

女性基金经理业绩为何优秀

——金融业中的性别偏见与幸存者偏差

刘亚琴

(上海立信会计金融学院金融学院,上海 201620)



内容提要:为什么女基金经理人数极少,业绩却比男性好?本文首次对这一现象予以检验,比较基金经理业绩的性别差异并探寻其内在动因,揭示社会偏见效应在金融市场中的影响。基于混合回归分析,研究发现:(1)实证证据支持了女基金经理虽为少数群体、但业绩强于男性的传闻。且女性的业绩优势并非由基金、基金管理公司或基金经理个人特征所造成,也无法用风险偏好或过度自信等心理偏差的性别差异观点来解释。(2)女基金经理的业绩优势与性别偏见有关,她们被设置了比男性更高的职业进入门槛,只有最具竞争力的少数女性才能跨过门槛,她们不但表现出比男性更强的能力,而且更加勤奋努力。(3)基金管理公司对女基金经理抬高门槛并非迫于管理费收入压力,这是因为女基金经理吸引基金资产的能力也高于男性。(4)性别偏见可能来自于群际歧视及男女职场人脉效应的差异,不同于女性个人投资者股票收益高于男性是由行为偏差所致,本文首次论证,社会偏见效应能够为女性金融专业人士业绩优于男性提供解释。

关键词:业绩差异 社会偏见 性别偏见 幸存者偏差 金融业

中图分类号:F830.9 **文献标志码:**A **文章编号:**1002—5766(2021)09—0068—18

一、引言

基金业被华尔街称为“男人俱乐部”,女基金经理比例极低^①,但近年媒体时有报道,女基金经理业绩普遍优于男性(夏春,2019^[1]; Borate,2020^[2]),但并未有研究加以证实。如果报道为实,那为什么女基金经理人数极少但业绩更好?传统观点认为,女性更厌恶风险且进取心不足,金融决策能力不如男性(Atkinson等,2003)^[3],而女基金经理业绩更优秀颠覆了这一成见,可要由全盘推翻上述心理学发现来加以解释可能存在困难。

Barber和Odean(2001)^[4]从行为偏差角度解释了女性个人投资者风险调整后的股票收益高于男性的原因。由于男性比女性更加过度自信,而过度自信会导致过度交易、交易成本上升,因此男性投资者收益比女性低。但后有研究表明,投资行为的性别差异只适用于未受过专业教育的个人投资者,而对于金融专业人士(例如基金经理),相同的教育背景和环境消除了潜在的性别差异,男女在交易活跃度上并没有显著差别(Bliss和Potter,2002^[5]; Niessen-Ruenzi和Ruenzi,2019^[6])。因此,过度自信的性别差异可能无法完全解释为什么女基金经理业绩更好。

新近行为金融学研究发现,与行为偏差一样,社会偏见也影响个体行为,同样影响金融从业者

收稿日期:2021-03-18

作者简介:刘亚琴,女,副教授,金融学博士,研究领域是证券市场与行为金融,电子邮箱:yqliuyq@163.com。

①根据RESSET数据统计,截至2018年,我国女基金经理比例约占20%。截至2020年3月,全球基金经理中只有14%是女性,比例和2000年相当。近20年来,英美等老牌基金市场中的女基金经理比例在10%左右。

行为。Niessen-Ruenzi 和 Ruenzi(2019)^[6]证明,女基金经理比例极低与社会偏见中的性别偏见有关。性别偏见,指对于同等符合资质的男女,雇主倾向于选择男性(Green 等,2009)^[7]。歧视经济学鼻祖 Becker(1971)^[8]指出,有性别偏见的雇主甚至不惜用高成本去招聘男性员工,由此,Huang 和 Kisgen(2013)^[9]认为,这意味着女员工平均质量较高,因为她们有能力战胜雇主偏见而被雇佣,但并未对此加以证明。从性别平等的角度来看,因为门槛高、竞争激烈,金融业一直是排名垫底的行业之一(Egan 等,2018)^[10]。性别偏见不仅与女基金经理人数少有关,而且也可能是她们业绩优于男性的原因,这是因为,女基金经理的业绩优势可能只是受到比男性更严格筛选后的幸存者偏差^①,因为能力和男基金经理相当(及较弱)的女性,根本没有机会成为基金经理,而能留在职场的女性往往是最具竞争力的,她们人数虽少但整体能力高于男性同行。事实上,国内外不断有调查发现,金融业中女分析师、女 CFO 等表现都胜过男性(李颖和伊志宏,2017^[12]; Sandberg, 2019^[13])。

本文主要贡献在于:第一,丰富了行为金融学有关社会效应的研究。Shiller(2003)^[14]将行为金融学定义为“金融学和社会科学(包括心理学和社会学)的结合”,而已有行为金融学文献侧重于认知心理学对个体的影响,对社会效应在金融市场的作用关注较少。但市场参与者也是社会动物,会受其他人言行的影响,本文证实社会偏见(性别偏见)影响聘用基金经理决策和基金经理行为。第二,拓展了金融业中性别偏见的研究。现有关于金融业中性别问题的文献多集中于公司金融领域,本文证明了基金业中的性别偏见,并揭示了其驱动男女基金经理业绩差异的机制。本文实践意义在于:金融业中的性别失衡及性别偏见是一个重大政策问题(Egan 等,2018)^[10],而基金业中的性别偏见关乎“万亿资金”,该行业中的任何偏见,包括性别偏见,都可能对众多投资者造成严重的长期影响(Niessen-Ruenzi 和 Ruenzi,2019)^[6],本研究为消除基金业性别单一化提供了实证支持。此外,现有文献从风险厌恶、过度自信等心理偏差的性别差异解释了女性个人投资者业绩好于男性的原因,但上述偏差并不完全适用于专业投资者,本研究有助于理解金融专业人士中女性业绩领先于男性的背后动因。

二、文献综述与研究假设

由于女基金经理数量太少,国内外文献极少有专门研究基金经理业绩的性别差异问题,针对性别偏见的研究更为鲜见^②,已有文献可分为两类:一是基金经理业绩与性别差异的关系研究;二是基金经理业绩与性别偏见关联的相关研究。

1. 基金经理业绩与性别的关系研究

基金经理业绩是否存在性别差异,现有研究主要从男女在风险厌恶和过度自信角度的差异展开,有三种观点:传统观点是女基金经理业绩不如男性。原因主要有二:一是女性比男性更厌恶风险(Sunden 和 Surette,1998)^[15]。她们更保守,通常只做低风险投资,不会像男性那样冒必要的风险来获取高收益。二是女性被普遍认为不自信、缺乏金融决策能力和量化工作所需的数学头脑(Ellison 和 Swanson,2010)^[16],这些成见造成了统计上的偏见,导致女性在金融市场中的成功被贬低,让投资者产生女基金经理能力差的错误印象(Schubert 等,1999)^[17]。

相反的观点认为,女基金经理业绩比男性好。Rothstein(2013)^[18]的一项知名研究显示,女性

① 幸存者偏差是指把观察对象总体按一定标准筛选,而造成筛选出来的对象(幸存者)与总体的差异,即以偏概全(卢映西和宋梦瑶,2020)^[11]。

② 近年来国际基金业形势发生了变化,尽管全球女基金经理仍旧很少,但亚洲地区已成为女基金经理比例最高的地区——截至2020年3月,新加坡(29%)和中国(28%)女基金经理比例已远超美国(11%)和英国(13%)等传统基金业中心。女基金经理比例的上升摆脱了样本数量太少的局限,为这些国家和地区的相关研究提供了可能。

掌管的对冲基金业绩优于男性。Aggarwal 和 Boyson(2016)^[19]也发现,女性管理的对冲基金往往都业绩卓越。2018年《时代周刊》报告称,女性对冲基金经理在过去3年、5年和10年的业绩都比男性好,但薪酬却更低(Ellson,2018)^[20]。在我国,2005—2013年女基金经理人数基本都只有男性的10%~15%,但从总任职期业绩来看,在同类基金的排名比男性高出3.1%(中证网,2014)^[21];截至2019年3月7日,女基金经理占比虽不足四分之一,可年化收益率为3.22%,高于男性的2.65%(诺安基金,2019)^[22]。

第三种观点认为,男女基金经理业绩没有差别(Aggarwal 和 Boyson,2016^[19];Niessen-Ruenzi 和 Ruenzi,2019^[6])。首先,风险厌恶研究针对的是未受过专业教育的个人投资者,不适用于管理者(Johnson 和 Powell,1994)^[23],专业投资者在风险态度上没有显著的性别差异(Atkinson 等,2003^[3];Aggarwal 和 Boyson,2016^[19])。其次,男、女基金经理的过度自信程度不存在统计上的差异(Bliss 和 Potter,2002^[5];Niessen-Ruenzi 和 Ruenzi,2019^[6])。最后,Atkinson 等(2003)^[3]证实,性别影响投资行为和风险态度可能归因于男女在金融知识和财富上的差异,对于同样具备投资专业知识的基金经理,男女投资行为相同,业绩、风险容忍度、换手率(反映过度自信水平)均与性别没有关联。

虽然财经媒体不时传出女基金经理业绩更好的报道,可并无实证证据,也未有解释。风险厌恶、过度自信等传统行为偏差观点,解释了女性个人投资者业绩更好的原因,但可能并不适用于作为专业投资者的基金经理。而国内有关基金经理的性别研究集中于男、女基金经理在投资风格上的差异(艾洪德和刘聪,2008)^[24],即便涉及基金经理性别与业绩的关系,也是将性别视为众多基金经理个人特征之一,没有予以足够关注(赵秀娟和汪寿阳,2010)^[25]。

尽管我国女性社会地位有了极大提高,但“男主外、女主内”的观念并未得到彻底更新,女性在工作之外通常要比男性花更多时间承担传统的家庭角色,随着婚育及年龄增长,相比于西方国家,赡养老人等家庭责任也同步增压,而金融业工作时长、强度大,女性比男性面临更多压力,她们越来越被工作时长和照料家庭时长之间的矛盾所束缚。而坚守下来的金融业女性,往往比男同行更看重个人价值而非传统家庭角色,她们更追求职场成就、渴望事业成功(Adams 等,2017)^[26]。因此,本文提出如下假设:

H₁:基金经理的业绩存在性别差异,女性管理的基金业绩好于男性。

2. 基金经理业绩与性别偏见的关系研究

基金经理业绩的性别差异之所以可能和性别偏见有关,是由于男女的入职门槛和工作奖惩两方面并非同一标准。

雇主可能是性别歧视的主要来源(Egan 等,2018)^[10],如果雇主存在性别偏见,那么在挑选员工时对女性就会比男性严苛,这可能是男女基金经理能力不同、业绩不同的重要原因。每个人一出生所拥有的机遇就存在差异,导致跨过职业门槛的难易程度也不同(Chuprinin 和 Sosyura,2018)^[27]。在以男性为主导的社会事实下,男性更容易得到认可^①,有更多机会获得令人羡慕的工作,而女性可能不得不面对更严格的挑选机制。尽管女性的教育及就业状况在改善,但职场的性别差异一直存在,在高级管理层尤为突出(Fang 和 Huang,2017)^[29]。在金融业这类高要求、高收入的职业,女性常常面临性别偏见,如果性别偏见影响聘用,则意味着给女性设置了比男性更高的门槛(Green 等,2009)^[7]。Chuprinin 和 Sosyura(2018)^[27]认为,如果基金经理求职者能够经受住更严格挑选而留下,则表明其更具竞争力,不但能力强,也更勤奋努力。

据世界经济论坛发布的“2021年全球性别差距报告”,我国在157个国家中排名第107位,男

^① 本文认为,这可能和群际偏见有关。社会心理学研究发现,人们往往对自己所属群体内的成员持认同态度,却漠视或贬低群体之外的人(Hewstone 等,2002)^[28]。后文对此有进一步探讨。

女社会地位差距渗透到社会的方方面面,包括就业。虽然我国就业市场对女性接纳程度普遍提高,但女性就业率高的大多是行政、零售等工作强度一般、中低薪资岗位,而在金融、法律、医学等高薪或高级技术岗位,男女比例严重失衡。男性在金融业管理层占据绝对优势,招聘中往往含有显性或隐性性别歧视,能打败管理者性别偏见跨过门槛的女性,比与自己竞争的男性更为优秀。基于我国女性获得基金管理职位比男性更加困难的事实,本文从能力假说角度,提出如下假设:

H₂:成为基金经理的女性,其能力高于男同行。

员工的工作表现因性别而被差别对待,从而男女基金经理工作勤勉程度和业绩不同。一方面,来自投资者的性别偏见让女基金经理面临更残酷的竞争。即使男、女基金经理的业绩并没有差异,投资者也不愿意选择女基金经理(Aggarwal和Boyson,2016^[19];Niessen-Ruenzi和Ruenzi,2019^[6]),如果女性想要管理和男性同样的资产规模,投资业绩需要比男性高出近100个基点(切尔兹,2019)^[30]。由于女性更难吸引投资者来提升基金规模,女对冲基金经理常因旗下基金资产规模过小而被清盘,所以能“生存”下来的女性管理的对冲基金业绩更优(Aggarwal和Boyson,2016)^[19]。同样,共同基金投资者也会避开女性管理的基金(Niessen-Ruenzi和Ruenzi,2019)^[6]。另一方面,雇主差异化对待男女员工也存在差异。同工不同酬,女员工的薪酬比男性低;至于升职,金融业的玻璃天花板对女性“几乎没有裂缝”(Bair,2016)^[31];连工作失误的处罚都对男女员工实行双重标准:同样的过失,女员工受处罚更重,不仅丢掉工作的可能性比男性高20%,连找到新工作的概率都要低30%(Egan等,2018)^[10]。

同样,就我国女性而言,面对相对不公平的就业环境,即使经历、学历、能力相同,她们也需要付出更多,才能和男性站在同一起点竞争。因此,为了能在严苛的标准下立足,女基金经理需要更勤奋、有更好的业绩。基于Chuprinin和Sosyura(2018)^[27]的观点,本文从勤奋假说角度,提出如下假设:

H₃:女基金经理比男同行更加勤奋努力。

此外,吸引基金资金流的能力也是基金经理成功与否的标志,而且还关乎基金管理公司的管理费收入,进而影响其选用基金经理决策。由于基金管理公司收入来自对基金资产收费,如果男基金经理能吸引更多基金资金流,那么基金管理公司对女性抬高门槛就是一种理性行为,而不是性别偏见。为了排除这种可能性,本文提出如下假设:

H₄:女基金经理吸引基金资金流能力比男同行更强。

三、数据与变量

1. 样本与数据

参考Chuprinin和Sosyura(2018)^[27]等的研究,为了公平比较基金经理业绩,基金样本只保留开放式主动管理型权益类基金(股票投资占基金资产60%以上),删除国际基金、指数基金、货币市场基金和债券型基金。因主动管理型权益类基金经理中女性比例极低,在2009年以后才稳定在10%以上(如表1所示),故样本期为2009—2018年。

表1 2001—2018年我国基金经理数量的性别差异

| 年份 | 全部基金经理 | | | 主动管理型权益类基金经理 | | | 全国人口数(万人) | | |
|------|--------|------|---------|--------------|------|---------|-----------|-------|---------|
| | 总人口数 | 女性人数 | 女性占比(%) | 总人口数 | 女性人数 | 女性占比(%) | 总人口数 | 女性人数 | 女性占比(%) |
| 2001 | 46 | 3 | 6.52 | 3 | 0 | 0 | 127627 | 61955 | 48.54 |
| 2002 | 72 | 5 | 6.94 | 7 | 1 | 14.29 | 128453 | 62338 | 48.53 |
| 2003 | 108 | 8 | 7.41 | 20 | 1 | 5 | 129227 | 62671 | 48.50 |
| 2004 | 172 | 7 | 4.07 | 55 | 2 | 3.64 | 129988 | 63012 | 48.48 |

续表 1

| 年份 | 全部基金经理 | | | 主动管理型权益类基金经理 | | | 全国人口数(万人) | | |
|------|--------|------|---------|--------------|------|---------|-----------|-------|---------|
| | 总人口数 | 女性人数 | 女性占比(%) | 总人口数 | 女性人数 | 女性占比(%) | 总人口数 | 女性人数 | 女性占比(%) |
| 2005 | 215 | 18 | 8.37 | 81 | 6 | 7.41 | 130756 | 63381 | 48.47 |
| 2006 | 295 | 26 | 8.81 | 124 | 7 | 5.65 | 131448 | 63720 | 48.48 |
| 2007 | 354 | 43 | 12.15 | 196 | 20 | 10.21 | 132129 | 64081 | 48.50 |
| 2008 | 426 | 45 | 10.57 | 224 | 18 | 8.04 | 132802 | 64445 | 48.53 |
| 2009 | 504 | 61 | 12.10 | 242 | 25 | 10.33 | 133450 | 64803 | 48.56 |
| 2010 | 600 | 87 | 14.5 | 273 | 37 | 13.55 | 134091 | 65343 | 48.73 |
| 2011 | 702 | 111 | 15.81 | 321 | 45 | 14.02 | 134735 | 65667 | 48.74 |
| 2012 | 827 | 146 | 17.65 | 359 | 50 | 13.93 | 135404 | 66009 | 48.75 |
| 2013 | 936 | 167 | 17.84 | 357 | 45 | 12.61 | 136072 | 66344 | 48.76 |
| 2014 | 1020 | 196 | 19.22 | 332 | 36 | 10.84 | 136782 | 66703 | 48.77 |
| 2015 | 1223 | 253 | 20.69 | 345 | 48 | 13.91 | 137462 | 67048 | 48.78 |
| 2016 | 1420 | 313 | 22.04 | 343 | 48 | 13.99 | 138271 | 67456 | 48.79 |
| 2017 | 1664 | 390 | 23.44 | 326 | 51 | 15.64 | 139008 | 67456 | 48.79 |
| 2018 | 1893 | 461 | 24.35 | 299 | 52 | 17.39 | 139538 | 67187 | 48.87 |

资料来源:《中国统计年鉴》(2019)和 RESSET 数据库

为了在基金经理和业绩之间构建纯粹的对应关系,本文研究单人管理的基金,剔除多位基金经理共同管理的基金,以排除其他基金经理对业绩的影响。为了计算市场模型、Fama-French 三因子模型风险调整后收益,要求样本基金至少有 24 个月以上的历史净值数据(肖峻和石劲,2011)^[32]。同时,为保证有足够的时间来评估基金经理业绩,样本中的基金经理必须至少有连续 24 个月的收益率观测值(Chuprinin 和 Sosyura,2018)^[27]。最终,样本共有 7727 个季度观测值,含 542 只基金、561 位基金经理,其中,497 位男基金经理,64 位女基金经理^①。本文基金变量数据来源于万得金融数据库,基金经理特征变量从瑞思数据库和天天基金网收集整理。数据频率为季度。

我国男女基金经理在数量上存在巨大差异(如表 1 所示)。尽管女基金经理人数在不断增多,但仍远落后于男性(第(1)~(3)列);在女性低风险偏好的观念下,主动管理型权益类基金的女基金经理比例更低,不到 20%(第(6)列)。对比同期我国总人口,女性占比接近半数(第(7)~(9)列)。在数量上,女基金经理显然远没有撑起“半边天”。本文将证明,在这个行业中,尽管女性是少数群体,但这并不妨碍她们成为基金经理中的精英,但女基金经理成功背后的驱动因素却可能和男性不同。

2. 变量定义

(1)被解释变量。反映基金经理的成功与否的变量有两类:一类是基金业绩(*Performance*)。基金业绩是基金经理能力的结果(Deuskar 等,2011)^[33],本文选择市场模型调整后收益率(*CAPM_Alpha_{i,T}*)和 Fama-French 三因子模型调整后收益率(*FF_Alpha_{i,T}*)作为被解释变量。此外,作为对业

① 因我国基金经理变更频繁,同一只基金前后可能由不同基金经理管理,故基金经理观测值数多于基金观测值数。

绩的稳健性检验,本文还参考了 Deuskar 等(2011)^[33]、Niessen-Ruenzi 和 Ruenzi(2019)^[6]的研究,用基金类型调整后收益率($Style_{Return}$)和 Sharpe 比率($Sharpe_{Ratio}$)作为业绩度量的补充指标。第二类是基金的资金流($Flow$)。体现了吸引投资者(基金资产)的能力,也反映基金经理是否成功(George,2016)^[34]。

(2)解释变量。即基金经理性别($Female$),为虚拟变量。

(3)控制变量($Controls$)。按照已有研究(Chuprinin 和 Sosyura,2018^[27];Chen 等,2004^[35]),本文把影响基金业绩的其他主要因素作为控制变量,可分为三类:基金特征、基金管理公司特征以及基金经理个人特征。

本文被解释变量、解释变量和控制变量的具体定义如表 2 所示。

表 2 变量定义

| 变量类型 | 变量子类 | 变量符号 | 变量说明 |
|-------|--------|-----------------------|---|
| 被解释变量 | 基金业绩 | $CAPM_Alpha_{i,T}$ | 市场模型调整后收益率 ^① |
| | | $FF_Alpha_{i,T}$ | Fama-French 三因子模型调整后收益率 ^② |
| | | $Style_Return_{i,T}$ | 基金类型调整后收益率。由基金原始收益率($R_{i,t}$)减去同类型基金的月平均收益率,再计算过去 12 个月的平均值 |
| | | $Sharpe_Ratio_{i,T}$ | Sharpe 比率。参考 Niessen-Ruenzi 和 Ruenzi(2019) ^[6] 的方法,Sharpe 比率等于基金原始收益率($R_{i,t}$)与月无风险利率($R_{f,t}$)之差除以当期收益率标准差,再计算过去 12 个月的平均值 |
| | 基金的资金流 | $Flow_{i,T}$ | 度量方法参考(Chuprinin 和 Sosyura,2018) ^[27] 的方法 ^③ |
| 解释变量 | 基金经理性别 | $Female_{i,T}$ | 虚拟变量。如基金 i 在季度 T 的基金经理为女性,则为 1;否则为 0 |
| 控制变量 | 基金特征 | $Fund_size_{i,T}$ | 基金规模。基金净资产(亿元)取自然对数 |
| | | $Fund_age_{i,T}$ | 基金年龄。基金成立日到当季的年数 |
| | | $Fund_risk_{i,T}$ | 基金总风险。用基金收益标准差表示(Niessen-Ruenzi 和 Ruenzi,2019) ^[6] 。基金 i 、季度 T 的总风险计算如下: $Fund_risk_{i,T} = \sigma_{i,T} \sqrt{n}$ 其中, $\sigma_{i,T}$ 是基金 i 在季度 T 的日收益率标准差, n 为季度 T 实际交易天数 |

① 参考肖峻和石劲(2011)^[32]的研究,根据基金 i 过去 24 个月的原始收益率 $R_{i,t}$,按模型 $R_{i,t} - R_{f,t} = \alpha_i + \beta_{iRMRF} RMRF_t + e_{i,t}$ 逐月回归估计 α_i 和 β_{iRMRF} ,再按 $CAPM_Alpha_{i,t} = \alpha_i + e_{i,t}$ 计算市场模型调整后的月收益率($CAPM_Alpha_{i,t}$),求出过去 12 个月平均收益率。其中, $R_{i,t} = \frac{FQNAV_{i,t} - FQNAV_{i,t-1}}{FQNAV_{i,t-1}}$, $R_{f,t}$ 为月无风险利率,由一年期定期存款利率得到; $RMRF_t = R_{m,t} - R_{f,t}$ 为 RESSET 数据库提供的月市场溢价因子($FQNAV_{i,t}$ 和 $FQNAV_{i,t-1}$ 分别为基金 i 在 t 月和 $t-1$ 月的复权单位净值)。

② 根据基金 i 过去 24 个月的收益率,按模型 $R_{i,t} - R_{f,t} = \alpha_i + \beta_{iRMRF} RMRF_t + \beta_{iSMB} SMB_t + \beta_{iHML} HML_t + e_{i,t}$ 逐月回归估计 α_i 、 β_{iRMRF} 、 β_{iSMB} 和 β_{iHML} ,再按 $FF_Alpha_{i,t} = \alpha_i + e_{i,t}$ 计算三因子模型调整后月收益率($FF_Alpha_{i,t}$),计算过去 12 个月的平均收益率。其中, $R_{i,t}$ 、 $R_{f,t}$ 、 $RMRF_t$ 含义同上, SMB_t 、 HML_t 分别为瑞思数据库提供的市值因子和账面市值比因子的月数据(肖峻和石劲,2011^[32];Niessen-Ruenzi 和 Ruenzi,2019^[6])。

③ 具体计算方式为: $Flow_{i,T} = \frac{NTA_{i,T} + NTA_{i,T-1} \times (1 + R_{i,T})}{TNA_{i,T-1}}$,其中, $NTA_{i,T}$ 和 $NTA_{i,T-1}$ 分别表示当季和上一季基金净资产, $R_{i,T}$ 为 T 季、基金 i 考虑红利再投资的原始季收益率(计算方法类似基金原始月收益率 $R_{i,t}$)。同时,考虑到女基金经理比例较小,为避免基金资金流极端值对实证结果的影响,在上下 1% 对基金资金流做 Winsorize 处理。

续表 2

| 变量类型 | 变量子类 | 变量符号 | 变量说明 |
|------|----------|-----------------------|---|
| 控制变量 | 基金管理公司特征 | $Family_size_{i,T}$ | 基金管理公司规模。基金管理公司旗下所有基金净资产(亿元)取自然对数 |
| | | $Family_funds_{i,T}$ | 基金管理公司旗下基金数目。基金管理公司旗下基金数量取自然对数 |
| | 基金经理个人特征 | $PhD_{i,T}$ | 基金经理教育背景。如果基金 <i>i</i> 的基金经理具有博士学位,则为1;否则为0 |
| | | $Mng_tenure_{i,T}$ | 基金经理截至 <i>T</i> 季管理基金 <i>i</i> 的时长(年) |

注:*t*、*T*分别表示月和季;因大部分基金经理的出生日期缺失,故而基金经理个人特征未包括年龄变量

资料来源:作者整理

3. 描述统计量

在没有控制任何变量和固定效应的情形下,各变量均值及其性别差异如表3所示。业绩的初步比较结果显示,女性基金经理各类调整后收益都好于男性基金经理,虽在统计上不显著(第(4)列)。以业绩差距最小的三因子模型调整后收益率($FF_Alpha_{i,T}$)为例,女性基金经理的季度业绩比男同行平均高出1.11个基点(第(4)列),即每年高出4.44个基点,初步验证了假设 H_1 。

表 3 描述统计量

| 变量 | 样本均值 (N = 7727) (1) | 女性基金经理 (N = 788) (2) | 男性基金经理 (N = 6939) (3) | 均值之差 (2) - (3) (4) |
|---------------------------|---------------------------|----------------------------|-----------------------------|--------------------------|
| $CAPM_Alpha_{i,T}(\%)$ | 0.3072 (0.0120) | 0.3358 (0.0341) | 0.3040 (0.0128) | 0.0318 (0.0364) |
| $FF_Alpha_{i,T}(\%)$ | 0.4140 (0.0111) | 0.4240 (0.0332) | 0.4129 (0.0117) | 0.0111 (0.0352) |
| $Style_Return_{i,T}(\%)$ | 0.1223 (0.0103) | 0.1671 (0.0306) | 0.1172 (0.0110) | 0.0499 (0.0325) |
| $Sharpe_Ratio_{i,T}$ | 0.7303 (0.0175) | 0.7504 (0.0529) | 0.7280 (0.0185) | 0.0224 (0.0577) |
| $Flow_{i,T}$ | -0.0004 (0.0029) | 0.0288 (0.0099) | -0.0037 (0.0031) | 0.0325 *** (0.0103) |
| $Fund_size_{i,T}$ | 2.3153 (0.0172) | 2.1362 (0.0531) | 2.336 (0.0181) | -0.1994 *** (0.0567) |
| $Fund_age_{i,T}$ | 5.7522 (0.0374) | 5.843 (0.1254) | 5.7419 (0.0391) | 0.1009 (0.1313) |
| $Fund_risk_{i,T}$ | 0.1048 (0.0006) | 0.0956 (0.0014) | 0.1058 (0.0006) | -0.0103 *** (0.0015) |
| $Family_size_{i,T}$ | 6.5895 (0.0138) | 6.5741 (0.0453) | 6.5913 (0.0145) | -0.0171 (0.0476) |
| $Family_funds_{i,T}$ | 3.6019 (0.0095) | 3.6114 (0.0311) | 3.6008 (0.0100) | 0.0107 (0.0327) |
| $PhD_{i,T}$ | 0.1227 (0.0037) | 0.1383 (0.0123) | 0.1209 (0.0039) | 0.0174 (0.0129) |

续表 3

| 变量 | 样本均值 (N = 7727) (1) | 女性基金经理 (N = 788) (2) | 男性基金经理 (N = 6939) (3) | 均值之差 (2) - (3) (4) |
|---------------------|---------------------------|----------------------------|-----------------------------|--------------------------|
| $Mng_tenure_{i,T}$ | 2.776 (0.0178) | 2.4386 (0.0451) | 2.8140 (0.0191) | -0.3755*** (0.0490) |

注: N 为样本容量; 括号内 % 指该变量值按百分比计算; 因计算过程产生缺失值, $Sharpe_Ratio_{i,T}$ 对应的样本均值、女性和男性基金经理所对应的样本容量依次是 7725、778 和 6937; 显著性基于双侧 T 检验; **、*、. 分别表示 1%、5%、10% 的显著水平上统计显著, 下同

资料来源: 作者整理

意外的是, 基金净现金流 ($Flow_{i,T}$) 的初步统计结果显示, 女性基金经理吸引资金流的能力高于男同行 (在 1% 的显著水平上), 意味着我国投资者倾向于选择女性基金经理, 这与国外研究中投资者避开女性基金经理的结论截然相反 (Niessen-Ruenzi 和 Ruenzi, 2019)^[6], 但投资者选择也可能是因为业绩等基金特征而并非基金经理性别, 后文将做进一步研究。

基金规模 ($Fund_size_{i,T}$) 和基金风险 ($Fund_risk_{i,T}$) 存在显著的性别差异 (在 1% 的水平上), 男性基金经理所管理的基金规模和风险水平都高于女性, 由于这两个因素影响基金业绩, 实证分析中将其加以控制。男性管理的基金规模显著高于女性, 也印证了女性难以获得重用的事实。由于基金规模和管理费挂钩, 管理大规模基金可以看作是对基金经理的提拔 (Chuprinin 和 Sosyura, 2018)^[27], 女性少有机会管理大规模基金, 与“金融业的玻璃天花板对女性没有一丝裂缝”的说法一致。

女性管理同一只基金的时间 ($Mng_tenure_{i,T}$) 比男同行要短 (在 1% 的显著水平上)。这与财经报道中女基金经理不爱跳槽并不矛盾, 因为不爱跳槽是指她们在同一家基金公司的任职时间比男行长。

此外, 男女基金经理所管理的基金年龄 ($Fund_age_{i,T}$)、所属基金管理公司规模 ($Family_size_{i,T}$) 和学历 ($PhD_{i,T}$) 没有差异。其中, 具有博士学位的男女基金经理 ($PhD_{i,T}$) 比例相当, 从而排除了知识水平对业绩的影响。

四、女基金经理业绩优势的实证检验

1. 基金经理业绩是否存在性别差异?

本部分系统研究男女基金经理的业绩差异。参考 Niessen-Ruenzi 和 Ruenzi (2019)^[6] 的研究, 本文采用混合回归分析^①, 模型如下:

$$Performance_{i,T} = \alpha_{i,T} + \beta_{i,T}Female_{i,T} + \gamma_{i,T}Controls_{i,T-1} + \varepsilon_{i,T} \quad (1)$$

其中, 基金业绩 ($Performance_{i,T}$) 依次用市场模型调整后收益率 ($CAPM_Alpha_{i,T}$) 和三因子模型调整后收益率 ($FF_Alpha_{i,T}$) 来度量; 控制变量 ($Controls_{i,T-1}$) 取各变量的滞后一期值。所有检验均控制了基金类型固定效应、基金管理公司固定效应和时间固定效应。

检验结果如表 4 所示。本文重点关注基金经理性别变量 ($Female_{i,T}$) 的系数。主检验结果显示: 首先, 在控制基金特征、未控制基金管理公司和基金经理特征的情形下, 对市场风险调整后收益率 ($CAPM_Alpha_{i,T}$) 和 Fama-French 三因子风险调整后收益率 ($FF_Alpha_{i,T}$) 回归后, 基金经理性别变量 ($Female_{i,T}$) 的系数都为正, 表明女性管理的基金业绩好于男性 (分别在 1% 和 5% 的显著水平

① 自变量基金经理性别 ($Female_{i,t}$) 是虚拟变量。样本中同一只基金的基金经理性别几乎不发生变化, 即便基金经理变更, 由于男基金经理远多于女性及样本基金和基金经理的观测值数量要求, 基金经理性别也罕有变动。

上)。然后,在模型中逐次加入基金管理公司、基金经理特征变量之后,性别变量($Female_{i,T}$)的系数仍显著为正,仍旧表明女性业绩更好。当业绩变量为 $CAPM_Alpha_{i,T}$ 时,基金经理性别变量($Female_{i,T}$)系数 0.1589%,表明女性管理的基金业绩每季度比男性至少高出 15.89 个基点,即一年高出 63.56 个基点;当业绩变量为 $FF_Alpha_{i,T}$ 时,女性业绩每季度比男性至少高出 7.78 个基点,即一年高出 31.12 个基点。假设 H_1 得到验证。

表 4 基金经理业绩的性别差异

| 被解释变量 模型 | $CAPM_Alpha_{i,T}(\%)$ | | | $FF_Alpha_{i,T}(\%)$ | | |
|-------------------------|-------------------------|------------------------|------------------------|-----------------------|-----------------------|-----------------------|
| | (1) | (2) | (3) | (4) | (5) | (6) |
| $Female_{i,T}$ | 0.1589*** (0.0352) | 0.1583*** (0.0353) | 0.1589*** (0.0353) | 0.0782** (0.0337) | 0.0782** (0.0337) | 0.0778** (0.0337) |
| $Fund_size_{i,T-1}$ | 0.0256*** (0.0100) | 0.0250** (0.0100) | 0.0252** (0.0100) | 0.0251*** (0.0093) | 0.0244*** (0.0093) | 0.0250*** (0.0093) |
| $Fund_age_{i,T-1}$ | -0.0249*** (0.0047) | -0.0246*** (0.0047) | -0.0258*** (0.0050) | -0.0076* (0.0042) | -0.0074* (0.0042) | -0.0071 (0.0046) |
| $Fund_risk_{i,T-1}$ | 0.0259*** (0.0066) | 0.0259*** (0.0066) | 0.0257*** (0.0066) | 0.0048 (0.0057) | 0.0048 (0.0057) | 0.0044 (0.0056) |
| $Family_size_{i,T}$ | | 0.0174 (0.0326) | 0.0190 (0.0329) | | 0.02419 (0.0303) | 0.02442 (0.0305) |
| $Family_funds_{i,T-1}$ | | 0.0422 (0.0711) | 0.0427 (0.0711) | | -0.0117 (0.0647) | -0.0110 (0.0647) |
| $PhD_{i,T-1}$ | | | 0.0159 (0.0303) | | | 0.0472 (0.0295) |
| $Mng_tenure_{i,T-1}$ | | | 0.0021 (0.0035) | | | -0.0003 (0.0034) |
| 时间固定效应 | 是 | 是 | 是 | 是 | 是 | 是 |
| 基金类型固定效应 | 是 | 是 | 是 | 是 | 是 | 是 |
| 基金公司固定效应 | 是 | 是 | 是 | 是 | 是 | 是 |
| 观测值 | 7532 | 7532 | 7532 | 7532 | 7532 | 7532 |
| 调整 R ² | 0.3454 | 0.3453 | 0.3452 | 0.3016 | 0.3014 | 0.3015 |

资料来源:作者整理

2. 业绩差异的稳健性检验

为了验证上述结果的稳健性,本部分再用两个其他指标度量基金业绩,并按(1)式重新检验^①:一是 Sharpe 比率($Sharpe_Ratio_{i,T}$)。在仅控制基金特征情况下,基金经理性别变量($Female_{i,T}$)系数为 0.2343(在 1% 的显著水平上);在依次加入基金管理公司和基金经理特征后,性别变量($Female_{i,T}$)系数仍都显著为正(分别为 0.2332 和 0.2334)(在 1% 的显著水平上),依旧表明女基金经理业绩好于男性。二是基金类型调整后收益率($Style_Return_{i,T}$)中,检验结果与前文一致。

上述结果表明,女基金经理风险调整后业绩比男性出色;且业绩的性别差异并非由基金特征、基金管理公司特征、基金经理个人特征所造成的;采用多个业绩度量指标重新检验后,以上结论依旧成立。

3. 行为偏差能解释基金经理业绩的性别差异吗?

女性个人投资者收益高于男性是因为投资行为存在性别差异,这是现有文献对男女投资者业绩不同的主流解释,从该观点出发,本部分探讨风险态度和过度自信能否解释金融专业人士——女

^① 受篇幅限制,稳健性检验部分未列示,备索。

基金经理的业绩优势。

(1) 风险态度的性别差异。风险厌恶者偏好低风险投资造成低收益,而女性被普遍认为比男性更加厌恶风险(Sunden 和 Surette,1998)^[15],而 Schubert 等(1999)^[17]认为这是一种偏见。在金融业,女性甚至比男性更偏好风险(Adams 和 Ragunathan,2018^[36];Bliss 和 Potter,2002^[5])。那么,女基金经理是否因为比男性更偏好风险、从而导致收益更高?

样本基金经理的风险行为采用三个指标来度量:基金收益总风险($Fund_risk_{i,T}$)、系统风险($Sys_risk_{i,T}$)和个体风险($Unsys_risk_{i,T}$)。如表5的Panel A所示,女基金经理承担的每一种风险都低于男性(在1%的显著水平上),表明教育及专业知识并未完全改变她们的风险偏好特征;同时,该结果也意味着,女基金经理业绩更好并不是因为比男性承担了更高风险。

表5 基金经理行为偏差的性别差异

| 变量 | 样本均值 (1) | 女基金经理 (2) | 男基金经理 (3) | 均值之差 (4) = (2) - (3) |
|----------------------|---------------------|--------------------|--------------------|-------------------------|
| Panel A: 风险偏好的性别差异 | | | | |
| $Fund_risk_{i,T}$ | 0.1048 (0.0006) | 0.0956 (0.0014) | 0.1058 (0.0006) | -0.0103 *** (0.0015) |
| $Sys_risk_{i,T}$ | 0.8467 (0.00160) | 0.8201 (0.0041) | 0.8497 (0.0017) | -0.0296 *** (0.0044) |
| $Unsys_risk_{i,T}$ | 0.0282 (0.0003) | 0.0254 (0.0006) | 0.0285 (0.0003) | -0.0032 *** (0.0007) |
| 观测值 | 7727 | 788 | 6939 | |
| Panel B: 换手率的性别差异 | | | | |
| $Turnover_{i,T}(\%)$ | 322.52 (0.0452) | 306.67 (0.1055) | 324.33 (0.0489) | -17.67 (0.1163) |
| 观测值 | 3923 | 403 | 3520 | |

注:基金总风险($Fund_risk_{i,T}$)定义同表2;基金系统性风险($Sys_risk_{i,T}$)为季度 T 、市场模型中市场因子的基金 i 因子载荷贝塔值(Bliss 和 Potter,2002^[5];Niessen-Ruenzi 和 Ruenzi,2019^[6]);基金个体风险($Unsys_risk_{i,T}$)为季度 T 、市场模型中基金 i 的残差收益标准差(Niessen-Ruenzi 和 Ruenzi,2019)^[6];基金换手率($Turnover_{i,T}$)为半年度数据

资料来源:作者整理

(2) 过度自信的性别差异。男性过度自信被认为是导致其收益下降的原因,而要成为一名基金经理,通常需要硕士及以上专业教育背景,历经研究员、基金经理助理,方可达成。经过一系列专业历练,基金经理的投资行为不会因性别而有差异(Atkinson 等,2003^[3];Niessen-Ruenzi 和 Ruenzi,2019^[6])。

本部分用基金换手率($Turnover_{i,T}$)度量基金经理的交易频繁程度,来反映其过度自信水平(Barber 和 Odean,2001^[4];Niessen-Ruenzi 和 Ruenzi,2019^[6])。如表5的Panel B所示,女基金经理的平均换手率低于男性(第(2)和第(3)列),每半年的交易活跃度要低17.67%(第(4)列),但在统计上并不显著,意味着男基金经理并没有比女性更过度自信。Bliss 和 Potter(2002)^[5]、Niessen-Ruenzi 和 Ruenzi(2019)^[6]也得出过同样结论。因此,过度自信也无法解释女基金经理的业绩优势,女基金经理业绩更出色可能来自投资行为性别差异之外的原因。

五、性别偏见对基金经理业绩性别差异的驱动机制检验

本部分证明女基金经理的职业门槛高于男性,验证性别偏见是导致她们人数少但业绩更好的

原因。Chuprinin 和 Sosyura(2018)^[27]发现,贫穷家庭出身的基金经理比富人家庭出身的基金经理的业绩好,因为穷人出身的资源少,在求职基金经理这种门槛高、竞争激烈的工作时,面对的门槛更高更难,因此,来自穷人家的基金经理不但表现出能力比来自富人家的强基金经理,也更努力。受此启发,如果可以从能力和勤奋两个机制来证明女基金经理强于男性,那就意味着她们被设置了更高的职业门槛。本文能力机制是指成为基金经理的女性自身能力比男同行更强;勤奋机制是指成为基金经理的女性比男性更加努力、具有更强的进取心。

1. 能力机制

“逆境出英雄”,基金经理能力,取决于在逆境中是否能取得更高收益(Chuprinin 和 Sosyura, 2018)^[27]。现有研究表明,经济下行时更能反映出管理者能力的差距(Schmalz 和 Zhuk, 2019)^[37],熊市“逆境”中的表现往往是判断基金经理能力的“标尺”(徐龙炳和顾力绘, 2019)^[38],因此,如果女基金经理能力更强,那么在下跌市场中,应该拉大与男同行的业绩差距。基于此,本部分检验市场下跌时女基金经理的业绩优势是否更加显著。

虚拟变量($Upmkt_{i,T}$)反映市场涨跌,当市场指数季度收益率为正时,视为上涨市场, $Upmkt_{i,T} = 1$;市场指数季度收益率为负,视为下跌市场, $Upmkt_{i,T} = 0$ 。参考彭惠等(2015)^[39]的研究,本文采用沪深市 A 股指数的平均收益率作为市场指数收益率。然后,在模型(1)中加入市场涨跌变量($Upmkt_{i,T}$)及其与基金经理性别变量的交互项($Female_{i,T} \times Upmkt_{i,T}$),得到模型(2)。

$$Performance_{i,T} = \alpha_{i,T} + \beta_{i,T}Female_{i,T} + \delta_{i,T}Upmkt_{i,T} + \theta_{i,T}Female_{i,T} \times Upmkt_{i,T} + \gamma_{i,T}Controls_{i,T-1} + \varepsilon_{i,T} \quad (2)$$

回归结果如表 6 所示,女性基金经理的业绩优势在市场下跌期更加显著。两种业绩度量指标下,市场涨跌变量与性别变量的交互项($Female_{i,T} \times Upmkt_{i,T}$)都为负,且因变量为市场风险调整后收益率($Capm_Alpha_{i,T}$)时,交互项显著(在 5% 的显著水平下)。此时,在下跌市场中,女性基金经理业绩比男性高 22 个基点,而在常态市场中,该业绩差异是 15.89 个基点(如表 4 所示),即与平常状态相比,在逆境中女性基金经理的业绩比男性再高出 38.45% (即 $22/15.89 - 1$)。

表 6 性别偏见驱动基金经理业绩性别差异的机制

| 变量 | Panel A: 能力机制 | | Panel B: 勤奋机制 |
|-----------------------------------|---------------------------------|-------------------------------|-------------------------|
| 因变量 | $CAPM_Alpha_{i,T} (\%)$ (1) | $FF_Alpha_{i,T} (\%)$ (2) | $Turnover_{i,T}$ (3) |
| $Female_{i,T}$ | 0.2200 *** (0.0450) | 0.0930 ** (0.0433) | -0.1160 (0.1406) |
| $Upmkt_{i,T}$ | -0.1677 (0.1657) | -0.0668 (0.1567) | |
| $Female_{i,T} \times Upmkt_{i,T}$ | -0.1284 ** (0.0644) | -0.0319 (0.0609) | |
| $Award_{i,T}$ | | | -0.2422 * (0.1399) |
| $Female_{i,T} \times Award_{i,T}$ | | | 0.4174 (0.3414) |
| 控制变量 | 控制 | 控制 | 控制 |
| 全部固定效应 | 是 | 是 | 是 |
| 观测值 | 7532 | 7532 | 3026 |
| 调整 R ² | 0.3455 | 0.3014 | 0.3489 |

资料来源:作者整理

实际上,在任何市场状况下女性基金经理的业绩都领先于男性。以因变量为市场风险调整后收益率($Capm_Alpha_{i,T}$)为例,市场涨跌变量与性别变量的交互项($Female_{i,T} \times Upmkt_{i,T}$)为 -0.1284 (在 5% 的显著水平下),表明在市场上涨时,女性基金经理业绩优势相对较小,但仍比男性高 9.16 个基点(即 $22 - 12.84$)。假设 H_2 得到验证。

2. 勤奋机制

基于生物化学研究,本文将勤奋视为基金经理在职业生涯获得成功是否仍然努力工作;而职业生涯的成功,用获评享有中国基金业“奥斯卡”之称的“金牛奖”作为代理变量。生物化学研究发现,当人为了目标而奋斗时,大脑中分泌的多巴胺会产生动力和愉悦,但达到目标后,多巴胺分泌减少,很难再从中得到乐趣(Thibodeaux, 2018)^[40],因此,通常人们在成功后努力的动力会减退,因为相同的工作不再像之前那样令人振奋(Friedman, 2015)^[41]。而“金牛奖”是我国基金界的至高荣誉,因此,基于勤奋机制,获评“金牛奖”意味着基金经理打拼的劲头可能放缓^①。本部分验证女性基金经理获奖后是否积极进取,或者相对男性基金经理而有所懈怠,以证明她们更勤奋努力。

参考 Chuprinin 和 Sosyura (2018)^[27] 的研究,用基金换手率($Turnover_{i,T}$)作为基金经理工作积极性的代理变量。基金换手率反映基金经理进行股票买卖操作的频率,换手率越高,表明基金经理交易越频繁、工作越积极。虽然工作积极并不一定能创造价值,但它是管理者是否安于平淡、不愿努力的一种标志(Bertrand 和 Mullainathan, 2003)^[42]。

虚拟变量($Award_{i,T}$)表示职业生涯成功与否,基金经理获“金牛奖”后, $Award_{i,T} = 1$;否则 $Award_{i,T} = 0$ 。将模型(1)中的因变量换为基金换手率($Turnover_{i,T}$),同时,加入获奖变量($Award_{i,T}$)及其与性别变量的交互项($Female_{i,T} \times Award_{i,T}$),得到模型(3),回归结果如表 6 中 Panel B 所示。

$$Turnover_{i,T} = \alpha_{i,T} + \beta_{i,T}Female_{i,T} + \delta_{i,T}Award_{i,T} + \theta_{i,T}Female_{i,T} \times Award_{i,T} + \gamma_{i,T}Controls_{i,T-1} + \varepsilon_{i,T} \quad (3)$$

交互项($Female_{i,T} \times Award_{i,T}$)反映了男、女基金经理获奖后的不同反应,检验结果与勤奋机制假说一致:获奖后,相比于男基金经理交易频率下降,女性买卖操作更加积极。在获奖前,女基金经理的换手率比男性低 0.1160;而获奖后,女基金经理不但缩小了与男性的换手率差距,甚至还比男性高出 0.3014(即 $-0.1160 + 0.4174$)。也就是说,职业生涯成功后,与男基金经理工作动力减弱相比,女基金经理并没有懈怠,股票交易仍旧积极。假设 H_3 得到验证。

性别不平等在我国金融行业是一个普遍现象,尽管很多报道称金融业女性普遍感受到性别偏见的存在,但现实中很难证实。和 Niessen-Ruenzi 和 Ruenzi (2019)^[6]一样,虽然本部分没有直接证明基金管理公司在选用基金经理时存在性别偏见,但实证结果表明,在实践中基金公司很可能就是这么做的:相比于男同行,女基金经理虽少却精——一个自然的推论就是,男、女成为基金经理的门槛高低不同,立足存活下来的女性受到比男同行更严的挑选,而被差别对待的结果延续到工作中,表现为保持警醒、不敢懈怠,本研究可以作为基金管理公司对女性抬高了门槛的间接证据。

六、基金管理公司性别偏见的排他性检验和溯源分析

1. 基金管理公司抬高女性基金经理门槛:是性别偏见还是理性选择?

基金管理公司抬高女性基金经理门槛,是出于性别偏见?还是因为男性基金经理能带来业绩之外的利益? George (2016)^[34]认为,基金经理的成功从投资业绩和吸引资金流两方面来衡量。如

① 个别基金经理不止一次获颁“金牛奖”,但这种情形在基金经理中并不具有代表性。为了让研究具有普遍意义,本部分样本中不包括这类基金经理。

果投资者不愿意选择女性管理的基金(Niessen-Ruenzi 和 Ruenzi,2019)^[6],那么,从基金管理公司角度,即使女性基金经理业绩更好,但不能吸引投资者申购来增加管理费收入,可能就不会认为她们成功,因此,宁可任用能力相对普通的男性基金经理来换取基金资产增加。

本部分检验基金经理性别与基金净现金流之间关系,探讨基金管理公司对女性抬高职业门槛是否出于经济利益的考虑。由于男女基金经理业绩存在差异,而历史业绩又是吸引资金流的重要因素(Sirri 和 Tufano,1998)^[43],为了控制内生性,本部分对控制业绩和不控制业绩两种情形下的资金流变化都加以检验。

参照已有研究(Chuprinin 和 Sosyura,2018^[27];Niessen-Ruenzi 和 Ruenzi,2019^[6]),本文将模型(1)中的因变量换为基金净现金流($Flow_{i,T}$),把基金经理性别变量($Female_{i,T}$)、业绩($Performance_{i,T}$)及两者交互项($Female_{i,T} \times Performance_{i,T}$)作为自变量,得到模型(4)。检验结果如表7所示。

$$Flow_{i,T} = \alpha_{i,T} + \beta_{i,T}Female_{i,T} + \delta_{i,T}Performance_{i,T} + \theta_{i,T}Female_{i,T} \times Performance_{i,T} + \gamma_{i,T}Controls_{i,T-1} + \varepsilon_{i,T} \quad (4)$$

在未控制业绩的情形下,基金经理性别变量的系数($Female_{i,T}$)为正,女性基金经理吸引的净资金流比男性高3.91%(在1%的显著水平上),即投资者倾向于选择女性基金经理。更重要的是,在控制业绩之后,业绩($CAPM_Alpha_{i,T}$ 、 $FF_Alpha_{i,T}$)系数显著为正(6.5212和6.8372),同时,性别变量($Female_{i,T}$)系数仍显著为正(2.9592和3.3447,在1%的显著水平上),表明女性基金经理吸引的净资金流入仍比男性至少高2.96%(表7第(2)列)。控制业绩之后,女性基金经理吸引的资金流仍高于男性,意味着我国投资者偏好女性基金经理并不仅是因为她们业绩优秀。

表7 基金经理吸引资金流的性别差异

| 因变量 | $Flow_{i,T}(\%)$ | | | | |
|---|------------------------|------------------------|------------------------|------------------------|------------------------|
| | (1) | (2) | (3) | (4) | (5) |
| $Female_{i,T}$ | 3.9103 *** (1.0016) | 2.9592 *** (0.9650) | 2.4068 *** (0.8593) | 3.3447 *** (0.9786) | 3.0342 *** (0.8320) |
| $CAPM_Alpha_{i,T-1}$ | | 6.5212 *** (0.4529) | 6.3992 *** (0.4682) | | |
| $Female_{i,T} \times CAPM_Alpha_{i,T-1}$ | | | 1.4398 (1.1740) | | |
| $FF_Alpha_{i,T-1}$ | | | | 6.8372 *** (0.4257) | 6.7757 *** (0.4458) |
| $Female_{i,T} \times FF_Alpha_{i,T-1}$ | | | | | 0.6645 (1.1543) |
| 控制变量 | 控制 | 控制 | 控制 | 控制 | 控制 |
| 全部固定效应 | 是 | 是 | 是 | 是 | 是 |
| 观测值 | 7532 | 7526 | 7526 | 7526 | 7526 |
| 调整 R ² | 0.0438 | 0.0914 | 0.0916 | 0.0913 | 0.0912 |

资料来源:作者整理

进一步,再加入业绩与性别变量的交互项,结果显示,交互项系数为正,但在统计上不显著。交互项反映了投资者对男性和女性基金经理业绩提升的反应,以第(5)列的回归结果为例:男性基金经理业绩上升1%,资金流增加6.78%;而女性基金经理业绩上升1%,资金流增加7.44%(即

6.78% + 0.66%)，即在男女业绩上升幅度相同的情形下，女性基金经理吸引到的资金流量更大。上述结果表明，我国投资者偏爱女性基金经理，并非完全因为她们业绩优秀，还因为它们吸引基金资金流的能力比男同行更强。假设 H_4 得到验证。

上述结论出乎意料：我国投资者偏向于女性基金经理——这与国外研究中投资者不愿选女性基金经理的结论截然相反，也与现实社会对女性存在偏见不一致。本文认为，在我国，投资者偏爱女性基金经理可能与两个原因有关：一是媒体报道；二是传统文化。

首先，我国媒体对女性基金经理形象大多做出正面描述。媒体在资本市场上发挥重要的信息传递职能，影响投资者行为。Aggarwal 和 Boyson (2016)^[19] 认为，女性对冲基金经理之所以更能干却难吸引投资者与媒体所描述的形象有关：她们很少被媒体提及，即使被提到也通常带给投资者非主流基金经理的印象，例如，人数少、讨论她们的外貌或孩子等与职业无关因素。而在我国，媒体通常以积极正面报道女性基金经理形象而吸引到投资者关注。参照 Aggarwal 和 Boyson (2016)^[19] 的方法，本文用媒体报道作为投资者关注的代理变量，在国内权威财经证券资讯网站“中证网”中，通过“文章检索”——“高级检索”中搜索包含完整关键词“女性基金经理”（“全部时间”）的文章。自2012年中证网开始有关于女性基金经理的文章，截至2018年共有48篇文章提到“女性基金经理”^①。其中，11篇提到女性基金经理业绩优秀（例如，“不输给/强于男性”、“出色”、“巾帼不让须眉”以及“花木兰”等）；4篇提到女性基金经理人数少，另有5篇报道她们的人数在增加；6篇将女性基金经理与相夫教子、家庭观念强以及产假等事件联系在一起；有17篇报道女性基金经理利用未公开信息交易，但均指2014年两位女性基金经理所涉及违规事件。总体看来，虽然有关女性基金经理的文章数量非常少，但有三分之一对她们的业绩和发展持积极和肯定态度。媒体传递的正面信息，向投资者树立了女性基金经理的良好形象。

其次，“物以稀为贵”的传统文化观念对投资者行为的影响。文化影响投资者行为 (Eun 等, 2015)^[44]，在我国投资者看来，在男性占据主导的金融业，女性能成为基金经理本身就彰显了自身能力，因此，性别在投资者眼中可能成为传递基金经理才干的一个信号。这或许是前文在控制基金业绩后，女性吸引的净资金流仍显著高于男性、且业绩上升带来的资金流量增量也高于男性的原因之一。此外，“物以稀为贵”的传统观念，可能也是女性基金经理在亚洲华人国家和地区能迅速崛起的文化土壤。

综上，女性基金经理吸引基金资产的能力也强于男性，表明基金管理公司对女性抬高门槛并不是基于经济利益而做的理性决策，那么基金管理公司为什么存在性别偏见呢？

2. 为何不愿意选用女基金经理？一个简短的理论分析

鉴于金融业中大量从业者都是男性的事实，本文认为，上述问题可能与两个因素有关：一是群际偏见的影响。人们往往认同或偏向群体内成员而非群体外部成员 (Hewstone 等, 2002)^[28]，从而造成在获取资源、权利和保护等方面产生基于群际（例如性别、宗教、种族等）的不平等。而群际偏见可能正是社会偏见的主要来源 (Crisp 和 Hewstone, 2001)^[45]。在金融市场中，群际偏见也影响市场参与者行为：与女性分析师相比，男性分析师对女 CEO 公司的评价低于男 CEO 公司 (Jannati 等, 2020)^[46]；在理财顾问行业，男高管更容易原谅男员工的过失，女员工犯错比男员工受到更重处罚，但如果管理层中女性比例较高，对员工惩罚的性别差异会消失 (Egan 等, 2018)^[10]。与群际偏见效应一致，在决策者多为男性的基金业，基金管理公司往往偏向用男性基金经理。然而，对群体内成员的偏爱是以牺牲群体外成员为代价的，本研究表明，偏向男性基金经理既无益于基金业绩、又无益于规模，对于投资者和行业发展都是不利的。二是人脉效应的性别差异。校友关系是重要的社

① 受篇幅限制，具体结果未列示，备案。

会资本,在资源获取、信息传递中发挥重要作用,校友关系也有益于提升基金业绩(申宇等,2015)^[47],但男女职场人脉效应是不对等的,男性从校友关系中获益更多(Fang和Huang,2017)^[29]。金融业和其他职业发展都不仅仅看工作业绩,还会看其他人的主观评价,如果男性更容易在这两方面得到人脉帮助,加之男性基金经理更容易进入通常由男性主导的机构投资者人脉圈(Niessen-Ruenzi和Ruenzi,2019)^[6],那么他们的优势就能持续,甚至随着职业发展而扩大(Fang和Huang,2017)^[29]。

七、结 论

1. 研究结论

通过对我国金融行业中女性基金经理绩效及其内在机制的实证分析发现,本文得出如下结论:(1)女性基金经理风险调整后的收益高于男性,在排除基金、基金管理公司或基金经理个人特征对业绩的影响后,女性管理的基金业绩仍然更好。(2)行为偏差也难以解释女性基金经理的业绩优势,她们的高收益并非来自承担了比男性更高的风险,也并非因为男性基金经理更过度自信而降低了收益。(3)女性基金经理的业绩优势与她们被设置了比男性更高的职业门槛、受到更严格的挑选有关,只有最优秀的少数女性才能越过门槛,她们整体上不但能力比男性更强,而且更勤奋努力。因此,作为战胜了性别偏见的少数“幸存者”,女性基金经理业绩比男性更好。(4)与国外研究结论相反,可能由于媒体报道和文化原因,我国投资者偏爱女性基金经理,因而基金管理公司对女性抬高门槛并非出于管理费利益的理性抉择。基金管理公司的性别偏见,可能与金融业中的群际偏见和男女人脉效应不对等有关。

2. 管理启示

本文表明,与行为偏差一样,社会偏见(性别偏见)也会对金融市场参与者产生重要影响。虽然女性群体看似成功立足于金融业——和男性一样有机会成为基金经理、获评“金牛奖”等行业至高荣誉,但两者成功的背后因素却是不对等的。只有能力最强的少数女性才能成为基金经理,相比之下,可能能力一般的男性就可以担任基金经理;而随后的职业生涯中,女性还会在奖惩升职等方面不断遭遇不平等对待。本文结论不仅有助于解释金融专业人士中女性业绩优于男性的现象,而且,对理解女性知识型员工的职场表现具有普遍意义。医生、律师以及科学家等工作,长久以来,女性数量远小于男性,但表现却“不让须眉”,常常超越男性^①。相形之下,她们受到的评价更为苛刻,能力和成就往往被贬低忽视,更难就业,晋升机会和薪酬也比男性同事更少(Tsugawa等,2017^[48]),她们需要用更好的成绩才能获得与男性同等的机会。那些生存下来的女性,都是异常优秀的。基于以上研究,本文认为,通过金融业这类行业中专业人士的性别多元化,能够促进整个行业的发展,公司应当采取措施消除将性别与能力挂钩的观念或潜意识,具体如下:

第一,重视女性取得的成果。可能由于儒家文化影响,我国女性往往对自己的成就较为低调,而在传统以男性为多数群体的领域中,女性的存在感不强,成就本来就容易容易被轻视,因此,女性的才能和成绩不能被更多人知晓。对于优秀的女员工,如果通过加薪、晋升及宣传等方式加以应有的肯定,让她们的成绩广为人知,可以影响同行与公众对工作和性别问题的文化态度。

第二,重视高级管理层的性别多元化。女性不但有益于发挥董事会作用(Adams和Ferreira,2009)^[49],而且,女领导层对消除公司事务和决策中的性别偏见有着重要作用,有助于公平合理对待所有人(Sterling和Chanow,2021)^[50]。高级管理层加入更多的女性,不但可以冲淡男性高管对

^① 女医生的治疗效果比男医生好,由女医生诊治的患者,30天内死亡率(11.07%)和再入院率(15.02%)都比男医生的患者要低(分别为11.49%和15.57%)(Tsugawa等,2017)^[48]。在法律界,女合伙人胜诉率(70.19%)高于男合伙人(54.74%)。

男女员工的群际偏见效应,改善在招聘、奖惩和晋升等方面的性别差异,而且能够增强女员工的归属感,有利于改善企业环境、促进公司业务发展。

第三,创造女性从外部资源中获取学习和成长的途径。由于男女从职场人脉关系中获益存在差异,让女性参与重要客户关系的建设、社群沟通等活动拓展外部资源,有利于充分调动和发挥其潜能。此外,女性普遍比男性肩负更多的家庭责任,因此,来自家庭和积极支持,对女性追求职业成功和个人成就、以及所在领域的性别多元化发展起到推动作用。

综上,在以男性主导的社会事实下,生为女性,注定要付出更多的努力,才能获得相同的肯定。而立足存活下来的女基金经理或其他女性专业人士,正因为她们的成功,这个群体才不断壮大,为消除偏见和歧视所努力的人就会越多,才会越促使社会的包容性更强。

参考文献

- [1]夏春.数据表明女性基金经理长期投资业绩优于男性[N].北京:中国证券报,2019-03-11.
- [2] Borate, N. Women Fund Managers Outperform Men: Morningstar [EB/OL]. <https://www.livemint.com/money/personal-finance/women-fund-managers-outperform-men-morningstar-11583402427044.html>,2020-03-05.
- [3] Atkinson, S. M., S. B. Baird, and M. B. Frye. Do Female Mutual Fund Managers Manage Differently? [J]. *Journal of Financial Research*,2003,26,(1):1-18.
- [4] Barber, B. M., and T. Odean. Boys Will Be Boys: Gender, Overconfidence, and Common Stock Investment [J]. *Quarterly Journal of Economics*,2001,116,(1):261-92.
- [5] Bliss, R. T., and M. E. Potter. Mutual Fund Managers: Does Gender Matter? [J]. *Journal of Business and Economic Studies*,2002,8,(1):1-15.
- [6] Niessen-Ruenzi, A., and S. Ruenzi. Sex Matters: Gender Bias in the Mutual Fund Industry [J]. *Management Science*,2019,65,(7):2947-3448.
- [7] Green, C., N. Jegadeesh, and Y. Tang. Gender and Job Performance: Evidence from Wall Street [J]. *Financial Analysts Journal*,2009,65,(6):65-78.
- [8] Becker, G. *The Economics of Discrimination* [M]. Chicago: University of Chicago Press,1971.
- [9] Huang, J., and D. Kisgen. Gender and Corporate Finance: Are Male Executives Overconfident Relative to Female Executives? [J]. *Journal of Financial Economics*,2013,108,(3):822-839.
- [10] Egan, M., G. Matvos, and A. Seru. When Harry Fired Sally: The Double Standard in Punishing Misconduct [R]. Working Paper,2018.
- [11] 卢映西,宋梦瑶.经济学研究要注意避免幸存者偏差因素的影响——以企业绩效和利润率下降规律研究规律为例[J].*长春:当代经济研究*,2020,(6):73-80.
- [12] 李颖,伊志宏.女性分析师更能预测股价崩盘风险吗? [J].北京:经济与管理研究,2017,(6):124-136.
- [13] Sandberg, D. J. When Women Lead, Firms Win [EB/OL]. <https://www.spglobal.com/en/research-insights/featured/when-women-lead-firms-win>,2019-10-16.
- [14] Shiller, R. J. From Efficient Markets Theory to Behavioral Finance [J]. *Journal of Economic Perspectives*,2003,17,(1):83-104.
- [15] Sunden, A. E., and B. J. Surette. Gender Differences in the Allocation of Assets in Retirement Savings Plans [J]. *American Economic Review*,1998,88,(2):207-211.
- [16] Ellison, G., and A. Swanson. The Gender Gap in Secondary School Mathematics at High Achievement Levels: Evidence from the American Mathematics Competitions [J]. *Journal of Economic Perspectives*,2010,24,(2):109-28.
- [17] Schubert, R., M. Brown, M. Gysler, and H. W. Brachinger. Financial Decision-Making: Are Women Really More Risk-Averse? [J]. *American Economic Review*,1999,89,(2):381-385.
- [18] Rothstein K. I. *Women in Alternative Investments: A Marathon, Not a Sprint* [R]. Rothstein Kass Institute,2013.
- [19] Aggarwal, R., and N. M. Boyson. The Performance of Female Hedge Fund Managers [J]. *Review of Financial Economics*,2016,29,(1):23-36.
- [20] Ellson, A. Women Fund Managers Outperform Men-But Are Still Paid Less [N]. *The Sunday Times*,2018-05-22.
- [21] 中证网. 女性基金经理业绩不让须眉 [EB/OL]. http://www.cs.com.cn/tzjj/tjdh/201404/t20140421_4368750.html,2014-04-21.

- [22] 诺安基金. 都是基金经理, 为啥女性基金经理这么优秀! [EB/OL]. https://www.sohu.com/a/308499012_120127306, 2019-04-17.
- [23] Johnson, J., and P. Powell. Decision Making, Risk and Gender: Are Managers Different? [J]. *British Journal of Management*, 1994, 5, (2): 123-138.
- [24] 艾洪德, 刘聪. 基金经理个人特征与基金投资风格[J]. *北京: 财贸经济*, 2008, (12): 26-31.
- [25] 赵秀娟, 汪寿阳. 基金经理在多大程度上影响了基金业绩? ——业绩与个人特征的实证检验[J]. *北京: 管理评论*, 2010, (1): 3-12.
- [26] Adams, B., M. Barber, and O. Terrance. Family, Values, and Women in Finance[R]. Working Paper, 2017.
- [27] Chuprinin, O., and D. Sosyura. Family Descent as a Signal of Managerial Quality: Evidence from Mutual Funds[J]. *Review of Financial Studies*, 2018, 31, (10): 3756-3820.
- [28] Hewstone, M., M. Rubin, and H. Willis. Intergroup Bias[J]. *Annual Review of Psychology*, 2002, 53: 575-604.
- [29] Fang, L. H., and S. Huang. Gender and Connections among Wall Street Analysts[J]. *Review of Financial Studies*, 2017, 30, (9): 3305-3335.
- [30] 切尔兹. 金融业性别歧视有多大? 答案是 100 个基点[EB/OL]. <http://barronschina.com.cn/index/article/detail?id=183>, 2019-03-12.
- [31] Bair, S. Bank Think the Glass Ceiling in Finance: Barely Cracked, *American Banker*[EB/OL]. <https://www.americanbanker.com/opinion/the-glass-ceiling-in-finance-barely-cracked>, 2016-09-29.
- [32] 肖峻, 石劲. 基金业绩与资金流量: 我国基金市场存在“赎回异象”吗?[J]. *北京: 经济研究*, 2011, (1): 112-125.
- [33] Deuskar, P., J. M. Pollet, Z. J. Wang, and L. Zheng. The Good or the Bad? Which Mutual Fund Managers Join Hedge Funds? [J]. *Review of Financial Studies*, 2011, 24, (9): 3008-3024.
- [34] George, R. Do Investors Dislike Women Fund Managers? [EB/OL]. <https://citywire.co.uk/funds-insider/news/do-investors-dislike-women-fund-managers/a915061>, 2016-06-01.
- [35] Chen, J., H. Hong, M. Huang, and J. D. Kubik. Does Fund Size Erode Mutual Fund Performance? The Role of Liquidity and Organization[J]. *American Economic Review*, 2004, 94, (5): 1276-1302.
- [36] Adams, R. B., and V. Raganathan. Lehman Sisters[R]. Working Paper, 2018.
- [37] Schmalz, M., and S. Zhuk. Revealing Downturns[J]. *Review of Financial Studies*, 2019, 32, (1): 338-373.
- [38] 徐龙炳, 顾力绘. 基金经理逆境投资能力与基金业绩[J]. *上海: 财经研究*, 2019, (8): 127-139.
- [39] 彭惠, 江小林, 吴洪. 偏股型开放式基金“赎回悖论”的动态特征及申购异象[J]. *北京: 管理世界*, 2012, (6): 60-73.
- [40] Thibodeaux, W. Why You Might Feel Empty after Reaching a Huge Goal[EB/OL]. <https://www.inc.com/wanda-thibodeaux/why-you-might-feel-empty-after-reaching-a-huge-goal-and-how-to-move-on.html>, 2018-03-26.
- [41] Friedman, R. Staying Motivated after a Major Achievement[EB/OL]. <https://hbr.org/2015/02/staying-motivated-after-a-major-achievement#comment-section>, 2015-02-03.
- [42] Bertrand, M., and S. Mullainathan. Enjoying the Quiet Life? Corporate Governance and Managerial Preferences[J]. *Journal of Political Economy*, 2003, 111, (5): 1043-1075.
- [43] Sirri, E., and P. Tufano. Costly Search and Mutual Fund Flows[J]. *Journal of Finance*, 1998, 53, (5): 1589-1622.
- [44] Eun, C., L. Wang, and S. Xiao. Culture and R²[J]. *Journal of Financial Economics*, 2015, 115, (2): 283-303.
- [45] Crisp, R. J., and M. Hewstone. Multiple Categorization and Implicit Intergroup Bias: Differential Category Dominance and the Positive-Negative Asymmetry Effect[J]. *European Journal of Social Psychology*, 2001, 31, (1): 45-62.
- [46] Jannati, S., A. Kumar, A. Niessen-Ruenzi, and J. Wolfers. In-Group Bias in Financial Markets[R]. Working Paper, 2020.
- [47] 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]. *北京: 经济学(季刊)*, 2016, (1): 403-428.
- [48] Tsugawa, Y., A. B. Jena, J. F. Figueroa, E. J. Orav, D. M. Blumenthal, and A. K. Jha. Comparison of Hospital Mortality and Readmission Rates for Medicare Patients Treated by Male vs Female Physicians[J]. *JAMA Internal Medicine*, 2017, 177, (2): 206-213.
- [49] Adams, R. B., and D. Ferreira. Women in the Boardroom and Their Impact on Governance and Performance[J]. *Journal of Financial Economics*, 2009, 94, (2): 291-309.
- [50] Sterling, J., and L. Chanow. In Their Own Words[R]. American Bar Association, 2021.

Why do Female Mutual Fund Managers Perform Better? Gender Bias and Survivorship Bias in Financial Industry

LIU Ya-qin

(School of Finance, Shanghai Lixin University of Accounting and Finance, Shanghai, 201620, China)

Abstract: Why do female mutual fund managers outperform their male counterparts despite their low fraction in the mutual fund industry? This study examines the anecdotal evidence and the underlying mechanism by underlining the role of social bias in financial markets. With pooled regression analysis, the results reinforce the anecdotal evidence that women fund managers outdo men while they are underrepresented in the mutual fund industry. Furthermore, the characteristics of funds, fund managers or the fund management firms do not contribute to the gender differences in performance. Neither the traditional explanations of psychological bias such as gender differences in risk aversion or overconfidence help to explain female fund managers' superior performance.

The evidence supports that women's superior performance relates to gender bias. Due to the higher hurdles for women than for men in hiring decision, only a few women who are most competitive are able to clear the hurdles therefore they would on average do a better job than their male counterparts. Consistently, this paper explores the driving mechanism of female fund managers' superior performance by testing two hypotheses of ability and effort. The findings support that female fund managers not only have higher ability but also make more effort than their male counterparts. The performance gap between female fund managers and male managers expands in down markets while the downturns reveal the difference in fund managers' skill, though the gender gap in performance remains at all times. Moreover, female fund managers are more diligent in their work as they are more positive in buying and selling stocks than males after they both succeeded in their career.

Additionally, fund management firms' higher hurdles for women than for men are not based on their rational decision to maximize management fee, as the inflows are significantly higher in female-managed funds than in male-managed funds, too. It suggests that Chinese mutual fund investors prefer female fund managers even after controlling fund performance, which is contrary to the mutual fund investors in US markets as they avoid female fund managers. The findings may be explained that female fund managers are portrayed positively in Chinese media as well as that fund managers' gender are viewed as the signal of their managerial quality by the investors due to the very low fraction of female fund managers which are consistent with the belief that "when a thing is scarce, it is precious" in Chinese culture.

Finally, gender bias against women in the industry is likely to be resulted from in-group bias and the asymmetry of connection effect across gender in financial industry. Due to the fact that the financial industry is dominant by men, women are hardly evaluated by the male membership group as a non-membership group. Consequently, group-based inequities between gender lead to different opportunities for men and women in access to resource and rights, etc., as a result, differ in their ability to overcome these barriers.

Different from the extant literatures explaining female retail investors' higher risk-adjusted return than males in stock markets by gender differences in behavioral bias such as overconfidence and risk aversion, this study helps to understand why female professionals outperform their male counterparts in financial industry. To the best of my knowledge, it is the first to explain the gender difference in performance among financial professionals with gender bias. Results from empirical testing highlight that social bias, like gender bias, can have a strong impact on participants' behavior in financial markets. Also, this study contributes to the literatures on gender issue in finance, which documents the gender bias and the driving mechanism in mutual fund industry while most of the extant work on gender difference among managers has been conducted in corporate finance. Given the vast amounts of money concentrated in mutual fund industry, gender bias in the industry may have severe long-term consequence for many investors. And this study provides empirical evidence for employers to institute hiring policy that promote diversity in financial industry.

Key Words: gender differences in performance; social bias; gender bias; survivorship bias; financial professionals

JEL Classification: G11, G14, G28

DOI: 10.19616/j.cnki.bmj.2021.09.005

(责任编辑:李先军)