

# 基金经理能力效应、过度自信与基金业绩

孙 岩 王宏宇 于颖鑫

(兰州大学管理学院,甘肃 兰州 730000)

**[摘 要]** 基于能力效应理论,基金经理主观感知的能力水平会影响其对不确定性的感受。当基金经理具有较高的能力效应时,通常会把赌注押在自己熟悉的或者能够获利的领域,这就意味着基金经理有能力选择出价格被低估的股票,也有能力根据市场的发展来调整投资组合,从而获得更好的基金业绩。然而,当基金经理过度自信时,会对自己能力效应的判断产生偏差,对于自己掌握的信息盲目乐观,认为凭借自己的能力可以获利,从而做出错误的投资决策,导致基金业绩的下降。利用 2014-2016 年的开放式基金为样本进行实证检验,结果表明基金经理能力效应与基金业绩呈正相关关系,当基金经理过度自信程度提高时,能力效应与基金业绩之间的正相关关系会有所减弱。

**[关键词]** 能力效应;过度自信;基金业绩

**[DOI 编码]** 10.13962/j.cnki.37-1486/f.2018.03.012

**[中图分类号]**F830.91 **[文献标识码]**A **[文章编号]**2095-3410(2018)03-0132-11

## 一、引言

伴随着我国资本市场的快速发展,基金行业也加快了发展速度。根据中国证券投资基金业协会公布的数据,截至 2016 年 12 月底,我国境内共有基金管理公司 108 家,其中中外合资公司 44 家,内资公司 64 家。Wind 资讯显示,截至 2016 年 12 月 31 日,公募基金规模 9.16 万亿,资产规模较 2015 年末增加 7624 亿元,增幅 9%;2016 年所收取的管理费 498 亿元,较 2015 年增加 23 亿元,增幅 5%。基金经理负责对基金的投资做出决策,一只基金业绩的好坏与基金经理的经验及投资理念有直接联系。优秀的基金经理可以取得更高的基金投资收益,因此选择基金有必要考虑基金经理的投资能力。不同的基金经理人口统计学特征不同,持有的基金规模不同,会有不同的认知水平和能力,意味着不同的能力效应,导致其出现不同的投资行为,进而影响基金业绩。

国内关于能力效应的研究还比较欠缺,现有研究大都集中于个体投资者的能力效应。本

**[基金项目]** 国家自然科学基金项目“客户行为、注册会计师特征与审计调整决策:影响因素及影响机理的实验研究”(71302167);兰州大学“中央高校基本科研业务费专项资金”项目(16LZUJBWZY009、17LZUJBWCX030)

**[作者简介]** 孙岩(1981- ),女,甘肃兰州人,兰州大学管理学院副教授,管理学博士。主要研究方向:会计与审计中的职业判断和决策。

文将能力效应理论应用到基金经理这一群体,并且从基金特征和基金经理个人特征两个方面论证能力效应与基金业绩之间的相关性,探析基金经理主观能力与基金业绩高低之间的关系。投资者在做出有关投资活动的决策时,往往并不能清楚地知道获利的主观概率,如果根据模糊厌恶理论,投资者应该选择一个具有明确概率的随机事件而不是依据自己的判断做出选择。然而,根据能力效应理论,能力效应较高的投资者即使面对不确定性的决策,仍然会选择依靠自己的判断行事。Heath 和 Tversky(1991)认为,个体对模糊结果的厌恶感会受到自身主观能力水平的影响<sup>[1]</sup>。如果能力效应能够影响基金经理的投资选择,那么当基金经理认为自己对于股票市场有着比较深刻的了解且具有较好的投资机会把握能力时,他们即使清楚股票市场的不确定性特征,也更倾向于按照自己的判断进行投资,把赌注押在熟悉的或者有能力掌控的领域,从而影响到基金业绩。

然而,有关过度自信的研究又表明个体通常会错误地评价某些信息,如过度相信自己以及自己所掌握的知识。投资者在进行判断时如果失去标准,就会做出非理性行为。较普遍的错误是投资者通常会坚信自己的观点,对市场走势做出盲目乐观的预测,过度相信其自身的能力。Gervais 和 Odean(2001)认为,在资本市场当中,当投资者投资取得收益后,会表现出对自身能力和投资水平的盲目乐观,并且由于过度自信导致频繁的交易和市场的剧烈波动<sup>[2]</sup>。因此,当基金经理对自己的能力认知产生过高的偏误时,即产生了过度自信。此时,该基金经理会忽视风险进行频繁的交易,交易过度使得交易成本增加,并会对基金业绩提升产生不利影响。而机构投资者由于其自身的专业性较个人投资者高,所以其投资能力也相对较高,更可能使得他们过分相信自身的能力、知识水平和对市场行情的判断。

## 二、理论分析与假设提出

### (一)能力效应的相关研究

#### 1.能力效应的概念

与以往关于能力效应的研究一致,本文采用 Heath 和 Tversky(1991)提出的能力效应概念,即能力效应是指个体的能力水平会影响其自身对不确定性的感受,如果个体自我感知的能力较高,他就会按照自己的判断把赌注押在熟悉的或者有能力的领域,即使该事件具有较强的不确定性时仍会依照自己的判断行事<sup>[1]</sup>。能力效应的重要意义在于:个体对不确定事件下注不仅取决于对事件发生可能性以及该可能性的准确性的评估结果,还取决于该个体的一般知识水平以及对相关背景的了解程度。也就是说,不仅评估的事件发生可能性及其准确性会影响个体对不确定事件的决策,个体自我感知的能力水平也会影响其对不确定事件的决策。

#### 2.能力效应的表征

根据行为金融学的研究成果(Singh,2012<sup>[3]</sup>;Beckmann 等,2011<sup>[4]</sup>),风险偏好程度和交易行为存在着性别上的差异,男性比女性展现了更高的自信水平。潘煜等(2016)对人们面临金融风险决策时的主动与被动选择模式偏好进行了研究,发现感觉寻求水平高的男性比女性更偏爱冒险,说明男性比女性更相信自己的能力<sup>[5]</sup>。Graham 等(2009)通过访谈研究发现能力效应与投资者的性别、收入以及学历存在相关关系,拥有较高收入和学历的男性比拥有较低学历和收入的女性的能力效应高<sup>[6]</sup>。由此可见,与女性投资者相比,男性投资者通常认为自己拥

有较高的能力,因此性别是基金经理能力效应的一个表征。

社会关系交往方面的研究结果显示,学历越高的关系主体的社会交往参与程度越高,所交往对象的层次也越高,其社会网络的成员层次和网络规模会更具优势,可以通过社会关系网络运作获取的信息、资源和支持也更多。李晓梅、刘志新(2010)研究发现,学历较高的基金经理更加偏好非系统风险较低的资产组合,从而导致业绩偏低<sup>[7]</sup>。因此,学历也可用于表征基金经理的能力效应。

根据信号理论(Signaling Theory),经理工作经验等个人特征是判断其能力的重要线索,个人特征也是向市场和雇主传递能力的信号。Middleton(2013)指出,合法性反映了在个体或组织所处的环境中,利益相关者愿意与其进行资源交换的程度<sup>[8]</sup>。谢军、周南(2015)认为,个体的工作经验能够帮其获得工具合法性,如果基金经理具有一定的工作经验,工具合法性会增强基金经理对自身能力的认可<sup>[9]</sup>。可见,从业年限是能力效应的表征之一。

余晓东、秦玲(2001)研究得出,开放式基金的规模与基金经理的管理能力同方向、同比例变化,基金规模与无风险收益率反方向变化,开放式基金的规模与投资者的流动性需求大小同方向变化等结论<sup>[10]</sup>。当基金经理持有基金的规模较大时,则该基金经理在做出投资决策时具有了更大的积极主动权和选择权,自我感知的能力更高,能力效应更强。因此,基金经理持有的基金规模是其能力效应的一个表征。

是否持有CFA/CPA等行业资格证书是能力效应的又一个表征。当基金经理在其所学专业方面拥有了该领域内获得充分认可的证书,则该基金经理会认为自己的相关专业知识和能力水平较高。而CFA和CPA资格证书分别是金融市场领域和财务会计领域受到普遍认可的证书。Fang和Wang(2014)的研究表明,持有CFA证书的基金经理拥有更好的基金选择能力<sup>[11]</sup>。因此,当基金经理考取了CFA/CPA等资格证书时,他们会认为自身在金融市场和财务会计领域具有较高的专业水平和较好的能力,所以CFA/CPA也是基金经理能力效应的表征。

综上所述,基金经理能力效应的表征包括:性别、学历、所持有基金的规模、从业时间以及是否持有CFA/CPA等证书。

## (二)基金经理能力效应对基金业绩的影响

吴卫星和付晓敏(2011)研究了投资者能力效应对投资决策的影响,认为能力效应的重要性在于个体对不确定事件下注不仅取决于所评估事件发生的可能性以及该可能性的准确性,还取决于个体的一般知识水平以及相关背景知晓度,这都与投资者的能力有关<sup>[12]</sup>。尽管国内对投资者能力效应的研究较少,但却证实了基金经理能力的存在及其影响。廖长友、赵修文(2016)以基金经理从市场赚取的超额财富增加值为基础研究我国基金经理的投资能力,结果表明我国的基金经理具有投资能力,但是这种能力不具有持续性<sup>[13]</sup>。吕大永、陈欣(2016)的研究表明,主动型基金的基金经理在买入新进重仓股决策中具有超常选股能力,而历史表现较佳的基金经理则不具备选股优势<sup>[14]</sup>。以上研究说明,基金经理的能力能够对其投资决策产生影响,进而可能影响到基金业绩。

Heath和Tversky(1991)指出,个体对不确定性的厌恶感会受到自身主观能力水平的影响<sup>[1]</sup>。当人们感知到自己在某一领域比较擅长或掌握了相关技能,即自身能力效应较高时,

他们更倾向于把赌注压在自己的判断上(尽管该判断的结果也是模糊的),而不是压在等概率事件上,尽管该事件结果的概率分布是已知的。然而,当个体能力效应较低时,他们更愿意把赌注压在概率分布已知的事件上。在金融市场中,需要根据模糊的、主观的概率做出投资决策的基金经理往往存在能力效应差异,尤其体现在理解或获取与金融决策有关的信息方面。根据能力效应理论,基金经理主观感知的能力水平会影响其自身对不确定性的感受。当基金经理根据已获信息评估资产的未来收益或做出其他投资决策时,如果该经理的能力效应较高,则会依照自己的判断把赌注押在熟悉或有能力获利的领域。在自己熟悉或有能力获利的领域下注,意味着该基金经理有能力选择出价格被低估的股票,或者有能力正确地根据市场行情发展调整投资组合,从而取得更好的基金业绩。

据此,本文提出假设 1:基金经理能力效应与基金业绩呈正相关关系。

### (三)基金经理过度自信的调节作用

过度自信在行为金融学中的应用非常广泛,可以用来解释很多资本市场中发生的投资行为。过度自信是个体对某些信息或者自身掌握的知识做出过高评价的一种心理现象。过度自信的心理现象分为对自己的表现、成功、能力水平的高估以及感觉别人的能力没有自己强两个角度,通常表现为过度相信自己的能力以及过度相信自己所掌握知识的正确性。当一个投资者错误地对自己拥有的市场信息做出过高评价,或者对有关价格偏离正确值的误差做出过低评价,亦或是认为自己在评价股票内在价值方面能力较强时,表明该投资者是过度自信的投资者。

尽管当个体自我感知的能力较高时,这种能力效应能够带来投资业绩的提升。然而,一旦个体对自身能力的信任超过正常限度,则有可能引起投资业绩的下降。以往研究表明,投资者在判断失去标准时会做出非理性行为。比较典型的行为误差是投资者通常会过度相信自身能力,坚信自己的观点,预测市场走势时盲目乐观。这就意味着,当基金经理出现过度自信倾向时,对自身能力的认知会出现偏差,因而对所掌握信息的准确度盲目乐观,错误地认为凭借自身能力可以获得超越市场平均水平的收益。实际上,过高评价已获信息并认为依赖该信息将获取高于市场平均水平的超额收益,很可能导致基金经理做出错误的投资决策,最终引起基金业绩的下降。

在此基础上,本文提出假设 2:基金经理过度自信在基金经理能力效应和基金业绩间起调节作用,且随着基金经理过度自信程度的提高,能力效应与基金业绩之间的正相关关系会有所减弱。

## 三、研究设计

### (一)变量设置

#### 1.基金业绩的测量

以夏普比率作为基金业绩的测量指标(见表 1),因为夏普比率能够在考虑基金总风险的基础上相对全面地测度基金业绩,该比率越高说明基金的业绩越好。

#### 2.基金经理能力效应的测量

本文以基金经理的性别、学历、所持有基金的规模、从业时间以及是否持有 CFA、CPA 等证书来测量基金经理的能力效应(见表 1)。



表 1 变量定义一览表

变量类型	变量符号	变量名称	变量定义
被解释变量	Sharpe	夏普指数	评价基金的业绩表现公式为 $S_p = \frac{\bar{R}_p - \bar{R}_f}{\sigma_p}$ (其中, $\sigma_p$ 代表平均收益值标准差, $\bar{R}_p$ 代表平均无风险收益值, $\bar{R}_f$ 代表平均收益率)
	Gender	基金经理的性别	男性基金经理为 1, 女性基金经理为 0
	Degree	基金经理的学历	博士学历为 3, 研究生学历为 2, 本科学历为 1
解释变量	FundSize	基金规模	以样本截止时点基金的规模作为该基金经理持有基金的规模
	Tenure	基金经理从业时间	以基金经理证券从业年数作为衡量基金经理从业时间的指标
	CFA/CPA	基金经理是否持有 CFA/CPA 等证书	持有 CFA/CPA 等证书的基金经理赋值为 1, 未持有 CFA/CPA 等证书的基金经理赋值为 0
调节变量	TR	基金换手率	两个报告期之间的买入与卖出证券的较小值除以基金资产净值期初与期末的平均值
	FundTime	基金成立的时间	用基金设立的时间到样本收集截止的时间这一段时间来衡量
控制变量	FundNumber	基金公司拥有的开放式基金数量	样本收集截止时基金公司持有的开放式基金数量
	FundAsset	基金公司拥有的开放式基金资产合计	样本收集截止时基金公司持有的开放式基金总规模
	Year	时间变量	控制不同年份宏观经济因素的影响, 共 3 个年度 (2014-2016) 虚拟变量

(1) 基金经理的性别 (Gender)。以往关于基金经理性别与基金业绩关系的研究并未得出一致的结论。Graham 等 (2009) 研究发现, 男性投资者比女性投资者能力效应更强, 即男性投资者更认为自己是有能力的人<sup>[6]</sup>。本文希望探究基金经理性别差异导致的能力效应不同是否会引起基金业绩的不同。从样本数据来看, 我国男性基金经理占比 76.09%, 女性基金经理占比仅 23.91%。本文中, 男性基金经理赋值为 1, 女性赋值为 0。

(2) 基金经理的学历 (Degree)。从样本数据看, 具有本科学位的基金经理占比 5.29%, 具有硕士学位的基金经理达到 82.30%, 具有博士学位的占比 12.41%, 可见我国基金行业的基金经理基本都具有本科以上的学历。本文将具有本科学历的基金经理赋值为 1, 具有硕士研究生学历的基金经理赋值为 2, 具有博士研究生学历的基金经理赋值为 3。

(3) 基金经理所持有基金的规模 (Fund-Size)。持有基金规模较大基金的基金经理在做出投资决策时拥有更大的自主权, 更相信自己做出决策的正确性, 因而其能力效应更高。本文设定以样本截止时点基金的规模作为该基金经理持有基金的规模。

(4) 基金经理从业时间 (Tenure)。基金经理从业时间的长度侧面反应出其对金融市场的了解程度与相关经验, 即从业时间较长的基金经理具有更加丰富的经验与知识, 具有更高的能

力效应。本文以基金经理证券从业年数作为衡量基金经理从业时间的指标。

(5)基金经理是否持有 CFA/CPA 等证书(CFA/CPA)。如果基金经理拥有 CFA/CPA 等证书,说明其在金融相关知识、财务报表制作等方面专业水平较高,即具有较高的能力效应。本文设定持有 CFA/CPA 等证书的基金经理赋值为 1,未持有 CFA/CPA 等证书的基金经理赋值为 0。

### 3.基金经理过度自信的测量

过度自信的基金经理一旦获取有关市场行情的信息,往往对这些信息做出较高评价,即认为这些信息是准确无误的,接下来便会从事更多的交易以进一步获取相关信息。同时,这类基金经理一旦取得更多的类似信息,为了获得更大收益会选择进行更多的交易。Puetz 和 Ruenzi (2011)研究发现,资产组合的变动是由于某些政策因素和资金流导致的,并通过基金的换手率加以反映<sup>[15]</sup>。他们认为,基金经理的过度自信可以通过基金的换手率加以测度,这是由于基金经理的投资交易情况可以通过基金的换手率反映出来。肖欣荣和徐俐丽(2015)在衡量基金经理过度自信时同样使用了换手率<sup>[16]</sup>。因此,本文借鉴以往研究,将换手率用于衡量基金经理的过度自信(见表 1),换手率定义为两个报告期之间的累计买入证券与卖出证券中的较小值与基金资产期初净值与期末净值均值的比率,即:

$$TR = \frac{\min(\text{累计买入证券}, \text{累计卖出证券})}{\text{基金资产净值平均值}} \quad (1)$$

### 4.控制变量

在基金经理能力效应影响基金业绩的同时,基金公司本身的因素也可能影响到基金业绩。本文将考虑如下四个控制变量(见表 1):(1)该基金所属公司的开放式基金数量。该指标用样本收集截止时基金公司持有的开放式基金数量表示。(2)基金公司持有的开放式基金资产。该指标用样本收集截止时基金公司持有的开放式基金总规模表示。(3)基金成立的时间。该指标用基金设立的时间到样本收集截止的时间这一段时间表示。(4)年份。为了考虑结论的准确性,在考虑上述影响基金业绩的因素外,同时将时间差异虚拟变量引入模型进行研究。

## (二)模型构建

### 1.基金经理能力效应与基金业绩

本文选择多元线性回归的方法对基金经理能力效应对基金业绩的影响进行实证分析,即考察能力效应的代理变量基金经理的性别(Gender)、学历(Degree)、基金规模(Fund Size)、从业年限(Tenure)、是否具有 CFA/CPA 资格证书(CFA/CPA)等对夏普指数(Sharpe)的影响并以基金成立的时间(Fund Time)、基金公司拥有的开放式基金数量(Fund Number)、基金公司拥有的开放式基金资产合计(Fund Asset)、时间变量(Year)作为控制变量。

$$\text{Sharpe1} = \alpha + \beta_1 \text{Gender} + \beta_2 \text{Degree} + \beta_3 \text{FundSize} + \beta_4 \text{Tenure} + \beta_5 \text{CFA/CPA} + \beta_6 \text{FundTime} + \beta_7 \text{FundNumber} + \beta_8 \text{FundAsset} + \sum \beta_i \text{Year} + \varepsilon \quad (2)$$

### 2.基金经理过度自信的调节作用

为了验证基金经理过度自信的调节作用,即基金经理过度自信对能力效应和基金业绩的调节作用,在模型 2 到模型 6 中加入了基金经理能力效应与过度自信的交互项。

$$\text{Sharpe2-6} = \alpha + \beta_1 M_i + \beta_2 TR + \beta_3 M_i \times TR + \beta_4 \text{FundTime} + \beta_5 \text{FundNumber} + \beta_6 \text{FundAsset} + \sum \beta_i -$$

Year+ε(3)

其中,M<sub>i</sub>分别代表 Gender、Degree、FundSize、Tenure、CFA/CPA。

(三)样本选择与数据来源

本文选择以开放式基金为研究对象,以 2014、2015、2016 三年为研究期间,除去数据缺失的样本,最终选取了 2014 年 12 月 31 日前成立的并且到各样本截止时点基金存续期超过一个完整会计年度的共计 548 个开放式基金。由于存在一名基金经理管理多个基金的现象,因此样本中共有 400 名基金经理,2014 年 129 名,2015 年 135 名,2016 年 136 名。本文关于基金经理能力效应代理变量的数据通过基金经理公开的简历手动摘出和整理,数据来源于 RESSET、WIND 以及国泰安数据库。

四、实证结果与分析

(一)描述性统计

表 2 给出了被解释变量、解释变量和调节变量的描述性统计。

表 2 变量的描述性统计				
变量	平均值	标准差	最大值	最小值
Sharpe	0.1465	0.2982	2.0046	-1.2062
Gender	0.76	0.428	1	0
Degree	2.07	0.415	3	1
FundSize	2537.76	6.74	130640.48	4.3327
Tenure	12.89	2.11	28.09	2.36
CFA/CPA	0.08	0.278	1	0
TR	4.12	14.36	156	0.0011
FundTime	5.109	2.577	12	1
FundNumber	100.47	40.6	193	11
FundAsset	1793.61	1.45	5852.23	25.82

(二)回归结果与分析

1.基金经理能力效应对基金业绩的影响

表 3 可以看出,基金经理的性别与基金业绩 Sharpe 指数的相关系数为 0.011,在 5%水平上显著,说明男性基金经理的业绩通常情况下高于女性基金经理的业绩。

表 3 基金经理能力效应与基金业绩的回归结果				
模型 1	非标准化系数		t	Sig.
	B	标准误差		
Constant	0.153	0.096	1.586	0.113
Gender	0.011 * *	0.004	2.461	0.014
Degree	0.000	0.000	0.328	0.743
Fund-Size	7.463E-6 * * *	0.000	5.740	0.000
Tenure	-0.004	0.005	-0.783	0.434
CFA/CPA	0.330 * * *	0.030	11.013	0.000
Fund Time	-0.012	0.039	-0.300	0.764
Fund Number	0.011	0.004	2.461	0.014
Fund Asset	-2.212E-6	0.000	-0.214	0.830
Year	0.350	0.029	11.987	0.000

注：\*、\* \*、\* \* \* 分别代表在 10%、5%和 1%的水平上显著，各变量之间共线性诊断的检测值均小于 1。

基金经理的学历与 Sharpe 指数的相关系数为 0.000, 显著性大于 10%, 说明基金经理的学历高低对基金业绩没有显著的影响。这个研究结果同 Gottesman 和 Morey (2006)<sup>[17]</sup> 的研究结论一致。研究结果显示, GMAT 与基金业绩显著正相关与是否拥有硕博学位没有显著关系。原因可能是, 基金经理是一项操作性很强的工作, 学历越高的基金经理如取得博士学位的基金经理虽然在理论知识方面造诣较深, 但是在投资实践方面可能有所欠缺。

基金经理持有的基金规模与 Sharpe 之间的相关系数为 0.000007, 且在 1% 的水平上显著, 说明基金经理持有基金的规模越大, 则该基金业绩越好, 即基金经理持有的基金规模与基金业绩呈正相关关系。

基金经理的从业年限与基金业绩的相关系数为 -0.004, 显著性大于 10%, 说明基金的业绩不会受到基金经理的从业年限的显著影响。出现这一结果可能是因为从业时间长、经验丰富的基金经理在面对风险投资时可能趋于保守, 为了避免出现业绩大起大落的情况, 该经理的平均基金业绩表现可能不如新任基金经理人。同时, 本文中基金经理的从业年限与基金业绩不显著, 可能说明证券市场的复杂性和风险都随着其自身的完善而不断提高, 市场有效性也逐年增加, 尤其是 2004 年国务院为规范完善证券市场的发展颁布的《关于推进资本市场改革开放和稳定发展的若干意见》以及 2014 年颁布的《关于进一步促进资本市场健康发展的若干意见》等对进一步促进资本市场健康发展、健全多层次资本市场体系、加快完善现代市场体系、拓宽企业和居民投融资渠道、优化资源配置、促进经济转型升级具有重要意义, 同时促进了金融创新、股权分置改革速度的增加。因此, 在快速变化的市场中市场经验并不总是适用, 导致了基金经理的从业时间长, 但是基金业绩并不一定高的结果。

基金经理是否持有 CFA/CPA 资格证书与基金业绩相关系数为 0.330, 且在 1% 的水平上显著, 说明持有 CFA/CPA 资格证书的基金经理的业绩通常高于没有持有 CFA/CPA 资格证书的基金经理的业绩。

综上所述, 基金经理能力效应与基金业绩呈正相关关系, 因此假设 1 得到验证。

## 2. 基金经理过度自信调节作用的检验

本文仅就模型 1 中对基金业绩有显著作用的代理变量进行了调节作用检验, 表 4 是基金经理过度自信对基金经理性别、持有的基金规模以及是否持有 CFA/CPA 资格证书与基金业绩关系的调节作用的分析结果。

表 4 可以看出, 交互项 Gender $\times$ TR 的系数为 -1.183, 并且在 5% 水平上显著, 由于系数为负, 表明基金经理过度自信对基金经理能力效应与基金业绩的关系起到负向调节作用, 即基金经理过度自信会减弱其能力效应与基金业绩之间的正相关关系。

基金经理持有的基金规模与基金换手率的交互项 FundSize $\times$ TR 的系数为 -1.207, 在 1% 水平上显著, 这表明当基金经理存在过度自信时, 基金经理持有基金的规模与基金业绩之间的相关关系会减弱。由于系数为负, 这表明基金经理过度自信对基金经理能力效应与基金业绩的关系起到负向调节作用, 即: 基金经理过度自信会减弱其能力效应与基金业绩之间的正相关关系。

基金经理是否持有 CFA/CPA 证书与基金换手率的交互项 (CFA/CPA) $\times$ TR 的系数为 -1.135, 在 5% 水平上显著, 表明当基金经理存在过度自信时, 基金经理是否持有 CFA/CPA 资



表 4 基金经理过度自信调节作用的检验结果

变量	Gender	FundSize	CFA/CPA
Constant	-0.658 (-1.289)	0.075 *** (2.870)	0.002 (0.213)
FundTime	0.006 (1.330)	0.010 ** (2.326)	0.009 ** (2.036)
FundNumber	7.301E-8 (0.000)	0.000 (0.501)	3.093EE-5 (0.380)
FundAsset	2.591E-6 (0.249)	-1.127E-6 (-0.109)	4.023E-6 (0.380)
Gender×TR	-1.183 ** (-2.378)		
FundSize×TR		-1.207 *** (-2.048)	
(CFA/CPA)×TR			-1.135 ** (-2.252)
Year	控制	控制	控制
N	548	548	548
Adj-R <sup>2</sup>	0.278	0.303	0.306

注：\*、\*\*、\*\*\* 分别代表在 10%、5%和 1%的水平上显著；括号内为 t 值。各变量之间共线性诊断的检测值均小于 1。

格证书与基金业绩之间的相关关系减弱。由于系数为负,表明基金经理过度自信对基金经理能力效应与基金业绩的关系起到负向调节作用,即基金经理过度自信会减弱其能力效应与基金业绩之间的正相关关系。

综上所述,基金经理的过度自信在其能力效应与基金业绩之间起调节作用,即基金经理过度自信会减弱其能力效应与基金业绩之间的正相关关系。

3.稳健性检验

本文采用基金的 Treynor 指数作为衡量基金业绩的代理变量,并对上述回归进行了稳健性检验。Treynor 指数是用来反映基金的超额收益相对于系统风险的指标,这个指标不仅可以反映基金的收益情况,同时也可以反映出基金的风险状况,该指标越大说明基金的业绩越高。

研究结果显示,基金经理的性别、是否持有 CFA/CPA 资格证书以及拥有的基金规模分别与 Treynor 指数呈显著正相关关系,即基金经理能力效应与基金业绩呈正相关关系;基金经理过度自信会减弱基金经理的性别、是否持有 CFA/CPA 资格证书以及拥有的基金规模与 Treynor 指数之间的正相关关系,即基金经理的过度自信在其能力效应与基金业绩之间起调节作用,基金经理过度自信会减弱其能力效应与基金业绩之间的正相关关系。稳健性检验结果与前文研究结论一致。

五、结论与启示

本文基于能力效应理论,首先考察了基金经理能力效应与基金业绩的相关性,然后在基金经理能力效应与基金业绩的相关关系中引入基金经理过度自信,研究基金经理能力效应与过度自信二者的共同作用对基金业绩的影响及其内在机理。

实证结果表明:男性基金经理往往比女性基金经理能取得更高的基金业绩;基金经理持有的基金规模越大,该基金业绩通常更好;持有 CFA/CPA 资格证书的基金经理的业绩通常高于

未持有 CFA/CPA 资格证书的基金经理的业绩;基金经理的学历以及从业年限与基金业绩没有显著的相关关系。

同时,关于基金经理的过度自信在其能力效应与基金业绩之间起调节作用,本文的研究结果表明,基金经理存在过度自信会减弱基金经理性别、否持有 CFA/CPA 资格证书、基金规模、与基金业绩的正相关关系,也就是说,基金经理的过度自信会减弱基金经理能力效应与基金业绩之间的作用。

上述研究结论揭示,基金经理的能力效应对基金业绩会产生一定的影响,并且这一过程会受到基金经理过度自信的调节作用,这丰富了基金经理能力效应以及过度自信影响基金业绩的作用机理的相关研究。根据以上研究结论,本文提出以下建议:

1.对于基金经理来说,应当提升自身的专业素养和知识水平,同时减少非理性行为的发生,减少主观因素对基金业绩的影响。前述研究结论证实,基金经理过度自信会减弱基金经理的能力效应与基金业绩的正相关关系,即基金经理过度自信会导致其对自己能力的认知出现偏差,对自己所掌握信息的准确度盲目乐观,错误地认为凭借自己的能力可以超越市场的平均水平。同时,过度自信的基金经理往往会对自己所掌握的信息做出更高的评价并且认为该信息高于市场平均水平,从而得出错误的结论。因此,基金经理在进行投资决策时应该克服主观因素对基金业绩产生的影响。

2.对于基金公司来说,由于前文已经证实拥有 CFA/CPA 等资格证书的基金经理业绩高于未持有该证书的基金经理的业绩,因此基金公司应该加强对基金经理专业素养和知识水平的教育,积极开展有助于提高基金经理业务水平的培训,鼓励基金经理学习有关 CFA/CPA 等资格证书考试的课程,争取取得 CFA/CPA 等资格证书。

3.对于女性基金经理来说,尽管研究结果表明女性基金经理的基金业绩要低于男性,但仍可以通过提高其专业能力来提高基金业绩,如相关业务培训、CFA/CPA 等资格证书的考取以及减少对自身水平的过度自信等,都有利于提高女性基金经理的业绩。

#### 参考文献:

- [1]Heath C., Tversky A. Preference and belief: Ambiguity and competence in choice under uncertainty[J]. Journal of Risk and Uncertainty, 1991, (01):5-28.
- [2]Gervais S., Odean T. Learning to be overconfident[J]. The Review of Financial Studies 2001, (01):1-27.
- [3]Singh S. Investor irrationality and self-defeating behavior: Insights from behavioral finance[J]. Journal of Global Business Management, 2012, (01):115-122.
- [4]Beckmann D., Lütje, T., Rebeggiani L. Italian asset managers' behavior: Evidence on overconfidence, risk taking and gender[J]. Journal of Modern Accounting & Auditing, 2011, (12):1368-1385.
- [5]潘煜等. 金融风险决策中的主被动选择偏好研究——从情感体验的视角[J]. 管理科学学报, 2016, (09):1-17.
- [6]Graham J. R., Harvey C. R., Huang H. Investor competence, trading frequency, and home bias[J]. Management Science, 2009, (07):1094-1106.
- [7]李晓梅,刘志新. 经理特性对基金业绩的影响及内在归因分析[J]. 经济经纬, 2010, (03):143-147.

- [8] Middleton K. L. W. Becoming entrepreneurial: Gaining legitimacy in the nascent phase[J]. International Journal of Entrepreneurial Behaviour & Research, 2013, (04):404-424.
- [9] 谢军,周南. 创业者的先前工作经验对获得风险投资的影响[J]. 科学学与科学技术管理, 2015, (09):173-180.
- [10] 余晓东, 秦玲. 开放式基金决定的内在机制[J]. 上海经济研究, 2004, (04):50-56.
- [11] Fang Y, Wang H. Fund manager characteristics and performance[J]. SSRN Electronic Journal, 2014, (01):102-116.
- [12] 吴卫星, 付晓敏. 信心比黄金更重要? ——关于投资者不确定性感受和资产价格的理论分析[J]. 经济研究, 2011, (12):32-44.
- [13] 廖长友, 赵修文. 基金经理的投资能力及其实证证据——基于基金财富增加值的视角[J]. 经济与管理评论, 2016, (06):100-108.
- [14] 吕大永, 陈欣. 基金经理具有超常选股能力吗? ——基于主动型基金新进重仓股的研究[J]. 投资研究, 2016, (05):105-117.
- [15] Puetz A., Ruenzi S. Overconfidence among professional investors: Evidence from mutual fund managers[J]. Journal of Business Finance & Accounting, 2011, (5-6):684-712.
- [16] 肖欣荣, 徐俐丽. 基金经理过度自信与个人特征研究——基于中国证券投资基金的数据[J]. 上海金融. 2015, (09):81-86.
- [17] Gottesman A. A., Morey M. R. Manager education and mutual fund performance[J]. Journal of Empirical Finance, 2006, (13):145-182.

(责任编辑:宋 敏)

## The Competence Effect of Fund Managers, Overconfidence and Fund Performance

SUN Yan, WANG Hongyu, YU Yingxin

(School of Management, Lanzhou University, Lanzhou 730000, China)

**Abstract:** Based on the Competence Effect Theory, the awareness ability of the fund managers will impact their perception of uncertainty. With high awareness ability, fund managers will stake on the field where they are more familiar with or profit can be earned, which means the fund managers have ability to recognize undervalued stocks and adjust the portfolio according to market fluctuations so as to obtain better fund performance. However, when fund managers are overconfidence, they will deviate their own judgement ability due to blindly optimistic about the information they have and believe they can earn profit by their own ability, which would result in wrong investment decisions and declined fund performance. Using open-end funds from 2014 to 2016 as the sample, the results show that the competence effect of fund managers and fund performance have significant positive correlation, and fund manager's overconfidence attenuates the effect of fund manager's competence on fund performance.

**Key Words:** Competence effect; Overconfidence; Fund performance