.250)	0.041* (1.858)	0.002 (0.941)	0.031 (0.911)	0.000 (0.200)	0.001 (1.269)	-0.024 (-1.036)	0.437* (1.825)
	Amount	-0.004** (-2.211)	-0.003 (-0.943)	-0.001* (-1.719)	-0.000*** (-3.107)	0.000 (0.025)	-0.000*** (-2.924)	-0.000*** (-2.934)	0.000 (0.848)	0.002 (0.505)

	Sharpe	Treynor	Jensen	T_Risk	S_Risk	N_Risk	E_Return	S_Select	S_Time
Days	0.000*** (7.212)	0.000* (1.939)	0.000*** (3.756)	0.000*** (3.908)	0.000** (2.129)	0.000 (1.332)	0.000*** (9.452)	-0.000* (-1.715)	0.000** (2.428)
Capital	-0.000 (-0.241)	-0.000 (-0.097)	-0.000 (-0.248)	-0.000 (-1.190)	0.000 (0.165)	-0.000 (-0.796)	-0.000 (-0.670)	0.000 (0.386)	-0.000 (-0.133)
R ²	0.049	0.004	0.025	0.044	0.027	0.027	0.06	0.007	0.009
调整 R ²	0.044	-0.002	0.02	0.039	0.021	0.022	0.054	0.001	0.003
F 值	9.038	0.628	4.529	8.03	4.764	4.877	11.077	1.156	1.586

* p<0.1 ** p<0.05 *** p<0.01, 括号里面为 t 值

由表 6-8 的结果可知，在牛熊市场的综合环境中，主观基金的基金经理的个人特征对基金绩效的影响同前面的研究结果一致。男性基金经理所管理的基金的收益和绩效要好于女性基金经理所管理的基金，但是该结果未通过 10% 的显著性检验。基金经理的性别与基金的绩效没有显著性的相关关系。说明在综合的牛熊市场情况下主观基金的基金经理的性别与基金的绩效以及收益没有关系。同样，男性基金经理所管理的基金的风险要高于女性基金经理所管理的基金，但是该结果未通过 10% 的显著性检验。说明在综合的牛熊市场情况下主观基金的基金经理的性别与基金的风险没有显著性的相关关系。

基金经理的学历对于基金的收益以及绩效的影响均未通过 10% 的显著性检验，说明在综合的牛熊市场情况下主观基金的基金经理的学历与基金的绩效以及收益没有关系。基金经理的学历对于基金的总风险有显著的负面影响作用，学历背景中的学士学位、硕士学位、博士学位因素则均对基金的总体风险在 1% 的水平上有负面影响作用，并且学历越高，对基金的总体风险的负面影响越大。

基金经理的从业时间与基金的绩效以及收益呈现负相关的关系。并且除了特雷诺指数以外，其余的夏普指数、詹森指数以及超额收益都在 1% 的水平上有显著的负相关关系。但是，基金经理的从业时间与基金的风险之间在 1% 的水平上存在着显著性的正相关关系。

6.4.2 熊市中基金经理个人特征对基金绩效指标的影响分析

熊市中以基金经理的个人特征为解释变量，基金绩效的各个指标为被解释变量进行回归分析，回归结果见表 6-9。

表 6-9 熊市中基金经理个人特征对基金绩效回归结果

	Sharpe	Treynor	Jensen	T_Risk	S_Risk	N_Risk	E_Return	S_Select	S_Time
常数	-0.186 (-0.959)	-0.308 (-0.573)	0.104** (2.381)	0.031*** (8.839)	0.524*** (6.497)	0.001*** (3.751)	-0.000 (-0.025)	0.010 (0.547)	0.367 (0.639)
Gender	0.114 (0.834)	0.160 (0.419)	0.007 (0.241)	0.001 (0.405)	0.053 (0.922)	0.000 (0.368)	-0.000 (-0.400)	0.015 (1.109)	-0.380 (-0.931)
Experience	-0.023*** (-5.180)	-0.009 (-0.701)	-0.004*** (-4.339)	0.000*** (3.688)	0.006*** (3.141)	0.000** (2.465)	-0.000*** (-4.921)	-0.002*** (-4.080)	-0.028** (-2.115)
Bachelor	-0.214 (-1.468)	-0.247 (-0.611)	-0.066** (-2.032)	-0.008*** (-3.087)	-0.102* (-1.683)	-0.001*** (-2.764)	-0.001 (-1.283)	-0.011 (-0.810)	-0.234 (-0.543)
Master	-0.073 (-0.519)	0.193 (0.493)	-0.025 (-0.796)	-0.007*** (-2.657)	-0.020 (-0.343)	-0.001*** (-3.099)	-0.000 (-0.316)	0.011 (0.841)	-0.432 (-1.032)
Doctor	-0.210 (-1.104)	-0.097 (-0.183)	-0.006 (-0.136)	-0.011*** (-3.021)	-0.118 (-1.493)	-0.001** (-2.538)	0.000 (0.392)	-0.003 (-0.184)	0.039 (0.069)
Background	0.044 (0.350)	0.005 (0.014)	0.024 (0.864)	0.000 (0.055)	-0.007 (-0.143)	-0.000 (-0.003)	0.001 (1.192)	0.014 (1.147)	0.407 (1.097)
Amount	-0.003 (-1.508)	-0.003 (-0.457)	-0.000 (-0.860)	-0.000 (-1.628)	0.000 (0.186)	-0.000* (-1.954)	-0.000 (-0.864)	-0.000 (-1.546)	0.004 (0.693)

	Sharpe	Treynor	Jensen	T_Risk	S_Risk	N_Risk	E_Return	S_Select	S_Time
Days	-0.000 (-0.143)	0.000 (0.087)	0.000 (0.080)	0.000** (2.379)	0.000 (1.609)	0.000 (0.909)	0.000 (0.041)	0.000 (1.333)	0.000 (0.801)
Capital	0.000 (0.169)	0.000 (0.027)	0.000 (0.317)	-0.000 (-0.708)	0.000 (0.144)	-0.000 (-0.621)	0.000 (0.218)	0.000 (0.510)	-0.000 (-0.211)
R ²	0.047	0.006	0.037	0.048	0.037	0.029	0.043	0.038	0.012
调整 R ²	0.036	-0.006	0.026	0.038	0.025	0.018	0.032	0.027	0
F 值	4.264	0.513	3.36	4.412	3.289	2.586	3.913	3.404	1.027

* p<0.1 ** p<0.05 *** p<0.01, 括号里面为 t 值

由表 6-9 的结果可知，在熊市中，主观基金的基金经理的个人特征对基金绩效的影响同前面的研究结果一致。男性基金经理所管理的基金的收益和绩效要好于女性基金经理所管理的基金，但是该结果未通过 10% 的显著性检验。基金经理的性别与基金的绩效没有显著性的相关关系。说明在熊市情况下主观基金的基金经理的性别与基金的绩效以及收益没有关系。同样，男性基金经理所管理的基金的风险要高于女性基金经理所管理的基金，但是该结果未通过 10% 的显著性检验。说明熊市环境下主观基金的基金经理的性别与基金的风险没有显著性的相关关系。

基金经理的学历对于基金的收益以及绩效的影响均未通过 10% 的显著性检验，说明在综合的牛熊市市场情况下主观基金的基金经理的学历与基金的绩效以及收益没有关系。基金经理的学历对于基金的总风险有显著的负面影响作用，学历背景中的学士学位、硕士学位、博士学位因素则均对基金的总体风险在 1% 的水平上有负面影响作用，并且学历越高，对基金的总体风险的负面影响越大。

基金经理的从业时间与基金的绩效以及收益呈现负相关的关系。并且除了特雷诺指数以外，其余的夏普指数、詹森指数以及超额收益都在 1% 的水平上有显著的负相关关系。但是，基金经理的从业时间与基金的风险存在着显著性的正相关关系。

6.4.3 牛市中基金经理个人特征对基金绩效指标的影响分析

熊市中以基金经理的个人特征为解释变量，基金绩效的各个指标为被解释变量进行回归分析，回归结果见表 6-10。

表 6-10 牛市中基金经理个人特征对基金绩效回归结果

	Sharpe	Treynor	Jensen	T_Risk	S_Risk	N_Risk	E_Return	S_Select	S_Time
常数	0.762***	0.206	0.080*	0.040***	0.559***	0.002***	0.005***	-0.094	-0.864*
	(3.745)	(0.727)	(1.653)	(10.344)	(8.414)	(3.750)	(3.872)	(-1.413)	(-1.824)
Gender	0.307**	0.011	0.033	-0.000	0.060	0.000	-0.000	-0.011	0.177
	(2.151)	(0.058)	(0.973)	(-0.000)	(1.286)	(0.570)	(-0.307)	(-0.245)	(0.533)
Experience	-0.013***	0.001	-0.001	0.000***	0.004**	0.000**	-0.000	-0.001	-0.004
	(-2.833)	(0.144)	(-1.316)	(2.738)	(2.437)	(2.202)	(-0.156)	(-0.903)	(-0.397)
Bachelor	0.306**	0.312	0.053	-0.005*	0.029	-0.000	-0.000	-0.082*	-0.164
	(2.026)	(1.489)	(1.456)	(-1.869)	(0.586)	(-1.223)	(-0.230)	(-1.657)	(-0.467)
Master	0.483***	0.137	0.076**	-0.008***	0.044	-0.001***	0.000	-0.095**	-0.116
	(3.300)	(0.672)	(2.176)	(-2.917)	(0.926)	(-2.673)	(0.279)	(-1.984)	(-0.340)
Doctor	0.703***	0.365	0.101**	-0.013***	-0.024	-0.001**	-0.001	-0.145**	-0.067
	(3.566)	(1.333)	(2.143)	(-3.388)	(-0.365)	(-2.399)	(-0.647)	(-2.249)	(-0.147)
Background	0.107	0.079	0.055*	0.003	0.068	0.000	0.001	-0.060	0.470
	(0.818)	(0.438)	(1.754)	(1.219)	(1.608)	(0.217)	(0.830)	(-1.421)	(1.550)
Amount	0.002	-0.000	-0.000	-0.000**	0.000	-0.000*	-0.000	0.000	0.000
	(0.841)	(-0.185)	(-0.402)	(-2.214)	(0.061)	(-1.732)	(-1.096)	(0.343)	(0.087)

Days	-0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	-0.000	0.000***	0.000**	0.000**
	(-0.828)	(0.006)	(0.136)	(0.875)	(0.047)	(-0.846)	(4.031)	(1.979)	(2.442)
Capital	0.000	-0.000	-0.000	-0.000	0.000	-0.000	-0.000	0.000	0.000
	(0.103)	(-0.062)	(-0.385)	(-0.872)	(0.147)	(-0.458)	(-0.736)	(0.063)	(0.064)
R ²	0.042	0.005	0.017	0.039	0.02	0.032	0.027	0.016	0.014
调整 R ²	0.031	-0.006	0.006	0.028	0.009	0.021	0.016	0.005	0.002
F 值	3.783	0.461	1.513	3.539	1.78	2.879	2.409	1.408	1.215

* p<0.1 ** p<0.05 *** p<0.01, 括号里面为 t 值

由表 6-10 的结果可知，在牛市中，主观基金的基金经理的个人特征对基金绩效的影响同前面的研究结果一致。男性基金经理所管理的基金的收益和绩效要好于女性基金经理所管理的基金，但是该结果未通过 10% 的显著性检验。基金经理的性别与基金的绩效没有显著性的相关关系。说明在牛市情况下主观基金的基金经理的性别与基金的绩效以及收益没有关系。同样，男性基金经理所管理的基金的风险要高于女性基金经理所管理的基金，但是该结果未通过 10% 的显著性检验。说明牛市环境下主观基金的基金经理的性别与基金的风险没有显著性的相关关系。

除了特雷诺指数之外，基金经理的学历对于基金绩效的夏普指数、詹森指数都有着显著的正面影响作用。对于夏普指数，学士学位与其在 5% 的水平上显著正相关，硕士以及博士学位与其在 1% 的水平上显著正相关。对于詹森指数，硕士以及博士学位与其在 5% 的水平上显著正相关，说明在牛市的情况下基金经理的学历与基金的绩效有正向的关系。学历因素对于超额收益没有显著的关系，但是与选股能力有显著的负相关关系。

基金经理的从业时间与基金的绩效以及收益呈现一定的负相关的关系。基金经理的从业时间与基金的风险呈现显著的正向的关系。

第 7 章 研究结论与建议

7.1 研究结论

本文利用美市科技提供的数据，将 2017 年 10 月 16 日至 2018 年 10 月 18 日定义为熊市时间段，以及将 2019 年 1 月 4 日至 2021 年 9 月 13 日定义为牛市时间段，针对性地选择基金经理所管理的私募基金同时经历了这两个牛熊时间段，并且结合基金的投资风格以及基金的建仓周期，将私募基金的投资策略限定为股票型私募基金并且基金的年龄大于 6 个月（180 天）。再进一步进行数据整理之后，最终选择了 824 个基金经理在管的基金，再加上牛熊市两个时间段，总共 1,648 个样本数据进行分析，研究基金经理的个人特征对基金的各项绩效指标的影响关系，结论见表 7-1 及表 7-2：

表 7-1 牛熊市场下基金经理特征对基金绩效的影响

	牛市			熊市		
	综合绩效	超额收益	总风险	综合绩效	超额收益	总风险
性别	无影响	无影响	无影响	无影响	无影响	无影响
学历	正	无影响	负	无影响	无影响	负
从业经验	负	无影响	无影响	负	负	无影响

表 7-2 牛熊市场下对假说的验证情况

假说	牛市	熊市
假说 1: 女性基金经理所管理的基金的收益更低。	不支持	不支持
假说 2: 女性基金经理所管理的基金的风险更低。	不支持	不支持
假说 3: 学历越高的基金经理所管理的基金的收益越低。	不支持	不支持
假说 4: 学历越高的基金经理所管理的基金的风险越低。	支持	支持
假说 5: 从业时间越长的基金经理所管理的基金的收益越高。	不支持	不支持
假说 6: 从业时间越长的基金经理所管理的基金的风险越低。	不支持	不支持

结合行为金融、信号理论、高阶梯队理论等相关理论，对于上述结果的可能原因做进一步的整理。

对于基金经理的性别对基金业绩以及风险没有显著影响，其可能的原因是无论是女性基金经理还是男性基金经理，都有着相同的学习、实际从业经验，再加上中国私募证券基金行业竞争激烈，不同于公募基金的靠管理费即可“旱涝保收”，私募证券基金行业相对而言更看重基金经理的投资能力以及过往的投资业绩的持续稳定性，不会过多地看重基金经理的性别，基金经理能够在私募证券基金行业脱颖而出，其性别特征不是一个典型的影响其投资风格以及投资能力的因素，因此无论是基金的投资收益还是基金的风险，基金经理的性别特征没有特别的影响，不能仅仅根据性别就判定基金经理的投资业绩以及其所管理的基金的风险。

而对于基金经理的学历对于基金业绩的没有显著的影响情况，可能的原因是受其过去的学术训练给其带来的谨慎风格的影响，无论市场是牛市还是熊市，高学历的基金经理的风格也偏保守，基金的业绩无法得到突显。而也正是其保守的风格，其投资操作也会更加谨慎，因此无论是在牛市还是熊市，其对于所管理的基金的风险控制能力也显得越强，从而能够合理降低其所管理的基金的风险敞口，并且在牛市中更能突显出基金的综合绩效水平。

而对于从业时间长的有较为丰富经验的基金经理，因为自己在市场中摸爬滚打多年，经历过多次牛熊，对自己的能力产生盲目的自信，无论是在牛市还是熊市中都会呈现相对偏激进的操作，从而提升了基金的整体风险，尤其是在熊市中更会对其管理的基金的业绩带来负面影响。另一方面从业时间越长的基金经理的个人职位往往也更加稳定，其历史业绩

也已经得到了相应的定性评价，即使因为承担过高的风险而出现了基金业绩下滑的情况，其被解雇的可能不高，并且其个人声望受到的损失影响也较小。因此其即使在熊市中也会更愿意进行冒险，如果在熊市中也能够实现盈利，反而会增加其收益的同时增长他的个人声望。

7.2 建议

首先，本文的研究发现基金经理的性别特征对基金的各项绩效指标都没有显著的影响，基金管理公司在基金经理的招聘过程中，不应该唯性别论，还是要注重基金经理的过往投资业绩的稳定性以及投资能力。要积极分析所要招聘的基金经理过往所学的知识以及过往经历是否能够对其独立批判性思维决策有所帮助。而对于基金投资者而言也是一样，要充分考虑基金经理过去所管理的基金的业绩的波动情况，其管理的基金的业绩是否具有一致性以及可持续性，进而判断基金经理的投资能力，而不是简单地跟着个人对于性别的喜好来挑选基金经理以及其管理的基金。

第二，本文的研究发现熊市中基金经理的从业经历会对基金的业绩产生负面的影响作用。基金管理公司面临熊市的环境中，要加强内部风控，尤其是防止有着丰富的从业经历的基金经理盲目操作，胡乱押宝，从而造成基金的亏损。此外，研究结果还表明基金经理的从业时间会对其所管理的基金的业绩产生负面影响，尤其在熊市的 market 环境下，基金的风险管理委员会更需要格外留意基金公司的整体风险。而对于投资者而言，不能因为基金经理的从业时间长而无脑相信基金经理的业绩保障，需要对基金经理的从业时间批判性对待，充分分析其过往管理基金的业绩的波动性以及可持续性，注意投资风险的管理。

第三，本文的研究发现基金经理的学历背景对于基金的风险降低有显著的影响。基金管理公司可以扬长避短，充分发挥“学院派”基金经理的风险管控能力，甚至可以考虑招聘相关的博士进入基金的风险管理委员会，加强对投资决策的监督审核，降低基金管理公司所面临的总体风险。对于基金投资者而言，不要一味地追求收益一个指标，同时也要注意结合所投资基金的风险水平，做出合理的投资决策。

第四，本文的研究发现的基金经理的过往的从业背景对基金的各项绩效指标都没有显著的影响，基金管理在基金经理的选拔中不一定非得高价从公募基金进行挖角，可能公募基金经理不一定适合私募基金的环境。私募基金管理公司可以结合自己行业、自己公司的特长，针对性地进行内部培养，或者行业内部进行发掘，找到合适的基金经理人。而对于基金投资者而言，不要为媒体上的宣传所影响，购买基金还是得从基金经理的个人能力入手，不能为基金经理过去的公募平台光环所蒙蔽。

参考文献

- 艾洪德, 和刘聪. 2008. 《基金经理个人特征与基金投资风格》. 财贸经济, 期 12: 26-31.
- 曾德明, 查琦和龚红. 2006. 《基金特征、管理特性与基金绩效关系的实证研究》. 管理学报, 期 03: 347-53.
- 陈立梅. 2008. 《基金经理人力资本特征与基金业绩关系的实证研究》. 现代管理科学, 期 11: 117-19.
- 代昀昊. 2013. 《关于团队基金经理是否更具优势的比较研究》. 证券市场导报, 期 04: 73-78.
- 高士亮. 2009. 《开放式基金规模与公司业绩关系的实证研究》. 经济经纬, 期 02: 95-98.
- 郭文伟, 宋光辉, 许林和柴曼昕. 2010. 《中国开放式基金风格择时能力的实证研究》. 统计与决策, 期 08: 134-36.
- 何杰, 和杨丹. 2010. 《什么影响着中国基金管理公司的投资业绩》. 财贸经济, 期 01: 44-50.
- 胡俊英. 2009. 《我国基金经理个性特征对基金业绩的影响》. 经济研究导刊, 期 32: 109-11.
- 解天骄. 2010. 《国内阳光私募基金现状与发展趋势探析》. 全国商情(理论研究), 期 21: 45-46.
- 李翔, 林树和陈浩. 2009. 《为什么基金投资收益与基金规模负相关——一个新的理论解释》. 学海, 期 02: 112-17.
- 李晓梅, 和刘志新. 2010. 《经理特性对基金业绩的影响及内在归因分析》. 经济经纬, 期 03: 143-47. <https://doi.org/10.15931/j.cnki.1006-1096.2010.03.034>.
- 李学峰, 魏娜和张舰. 2008. 《证券投资基金不同资产配置方式及其对基金收益的影响》. 证券市场导报, 期 09: 71-77.
- 李豫湘, 程剑和彭聪. 2006. 《基金经理个人特性对基金业绩影响的研究》. 价值工程, 期 12: 151-55.
- 林坚, 郑慧清, 王宁和陈宇峰. 2002. 《证券投资基金规模与绩效实证分析》. 商业研究, 期 22: 111-14.

- 鲁炜, 和蔡冬梅. 2007. 《开放式基金规模与业绩关系的实证研究》. 经济纵横, 期 16: 21-24.
- 罗世炜. 2011. 《浅析我国阳光私募的兴起与发展》. 中国市场, 期 09: 58-60.
- 罗真, 和张宗成. 2004. 《职业忧虑影响基金经理投资行为的经验分析》. 世界经济, 期 04: 63-71.
- 骆盈盈, 和任颀. 2015. 《基金管理模式、投资风格与经营绩效:来自中国公募基金探索性研究》. 现代财经(天津财经大学学报) 35 (04): 22-33.
- 门庆兵, 和祝卫华. 2000. 《共同基金管理中的规模经济效应》. 证券市场导报, 期 12: 55-58.
- 申宇, 赵静梅和何欣. 2016. 《校友关系网络、基金投资业绩与“小圈子”效应》. 经济学(季刊) 15 (01): 403-28.
- 史金艳, 陈婷婷和魏殿凤. 2016. 《基金经理性别与风险承担——基于股票型和混合偏股型开放式基金的实证》. 投资研究 35 (03): 105-18.
- 谭政勋, 和王聪. 2004. 《我国开放式基金业绩来源的实证研究》. 当代财经, 期 11: 48-52.
- 汪光成. 2002. 《基金的市场时机把握能力研究》. 经济研究, 期 01: 48-55+95.
- 肖继辉, 和彭文平. 2012. 《基金经理特征与投资能力、投资风格的关系》. 管理评论 24 (07): 40-48.
- 徐琼, 和赵旭. 2008. 《我国基金经理投资行为实证研究》. 金融研究, 期 08: 145-55.
- 许友传, 和唐松莲. 2010. 《何种特征属性决定了基金经理的业绩提升》. 上海管理科学 32 (01): 75-79.
- 宣雷. 2012. 《阳光私募运作模式及监管建议》. 西南金融, 期 05: 56-59.
- 闫作远, 和陈超. 2008. 《基金经理选股及择时能力研究——来自中国开放式基金市场的新证据》. 当代财经, 期 10: 46-52.
- 晏艳阳, 和邓开. 2015. 《基金经理个人特征对基金绩效的影响及其机理研究》. 南方金融, 期 05: 69-76.
- 于静. 2013. 《基金经理个性特征与盈利能力关系的实证研究——基于中国证券市场的数据》. 商业研究, 期 12: 69-75. <https://doi.org/10.13902/j.cnki.syyj.2013.12.008>.

- 赵秀娟, 和汪寿阳. 2010. 《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》. 管理评论 22 (01): 3-12.
- 郑晓辉, 和肖慧. 2002. 《中国证券投资基金绩效来源分析》. 经济科学, 期 05: 43-52.
- 周万贺, 和储茂广. 2009. 《我国证券投资基金波动择时能力的实证分析》. 统计与决策, 期 05: 129-32.
- 祖国鹏, 张峥和张圣平. 2010. 《基金管理模式的选择与基金绩效》. 财经问题研究, 期 12: 57-64.
- Arendt, Lucy A., Richard L. Priem 和 Hermann Achidi Ndofor. 2005. 《A CEO-adviser model of strategic decision making》. *Journal of Management* 31 (5): 680-99.
- Atkinson, Stanley M., Samantha Boyce Baird 和 Melissa B. Frye. 2003. 《Do Female Mutual Fund Managers Manage Differently?》 *Journal of Financial Research* 26 (1): 1-18. <https://doi.org/10.1111/1475-6803.00041>.
- Barber, Brad M., 和 Terrance Odean. 2001. 《Boys will be boys: Gender, overconfidence, and common stock investment》. *The quarterly journal of economics* 116 (1): 261-92.
- Bell, David E. 1982. 《Regret in decision making under uncertainty》. *Operations research* 30 (5): 961-81.
- Bertrand, Marianne, 和 Antoinette Schoar. 2003. 《Managing with style: The effect of managers on firm policies》. *The Quarterly journal of economics* 118 (4): 1169-1208.
- Bhojraj, Sanjeev, YOUNG JUN CHO 和 Nir Yehuda. 2012. 《Mutual fund family size and mutual fund performance: The role of regulatory changes》. *Journal of Accounting Research* 50 (3): 647-84.
- Bliss, Richard T., 和 Mark E. Potter. 2002. 《Mutual Fund Managers: Does Gender Matter?》 *The Journal of Business and Economic Studies* 8 (1): 1.
- Carhart, Mark M. 1997. 《On persistence in mutual fund performance》. *The Journal of finance* 52 (1): 57-82.
- Carpenter, Mason A., 和 James W. Fredrickson. 2001. 《Top management teams, global strategic posture, and the moderating role of uncertainty》. *Academy of Management journal* 44 (3): 533-45.

- Chang, Eric C., 和 Wilbur G. Lewellen. 1984. 《Market timing and mutual fund investment performance》. *Journal of Business*, 57–72.
- Chen, Joseph, Harrison Hong, Ming Huang 和 Jeffrey D. Kubik. 2004. 《Does fund size erode mutual fund performance? The role of liquidity and organization》. *American Economic Review* 94 (5): 1276–1302.
- Chevalier, Judith, 和 Glenn Ellison. 1999. 《Career Concerns of Mutual Fund Managers*》. *The Quarterly Journal of Economics* 114 (2): 389–432.
<https://doi.org/10.1162/003355399556034>.
- Cohen, Lauren, Andrea Frazzini 和 Christopher Malloy. 2008. 《The small world of investing: Board connections and mutual fund returns》. *Journal of Political Economy* 116 (5): 951–79.
- Daniel, Kent D., David Hirshleifer 和 Avanidhar Subrahmanyam. 2001. 《Overconfidence, arbitrage, and equilibrium asset pricing》. *The Journal of Finance* 56 (3): 921–65.
- De Bondt, Werner FM, 和 Richard Thaler. 1985. 《Does the stock market overreact?》. *The Journal of finance* 40 (3): 793–805.
- Ding, Bill, 和 Russ Wermers. 2012. 《Mutual fund performance and governance structure: The role of portfolio managers and boards of directors》. *Available at SSRN 2207229*.
- Fama, Eugene F., 和 Kenneth R. French. 1993. 《Common risk factors in the returns on stocks and bonds》. *Journal of Financial Economics* 33: 3–56.
- Fama, Eugene, 和 Kenneth French. 1996. 《Multifactor Explanations of Asset Pricing Anomalies》. *Journal of Finance* 51 (1): 55–84.
- Fang, Yi, 和 Haiping Wang. 2015. 《Fund manager characteristics and performance》. *Investment Analysts Journal* 44 (1): 102–16.
- Ferson, Wayne E., 和 Rudi W. Schadt. 1996. 《Measuring fund strategy and performance in changing economic conditions》. *The Journal of finance* 51 (2): 425–61.
- Golec, Joseph H. 1996. 《The Effects of Mutual Fund Managers' Characteristics on Their Portfolio Performance, Risk and Fees》. *Financial Services Review* 5 (2): 133–47. [https://doi.org/10.1016/S1057-0810\(96\)90006-2](https://doi.org/10.1016/S1057-0810(96)90006-2).

- Goodwin, Thomas H. 1998. 《The information ratio》. *Financial Analysts Journal* 54 (4): 34–43.
- Gottesman, Aron A., 和 Matthew R. Morey. 2006. 《Manager Education and Mutual Fund Performance》. *Journal of Empirical Finance* 13 (2): 145–82. <https://doi.org/10.1016/j.jempfin.2005.10.001>.
- Griffin, Dale, 和 Amos Tversky. 1992. 《The weighing of evidence and the determinants of confidence》. *Cognitive psychology* 24 (3): 411–35.
- Hambrick, Donald C., Sydney Finkelstein 和 Ann C. Mooney. 2005. 《Executive job demands: New insights for explaining strategic decisions and leader behaviors》. *Academy of management review* 30 (3): 472–91.
- Hambrick, Donald C., 和 Phyllis A. Mason. 1984. 《Upper echelons: The organization as a reflection of its top managers》. *Academy of management review* 9 (2): 193–206.
- Henriksson, Roy D., 和 Robert C. Merton. 1981. 《On market timing and investment performance. II. Statistical procedures for evaluating forecasting skills》. *Journal of business*, 513–33.
- Indro, Daniel C., Christine X. Jiang, Michael Y. Hu 和 Wayne Y. Lee. 1999. 《Mutual Fund Performance: Does Fund Size Matter?》. *Financial Analysts Journal* 55 (3): 74–87. <https://doi.org/10.2469/faj.v55.n3.2274>.
- Israelsen, Craig L. 1998. 《Characteristics of Winning Mutual Funds》. *Journal of Financial Planning* 11 (2): 78–87.
- Jensen, Michael C. 1968. 《The Performance of Mutual Funds in the Period 1945-1964》. *The Journal of Finance* 23 (2): 389–416. <https://doi.org/10.2307/2325404>.
- Kahneman, Daniel, 和 Amos Tversky. 1979. 《Prospect Theory: An Analysis of Decision under Risk》. *Econometrica* 47 (2): 263–92.
- Karagiannidis, Iordanis. 2010. 《Management team structure and mutual fund performance》. *Journal of International Financial Markets, Institutions and Money* 20 (2): 197–211.
- Karagiannidis, Iordanis. 2012. 《The effect of management team characteristics on risk-taking and style extremity of mutual fund portfolios》. *Review of Financial Economics* 21 (3): 153–58.

- Kunda, Ziva. 1987. 《Motivated inference: Self-serving generation and evaluation of causal theories.》 *Journal of personality and social psychology* 53 (4): 636.
- Loomes, Graham, 和 Robert Sugden. 1982. 《Regret theory: An alternative theory of rational choice under uncertainty》. *The economic journal* 92 (368): 805–24.
- Markowitz, Harry. 1952. 《Portfolio Selection*》. *The Journal of Finance* 7 (1): 77–91.
<https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1952.tb01525.x>.
- Modigliani, Franco, 和 Leah Modigliani. 1997. 《Risk-adjusted performance》. *Journal of portfolio management* 23 (2): 45–54.
- Muralidhar, Arun S. 2000. 《Risk-adjusted performance: The correlation correction》. *Financial Analysts Journal* 56 (5): 63–71.
- Murthi, B. P. S., Yoon K. Choi 和 Preyas Desai. 1997. 《Efficiency of mutual funds and portfolio performance measurement: A non-parametric approach》. *European Journal of Operational Research* 98 (2): 408–18.
- Peterson, Randall S., D. Brent Smith, Paul V. Martorana 和 Pamela D. Owens. 2003. 《The impact of chief executive officer personality on top management team dynamics: one mechanism by which leadership affects organizational performance.》 *Journal of applied Psychology* 88 (5): 795.
- Pollet, Joshua M., 和 Mungo Wilson. 2008. 《How does size affect mutual fund behavior?》 *The Journal of Finance* 63 (6): 2941–69.
- Prather, Laurie, William J. Bertin 和 Thomas Henker. 2004. 《Mutual fund characteristics, managerial attributes, and fund performance》. *Review of financial economics* 13 (4): 305–26.
- Rothschild, Michael, 和 Joseph Stiglitz. 1976. 《Equilibrium in Competitive Insurance Markets: An Essay on the Economics of Imperfect Information》. *The Quarterly Journal of Economics* 90 (4): 629–49.
- Scholz, Hendrick, 和 Marco Wilkens. 2005. 《A jigsaw puzzle of basic risk-adjusted performance measures》. *Journal of performance measurement* 57.
- Scholz, Hendrik, 和 Marco Wilkens. 2005. 《Investor-specific performance measurement: A justification of sharpe ratio and treynor ratio》. *International Journal of Finance* 17 (4): 3671.

- Sharpe, William F. 1964. 《Capital Asset Prices: A Theory of Market Equilibrium Under Conditions of Risk*》. *The Journal of Finance* 19 (3): 425–42.
<https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1964.tb02865.x>.
- Sharpe, William F. 1966. 《Mutual Fund Performance》. *The Journal of Business* 39 (1): 119–38.
- Sortino, Frank A., 和 Robert van der Meer. 1991. 《Downside Risk》. *Journal of Portfolio Management* 17 (4): 27.
- Spence, Michael. 1973. 《Job Market Signaling》. *The Quarterly Journal of Economics* 87 (3): 355–74.
- Spence, Michael. 2002. 《Signaling in retrospect and the informational structure of markets》. *American Economic Review* 92 (3): 434–59.
- Treynor, Jack. 1965. 《How to rate management of investment funds》.
- Treynor, Jack, 和 Kay Mazuy. 1966. 《Can mutual funds outguess the market》. *Harvard business review* 44 (4): 131–36.
- Zeelenberg, Marcel, Jane Beattie, Joop Van der Pligt 和 Nanne K. De Vries. 1996. 《Consequences of regret aversion: Effects of expected feedback on risky decision making》. *Organizational behavior and human decision processes* 65 (2): 148–58.