

# 市场环境、企业社会责任与基金安全投资转移

肖继辉<sup>1</sup>, 陈宇婷<sup>1</sup>, 彭文平<sup>2</sup>

(1. 暨南大学 管理学院, 广东 广州 510632; 2. 华南师范大学 华南市场研究中心, 广东 广州 510006)

**[摘要]**当市场环境不好以及不确定性增加时,基金进行安全投资转移。企业积极履行社会责任所形成的声誉资本具有“类保险”作用,在面临负面事件或不确定性环境冲击时能够防止股价大幅下跌和市值损失;基金是否会在市场环境不好时将投资组合转向社会责任绩效更高的股票进行安全投资转移呢?使用2010—2017年开放式基金样本,实证检验了企业社会责任、市场环境与安全投资转移之间的关系。研究发现,在市场环境表现不佳时,基金避险需求增加,倾向将投资组合更多地转向社会责任绩效高的股票进行安全投资转移;进一步研究发现基金和基金经理特征影响基金的安全投资转移行为,净资金流入较少、历史业绩差、经理选股能力差的基金根据企业社会责任进行安全投资转移的程度大。研究还发现,基金的安全投资转移行为对基金业绩和基金收益波动产生了积极影响。

**[关键词]**市场环境;安全投资转移;社会责任绩效;开放式基金;企业社会责任

**[中图分类号]**F830.91 **[文献标志码]**A **[文章编号]**1004-4833(2020)06-0063-15

## 一、引言

2017年9月,在“中国社会责任投资十年峰会”上,兴全基金与商道融绿联合发布了《中国社会责任投资十年报告》,报告显示:“到2017年8月底,中国社会责任投资相关基金数量已经达到了62只,资产净值规模已经超过500亿元,有74.9%大众投资者对社会责任投资、绿色金融关注和了解,但依然有8成的投资者对社会责任投资抱有降低收益的担忧或偏见。”可见,基金作为社会责任投资的主力军,在进行投资决策时,是否会从社会责任投资理念出发?在进行投资组合配置时,是否关注企业社会责任的履行?基金进行社会责任投资,是否能带来正收益?对此学术界和实务界都未得到一致认识。不少研究指出社会责任绩效好的公司,更能得到政府、债权人等利益相关者的认可和支持,提升公司的长期竞争优势,良好的社会责任也有利于降低风险。机构投资者投资社会责任绩效好的公司,能够带来更高的长期投资回报和更低的投资风险<sup>[1]</sup>。但是也有研究表明,我国机构投资者过度关注短期利益,追逐高风险高收益的股票,从而忽视对企业社会责任的关注<sup>[2]</sup>。

近年来的研究指出,企业社会责任具有声誉保险效应。Godfrey首次阐明,当企业遭遇负面事件冲击时,积极承担社会责任所形成的声誉资本,有助于防止股价的大幅下跌和市值损失,使社会责任具有“类保险”作用<sup>[3]</sup>。社会责任绩效好的公司,可以通过影响政府、债权人等利益相关者对企业的认知和评价,从而增强企业自身抵御风险及风险管理能力,稳定企业经营风险;也有利于减缓危机事件对企业经营发展的负面影响,防止股价大幅下跌,减少股东财富损失<sup>[4-7]</sup>。

中国A股市场自成立以来就跌宕起伏,股价的“暴涨暴跌”尤其是“暴跌”形成的股价崩盘风险使投资者遭受巨大损失。在市场环境不好时,理性投资者避险意愿增强,会买入防御性投资品种,将资金转移到相对安全的投资项目上,进行安全投资转移,从而达到尽可能避免损失的目的<sup>[8-9]</sup>。那么,基金作为专业的机构投资者,在市场环境差、不确定性大的情况下,是否会更多投资能满足其避险需求的、具有“类保险”效应的社会责任更高的股票呢?目前国内外文献比较全面地考察了影响基金投资偏好的因素,如公司财务业绩、成长性、股价波动性、盈余质量等指标<sup>[10-11]</sup>。但是,学者对社会责任等非财务业绩指标作为基金投资偏好的考察仍不够全面、完

**[收稿日期]**2020-05-18

**[基金项目]**国家社会科学基金面上项目(19BGL057);广东省哲学社会科学规划后期资助项目(GD20HGL02)

**[作者简介]**肖继辉(1976—),女,湖南邵东人,暨南大学管理学院教授,博士生导师,从事基金投资行为研究,E-mail:jihuix@163.com;陈宇婷(1985—),女,湖南郴州人,暨南大学管理学院硕士研究生,从事公司财务研究,E-mail:704675909@qq.com;彭文平(1972—),男,通讯作者,湖南长沙人,华南师范大学华南市场研究中心教授,从事资本市场与上市公司研究,E-mail:1305518159@qq.com。

善。在关于基金投资与企业社会责任的关系方面,现有研究主要关注的是基金投资对企业社会责任的影响,没有文献研究基金如何利用企业社会责任信息进行投资决策。本文认为,鉴于企业社会责任的类保险效应,基金在市场环境差的情况下可能会利用社会责任信息进行安全投资转移,持有更多的社会责任绩效高的企业股票。本文研究发现:在熊市时期,基金避险意愿增强,存在安全投资转移行为,在进行投资决策时,倾向于更多地投资具有“类保险”效应的社会责任绩效高的股票。进一步研究发现,基金在市场环境差时利用企业社会责任信息进行安全投资转移时受到基金历史业绩、资金流和基金经理能力的影响。历史业绩表现差,净资金流少以及经理选股能力差的基金,在市场环境表现不佳时,其避险意识更强,更倾向进行安全投资转移。研究还发现,基金在行情差时利用企业社会责任进行安全投资转移能够带来更好的业绩和业绩稳定性。

本文从企业社会责任的声誉保险视角,探讨基金经理是否会在市场环境差的时候更多投资社会绩效好的企业,进行安全投资转移。社会责任的“类保险”效应符合市场不确定性情况下基金避险的需求,为其安全投资转移提供了渠道。本文对企业社会责任绩效如何影响基金投资行为的路径及机理提供了解释和证据。此外,相比基金是否利用盈余质量信息进行安全投资,本文发现社会责任的类保险功能也是基金避险的重要途径和手段,为不确定性环境下基金利用会计信息进行决策和避险提供了重要补充。本文考虑了投资者申赎行为、基金历史业绩和基金经理能力等因素对基金安全投资转移行为的影响,研究拓展了会计信息与基金安全投资转移行为的关系,对已有研究作了重要补充。通过研究,本文发现基金在市场不确定情况下企业社会责任信息对安全投资转移产生了积极的经济后果,基金的安全投资转移改善了基金业绩和业绩稳定性,对于投资者利益保护具有重要意义。该研究发现对于合理评价较基金管理者的投资能力提供了新的视角。

## 二、文献回顾

### (一)企业社会责任的声誉保险效应

早期关于企业社会责任的研究主要集中在企业社会责任表现与经济绩效的关系方面。不少研究发现履行社会责任可以提高企业声誉、品牌,增加利润和企业价值,给企业财务表现带来正面影响和正面市场反应<sup>[12-13]</sup>。当社会责任表现排名下降时,企业价值下跌<sup>[14]</sup>。但也有研究认为,企业社会责任履行与企业绩效负相关,会产生负面市场反应。Giuli 和 Kostovetsky 研究表明,企业社会责任排名高,其所花费的一般性支出增加,导致企业的预期报酬率和资产回报率下降<sup>[15]</sup>。Hemingway 和 Maclagan 认为企业履行社会责任是为了掩饰管理层的不道德行为,履行社会责任的企业更多地进行盈余管理,社会责任会负向影响公司的财务绩效<sup>[16]</sup>。近年来,学者们开始从细化的企业财务和经营表现层面来探讨社会责任的影响,特别是提出了社会责任声誉保险效应假说。所谓企业社会责任声誉保险效应是指,在遭遇到危机或负面环境冲击时,不同社会责任声誉的企业受到的冲击是不一样的。危机中拥有较好声誉的企业往往遭受的损失相对较小<sup>[17]</sup>。

Godfrey 阐述了企业社会责任声誉保险效应的形成机理。一方面,根据利益相关者理论,企业与利益相关者通过各种显性或隐性契约,达成了一种双向互利的关系,这种关系能够有效地监督、避免企业管理者追求股东利益最大化之外的其他目标,因此积极承担社会责任能形成良好的企业-利益相关者氛围,产生声誉资本,增强企业自身的风险管理和规避风险能力,从而减少企业发生各种风险的可能性,稳定经营业绩,提升企业价值<sup>[3]</sup>。诸多经验研究为此提供了证据。Sen 等基于客户关系的研究表明,积极的社会责任行为能够提高顾客对企业产品的评价和满意度,增强顾客忠诚度,减少激烈竞争环境下的顾客流失,降低经营收入的波动风险<sup>[18]</sup>。Aguilera 基于员工关系的研究表明,积极承担社会责任可以提高员工的满意度,影响员工的工作效率和服务质量,进而提高顾客的满意度水平,吸引和留住顾客,显著提高企业应对不确定环境下需求波动的能力<sup>[19]</sup>。社会责任表现较好的企业也更容易获得投资者的青睐,降低融资约束和资本成本,增加财务弹性,提高企业对财务环境变动的应对能力,降低企业财务风险<sup>[20]</sup>。

另一方面,良好的社会责任形成的声誉资本能够有效缓解风险事件和不利环境冲击对企业的影响,减少企业在不利冲击中的损失,降低风险事件对企业未来生存与发展的负面影响。Godfrey 指出,当企业遭遇负面事件冲击时,社会责任能够形成“声誉资本”,使利益相关者倾向于将企业的负面事件归因于企业管理不完善而非主观恶意为之,减小利益相关者的负面评价,降低负面事件给企业带来的损失<sup>[3]</sup>。因此,他强调企业社会责任活动能够形成一种“保险机制”,保护企业价值免遭巨大的损失。经验研究表明,履行企业社会责任可以作为一种风

险管理工具,用以避免或减少负面事件发生时的市值损失<sup>[3,21]</sup>。Godfrey 等发现,企业发生负面的合法性事件后,正向的社会责任表现能够提高企业事后的累计超额收益,减小负面事件导致的价值损失,增强企业从危机中恢复的能力<sup>[17]</sup>。Lins 等研究表明,社会责任水平较高的企业有更多的社会资本,在金融危机时期股价下跌得更少,股票回报率更高<sup>[22]</sup>。

近年来,国内也有学者就企业社会责任的声誉保险效应进行了研究。江炎骏以被公开谴责的中国上市公司为样本,发现被公开谴责前参与捐赠的企业相对于不参与捐赠的企业的累计异常收益率较高<sup>[23]</sup>。傅超和吉利发现,企业在面临诉讼风险时,通过捐赠可以缓解不理想的经济后果<sup>[24-25]</sup>。吉利发现,在面临环境规制冲击时,企业社会责任能有效缓解环境规制的冲击,从而带来累计异常报酬率<sup>[25]</sup>。冯丽艳等研究表明,在金融危机期间,积极承担社会责任有助于企业更好地抵御金融危机的负面影响,良好的社会责任表现能显著降低企业面临的风险<sup>[26]</sup>。宋献中等发现,企业社会责任信息披露可以通过声誉保险效应有效地降低股价崩盘风险<sup>[7]</sup>。这些研究结果都表明,中国企业社会责任具有声誉保险效应,能够减缓负面冲击发生时企业价值和股东财富的损失,发挥着“类保险”作用。

### (二) 企业社会责任与机构投资者行为

关于企业社会责任对机构投资者行为的影响,有两种假说:超级投资者假说和短视投资者假说。超级投资者假说认为,社会责任是机构投资者进行投资决策的前提,机构投资者在选择投资对象时,会首先排除社会责任表现最差的企业,而选择具有良好社会责任的企业能够降低投资的潜在风险。姜炎骏发现,投资者认为企业社会责任得分低者不真诚,不会选择该企业进行投资<sup>[23]</sup>。毛磊等分析了我国6类机构投资者持股偏好与企业社会责任的关系,结果表明基金持股偏好与社会责任绩效显著正相关<sup>[27]</sup>。

短视投资者假说认为机构投资者由于面临内外双重压力而不够重视企业社会责任。内部压力指机构投资者在进行投资决策时若过多考虑社会责任将减少可备选的投资方案,从而降低投资标的多样性,进而在短期增加了投资风险。而外部压力体现在机构投资者由于受到短期的绩效考核压力,不得不基于短期目标制定相应的持股策略,而注重企业社会责任的投资一般更倾向于其所带来的长期投资回报。在这种情况下,企业过分重视社会责任投资将得不到机构投资者的青睐。经验研究上,毛磊等在研究机构投资者持股与企业社会责任关系时,发现机构投资者在制定投资决策时并不是特别考虑企业道德伦理方面的表现,而是更加注重企业的经济价值<sup>[27]</sup>。黎文靖发现企业环境绩效对机构投资者持股比例有正向影响,并且这种影响只体现在长期机构投资者的持股比例上,短期机构投资者的持股比例不受企业环境绩效的影响<sup>[28]</sup>。

### (三) 市场环境 with 基金投资行为

许多文献研究了市场环境对基金投资行为的影响。有学者研究了对冲基金在不同市场环境下的业绩表现及其持续性,发现大多数对冲基金在市场上涨时期的表现明显优于市场下跌时期<sup>[4]</sup>。Wermers 研究了市场环境对基金投资风格漂移的影响,发现风格的趋同性与市场环境有显著的关系:当股市下降时,风格趋同的基金能抵抗市场下降的幅度;而股市上升时,风格趋同的基金可超越市场平均水平<sup>[29]</sup>。Kempf 等研究了市场环境 with 共同基金风险调整行为的关系,结果表明在熊市阶段,上半期业绩不好的输家投资行为更为保守,降低后期预期风险调整<sup>[30]</sup>。我国学者也发现,在不同的市场环境下,投资者的投资行为表现出明显差异。肖继辉等发现输赢家的预期风险调整因股市表现而不同,其排名 - 风险调整敏感性与市场强度显著正相关,牛(熊)市特征越强则输(赢)家的预期风险调整越大(小)<sup>[31]</sup>。

由于不同市场环境下的基金投资行为存在显著差异,近年来,已有不少学者开始转向关注当遇到不利的市场环境时,基金是否会进行安全投资转移(Flight to Quality)。所谓安全投资转移,是指当市场环境陷入低迷时,市场不确定性和股票下跌风险增加,基金通过将投资转向更高质量、更低风险的资产,从而有效降低投资风险,增加投资收益的行为<sup>[32]</sup>。Beber、Brandt 和 Kavajecz 发现欧元债券市场中的共同基金在危机期间减少了低流动性资产的持有,持有更多的信用质量好、流动性强的政府债券<sup>[33]</sup>。Brunnermeier 和 Pederson 发现,当市场环境具有更多不确定性时,基金很可能调整投资组合,追求更低的风险和更好的业绩表现,更多地表现出风险规避<sup>[34]</sup>。Ng 发现,在政治不确定性加剧导致市场大幅波动的时期,投资者对盈余质量较低的股票的需求将下降,因为这些股票存在较大的不确定性和逆向选择<sup>[8]</sup>。

国内有关基金安全投资转移行为的研究尚不多。姜永宏等发现,基金具有挖掘未来价值信息的能力,表现

为对股票未来会计盈余的追求;基金在熊市表现出这种能力,遵循价值投资,而在牛市忽视价值投资,这是基金在不同市场环境中对信息优势的选择性表达<sup>[35]</sup>。彭文平等发现,当市场表现差时,基金将投资组合更多转向高盈余质量的股票;同时基金也更多持有盈余质量更高的非周期行业股票,组合资产在周期和非周期行业间的转移背后仍然是基于盈余质量的转移<sup>[9]</sup>。

整体上来看,现有研究发现了基金会根据不同市场环境调整投资组合。当市场环境差时,面临股票波动风险加大和投资者赎回压力,基金倾向于投资更多的信用质量好、盈余质量高和低风险的股票。研究也发现,基金在投资时会考虑企业社会责任。在股市动荡,环境不佳的情况下,基金为降低市场环境的影响,需要进行安全投资转移。理论上因为社会责任的“类保险”效应,社会责任高的股票股价更稳定,风险更小,可能成为基金安全投资转移对象。但是,基金在市场环境不佳时,是否会增加投资组合中的高社会责任股票进行安全投资转移,国内外尚没有文献进行研究。

### 三、研究假设

不同市场状态下,基金投资行为存在显著差异。牛市阶段,市场资金充裕,基金经理受业绩排名影响较大,更加关注短期业绩的提升,进而吸引更多的资金流,报酬激励占主导地位。而通过社会责任筛选股票增加了投资组合范围选择的约束条件,负面筛选的过程中将股票中收益高、风险高的酒精、烟草等行业排除在投资组合选择范围之外,进而影响基金业绩情况,降低投资回报率<sup>[36]</sup>。因此,在市场环境好时,基金可能出于对短期利益的追逐而忽视企业社会责任投资。然而,熊市时期,市场资金本就不充裕,基金经理为提升业绩而获得更多资金流的激励下降,受解职风险和因业绩表现不佳投资者赎回的影响较大,基金的投资行为倾向于保守<sup>[37]</sup>。此时,基金的避险意愿更强,从而进行安全投资转移,投资转向价值型、高盈余质量、高流动性和低波动性等防御性资产。根据社会责任声誉保险效应假说,企业形成良好声誉能够帮助企业建立与利益相关者的良好关系,增强抵御风险的能力;也可以作为一个缓解因素,减少负面事件和不利环境冲击对股价的潜在影响及市值损失,产生“类保险”效应。所以,市场表现不好时,积极承担社会责任的企业所形成的声誉资本,不仅可以正面影响利益相关者的投资行为,整体上降低企业自身的经营风险,增强企业自身抵御风险的能力,还能够减少负面事件发生时带来的不利影响,有效规避风险、危机对股价的潜在影响和市值损失。基于以上分析,本文认为,市场环境差时基金投资行为会更为保守,避险意愿更强,从而采取安全投资转移行为,投资更多转向能满足其避险需求的、抵御风险能力较强的社会责任绩效更高的公司。因此,本文提出假设1。

假设1:熊市时,基金将组合资产更多转向社会责任绩效高的股票。

根据基金锦标赛理论,在不同的市场环境(牛市或熊市),基金经理面临的报酬激励和解职风险不同,避险意愿也不同,其采取的安全投资转移行为可能存在差异。在熊市阶段,解职风险占主导,受报酬激励的影响因素较少,上半期业绩不好的输家投资行为更为保守,降低下半期预期风险。第一,在熊市期间,基金面临的投资风险更大,且市场中资金本就不充裕,良好的业绩也很难吸引更多的资金流,无益于管理费的赚取,输家冒险改善业绩的激励很弱。第二,熊市阶段,市场对基金的需求下降,新设基金减少或者部分基金被关闭,导致市场对基金经理的需求下降,此时基金经理面临很大的解职风险。基金经理在市场表现不好时被解雇的风险很高,导致业绩不好的基金冒险意愿很低。第三,基金因业绩表现不佳受投资者赎回基金份额的压力较大,业绩差的基金的赎回压力更大,导致其投资行为更为谨慎。基于这些原因,本文认为业绩差的基金(输家)在市场表现不好时,相对于业绩表现好的基金(赢家),投资行为更为保守,避险意识更强。基于此,本文提出假设2。

假设2:在熊市时,相对于赢家,输家的避险意愿更强,转向社会责任高的股票进行安全投资转移的程度更大。

我国证券投资基金投资行为受到资金流的显著影响,基金持有人行为对基金投资行为具有冲击效应,并直接影响基金经理的投资策略选择和资产组合调整<sup>[38]</sup>。资金流入或流出不同的基金,其承受的赎回压力不同,从而产生不同的避险意愿,做出的投资决策亦不相同。有大量净资金流入的基金更为自信,在面临市场不确定时,其所承受的赎回压力较小,避险意愿较弱;而净资金大量流出的基金,面临更大的赎回压力,其避险意愿更强,投资行为更加保守。基于该推断,即使市场表现不好,对于有大量资金流入或者资金流出较小的基金,其面临赎回压力很小,更有可能采取比较激进的投资策略,投资行为受市场环境不佳的影响更小,进行安全投资转移的需求也更低。基于此,本文提出假设3。

假设3:在熊市时,相比于净资金流多的基金,净资金流少的基金避险意愿更强,转向社会责任高的股票进行安全投资转移的程度更大。

作为机构投资者,基金经理具有信息优势和专业能力。基金经理凭借其信息优势和自身能力,在进行股票投资决策时,通过分析股票内在价值,选择被资本市场低估的股票,可以在未来获得更多收益。但是,大量研究证明基金经理能力存在个体差异,选股能力强的基金经理,具有更强的信息优势,表现为利用私人信息做出决策的能力更强,在未来能获得更多的超额收益。在熊市阶段,选股能力强的基金经理利用私人信息做出决策的能力更强,其信息筛选能力更强,对社会责任信息的依赖较弱;相反,选股能力弱的基金经理利用私人信息做出决策的能力较弱,更依赖具有普遍预测价值的信息,如社会责任信息的类保险功能,倾向于更多使用社会责任信息来避险。选股能力越弱的基金经理,其私人信息较少,规避风险的意愿较高,特别在市场不确定性高的熊市,其安全投资转向企业社会责任绩效高股票的程度越大。基于上述分析,本文提出假设4。

假设4:在熊市时,相比于经理选股能力强的基金,经理选股能力弱的基金避险意愿更强,转向社会责任高的股票进行安全投资转移的程度更大。

## 四、研究设计

### (一)样本选取与数据来源

本文选择2010—2017年我国主动管理的股票型和混合型开放式基金为样本,并剔除了:(1)指数型和保本型基金;(2)全球基金;(3)当年新成立的基金;(4)无法获得所持股票相关社会责任数据的基金。通过样本筛选,最终本文得到了2740只年度基金样本。本文中基金层面的数据如基金持股数量、基金规模等来自国泰安数据库;股票层面的数据如账面市值比、资产收益率等来自锐思数据库;企业社会责任评级数据来自于润灵环球(RKS)数据库。

### (二)变量定义

(1)牛熊市划分。本文参照蔡庆丰和刘锦<sup>[39]</sup>、彭文平等<sup>[9]</sup>的划分方法,采用A股市场年中市场指数的收益率描述当年的市场环境。这是因为根据锦标赛理论,基金会根据上半年的股市状态和业绩决定下半年的投资策略<sup>[40]</sup>。所以,按照相同逻辑,基金在决定是否采用安全投资转移策略规避风险时,会考虑上半年股市状态和业绩。2010—2017年上证A股指数的年中和全年指数收益率基本趋于一致,除了2014年例外。这表明采用年中指数收益率确定市场状态是合理的。

(2)安全投资转移。本文对安全投资转移(FTQ)的计算参照Cheng<sup>[20]</sup>的方法:首先,对各年度企业社会责任绩效按升序排列,并以30%、40%和30%为节点进行划分。其次,结合基金的持股情况,将基金持有的所有股票分配到不同的社会责任评级组别( $r$ ),针对每一只基金,计算出高、中、低三个社会责任绩效组所包含股票的组合权重,股票权重为持有的某只股票市值在基金所持全部股票市值总和中所占比重。最后,针对每一只基金,采用社会责任绩效高的组别中所包含股票的持股权重减去社会责任绩效低的组别中所包含股票的持股权重,计算FTQ。FTQ值越大,表示基金投资组合越倾向于持有社会责任绩效高的股票,安全投资转移程度越大。在稳健性检验中,本文用基金层面的企业社会责任绩效指标作为安全投资转移的替代变量;使用润灵环球数据库中有关企业社会责任评分作为社会责任绩效( $CSR\_stock_i$ )的代理变量,以 $CSR\_score_i$ 衡量基金所持股票的投资组合的企业社会责任绩效;对于某只基金, $CSR\_score_i$ 为该基金所持有股票 $i$ 的社会责任绩效( $CSR\_stock_i$ )加权平均值,权重为基金持有的股票 $i$ 市值占基金净值的比例。

(3)基金资金流。本文借鉴肖峻和石劲<sup>[41]</sup>的方法计算当期净资金流,以此作为基金资金流( $Flow_{i,t}$ )的衡量指标。 $Flow_{i,t}$ 的计算方法如下:

$$Flow_{i,t} = \frac{[TNA_{i,t} - TNA_{i,t-1} \times (1 + r_{i,t})]}{TNA_{i,t-1}} \quad (1)$$

其中, $TNA_{i,t}$ 、 $TNA_{i,t-1}$ 表示基金 $i$ 第 $t$ 期末和第 $t-1$ 期末的资产净值, $r_{i,t}$ 代表第 $t$ 期基金 $i$ 的单位复权净增长率(原始回报率)。该度量是主流方法,但相对粗略,因为其假设了基金每季新增的资金均在季度末流入,而且所有基金分红用于再投资,忽略了基金投资收益为该基金带来的净资产增长。因此,本文参照肖继辉<sup>[37]</sup>计算基金当期申购金额和赎回金额的方法,计算出基金净申购赎回金额 $B\_S_{i,t}$ 来衡量基金当期净资金流。

(4)基金历史业绩。本文采用基金过去一年的复权单位净值增长率指标( $Nvgrort$ )和过去一年的基金年收益率指标( $Nvyld$ )衡量基金的历史业绩表现。

(5)基金业绩。本文采用考虑投资分红的复权单位净值增长率( $Return$ )和经三因素模型和四因素模型调整后的风险回报率作为业绩衡量指标;采用基金业绩标准差( $Stdreturn$ )来衡量基金业绩波动性。三因素和四因素模型采用月度数据进行回归。规模因子为资产规模小的上市公司与资产规模大的上市公司股票月度平均收益率之差;价值因子为高账面市值比的上市公司与低账面市值比的上市公司股票月度平均收益率之差;动量因子为前24周收益好的上市公司与前24周收益差的上市公司股票月度平均收益率之差。

(6)基金经理的选股能力。本文采用月度CL模型、TM模型来衡量基金经理的选股能力( $skiu$ )。另外,在稳健性检验中,以三(四)因子模型滚动回归结果中的 $R^2$ 作为基金经理能力的替代变量,衡量基金经理选股能力。

(7)基金特征控制变量。大量的研究表明基金规模会对基金的资产组合配置产生一定的影响<sup>[42]</sup>,本文用基金期末净资产的自然对数衡量基金规模( $LnTNA$ )。基金周转率能够体现基金的主动交易行为<sup>[43]</sup>,基金在进行安全投资转移的时同样会将流动性因素加以考虑,本文用基金在 $t$ 年度股票交易额(基金在 $t$ 年度买入股票的成本与卖出股票的收入的平均数)与期初、期末净资产的平均数之比表示基金周转率( $Turnover$ )。基金年龄、持仓比率、基金费率等因素对基金业绩存在显著影响<sup>[44]</sup>。文中引入基金年龄、持仓比率及基金费率等指标作为基金特征控制变量。本文用样本统计日期减去基金成立日期取对数表示基金年龄( $LnAGE$ );用基金持股市值与基金净资产之比表示持仓比率( $Stockperc$ );用基金费用总额与基金净资产之比表示基金费率( $RE$ )。

(8)基金投资组合特征控制变量。基金经理在进行资产组合的投资决策时,偏好选择股价波动小、账面市值比低、财务业绩优的股票进行投资,以达到风险规避的目的。为防止基金所持股票收益波动、账面市值比和收益率等方面因素对基金资产组合产生干扰,本文将基金收益波动性、基金层面账面市值比以及基金层面公司业绩指标作为基金投资组合特征控制变量。本文用基金所持股票日收益标准差的加权平均数表示基金收益波动性( $Fund\_VOL$ )。社会责任绩效较高的股票通常股价波动较少,其预期的系数为负。本文用基金所持股票账面市值比的加权平均数得到基金层面的账面市值比( $Fund\_BM$ )。高价值的股票(如账面市值比大)通常社会责任绩效更高,预期系数为正。本文采用基金所持股票 $ROA$ 的加权平均数表示基金层面的公司业绩( $Fund\_ROA$ ),鉴于已有文献发现社会责任与公司财务有绩效的关系不确定,系数的符号不确定。

(9)投资策略控制变量。面临市场不确定性程度较高时,基金可以采取多种方式分散风险,比如将投资转向低 $\beta$ 值的股票,选择高价值、大规模或者高流动性的股票进行投资。投资这类股票在一定程度上可以缓冲较差市场状态对投资组合的不利影响。因此,本文认为,在研究基金利用社会责任保险进行避险时需要控制基金在市场状态差可能采取的其他策略性投资转移。本文对于策略性投资转移的控制首先考虑变量 $Difbeta$ 。该变量的计算方式与 $FTQ$ 类似,只是该变量的排序基础为根据资本资产定价模型(CAPM)所得股票的Beta值。其次用基金所持股票的低 $\beta$ 值组所占权重减去高 $\beta$ 值组所占权重。较高的值表明基金倾向于投资低 $\beta$ 值的股票。考虑到基金可能根据股票市值规模、股票流动性和股票账面市值比构建安全投资组合,类似地,本文构建了 $Difsize$ 、 $Diftturnover$ 和 $Difbm$ 这三个策略性投资转移变量,分别代表基金利用股票市值规模、流动性和账面市值比进行安全投资转移策略的构建。

### (三)实证模型

本文建立模型(2)对假设1进行检验,检验基金在市场表现不佳时,是否将投资转向具有“类保险”效应的企业社会责任绩效高的股票。

$$FTQ = \beta_0 + \beta_1 condition + \beta_2 LnTNA + \beta_3 Turnover + \beta_4 Lnage + \beta_5 RE + \beta_6 Stockperc + \beta_7 Fund\_VOL + \beta_8 Fund\_BM + \beta_9 Fund\_VOA + \beta_{10} Difbeta + \beta_{11} Difsize + \beta_{12} Diftturnover + \beta_{13} Difbm + \varepsilon_i \quad (2)$$

在模型(2)的基础上,本文分别加入资金流( $Flow/B\_S$ )、历史业绩( $Nvgrort/Nvyld$ )和经理选股能力( $Skiu$ )及其与市场表现( $condition$ )的交乘项对假设2至假设4进行检验,分别检验资金流不同、历史业绩表现不同、选股能力不同经理管理的基金在市场表现不佳时的安全投资转移行为是否存在差异。

此外,本文构建模型(3)检验基金安全投资转移行为对基金业绩的影响。

$$Return/Stdreturn = \beta_0 + \beta_1 FTQ + \beta_2 FTQ\_cond + \beta_3 cond + \beta_4 LnTNA + \beta_5 LnAGE + \beta_6 Turnover + \beta_7 RE + \beta_8 Stockperc + \varepsilon_i \quad (3)$$

## 五、实证分析结果

### (一) 描述性统计

主要变量的描述性统计见表1。*FTQ* 的均值为0.018,表明基金投资于社会责任高的股票权重比投资于社会责任低的股票权重多1.8%。基金持有高Beta股票相对于低Beta股票的权重少0.75%,持有大市值股票相对于小市值股票的权重多22.01%,持有高周转率股票相比低周转率股票的权重少6.61%,持有的高账面市值比股票相对于低账面市值比股票的权重多0.66%。总体来看,基金倾向于持有企业社会责任高、业绩好、波动率低、Beta低、市值大、流动性低和账面市值比高的股票。

### (二) 假设1的检验

本文首先对不同市场环境下,基金基于企业社会责任绩效进行安全投资转移的程度进行了组间均值检验。表2的结果表明,熊市期间基金进行安全投资转移的程度显著高于牛市期间。在熊市时期,基金投资于社会责任高的股票权重比投资于社会责任低的股票权重多2%;而在牛市时期,基金投资于社会责任高的股票权重比投资于社会责任低的股票权重多1.6%,两者之间存在显著差异。

表3为假设1的回归检验结果。在回归(1)列和(2)列中,解释变量市场环境(*condition*)都显著为正,结果支持假设1,即市场环境不佳时,基金利用企业社会责任绩效进行安全投资转移,转向社会责任高的股票。在基金特征层面变量中,*Fund\_VOL*的系数显著为负,*Fund\_BM*的系数显著为正,*Fund\_ROA*的系数显著为负,表明基金所转向的社会责任绩效更高的股票倾向于具有较低的收益波动性,较高的账面市值比或较低的收益率。*Difsize*的系数显著为正,表明基金基于股票市值的投资策略(从低市值向高市值转移)与基于企业社会责任的投资策略方向一致;*Difbm*的系数显著为负,表明基金基于股票账面市值比的投资策略(从高账面市值比转向低账面市值比)与基于企业社会责任的投资策略方向一致。

### (三) 假设2的检验

首先,本文按照基金资金流大小进行排序并将其分为十等分,资金流最多的划分为F10组,最少的为F1组。其次,本文采用均值检验比较不同资金流组别安全投资转移差异,结果见表4。在牛市中,组别F10和组别F1之间基于企业社会责任的安全投资转移行为差异不显著;然而,在熊市以及全样本期间,净资金流较少的组别F1利用企业社会责任进行安全投资转移的程度更高,均值检验的结果支持了假设2。

表1 描述性统计

	变量	样本数	均值	标准差	最小值	最大值
被解释变量	<i>FTQ</i>	2740	0.0187	0.0724	-0.2743	0.3604
解释变量	<i>Condition</i>	2740	0.5558	0.4970	0	1
基金特征控制变量	<i>LnTNA</i>	2740	20.7563	1.4714	16.2117	23.9896
	<i>Turnover</i>	2740	3.2387	2.9907	0.0728	31.2548
	<i>LnAGE</i>	2740	1.6398	0.5589	0.6931	2.7726
	<i>RE</i>	2740	0.0324	0.0155	0.0012	0.2252
	<i>Stockperc</i>	2740	0.0282	0.0122	0.0000	0.0803
	<i>Fund_VOL</i>	2740	0.0235	0.0082	0.0007	0.0557
	<i>Fund_BM</i>	2740	0.4012	0.1322	0.0077	0.8477
投资策略控制变量	<i>Fund_ROA</i>	2740	0.0600	0.0237	-0.0088	0.1680
	<i>Difbeta</i>	2740	-0.0075	0.2233	-0.8591	0.7632
	<i>Difsize</i>	2740	0.2201	0.2869	-0.9352	0.8862
	<i>Difturnover</i>	2740	-0.0661	0.2465	-0.8215	0.9081
	<i>Difbm</i>	2740	0.0066	0.3064	-0.8858	0.9163
基金业绩变量	<i>Return</i>	2740	0.0021	0.0047	-0.0103	0.0200
	3-factor alpha	2740	-0.0025	0.0135	-0.0641	0.0690
	4-factor alpha	2740	-0.0031	0.0137	-0.0598	0.0768
	<i>Stdreturn</i>	2740	0.0311	0.0161	0.0032	0.2569

表2 不同市场状态下基金安全投资转移均值检验

	熊市	牛市	<i>t-test</i>
<i>FTQ_mean</i>	0.0208	0.0161	0.0047(0.09)

注:括号内为*T*检验的显著性*p*值,下同。

表3 基于企业社会责任的基金安全投资转移

被解释变量	<i>FTQ</i>	(1)	(2)
解释变量	<i>condition</i>	0.089(6.60)***	0.132(7.61)***
基金特征控制变量	<i>LnTNA</i>	-0.003(-0.71)	-0.005(-1.34)
	<i>Turnover</i>	0.003(2.89)**	0.004(3.83)***
	<i>LnAGE</i>	0.021(1.29)	0.017(1.14)
	<i>RE</i>	-0.869(-4.74)***	-0.805(-4.86)***
	<i>Stockperc</i>	0.277(0.88)	-0.115(-0.38)
	<i>Fund_VOL</i>	-5.554(-8.27)***	-6.465(-6.77)***
	<i>Fund_BM</i>	0.552(17.53)***	0.834(13.05)***
投资策略控制变量	<i>Fund_ROA</i>	-0.298(-1.84)*	-1.705(-8.77)***
	<i>Dif_beta</i>		0.002(0.10)
	<i>Dif_size</i>		0.167(10.84)***
	<i>Dif_turnover</i>		0.016(0.88)
	<i>Dif_bm</i>		-0.241(-9.08)***
Year	Yes	Yes	
Constant		-0.032(-0.32)	-0.032(-0.36)
Observations		2740	2740
Adjusted R-squared		0.352	0.431

注:括号内为*t*值,\*\*\*表示*p*<0.01,\*\*表示*p*<0.05,\*表示*p*<0.1。下同。

表5为假设2的回归检验结果。各年份对资金流、净申购率进行排序和标准化,将其转化为相对数指标,以减少年份之间资金流差异的影响。在表5中,交乘项 *Flow\_cond* 和交乘项 *B\_S\_cond* 均显著为负,与假设2相符,即在熊市阶段时,净资金流较少的基金,其避险意愿更强,安全投资转向社会责任高的公司投资的程度较高。

(四)假设3的检验

首先,本文根据基金上一年的复权单位净值增长率(*Nvgrort*)和收益率(*Nvyld*)进行排序,将基金样本分成十等分,历史业绩表现最

表4 不同资金流基金组别的安全投资转移差异

<i>Flow</i>	<i>FTQ</i>			<i>B_S</i>	<i>FTQ</i>		
	牛市	熊市	全样本		牛市	熊市	全样本
F1	0.0241	0.094	0.063	F1	0.0454	0.0494	0.0476
F2	0.0316	0.0669	0.0512	F2	0.0396	0.0610	0.0515
F3	0.0441	0.0607	0.0533	F3	0.0384	0.0542	0.0473
F4	0.0432	0.0395	0.0411	F4	0.0239	0.0596	0.0436
F5	0.0199	0.0474	0.0352	F5	0.0282	0.0421	0.0360
F6	0.0465	0.0406	0.0432	F6	0.0279	0.0370	0.0330
F7	0.0291	0.0025	0.0144	F7	0.0368	0.0521	0.0452
F8	0.0542	0.0107	0.0299	F8	0.0555	0.0188	0.0350
F9	0.0497	0.0134	0.0296	F9	0.0370	0.0024	0.0179
F10	0.0368	0.0042	0.0186	F10	0.0457	0.0046	0.0228
F10 - F1	0.0126 (0.78)	-0.0899 (-6.24)***	-0.0444 (-4.03)***	F10 - F1	0.0003 (0.02)	-0.0447 (-3.60)***	-0.0248 (-2.42)**

表5 不同资金流基金的市场表现与安全投资转移回归分析

	<i>FTQ</i>	(1)	(2)	(3)	(4)
解释变量	<i>condition</i>	0.076(5.24)***	0.120(6.59)***	0.078(5.61)***	0.123(6.97)***
	<i>Flow_cond</i>	-0.014(-2.61)**	-0.013(-2.71)**		
	<i>Flow</i>	-0.001(-0.20)	0.000(0.04)		
	<i>B_S_cond</i>			-0.010(-2.25)**	-0.008(-1.91)*
	<i>B_S</i>			-0.002(-0.54)	-0.004(-0.93)
基金特征控制变量	<i>Turnover</i>	0.003(2.21)**	0.004(3.31)**	0.004(3.51)***	0.005(4.43)***
	<i>LnTNA</i>	0.000(0.07)	-0.003(-0.64)	-0.002(-0.39)	-0.004(-0.87)
	<i>LnAGE</i>	0.029(1.65)*	0.024(1.47)	0.018(1.12)	0.015(1.01)
	<i>RE</i>	-0.669(-3.22)**	-0.668(-3.58)***	-1.100(-5.35)***	-1.039(-5.53)***
	<i>Stockperc</i>	0.272(0.85)	-0.101(-0.33)	0.311(0.98)	-0.075(-0.25)
	<i>Fund_VOL</i>	-5.501(-8.14)***	-6.431(-6.55)***	-5.623(-8.32)***	-6.572(-6.86)***
	<i>Fund_BM</i>	0.543(16.99)***	0.823(12.53)***	0.544(17.17)***	0.829(12.99)***
	<i>Fund_ROA</i>	-0.270(-1.64)	-1.694(-8.54)***	-0.306(-1.89)*	-1.709(-8.78)***
投资策略控制变量	<i>Dif_beta</i>		0.002(0.14)		0.002(0.14)
	<i>Dif_size</i>		0.170(10.86)***		0.167(10.80)***
	<i>Dif_turnover</i>		0.017(0.91)		0.016(0.87)
	<i>Dif_bm</i>		-0.241(-8.91)***		-0.241(-9.15)***
	<i>Year</i>	Yes	Yes	Yes	Yes
	<i>Constant</i>	-0.119(-1.08)	-0.092(-0.92)	-0.049(-0.47)	-0.059(-0.62)
	<i>Observations</i>	2673	2673	2740	2740
	<i>Adj_R<sup>2</sup></i>	0.355	0.436	0.354	0.434

好的赢家为F10组,最差的输家为F1组。其次,本文采用均值检验比较不同历史业绩组别基金的安全投资转移差异,结果见表6。在牛市时,组别F10和F1之间存在显著的正向差异,牛市中历史业绩表现较好的基金更为保守,进行安全投资转移的程度更高;在熊市阶段,组别F10和F1之间存在显著的负向差异,即在熊市阶段历史业绩表现差的基金避险意愿更强,安全投资转移的程度更大。均值检验的结果支持假设3。

表7为假设3的回归检验结果。本文对各年份基金历史业绩指标进行排序和标准化,将其转化为相对数指标,以排除年份之间

表6 不同历史业绩表现基金组别的安全投资转移差异

<i>Nvgrort</i>	<i>FTQ</i>			<i>Nvyld</i>	<i>FTQ</i>		
	牛市	熊市	全样本		牛市	熊市	全样本
F1	0.0066	0.0835	0.0494	F1	0.0132	0.0790	0.0498
F2	0.0124	0.0743	0.0468	F2	0.0178	0.0453	0.0331
F3	0.0348	0.0473	0.0418	F3	0.0253	0.0501	0.0392
F4	0.0405	0.0563	0.0492	F4	0.0274	0.0585	0.0445
F5	0.0373	0.0392	0.0384	F5	0.0606	0.0410	0.0497
F6	0.0372	0.0350	0.0360	F6	0.0352	0.0277	0.0310
F7	0.0432	0.0200	0.0304	F7	0.0408	0.0296	0.0346
F8	0.0560	0.0324	0.0428	F8	0.0523	0.0215	0.0351
F9	0.0508	0.0038	0.0247	F9	0.0333	0.0200	0.0259
F10	0.0600	-0.0112	0.0202	F10	0.0728	0.0079	0.0366
F10 - F1	0.0534 (2.94)***	-0.0947 (-6.88)***	-0.0291 (-2.53)*	F10 - F1	0.0597 (3.36)***	-0.0712 (-4.95)***	-0.0132 (-1.45)



业绩差异。回归(1)列和(2)列中的 *Nvgrort\_cond*, 回归(3)列和(4)列中的 *Nvyld\_cond* 均显著为负, 与假设 3 相符, 即在熊市阶段, 历史业绩表现差的输家, 其避险意愿更强, 安全投资转向企业社会责任高的公司投资的程度更大。

表 7 不同历史业绩表现基金的市场表现与安全投资转移回归分析

	<i>FTQ</i>	(1)	(2)	(3)	(4)
解释变量	<i>condition</i>	0.079(5.72)***	0.123(7.02)***	0.080(5.70)***	0.123(6.95)***
	<i>Nvgrort_cond</i>	-0.014(-2.67)**	-0.014(-2.93)**		
	<i>Nvgrort</i>	0.004(1.16)	0.004(1.31)		
	<i>Nvyld_cond</i>			-0.013(-2.47)**	-0.014(-3.09)**
	<i>Nvyld</i>			0.003(0.70)	0.003(0.93)
基金特征控制变量	<i>Turnover</i>	0.003(2.64)**	0.004(3.59)***	0.003(2.96)**	0.005(3.91)***
	<i>LnTNA</i>	-0.003(-0.61)	-0.005(-1.22)	-0.004(-0.89)	-0.007(-1.57)
	<i>LnAGE</i>	0.020(1.22)	0.016(1.08)	0.018(1.11)	0.014(0.95)
	<i>RE</i>	-0.828(-4.51)***	-0.768(-4.53)***	-0.888(-4.85)***	-0.832(-4.96)***
	<i>Stockperc</i>	0.281(0.89)	-0.103(-0.34)	0.293(0.93)	-0.092(-0.30)
	<i>Fund_VOL</i>	-5.530(-8.26)***	-6.611(-6.84)***	-5.584(-8.32)***	-6.639(-6.95)***
	<i>Fund_BM</i>	0.551(17.46)***	0.837(13.06)***	0.552(17.54)***	0.838(13.14)***
	<i>Fund_ROA</i>	-0.290(-1.81)*	-1.679(-8.65)***	-0.287(-1.78)*	-1.680(-8.67)***
	投资策略控制变量	<i>Dif_beta</i>		0.007(0.42)	
<i>Dif_size</i>			0.167(10.84)***		0.167(10.86)***
<i>Dif_turnover</i>			0.015(0.82)		0.014(0.76)
<i>Dif_bm</i>			-0.243(-9.10)***		-0.243(-9.15)***
Year		Yes	Yes	Yes	Yes
Constant		-0.037(-0.35)	-0.035(-0.37)	-0.010(-0.10)	-0.004(-0.04)
Observations		2740	2740	2740	2740
Adj_R <sup>2</sup>	0.354	0.434	0.354	0.434	

(五) 假设 4 的检验

首先, 本文根据基金经理选股能力将样本基金进行十等分, 经理选股能力最好的为 F10 组, 最差的为 F1 组。其次, 本文采用均值检验比较不同选股能力经理所管理基金的安全投资转移差异, 结果见表 8。在熊市阶段, F10 与 F1 之间安全投资转移的程度显著为负, 结论与假设 4 一致, 熊市阶段经理选股能力弱的基金安全投资转移程度较大。在牛市阶段, 在用 TM 模型  $\alpha$  代表经理选股能力时, F10 与 F1 之间并不存在显著差异; 在 CL 模型  $\alpha$  代表基金经理选股能力时, F10 与 F1 之间的安全投资转移程度存在显著负向差异, 且牛市阶段经理选股能力高低极端组之间的安全投资转移差异小于熊市阶段。

表 8 不同经理选股能力基金组别的安全投资转移差异分析

<i>TM</i>	<i>FTQ</i>			<i>CL</i>	<i>FTQ</i>		
	牛市	熊市	全样本		牛市	熊市	全样本
F1	0.0332	0.0733	0.0555	F1	0.0770	0.1030	0.0914
F2	0.0400	0.0454	0.0430	F2	0.0454	0.0620	0.0546
F3	0.0377	0.0536	0.0466	F3	0.0395	0.0471	0.0437
F4	0.0384	0.0548	0.0474	F4	0.0373	0.0349	0.0360
F5	0.0348	0.0343	0.0345	F5	0.0600	0.0389	0.0483
F6	0.0653	0.0261	0.0434	F6	0.0386	0.0371	0.0378
F7	0.0421	0.0328	0.0370	F7	0.0283	0.0426	0.0362
F8	0.0432	0.0276	0.0345	F8	0.0263	0.0196	0.0226
F9	0.0195	0.0298	0.0252	F9	0.0213	0.0050	0.0122
F10	0.0249	0.0031	0.0127	F10	0.0047	-0.0097	-0.0034
F10-F1	-0.0083 (-0.40)	-0.0703 (-4.90)***	-0.0428 (-3.75)***	F10-F1	-0.0723 (-3.97)***	-0.1128 (-7.52)***	-0.0948 (-8.16)***

表 9 为假设 4 的回归检验结果。各年份对经理选股能力进行排序和标准化, 将其转化为相对数指标, 减少年份间的差异。回归结果中, 经理选股能力与市场状态的交乘项 (*Skill\_cond*) 在前三个回归中均显著为负, 表明相比牛市时期, 熊市阶段选股能力越弱的基金经理其安全投资转移的程度越大, 与假设 4 相一致。

(六) 基金安全投资转移的经济后果

根据社会责任声誉保险效应假说, 社会责任表现好的企业具有更稳健的经营和更好的管理, 降低了经营风险以及遭遇危机和外部环境的不利影响, 投资于这类企业的基金应能获得更好回报。因此, 在市场环境不佳时, 基金实施安全投资转移, 转向投资社会责任更高的公司, 不仅可以获得由于企业自身抵御风险能力强、经营业绩

稳定所带来的业绩回报,还能在风险事件发生时,获得企业“类保险”效用所带来的风险回报。所以,本文预期,基金转向企业社会责任绩效高的股票的程度越大,其业绩表现越好,且熊市更显著。积极承担社会责任的企业通过声誉保险效应能更好地防止股价崩盘风险,防止股价大幅下跌。社会责任水平较高的公司有更多的社会资本,在金融危机期间股价下跌得更少。因此,本文认为,积极承担社会责任的企业,在市场波动较大时,其市场反应稳定,股价波动性小。基金通过投资社会责任绩效高的公司时,其所具有的声誉保险效应,亦能有效缓解基金业绩波动,防止危机事件发生时,基金业绩的大幅下滑,从而稳定基金业绩表现。所以,本文预期,基金转向社会责任绩效高的股票程度越大,其业绩波动越小,且在熊市更显著。

表9 不同经理选股能力基金的市场表现与安全投资转移回归分析

	<i>FTQ</i>	(1)	(2)	(3)	(4)
解释变量	<i>condition</i>	0.085(6.08)***	0.128(7.33)***	0.088(6.27)***	0.131(7.60)***
	<i>Skill_cond</i>	-0.018(-4.10)***	-0.011(-2.69)**	-0.013(-2.83)**	-0.005(-1.13)
	<i>Skill</i>	0.019(5.57)***	0.014(4.04)***	0.014(3.71)***	0.009(2.45)**
基金特征控制变量	<i>Turnover</i>	0.002(1.71)*	0.003(2.87)**	0.003(2.15)**	0.004(3.23)**
	<i>LnTNA</i>	-0.005(-1.19)	-0.007(-1.72)*	-0.004(-0.98)	-0.006(-1.52)
	<i>LnAGE</i>	0.022(1.32)	0.018(1.19)	0.021(1.27)	0.017(1.16)
	<i>RE</i>	-0.525(-2.70)**	-0.541(-3.02)**	-0.688(-3.59)***	-0.660(-3.79)***
	<i>Stockperc</i>	0.132(0.42)	-0.219(-0.72)	0.181(0.57)	-0.196(-0.64)
	<i>Fund_VOL</i>	-5.775(-8.61)***	-6.508(-6.84)***	-5.842(-8.62)***	-6.476(-6.73)***
	<i>Fund_BM</i>	0.562(17.67)***	0.828(12.97)***	0.564(17.39)***	0.834(13.06)***
	<i>Fund_ROA</i>	-0.344(-2.14)**	-1.698(-8.76)***	-0.312(-1.94)*	-1.700(-8.78)***
	投资策略控制变量	<i>Dif_beta</i>		0.005(0.30)	
<i>Dif_size</i>			0.162(10.55)***		0.165(10.67)***
<i>Dif_turnover</i>			0.011(0.60)		0.013(0.72)
<i>Dif_bm</i>			-0.233(-8.74)***		-0.235(-8.84)***
<i>Year</i>		Yes	Yes	Yes	Yes
<i>Constant</i>		0.022(0.21)	0.007(0.08)	-0.000(-0.00)	-0.014(-0.16)
<i>Observations</i>		2740	2740	2740	2740
	<i>Adj_R<sup>2</sup></i>	0.36	0.435	0.356	0.433

本文根据安全投资转移的程度将样本基金分成十等分,安全投资转移程度最低的为F1组,最高的为F10组。本文采用均值检验的方法对比不同市场环境下不同安全投资转移程度的基金组别间的业绩差异,结果如表10所示。总体来看,基金在牛市的业绩好于熊市。在熊市时期,组别F10与F1之间存在着显著的正向差异,且在风险调整收益率(3-factor alpha和4-factor alpha)组别中差异更明显,表明在熊市时期,安全投资转移的程度越大,基金的业绩表现越好,说明基金采取的安全投资转移的避险策略是有效的。在牛市阶段,组别F10与F1之间的复权单位净值增长率(*Return*)存在显著的负向差异,风险调整收益率不存在显著正向影响。其可能的原因在于,牛市时期,基金选择企业社会责任较高的公司进行投资时,筛选股票增加了对投资组合范围选择的约束条件,负面筛选将股票中收益高、风险高的酒精、烟草等社会责任得分低的产业排除在投资组合选择范围外,可能降低投资回报率。所以,牛市时期投资转向社会责任得分高股票的程度更大,对基金的业绩表现呈现负向影响,或不存在显著影响。

表11采用均值检验对比牛熊市期间不同安全投资转移程度的基金组别业绩波动性(*Stdreturn*)差异。总体来看,无论市场状态是熊市、牛市或是全样本期间,安全投资转移最大组别F10与最小组别F1之间的业绩波动性均存在显著的负向差异,表明当基金向社会责任高股票转移的程度越大,基金业绩波动性越小,业绩表现越稳定。这与社会责任具有声誉保险效应的结论一致。在市场环境不佳时,社会责任具有“类保险”效用,有效缓解风险危机事件对股票价格的冲击。

表12为不同市场状态下安全投资转移对基金业绩以及业绩波动影响的回归结果。安全投资转移与市场状态的交乘项(*FTQ\_cond*)系数在前3个模型中显著为正,表明在熊市期间基金的社会责任安全投资转移程度越大其业绩表现越好。在回归(4)中,安全投资转移与市场状态的交乘项(*FTQ\_cond*)系数显著为负,表明在熊市基金的安全投资转移程度越大,其业绩波动性越小,业绩表现越稳定。

表 10 牛熊市期间不同安全投资转移程度的基金组别的业绩差异

FTQ 组别	牛市			熊市		
	Return	3-factor alpha	4-factor alpha	Return	3-factor alpha	4-factor alpha
F1	0.0051	0.0012	-0.0003	-0.0003	-0.0069	-0.0069
F2	0.0052	-0.0052	-0.007	-0.0001	-0.005	-0.0049
F3	0.0051	-0.004	-0.0061	0.0001	-0.0052	-0.0055
F4	0.0054	-0.0029	-0.0047	0.0001	-0.0038	-0.0036
F5	0.0049	-0.0018	-0.0037	0.0002	-0.0038	-0.0037
F6	0.0042	-0.0034	-0.0053	0.0002	-0.0042	-0.0042
F7	0.0036	0.0004	-0.0013	0.0001	-0.004	-0.0035
F8	0.0035	0.0015	0.0001	0.0003	-0.0012	-0.0013
F9	0.003	-0.0006	-0.002	0.0012	-0.0005	-0.0003
F10	0.0035	0.0027	0.0011	0.0019	-0.0007	-0.0003
F10 - F1	-0.0015 (3.06) ***	0.0015 (0.99)	0.0015 (0.99)	0.0022 (4.23) ***	0.0062 (3.90) ***	0.0065 (4.12) ***

表 11 牛熊市期间不同安全投资转移程度的基金组别业绩波动性差异

FTQ 组别	Stdreturn		
	牛市	熊市	全样本
F1	0.038	0.038	0.038
F2	0.0415	0.037	0.0391
F3	0.042	0.0342	0.0375
F4	0.0431	0.0316	0.0361
F5	0.0357	0.0304	0.0323
F6	0.0343	0.0296	0.0317
F7	0.0297	0.0256	0.0274
F8	0.027	0.0229	0.0248
F9	0.0246	0.0206	0.0225
F10	0.0246	0.0182	0.0211
F10 - F1	-0.0134 (-6.09) ***	-0.0198 (-25.52) ***	-0.0169 (-14.38) ***

本文进一步探究不同经理选股能力的基金利用安全投资转移规避风险时,其避险效果如何? 本文先根据安全投资转移的程度将样本基金分成十等分,安全投资转移程度最低的为 F1 组,最高的为 F10 组;再将基金按照经理选股能力分为高中低三组,采用均值检验方法检查经理选股能力高低组别间的业绩差异(结果略)。研究发现:熊市阶段,在经理选股能力低的组别中,安全投资转移的程度最大的组别 F10 与最小投资组别 F1 之间呈现出显著为正的业绩差异,表明在熊市阶段,经理选股能力越低的基金,进行安全投资转移的程度越大,业绩表现越好。随着经理选股能力的增强,其利用安全投资转移策略后带来的业绩效果趋向不显著。在牛市阶段,经理选股能力强的基金投资转向企业社会责任高的股票投资的程度越大,其业绩表现越差;而经理选股能力弱的基金在牛市中利用安全投资转移所带来的业绩表现没有显著差异。

表 12 不同市场表现中安全投资转移对基金业绩影响的回归分析

	(1) Return	(2) 3-factor alpha	(3) 4-factor alpha	(4) Stdreturn
FTQ	-0.006 *** (-6.82)	0.004(1.24)	0.004(1.41)	-0.041 *** (-10.31)
FTQ_cond	0.011 *** (9.95)	0.008 ** (2.11)	0.008 ** (2.09)	-0.007 * (-1.71)
condition	-0.005 *** (-35.99)	-0.003 *** (-6.21)	-0.002 ** (-2.96)	-0.006 *** (-12.49)
LnTNA	0.001 *** (3.44)	0.002 ** (2.62)	0.002 ** (3.05)	0.001 * (1.86)
Turnover	0.001 *** (13.33)	-0.000 (-0.68)	-0.000 ** (-2.49)	0.002 ** (2.66)
LnAGE	0.001 *** (3.88)	0.000(0.15)	-0.001 (-1.19)	0.003 *** (13.49)
RE	-0.121 *** (-9.04)	-0.230 *** (-6.08)	-0.179 *** (-4.81)	-0.057 (-1.41)
Stockperc	0.061 *** (5.88)	0.008(0.25)	0.007(0.21)	-0.041 (-1.24)
Constant	-0.012 ** (-2.60)	0.04775	-0.032 ** (-2.36)	-0.002 (-0.15)
Observations	2740	2740	2740	2740

## 六、稳健性检验

(一) 选择牛熊市转换前后期间子样本进行检验

如果样本年度是牛市或熊市占据主导,那么检验结果可能由于样本分布失衡而不稳健。为了更有效地检验市场环境对基金投资行为的影响,本文进一步选择牛熊市转换前后的子样本进行回归。方法如下:首先,选取牛熊市转换的前后年度;其次,根据市场状态的情况,确定牛熊市转换的期间。在确定样本期间后,本文选取出在牛熊市转换前后都能获取数据的基金,最终形成 1973 只基金年度子样本。表 13 的回归(1)给出了牛熊市转换前后期间子样本中安全投资转移的回归结果。解释变量的系数都显著为正,结果仍支持假设 1。

(二) 根据实际走势或重大事件来划分牛熊市

在稳健性检验中,本文根据市场的实际走势以及重大事件来划分“牛”“熊”市。由于基金会根据上半年的业绩水平决定下半年采取什么样的投资策略,确保年末的时候自己所管理的基金能获得较好的业绩和排名,基金经理在关注上半年业绩水平的时候,也会根据上半年股票市场的状态好坏,决定是否采用安全投资转移的策略规避风

表 13 稳健性检验的回归分析

FTQ	(1)	(2)	(3)
解释变量 condition	0.052(4.27) ***	0.103(5.38) ***	4.278(6.90) ***
基金特征控制变量	控制	控制	控制
投资策略控制变量	控制	控制	控制
Year	Yes	Yes	Yes
Constant	-0.077(-0.73)	-0.003(-0.04)	2.242(0.58)
Observations	1973	2740	2740
Adjusted R-squared	0.376	0.431	0.854

险,因此本文根据上半年业绩表现将2013年划分为熊市,2015年划分为牛市,最终将2010—2013年、2016—2017年划分为熊市,2014—2015年划分为牛市。回归结果如表13的回归(2)列所示。解释变量市场状态的系数都显著为正,结果仍支持假设1。

### (三)将基金持股的企业社会责任绩效作为安全投资转移的替代变量

本文将基金在第*t*期所持股票投资组合的企业社会责任绩效(*CSR\_score*)作为安全投资转移的替代变量,进一步研究基金在不同市场状态下所持股票层面的企业社会责任是否存在差异。均值检验的结果表明,基金所持股票的企业社会责任得分在牛熊市组间存在显著差异。在熊市中,基金所持股票的企业社会责任得分均值为19.98,比牛市中基金所持股票的企业社会责任得分均值(18.61)平均高1.37且在1%水平显著,和前文结论一致。表13的回归(3)列为市场表现与基金所持股票的社会责任绩效的回归结果,解释变量的系数都显著为正,结果仍支持假设1。

进一步检查牛熊市以及全样本期间不同净资金流基金所持股票的社会责任绩效组别差异。结果(见表14)表明,在熊市阶段,净资金流入最多的基金组别F10与流入最少的基金组别F1之间,其所持股票投资组合的企业社会责任绩效呈现出显著为负的差异,说明熊市时期净资金流越少的基金,避险意识越强,越倾向选择社会责任高的股票进行投资,结果仍支持假设2。

表14 不同净资金流基金组别所持股票的企业社会责任绩效差异

<i>Flow</i>	CSR			B_S	CSR		
	牛市	熊市	全样本		牛市	熊市	全样本
F1	19.6528	21.8069	20.8504	F1	20.8946	20.2438	20.5328
F2	19.4383	19.8432	19.663	F2	21.0252	20.6601	20.8226
F3	20.4751	20.5441	20.5136	F3	20.8801	20.7306	20.7966
F4	21.1456	19.5555	20.2687	F4	19.7450	20.4523	20.1350
F5	19.2094	20.2398	19.7826	F5	19.8651	18.6213	19.1731
F6	21.8348	19.1078	20.3109	F6	19.0795	18.1495	18.5598
F7	21.477	17.0974	19.0618	F7	20.5660	19.2157	19.8213
F8	20.757	17.5995	18.9939	F8	21.6510	17.8171	19.5101
F9	20.3321	17.7695	18.9105	F9	20.3375	17.1483	18.5683
F10	19.7112	16.0664	17.6775	F10	19.9447	16.6519	18.1074
F10 - F1	0.0585(0.04)	-5.7405(-5.05)***	-3.1729(-3.62)***	F10 - F1	-0.9499(-0.71)	-3.5919(-3.81)***	-2.4253(-3.04)***

此外,本文检查了牛熊市以及全样本时期,不同历史业绩表现基金所持股票的社会责任绩效组别差异。结果(见表15)表明,在熊市时期,历史业绩表现最好的基金组别F10与最差的基金组别F1之间,基金所持股票的企业社会责任绩效呈现出显著为负的差异,表明熊市时期,历史业绩表现差的基金,其避险意识更强,更倾向选择社会责任高的股票进行投资。另外,在牛市时期,历史业绩表现最好的组别F10与最差的基金组别F1之间,所持股票的社会责任绩效呈现出显著为正的差异,表明牛市时期,历史业绩表现较差的基金其投资行为更为冒险、避险意愿较弱,而业绩表现好的基金更加保守、避险意识更强,更倾向选择社会责任高的股票进行投资。上述结果仍支持假设3。

表15 不同历史业绩表现基金组别所持股票的企业社会责任绩效差异

<i>Nvgrort</i>	CSR			<i>Nvylld</i>	CSR		
	牛市	熊市	全样本		牛市	熊市	全样本
F1	19.4576	21.3488	20.5090	F1	19.8737	20.6349	20.2969
F2	19.3219	21.8834	20.7429	F2	18.6286	19.4559	19.0876
F3	19.9094	18.5393	19.1444	F3	19.6864	18.9744	19.2888
F4	20.1996	20.4734	20.3506	F4	19.7843	19.9891	19.8973
F5	20.1817	19.0818	19.5698	F5	21.1883	19.4742	20.2347
F6	19.5936	19.2534	19.4035	F6	19.6172	18.3783	18.9249
F7	21.0799	18.7794	19.8112	F7	21.3158	19.0906	20.0887
F8	21.6505	19.2799	20.3267	F8	20.8251	19.2568	19.9494
F9	20.9718	16.4448	18.4605	F9	20.7242	17.5718	18.9754
F10	21.6349	14.6148	17.7179	F10	22.3454	16.8455	19.2766
F10 - F1	2.1773(1.56)	-6.734(-6.18)***	-2.7911(-3.13)***	F10 - F1	2.4717(1.77)**	-3.789355(-3.45)***	-1.0202(-1.15)

(四) 基金经理选股能力替代变量

本文以  $R^2$  作为基金经理选股能力的替代变量,做了不同经理选股能力基金组别的安全投资转移差异分析。结果(见表 16)表明,在熊市时期,经理选股能力最差的组别 F10,其安全投资转移的程度显著高于经理选股能力最强的组别 F1。结果支持假设 4。本文进一步做了牛市期间不同经理选股能力与安全投资转移交叉分组的业绩差异分析,结果(未报告)表明,无论是在牛市阶段还是熊市阶段,经理选股能力弱的基金安全投资转移程度越大带来的业绩表现越好,避险效果越好;然而,在牛市时期,经理选股能力强的基金经理转向社会责任高的股票程度越大时,其业绩表现越差,结果与前文一致。

表 16 不同经理选股能力基金组别的安全投资转移差异分析

R <sup>2</sup> _三因子			R <sup>2</sup> _四因子		
模型	牛市	熊市	模型	牛市	熊市
F1	0.0374	0.0232	F1	0.041	0.0255
F2	0.0543	0.0238	F2	0.0275	0.0282
F3	0.0438	0.0293	F3	0.0492	0.0349
F4	0.0387	0.0495	F4	0.0467	0.0268
F5	0.0436	0.023	F5	0.0366	0.0419
F6	0.0274	0.0423	F6	0.0402	0.0307
F7	0.0299	0.0384	F7	0.0572	0.0267
F8	0.0301	0.0369	F8	0.0391	0.0429
F9	0.0496	0.0609	F9	0.0179	0.0539
F10	0.0236	0.0537	F10	0.0233	0.0684
F10 - F1	-0.0139(-0.83)	0.0305(1.98)**	F10 - F1	-0.0177(-1.04)	0.0429(2.76)***

七、结论

市场环境好的牛市期间风险低,市场环境不佳的熊市期间风险走高。当市场环境不佳时,走高的风险对资产组合的影响也将水涨船高,此时,基金规避风险的需求更高。为了降低差的市场环境带来的投资组合下行风险,基金将把组合资产朝着更为稳健的股票进行安全投资转移。现有的研究表明,积极承担社会责任的企业所形成的声誉资本,能够形成声誉保险效应,不仅能够提升自身抵抗风险的能力,还能在负面事件发生时,缓解负面事件对企业产生的不利影响,防止股价大幅下跌和市值损失。因而,在市场环境不佳时,基金所持股票的风险较高,基金避险意愿增强,为了降低组合资产的下行风险,基金会进行安全投资转移,转向能满足其避险需求的社会责任绩效高的股票。本文以我国 2010—2017 年股票型和混合偏股型基金为研究对象,研究基金经理在市场环境不佳时是否出于避险需求采取了以企业社会责任为基准的安全投资转移行为。研究得出以下结论。

1. 在熊市时期,基金避险意愿增强,存在安全投资转移行为,在进行股票组合决策时,投资具有“类保险”效应的社会责任绩效更高股票的程度更大,以满足其避险需求,达成其规避风险的目的。基金利用企业社会责任进行安全投资转移,无论是在牛市或熊市时期,都能降低业绩波动性,表明基金利用企业社会责任信息进行投资转移能够获得更好的业绩稳定性。在熊市时期,基金安全投资转移与基金业绩显著正相关,基金安全投资转移程度较大的组获得了更好的业绩。所以,在市场表现不佳时,基金利用企业社会责任信息进行安全投资转移是有效的。

2. 在不同市场环境下,基金利用企业社会责任信息进行安全投资转移,受到资金流、历史业绩和基金经理能力的影响。实证检验结果表明,历史业绩差,净资金流少以及经理选股能力差的基金,在市场环境不佳时,其避险意识更强,更倾向利用企业社会责任进行安全投资转移,以达到规避风险的目的。

基金投资行为一直备受关注,不仅因为基金投资过程中委托代理关系的存在,还因为基金经理作为专业的投资者更能从繁杂的信息中识别有用信息加以利用。国内对于基金利用会计信息进行安全投资转移行为的研究仍十分缺乏,本文尝试性地进行了探索和研究,对于未来可能的研究拓展方向有以下几个方面:(1)从基金家族层面考虑基金安全投资转移行为。已有研究表明,基金家族中存在溢出效应,家族中的明星基金对于家族中的其他基金具有积极的作用,并且基金家族中也可能存在同时持股、内部利益输送等情况。本文对基金安全投

资转移是站在单个基金的角度,在未来的研究中,站在基金家族的角度考虑基金安全投资转移以及由此带来的基金业绩变动是值得尝试和探索的。(2)考虑基金在不同金融市场之间的安全投资转移。本文对基金安全投资转移行为的研究选取的是股票型和混合型基金,因此针对的主要是股票市场内部的安全投资转移行为。但是基金的投资对象越来越多元化,基金是否也可能通过将资产转向不同的金融市场(比如在股票市场和债券市场之间进行投资转移)进行分散化投资。尤其当其中某个金融子市场处于动荡时期时,是否会存在市场之间的避险行为,尚未有文献进行研究。

#### 参考文献:

- [1] 张正勇,谢金. 机构投资者关注企业的社会责任绩效吗? [J]. 南京财经大学学报,2018(2):99-108.
- [2] 孙泽靓,任悦,林君彦,等. 企业社会责任与基金持股比例关系研究[J]. 知识经济,2018(12):113-114.
- [3] Godfrey P C. The relationship between corporate philanthropy and shareholder wealth: A risk management perspective[J]. *Academy of Management Review*, 2005,30(4):777-798.
- [4] Choi J, Wang H. Stakeholder relations and the persistence of corporate social performance[J]. *Strategic Management Journal*,2009,30(8):895-907.
- [5] Porter M, Kramer M. Strategy & society[J]. *Harvard Business Review*,2006,84(12):78-92.
- [6] Guidry R P, Patten D M. Market reactions to the first-time issuance of corporate sustainability reports: Evidence that quality matters[J]. *Sustainability Accounting Management & Policy Journal*,2010,1(1):33-50.
- [7] 宋献中,胡珺,李四海. 社会责任信息披露与股价崩盘风险——基于信息效应与声誉保险效应的路径分析[J]. 金融研究,2017(4):161-175.
- [8] Ng J. The effect of information quality on liquidity risk[J]. *Journal of Accounting and Economics*,2011,52(2):126-143.
- [9] 彭文平,肖继辉,周玉娟. 市场环境与基金安全投资转移——基于盈余质量的研究[J]. 财经研究,2018,(11):4-17.
- [10] Balsam S, Bartov E, Marquardt C. Accruals management, investor sophistication, and equity valuation: Evidence from 10-Q filings[J]. *Journal of Accounting Research*,2002,40(4):987-1012.
- [11] Baker M, Litov L. Can mutual fund managers pick stocks? Evidence from their trades prior to earnings announcements[J]. *Journal of Financial & Quantitative Analysis*,2010,45(5):1111-1131.
- [12] Servaes H, Tamayo A. The impact of corporate social responsibility on firm value: The role of customer awareness[J]. *Management Science*,2013,59(5):1045-1061.
- [13] Flammer C. Does corporate social responsibility lead to superior financial performance? A regression discontinuity approach[J]. *Management Science*, 2015,61(11):2549-2568.
- [14] Becchetti, L R, Ciciretti I, Kobeissi. Corporate social responsibility and shareholder's value[J]. *Journal of Business Research*,2012,65(11):1628-1635.
- [15] Giuli A D, Kostovetsky L. Are red or blue companies more likely to go green? Politics and corporate social responsibility[J]. *Journal of Financial Economics*,2014,111(1):158-180.
- [16] Hemingway C A, MacLagan P W. Managers' personal values as drivers of corporate social responsibility[J]. *Journal of Business Ethics*,2004,50(1):33-44.
- [17] Godfrey P C, Merrill B C, Hansen J M. The relationship between corporate social responsibility and shareholder value: An empirical test of the risk management hypothesis[J]. *Strategic Management Journal*,2009,30(4):425-445.
- [18] Sen S, Bhattacharya C B. Does doing good always lead doing better to? Consumer reactions to corporate social responsibility[J]. *Journal of Marketing Research*,2001,38(2):225-243.
- [19] Aguilera R V, Rupp D E, Williams C A, et al. Putting the S back in corporate social responsibility: A multilevel theory of social change in organizations [J]. *Academy of Management Review*,2007,32(3):836-863.
- [20] Cheng B, Ioannou I, Serafeim G. Corporate social responsibility and access to finance[J]. *Strategic Management Journal*,2014,35(1):1-23.
- [21] Shiu Y M, Yang S L. Does engagement in corporate social responsibility provide strategic insurance-like effects? [J]. *Strategic Management Journal*, 2015,38(2):455-470.
- [22] Lins K V, Servaes H, Tamayo A. Social capital, trust, and firm performance: The value of corporate social responsibility during the financial crisis[J]. *The Journal of Finance*,2017,72(4):1785-1824.
- [23] 江炎骏,徐勇. 企业社会责任对负面事件发生时股东财富的影响[J]. 中大管理研究,2012,7(1):102-120.
- [24] 傅超,吉利. 诉讼风险与公司慈善捐赠——基于“声誉保险”视角的解释[J]. 南开管理评论,2017(2):108-121.
- [25] 吉利,王泰玮,魏静. 企业社会责任“类保险”作用情境及机制——基于新环保法发布的事件研究[J]. 会计与经济研究,2018(2):21-37.
- [26] 冯丽艳,肖翔,程小可. 社会责任对企业风险的影响效应——基于我国经济环境的分析[J]. 南开管理评论,2016(6):141-154.
- [27] 毛磊,王宗军,王玲玲. 机构投资者持股偏好、筛选策略与企业社会绩效[J]. 管理科学,2012(3):21-33.
- [28] 黎文靖,路晓燕. 机构投资者关注企业的环境绩效吗? ——来自我国重污染行业上市公司的经验证据[J]. 金融研究,2015(12):97-112.
- [29] Wermers R R. A matter of style: The causes and consequences of style drift in institutional portfolios[J]. *Ssrn Electronic Journal*,2012,53(25):5885-5895.
- [30] Kempf A, Ruenzi S, Thiele T. Employment risk, compensation incentives, and managerial risk taking: Evidence from the mutual fund industry[J]. *Journal of Financial Economics*,2009,92(1):92-108.

- [31] 肖继辉. 基金业绩对投资者申购、赎回行为的影响: 考虑股市表现的证据[J]. 审计与经济研究, 2016(4): 89-100, 25(1): 211-216.
- [32] McKay P. Investors pay more attention to profit purity[J]. The Wall Street Journal, 2006, 25(1): 211-216.
- [33] Beber A, Brandt M W, Kavajecz K A. Flight-to-quality or flight-to-liquidity? Evidence from the euro-area bond market[J]. Review of Financial Studies, 2009, 22(3): 925-957.
- [34] Brunnermeier M K, Pedersen L H. Market liquidity and funding liquidity[J]. Review of Financial studies, 2009, 22(6): 2201-2238.
- [35] 姜永宏, 饶育铭, 严伟健. 牛市还有“巴菲特”吗? ——基于牛熊市中基金投资行为的实证研究[J]. 投资研究, 2017(8): 52-64.
- [36] Capelle-Blancard G, Monjon S. Trends in the literature on socially responsible investment: Looking for the keys under the lamppost[J]. Business Ethics A European Review, 2012, 21(3): 239-250.
- [37] 肖继辉, 彭文平, 许佳, 等. 业绩排名与预期风险调整——考虑报酬激励与解职风险交互影响的新证据[J]. 经济学(季刊), 2016(3): 1177-1204.
- [38] 张宗新, 缪婧倩. 基金流量与基金投资行为——基于动态面板数据模型的实证研究[J]. 金融研究, 2012(4): 110-123.
- [39] 蔡庆丰, 宋友勇. 超常规发展的机构投资者能稳定市场吗? ——对我国基金业跨越式发展的反思[J]. 经济研究, 2010(1): 90-101.
- [40] Brown K C, Harlow W V, Starks L T. Of tournaments and temptations: Analysis of managerial incentives in the mutual fund industry[J]. The Journal of Finance, 1996, 51(1): 85-110.
- [41] 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]. 经济研究, 2011(1): 114-127.
- [42] Sirri E R, Tufano P. Costly search and mutual fund flows[J]. The journal of finance, 1998, 53(5): 1589-1622.
- [43] 刘莎莎, 刘玉珍, 唐涯. 信息优势、风险调整与基金业绩[J]. 管理世界, 2013(8): 67-76.
- [44] Chevalier J, Ellison G. Risk taking by mutual funds as a response to incentives[J]. Journal of Political Economy, 1997, 105(6): 1167-1200.

[责任编辑: 杨志辉]

## Market Environment, Social Responsibility Performance and Investment Transfer of Fund Security

XIAO Jihui<sup>1</sup>, CHEN Yuting<sup>1</sup>, PENG Wenping<sup>2</sup>

(1. School of Management, Jinan University, Guangzhou 510632, China;

2. South China Market Research Center, South China Normal University, Guangzhou 510006, China)

**Abstract:** When the market environment is not good and the uncertainty increases, the fund has flight to safe investment. The reputation capital formed by enterprises' active social responsibility has the function of "Class Insurance", which can prevent the stock price from falling sharply and the market value from losing in the face of negative events or uncertain environment impact. Will the fund transfer the investment portfolio to the stock with higher social responsibility performance for safety investment when the market environment is not good? Using the open-end fund samples from 2010 to 2017, this paper empirically tests the relationship among corporate social responsibility, market environment and flight to quality. It is found that when the market environment is not good, the demand for risk aversion of funds increases, and the investment portfolio tends to shift to the stocks with high social responsibility performance for flight to quality; further research shows that the characteristics of funds and fund managers, such as fund flow, performance and fund management skill, affect the flight to quality behavior of funds. For fund with less net cash inflow, poor historical performance, and managed by less skilled manager, the greater the degree of flight to quality through social responsibility. It is also found that the safe investment transfer behavior of the fund has a positive impact on the fund performance and fund income volatility.

**Key Words:** market environment; safe investment transfer; social responsibility performance; open-ended fund; corporate social responsibility (CSR)