



基金经理离任对基金业绩的影响

——基于离任原因和中介效应的分析

沈立 王银春 张钟丹

摘要：本文基于 2003—2022 年国内股票型和混合型基金经理的离任事件，考察了基金经理离任前后 2 年对基金业绩的影响。研究发现：①因工作变动和个人原因占据了总体样本的绝大部分比例，导致按总体样本得到的结果和按以上两种原因得到的结果趋同；而当细分其他离任原因时，基金经理的离任事件对基金业绩的影响呈现了多种趋势；②短期而言，基金经理的离任并不是显著影响基金业绩变化的中介变量；中长期而言，基金经理的离任对基金业绩的改善产生了显著的中介效应。因此，基金公司要提高治理水平，做好基金经理的离任交接和及时公示工作，降低基金经理离任的负面影响，维护好基金投资者的权益。

关键词：基金经理 离任事件 基金业绩 公司治理

一、引言及文献综述

基金经理作为基金管理的首要责任人，其稳定性对基金业绩产生了至关重要的影响。随着国内公募基金规模的快速发展，基金经理的流动也更加频繁。2003—2022 年，国内股票型和混合型基金经理离任的绝对数量呈现显著递增的趋势（图 1）。但相比于基金市场的扩大，基金经理的离任数量占基金总数的比例并无上升，20 年间，国内股票型和混合型基金经理的离任人数占当年股票型和混合型基金总数的比例，呈现了递减的趋势（图 2）。

较多研究考察了基金经理的离任和

基金业绩之间的相互作用。在基金历史业绩对基金经理离任的影响方面，Khorana (1996) 研究了美国基金市场 2 528 家开放式基金的历史业绩对基金经理离任概率的影响，发现基金近期历史业绩越差，基金经理的离任概率越高；彭文平和肖继辉 (2012) 基于国内数据，得到了同样的结论。在基金经理离任之后对基金未来业绩的影响方面，Khorana (2001) 研究了美国基金市场 393 例公募基金经理的离任事件对基金未来业绩的影响，发现基金经理的离任对过去业绩表现较差的基金有改善作用，而对于过去业绩表现较好的基金则存在恶化影响；张娜等 (2018)、沈红波等 (2020)

沈立，华夏基金金融量化建模工程师、高级经理；王银春，华夏基金执行总经理；张钟丹，华夏基金项目经理、副总裁。



图 1 2003—2022 年基金经理的离任人数分布



图 2 2003—2022 年基金经理离任人数占当年 (混合型和股票型) 基金总数比例

考察了基金经理的离任事件对基金未来业绩的影响,发现基金经理主动离任对历史业绩较好的基金没有显著影响,但被动离任能够改善历史业绩较差的基金。

尽管存在相关文献对基金经理的离任和基金业绩之间的相互影响进行了研究,但以上研究依然存在不足之处。第一,尚未有研究从基金经理离任原因的角度进行分析,考察基金经理因不同原因离任对基金业绩产生的影响。图 3 反映了 2003—2022 年的股票型和混合型基金样本中,因不同原因离任的基金经理人数分布。离任原因人数最高的是工作变动,其次是个人原因和基金到期清算;因任期届满、健康、免职、去世、退休、解聘、辞职等原因离任的人数较少。如果将各种不同原因的离任事件对基金业绩的影响不作区分,最终结果会受到因占据绝大部分比例的两

三种原因的干扰,从而失之偏颇。本文将基金经理离任事件对基金业绩的影响按离任原因进行了详细的区分,得到了更加令人信服的结果。第二,以往研究要么单一分析了基金历史业绩下降是否会导致基金经理的离任 (Khorana, 1996),要么单一分析了基金经理的离任是否能够改善基金的未来业绩 (Khorana, 2001; 沈红波等, 2020),缺乏研究将基金经理的离任事件、基金历史业绩的变化和未来业绩的变化置于同一框架下进行全面的分析。事实上,已有研究考察了企业管理者的变更在企业绩效的变化中发挥的中介效应 (刘新民和王垒, 2012),而尚未有研究将基金经理的变更作为影响基金业绩变化的中介变量进行考察。基于此,本文将基金经理的离任和基金业绩的变化置于中介效应回归模型中进行分析,得到了更加全面的结果。

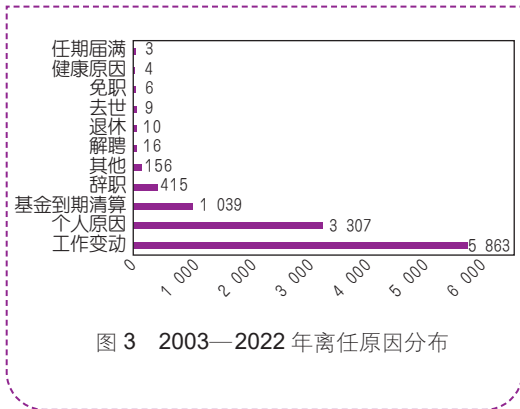


图3 2003—2022年离任原因分布

二、研究的模型设定^①

(一) 事件研究设定

根据基金经理离任的月份，考察离任当月、前后各24个月、共计49个月的基金业绩变化情况。事件研究需要考察累积异常收益率（Cumulative Abnormal Return, CAR）。第一步，选取上证综指月度收益率作为正常收益率（Normal Return, NR）。第二步，计算基金*i*在第*t*月的异常收益率（Abnormal Return, AR）：

$$AR_{i,t} = Ret_{i,t} - NR_t \quad (1)$$

其中， $Ret_{i,t}$ 是基金*i*在第*t*月的月份累积净值增长率。第三步，计算时间窗口*t*₁月到*t*₂月的累积异常收益率 $CAR_i(t_1, t_2)$ ：

$$CAR_i(t_1, t_2) = \sum_{t=t_1}^{t_2} AR_{i,t} \quad (2)$$

为了方便比较不同长度的时间窗口的异常收益率，计算累积异常收益率的均值 $\overline{CAR_i(t_1, t_2)}$ ：

$$\overline{CAR_i(t_1, t_2)} = \frac{CAR_i(t_1, t_2)}{t_2 - t_1 + 1} \quad (3)$$

第四步，通过*t*统计量对 $\overline{CAR_i(t_1, t_2)}$ 进行显著性检验。

本文对空缺值进行了严格处理。例如，某基金在刚成立3个月内发生了基金经理的离任事件，尽管不存在更早期的交易数据，但存在离任当月及之后的数据；本文保留了该样本，用于考察存在数据的情况，而非直接剔除；同时，本文并不会对样本填充空缺值。这对于考察样本量较少的情况尤为重要。

(二) 中介效应研究设定

以往研究仅仅考察了基金经理的离任事件和基金历史业绩的关系，或者考察了基金经理的离任事件和基金未来业绩之间的关系，而并未将三者的动态关系置于同一框架中进行分析。为了弥补研究的空缺，本文考察基金经理离任事件在基金业绩变化中发挥的机制作用，即中介效应。原理如图4所示。

回归模型如下：

$$\begin{aligned} Perf_{i,t+n} &= \alpha_0 + \alpha_1 \cdot Perf_{i,t-n} \\ &\quad + Controls_{i,t} + \epsilon_{i,t} \quad (4) \\ TurnInd_{i,t} &= \beta_0 + \beta_1 \cdot Perf_{i,t-n} \end{aligned}$$

^① 本文数据来自国泰安数据库和Wind，时间是从2003年1月—2022年12月，频率是月度，范围是国内股票型基金和混合型基金。本文对样本进行如下处理：首先，剔除指数型基金和ETF基金，这两类基金业绩和基金经理的关联度不高；其次，为了防止幸存者偏差，保留历史存续期较短、成立时长较短的基金；再次，由于一些基金经理的离任时间早于基金上市的时间，剔除这一类基金样本；最后，当基金经理的离任原因是空缺值时，将空缺的原因填充“其他”，得到共计9 222个基金经理的离任样本。



$$+ Controls_{i,t} + \mu_{i,t} \quad (5)$$

$$Perf_{i,t+n} = \gamma_0 + \gamma_1 \cdot Perf_{i,t-n}$$

$$+ \gamma_2 \cdot TurnInd_{i,t}$$

$$+ Controls_{i,t} + \sigma_{i,t} \quad (6)$$

分别采用月度平均超额收益率 mAR 和信息比率 IR 作为基金业绩变量 $Perf$, 下标 $t-n$ 表示前 n 个月, 下标 $t+n$ 表示后 n 个月。基金经理离任与否 $TurnInd$ 既是中介变量, 也是哑变量——0 表示没有发生基金经理离任事件, 1 表示发生了基金经理离任事件, 基于此, 方程 (5) 使用了 Probit 面板回归模型。 $Controls$ 是控制变量, 分别从基金的特点 (Indro et al., 1999; 沈红波等, 2020)、基金公司治理 (Fu & Wedge, 2011; Ding & Wermers, 2012)、基金经理的特点 (Gottesman & Morey, 2006)、基金公司固定效应和年度固定效应进行了控制。

方程 (4) 的回归系数 α_1 是基金历史业绩 $Perf_{t-n}$ 对未来业绩 $Perf_{t+n}$ 的总效应, 方程 (5) 的回归系数 β_1 是基金历史业绩 $Perf_{t-n}$ 对基金经理的离任与否 $TurnInd$ 的效应, 方程 (6) 的回归系数 γ_1 是基金历史业绩 $Perf_{t-n}$ 对未来业绩 $Perf_{t+n}$ 的直接效应、 γ_2 是基金经理的离任与否 $TurnInd$ 对未来业绩 $Perf_{t+n}$ 的效应。(4)~(6) 之间的关系是 $\alpha_1 = \gamma_1 + \beta_1 \gamma_2$ 。

本文需要对方程 (4)~(6) 逐步回归, 并考察回归系数 β_2 和 γ_2 是否显著不为 0; 在 β_1 和 γ_2 均显著不为 0 的情况下, 再构建原假设 $H_0: \beta_1 \gamma_2 = 0$, 并根据 Sobel 中介因子检验中介效应是否显著: 当 Sobel Z

的 P 值小于 0.1 时, 拒绝原假设 H_0 , 证明存在显著的中介效应。

表 1 详细描述了本文使用的变量名和含义。

三、事件研究

(一) 总体均值和显著性

首先, 在总样本中统计基金经理离任前后各 24 个月的累积异常收益率均值、 t 值以及样本量 (表 2)。

在基金经理离任前 24 个月、前 12 个月、前 6 个月以及前 3 个月, 累积异常收益率均值分别为 0.48%、0.44%、0.36% 以及 0.43%, 在 1% 的水平上显著为正。离任当月, 累积异常收益率均值为 0.21%, 在 1% 的水平显著为正; 该累积异常收益率均值和其他时间区间相比, 出现了显著的下降。离任后 3 个月、6 个月、12 个月以及 24 个月, 累积异常收益率均值分别为 0.73%、0.70%、0.67%、0.70%; 和离任前相比, 出现了显著的上升。根据总样本得到的结果可知: ①基金经理的离任对当月的业绩产生了抑制作用; ②基金业绩在基金经理的离任后显著提高。

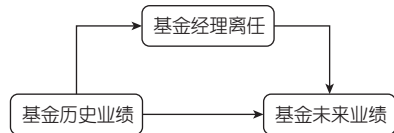


图 4 基金经理的离任的中介效应



表 1 主要变量

大类	变量名称	变量解释	计算公式
因变量	基金未来业绩 $Perf_{i,t+n}$	基金 i 在月度 t 出现了基金经理的离任事件之后, 未来连续 n 个月的超额收益率均值 $mAR_{i,t+n}$	$mAR_{i,t+n} = \frac{\sum_{\tau=1}^n AR_{i,t+\tau}}{n} \cdot 100$
		基金 i 在月度 t 出现了基金经理的离任事件之后, 未来连续 n 个月的信息比例 $IR_{i,t+n}$	$IR_{i,t+n} = \frac{mAR_{i,t+n} \cdot \sqrt{12}}{\sigma(AR_{i,t+n})}$
自变量	基金历史业绩 $Perf_{i,t-n}$	基金 i 在月度 t 出现了基金经理的离任事件之前, 连续 n 个月的超额收益率均值 $mAR_{i,t-n}$	$mAR_{i,t-n} = \frac{\sum_{\tau=1}^n AR_{i,t-\tau}}{n} \cdot 100$
		基金 i 在月度 t 出现了基金经理的离任事件之前, 未来连续 n 个月的信息比例 $IR_{i,t-n}$	$IR_{i,t-n} = \frac{mAR_{i,t-n} \cdot \sqrt{12}}{\sigma(AR_{i,t-n})}$
中介变量	基金经理离任与否 $TurnInd_{i,t}$	基金 i 在月度 t 是否发生了基金经理的离任事件 $TurnInd_{i,t}$, 是=1, 否=0	基金经理数据来自国泰安“基金经理文件”和 Wind“中国共同基金基金经理”“中国私募基金基金经理”, 得到基金经理管理基金的开始和结束日期, 以及首次从业日期
控制变量	基金成立时长 $Age_{i,t}$	基金 i 在月度 t 已成立的时长 (年)	成立年份来自国泰安“基金主体信息表”
	基金公司的董事会规模 $Board_{i,t}$	基金 i 所在基金公司月度 t 的董事会人数	原始数据来自国泰安“管理公司主要人员情况表”; 通过排序和剔除重复值, 得到了每个基金公司年度董事会规模和独董人数, 并对应到每个基金的月度数据
	独立董事比例 $Indp_{i,t}$	基金 i 所在的基金公司在月度 t 的独立董事人数占董事会人数的比例	
	基金规模 $LnTNA_{i,t}$	基金 i 在月度 t 的总资产净值自然对数	$LnTNA_{i,t} = \ln TNA_{i,t}$ 基金总资产净值 TNA 来自国泰安“基金财务指标表”, 将基金在每个季度的期末基金资产净值对应到月度
	管理该基金的基金经理人数 $MngNum_{i,t}$	在月度 t , 正在管理基金 i 的基金经理总人数	存在一个基金有多个基金经理同时管理的情况, 统计每个基金在每个月度的基金经理人数总数
	管理该基金的基金经理中从业的最长时间 $MaxCareerTime_{i,t}$	在月度 t 管理基金的基金经理中, 其中在基金行业从业的最长时间	在基金管理中, 存在“老带新”的现象, 即存在经验丰富的基金经理和刚入行的基金经理同时管理同一只基金的情况; 统计管理同一只基金的基金经理中、从业最长的时间
	管理该基金的最长时间 $MaxMngTime_{i,t}$	在月度 t 管理基金 i 的基金经理中, 其中管理该基金的最长时间	统计正在管理同一只基金的基金经理中, 已经管理该基金的最长时间
事件研究变量	基金超额收益率 $AR_{i,t}$	基金 i 在月度 t 的累积净值变化率 $RET_{i,t}$, 减去月度 t 的上证指数收益率 NR_t	$AR_{i,t} = Ret_{i,t} - NR_t$
	累积异常收益率 $CAR_i(t_1, t_2)$	基金 i 在窗口区间 (t_1, t_2) 累积异常收益率	$CAR_i(t_1, t_2) = \sum_{t=t_1}^{t_2} AR_{i,t}$
	累积异常收益率均值 $\overline{CAR}_i(t_1, t_2)$	基金 i 在窗口区间 (t_1, t_2) 累积异常收益率的均值	$\overline{CAR}_i(t_1, t_2) = \frac{CAR_i(t_1, t_2)}{t_2 - t_1 + 1}$



(二) 基于离任原因角度

除了基于总样本进行分析, 本文基于不同的离任原因角度进行了详细的分析。表3显示了因各种原因离任的月度累积异常收益率均值、t值以及样本量。^①

当离任原因是“工作变动”和“个人原因”时, 离任前24个月到离任后24个月的累积异常收益率均值显著为正。前者表现为在基金经理的离任当月, 均值相比于其他区间有所下降; 后者表现为在基金经理的离任前后3个月, 均值相比于其他区间有所下降。这两类样本占据了绝对比重, 导致总体和两者变化基本一致。有理由相信, 当基金经理因工作变动或个人原因离任时, 其做好了充分的交接工作, 离任并未对基金业绩造成过于负面的影响。需要注意的是, 当基金经理因工作变动离任时, 其依然留在同一家基金公司, 并且往往属于职位调整的“被动”变动; 当基金经理因个人原因离任时, 其往往离开了该基金公司, 并且是“主动”的变动。

当离任原因是“基金到期清算”时, 结果展示了前24个月到当月的区间。尽管离任当月的累积异常收益率均值为正数, 但在整个区间是最低值。

当离任原因是“其他”时, 累积异常收益率均值在离任前24个月到前3个月均显著为正, 离任当月在1%的水平显著为负且数量级显著远高于其他区间, 在离任后3个月后转为正数。有理由相信, 基金经理因“其他”原因离任属于突发事

件, 并对基金当月业绩造成了严重的负面影响。

当离任原因是“解聘”时, 累积异常收益率均值在前24个月到当月均为正数, 在之后一直为负。有理由相信, 当基金经理因“解聘”离任时, 其并非因基金业绩而被迫离开, 而是因为一些未明确说明的原因被迫离任; 同样, 这属于突发事件, 对基金未来业绩造成负面影响。

当离任原因是“退休”时, 累积异常收益率均值在前24个月到当月均为正数, 在后3个月显著为负, 之后也未能转为正数。有理由相信, 退休让基金公司损失了经验丰富的基金经理。

当离任原因是“辞职”时, 累积异常收益率均值在前12个月到当月的区间较前24个月更低, 在离任后收益率显著为正。但需要注意的是, 本文考察了部分“辞职”样本, 发现了“辞职”和“个人原因”并不存在本质区别。例如, 大成基金在2014年6月27日发布的“大成健康产业股票型证券投资基金变更基金经理公告”中, 基金经理的离任原因是“个人原因辞职”, 而国泰安数据库记录为“辞职”, 因此在数据入库时, 本文认为两者并无差异。其次, 在业绩方面, 尽管该基金经理在离任前管理的基金业绩下滑, 被市场解读为“被迫离任”, 但本文也考察了其他“辞职”样本, 发现了存在业绩较好的基金经理的离任原因也是“辞职”的情况。因此, 本文认为“辞职”属于“个人原因”, 且为基金经理的主

^① 表3~9为增强出版, 中国知网。



表 2 基金经理的离任的累积异常收益率均值及显著性 (总样本)

	前 24 个月 $CAR(-24, -1)$	前 12 个月 $CAR(-12, -1)$	前 6 个月 $CAR(-6, -1)$	前 3 个月 $CAR(-3, -1)$	当月 $CAR(0, 0)$	后 3 个月 $CAR(1, 3)$	后 6 个月 $CAR(1, 6)$	后 12 个月 $CAR(1, 12)$	后 24 个月 $CAR(1, 24)$
总体	0.0048*** (29.6896)	0.0044*** (9.1700)	0.0036*** (14.0101)	0.0043*** (11.2820)	0.0021*** (3.5651)	0.0073*** (3.8281)	0.0070*** (6.8934)	0.0067*** (11.6576)	0.0070*** (19.0798)
	6 448	8 631	8 980	9 132	9 222	8 123	7 727	7 108	5 915

注：括号内为 t 值；***、**、* 分别表示通过 1%、5% 和 10% 水平的显著性检验。

动离任。

综上，①当基金经理因工作变动、个人原因、基金到期清算离任时，其离任对基金业绩并未造成负面影响；②当基金经理因其他原因、解聘而离任时，其并非因基金历史业绩不佳而被迫离任，而是出于并未明确说明的突发原因离任，这对基金未来的业绩造成了负面影响；③当基金经理因退休而离任时，基金公司损失了经验丰富的基金经理，导致基金的未来业绩下滑；④当基金经理因辞职离任时，有助于基金业绩的改善。由于“免职”“任期届满”“去世”“健康原因”的样本量过少，本文认为结果不具有代表性。通过对基金经理的离职事件进行详细分类，有助于更为深入地考察基金经理的离任事件对基金业绩的影响，避免被占据了绝大部分样本的某几类样本掩盖了真实的情况。

(三) 累积异常收益率变化趋势

根据公式 (2) 得到基金经理在离任前 24 个月到后 24 个月窗口期内的累积异常收益率 $CAR_i(-24, 24)$ ，按总体以及详细的离任原因将 CAR 加总并计算均值，得到图 5 共计 12 幅 CAR 变化趋势图，直观地考察基金经理的离任对基金业绩产生的影响。结论如下：①总体样本、因工作变

动、因个人原因以及因基金到期清算的基金经理离任产生的 CAR 一直处于上升趋势；②当基金经理因其他原因离任时， CAR 波动较大；③当基金经理因解聘和退休离任时，两者变化趋势基本一致， CAR 在基金经理的离任后波动较大，且处于下跌趋势。

四、中介效应研究

除了考察基金经理因不同原因离任前后对基金业绩产生的影响，本文将基金经理离任与否作为中介变量，考察其对基金业绩产生的动态影响。

(一) 描述性统计和相关系数

表 4 为描述性统计结果。首先，股票型和混合型基金的月度超额收益率均值 mAR 范围在 0.6%~0.8%、中位数范围在 0.5%~0.75%，年化信息比率均值 IR 范围在 0.5%~1.25%、中位数范围在 0.45~0.85。其次，短期 (3 个月)、中期 (12 个月)、长期 (24 个月) 的基金业绩呈现了递减规律，基金业绩的波动范围很高，业绩之间存在巨大差异。再次，基金经理 (月度) 离任与否的哑变量 $TurnInd$ 平均为 2.89%，乘以 12 能够得到年度均值、即为 34.68%，即每年存在 34.68% 的基金经理离任。最后，基金成立时长 Age 平均为 5.9 年，基金公

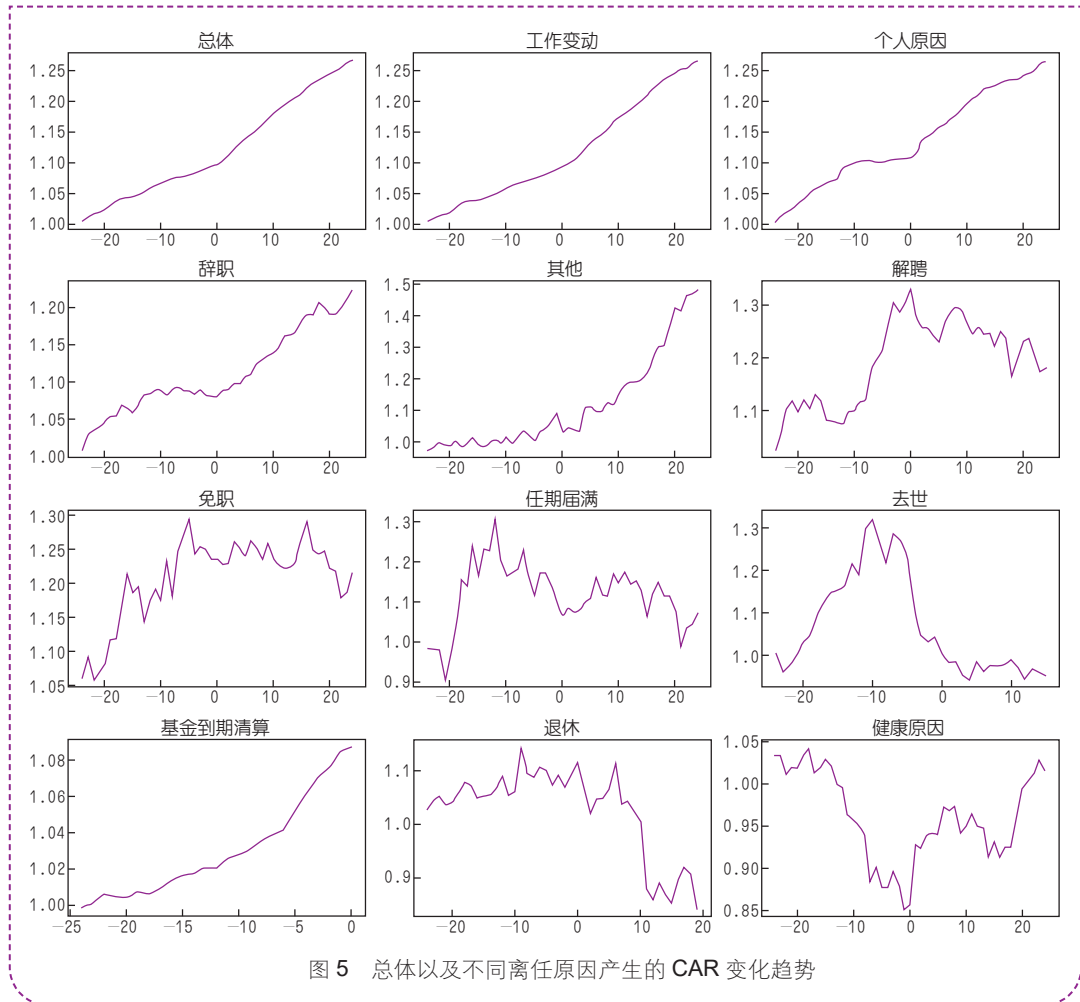


图5 总体以及不同离任原因产生的 CAR 变化趋势

司的董事会 *Board* 规模平均为 10 人, 独董占比 *Indp* 平均为 35%, 管理同一只基金的基金经理人数 *MngNum* 平均为 1.4 人, 最长从业时间 *MaxCareerTime* 平均为 4.7 年。

表 5 为相关系数矩阵。Panel A 是超额收益率, Panel B 是信息比率。第一, 基金短期业绩存在正相关性 (mAR_3 和 mAR_{-3} 的相关系数为 0.3549、 IR_3 和 IR_{-3} 的相关系数为 0.0322), 而长期业绩存在负相关性 (mAR_{24} 和 mAR_{-24} 的相关系数为 -0.0731、 IR_{24} 和

IR_{-24} 的相关系数为 -0.0426)。第二, 基金经理离任哑变量和基金历史业绩、未来业绩均存在负相关性, 但和历史业绩的负相关性更强。其他变量的相关性不再赘述。

(二) 回归结果

本文的因变量和自变量分别为基金的未来业绩 $Perf_n$ 和历史业绩 $Perf_{-n}$ 。在该部分中, 选择基金的月度超额收益率均值 mAR 作为基金的业绩变量; 在稳健性检验中, 选择基金的年化信息比率 IR 作为基金



的业绩变量。由于基金超额收益率均值的数量级较其他变量更小，为了方便展示回归系数，将超额收益率均值乘以 100。为了考察基金经理的离任事件和基金业绩变化在短期、中期、长期的交互影响，分别选取了 n 为 3、12、24 个月作为短中长的时间窗口。中介变量为基金经理离任哑变量 $TurnInd$ ，控制变量分别为基金的成立时长 Age 、基金所在的基金公司董事会规模 $Board$ 、独董比例 $Indp$ 、基金总净资产自然对数 $LnTNA$ 、同时管理该基金的基金经理人 $MngNum$ 、管理该基金的基金经理的最长从业时间 $MaxCareerTime$ 、管理该基金的最长时间 $MaxMngTime$ 、基金公司固定效应和年度固定效应。数据频率均为月度。

为了考察基金经理是否会因基金业绩的影响而离任，以及基金经理的离任事件是否会对基金未来的业绩产生影响，基于方程(4)~(6)构建面板中介效应回归模型，检验基金经理的离任事件在基金业绩的变化中产生的影响。

1. 短期回归结果

首先考察基金经理的离任在基金短期(3个月)业绩的变化中产生的影响，结果如表6所示。其中，(1)~(3)列的回归结果分别对应了方程(4)~(6)，由于方程(5)是 Probit 回归，因此第(2)列对应的是 Pseudo R2，其他则为 R2，下同。

由第(1)列的回归结果，基金未来短期业绩 mAR_3 对基金历史短期业绩 mAR_{-3} 的回归系数是 0.087 0，且在 1% 的水平显著为正，则基金业绩在短期存在显著的动量效应；由第(2)列的回归结果，基金经理离任的哑变量 $TurnInd$ 对基金历史短期业

绩 mAR_{-3} 的回归系数为 -0.0031，回归结果并不显著，因此不存在中介效应；由第(3)列的回归结果，基金未来短期业绩 mAR_3 对基金经理离任的哑变量 $TurnInd$ 的回归系数是 0.1422，且在 1% 的水平显著为正。

由于第(2)列中 mAR_{-3} 的回归结果并不显著、且 Sobel Z 的 P 值超过了 0.1，因此基金经理的离任并未对基金短期业绩的变化产生显著的中介效应。综上，短期而言，基金业绩的下滑并不会导致基金经理的离任，且基金经理的离任并未在基金业绩的变化中产生中介效应。

2. 中期回归结果

其次考察了基金经理的离任在基金的中期(12个月)业绩变化中发挥的中介效应，结果如表7所示。

由第(1)列的回归结果，基金未来中期业绩 mAR_{12} 对基金历史中期业绩 mAR_{-12} 的回归系数为 0.0530，且在 1% 的水平显著为正，因此基金业绩在中期依然存在显著的动量效应；由第(2)列的回归结果，基金经理离任的哑变量 $TurnInd$ 对基金历史中期业绩 mAR_{-12} 的回归系数为 -0.017 1，且在 1% 的水平显著为负，则当基金中期历史业绩不佳时，基金经理离任可能性上升；由第(3)列的回归结果，基金未来中期业绩 mAR_{12} 对基金经理离任的哑变量 $TurnInd$ 回归系数是 0.0531，且在 1% 的水平显著为正。由于 Sobel Z 的 P 值低于 0.1，因此基金经理的离任对基金中期业绩的变化产生了显著的中介效应。

综上，中期而言，基金业绩下滑会导致基金经理离任的可能性上升，且基金经理的离任对基金业绩的改善产生了显著的



中介效应。

3. 长期回归结果

最后考察基金经理的离任在基金的长期(24个月)业绩变化中发挥的中介作用,结果如表8所示。

由第(1)列的回归结果,基金未来长期业绩 mAR_{24} 对基金历史长期业绩 mAR_{-24} 的回归系数为 -0.0382 ,且在1%的水平显著为负,因此基金业绩在长期存在显著的反转效应;由第(2)列的回归结果,基金经理离任的哑变量 $TurnInd$ 对基金历史长期业绩的回归系数为 -0.0266 ,且在1%的水平显著为负,则当基金长期历史业绩不佳时,基金经理的离任可能性上升;由第(3)列的回归结果,基金未来长期业绩 mAR_{24} 对基金经理离任的哑变量 $TurnInd$ 的回归系数是 -0.0381 ,且在1%的水平显著为正。同时,由于Sobel Z的P值低于0.05,因此基金经理的离任在基金长期业绩变化中产生显著的中介效应。

综上,长期而言,基金业绩下滑会导致基金经理离任的可能性上升,且基金经理的离任对基金业绩的改善产生了显著的中介效应。

(三) 稳健性检验

除了使用基金的月度超额收益率作为基金的业绩变量,本文还使用基金的年化信息比率 IR 作为基金的业绩变量,进行了稳健性检验。结果表9所示。

短期结果如(1)~(3)所示,由于第(3)列基金经理离任的哑变量回归系数并不显著,且Sobel Z的P值超过了0.1,因此基金经理离任对基金短期业绩的变化并无显著的中介效应。中期结果和长期结果分别如

(4)~(6)和(7)~(9)所示,不仅基金经理离任哑变量 $TurnInd$ 对基金历史业绩的回归系数、基金未来业绩对基金经理离任的哑变量 $TurnInd$ 回归系数均在1%的水平显著,且Sobel Z均低于0.05,因此基金经理离任对基金中长期业绩的变化存在显著的中介效应。

综上,短期而言,基金经理的离任并不会对基金业绩的变化产生中介效应;中长期而言,基金经理的离任能够对基金业绩的改善产生显著的中介效应。因此,当基金公司试图通过调整基金经理的方式改善基金业绩时,更应该关注中长期的基金业绩,而非短期的业绩。

五、结论与建议

本文基于国内2003—2022年的股票型和混合型基金基金经理的离任事件数据,考察了基金经理的离任对基金业绩产生的影响,结论如下。

通过事件研究法,本文详细考察了基金经理因不同原因离任的事件对基金业绩产生的影响,发现:①当基金经理因工作变动、个人原因离任时,基金业绩一直处于良好状态;②由于以上两种离任原因占据了总体样本的绝大部分比例,导致总体样本的结果和以上两者趋同;③在细分其他离任原因时,对基金业绩产生负面影响最大的是退休,其次是因其他原因、解聘、免职以及任期届满而离任。

通过构建中介效应模型,本文详细考察了基金经理的离任在基金业绩变化中发挥的中介效应,即基金经理是否会因基金业绩不佳而被迫离任,以及在基金经理离任后基金业绩是否得到了改善,发现:



①短期而言,该中介效应并不显著;②中长期而言,该中介效应显著存在。

据此提出以下建议。第一,基金公司避免因基金短期业绩不佳而频繁变动基金经理,基于本文的研究结果,这并不能够对基金短期业绩产生显著的改善作用;同时,基金投资者更应该关注基金经理中长期的业绩,基金公司应该根据基金中长期的业绩考虑对基金经理的职位做出调整。

第二,基金公司应该加强公司治理,保持良好的激励机制,既要避免基金经理因激励不够而离任,也要避免基金经理尸位素餐。第三,基金公司应做好基金经理的离任交接工作,同时也要加强对基金经理身心健康的关怀和对投资行为合法合规的关注,预防突发事件对基金业绩产生负面影响,维护好基金投资者的权益。[N]

学术编辑:卢超群

参考文献

- [1] 刘新民,王垒.上市公司高管更替模式对企业绩效的影响[J].南开管理评论,2012,15(02):101-107+127.
- [2] 彭文平,肖继辉.基于基金经理更换的激励约束效应研究[J].上海金融,2012(08):70-79+118.
- [3] 沈红波,展一帆,孔令熙.证券投资基金经理的离任、投资行为与基金绩效[J].上海金融,2020(12):58-67.
- [4] 张娜,杨佳佳,田澍.不同职业路径下基金经理的离任对基金业绩的影响[J].经济理论与经济管理,2018(08):62-74.
- [5] Ding B,Wermers R.Mutual fund performance and governance structure:The role of portfolio managers and boards of directors[R].Wharton Research Data Services (WRDS) Research Paper Series,2012.
- [6] Fu R,Wedge L.Board independence and mutual fund manager turnover[J].Financial Review,2011,46(4): 621-641.
- [7] Gottesman A A,Morey M R.Manager education and mutual fund performance[J].Journal of Empirical Finance,2006,13(2):145-182.
- [8] Indro D C,Jiang C X,Hu M Y,Lee W Y.Mutual fund performance: does fund size matter?[J].Financial Analysts Journal,1999,55(3):74-87.
- [9] Khorana A.Top management turnover an empirical investigation of mutual fund managers[J].Journal of Financial Economics,1996,40(3):403-427.
- [10] Khorana A.Performance changes following top management turnover: Evidence from open-end mutual funds[J].Journal of Financial and Quantitative Analysis,2001,36(3):371-393.

Effects of Management Turnover on Mutual Fund Performance

SHEN Li WANG YinChun ZHANG Zhongdan

(China Asset Management Co., Ltd.)

Abstract This paper examines the effects of managerial turnover on mutual fund performance based on data covering 2003~2022. It compares fund performance in the two years before and after management changes and concludes that results are generally similar for most job changes related to work changes and personal reasons. However, there is considerable variation in the turnover effects when considering other factors. In the short term, turnover does not generally exert significant mediation effects on fund performance, but in the medium and longer term, it displays an important effect in fund performance. Fund companies should strengthen handover procedures as managers depart to reduce negative effects of fund manager turnover. They also need to enhance corporate governance capacity, publish related information in a timely fashion, and protect the rights and interests of fund investors.

Keywords Mutual Fund Managers, Turnover Events, Fund Performance, Corporate Governance

JEL Classification C31 G14 G29