

doi: 10.19920/j.cnki.jmsc.2021.05.001

名校学历：求职敲门砖还是升职踏脚石？^①

——基于中国公募基金行业的实证研究

李仲飞¹，杨小欣¹，包特^{2*}

(1. 中山大学管理学院，广州 510275；2. 南洋理工大学社会科学学院经济系，新加坡 639798)

摘要：名校学历到底有多重要？为了克服过往“名校效应”相关研究中任务异质性和业绩难衡量的难题，考察名校和非名校基金经理职业经历和业绩的区别，结果发现：名校毕业生首份工作进入基金行业的概率较高，从进入职场到首次成为基金经理花费较短的时间，以及首次当基金经理时所管理的基金规模较大，收取的管理费较多，所在基金公司资产管理规模排名前10的概率较高。名校基金经理在平均业绩上没有表现得较好，但他们的早期职场仍更加顺利，这更可能是信号效应的结果。在职场后期，是否毕业于名校对基金经理升职降职或加薪减薪均没有显著影响，业绩和能力才是决定基金经理后期职业发展的因素。这些发现表明名校学历只是入职的敲门砖，而它本身并不足以成为升职加薪的决定因素。研究丰富了基金研究中关于基金经理职业发展的文献，对于客观理性看待“名校热”这一现象，具有重要的现实意义。

关键词：基金经理；职业发展；名校效应；业绩

中图分类号：C961；F832.39 **文献标识码：**A **文章编号：**1007-9807(2021)05-0001-25

0 引言

从高考开始，名校的光环就对很多人产生了强大的吸引力，一些考生和家长持着非“名校”不读的观点走上了“高分复读”之路。而本科生毕业后选择国内读研或者申请出国留学时，首选院校往往是排名前列的名校，“名校情结”在不断发酵。“名校热”现象的背后是对“名校效应”的追求，“名校效应”指名校毕业生在求职过程中会获得相对优势，更容易求职成功和获得高薪。

这一现象在高薪的金融行业内更为明显，不少券商甚至流出校园招聘的目标院校，如果申请者的院校不在目标名单之列，很可能在网申关就会被淘汰。其中中信证券的目标院校名单中分为5个等级，分别对应着不同部门及岗位的准入资

格。很多普通211、985的高校在中信证券的名单里最高只能申请进入市级机构，可谓“输在了起跑线上”^②。除了中信证券外，安信证券和国泰君安证券都流出了类似的校招偏好院校名单，名校与高学历似乎成了金融行业的标配。而基金行业作为金融业皇冠上的明珠，名校硕士比比皆是，海归不足为奇，博士也并非稀缺资源，甚至不乏万里挑一的状元。而且基金公司招募的名校毕业生越多，特别是在名校出身的公司高层占比较高的环境中，对名校的认同感越强烈，人事部门对名校学生可能也会更加偏好。基金经理中高学历和名校生扎堆，在可识别出毕业高校的基金经理中，名校毕业的占64.1%，拥有博士学位的占比达到了15.7%，其中北京大学、复旦大学、清华大学等名牌高校培养出了中国最多的基金经理，是我国基

① 收稿日期：2019-05-17；修订日期：2021-03-12。

基金项目：国家自然科学基金资助创新研究群体项目(71721001)；国家自然科学基金重大项目(71991474)；广东省自然科学基金团队项目(2014A030312003)；南洋理工大学-微众银行联合金融科技研究中心资助项目(NWJ-2020-003)。

通讯作者：包特(1984—)，男，河北唐山人，副教授。Email: baote@ntu.edu.sg

② 参见 https://m.sohu.com/a/220324103_185558

金经理的“摇篮”,业界往往有所谓“北大圈”、“复旦圈”和“清华圈”之称。有报道称,我国80%的基金经理年薪在100万元~200万元之间,明星基金经理年薪甚至高达上千万元。基金行业似乎成为了穷人家的孩子通过读书高考进入名校,从低收入阶层提升到高收入阶层并改变命运的首选梦想行业。

在金融行业,名校对一个人有多大的影响?非名校的毕业生,是否无论做什么样的努力,都无法改变校名带来的鸿沟呢?研究“名校效应”的难点在于排除内生性问题的干扰,名校生毕业后收入较高是否源于他们的能力较强?而且大部分学者关注的都是名校与未来工作的工资关系^[1-3],而工作任务和企业环境的异质性使得不同公司间员工表现、收入以及职业发展的对比有一定主观性。本文从新的角度出发,选择我国公募基金行业作为样本来研究“名校效应”,采取公募基金数据主要有以下3点好处:一是对于同一类型的基金,基金经理几乎都是围绕基金资产增值这一相同目标进行操作,可以通过风险调整后的基金超额收益来衡量基金经理的能力,衡量指标相对准确^[4];二是除了可以研究名校学历对基金经理早期的职业经历影响外,还可以考察其对后期职业发展的影响,此时不仅可以观察到基金经理候选人的全体,还可以得到相对准确的基金经理能力衡量指标;三是基金行业中基金经理收入主要来源于管理费和资产管理规模,这除了取决于对基金经理具有较多信息的基金公司外^[5,6],外部的基金投资者对基金经理投资能力的判断也会影响基金经理的资产管理规模,一定程度上缓解了不同公司间员工职业发展对比的主观性。

基于上述考虑,本文以股票型和偏股型开放式基金^③的基金经理为样本,考察名校和非名校基金经理职业发展的区别。研究结果表明,较非名校基金经理而言,名校毕业生首份工作是在基金行业的概率较高,进入职场到成为基金经理期间履职较少的公司,花费较短的时间,以及第一次当基金经理时所在的基金公司规模排名前10^④的

概率较高,所管理的基金规模较大以及收取的管理费^⑤较多,但名校毕业的基金经理业绩表现并没有较好。考虑基金经理后期职业发展时,是否毕业于名校无论是对基金投资者还是基金公司的选择而言,都没有显著影响,意味着名校学历只是入职的敲门砖,业绩才是升职加薪的基石。

本文的研究贡献主要有:第一,就笔者所知,这是首次以基金经理为研究对象,证明名校学历对基金经理职业生涯早期是有价值的,找到了基金行业中“名校偏好”的证据;第二,以往文献多数只关注名校生在职场的整体短期表现,对其在劳动力市场的长期表现很少涉及,本文选择我国公募基金行业作为样本,克服了以往关于名校教育价值的研究中基于调查数据而很难跟踪观测到样本在职场后期表现的缺点,能够更准确直观地体现名校学历在毕业生的早期职业经历和后期职业发展中扮演着不同的角色;第三,过往文献在考察毕业生职场表现时多数会采用晋升情况、工资收入、职位级别或者是上级评价等依赖于公司特质的业绩衡量指标。Chuprinin和Sosyura^[4]认为工作任务和企业环境的异质性使得不同公司间员工表现和收入对比有一定偏误,本文采取公募基金行业来研究教育价值,基金经理几乎都是围绕基金资产增值这一相同目标进行操作,基金公司和外部投资者都可以通过风险调整后的基金超额收益来衡量基金经理的能力,能力的衡量指标更准确。

1 文献回顾与假设提出

本文探讨的是名校学历在个人职业生涯发展中的作用,为清晰呈现其完整的脉络,考虑两个阶段:第一个阶段为首次任职基金经理前的职业发展;第二阶段为其成为基金经理后的职业发展。最后还从基金经理自身的角度出发,考虑名校与非名校毕业的基金经理职业生涯考虑和投资风格的区别。

1.1 “名校效应”

以往关于名校教育价值的研究大部分关注的

③ 包括灵活配置型、偏股混合型、平衡混合型以及普通股票型基金,基金类型来源于Wind数据库。

④ 如果当月基金公司的管理资产规模总量排在前10,记为前10大公募基金公司。

⑤ 由于基金经理实际的薪酬收入无法观测,本文采用基金经理管理基金的资产净值×基金管理费率/管理团队人数作为代理变量,此为基金经理收取管理费的上限。

是名校与首份工作工资的关系,精英教育对收入的影响主要有3个途径:人力资本效应^[7],社会网络^[8]以及信号效应^[9,10]。

首先,从人力资本的角度来看,名校能提供较高质量的教育和训练,名校毕业生在专业知识、技能水平上更胜一筹,考虑了选择偏误后,名校毕业生在劳动市场中仍存在优势,有着较高的工资溢价^[1]。但也有部分研究指出,就读名校的学生本身能力较强,同样被名校录取但选择不同质量高校就读的学生工资差别不大^[2],认为进入名校就意味着一定能找到一份较好的工作,向上层阶层流动甚至改变人生轨迹的想法是不现实的^[11]。国内关于“名校效应”的文献比较少, Li 等^[3]基于我国2010年毕业生调查数据发现,控制学生能力、专业、家庭背景等因素后,名校毕业生仍然能获得首份工作工资溢价,这主要来源于其在学校的人力资本和经验的积累,但该文可能会存在样本选择的问题:较高质量的名校毕业生选择继续读研而能力较差的非名校生找不到工作。

其次,名校为毕业生提供了较优质的社会资本,一是知名高校及其校园招聘会是名企必争的人才仓库,给用人单位较多熟悉自己学校毕业生的机会^[12],而这些知名的金融企业每年秋季会进驻这些名校进行招聘,可以在短时间内面试大量高质量的申请人,帮助企业保证了招聘的命中率、节省了招聘成本;二是券商和基金行业本身就是名校扎堆的行业,通过同学、校友介绍可能会获得较多的实习转正、跳槽甚至成为同一公司高管的机会^[13]。

第三,教育作为劳动者生产力的信号,在信息不对称的情况下可以帮助就业单位辨别劳动者生产力高低。在早期职业生涯中,名校学历可能为雇主提供了较高生产力的信号,因此能获得较优质的工作和较高的工资^[9]。李彬和白岩^[14]通过实地实验研究发现第一学历为本科非“211工程”大学比“211工程”大学的硕士研究生在初次就业中收到显著较低的简历回复。

以往考虑名校教育价值的研究大部分只关注首份工作的收入,从而忽略了可能会影响就业者选择的其他因素:比如国家机关、企事业单位所带来的社会地位和隐形福利。本文采取公募基金行业来研究教育价值的好处在于可以从首次晋升成为基金经理所花费的时间、第一份工作属性以及

第一个管理基金的特征等多角度来考察名校学历的作用,更加全面。

基于以上逻辑,本文认为名校毕业生在早期职场中很可能存在优势,提出假设:

假设1 名校毕业的基金经理早期职业经历比较顺利,具体而言,名校毕业生担任基金经理较早,首份工作是基金行业的概率较高,首次管理基金规模较大,收取管理费较多。

1.2 名校与基金业绩

学术界对于基金经理的个人特征对基金绩效、投资风格的研究始于20世纪90年代,除了传统的对从业年限、性别、文化程度的研究外,是否毕业于名校这一因素也是学者关注的重点。Chavalier 和 Ellison^[15]研究了不同特征的基金经理与基金业绩的关系,大学入学分数(SAT)较高,毕业于名校的基金经理管理的基金原始业绩比较高,但经风险调整后的业绩回归结果并不显著, Hwang 等^[16]也发现了类似的结论。但 Li 等^[17]以私募基金经理为样本,发现名校毕业的基金经理投资风格偏保守,无论是基金原始业绩还是风险调整后业绩都较高,而且能吸引较多的资金流入。

后续相关文章主要从校友关系的角度来探讨是否名校毕业对基金经理业绩的影响。一方面,基金经理可以通过校友关系获得上市公司私有信息,如 Cohen 等^[18]就共同基金经理和公司董事成员的共同教育背景的网络进行了研究,发现基金经理的重仓股中有校友关系的公司占比明显较高,与没有校友关系的公司相比,有校友关系公司年化收益高7.8%;申宇等^[19]也发现校友关系网络能提升基金投资业绩,但校友关系存在亲疏有别现象,而且校友们在好消息面前“有福同享”,而在坏消息面前却各自保守信息。另一方面,基金经理可以通过校友资源获取较多低价的IPO资源,如 Hwang 等^[16]按照 Kacperczyk 等^[20]的方法将基金业绩拆分为代表基金选股能力的模拟投资组合收益和代表社会网络带来的基金隐形交易收益两部分,指出名校毕业的基金经理主要在基金隐形交易收益方面表现较好,排除掉这一因素,其业绩与非名校毕业的基金经理业绩无差别。目前只有极少数的文献从天赋和后天训练的角度来考察基金经理业绩,如 Chaudhuri 等^[21]对基金经理能力形成的因素进行区分,他们用是否

获取博士学位和是否在高水平杂志上发表论文作为区分天赋的要素,发现博士毕业的基金经理业绩表现较好,而专业为经管类的博士生比专业为自然科学的博士生表现较好,表明通过训练获取的技能也会帮助提升基金业绩,但这一差异在控制了高水平杂志上发表论文的因素后就消失了。

由此可以看到,现有文献关于名校基金经理与业绩这一话题已经进行了大量的研究,得到的结果却不一致。一方面,可能是因为名校毕业生的天赋(IQ)较高,受过较好的教育和训练,或受益于名校提供的较广泛和深入的社会网络,名校基金经理的业绩表现可能较强。另一方面,在担任基金经理前,潜在者必须经过基金公司的层层筛选及考验,而且由于名校学历的信号作用,非名校毕业的基金经理可能面临着跟名校基金经理一样或者较高的进入门槛,非名校毕业生只有在表现更加出色时才能成为基金经理。下文将探讨与非名校毕业生相比,名校毕业的基金经理是否表现较好。在假设1成立的前提下,如果名校的基金经理业绩较出色,则意味着在基金经理的早期职业生涯中,人力资本构成了“名校效应”的影响因素之一;反之,若名校的基金经理业绩与非名校毕业生无异,则表明基金经理早期具有优势的职业生涯不是得益于人力资本的积累,更可能源于名校的信号作用或其提供的校友网络。

1.3 基金经理后期职业发展

随着工作年限的推移,雇主对职员有了越来越多的了解,名校学历的信号作用会越来越弱。名校学历对毕业生在职场后期发展的影响途径主要有:人力资本和社会资本,比如基金业绩是基金经理职业发展重要影响因素,基金业绩越差,基金经理被更换的概率越大^[22]。从社会资本的角度来看,控制基金经理过去业绩表现,处于关系网中心的基金经理离职的可能性仍然较低,可能因为基金公司认为其关系网会有助于基金后期的出色表现^[23]。Chuprinin和Sosyura^[4]发现私人社会资本和家庭背景对基金经理职业发展会产生重要影响,家庭条件较好的基金经理进入资产管理行业的门槛较低,可能会因为一些与业绩无关的因素而升职,相比之下家庭条件较差的基金经理只有在业绩表现出色时才会升职。

就笔者所知,鲜有文献直接考虑是否名校毕

业或者学校社会资本对毕业生后期职业发展的影响,某些文献会使用名校毕业生首份工作的工资溢价以及第一份工作的工资对后期职业发展的重要性^[24]进行推断,但本文对当中的因果传递性存疑。一方面,校友资源在金融界非常重要,共同的文化烙印可以增强校友们之间的认同感和信任感,基金公司高管可能会对同是校友的基金经理产生偏爱。但另一方面,由于基金行业的特殊性,基金经理的业绩和能力是容易被观测和衡量的,其收入除了取决于对基金经理具有较多信息的基金公司外,外部的基金投资者对基金经理投资能力的判断也会影响基金经理的资产管理规模,一定程度上缓解了不同公司间员工职业发展对比的主观性。下文将研究在相对透明公开的公募基金行业中,在职场后期基金经理的业绩可以明确度量时,拥有名校经历的基金经理是否能获得较好的发展。

1.4 名校与基金经理的职业生涯考虑

从现有文献来看,基金经理的职业生涯考虑会影响其投资行为:一是基金经理面临着短期业绩压力时,为了避免由于极端差的业绩出现而失去工作,在市场下行时,他们承担较少的风险^[25,26];二是基金经理为了避免业绩差于同行而声誉受损,会倾向于放弃个人观点而采取与其他基金经理一致的投资策略,更加趋向于“抱团”^[27]。最新的研究,李祥文和吴文峰^[28]发现我国在业绩关键排名处的基金存在比其他基金更为明显的期末业绩拉升行为,相邻排名基金的业绩差异越小,基金的期末业绩拉升程度越大。

如果控制过去业绩表现,名校基金经理和非名校基金经理拥有不一样的职业生涯考虑,比如非名校基金经理面临着较高的离职风险,那么其投资风格会更加保守。而关于名校基金经理与投资风格的研究,目前尚未得到一致的结论。Chavalier和Ellison^[15]指出,毕业于入学分数(SAT)较高的大学的基金经理偏向于承担较多的市场风险,但在小盘股倾向性、价值股倾向性以及动量交易倾向性方面并不存在显著差异。但Li等^[17]则研究发现名校毕业的私募基金经理投资风格偏保守,会承担较少的总体风险以及非系统风险。本文认为,名校基金经理可能因为其能力强,在市场下行时主动承担较少的风险^[29]。另一方面,处于

名校毕业的基金经理可能因为其校友关系网会拥有较多的私有信息而形成独特的投资策略,以及被动离职的概率低,从而实行投资者眼中更加“冒险”的投资风格^[23],或者倾向于配置低基金参与度的股票,不会放弃自己独特的观点,采用较主动的投资策略^[30]。以往的文献并没有得到一致的结论,基于此下文将探讨名校和非名校基金经理的职业生涯考虑和投资风格是否有区别。

2 数据来源与变量定义

2.1 样本选取与数据来源

选取股票型和偏股型开放式基金作为研究对象,并且只考察主动型基金,删除指数型、增强指数型等被动型投资基金以及 QDII 基金,要求样本基金必须有 24 个月以上的历史净值数据,选取 2005 年~2017 年的基金数据进行分析。参考 Chuprinin 和 Sosyura^[4],在考察基金经理后期职场表现时,要求基金经理必须有 24 个月以上的收益数据,这样可以提供足够长的时间来评价基金经理的业绩表现。虽然团队管理型基金的模式在我国越来越流行,但为了排除掉组织模式的影响以及较好地厘清基金经理的投资决策与能力之间的关系,在考察基金经理的投资能力和投资风格时剔除了多人管理的基金样本。

所使用数据中基金复权因子数据、基金经理证券从业日期数据和基金公司的高管背景数据来源于锐思数据库(RESSET);基金净值、基金分

红、基金财务报表、基金投资组合、四因子数据以及基金经理的简历等数据来源于国泰安数据库(CSMAR);基金数量和基金分类来源于 Wind 数据库。从基金经理的简历中手动识别出他们首次进入职场的时间、首份工作单位以及首次担任基金经理时曾履职过的公司数目等,为了尽可能地获取上述信息,部分基金经理个人特征数据通过查询基金公司网站以及中国证券投资基金业协会信息公示网站(<http://www.amac.org.cn/>)予以手工补充。为保证数据的有效性并消除异常样本对研究结论的影响,对涉及的主要连续变量,在 1% 和 99% 的水平进行缩尾处理。

2.2 相关变量说明

2.2.1 基金经理相关变量

1) 基金经理早期职业经历

为了更好地理解基金经理从首次进入职场到成为基金经理间的职业发展经历,定义了基金经理从首次进入职场到首次当上基金经理所花费的时间,从获得证券从业资格到首次当上基金经理所花费的时间,第一份工作属性(是否属于证券行业、基金行业和金融行业)以及第一个管理的基金特征:资产规模、管理费率、基金经理拟收取的管理费和所属基金公司的管理总规模是否排名前 10。对于基金经理简历中首次进入职场时间未披露的情况,根据基金经理的学历和简历进行推算,本科毕业记为 23 岁,硕士毕业记为 25 岁,博士毕业记为 28 岁,假设其一毕业就进入职场。基金经理早期职业经历的相关变量定义如表 1 所示。

表 1 基金经理早期职业经历相关变量的定义

Table 1 Definitions of variables related to fund managers' early career experiences

变量	定义及计算方法
<i>Time to FundManager</i>	从首次进入职场到首次当上基金经理的时间
<i>Time1 to FundManager</i>	从获得证券从业资格到首次当上基金经理的时间
<i>Num of firms</i>	从第一份工作到首次成为基金经理期间履职过的公司数目
<i>Firstjob_security</i>	虚拟变量,如果第一份工作是证券公司时取 1,否则为 0
<i>Firstjob_fund</i>	虚拟变量,如果第一份工作是基金公司时取 1,否则为 0
<i>Firstjob_finance</i>	虚拟变量,如果第一份工作是金融行业(银行、券商、基金)时取 1,否则为 0
<i>FirstFund_top10</i>	虚拟变量,如果第一次成为基金经理时所在的基金公司当月资产管理规模总量排在前 10,取 1,否则为 0
<i>FirstFund_AUM</i>	第一次成为基金经理时所管理的基金规模,等于基金资产净值/管理团队人数(亿元)
<i>FirstFund_Mgtfee</i>	第一次成为基金经理时所管理基金的基金管理人薪酬,等于基金资产净值×管理费率/管理团队人数(百万元)
<i>FirstFund_MFfeeratio</i>	第一次成为基金经理时所管理基金的管理费率(%)

2) 是否名校毕业(EliteUni)

本文研究的主体基金经理多数为经管类背景,考虑到学科和专业的因素,名校的定义为QS2018年中国内地大学会计(accounting)和金融(finance)、经济学(economics)和计量经济学(econometrics)这两个学科任一排名前10名的大学,包括北京大学、清华大学^⑥、上海交通大学、复旦大学、浙江大学、南京大学、中国人民大学、上海财经大学、厦门大学和中山大学,以及QS2018年世界大学会计和金融、经济学和计量经济学这两个学科任一排名前20名的大学,包括哈佛大学、麻省理工大学、牛津大学、伦敦政治经济学院、宾夕法尼亚大学、芝加哥大学、剑桥大学、加州大学伯克利分校、墨尔本大学、新南威尔士大学、纽约大学、哥伦比亚大学、伦敦商学院、耶鲁大学、香港科技大学、新加坡国立大学、悉尼大学、加州大学洛杉矶分校、曼彻斯特大学、普林斯顿大学、西北大学、博科尼大学、伦敦大学学院、加州大学圣地亚哥分校、杜克大学^⑦。QS世界大学排名是由教育组织(Quacquarelli Symonds, QS)所发表的年度世界大学排名,是公认的世界3大最具影响力的全球性大学排名之一,而且其有金融相关学科的详细排名和评分标准,比较客观,因此选用该大学排名榜单。在稳健性检验中,本文从3方面重新考虑名校的定义:一是考虑到名校可能存在时间上的内生性问题,将国内传统34所985一期的高校(其公布时间均在2004年以前)以及“世界大学学术排名”2004年世界大学排名前100名的大学定义为名校;二是从基金券商等用人单位的角度出发,将中信证券最新流出的2017年校园招聘目标院校中A类的高校定义为名校;三是考虑到名校的定义可能存在时间上的变化,根据不同年份的名校榜单进行回归。基金经理的本科、硕士或者博士学历中任意一个属于名校,就认为其拥有名校学历。

3) 基金经理后期职业发展

基金经理离职(是否被动离开公募基金行

业)是考察基金经理职业发展研究的常用指标之一^[4],但与美国基金行业相比,我国基金行业是个高流动性行业,据Huang和Wang^[31]的统计结果,我国基金经理2003年~2010年间年离职率达到了31.2%~49.8%。离职公告中宣称因“个人原因离职”的,很难界定其是主动性离职还是被动性离职,因为随着私募基金行业的扩大发展,公募基金基金经理“奔私”或者从事其他资管行业的例子比比皆是,该指标在中国基金行业中存在较大噪音。

参考Chuprinin和Sosyura^[4],从委派给基金经理的资产管理规模和该经理拟收取的基金管理费的角度来考察基金经理在公募基金行业内的职业发展情况。如果基金经理的资产管理规模或收取的管理费高于上期的2倍时,认为很可能是基金公司安排了较多的基金资产给基金经理管理,该基金经理得到了升迁,用类似的方法来定义基金经理是否降职。指标的定义和具体计算方法见表2。高阈值的设立,反映的是基金经理职业生涯中重要且相对罕见的小概率事件,这一处理的好处在于可以排除基金经理在基金公司内部正常调动或者不同基金公司间横向调动的情况^[4]。

2.2.2 基金业绩变量

为保证结果的稳健性,采用多种业绩指标。

1) 基金简单超额净值收益率(Ret_{rf})

根据陆蓉等^[32]对收益率的定义,在考虑基金分红和拆分后,其复权净值收益率定义为

$$Ret_t = \frac{NA_t - NA_{t-1} + Divd_{t-1}}{NA_{t-1}} \quad (1)$$

式中NA表示基金单位净值;Divd表示基金红利。定义净值收益率减去无风险利率为基金简单超额净值收益率。

2) 基金超额收益率(Alpha₄)

以基金过去12个月的月收益率,采用Carhart^[33]的四因子模型进行滚动回归,得到基金的β值,再用当月基金净值收益率进行风险调整,得到基金超额收益率

⑥ 清华大学五道口金融学院前身是中国人民银行研究生部,中国人民银行研究生部是我国金融系统第一所专门培养金融高级管理人才的高等学府,被称为“中国金融业的黄埔军校”。由于没有本科生而不纳入高校排名榜,本文将其纳入名校名单。

⑦ 会计(accounting)和金融(finance)与经济学(economics)与计量经济学(econometrics)中任意一个学科榜单上排名满足条件即定义为名校。QS2018会计和金融学科榜单只公布中国内地大学前8名,故取其与经济计量经济学学科排名前10的高校合并为国内名校的榜单,而国外大学的两个学科榜单并不完全重合,所以总数超过20所。

表 2 基金经理后期职业发展相关变量的定义

Table 2 Definitions of variables related to fund managers' later stage of career developments

变量	定义及计算方法
<i>Promotion AUM-Inferred</i>	如果基金经理的资产管理规模高于上期的 2 倍时为 1, 否则为 0. 基金经理的资产管理规模为所有由该基金经理管理的基金净值总和. 该基金经理出现在样本中最后一个月以及样本期最后一个月 (2017 年 12 月) 定义为缺失
<i>Promotion Fee-Inferred</i>	如果基金经理的资产管理费规模高于上期的 2 倍时为 1, 否则为 0. 每个基金管理费 = 基金规模 × 基金管理费率, 如果多人管理时, 基金管理费 = 基金规模 × 基金管理费率 / 管理该基金的人数. 该基金经理出现在样本中最后一个月以及样本期最后一个月 (2017 年 12 月) 定义为缺失
<i>Demotion AUM-Inferred</i>	如果基金经理的资产管理规模少于上月的 1/2 时为 1, 否则为 0. 基金经理的资产管理规模为所有由该基金经理管理的基金净值总和. 该基金经理出现在样本中最后一个月以及样本期最后一个月 (2017 年 12 月) 定义为缺失
<i>Demotion Fee-Inferred</i>	如果基金经理的资产管理费规模少于上月的 1/2 时为 1, 否则为 0. 每个基金管理费 = 基金规模 × 基金管理费率, 如果多人管理时, 基金管理费 = 基金规模 × 基金管理费率 / 管理该基金的人数. 该基金经理出现在样本中最后一个月以及样本期最后一个月 (2017 年 12 月) 定义为缺失

$$R_{i,t} - R_{f,t} = \alpha + \beta_1 (R_{m,t} - R_{f,t}) + \beta_2 SMB_{i,t} + \beta_3 HML_{i,t} + \beta_4 MOM_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \quad (2)$$

式中 $R_{m,t}$ 表示流通市值加权的现金红利再投资的综合月市场收益率; $R_{f,t}$ 表示无风险利率; SMB 、 HML 分别表示 Fama 和 French^[34] 的规模因子、账面市值比因子; MOM 表示 Carhart^[33] 构造的动量因子。

3) 基金超额价值 (*BvB4*)

根据 Berk 和 Van Binsbergen^[35] 的研究, 对于公募基金而言, 管理资产规模的大小也能反映出基金经理的能力大小. 基金经理能力强的基金会吸引资金流入, 而基金规模增加会降低基金的超额收益率, 使基金不再有吸引力. 定义基金超额价值为期初基金净值总规模 $TNA_{i,t-1}$ × 当期的基金超额收益 $Alpha4_{i,t}$, 作为考虑基金规模的基金业绩衡量指标。

4) 基于历史持股比例动态调整下的超额收益 (*Hret_Alpha4*)

参照 Grinblatt 和 Titman^[36], 考虑经重仓股投资市值占基金前 10 大重仓股投资市值比例调整后的加权收益率, 再对该收益率进行 Carhart 四因子风险调整, 得到基于历史持股比例动态调整下的超额收益 *Hret_Alpha4*。

2.2.3 基金经理的职业生涯考虑

1) 下行风险 (*Downside - β*)

参考 Bodnaruk 和 Simonov^[29] 的研究, 以基金过去 36 个月的月收益率进行滚动回归, 考察市场下行时, 基金经理所承担的市场风险 (要求基金经理至少有 24 个月的任职期)

$$Downside - \beta = \frac{cov(r_i, r_m | r_m < \mu_m)}{var(r_m | r_m < \mu_m)} \quad (3)$$

式中 r_i 为基金月收益率; r_m 为月度市场收益率; μ_m 为过去 36 个月月度市场收益率均值。

2) 半方差 (*Semivariance*)

参考 Whaley^[37], 关注基金收益的下方风险, 考虑基金过去 36 个月的月收益率低于均值以下部分的方差 (要求基金经理至少有 24 个月的任职期)

$$Semivariance = E [(r_i - \mu_i)^2 | r_i < \mu_i] \quad (4)$$

式中 r_i 为基金月收益率; μ_i 为基金月收益率均值。

3) 选股“抱团” (*Group*)

借鉴孟庆斌等^[38], 定义衡量基金经理选股与其他基金经理一致程度的指标——基金选股“抱团”程度: 首先以股票为考察对象, 计算每只股票在同一季度分别被多少只基金重仓持有; 然后以基金为考察对象, 计算基金重仓股票中平均每只股票有多少只基金重仓持有, 得到变量 *Group*。

2.2.4 控制变量

参考相关学者的研究成果^[4, 39], 本文控制了

两类特征变量. 一类是基金的特征变量,包括基金规模(*TNA*)、基金家族规模(*FamTNA*)、基金家族所含基金数目(*FirmLogNumFunds*)、基金换手率(*Turnover*)、基金成立年限(*FundAge*)、基金管理费用(*Feeratio*)、基金过去一年收益的波动(*Volatility*)、基金类型(*Type*)和基金现金净流入(*Flow*);另一类是基金经理个人特征的变量,包括性别(*Gender*)、是否持有金融行业相关专业证书(*Certificate*)、最高学历是否为硕士(*Master*)、最高学历是否为博士(*Hasphd*)、从事偏股型基金经理这一职业的时间(*Tenure*).

3 实证检验及结果

3.1 描述性统计

图1为基金经理最多的10所高校其经理人数的占比.

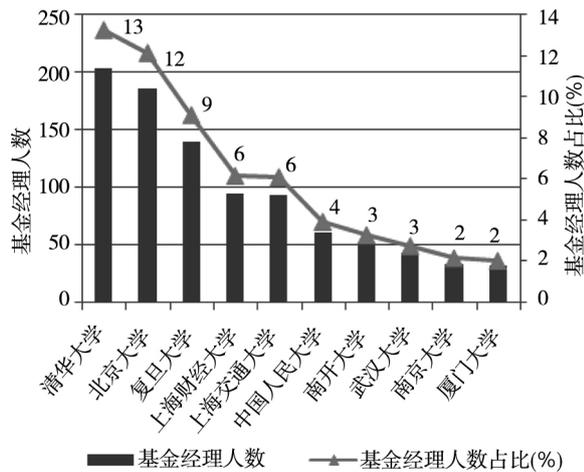


图1 基金经理最多的前10所高校

Fig. 1 Top 10 universities with the most fund managers

由图1可知,我国基金经理分布最集中的10所高校分别为:清华大学(含中国人民银行研究生部)、北京大学、复旦大学、上海财经大学、上海交通大学、中国人民大学、南开大学、武汉大学、南京大学和厦门大学,这10所高校的基金经理占比接近60%。其中清华大学、北京大学和复旦大学产出最多的偏股型基金经理,占比分别为13%、12%和9%,远超其他高校.

表3报告了主要变量的描述性统计.由表中

A组可以看到,基金经理中有64.1%来自名校,14.5%是女性,9.5%持有特许金融分析师(CFA)、中国注册会计师(CPA)、国际注册会计师(ACCA)和金融风险管理师(FRM)中任一专业证书.79.5%最高学历为硕士,15.7%最高学历为博士.基金经理首次进入职场到首次成为基金经理所花费的时间平均是8年,但个体间的差异比较大,最快的有入行3年就当上基金经理,最慢的有工作20年才首次当上基金经理.如果从基金经理获得从业资格开始算起,首次成为基金经理平均需要花7.6年时间.从第一份工作的性质来看,有71.1%的基金经理首份工作为金融行业(银行、券商或者基金),其中28.9%的基金经理一毕业就直接进入基金公司,而35.8%的基金经理一毕业就进入证券公司,这跟我国基金经理大部分是硕士、博士一毕业就直接进入金融行业工作的高学历青年人现状吻合.平均看来,基金经理从首次进入职场到首次当基金经理期间需要履职2.7家公司,第一次当上基金经理时所在基金公司资产管理规模排名前10的概率为17%,所管理的基金规模平均为16.88亿元,管理费率是1.257%,收取的管理费为2281万元.关于基金经理在公募基金行业内的后期职业发展经历,按基金管理规模定义的话,基金经理升迁的概率平均为2.368%,降职的概率平均为1.091%;按基金管理费定义的话,基金经理升迁的概率平均为2.379%,降职的概率平均为1.081%.与美国基金行业相比^[4],我国基金经理的升迁概率较高,跟我国迅速发展的基金行业现状吻合.

由B组可知,基金原始月收益率平均达到1.168%,但业绩波动较大,最小值为-21.55%,最大值为20.27%,Carhart四因子调整后超额月收益率平均为0.245%,超额价值平均每月为600万元,基于历史持股比例动态调整下的超额收益率平均为0.3%.在基金投资风格上看,基金下行风险达到0.805,半方差为0.638%,基金重仓股中平均每支股票有35.1支基金重仓持有.关于其他基金特征,不同基金存在一定差异.

表3 主要变量的描述性统计

Table 3 Descriptive statistics of main variables

变量	观测值	均值	中位数	标准差	最小值	最大值
A组: 基金经理相关变量						
<i>EliteUni</i>	1 526	0.641	1	0.480	0	1
<i>Gender</i>	1 526	0.145	0	0.353	0	1
<i>Master</i>	1 526	0.795	1	0.404	0	1
<i>Certificate</i>	1 526	0.095 0	0	0.293	0	1
<i>Hasphd</i>	1 526	0.157	0	0.364	0	1
<i>Time to FundManager</i>	1 262	8.037	7.084	3.696	3.090	20.58
<i>Time1 to FundManager</i>	1 508	7.558	6.853	3.147	2.734	18.33
<i>Num of firms</i>	1 251	2.736	3	1.274	1	6
<i>Firstjob_security</i>	1 268	0.358	0	0.480	0	1
<i>Firstjob_finance</i>	1 268	0.711	1	0.453	0	1
<i>Firstjob_fund</i>	1 268	0.289	0	0.454	0	1
<i>FirstFund_Top10</i>	1 478	0.170	0	0.376	0	1
<i>FirstFund_AUM/亿元</i>	1 324	16.88	5.004	28.18	0.027 5	156.9
<i>FirstFund_MFeeRatio (%)</i>	1 422	1.257	1.500	0.402	0.170	1.800
<i>FirstFund_Mgtfee/百万元</i>	1 324	22.81	5.800	39.61	0.024 4	212.0
<i>Promotion_AUM - Inferred (%)</i>	71 891	2.368	0	15.20	0	100
<i>Promotion_Fee - Inferred (%)</i>	71 868	2.379	0	15.24	0	100
<i>Demotion_AUM - Inferred (%)</i>	71 891	1.091	0	10.39	0	100
<i>Demotion_Fee - Inferred (%)</i>	71 868	1.081	0	10.34	0	100
B组: 基金相关变量						
<i>Ret (%)</i>	44 319	1.168	1.011	7.123	-21.55	20.27
<i>Alpha4 (%)</i>	37 769	0.245	0.216	3.758	-11.12	11.05
<i>BvB4/亿元</i>	37 734	0.060	0.007	1.334	-19.89	17.48
<i>Hret_alpha4 (%)</i>	35 954	0.003	0.003	0.062	-0.545	0.564
<i>Downside - β</i>	16 145	0.805	0.836	0.263	-1.037	2.176
<i>Semivariance (%)</i>	16 144	0.638	0.549	0.442	0.001 00	2.204
<i>Group</i>	42 155	35.10	28.20	27.23	3.300	170.2
<i>TNA</i>	43 964	20.62	20.80	1.567	14.58	23.68
<i>FamTNA</i>	44 168	23.52	23.86	1.251	18.96	25.47
<i>FirmNumFund</i>	44 319	2.511	2.485	0.712	0.693	4.174
<i>FundAge</i>	44 158	1.436	1.451	0.650	0.094 0	2.629
<i>Fee_ratio (%)</i>	44 297	1.704	1.750	0.184	0.220	2.150
<i>Divd</i>	44 319	0.002 0	0	0.0160	0	0.125
<i>Turnover</i>	43 961	2.540	1.680	2.956	0.011 0	28.52
<i>Flow</i>	42 157	0.024 0	-0.041 0	0.589	-0.843	4.964

3.2 名校学历对基金经理早期职业经历的影响

为了探讨名校学历与非名校学历的基金经理早期职业经历是否存在区别,本文定义了一系列的变量:从首次进入职场(获得从业资格)到首次当上基金经理所花费的时间、第一份工作属性以及第一个管理基金的特征。本节采用的研究方法

主要为分组均值差异检验、分布检验和回归分析。

3.2.1 均值差异检验

表4报告了名校与非名校基金经理早期职业经历的均值差异 t 检验结果。较非名校基金经理而言,名校组的毕业生进入职场后较快速地当上基金经理,两者花费的时间平均相差

0.664年,而两者从获得证券从业资格到首次当上基金经理的时间差距则缩小到0.389年.名校毕业的基金经理从毕业进入职场到成为基金经理期间履职较少的公司,首份工作为基金行

业的概率,以及第一次当基金经理时所在的基金公司管理资产规模排名前10的概率较高,第一次当基金经理时所管理的基金规模较大及收取的管理费较多.

表4 名校与非名校基金经理早期职业经历的均值差异t检验

Table 4 T-test of early career experiences between fund managers from elite vs. non-elite schools

变量	非名校组		名校组		差值
	观测数	均值	观测数	均值	
<i>Time to FundManager</i>	427	8.477	835	7.813	0.664 ***
<i>Time1 to FundManager</i>	537	7.808	971	7.419	0.389 **
<i>Num of firms</i>	423	2.875	828	2.678	0.197 **
<i>Firstjob_security</i>	433	0.372	835	0.351	0.021 0
<i>Firstjob_fund</i>	433	0.219	835	0.326	-0.106 ***
<i>Firstjob_finance</i>	433	0.672	835	0.732	-0.060 **
<i>FirstFund_Top10</i>	535	0.107	943	0.206	-0.099 ***
<i>ln(FirstFund_AUM)</i>	510	20.10	883	20.43	-0.334 ***
<i>FirstFund_MFfeeratio</i>	516	1.240	906	1.267	-0.027 0
<i>ln(FirstFund_Mgtfee)</i>	490	15.29	846	15.66	-0.375 ***

注: *、**、*** 分别表示10%、5%、1%的水平上显著.

3.2.2 Kolmogorov-Smirnov 检验

图2报告了名校和非名校毕业基金经理从首次进入职场到首次成为基金经理所花费时间的分布情况.名校基金经理首次进入职场到首次成为基金经理花费时间的核密度估计曲线“高”且“窄”,而且明显左偏,表明名校毕业的基金经理这个群体的晋升时间分布较均匀,整体上较非名校毕业的基金经理短.为了进一步检验两者的分布是否有区别,本文进行了Kolmogorov-Smirnov检验,结果表明在1%的显著水平上拒绝两者来自同一分布的假设.

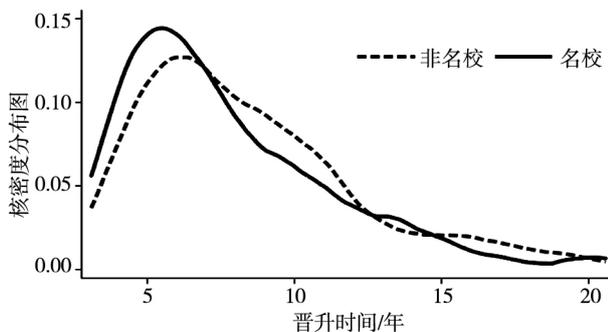


图2 名校和非名校基金经理从首次进入职场到首次当上基金经理的时间核密度分布图

Fig.2 Kernel density plot of years from entering the labor market to become fund managers for graduates of elite and non-elite schools

图3是名校和非名校基金经理从获得证券从业资格到首次当上基金经理的时间核密度分布图.类似地,图3的结果也表示名校基金经理从获得证券从业资格到首次成为基金经理整体上花费较少的时间.

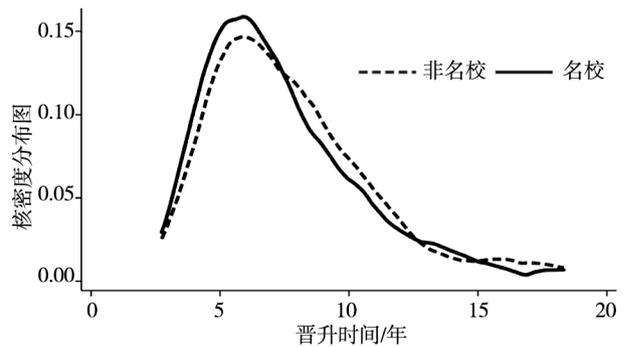


图3 名校和非名校基金经理从获得证券从业资格到首次当上基金经理的时间核密度分布图

Fig.3 Kernel density plot of years from obtaining securities qualification certificates to become fund managers for graduates of elite and non-elite schools

3.2.3 回归分析

为了控制基金经理其他个人特征对其早期职业经历的影响,下面采用回归模型进行分析

$$y = \alpha + \beta_1 EliteUni + \beta_2 Gender + \beta_3 Certificate + \beta_4 Master + \beta_5 Hasphd + city + y_i + \varepsilon \quad (5)$$

式中 y 代表一系列关于基金经理早期职业经历的

变量,除了考虑基金经理是否毕业于名校这一变量外,还控制了基金经理性别(*Gender*,基金经理为女性时取 1)、是否拥有金融行业相关证书、最高学历是否为硕士和最高学历是否为博士的个人特征。随着我国公募基金行业的扩大发展,基金产品的发行数量增速,基金经理职业发展路径可能受经济环境的长期趋势影响,参照 Schoar 和 Zuo^[40] 控制年份效应(基金经理首次进入职场的年份)。名校大多位于北京、上海或者其他一些省会城市,就读于这些城市的学生可能会有较多、较便利的实习机会和优势,还控制了基金经理毕业院校所在城市的固定效应。

表 5 是回归的结果,表明名校基金经理进入职场后会较快地晋升为基金经理,控制了年份效应和学校所在城市的固定效应后,两者所花费的

时间相差 5 个月,而两者从获得证券从业资格到首次当上基金经理的时间差距则缩小到 2 个月。对比表 5 中第 1 列和第 2 列与第 3 列和第 4 列的结果,年份效应和城市效应在很大程度上解释了两者的晋升时间的差距,表明随着基金行业高速发展带来的对基金管理人才的巨大需求和该行业高流动性的性质,基金经理从踏入职场到成为基金经理的时间大大缩短。控制学校所在城市固定效应后,第 4 列 *EliteUni* 的系数变得不显著,这可能是因为城市效应吸收了一部分的名校效应。控制变量中,最高学历为硕士或者博士的基金经理花费较少的晋升时间,拥有金融行业相关专业证书(CFA/CPA/ACCA/FRM)的毕业生进入职场后也会较快地晋升为基金经理,表明除了学历背景外,一些含金量较高的证书对基金经理的早期晋升有帮助。

表 5 名校学历对基金经理晋升时间的影响

Table 5 Impact of degrees from elite schools on years to become fund managers

变量	<i>Time to FundManager</i>	<i>Time1 to FundManager</i>	<i>Time to FundManager</i>	<i>Time1 to FundManager</i>
	1	2	3	4
<i>EliteUni</i>	-0.626 *** (-2.80)	-0.339 ** (-1.98)	-0.392 ** (-2.05)	-0.201 (-0.99)
<i>Gender</i>	-0.125 (-0.46)	0.047 (0.21)	0.266 (1.37)	0.315 (1.43)
<i>Certificate</i>	0.080 (0.23)	-0.474 * (-1.80)	-0.441 * (-1.76)	-0.933 *** (-3.24)
<i>Master</i>	-1.396 *** (-2.61)	-1.448 *** (-3.50)	-0.877 ** (-2.15)	-1.425 *** (-3.60)
<i>Hasphd</i>	-1.739 *** (-2.95)	-1.456 *** (-3.15)	-0.903 ** (-2.05)	-1.384 *** (-3.15)
常数项	9.851 *** (18.70)	9.194 *** (22.38)	22.350 *** (46.75)	8.424 *** (17.86)
年份效应	不控制	不控制	控制	控制
城市效应	不控制	不控制	控制	控制
观测数	1 262	1 508	1 262	1 261
调整 R^2	0.011	0.012	0.537	0.272

注: 括号中为经 White 调整后稳健性 t 值; *、**、*** 分别表示 10%、5%、1% 的水平上显著。

表 6 报告了名校学历对基金经理第一份工作和第一次管理的基金特征的影响,名校基金经理首份工作是基金行业的概率较高,以及第一次当基金经理时收取的管理费率较高,所在的基金公司资产管理规模排名前十的概率较高。名校毕业生第一次当基金经理时所管理的基金资金规模比非名校毕业生高 35.8%,拟收取的管理费多 38.2%。

女性基金经理从进入职场到成为基金经理间平均较男性履职较少的公司,第一次当基金经理时所管理的基金管理费率较低以及拟收取的管理费较少,所在的公司为资产管理规模排名前 10 的概率较低。与美国基金行业类似^[41],我国基金行业可能也存在性别偏见。最高学历为硕士和博士的基金经理第一次管理基金时所在的

公司资产规模排名前10的概率较高,拥有金融行业相关专业证书的毕业生平均上也履职较少的公司,首份工作是基金行业的概率较高,但第一次当基金经理时所在的基金公司资产管理规模排名前10的概率较低,可能小公司更看重

相关的专业证书。

综合表5和表6,研究结果支持假设1。相比非名校毕业生,名校基金经理在职业生涯早期的确担任经理较早,首份工作是基金行业的概率较高,管理基金规模较大,收取管理费较多。

表6 名校学历对基金经理第一份工作和第一次管理的基金特征的影响

Table 6 Impact of degrees from elite schools on characteristics of the first jobs and the first funds managed by fund managers

变量	<i>Num of firms</i>	<i>Firstjob_fund</i>	<i>FirstFund_top10</i>	$\ln(\text{firstFund_AUM})$	<i>FirstFund_MFfeeratio</i>	$\ln(\text{FirstFund_Mgtfee})$
	1	2	3	4	5	6
<i>EliteUni</i>	-0.080 (-0.93)	0.094*** (2.92)	0.076*** (2.73)	0.358*** (2.59)	0.045 (1.48)	0.382** (2.53)
<i>Gender</i>	-0.242*** (-2.91)	0.061 (1.64)	-0.082*** (-2.92)	-0.207 (-1.38)	-0.095** (-2.48)	-0.294* (-1.83)
<i>Certificate</i>	-0.275** (-2.57)	0.106** (2.49)	-0.062* (-1.65)	-0.159 (-0.85)	-0.033 (-0.79)	-0.201 (-1.00)
<i>Master</i>	-0.252 (-1.62)	0.043 (0.76)	0.093** (2.18)	0.657** (2.48)	0.068 (1.06)	0.721*** (2.63)
<i>Hasphd</i>	-0.202 (-1.16)	0.074 (1.17)	0.087* (1.78)	0.547* (1.86)	0.079 (1.15)	0.656** (2.16)
常数项	4.430*** (24.29)	-0.048 (-0.71)	0.850*** (15.15)	21.763*** (67.18)	1.427*** (18.54)	17.561*** (52.48)
年份效应	控制	控制	控制	控制	控制	控制
城市效应	控制	控制	控制	控制	控制	控制
观测数	1 232	1 237	1 222	1 154	1 172	1 103
调整 R ²	0.263	0.168	0.042	0.088	0.022	0.094

注: 括号中为经 White 调整后稳健性 t 值; *, **, *** 分别表示 10%、5%、1% 的水平上显著。

3.3 名校与非名校毕业基金经理的业绩表现对比

名校与非名校毕业的基金经理的业绩是否存在差异? 参照 Chevalier 和 Ellison^[15] 以及 Hwang 等^[16] 的文献, 设立如下的模型

$$\begin{aligned} \text{Alpha}_{m,i,t} = & \alpha + \beta_1 \text{EliteUni}_{m,t} + \beta_2 \text{MControls}_{m,t-1} + \\ & \beta_3 \text{FundControls}_{i,t-1} + \delta_s + \varepsilon_{m,i,t} \end{aligned} \quad (6)$$

式中 $\text{Alpha}_{m,i,t}$ 表示基金月度业绩, 分别采用基金简单超额净值收益率, Carhart 四因子调整后的基金超额收益率、基金超额价值以及基于历史持股比例动态调整下的超额收益进行估计^⑧; m 表示基金经理; i 表示基金; t 表示月度; MControls 表示基金经理的个人特征, 包括性别、从业经历、是

否拥有相关专业证书、最高学历是否为硕士和最高学历是否为博士; FundControls 表示基金特征, 包括基金规模、基金家族规模、基金家族基金数目、基金分红、基金过往收益波动、基金换手率、基金成立年限、基金管理费率和基金现金净流入; δ_s 表示基金类型。

表7是回归的结果, 显示出与非名校毕业的基金经理相比, 名校基金经理原始超额业绩以及风险调整后业绩的差异均不显著, 这与美国的现象类似^[15,16]。券商分析师——基金公司分析师——基金经理助理——基金经理是基金经理最常见的培养路径。担任基金经理前, 潜在者必须经过基金公司的层层筛选及考验, 名校与非名校基金经理能力差别不显著很可能是基金公司筛选

⑧ 下文主要采取 Carhart 四因子调整后的基金超额收益率作为基金经理业绩的衡量指标。

作用的结果。与 Chaudhuri 等^[21]不同,虽然我国博士毕业的基金经理在选股能力上有出色表现,但经风险调整后的基金超额收益率与非博士的基金经理并没有显著差异。基金成立时间越短、基金换手率越低、基金流量越多的基金业绩越好。

表 7 名校与基金经理业绩

Table 7 Degrees from elite schools and performance of fund managers

变量	<i>Ret_rf</i>	<i>Alpha4</i>	<i>BvB4</i>	<i>Hret_alpha4</i>
	1	2	3	4
<i>EliteUni</i>	0.021 (0.55)	0.017 (0.32)	-0.031 (-1.39)	0.000 (0.29)
<i>Gender</i>	-0.075 (-1.02)	-0.062 (-0.75)	-0.030 (-0.96)	-0.002 (-0.86)
<i>Certificate</i>	0.052 (0.85)	0.116 (1.14)	0.006 (0.14)	0.001 (0.88)
<i>Master</i>	0.160 (1.43)	0.272** (2.19)	0.051 (0.81)	0.006** (2.55)
<i>Hasphd</i>	0.131 (1.19)	0.196 (1.65)	0.071 (1.31)	0.007*** (3.14)
<i>Tenure</i>	0.040 (0.97)	0.034 (0.62)	0.009 (0.38)	-0.000 (-0.25)
<i>TNA₋₁</i>	-0.092** (-2.48)	-0.047 (-1.58)	0.049 (1.02)	-0.002** (-2.55)
<i>FamTNA₋₁</i>	0.073 (1.47)	0.065 (1.01)	0.014 (0.47)	0.001 (1.30)
<i>FirmLogNum Funds₋₁</i>	0.048 (0.46)	0.129 (0.78)	0.060 (0.71)	0.001 (0.60)
<i>Fundage₋₁</i>	-0.243*** (-2.90)	-0.396*** (-2.98)	-0.089** (-2.43)	-0.007*** (-3.55)
<i>Divd₋₁</i>	0.375 (0.15)	-0.696 (-0.33)	-0.393 (-0.66)	-0.014 (-0.32)
<i>Volatility_{-12,-1}</i>	1.488 (0.33)	-7.871 (-1.40)	0.351 (0.21)	-0.128 (-1.52)
<i>Turnover₋₁</i>	-0.095*** (-5.51)	-0.045* (-1.89)	-0.001 (-0.09)	-0.001** (-2.54)
<i>Feeratio₋₁</i>	0.016 (0.03)	-1.190 (-1.10)	-0.406 (-0.95)	-0.028 (-1.64)
<i>Flow₋₁</i>	0.550*** (3.16)	0.558*** (3.19)	0.054 (0.73)	0.010*** (3.62)
常数项	1.681 (1.20)	2.464 (1.05)	-0.641 (-0.44)	0.075** (2.01)
基金类型	控制	控制	控制	控制
观测数	37 693	34 014	34 014	32 212
<i>R</i> ²	0.244	0.211	0.240	0.174

注：括号中为 Fama-Macbeth 回归以及方差经 Newey-west 调整后的稳健性 *t* 值；*、**、*** 分别表示 10%、5%、1% 的水平上显著。

综合表 5 ~ 表 7 的结果,在职业发展初期,“名校效应”的确存在,虽然名校毕业的基金经理业绩表现与非名校生没有显著差异,但他们的早期职业生涯仍然更加顺利,这更可能源于名校的信号作用或其提供的校友网络,而非人力资本的积累。

3.4 名校学历对基金经理后期职业发展的影响

研究名校学历对基金经理后期升职加薪或者降职减薪的影响时,不仅可以观察到基金经理的全体,还可以得到相对准确的基金经理能力衡量指标。参考 Chuprinin 和 Sosyura^[4]的研究,建立 logit 模型考察名校学历对基金经理后期职业发展的影响,模型设立如下

$$\begin{aligned}
 Promotion_{m,i,t} (Demotion_{m,i,t}) = & \alpha + \beta_1 EliteUni_m + \\
 & \beta_2 PastMAlpha_{m,t} + \beta_3 EliteUni_m \times \\
 & PastMAlpha_{m,t} + \beta_4 MControls_{m,t-1} + \\
 & \beta_5 FundControls_{m,i,t-1} + \beta_6 within_firm_{m,t} + \\
 & \delta_s + y_t + \varepsilon_{m,i,t} \quad (7)
 \end{aligned}$$

式中 $Promotion_{m,i,t}$ 是基金经理是否升职的虚拟变量,分别用委派给基金经理的资产管理规模和该经理收取基金管理费两种方法来度量基金经理是否升职。若基金经理的资产管理规模高于上期的 2 倍时,定义 $Promotion, AUM-Inferred$ 为 1,否则为 0;若基金经理的资产管理费规模高于上期的 2 倍,定义 $Promotion, Fee-Inferred$ 为 1,否则为 0。 $Demotion_{m,i,t}$ 是基金经理是否降职的虚拟变量,若基金经理的资产管理规模少于上期的 1/2 时,定义 $Demotion, AUM-Inferred$ 为 1,否则为 0;如果基金经理的资产管理费规模少于上期的 1/2,定义 $Demotion, Fee-Inferred$ 为 1,否则为 0。

$EliteUni_m$ 表示该基金经理是否名校毕业, $PastMAlpha_{m,t}$ 是截止至 $t-1$ 月末,基金经理过去 3 年内的业绩表现, $EliteUni_m \times PastMAlpha_{m,t}$ 为这两项的交乘项; $MControls$ 表示基金经理的个人特征,包括性别、从业经历、是否拥有相关专业证书、最高学历是否为硕士和最高学历是否为博士; $FundControls$ 表示基金特征,包括基金规模、基金家族规模、基金家族基金数目、基金成立年限、基金收益过去一年的波动; $within_firms$ 是基金经理是否发生了公司间调动的变量,如果基金经理没有转换基金公司时为 1,否则为 0; δ_s 表示基金类型; y_t 表示时间效应。

表8和表9是回归的结果,数据表明,无论是根据管理的资金规模还是根据收取的基金管理费来计算,是否毕业于名校对基金经理升职加薪或者降职减薪均没有显著影响,这意味着名校学历本身不足以成为升职加薪的影响因素。跟以往研究^[22]一致,基金经理过往业绩越好,基金经理晋升的概率越高,被降职的概率越低,表明业绩和能力才是升职加薪的基石。表8和表9中名校和历

史业绩的交乘项不显著,表明在职场后期,基金经理的业绩可以明确度量,在同等业绩的情况下,基金公司对基金经理的晋升或者降职都不存在名校偏见。升职更可能发生在基金经理职业生涯的前期,基金经理任职时间越长,很可能基金经理已经达到管理资产的最佳规模,晋升的空间比较小。相比于在基金公司内部调动,基金经理转换基金公司时升降职较为常见。

表8 名校学历对基金经理后期晋升的影响

Table 8 Impact of degrees from elite schools on managers' later career promotions

变量	Promotion, AUM-Inferred			Promotion, Fee-Inferred		
	1	2	3	4	5	6
<i>EliteUni</i>	0.092 (1.25)	0.066 (0.84)	0.101 (1.18)	0.101 (1.39)	0.080 (1.03)	0.118 (1.40)
<i>PastMAlpha</i>		9.419*** (2.96)	15.196*** (2.64)		9.934*** (3.07)	16.102*** (2.82)
<i>PastMAlpha × EliteUni</i>			-8.570 (-1.32)			-9.109 (-1.40)
<i>Gender</i>	-0.092 (-0.81)	-0.074 (-0.62)	-0.070 (-0.59)	-0.069 (-0.64)	-0.067 (-0.59)	-0.092 (-0.81)
<i>Certificate</i>	-0.001 (-0.01)	-0.036 (-0.24)	-0.033 (-0.22)	0.016 (0.11)	-0.017 (-0.11)	-0.001 (-0.01)
<i>Master</i>	-0.073 (-0.52)	-0.118 (-0.82)	-0.118 (-0.82)	-0.095 (-0.69)	-0.151 (-1.07)	-0.073 (-0.52)
<i>Hasphd</i>	-0.011 (-0.07)	-0.090 (-0.56)	-0.092 (-0.57)	-0.008 (-0.05)	-0.096 (-0.60)	-0.011 (-0.07)
<i>Tenure</i>	-0.529*** (-6.88)	-0.504*** (-6.08)	-0.503*** (-6.05)	-0.548*** (-7.26)	-0.519*** (-6.35)	-0.529*** (-6.88)
<i>TNA₋₁</i>	-0.250*** (-11.57)	-0.227*** (-9.59)	-0.227*** (-9.62)	-0.248*** (-11.45)	-0.228*** (-9.63)	-0.250*** (-11.57)
<i>FamTNA₋₁</i>	-0.009 (-0.18)	-0.047 (-0.86)	-0.047 (-0.85)	-0.003 (-0.05)	-0.047 (-0.84)	-0.009 (-0.18)
<i>FirmLogNumFunds₋₁</i>	-0.036 (-0.27)	0.025 (0.18)	0.023 (0.17)	-0.049 (-0.37)	0.038 (0.27)	-0.036 (-0.27)
<i>Fundage₋₁</i>	0.126** (2.39)	0.095* (1.65)	0.091 (1.57)	0.123** (2.36)	0.097* (1.69)	0.126** (2.39)
<i>Volatility_{-12,-1}</i>	-0.062*** (-5.69)	-0.049*** (-4.06)	-0.049*** (-4.04)	-0.059*** (-5.52)	-0.046*** (-3.82)	-0.062*** (-5.69)
<i>within_firm</i>	-3.243*** (-14.49)	-3.277*** (-14.23)	-3.267*** (-14.20)	-3.299*** (-14.78)	-3.339*** (-14.53)	-3.243*** (-14.49)
常数项	-0.092 (-0.81)	-0.074 (-0.62)	-0.070 (-0.59)	-0.069 (-0.64)	-0.067 (-0.59)	-0.092 (-0.81)
基金类型	控制	控制	控制	控制	控制	控制
时间效应	控制	控制	控制	控制	控制	控制
观测数	65 110	61 262	61 262	65 087	61 239	61 239
<i>Wald_Chi²</i>	778.639	729.216	741.200	799.928	751.051	778.639
伪 R ²	0.081	0.080	0.080	0.081	0.080	0.081

注: 标准误差经过基金经理层面的 Cluster 调整, 括号内为其 t 值; *, **, *** 分别表示 10%、5%、1% 的水平上显著。

表 9 名校学历对基金经理后期降职的影响

Table 9 Impact of graduating from top schools on managers' later career demotions

变量	Demotion AUM-Inferred			Demotion Fee-Inferred		
	1	2	3	4	5	6
<i>EliteUni</i>	-0.078 (-0.69)	-0.096 (-0.76)	-0.097 (-0.77)	-0.082 (-0.72)	-0.100 (-0.80)	-0.101 (-0.81)
<i>PastMAlpha</i>		-12.665** (-2.37)	-13.760 (-1.60)		-13.136** (-2.54)	-14.334* (-1.79)
<i>PastMAlpha × Elite</i>			1.837 (0.18)			2.002 (0.20)
<i>Gender</i>	0.185 (1.39)	0.073 (0.46)	0.071 (0.46)	0.266** (2.00)	0.167 (1.09)	0.165 (1.09)
<i>Certificate</i>	0.217 (1.26)	0.229 (1.20)	0.228 (1.20)	0.257 (1.50)	0.275 (1.46)	0.274 (1.45)
<i>Master</i>	-0.198 (-0.82)	-0.164 (-0.60)	-0.166 (-0.60)	-0.240 (-1.00)	-0.220 (-0.80)	-0.221 (-0.80)
<i>Hasphd</i>	0.064 (0.25)	0.104 (0.35)	0.103 (0.35)	-0.038 (-0.14)	-0.019 (-0.06)	-0.020 (-0.07)
<i>Tenure</i>	-0.004 (-0.03)	-0.004 (-0.04)	-0.004 (-0.04)	-0.008 (-0.08)	-0.005 (-0.04)	-0.005 (-0.04)
<i>TNA₋₁</i>	-0.038 (-1.20)	-0.062* (-1.69)	-0.062* (-1.68)	-0.018 (-0.55)	-0.038 (-1.03)	-0.038 (-1.03)
<i>FamTNA₋₁</i>	0.318*** (3.37)	0.335*** (3.21)	0.335*** (3.21)	0.304*** (3.18)	0.321*** (3.05)	0.321*** (3.05)
<i>FirmLogNumFunds₋₁</i>	-0.848*** (-4.15)	-0.806*** (-3.43)	-0.805*** (-3.43)	-0.801*** (-3.86)	-0.767*** (-3.21)	-0.767*** (-3.20)
<i>Fundage₋₁</i>	-0.494*** (-5.62)	-0.453*** (-4.98)	-0.452*** (-4.98)	-0.499*** (-5.69)	-0.456*** (-5.02)	-0.456*** (-5.01)
<i>Volatility_{-12,-1}</i>	-0.059*** (-4.49)	-0.051*** (-3.69)	-0.051*** (-3.71)	-0.061*** (-4.66)	-0.052*** (-3.76)	-0.052*** (-3.79)
<i>within_firm</i>	-4.349*** (-20.03)	-4.298*** (-19.04)	-4.300*** (-19.05)	-4.338*** (-19.58)	-4.320*** (-18.87)	-4.322*** (-18.89)
常数项	-3.312** (-2.13)	-3.412** (-1.99)	-3.410** (-1.99)	-3.643** (-2.30)	-3.756** (-2.16)	-3.754** (-2.16)
基金类型	控制	控制	控制	控制	控制	控制
时间效应	控制	控制	控制	控制	控制	控制
观测数	65 110	61 262	61 262	65 087	61 239	61 239
<i>Wald_Chi²</i>	746.850	633.401	637.921	752.237	634.251	639.032
伪 R ²	0.108	0.103	0.103	0.111	0.106	0.106

注：标准误差经过基金经理层面的 Cluster 调整 括号内为其 t 值；*、**、*** 分别表示 10%、5%、1% 的水平上显著。

3.5 名校毕业的基金经理能吸引较多的基金流量吗？

与外部基金投资者相比，基金公司对基金经理拥有较多的信息，那么对处于相对信息劣势的基金投资者而言，名校学历是否成为其挑选基金的考虑

因素呢？为检验这个问题构造如下回归方程

$$\begin{aligned}
 Flow_{i,t} = & \alpha + \beta_1 EliteUni_m + \beta_2 PastAlpha_{i,t} + \\
 & \beta_3 EliteUni_m \times PastAlpha_{i,t} + \\
 & \beta_4 MControls_{m,t-1} + \beta_5 FundControls_{i,t-1} + \\
 & \delta_s + y_t + \varepsilon_{m,i,t} \quad (8)
 \end{aligned}$$

式中 $Flow_{i,t}$ 为基金流量, 等于 $\frac{TNA_{i,t}}{TNA_{i,t-1}} - (1 + R_{i,t})$, $TNA_{i,t}$ 指基金 i 在季度 T 末的资产净值, $R_{i,t}$ 指基金 i 在季度 T 的考虑分红和拆分后收益率; $PastAlpha_{i,t}$ 为截至 $t-1$ 月底, 基金过往一年的平均超额收益率; $EliteUni_m \times PastAlpha_{i,t}$ 为该基金经理是否名校毕业和基金过去 1 年业绩表现的交乘项; $MControls$ 表示基金经理的个人特征; $FundControls$ 表示基金特征; δ_s 表示基金类型; γ_t 表示时间效应。

过往研究发现^[42], 业绩——资金流的关系并不是对称的, 因此本文定义 $PastAlphaHigh$ 和 $PastAlphaLow$ 两个变量。如果 $PastAlpha$ 大于 0, $PastAlphaHigh$ 等于基金过往一年的平均超额收益率, 否则为 0; 类似地, 如果 $PastAlpha$ 小于 0,

$PastAlphaLow$ 等于基金过往一年的平均超额收益率, 否则为 0。

表 10 是回归的结果, 数据显示, 无论是否控制基金过往业绩, 基金经理是否毕业于名校都不会显著影响基金投资者的资金配置。跟伍燕然等^[43]研究一致, 基金投资者是业绩追逐的, 基金过往业绩表现越好, 基金流入越多, 投资者愿意将资金投入业绩好的基金, 却不愿意将资金从业绩差的基金中撤出。第 3 列和第 5 列的结果显示, 业绩——资金流入的敏感性在名校组和非名校组中并不存在显著差异, 这意味着即使是处于相对信息劣势的基金投资者, 对基金经理投资能力的判断也主要取决于基金过往业绩, 而不会认为同样表现好的基金中, 非名校的基金经理是因为好运气而名校毕业的基金经理是因为能力强。

表 10 名校与基金流量

Table 10 Fund managers with degrees from elite schools and fund flows

变量	Flow				
	1	2	3	4	5
<i>EliteUni</i>	-0.001 (-0.07)	-0.001 (-0.14)	-0.001 (-0.09)	-0.001 (-0.14)	0.007 (0.63)
<i>PastAlpha</i>		1.891*** (5.69)	2.060*** (4.10)		
<i>PastAlpha × EliteUni</i>			-0.256 (-0.41)		
<i>PastAlphaHigh</i>				3.107*** (5.65)	3.848*** (4.32)
<i>PastAlphaLow</i>				0.317 (0.61)	-0.016 (-0.02)
<i>PastAlphaHigh × Elite</i>					-1.079 (-0.99)
<i>PastAlphaLow × Elite</i>					0.519 (0.53)
<i>Gender</i>	-0.025* (-1.74)	-0.024* (-1.76)	-0.023* (-1.75)	-0.024* (-1.80)	-0.024* (-1.82)
<i>Certificate</i>	-0.024 (-1.48)	-0.019 (-1.23)	-0.019 (-1.23)	-0.019 (-1.27)	-0.020 (-1.29)
<i>Master</i>	0.070*** (3.00)	0.062*** (2.80)	0.063*** (2.81)	0.064*** (2.83)	0.064*** (2.82)
<i>Hasphd</i>	0.079*** (3.04)	0.069*** (2.78)	0.069*** (2.78)	0.070*** (2.80)	0.069*** (2.76)
<i>Tenure</i>	0.008 (0.95)	0.001 (0.18)	0.001 (0.18)	0.002 (0.29)	0.002 (0.29)

续表 10

Table 10 Continues

变量	Flow				
	1	2	3	4	5
<i>Divd</i> ₋₁	1.914*** (7.74)	1.587*** (6.28)	1.587*** (6.28)	1.584*** (6.25)	1.581*** (6.24)
<i>Volatility</i> _{-12,-1}	0.180 (1.11)	0.263 (1.52)	0.265 (1.53)	0.169 (0.97)	0.167 (0.96)
<i>Turnover</i> ₋₁	-0.033*** (-15.02)	-0.028*** (-13.33)	-0.028*** (-13.31)	-0.029*** (-13.35)	-0.029*** (-13.35)
<i>TNA</i> ₋₁	-0.116*** (-15.93)	-0.092*** (-14.64)	-0.092*** (-14.64)	-0.092*** (-14.61)	-0.092*** (-14.62)
<i>FamTNA</i> ₋₁	0.057*** (5.72)	0.029*** (2.92)	0.029*** (2.92)	0.029*** (3.00)	0.029*** (2.99)
<i>FirmLogNumFunds</i> ₋₁	-0.124*** (-5.87)	-0.086*** (-3.98)	-0.086*** (-3.99)	-0.087*** (-4.03)	-0.087*** (-4.03)
<i>Fundage</i> ₋₁	0.051*** (5.52)	0.018* (1.79)	0.018* (1.77)	0.024** (2.38)	0.024** (2.37)
<i>Feeratio</i> ₋₁	-0.240*** (-5.44)	-0.108** (-2.33)	-0.108** (-2.33)	-0.117** (-2.51)	-0.117** (-2.52)
常数项	1.654*** (9.00)	1.577*** (8.50)	1.576*** (8.48)	1.553*** (8.43)	1.548*** (8.39)
基金类型	控制	控制	控制	控制	控制
时间效应	控制	控制	控制	控制	控制
观测数	62 618	54 621	54 621	54 621	54 621
调整 R ²	0.086	0.085	0.085	0.086	0.086

注：标准误差经过基金经理层面的 cluster 调整，括号内为其 t 值；*、**、*** 分别表示 10%、5%、1% 的水平上显著。

综合表 8 ~ 表 10，发现控制基金经理过往业绩后，是否名校毕业对基金经理后期职业发展没有显著影响，无论是基金投资者还是基金公司，对基金经理投资能力的判断也主要取决于基金过往业绩。

3.6 名校与非名校毕业基金经理的职业生涯考虑

为了进一步研究名校和非名校基金经理的职业生涯考虑和投资风格是否有区别，参考 Patel 和 Sarkissian^[44]，定义以下模型

$$risk_{m i t} = \alpha + \beta_1 EliteUni_m + \beta_2 PastMAlpha_{m i t} + \beta_3 MControls_{m i t-1} + \beta_4 FundControls_{m i t-1} + \delta_s + y_t + \theta_f + \varepsilon_{m i t} \quad (9)$$

式中 *m* 表示基金经理；*i* 表示基金；*t* 表示月度；*risk_{m i t}* 表示基金经理的冒险程度和“抱团”程度，包括基金下行风险 *Downside - β*、基金半方差 *Semivariance* 和基金选股抱团的程度 *Group*；*PastMAlpha_{m i t}* 为截止至 *t - 1* 月末，基金经理过

去 3 年内的业绩表现；*MControls* 表示基金经理的个人特征，包括性别、从业经历、是否拥有相关专业证书、最高学历是否为硕士和最高学历是否为博士；*FundControls* 表示基金特征，包括基金规模、基金家族规模、基金家族基金数目、基金分红、基金换手率、基金成立年限、基金管理费率；*δ_s* 表示基金类型；*y_t* 表示时间效应。*θ_f* 为基金公司的虚拟变量，用来考虑可能影响基金经理所承担的风险水平以及基金的业绩的基金公司特征。

表 11 是模型 (9) 的回归结果，表中表明，控制历史业绩的情况下，无论是基金总体风险还是市场风险，名校基金经理在市场下行时的冒险程度与非名校毕业的基金经理并没有太大差异，在选股“抱团”程度上也没有发现两者存在差异，这意味着两者的职业生涯考虑并没有显著差别。最高学历是硕士的基金经理投资风格偏保守，冒险程度较低。管理费率越高，基金经理越冒险。

和孟庆斌等^[38]的结果类似,基金经理过往的业绩越差,在市场下行时承担较大的基金总风险,可能以期实现较高的投资收益来挽回声誉损失。

表 11 名校和非名校毕业基金经理的职业生涯考虑

Table 11 Career concern of fund managers with degrees from elite vs. non-elite schools

变量	Downside- β	Semivariance	Group
	1	2	3
<i>EliteUni</i>	-0.006 (-0.42)	0.011 (0.62)	0.220 (0.32)
<i>PastMAlpha</i>	-0.819 (-0.89)	-3.182*** (-2.76)	2.783 (0.15)
<i>Gender</i>	-0.005 (-0.25)	-0.055** (-2.09)	1.108 (1.07)
<i>Certificate</i>	-0.026 (-1.23)	-0.009 (-0.34)	0.768 (0.69)
<i>Master</i>	-0.067* (-1.70)	-0.098** (-2.48)	3.185** (2.08)
<i>Hasphd</i>	-0.037 (-0.90)	-0.069 (-1.62)	2.341 (1.33)
<i>Tenure</i>	0.011 (0.66)	0.011 (0.49)	0.842 (1.27)
<i>TNA₋₁</i>	-0.001 (-0.17)	0.023*** (2.89)	1.053*** (4.15)
<i>FamTNA₋₁</i>	0.001 (0.06)	0.080*** (3.02)	0.814 (1.40)
<i>FirmLogNumFunds₋₁</i>	0.007 (0.21)	-0.002 (-0.04)	-6.682*** (-3.90)
<i>Fundage₋₁</i>	-0.003 (-0.15)	-0.071*** (-2.91)	2.579*** (4.95)
<i>Turnover₋₁</i>	-0.004 (-1.41)	-0.001 (-0.24)	0.316*** (3.04)
<i>Feeratio₋₁</i>	0.853*** (8.41)	0.788*** (8.39)	-14.405*** (-5.86)
常数项	-0.602* (-1.90)	-2.335*** (-4.26)	8.668 (0.73)
基金类型	控制	控制	控制
时间效应	控制	控制	控制
基金公司固定效应	控制	控制	控制
观测数	13 650	13 649	11 963
调整 R^2	0.356	0.728	0.285

注: 标准误差经过基金经理层面的 Cluster 调整, 括号内为其 t 值; *, **, *** 分别表示 10%、5%、1% 的水平上显著。

4 进一步分析及稳健性检验

4.1 关于影响机制的进一步分析

前文的实证结果显示,名校基金经理在业绩上并没有表现得显著较好,但他们还是具备早期职场较顺利的先发优势,“名校效应”存在。但在职场后期,是否毕业于名校对基金经理升降职或加减薪均没有显著影响,业绩和能力才是决定因素。名校基金经理在职场初期的先发优势是信号效应的结果,学校社会资本效应的结果,抑或二者兼而有之? 本节试图回答这个问题。人力资源是公募基金的核心资产,基金公司总经理或者董事长对基金经理的任命、升迁以及被动性离职具有决定性因素,下文考察同一基金公司内,基金公司总经理或董事长是否会偏爱同是校友的基金经理。表 12~表 16 的结果表明基金经理与基金公司高管是否校友关系对基金经理的前期和后期职业发展均没有显著影响。本文没有找到证据说明基金公司高管会对同是校友的基金经理产生偏爱,业绩才是升职加薪的基石,名校基金经理在职场初期的先发优势更可能是信号效应的结果。这种测度方法可能低估了校友关系对基金经理职业发展的估计系数,基金经理与基金公司高管是否校友关系只是学校社会资本的一种表现形式而已。

4.2 关于内生性的讨论

近些年来我国私募基金行业快速发展,部分在实务中做得好的公募基金经理会转而选择从事私募基金、资管行业。若名校基金经理是因为能力强主动选择离职而非名校基金经理是因为业绩不佳被淘汰的话,会对估计产生偏误。为了解决这一选择偏误,通过回归发现,同样是离开公募基金行业的基金经理,名校基金经理的表现并没有优于非名校基金经理。限于篇幅,相关的结果见附录表 A1。

表 12 基金经理与高管是否校友关系对其晋升时间的影响

Table 12 The impact of alumni networks between fund managers and CEOs on years to become fund managers

变量	<i>Time to FundManager</i>	<i>Time1 to FundManager</i>	<i>Time to FundManager</i>	<i>Time1 to FundManager</i>
	1	2	3	4
<i>Net_alumni</i>	0.148 (0.35)	0.514 (1.53)	0.374 (1.37)	0.440 (1.64)
<i>EliteUni</i>	-0.641*** (-2.83)	-0.388** (-2.23)	-0.424** (-2.20)	-0.238 (-1.17)
控制变量	控制	控制	控制	控制
年份效应	控制	控制	控制	控制
城市效应	控制	控制	控制	控制
观测数	1 262	1 508	1 262	1 261
调整 R ²	0.010	0.013	0.538	0.273

注：括号中为经 White 调整后稳健性 t 值；*、**、*** 分别表示 10%、5%、1% 的水平上显著。

表 13 基金经理与高管是否校友关系对其第一份工作和第一次管理的基金特征的影响

Table 13 Impact of alumni networks between fund managers and CEOs on years to become fund managers

变量	<i>Num of firms</i>	<i>Firstjob_fund</i>	<i>FirstFund_top10</i>	$\ln(\text{firstFund_AUM})$	<i>FirstFund_MFfeeratio</i>	$\ln(\text{FirstFund_Mgtfee})$
	1	2	3	4	5	6
<i>Net_alumni</i>	-0.007 (-0.05)	-0.005 (-0.11)	-0.013 (-0.29)	-0.188 (-0.96)	0.015 (0.33)	-0.202 (-0.94)
<i>EliteUni</i>	-0.082 (-0.93)	0.094*** (2.90)	0.077*** (2.75)	0.374*** (2.69)	0.043 (1.42)	0.399*** (2.62)
控制变量	控制	控制	控制	控制	控制	控制
年份效应	控制	控制	控制	控制	控制	控制
城市效应	控制	控制	控制	控制	控制	控制
观测数	1 232	1 237	1 222	1 154	1 172	1 232
调整 R ²	0.262	0.167	0.042	0.088	0.021	0.094

注：括号中为经 White 调整后稳健性 t 值；*、**、*** 分别表示 10%、5%、1% 的水平上显著。

表 14 基金经理与高管是否校友关系对基金经理后期晋升的影响

Table 14 Impact of alumni networks between fund managers and CEOs on managers' later career promotions

变量	<i>Promotion AUM-Inferred</i>			<i>Promotion Fee-Inferred</i>		
	1	2	3	4	5	6
<i>Net_alumni</i>	0.133 (1.02)	0.115 (0.84)	0.117 (0.85)	0.114 (0.87)	0.097 (0.70)	0.100 (0.72)
<i>EliteUni</i>	0.081 (1.07)	0.058 (0.71)	0.093 (1.06)	0.092 (1.23)	0.073 (0.92)	0.112 (1.29)
<i>PastMAlpha</i>		9.307*** (2.92)	15.175*** (2.64)		9.832*** (3.04)	16.085*** (2.81)
<i>PastMAlpha × EliteUni</i>			-8.680 (-1.33)			-9.212 (-1.42)
控制变量	控制	控制	控制	控制	控制	控制
基金类型	控制	控制	控制	控制	控制	控制
时间效应	控制	控制	控制	控制	控制	控制
观测数	65 164	61 311	61 311	65 141	61 288	61 288
<i>Wald_Chi²</i>	773.661	723.466	735.976	794.552	744.546	759.129
伪 R ²	0.081	0.080	0.080	0.081	0.080	0.080

注：标准误差经过基金经理层面的 Cluster 调整，括号内为其 t 值；*、**、*** 分别表示 10%、5%、1% 的水平上显著。

表 15 基金经理与高管是否校友关系对基金经理后期降职的影响

Table 15 Impact of alumni networks between fund managers and CEOs on managers' later career demotions

变量	Demotion <i>AUM-Inferred</i>			Demotion <i>Fee-Inferred</i>		
	1	2	3	4	5	6
<i>Net_alumni</i>	-0.236 (-1.12)	-0.229 (-1.02)	-0.229 (-1.02)	-0.321 (-1.47)	-0.332 (-1.42)	-0.332 (-1.42)
<i>EliteUni</i>	-0.059 (-0.52)	-0.077 (-0.60)	-0.079 (-0.61)	-0.058 (-0.50)	-0.075 (-0.58)	-0.076 (-0.60)
<i>PastMAlpha</i>		-12.496** (-2.33)	-13.559 (-1.57)		-12.877** (-2.48)	-14.058* (-1.75)
<i>PastMAlpha × EliteUni</i>			1.781 (0.17)			1.974 (0.20)
控制变量	控制	控制	控制	控制	控制	控制
基金类型	控制	控制	控制	控制	控制	控制
时间效应	控制	控制	控制	控制	控制	控制
观测数	65 164	61 311	61 311	65 141	61 288	61 288
Wald_Chi ²	759.614	651.217	655.148	769.183	657.558	661.396
伪 R ²	0.108	0.103	0.103	0.111	0.107	0.107

注：标准误差经过基金经理层面的 Cluster 调整，括号内为其 *t* 值；*、**、*** 分别表示 10%、5%、1% 的水平上显著。

4.3 自变量的重新定义和衡量

名校是本文最重要的变量之一，为了确保结果的稳健性，接下来采用 3 种办法对名校进行定义，一是考虑到名校可能存在时间上的内生性问题，例如因为名校有较多的优秀校友而使该校有较大概率成为金融行业的目标院校，而且基金经理的学科背景多样化，有 26% 具有理工科背景，本文将国内传统 34 所科研水平、综合实力高的 985 一期高校（其公布时间均在 2004 年以前）以及“世界大学学术排名”（ARWU）2004 年排名前 100 所的大学定义为名校；二是从基金券商等用人单位的角度出发，以中信证券最新流出的 2017 年校园招聘目标院校名单为例，将在招聘标准中分为 A 类的高校定义为名校。国内高校包括北京大学、清华大学、复旦大学、上海交通大学、浙江大学、中国科学院大学、武汉大学、华中科技大学、南京大学、中国科学技术大学、西安交通大学、中山大学、中国人民大学以及厦门大学；国外高校包括普林斯顿大学、哈佛大学、芝加哥大学、耶鲁大学、哥伦比亚大学、斯坦福大学、麻省理工大学、杜克大学、宾夕法尼亚大学、约翰霍普金斯大学、加州理工学院、美国西北大学、布朗大学、康奈尔

大学、加州大学 - 伯克利、卡耐基梅隆大学、剑桥大学、牛津大学、伦敦学院大学、帝国理工学院、巴黎高等商学院、慕尼黑理工大学、多伦多大学、澳洲国立大学、墨尔本大学、南洋理工大学、香港大学、香港科技大学以及东京大学；三是考虑到名校的定义可能存在时间上的变化，现根据本文的样本期（2005 年 ~ 2017 年），对不同年份的经管名校榜单进行稳健性检验：① 因为 QS 会计（accounting）和金融（finance）、经济学（economics）和计量经济学（econometrics）的榜单最早可追溯到 2016 年，根据 2016 年 ~ 2019 年间这两个学科任一排名国内前 10 所和国外前 20 所的高校定义为名校；② 分别就名校名单，给出名校的“最狭窄的定义”：将这 4 年间每年都上榜的高校记为“名校最小集合”，再给出名校的“最宽泛的定义”：将这 4 年间任何一年上榜的高校记为“名校最大集合”，并分别根据这两个定义做回归；③ 将教育部前 3 轮全国高校学科评估（2004 年、2009 年和 2012 年）中理论经济学、应用经济学和工商管理任一学科排名前 10 所的国内高校和该年 UT Dallas 全球商学院排名榜单中前 100 所国外高校定义为名校。重复前文的统计回归，结论保持不变。

限于篇幅限制,本文省略相关结果。

4.4 更换基金经理后期是否晋升或降职的界定标准

4.4.1 更改从基金经理资产管理规模和收取基金管理费角度来定义其后期是否晋升或降职的阈值

若基金经理的资产管理规模高于上期的3倍时,定义 $Promotion1$, $AUM-Inferred$ 为1,否则为0;若基金经理的资产管理费规模高于上期的3倍,定义 $Promotion1$, $Fee-Inferred$ 为1,否则为0。若基金经理的资产管理规模少于上期的1/3时,定义 $Demotion$, $AUM1-Inferred$ 为1,否则为0;如果基金经理的资产管理费规模少于上期的1/3,定义 $Demotion$, $Fee1-Inferred$ 为1,否则为0。将其作为因变量代入模型(7)进行稳健性检验,发现是否毕业于名校对基金经理后期的晋升并没有显著影响,但名校毕业的基金经理后期被降职的概率较低,名校学历在基金经理职业生涯里这种相对罕见的降职事件中发挥作用,这可能得益于名校的“光环效应”。结果见附录表A2第1列~第4列。

4.4.2 从基金经理是否担任基金公司高管职位的角度来界定其是否晋升

在基金圈,常见的基金公司高管晋升之路为:研究员/分析师——基金经理——高管层。若基金经理担任基金公司董事长、副董事长、董事、总经理、副总经理/副总裁、投资决策委员会主席和投资决策委员会副主席的任一职位,定义 $Promotion$, $Position-Inferred$ 为1,否则为0。相关结果见附录表A2第5列~第7列。基金经理过往的业绩越好,任职时间越长,下期担任基金公司高管的概率越大,是否毕业于名校对基金经理是否能担任高管并没有显著影响。

5 结束语

本文以我国公募基金行业作为样本,考察名校和非名校基金经理职业经历和业绩的区别,研究发现“名校效应”的确存在。在职场初期,较非

名校基金经理而言,名校毕业生直接进入基金行业工作的概率较高,进入职场后到第一次成为基金经理期间履职较少的公司,花费时间较短,以及第一次当基金经理时所管理的基金资金规模较大,收取的管理费较多,所在的基金公司资产管理规模排名前10的概率较高。但名校毕业的基金经理并没有表现较好,意味着在基金公司的筛选作用下,即使名校与非名校毕业生的能力相同,名校基金经理的早期职业生涯仍更加顺利。本文找到了“名校偏好”的证据,这更可能是名校学历信号作用的结果。

在职场后期,是否毕业于名校对基金经理升职加薪或者降职减薪均没有显著影响,业绩表现和能力才是决定基金经理后期职业发展中升职加薪或降职减薪的因素。无论是外部基金投资者,还是具有较多信息的基金公司,对基金经理投资能力的判断与决策仅取决于其过往业绩,而不会因为基金经理毕业于名校有所区别。而且名校毕业的基金经理与非名校基金经理的职业生涯考虑并没有显著区别,两者在风险偏好和选股抱团的投资风格上也不存在显著差异。

本文为“名校效应”的研究提供了新的角度,由于过往相关研究考察毕业生职场表现时,往往会采用晋升情况、工资收入、职位级别或者是上级评价等依赖于公司特质的衡量指标,而工作任务和单位环境的异质性使得不同公司间员工表现的对比有一定偏误,选择基金行业可以克服任务异质性、业绩难衡量以及候选人全体样本难观测的难题^[21];但另一方面,本文也存在不足:我国基金经理流动性非常大,而且随着私募基金行业的扩大发展,很多公募基金经理“奔私”或者从事其他资管行业,很难通过离职公告来界定其是主动性离职还是被动性离职,如果能准确判断基金经理离开基金行业的原因,或者如果能获取基金经理早期职业经历的事前业绩表现,相信会有助于加深对基金经理职业发展的全面理解。通过考察“名校”背景对基金经理的职业发展的影响,本文发现名校学历只是求职敲门砖,业绩和能力才是升职加薪的基石。通过考察名校和非名校基金经

理职业经历的区别 希望可以帮助高校、学生以及政策制定者客观理性看待“名校热”这一现象,对于学生择校择校和企业选人用人,都具有重要的现实意义。

参 考 文 献:

- [1] Brewer D J, Eide E R, Ehrenberg R G. Does it pay to attend an elite private college? Cross-cohort evidence on the effects of college type on earnings [J]. *Journal of Human Resources*, 1999, 34(1): 104–106.
- [2] Dale S B, Krueger A B. Estimating the payoff to attending a more selective college: An application of selection on observables and unobservables [J]. *The Quarterly Journal of Economics*, 2002, 117(4): 1491–1527.
- [3] Li H, Meng L, Shi X, et al. Does attending elite colleges pay in China? [J]. *Journal of Comparative Economics*, 2012, 40(1): 78–88.
- [4] Chuprinin O, Sosyura D. Family descent as a signal of managerial quality: Evidence from mutual funds [J]. *The Review of Financial Studies*, 2018, 31(10): 3756–3820.
- [5] Fang J, Kempf A, Trapp M. Fund manager allocation [J]. *Journal of Financial Economics*, 2014, 111(3): 661–674.
- [6] Berk J B, Van Binsbergen J H, Liu B. Matching capital and labor [J]. *The Journal of Finance*, 2017, 72(6): 2467–2504.
- [7] Becker G S. *Human Capital* [M]. Chicago: University of Chicago Press, 1994.
- [8] Bourdieu P, Passeron J C. *Reproduction in Education, Society and Culture* [M]. London: Sage Publications, 1990.
- [9] Spence M. Job market signaling [J]. *The Quarterly Journal of Economics*, 1973, 87(3): 355–374.
- [10] MacLeod W B, Urquiola M. Reputation and school competition [J]. *American Economic Review*, 2015, 105(11): 3471–3488.
- [11] Bregnbæk S. *Fragile Elite: The Dilemmas of China's Top University Students* [M]. Stanford: Stanford University Press, 2016.
- [12] Lee S, Brinton M C. Elite education and social capital: The case of South Korea [J]. *Sociology of Education*, 1996: 177–192.
- [13] Zimmerman S D. Elite colleges and upward mobility to top jobs and top incomes [J]. *American Economic Review*, 2019, 109(1): 1–47.
- [14] 李彬, 白岩. 学历的信号机制: 来自简历投递实验的证据 [J]. *经济研究*, 2020, 55(10): 176–192.
Li Bin, Bai Yan. Market signaling of educational background: Evidence from a field experiment [J]. *Economic Research Journal*, 2020, 55(10): 176–192. (in Chinese)
- [15] Chevalier J, Ellison G. Are some mutual fund managers better than others? Cross-sectional patterns in behavior and performance [J]. *The Journal of Finance*, 1999, 54(3): 875–899.
- [16] Hwang C Y, Titman S, Wang Y. Is it who you know or what you know? Evidence from IPO allocations and mutual fund performance [J]. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 2018, 53(6): 2491–2523.
- [17] Li H, Zhang X, Zhao R. Investing in talents: Manager characteristics and hedge fund performances [J]. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 2011, 46(1): 59–82.
- [18] Cohen L, Frazzini A, Malloy C. The small world of investing: Board connections and mutual fund returns [J]. *Journal of Political Economy*, 2008, 116(5): 951–979.
- [19] 申宇, 赵静梅, 何欣. 校友关系网络, 基金投资业绩与“小圈子”效应 [J]. *经济学(季刊)*, 2016, (1): 403–428.
Shen Yu, Zhao Jingmei, He Xin. Alumni networks, funds' performance and “small world” effect [J]. *China Economic Quarterly*, 2016, (1): 403–428. (in Chinese)
- [20] Kacperczyk M, Sialm C, Zheng L. Unobserved actions of mutual funds [J]. *The Review of Financial Studies*, 2008, 21(6): 2379–2416.
- [21] Chaudhuri R, Ivković Z, Pollet J, et al. A tangled tale of training and talent: PhDs in institutional asset management [J]. *Management Science*, 2020, 66(12): 5623–5647.

- [22] Khorana A. Top management turnover an empirical investigation of mutual fund managers [J]. *Journal of Financial Economics*, 1996, 40(3): 403–427.
- [23] Rossi A G, Blake D, Timmermann A, et al. Network centrality and delegated investment performance [J]. *Journal of Financial Economics*, 2018, 128(1): 183–206.
- [24] Carr M, Wiemers E E. The Decline in Lifetime Earnings Mobility in the US: Evidence from Survey-Linked Administrative Data [R]. Washington: Washington Center for Equitable Growth, 2016.
- [25] Brown S J, Goetzmann W N, Park J. Careers and survival: Competition and risk in the hedge fund and CTA industry [J]. *The Journal of Finance*, 2001, 56(5): 1869–1886.
- [26] Cici G, Hendriock M, Kempf A. The impact of labor mobility restrictions on managerial actions: Evidence from the mutual fund industry [J]. *Journal of Banking & Finance*, 122: 105994, 2021.
- [27] Scharfstein D S, Stein J C. Herd behavior and investment [J]. *The American Economic Review*, 1990, 80(3): 465–479.
- [28] 李祥文, 吴文锋. 基金业绩排名与期末业绩拉升 [J]. *管理世界*, 2018, (9): 33–45.
Li Xiangwen, Wu Wenfeng. Fund performance ranking and portfolio pumping [J]. *Management World*, 2018, (9): 33–45. (in Chinese)
- [29] Bodnaruk A, Simonov A. Loss-averse preferences, performance, and career success of institutional investors [J]. *The Review of Financial Studies*, 2016, 29(11): 3140–3176.
- [30] Gottesman A, Morey M. Mutual fund manager education background and activeness [J]. *The Journal of Investing*, 2019, 28(6): 128–139.
- [31] Huang J, Wang A Y. The predictability of managerial heterogeneities in mutual funds [J]. *Financial Management*, 2015, 44(4): 947–979.
- [32] 陆蓉, 陈百助, 徐龙炳, 等. 基金业绩与投资者的选择——中国开放式基金赎回异常现象的研究 [J]. *经济研究*, 2007, 42(6): 39–50.
Lu Rong, Chen Baizhu, Xu Longbing, et al. Fund performance and investors' choice: Analysis on the redemption puzzle of open-end fund market in China [J]. *Economic Research Journal*, 2007, 42(6): 39–50. (in Chinese)
- [33] Carhart M M. On persistence in mutual fund performance [J]. *The Journal of Finance*, 1997, 52(1): 57–82.
- [34] Fama E F, French K R. Common risk factors in the returns on stocks and bonds [J]. *Journal of Financial Economics*, 1993, 33(1): 3–56.
- [35] Berk J B, Van Binsbergen J H. Measuring skill in the mutual fund industry [J]. *Journal of Financial Economics*, 2015, 118(1): 1–20.
- [36] Grinblatt M, Titman S. Mutual fund performance: An analysis of quarterly portfolio holdings [J]. *Journal of Business*, 1989: 393–416.
- [37] Whaley R E. Return and risk of CBOE buy write monthly index [J]. *Journal of Derivatives*, 2002, 10(2): 35–42.
- [38] 孟庆斌, 吴卫星, 于上尧. 基金经理职业忧虑与其投资风格 [J]. *经济研究*, 2015, 50(3): 115–130.
Meng Qingbin, Wu Weixing, Yu Shangyao. Fund managers' career concern and their investment style [J]. *Economic Research Journal*, 2015, 50(3): 115–130. (in Chinese)
- [39] 刘京军, 刘彦初, 熊和平. 基金竞争与泡沫资产配置的模式行为研究 [J]. *管理科学学报*, 2018, 21(2): 114–126.
Liu Jingjun, Liu Yanchu, Xiong Heping. Competition among mutual funds and their imitation behavior on bubble assets allocations [J]. *Journal of Management Sciences in China*, 2018, 21(2): 114–126. (in Chinese)
- [40] Schoar A, Zuo L. Shaped by booms and busts: How the economy impacts CEO careers and management styles [J]. *The Review of Financial Studies*, 2017, 30(5): 1425–1456.
- [41] Niessen-Ruenzi A, Ruenzi S. Sex matters: Gender bias in the mutual fund industry [J]. *Management Science*, 2019, 65(7): 3001–3025.
- [42] Sirri E R, Tufano P. Costly search and mutual fund flows [J]. *The Journal of Finance*, 1998, 53(5): 1589–1622.
- [43] 伍燕然, 王凯, 苏淞, 等. 有限理性对开放式基金业绩-流量关系的影响 [J]. *管理科学学报*, 2019, 22(10): 101–126.

Wu Yanran , Wang Kai , Su Song , et al. Effects of limited rational factors on performance-flow relationship of mutual funds [J]. Journal of Management Sciences in China , 2019 , 22(10) : 101 - 126. (in Chinese)

[44] Patel S , Sarkissian S. To group or not to group? Evidence from mutual fund databases [J]. Journal of Financial and Quantitative Analysis , 2017 , 52(5) : 1989 - 2021.

Elite school premium in job hunting and career development: Evidence from mutual funds in China

LI Zhong-fei¹ , YANG Xiao-xin¹ , BAO Te^{2*}

1. School of Business , Sun Yat-sen University , Guangzhou 510275 , China;

2. School of Social Sciences , Nanyang Technological University , Singapore 639798 , Singapore

Abstract: The role of education from top universities in the career development and performance of mutual fund managers in China is studied. It is found that graduates from top universities are more likely to start their career in the mutual fund industry , and that it takes a shorter time for them to become fund managers. The size and management fee of their first funds are larger , but their performance is not better than their peers who do not graduate from top universities. The elite school premium in mutual fund industry is more likely to be explained by signaling theory than alumni networks. In later stages of their career , education from top universities has no impact on either the promotion or the salary of fund managers. Performances and abilities are what determines the later stage developments of fund managers. Hence , education from top universities itself is only a stepping-stone and should not be used as determinants of promotion or salary.

Key words: fund manager; career development; elite school premium; fund performance

附录

表 A1 离职的名校基金经理与非名校基金经理的业绩

Table A1 Performance between managers who exit the mutual fund industry with degrees from elite vs. non-elite schools

变量	<i>Ret_rf</i>	<i>Alpha4</i>	<i>BvB4</i>	<i>Hret_alpha4</i>
	1	2	3	4
<i>EliteUni</i>	-0.346 (-0.64)	0.113 (0.41)	0.098 (0.76)	0.003 (0.74)
<i>Gender</i>	-0.805 (-0.84)	0.465 (1.30)	0.157 (0.80)	-0.001 (-0.25)
<i>Certificate</i>	0.739 (0.70)	1.921 (0.95)	1.531 (1.03)	-0.002 (-0.54)
<i>Master</i>	-0.054 (-0.39)	0.407*** (2.68)	0.031 (0.33)	0.006** (2.35)
<i>Hasphd</i>	-0.009 (-0.07)	0.155 (1.23)	-0.022 (-0.38)	0.006* (1.90)
<i>Tenure</i>	-0.080 (-0.32)	-0.126 (-0.71)	0.019 (0.30)	-0.000 (-0.05)
<i>TNA₋₁</i>	-0.132 (-0.33)	-0.427 (-1.27)	-0.262 (-1.19)	-0.000 (-0.11)

续表 A1

Table A1 Continues

变量	<i>Ret_rf</i>	<i>Alpha4</i>	<i>BvB4</i>	<i>Hret_alpha4</i>
	1	2	3	4
<i>FamTNA</i> ₋₁	-0.089 (-0.11)	0.784 (1.52)	0.339 (1.08)	-0.001 (-0.33)
<i>FirmLogNumFunds</i> ₋₁	0.578 (0.30)	-1.702 (-1.65)	-0.712 (-1.09)	0.005 (0.60)
<i>Fundage</i> ₋₁	0.458 (0.51)	-0.881** (-2.22)	-0.339 (-1.50)	-0.007* (-1.75)
<i>Divd</i> ₋₁	-2.560 (-0.47)	-9.513 (-1.14)	-10.059 (-1.40)	-0.162 (-1.04)
<i>Volatility</i> _{-12,-1}	-9.579 (-1.09)	-3.962 (-0.75)	-1.725 (-0.90)	0.012 (0.16)
<i>Turnover</i> ₋₁	0.012 (0.03)	-0.361** (-2.21)	-0.170* (-1.76)	-0.003* (-1.78)
<i>Feeratio</i> ₋₁	4.185 (1.07)	-0.969 (-0.61)	-0.409 (-0.45)	-0.021 (-1.58)
<i>Flow</i> ₋₁	1.177** (2.02)	2.121* (1.76)	1.407 (1.40)	-0.008 (-0.37)
常数项	-1.136 (-0.25)	-2.209 (-0.41)	0.694 (0.23)	0.082 (1.23)
基金类型	控制	控制	控制	控制
观测数	18 011	16 265	16 265	15 303
<i>R</i> ²	0.566	0.544	0.537	0.530

注: 括号中为 Fama-Macbeth 回归以及方差经 Newey-west 调整后的稳健性 *t* 值; *, **, *** 分别表示 10%、5%、1% 的水平上显著。

表 A2 稳健性检验: 更换基金经理后期是否晋升或降职的界定标准

Table A2 Robustness test: Re-definition of variables related to fund managers' later career outcomes

变量	<i>Promotion</i> , <i>AUM-Inferred</i>	<i>Promotion</i> , <i>Fee-Inferred</i>	<i>Demotion</i> , <i>AUM-Inferred</i>	<i>Demotion</i> , <i>Fee-Inferred</i>	<i>Promotion</i> , <i>Position-Inferred</i>		
	1	2	3	4	5	6	7
<i>EliteUni</i>	-0.099 (-0.90)	-0.112 (-1.02)	-0.388** (-2.23)	-0.388** (-2.23)	-0.316 (-0.95)	-0.353 (-1.04)	-0.262 (-0.78)
<i>PastMAlpha</i>	7.133 (1.15)	7.500 (1.19)	-10.625 (-0.93)	-10.625 (-0.93)		30.481*** (2.71)	43.855*** (3.03)
<i>PastMAlpha</i> × <i>EliteUni</i>	-1.985 (-0.26)	-2.665 (-0.34)	4.195 (0.32)	4.195 (0.32)			-20.646 (-1.01)
控制变量	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制
类型效应	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制
时间效应	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制
观测数	60 448	60 448	60 448	60 448	65 691	61 262	61 262
<i>Wald_Chi</i> ²	653.473	662.372	505.830	505.830	162.343	165.771	168.481
伪 <i>R</i> ²	0.103	0.102	0.159	0.159	0.180	0.193	0.194

注: 标准误差经过基金经理层面的 Cluster 调整, 括号内为其 *t* 值; *, **, *** 分别表示 10%、5%、1% 的水平上显著。