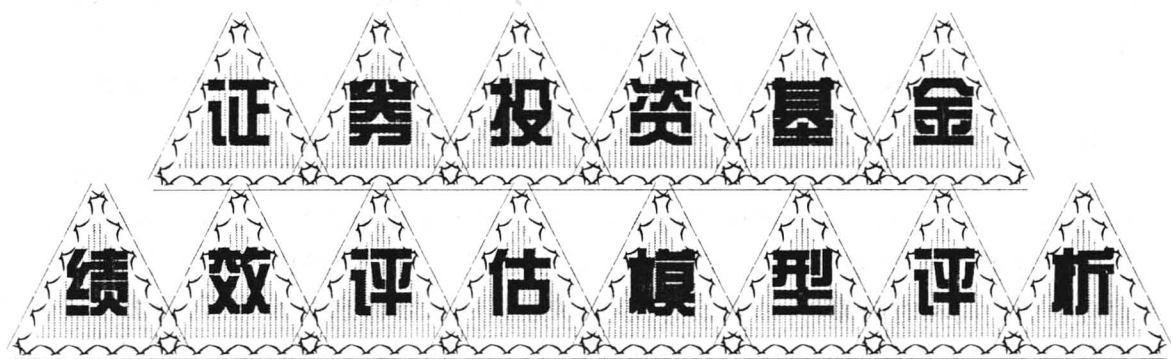




夏嘉霖

摘 要: 本文介绍了 3 种证券投资基金业绩评估模型, 并指出在运用国外一些成熟的基金绩效分析方法时, 必须结合我国证券市场的实际情况。

关键词: 证券投资基金; 绩效; 评估模型

中图分类号: F 830.91 **文献标识码:** A **文章编号:** 1006-1894(2003)05-0046-04

我国证券市场发展至今只有 10 多年时间, 而从 1998 年南方和国泰基金管理公司成立也仅有 5 年时间。当初管理层及广大投资者均对其寄予厚望, 希望证券投资基金作为理性的机构投资者, 起到稳定大盘、分散投资风险的作用。因此管理层从各方面予以政策扶持, 在这期间我国证券投资基金得以蓬勃发展。但 2000 年, “基金黑幕”一文公开报道后, 市场投资者对证券投资基金的投资理念和管理能力产生了极大的怀疑, 对投资基金在市场中的作用产生了动摇。如何评价投资基金在市场中的作用以及业绩的优劣, 一直为广大投资者所关注。

一、单因素业绩评估模型

自 20 世纪 60 年代以来, 有关投资基金的单因素业绩评估模型基本上没有太大的突破。仍以经典的 Treynor(1965)、Sharpe(1966)和 Jensen(1968)的 3 个指数模型为代表。单因素业绩评估模型在很大程度上简化了对投资基金的业绩评价过程。但是, 这 3 个单因素模型都是以资本资产定价模型(CAPM)为基础的。在 20 世纪 80 年代以后的学术争论中, 资本资产定价模型的正确性和实用性越来越受到学者的怀疑和指责。这将不可避免地影响到上述 3 个指数模型理论依据的坚实程度。

Treynor(1965)最早提出了基于风险因素的投资基金业绩评价指标, 称为“Treynor 指数”。为了衡量投资基金的风险, 每只基金的历史收益率变化与其相对应的系统风险都在该指数的计算过程中给予了考虑。系统风险则采用现代财务理论中广为应用的 β 值来进行衡量。在投资基金的运作过程中, 基金经理应该尽力通过投资组合的设定来尽可能消除系统风险。亦即将投资基金的超额收益率用系统风险进行单位化, 从而判断投资基金的运作是否合理、优秀。Treynor 指数的研究方法隐含了这样的信息: 基金的非系统风险都已经被消

除。所以,在对基金业绩进行衡量的时候,Treynor 指数所关注的仅仅是系统风险而已。但是,如果在实际操作中,投资基金的经理人员并没有完全消除非系统风险。也就是说当非系统风险仍然影响着基金业绩指标的时候,Treynor 指数的评估结果就存在误导性。

Sharpe(1966)的研究则对 Treynor 的“系统风险”进行了改良。他认为,管理水平不同的投资基金之间的风险差异在于非系统性风险。如果将单只基金的总风险划分为系统风险与非系统风险两部分,那么不同投资基金的总风险差异主要来自于非系统性风险的差异。对于管理水平较高、业绩较好的投资基金而言,其总风险会接近系统性风险;而对于管理水平不好、业绩欠佳的投资基金而言,由于其非系统性风险的增加将直接导致总风险的增加。所以,在用指数指标进行投资基金业绩判断的时候应该采用总风险而非系统风险来度量基金运作的优劣。投资基金的历史收益率变化,也就是单只基金的总风险用投资基金历史收益率的标准差 δ 来衡量。由于引入了总风险的因素,Sharpe 指数能够反映投资基金经理分散和降低非系统风险的能力。多数国外的实证研究结果表明 Treynor 与 Sharpe 的指数评价结果相差不大。

Jensen(1968)依据资本资产定价模型,首先计算单只基金历史收益率的期望值和市场历史收益率的期望值。因为这些估计量很可能不同于用历史数据直接计算出的直线拟和估计量。而这两类估计量偏离的程度恰好可以用来衡量投资基金的实际收益与预期收益的偏离程度。这个偏离程度的大小就可以反映投资基金实际收益超过与其承受风险对应的预期收益的多少。但是,与 Treynor 指数一样,Jensen 的评估量也存在非系统风险已经被全部消除的假设,评价过程中仅使用了衡量系统风险的指标—— β 值。所以,一次回归的 Jensen 指数具有与 Treynor 指数相类似的问题。

二、多因素业绩评估模型

单因素模型有其可操作性强、研究样本数据相对简单的优点。但是,单因素业绩评估模型在经济意义上比较武断,只是通过单只基金的历史收益率数据与市场状况进行比较就来评判投资基金的管理业绩是不全面的。资本市场中的不同投资基金都具有各自的风格与特点,有许多独特的因素都会影响到投资基金的运作,进而影响到投资基金的收益业绩。在对投资基金进行业绩评价的时候,只关注某一方面的数据影响显然是不太合理的。

多因素业绩评估模型是对单因素模型的改善。多因素模型最基本的原理就是在实证研究的过程中引入更多的基金特征变量,诸如投资基金规模、市盈率、账面价值与市场价值比等等,从而改善模型对投资基金业绩评价的效果。

多因素模型在一定程度上能够提高模型的解释说明能力,但是多因素模型的因素选取有先决的假设,任意两个因素之间以及任意因素与模型残差之间必须是不相关的。而经济研究中多数的指标因素都存在不同程度的相关性。尽管利用诸如变化率(差分)等方法可以消除一定的序列相关性,但是因素之间的相关性比较难以消除。所以,指标因素的选取在多因素模型的应用中就显得至关重要。同时,指标因素的选取往往受到个人研究方法与方向的主观影响,导致投资基金的业绩评估对指标因素的选取过于敏感,这可能在一定程度上影响到模型的解释说明能力。所以不能单纯地说多因素模型能够完全优于单因素模型,对此的争论在国内外尚无定论。

三、投资基金的市场时机把握能力评估模型

上述单因素模型与多因素模型评估的目标都是投资基金历史收益率的变化状况以及超额回报的多少。由于投资基金是由基金经理运作、希望借助投资组合与科学的管理方法充分分散投资者的投资风险从而使股东的权益最大化,所以学者在研究的过程中也很关注投资基金的管理者能力评价。资本市场作为最大的投资组合,其风险和市场状况在不断变化。投资基金经理一个最重要的责任就是适时把握市场变化,控制旗下基金的投资组合设定,在控制风险的前提下尽可能从市场波动中受益。这种把握市场状况有效调整投资组合的能力就是基金经理的市场时机把握能力(Market-timing ability)。

因为基金经理能够比较自由地转换投资组合,所以单只基金的实际风险(即 β)是随时间变化的。在 β 呈现变化的过程中,如果只应用简单回归得到的单一 β 值显然不能够较好地反映投资基金的业绩。这也是单因素模型的一个缺陷。研究者在后续的研究中逐渐引入了变化 β 值的概念,能够在一定程度上改善模型的说明能力。对 β 值的变动描述根据统计和计量经济学的发展应用为两类:采用二叉树模型或是依时间变动的随机模型。二叉树模型假设 β 的变动有上、下两个方向。在市场状况良好的情况下投资基金经理应该调整基金资产,投资风格积极一些,从而 β 值会增大。相反, β 值会减小。因此,根据市场状况的不同, β 就可以作为二项式的系数变量进行回归。在将 β 视为随时间变化的随机模型中, β 本身成为随机变化的因素,估计相对困难。

Treynor 与 Mazuy(1965)是目前公认的最早对投资基金业绩评价进行研究的学者。他们最早采用传统的二项式模型对投资基金的市场时机把握能力做了回归分析。二项式的引入是假设好的投资基金管理者能够在市场状况良好的情况下获得超出市场组合的超额风险收益,而在市场状况不好的情况下超额风险收益的下跌状况也要好于市场组合。所以二项式的系数可以作为衡量基金经理把握市场时机能力的指标。他们的研究结果表明,证券投资基金经理并不具有明显的市场时机把握能力。

Henriksson 与 Merton(1981)采用了二叉树随机模型来描述 β 的变化。他们的假设是:当市场状况良好时,市场组合的收益要优于无风险收益;相反如果市场状况恶化,市场组合的收益要比无风险收益低。投资基金经理的把握市场实际能力反映在其超额收益应该与市场组合收益与无风险收益的优者始终保持一致。通过对近12年间美国116家证券投资基金的研究,Henriksson 与 Merton 发现大多数投资基金经理并不具备明显的市场时机选择能力。

Chang 与 Lewellen(1984)进一步对二项式模型进行了改进,他们认为,如果基金经理有明显的市场时机选择能力,那么在市场多头的时候,基金经理能够获得不低于超额无风险市场收益率;而当市场空头的时候,基金经理能够获得不低于零的超额无风险市场收益。他们的模型与 Treynor-Mazuy 的模型很像,但是增加了对多头市场和空头市场状况因素划分。他们经过研究同样发现,证券投资基金经理并不具有明显的市场时机把握能力。

沈维涛和黄兴李(2001)应用了在实证研究中广为采用的风险指数调整的单因素模型和 T-M、H-M 模型对我国证券市场上现有的10只封闭、契约式证券投资基金业绩进行了评价研究。他们的研究结果表明,在经过了风险调整之后,我国现有的证券投资基金业绩总体上优于市场水平,同时这些证券投资基金良好的业绩是由基金管理者一定的证券选择能力

来获得的。他们的研究结果非常理想,应用资本资产定价模型得到的线性回归的 R^2 比较高,这与国际研究的一般结论有所不同。沈维涛和黄兴李的研究样本期限定在 1999 年 5 月 14 日至 2001 年 3 月 23 日。在研究中,他们并没有排除政策性的因素给证券投资基金带来的“优厚”条件。在 2000 年之前,我国的证券投资基金具有在证券一级市场优先申购的权利,新股的发行为证券投资基金的业绩表现立下了汗马功劳。沈维涛和黄兴李的研究并没有排除这类政策性因素的影响。本文认为,如果不能排除政策性因素的影响,得出证券投资基金业绩优于市场是由于基金管理者的良好能力的结论是比较牵强的。他们选取的研究期间正好是中国证券市场比较繁荣的时间。大市的良好走向可能会给证券投资基金业绩评价带来不公平的影响。

汪光成(2002)对我国证券投资基金的市场时机把握能力进行了实证研究。汪光成采用了 3 种基于资本资产定价模型的单因素指标和 3 种基于 Fama-French 3 因素模型的改进模型,对 1998 年 6 月 30 日至 2001 年 10 月 26 日我国证券市场上的 33 只证券投资基金进行了研究。其研究结果表明,我国的证券投资基金从整体而言缺乏对市场时机的把握能力,但是具有一定的证券选择能力,只不过这些能力对证券投资基金的收益贡献从统计上讲不显著。

国外成熟证券市场上,客观评价一只基金的业绩一般至少需要 5~10 年的时间,而目前我国的证券投资基金最长成立也只有 5 年,还有相当多的基金运作才 1~2 年,所以运用国外一些成熟的基金绩效分析方法,必须结合我国证券市场的实际情况,不能简单套用这些理论和方法来评价我国的证券投资基金。

(作者单位:上海证券交易所)

=====

(上接第 3 页)

解决诸如网上技术交易可靠性、安全性等问题,以确保技术贸易电子商务的健康发展。

3. 加快我国技术贸易内容和方式的优化 我国应从产业政策、税收法规等角度,促进技术引进中的“软件”比重提高。应该说,改革开放以来我国利用外资成绩显著,引进外资规模甚至已连续多年位居世界发展中国家之首。但是,我国利用外资中技术含量迄今不高。据美国《商业周刊》统计,在 2000 年世界排名前 1 000 家的企业中,真正在华建立科研机构的只有 29 家企业。所以,要抓住当前我国已经加入 WTO 的契机,通过进一步改善投资环境吸引更多外商技术密集型项目。要鼓励外资企业在中国设立研发中心和从事技术研发活动,并积极鼓励我国国内科研机构与外资企业、国外科研机构的合作。

4. 加快我国技术贸易制度的完善 我国应借鉴和参考国外的成功做法,并根据“新经济”条件下技术贸易发展的新要求,尽快补充、制定和完善现行技术贸易法规。要依据 WTO 有关规则,尽早出台我国的《电信法》、《电子商务法》等。另外,我国还应加强与其他国家的交流和沟通,主动参与有关技术贸易全球运作机制的制定,以尽可能争取和维护我国技术贸易利益。

(作者单位:南京大学)

参考文献:

- [1] 黄登春. 经济全球化时期发展新经济的理性思考[J]. 经济问题, 2002. 3.
- [2] 薛澜, 沈群红. 科技全球化及其对中国科技发展的政策涵义[N]. 科技导报, 2001. 12.
- [3] Manuel G. Scrapio., Donald H. Dalton: Globalization of Industrial R&D: An Examination of FDI in R&D in the United States. Research Policy, 1999(28).