

黄上国 著

基金经理更换的 经济分析



暨南大学出版社
JINAN UNIVERSITY PRESS

基金经理更换的 经济分析

黄上国 著



暨南大学出版社
JINAN UNIVERSITY PRESS

中国·广州

图书在版编目 (CIP) 数据

基金经理更换的经济分析/黄上国著. —广州: 暨南大学出版社, 2013. 6
ISBN 978 - 7 - 5668 - 0635 - 2

I. ①基… II. ①黄… III. ①基金管理—研究 IV. ①F830. 45

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2013)第 138380 号

出版发行: 暨南大学出版社

地 址: 中国广州暨南大学

电 话: 总编室 (8620) 85221601

营销部 (8620) 85225284 85228291 85228292 (邮购)

传 真: (8620) 85221583 (办公室) 85223774 (营销部)

邮 编: 510630

网 址: <http://www.jnupress.com> <http://press.jnu.edu.cn>

排 版: 广州市天河星辰文化发展部照排中心

印 刷: 湛江日报社印刷厂

开 本: 787mm × 960mm 1/16

印 张: 13. 375

字 数: 240 千

版 次: 2013 年 6 月第 1 版

印 次: 2013 年 6 月第 1 次

定 价: 30. 00 元

(暨大版图书如有印装质量问题, 请与出版社总编室联系调换)

目 录

- 1 绪论 /1
 - 1.1 研究的目的与意义 /1
 - 1.2 研究框架 /4
 - 1.3 术语说明 /7

- 2 文献综述 /9
 - 2.1 影响基金经理更换的因素 /9
 - 2.2 基金经理更换的可能效应 /12
 - 2.3 基金经理的激励与约束 /15
 - 2.4 其他相关研究 /21
 - 2.5 进一步研究的启示 /23

- 3 基金经理的资格、职责与报酬 /25
 - 3.1 基金经理的产生 /25
 - 3.2 基金经理的任职资格 /36
 - 3.3 基金经理的主要职责与行为规范 /42
 - 3.4 中国基金业的发展催生了基金经理群体 /47
 - 3.5 基金经理的报酬结构 /63
 - 3.6 基金经理的投资业绩 /65

- 4 中国基金经理更换的特征描述 /69
 - 4.1 中国基金经理更换的总体情况 /69
 - 4.2 基金经理的来源与去向特征 /78
 - 4.3 更换基金经理的基金管理公司特征 /84
 - 4.4 基金经理的其他特征 /85

5	基金经理更换的博弈分析	/87
5.1	单公司单基金经理的情形	/87
5.2	一个公司两个基金经理的情形	/97
5.3	两基金管理公司的情形	/100
5.4	基金管理公司业绩提成	/101
6	基金经理更换的经验分析	/104
6.1	数据来源	/104
6.2	基金经理更换的方式	/104
6.3	基金经理更换概况	/105
6.4	基金经理更换与规模增长排名	/111
6.5	基金经理更换与绝对收益率排名	/118
6.6	基金经理更换与风险调整收益排名	/124
6.7	计量分析	/136
6.8	基金经理更换与基金换后业绩	/144
6.9	结果分析	/146
7	基金经理更换的经典案例	/147
7.1	王亚伟	/147
7.2	王炯	/153
7.3	孙建波	/156
7.4	党开宇	/159
7.5	李旭利	/161
8	基金经理激励机制的优化	/164
8.1	中国基金经理激励机制的现状	/164
8.2	中国基金经理激励中存在的主要问题	/169
8.3	完善基金经理激励机制的政策建议	/175
9	结论	/180
	附录	/182
	参考文献	/208

1 绪 论

1.1 研究的目的是与意义

1.1.1 研究的现实背景

2012年5月，明星基金经理王亚伟的离职让大家对基金经理的跳槽问题更加关注。近年来，明星基金经理纷纷离开原来的岗位，留下的是基金投资者的迷惑和无奈。从华夏基金的王亚伟、华商基金的孙建波，到东吴基金管理公司的王炯和嘉实基金管理公司的党开宇，他们都曾是基金投资者追逐的明星。然而，短短的一两年间，这些人或投奔私募，或转战专户，或去向不明。也许正是因为中国基金经理的更换太过频繁，所以证监会和基金业协会才不得不出台管理规定，对于短期内频繁更换工作岗位的基金经理不再予以注册，不得再任基金经理。从这里也可以看出，基金经理的更换不仅吸引了投资者的关注，也引起了证券监管部门的高度重视。

早在2000年，美国公司的股票直接由个人持有的份额小于40%，1970年为68%，1950年为90%（Allen，2001）。换句话说，个人越来越多地把钱交给管理公司和基金经理，由基金经理来帮他们炒股。在中国，虽然股票市场中仍然有90%左右的个体投资者，但是基金的数量增长很快，基金经理越来越成为重要的机构投资者和个体投资者的投资代理人。到2012年底，公募基金的数量已突破了1110只。这说明，不仅基金在金融市场中的地位和作用越来越明显，基金经理更换对投资者利益和市场的影响也变得越来越大。然而，影响基金经理更换最关键的因素是什么，以及如何来有效选择和激励基金经理，这些问题从目前来看，并没有太好的解决方案。

1.1.2 研究的理论背景

基金经理的更换不仅会影响到基金持有人的利益，也会影响到基金管理人的利益，自然也是基金监管部门关注的事情。正因为基金经理的更换关系

到众多机构和个人的切身利益，所以基金经理更换问题自然也受到学术界的重视。不仅有专门的研究机构和网站（如晨星、东方财富、和讯财经等）密切关注和记录基金经理更换情况，也定期发布一些基金经理更换的有关研究报告，而且，许多学者也对基金经理更换十分感兴趣，并投入大量精力对基金经理更换的原因及可能出现的效应进行了深入的分析。基金经理为什么更换这么频繁？影响基金经理更换的因素主要有哪些？基金经理更换会对基金的业绩有何影响？带着这些问题，学者们对基金经理更换问题进行了广泛而深入的研究。从现有的研究来看，有关基金经理更换的研究大致从以下几个方面展开：一是影响基金经理更换的因素有哪些（如业绩、治理结构、个人特征等）；二是基金经理更换会产生哪些效应（如业绩、风险等）；三是其他有关基金经理更换的研究（如业绩的影响因素、业绩的可持续性、基金经理的羊群行为、基金经理的社交网络等）。

基金经理更换与过往的业绩、公司的治理结构和基金经理的个人特征等因素都有关系。Khorana (1996) 的文章研究了基金经理更换与他们过去的投资业绩的关系，得出了基金经理更换的概率与业绩呈负相关的关系的结论。虽然基金两年前的业绩就有助于解释基金经理的更换，但最近的业绩则影响更大一些。更换基金经理的证券组合在更换前就表现出更大的系统性风险。不同投资目标资产组合的波动性不同，使得管理人对基金经理业绩的容忍度也不一样。Bryant (2012) 把基金经理更换与基金管理结构联系起来。资料显示，单独基金比多基金有更高的增长率和更高的费率。单独基金经理被解雇的可能性比同时管理多只基金的基金经理的低 2.77%。Ding 和 Wermers (2005) 发现资金流出对于更换有经验的基金经理（超过 10 年）的影响不大。在这种情况下，独立董事的作用就体现出来了，也就是说独立董事的存在有助于解雇这种类型的基金经理。除受业绩影响外（如 Khorana, 1996, 2001; Ding 和 Wermers, 2005），基金经理更换还受到基金经理个人特征的影响，如经理任期（Busse, 1999）、年龄（Chevalier, 1999）、声誉（Busse, 2001; Deli, 2002; Brown 和 Harlow, 2006）。Chevalier 和 Ellison (1999a, b) 与 Gallagher (2003) 较早研究了基金经理的个人特征与基金业绩的关系，把基金经理的个人特征与业绩联系起来，包括经验、机构资产规模和投资管理特点。Chevalier 和 Ellison (1999a, b), Gallagher (2003) 与 Lonnie L. Bryant (2012) 的研究表明了基金经理被更换的概率与任期负相关，当基金的系统性和非系统性风险偏离了投资目标的平均风险水平时，年轻的基金经理更容易被更换。

Khorana (2001) 运用 1979—1991 年的 393 个更换经理的美国股票和债券基金的相关数据，检验基金经理的更换对基金后续业绩的影响。结果表明，

对于业绩较差的基金而言，更换基金经理能带来较大的业绩改善。相反，更换业绩好的基金经理则使业绩变差。

借鉴体育比赛的锦标赛模式，Brown、Harlow 和 Starks（1996）建立起了基金经理的锦标赛模型。为了使他们的报酬最大化，理性的基金经理会根据他们当年的相对业绩表现来调整他们的资产组合，更具体地说，可能失败者比可能胜利者更倾向于增加组合的风险。Nanda et al.（2004）发现相对集中业务的基金公司具有较好的业绩。但当业绩不好时，基金经理被更换的可能性就大。

就国内的基金经理更换研究而言，许晓磊（2002）采用修正的夏普指数分析基金经理更换对业绩的影响，没有发现调整基金经理后基金业绩显著提高的证据。张美霞（2007）以中国 2000 年至 2005 年的 54 只封闭式基金为研究对象，对基金经理更换进行了实证分析。她的研究发现，基金经理更换前的基金业绩对基金经理更换及更换后的去向具有一定影响，但是基金经理更换并没有给更换后的基金业绩带来显著改善。基金经理更换公告确实引起了基金市场价格的反应，然而并不能给基金投资者带来显著的财富增加。任颀、邵景丽（2012）选取 2003 年至 2010 年股票型、债券型、混合型样本基金共计 625 只，对基金经理更换对基金业绩的影响进行了分析。他们的研究结果表明，在全样本空间下，基金经理更换频率对基金风险调整收益和择时能力没有显著影响，但对选股能力有正的影响。基金经理的更换对股票型基金风险收益率的影响为负，对债券型基金的影响为正；基金经理更换频率对股票型基金的择时能力的影响为正，对混合型基金的影响为负；基金经理更换频率对债券型基金风险收益率和择时能力有显著的正向影响，对混合型基金则并无显著影响。

国外的基金经理更换研究相对来说较为深入，但其主要研究背景是国外的基金市场，在市场环境和基金属性方面都与中国存在较大的差异。国内的研究相对较少，且研究的样本期间都是前几年的情况。从目前来看，主要存在以下几个方面的不足：一是在基金业绩指标的选择上没能充分多样化；二是没能对基金的排序对基金经理更换及更换后业绩的影响进行更为详细的分析；三是没能很好区分基金经理是主动离开还是被迫离职；四是没能把业绩表现好和业绩表现不好的基金区别来对待，因为这两类的基金经理在更换的原因及更换后的业绩方面都有非常明显的不同，如果不对这两类基金经理进行区分，统计结果的显著性及结论的可信度都会受到影响。

1.1.3 研究目的

在以往研究的基础上，本书主要分析影响中国市场中基金经理更换的因

素以及经理更换对基金业绩的影响。研究目标主要有三个：一是找出影响中国基金经理更换的主要因素；二是分析基金经理更换对基金以后业绩的影响是什么；三是提出如何更好地激励基金经理的政策、建议。

1.1.4 研究的意义

基金经理更换既是对基金业绩的反映，也会影响到基金的业绩。因此更换基金经理不仅会影响到基金份额持有人的利益，也会影响到基金管理公司的利益。同时，从基金监管部门来看，如何更好地规范基金经理，保障持有人的利益，并促进证券市场的良性发展是其重要职责所在。正因为如此，对基金经理更换的问题进行研究有重要的现实意义。其意义主要表现在以下四个方面：一是有助于基金管理公司更好地作出基金经理更换的决策；二是有助于设计更好的基金经理激励机制；三是为管理层制定与基金经理有关的管理制度提供帮助；四是与基金经理有关的理论研究提供借鉴。

1.2 研究框架

1.2.1 研究内容

本书主要分析中国市场中影响基金经理更换的因素及基金经理更换对基金业绩的影响，研究内容主要包括四个部分：一是中国基金经理更换的现状与特征；二是影响中国基金经理更换的主要因素；三是分析基金经理更换对基金业绩的影响；四是中国基金经理激励机制的现状、问题与对策。研究从理论分析、实证研究和对策建议三方面展开。具体来说，本书的主要内容包括以下章节：

第一章是绪论。主要说明本书的研究背景、研究目的、研究意义、研究内容、研究方法和可能的创新点等。

第二章是文献综述。主要对有关基金经理更换研究的国内外文献进行比较分析。文献综述主要从影响基金经理更换的因素、基金经理更换对基金业绩的影响以及基金经理的激励与约束机制等三方面展开，并指出现有研究的不足与进一步研究的方向。

第三章主要研究中国基金经理的任职资格、职责与报酬。通过分析不同的管理规定，对基金经理的任职条件和行为规范进行较为详细的分析。同时，结合国内的实际对中国基金经理的薪酬状况进行探讨。

第四章分析中国基金经理更换的特征。通过对比分析和对统计数据的分

析,找出中国基金经理更换的原因及去向等方面的特征。

第五章是对基金经理更换的博弈分析。分析影响基金经理与基金管理人博弈均衡的因素,并在此基础上分析影响基金经理更换决策的因素。

第六章是对基金经理更换的经验分析。主要以2009年以前成立的开放式股票型基金为研究对象,对影响中国基金经理更换的因素及经理更换对业绩的影响进行分析。

第七章是对基金经理更换的案例分析。通过分析王亚伟、王炯等五位基金经理的成长经历与更换过程,进一步分析基金经理更换的原因及基金经理在更换过程中表现出来的特点。

第八章研究基金经理激励机制的优化。本章主要对中国基金经理激励机制的现状和存在的问题进行分析,并提出进一步优化激励机制的对策和思路。

第九章是结论。对本书的主要内容作一总结。

1.2.2 研究方法

本书的主要研究方法有以下几种:

1. 比较分析法

包括文献的比较、国内与国外的比较,以及基金经理更换前后业绩的比较等。通过比较,找出研究对象之间的共同点与各自的不足。

2. 案例研究法

通过对王亚伟、王炯等基金经理在其基金经理生涯中的任与离的具体分析,找出影响基金经理更换的主要因素。在分析基金经理任职特点等问题的同时,也会选择一些具体案例来进行说明。

3. 博弈分析法

为了更好地理解基金经理、持有人与基金管理人之间的互动过程,博弈分析是一个较好的工具。博弈分析主要用来分析基金经理的报酬结构与基金经理的努力之间的相互关系,并从中引申出影响基金经理更换的因素。

4. 计量分析法

除了运用数据进行比较与汇总分析外,将Eviews 5软件中自带的Logit模型用于分析基金经理更换与基金收益率、基金规模增长率等因素之间的关系。

1.2.3 研究思路

为更好地研究中国基金经理更换的原因与后果,本研究在对文献进行分

析和结合中国实际的基础上形成以下研究思路：

首先进行文献综述，找出现有研究的不足和进一步研究的方向。其次，分析中国基金经理的任职资格与职责，并找出基金经理更换过程中表现出来的特征。再次，运用博弈分析法分析不同情境下基金经理的努力程度与博弈均衡，找出影响基金经理更换的因素。然后，运用统计数据对影响中国基金经理更换的因素及更换对业绩的影响进行分析。为进一步分析基金经理更换的具体细节，王亚伟、王炯等基金经理被选作案例来进行分析。最后，在对基金经理激励机制的现状进行分析的基础上，提出完善基金经理激励机制的对策和措施。

1.2.4 可能的创新点

本书的研究是建立在其他学者的研究基础上的，但在研究对象、研究方法等方面有所不同。本研究的可能创新点有以下几个方面：

- (1) 运用博弈分析法分析了影响基金经理更换的主要因素；
- (2) 通过对基金按不同业绩指标进行排序，找出不同业绩指标对开放式股票型基金基金经理更换的影响，以及处于不同业绩排名情况下，基金经理更换对基金后续业绩影响的不同；
- (3) 通过对统计数据与案例的分析，较为全面地对基金经理更换的特点、影响因素及效应、基金经理的激励机制等方面进行分析；
- (4) 结合公司情况及市场背景对王亚伟、王炯等基金经理的成长经历与更换情况进行较为深入的案例分析。

1.2.5 进一步研究的方向

虽然本书对基金经理更换的原因及后果进行了较为系统的分析，也得出了一些有价值的、可与其他学者相互印证的结论，但因受时间和精力限制，本书还存在许多不足：一是研究的样本范围主要限于开放式股票型基金，样本时间跨度不长、范围不大；二是纳入计量分析的控制因素并不太多，这使得基金业绩对基金经理更换的影响没有很好地体现出来。

把上述那些被忽略的样本和因素纳入研究范围是以后进一步研究的方向。主要包括以下几个方面：

- 一是进一步扩大样本的分析范围，在更长的时间跨度内选取更多的基金样本类型；
- 二是进一步细化基金更换的时间及相应业绩指标，如运用半年度指标及月度指标等；

三是对基金经理更换的其他细节与特征进行更为深入的研究，如基金经理更换重叠期的风险与收益特征、明星基金经理效应、“一拖多”的经济合理性等；

四是更好地把基金管理公司的治理结构等因素纳入分析范围。

1.3 术语说明

1.3.1 基金

基金是指把众多的资金汇集起来，有特定的目的并交由专门机构进行管理的资金集合体。基金有许多具体的类型，按运用的目的分类，基金可分为投资基金与非投资基金。在本书中，除特别指明外，基金特指公募性质的证券投资基金，即通过公开发行方式，把众多中小投资者的资金汇集起来，主要用于投资已上市的证券，并交由基金管理人进行投资管理，由托管人进行托管的一种资金集合体。与基金运作相对应的是相关的投资基金管理制度。由于本书的研究主要以中国的投资基金为背景，因此在很多场合，基金主要指中国的证券投资基金。

1.3.2 基金经理

基金经理是指受基金管理公司委派，负责对某一基金进行管理的专门人员。在本书中，除特别指明外，基金经理是指公募性质的证券投资基金的基金经理。基金经理的主要职责是在有关法规、基金合同和公司制度等的约束下，构建基金的具体证券投资组合，实现基金资产的保值增值。因本书的研究主要以开放式股票型证券投资基金为研究对象，故在很多场合中，基金隐含地指的是开放式股票型证券投资基金。

1.3.3 基金经理更换

在本书中，基金经理更换特指公募证券投资基金经理的更换。更换包括两层含义，即变更和变换。基金经理变更的含义更为广泛，既包括基金经理的增加，也包括基金经理的减少，还包括基金经理的变换。在具体操作上，更换的方式更加多样，可由上述三者组合起来实现多种变更方式。基金经理变换是指用一个（多个）基金经理去换另一个（多个）基金经理。在现实中，基金经理的变更与变换往往会有所交叉，可能是先变更再变换，也可能是先变换再变更。在本书中，广义的基金经理更换指基金经理的变更，狭义

的基金经理更换是指包含有至少一名原基金经理离开原职位的基金经理的更换。为了对这两种含义加以区分，我们对广义的基金经理更换用“更换加”命名，而狭义的基金经理更换用“更换纯”来表示。在本书中，除特别指明外，基金经理更换指狭义的变更。

2 文献综述

从现有的研究来看，有关基金经理更换的研究大致从以下几个方面展开：一是影响基金经理更换的因素有哪些（如业绩、治理结构、个人特征等）；二是基金经理更换会产生哪些效应（如业绩、风险等）；三是其他有关基金经理更换的研究（如业绩的影响因素、业绩的可持续性、基金经理的羊群行为、基金经理的社交网络等）。下面的论述主要从这三个大的方面展开。

2.1 影响基金经理更换的因素

2.1.1 基金的业绩与基金经理更换

早在2000年，美国公司的股票直接由个人持有的份额小于40%，1970年为68%，1950年为90%（Allen，2001）。换句话说，个人越来越多地把钱交给基金经理，由基金经理来帮他们炒股。

基金的业绩是影响基金经理更换的一个重要因素。衡量基金业绩的指标可分为三大类：一类是价格指标（如实际收益率、夏普指数、詹森指数等）；一类是规模指标（如净值增长率、份额增长率等）；最后一类是排名指标。当然，这三类指标之间是相互联系的。比如说基金规模和排名的变化往往是由基金业绩的变化引起的，但问题的关键是影响基金规模变化的因素更加复杂，它既包括了基金业绩变化的因素，也包括了其他影响基金申购和赎回的因素。基金排名往往是按业绩来进行的。但按业绩排名涉及选什么指标的问题，选择的指标不同，基金排名的差异也会较大。同时，对排名的争夺反过来又会影响基金的投资决策。

Khorana（1996）这篇文章研究基金经理更换与他们过去的业绩的关系。他采用基金资产增长率和收益率作为衡量业绩的两个指标。他检测到了基金经理更换的概率与业绩呈负相关的关系。基金两年前的业绩就有助于解释基金经理的更换，但最近的业绩则影响更大一些。同时，更换样本的基金经理表现出更大的换手率和更高的费率，更换基金经理的证券组合在两年前就表

现出更大的系统性风险。不同投资目标资产组合的波动性不同，使得管理人对基金经理业绩的容忍度也不一样。

基金规模与基金经理更换的联系也是显而易见的。相对于其他组织而言，基金持有人可赎回份额是最有力的降低代理成本的方式。同时，基金市场是一个竞争比较充分的市场。另一方面，基金的后端收费也使资金在不同基金之间的转换变得更容易，这进一步强化了这一机制。这一外部机制被内部机制（如董事会、基金管理公司和基金报酬合同）所补充。在现实中，基金董事会有权更换基金管理人，但往往由于董事会与管理人的亲密关系，管理人监督效果会受到影响。尽管如此，管理人的报酬合约（特别是按规模提取管理费的收费模式）能较好地激励管理人做好监督角色。因为资金的流入和流出与基金的业绩密切相关（Ippolito, 1992；Sirri 和 Tufano, 1992），管理人有动力去做好监督基金经理的工作。Gruber（1996）发现老练的投资者能够识别超级管理，通过观察发现新资金流入和流出与基金未来的业绩紧密相关。基金的后端收费和随时间递减收费使代理问题恶化。因为这使持有人赎回份额的愿望降低（Chordia, 1996）。如果基金经理的报酬与基金规模挂钩，早赎回基金会使经理的报酬下降许多。

Johnson（2010）对基金规模的变化原因进行了更细致的分析。因为基金规模的变化实际上包括了申购和赎回两个方面，规模的变化是这两个方面共同作用的结果。因此，要分析基金业绩对规模变化的影响，则需要分别检测基金业绩对申购和赎回的影响。他检验基金投资者在初始持有基金后是否会根据基金的收益率持续交易基金。他分解了基金回报与持有人资金流量的关系，以一个中等规模的无收费的包含所有持有人交易数据的面板数据来分析。研究显示，无论是新的还是旧的投资者都在基金回报率高的时候买基金，但是基金赎回则与回报没有实质性关系。这可能表明，资金在不同基金间的流动可能是由于持有人买新基金而不是卖旧基金。基金持有人是比较明智的，因为他们持有后来证明是比他们原先基金表现更优秀的基金。换句话说，基金中的代理问题能够很好地解决，只要持有人在基金表现好时增加购买，在基金表现不好时赎回基金。

Ippolito（1992）、Patel et al.（1994）、Gruber（1996）的研究表明，基金资金净流入与滞后的基金业绩有正相关关系。但 Edelen（1999）、Bergstresser 和 Poterba（2002）、Goetzmann 和 Massa（2003）、Del Guercio and Tkac（2008）、O'Neal（2004）发现基金资金的总流入量与业绩有关，但流出量与基金业绩无关。这种非对称关系显得有些令人迷惑。

张美霞（2007）以中国 2000 年至 2005 年的 54 只封闭式基金为研究对

象,对基金经理更换进行了实证分析。她的研究发现,基金经理更换前的基金业绩对基金经理更换及更换后的去向具有一定影响,但是基金经理更换并没有给更换经理后的基金业绩带来显著改善。基金经理更换公告确实引起了基金市场价格的反应,然而,并不能给基金投资者带来显著的财富增加。

2.1.2 基金治理结构与基金经理更换

Bryant (2012) 把基金经理更换与基金管理结构联系起来。资料显示,单独基金经理被解雇的可能性比多基金经理低 2.77%。研究表明,单独基金比多基金有更高的增长率和更高的费率。这表明,如果不动基金经理,发起人可从中获得更多的利益。他发现更换单独基金经理的代价更大,无论是从费率的角度还是从寻找新基金经理的成本来看。此外,利益的冲突影响了更换决策,因为给定一个差的业绩,高费率的基金经理被更换的可能性小。Deli (2002) 发现小基金家庭和小的基金管理公司有规模经济效应,这些规模经济效应可导致管理人的低成本。单独基金经理被解雇的可能性较小,因为找一个单独基金经理的成本更高,资金流出的威胁更大。同时,更换一个单独基金经理比从同时管理多只基金的基金经理那里拿出一个成本更低。从管理的角度来看,基金经理同时管理多只基金,肯定在单只基金上投入的精力就不够,这可能会影响基金的业绩,也成为基金经理抱怨的借口。因此,基金经理管理的基金越多,他被更换的可能性就越大。基金也有规模效应,当业绩下降时,基金管理公司的收入会加速下降,因此,让“一拖多”的基金经理释放一个基金会更好。

Bill Ding 和 Russ Wermers (2005) 对 1985—2002 年间国内开放式股票型基金的治理结构与业绩的关系进行了综合分析。他们发现,有经验的大基金经理胜过他们的规模、净值市值比 (book-to-market) 和惯性基准,但小基金经理劣于他们的基准。这意味着基金行业中存在着管理壕沟。当我们检验基金董事会的角色时,发现独立董事对于终止业绩差的有经验的基金经理有较大影响,当资金流出并不足以促使管理公司如此做时。他们的研究表明,独立董事影响费前业绩比以前文献所表明的影响基金费率更为显著。发现资金流出对于更换有经验的基金经理 (超过 10 年) 的影响不大,此时,独立董事的作用就显现出来了。Tufano 和 Sevick (1997) 认为,由外部独立董事主导的小董事会能够制定有竞争力的收费标准。这些研究再次证实了治理结构对收费的影响,不过他们也发现独立董事对费前绩效的影响远比对费率的影响要大。

2.1.3 基金经理的个人特征与基金经理更换

除受业绩影响外（如 Khorana, 1996, 2001; Ding 和 Wermers, 2005），基金经理更换还受到基金经理个人特征的影响，如经理任期（Busse, 1999）、年龄（Chevalier, 1999）、声誉（Busse, 2001; Deli, 2002; Brown 和 Harlow, 2006）。Chevalier 和 Ellison (1999a, b) 及 Gallagher (2003) 较早研究了基金经理的个人特征与基金业绩的关系，把基金经理的个人特征与业绩联系起来（包括经验、机构资产规模和投资管理特点）。Chevalier 和 Ellison (1999a, b)、Gallagher (2003) 及 Lonnie L. Bryant (2012) 的研究表明，基金经理更换的概率与任期负相关。当基金的系统性和非系统性风险偏离了投资目标的平均风险水平时，年轻的基金经理更容易被更换。基金经理的从业经验可从两个方面影响基金业绩：经验使基金经理积累分析股票的技能，也可能使他们和卖方的分析师或投资公司的 CEO 建立联系。这一发现表明，发起人不愿解雇表现不好的基金经理，如果他是一个有经验的基金经理。这可能是因为即使相对于同行业绩不好，但基金经理与投资者之间建立起了固定的关系，如果解雇基金经理可能对潜在的投资者发出一个不好的信号，并导致现有投资者资金的外流，这可能导致发起人收益减少。另一个可能是，由于是老员工，他在公司内部已经建立起自己的小圈子，跟公司领导也比较熟悉，因而更换的可能性就要小些。另一方面，经验可能代表了收集股票估值私人信息的能力，经验也使一个经理在基金管理公司中取得权力，从而使自己被保护起来。在小公司中，这种情况可能更为突出。

Elton et al. (2004) 发现投资者倾向于购买有更高营销成本的基金而不是业绩最好的基金。基金家庭也营销他们的业绩明星以提高基金家庭的资金流入。Massa (1998) 的研究表明，如果有一个明星基金，则往往存在正溢出效应到同一家族的其他基金中去的情况。Nanda et al. (2004) 同样发现了正的溢出效应到其他基金中去，如果一个家庭有一个明星基金且没有家庭中其他表现差的基金的负面影响。Guedj 和 Papastaikoudi (2004) 发现明星基金现象在大的基金家庭中比在小家庭中更为盛行。

2.2 基金经理更换的可能效应

Khorana (2001) 发现相对于过去的业绩，基金经理更换后业绩有较大的改善。Khorana (2001) 运用 1979—1991 年的 393 个更换基金经理的美国股票和债券基金，以检验基金经理的更换对基金后续业绩的影响。结果表明，对