文摘

行为金融学理论与投资基金经理的选择

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。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、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。

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、操盘风格应符合基金契约所规定的基金的投资理念与风格。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，甚至根据基金经理的特点发起设立符合其操作的基金，以汇集这个基金经理的支持者，创造市场的品牌基金。

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。

二、心理因素与基金经理的选择

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，这在发达国家中表现较明显。1994年7月第四期 *BusinessWeek* 曾经公布过一个调查结果：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，分析表明：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 (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；应当能够避免由于自身的心理因素造成重大失误，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，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。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。

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。基金经理可能由于过于自信而过高估计自身的能力，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，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。

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)。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，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。

原作者：复旦大学 刘俊

西南财经大学中国金融研究中心 苟宇 摘自《财经研究》