

行为金融学理论与投资基金经理的选择

刘俊

(复旦大学国际金融系,上海 200433)

摘要:行为金融学理论着重分析金融市场中由于心理因素引起的投资者的失误偏差和市场的反常。传统的金融学理论确定投资基金经理的选择标准时仅考虑了经理对于信息的收集分析等能力。但是行为金融学理论认为人的心理因素有可能造成主观错误:如普遍性、显著性、过度自信、抛锚性等判断错误。这些主观错误会造成基金经理在市场中的过度反应与反应不足。投资者在确定投资对象与选择基金经理时,除了传统金融理论中的相关因素外,还必须考虑将要投资的基金的经理层是否具有行为金融理论以及决策科学方面的知识。

关键词:行为金融学;普遍性;显著性;过度自信;抛锚性;过度反应;反应不足

中图分类号:F830; F832.48 **文献标识码:**A **文章编号:**1001-9952(2002)04-0033-05

资本市场与机构投资者的发展使得投资基金逐渐成为资本市场中的主要投资机构,以共同基金、养老基金以及对冲基金等众多投资基金为主体的投资机构已经成为市场中最重要投资主体。投资基金地位的上升也使得投资基金逐渐成为居民投资者的重要投资对象,因此如何在众多投资基金中确定投资对象就成为众多学者研究的课题。

投资基金经理是投资基金的管理层,是基金投资策略的确定者和实施者。投资基金的选择在很大程度上就是对基金经理的选择。基金经理层的专业学识与心理素质也成为选择基金时的重要考虑因素。对于基金经理的选择以前主要是以传统的有效市场理论和信息理论为指导,但是随着金融理论的发展,行为金融学理论在这个领域显示出越来越重要的意义和作用。

一、行为金融学对传统理论的质疑

行为金融学主要讨论心理行为因素引起的投资者在市场行为中的偏差与反常(Robert J. Shiller, 1997),可以从以下几方面进行定义和描述:(1)行为金融学是新发展起来的传统经济学和金融学理论与心理和决策科学相结合的交叉边缘学科。(2)行为金融学试图通过投资心理因素来解释金融领域中观察到的反常情况。(3)行为金融学着重研究投资者在判断决策时为何会产生系统性错误。

传统的有效市场假说(EMH)是金融学领域一个非常重要的理论模型。EMH认为金融市场中的价格包含了一切信息,同时在任何时间证券价格可以看作投资价值的最优估计。根据行为金融学理论,EMH存在两个有关投资者行为方面的假设前提:一是投资者在使他们所拥有的证券组合价值最大化时所采取的行为模式是没有偏差的。二是投资者总是以自身利益最大化为目标。

行为金融学认为EMH本身并没有保证这两个前提一定成立。相反,行为金融学根据对实

收稿日期:2001-12-31

作者简介:刘俊(1975-),男,江苏扬州人,复旦大学国际金融系博士生。

际情况的分析,对这两个假设前提的正确与合理性产生了质疑,认为投资主体因为心理因素的影响会经常出现违反这两个假设前提的情况。传统理论中未能考虑到基金经理心理因素造成的主观错误与投资失误是较明显的缺陷,心理因素影响应该成为选择基金进行投资与选择基金经理时非常重要的考虑因素。

二、传统金融理论中对基金经理选择的考虑因素

根据投资战略与管理模式的不同,投资基金主要分为两类,即积极管理型投资基金与消极管理型投资基金。采用消极管理模式的投资基金以指数基金为代表,主要以复制与市场指数组成相同的证券组合为目标,以求达到市场收益水平,基金经理作用相对前一种基金的经理对于基金投资收益的重要性也较小。积极管理模式一直是传统上主流的基金管理模式,投资于积极型基金实际上就是希望投资基金的经理是能够准确发现和把握投资时机的投资专家,获得较高的收益。此时对于基金经理的选择就显得非常重要。

首先,从基金的发展来看,基金经理应该符合基金发展的总体要求。基金经理的类型应该与基金契约的要求相一致,基金经理的投资理念、操盘风格应该符合基金契约所规定的基金的投资理念与风格。同时市场也需要有自己或形成了自己投资理念与风格的基金经理,可以把经理放到最合适的基金内,使经理有更好的发挥。甚至可以根据基金经理的特点发起设立符合其方便其操作的基金,以便汇集这个基金经理的支持者,以求创造出更好的业绩,创造市场的品牌基金。这样基金和基金经理才能够相互协调、共同发展。

其次,合格的基金经理应该有丰富的金融专业理论与实践知识作为其从业的学术基础。经济学家已经发展了一整套的证券组合理论和股票市场实证研究技术。根据证券组合理论,每一项投资均可以用两种衡量手段来界定——预期回报和风险,基金经理进行大部分证券研究的目的都在于发现那些虽然有同等风险但回报较高的低估价值股票。

再次,基金经理应该具有良好的技术素质,如娴熟的操盘技术、准确的市场研判水平等。基金经理应当具有良好的信息来源渠道,能够获得较一般投资者更为准确和权威的信息,并对于未来有准确的预期。

传统金融理论对于证券市场的分析在很大程度上是以资本市场是否有效作为其理论出发点的,如果证券价格迅速地对所有相关信息做出完全反应,那么市场可以说是有效的;如果信息是相当慢地传播到整个市场,而且投资者要花费一定时间分析该信息,然后做出反应,这类市场被称之为相对非有效市场。即使在信息非完全有效传播的情况下,虽然市场价格所包含的信息仅为部分投资者所占有,但很多学者认为以投资基金为代表的众多投资机构,仍然可以通过支付一定的成本以获取信息,并在考虑信息成本的情况下达到收益最大化,市场仍然是一种有效的均衡(Grossman, S. J and J. E. Stiglitz, 1980)。但是,传统理论并没有能考虑到基金经理本身由于心理因素会对市场的判断出现失误。鉴此,行为金融学认为正是由于上述各种心理因素的影响,投资基金即使在支付了一定的成本以后也不一定能获得完全正确的信息或做出正确的投资决策,此时基金的投资行为也会偏离最优效率标准。

三、行为金融学对心理因素引起的判断错误的分析

传统的金融学理论中对于基金经理的选择标准未能考虑到经理自身心理因素对基金投资业绩的影响。根据行为金融学的理论,基金经理在投资决策时因为心理因素的影响,会违背EMH的两个假设前提,产生主观错误和偏差,偏离收益最大化的目标。

(一)常见的主观错误类型有以下四种

(1)普遍性:在对不确定的未来形成预期时,基金经理往往将当前的情况与以前相似的情况

相比,以得出结论。如果某一种情况反复出现,那么这种情况就会具有代表性,例如,利率的下调对于资本市场来说一般是利好消息。基金经理将会把这种代表性情况作为普遍性规律并当作预测个体情况的基础,当出现某种情况与普遍性规律表面相似而实质不同时,基金经理就有可能出现判断失误。

(2)显著性:对于不经常出现的小概率事件,一旦在一段时间内经常发生或经常被报道时,人们会倾向于明显高估这类事件的发生概率。例如虽然空难在现实生活中属于不经常发生的偶然性事件,但是如果媒体在一段时间内经常性地报道空难事件的发生情况,人们就有可能高估空难发生的可能性。

(3)过度自信:人的心理中往往有过分高估自己能力和知识的倾向,表现为投资决策中过分相信自身的判断和决策,而忽视了客观情况变化造成决策失误的可能性。

(4)抛锚性:人们在对于某件商品的价值进行判断时,通常需要一定的信息作为判断的参照标准,例如采用历史信息作为参照标准。最典型的例子是在房地产业的投资决策时,对于某一建筑物的价值的判断,往往需用周边的建筑物的价格作参考,这种周边建筑物的价格信息,就成为用来定位的一种信息锚。同样,基金经理在资本市场中对于某种证券价格的变动预测同样需要一定信息作为参照的锚,此时,类似行业、板块的证券价格以及待预测证券的历史价格均有可能成为用作参照的锚,但是锚并不能较长时间内一直保持准确性和有效性,因此会影响到预期的准确性。

(二)主观错误会使基金经理产生两种类型的投资失误

(1)反应不足:基金经理如果对自己的判断过度自信,或是一味依赖过去的历史经验作为判断的参照依据(即抛锚性错误),就有可能对市场中出现的新趋势和新变化反应迟钝,丧失了获利的良好时机。以美国著名的老虎基金管理公司为例,该公司创建于1980年,旗下管理着众多的对冲基金,极盛时每年的投资回报率高达32%,但是该公司却被迫于2000年正式结业,有一个重要的原因就是基金主管罗伯逊投资决策发生了严重失误。罗伯逊一向坚持“价值投资”理念,依据公司盈利能力确定合理价位,低价买入,高价卖出,但是1999年后在金融市场中出现了科技股的热潮,在这种情况下,罗伯逊仍然坚持自身的投资策略,依照过去的经验操作,低价买入了大量“旧经济”的传统型企业股票,先后沽空了两大热门科技股份 Lucent Tech 和 Micron Tech。这种反应不足的错误给整个老虎基金管理公司带来了灾难性的后果。仅以老虎公司持有22%股权的美国航空,12个月内下跌了近5成的市值,老虎公司损失惨重,老虎基金的每股资产从高峰的154万跌到2000年2月底的82万美元,跌幅达47%(黄少明,2000)。

(2)过度反应:普遍性和显著性的主观错误均有可能造成基金经理的过度反应的投资失误。与反应不足相反,过度反应是指未出现需要采取某种行动的事实时,投资者由于主观判断错误,以为事实已经发生并采取行动,从而出现投资失误。例如,某一公司的收益水平的增长率实际上是围绕期望值做随机波动,因此,该公司未来收益增长率上升和下降的可能性实际上是相同的。但是,如果在前一段时间内该公司收益增长率趋于上升,根据显著性原理,此时投资者对该公司未来就有可能过分乐观,从而在公司收益增长率并未明显改善时投资于该公司股票。仍然以老虎基金管理公司为例,由于较长一段时间内买入的“旧经济”的股票价格持续下跌,沽空“新经济”股票价格持续上涨后,老虎公司开始改变对于“新经济”股票价格的预期,并且在1999年底时在高价开始大量买入已成强弩之末的英特尔、戴尔等高科技股票,最终使得老虎基金的资产大幅度亏损。

四、心理因素与基金经理的选择

根据行为金融学理论,投资者在确定投资对象与选择基金经理时,除了传统金融理论中的考

虑因素,还必须从行为金融理论出发进行考虑。

首先,优秀的基金经理应该具有雄厚的专业学术基础和丰富的金融专业理论与实践知识。受过正规教育,知识背景丰富的经理对市场信息的收集分析能力和对市场的形势判断能力相对较强,这一点在发达国家中表现得较明显。1994年7月第四期的 Business Week 曾经公布过一个调查结果:将美国的大部分基金按照该基金中同样位置的经理是否是常青藤盟校毕业生划分,结果发现由常青藤盟校毕业担任经理的基金比其他基金的回报率高出40个基本点。芝加哥大学学者 Judith Chevalier 和 MIT 学者 Glenn Ellison 抽取了1988年到1994年期间美国的492个基金经理(限于增长和收入型基金)的样本数据进行了分析,研究表明:拥有 MBA 学位或者在作为学生期间 SAT 成绩优秀的基金经理,其管理的基金业绩显著优于没有 MBA 学位和 SAT 成绩平常的基金经理管理的基金业绩。基金经理毕业学校、学习成绩、从业年限等因素的差别所导致基金业绩的差别实际反映了经理金融专业知识、从业经验、利用社交关系网络能力、收集处理市场信息能力等方面的差别,因而也是投资者选择基金经理时应该考虑的因素(Judith Chevalier and Glenn Ellison, 1999)。

其次,优秀的基金经理不仅应具有良好的信息收集与信息分析处理能力,还应当了解市场中的投资者和自己会产生什么样的心理和行为偏差;优秀的基金经理应当能够避免由于自身的心理因素造成重大失误并且了解投资者的心理偏差和决策失误对市场产生的影响,并采取相应的投资策略。例如,根据行为金融学的理论,市场中的投资主体可能会对市场中的信息反应迟缓,在利好消息造成某种证券价格上涨后,这种上涨的趋势就有可能持续一定的时间。因此,买入价格开始上涨的证券,卖出价格开始下跌的证券的动量投资策略(Momentum Strategies)就成为投资基金可以选择的投资策略。此时,基金经理对于投资者的心理、对于市场延迟反应影响的性质和程度,以及证券价格变动的趋势和持续时间必须有深刻地了解和准确把握,才能在合适时机买入和卖出证券。此时对于投资大众心理的研究和把握就成为优秀的投资基金经理必备的一项重要能力。

再次,从大众投资者的角度来分析,在选择投资基金确定自身投资组合时必须考虑到基金经理对预期风险收益的影响和偏差。例如,如前文所述基金经理可能由于过于自信而过高估计自身的能力,此时基金经理就有可能为了获取较高的投资回报从事风险较大的投资(De Long J. Bradford, Andrei Shleifer, Lawrence H. Summers and Robert J. Waldmann, 1991)。同样在一段时期内投资业绩优秀的基金经理有可能为了保持自己的声誉而采取较以前更稳定的投资策略以降低基金投资组合的风险程度,从而锁定基金的投资收益。在以上两种情况下,居民投资者的投资组合的预期风险状况均有可能由于基金经理的行为被放大或缩小。因此,投资者在选择基金时必须对于经理人的心理变化和行为倾向进行关注,避免选定的投资组合的风险收益发生意外的变化。

最后,投资者还必须注意基金经理出于提高自身利益的心理动机可能会故意扭曲自身在投资者心目中的形象。例如基金经理会在投资基金信息披露日(如年报、中报公布日)附近调整投资头寸,以提升基金和经理自身在市场中的公众形象,研究表明许多投资机构在第四季度或年末具有买入风险较小、前一段时间内价格上升、收益为正的证券,卖出风险较大、前一段时间价格下跌、收益为负的证券的倾向(Josef Lakonishok et al, 1991)。因此,投资者在选择基金经理时需要考虑有关基金信息和数据的有效性和真实性。

综上所述,选择基金经理时需考虑多方面的因素。如果将具有良好的信息来源渠道的基金经理称为信息探索型经理,具有较强的信息分析研究能力的基金经理称为信息处理型经理,那么熟知并能运用行为金融学理论的基金经理就可以称为行为分析型经理。无论是选择还是培养基金经理都应当同时属于这三种类型。此外还有必要考虑到基金经理自身的心理因素对于基金投

资回报和基金形象的影响,这样投资者才能更有效地选择基金并获得满意的回报。

参考文献:

- [1] Daniel C. Indro, Christine X. Jiang, Michael Y. Hu, and Wayne Y. Lee. Mutual fund performance: does fund size matter? [J]. Association for investment management and research, May/June 1999.
- [2] De Long J. Bradford, Andrei Shleifer, Lawrence H. Summers and Robert J. Waldmann. The survival of noise traders in financial market[J]. Journal of finance, January, 1991.
- [3] Josef Lakonoshok, Andrei Shleifer and Robert. W. Vishny. Window dressing by pension fund managers[J]. American economic review 81, 1991.
- [4] Judith Chevalier and Glenn Ellison. Are some mutual fund managers better than others? Cross-sectional patterns in behavior and performance[J]. Journal of finance, June, 1999.
- [5] Louis K. C. Chan, Narasimhan Jegadeesh and Josef Lakonishok. Momentum Strategies[J]. NBER working paper 5373, 1995.
- [6] Meir Statman. Behavioral finance: past battles and future engagements[J]. Association for investment management and research, November/December 1999.
- [7] 黄少明. 从老虎管理公司结业看对冲基金命运[J]. 国际金融研究, 2000, (6).
- [8] 季敏波, 徐莉芳. 中国产业投资基金的发展与模式选择[J]. 财经研究, 2000, (5).

Behavioral Financial Theory and Investment Fund Manager's Choice

LIU Jun

(Department of International Finance, Fudan University, Shanghai 200433, China)

Abstract: According to traditional financial theory, when choosing one fund to invest, investors must consider whether the fund managers have the ability to gather information and process information better. Behavioral finance is a new field in economics. The theory of behavioral finance claims that investors and managers have many kinds of behavioral biases. These behavioral biases may result in some subjective mis-behaviors, such as representativeness, prominence, overconfidence and anchoring. Which may cause investors and fund managers to overreact and underreact in the market. The optimal fund manager must not only get much information and process information better, but also know the theory of behavioral finance and the impact of the investors' behavior biases to the market.

Key words: behavioral finance; representativeness; prominence; overconfidence; anchoring; overreact; underreact