

基金经理的投资能力及其实证证据

——基于基金财富增加值的视角

廖长友¹ 赵修文²

(1.西华大学工商管理学院,四川 成都 610039;2.西华大学教务处,四川 成都 610039)

[摘要] 以基金经理从市场赚取的超额财富增加值为基础研究我国基金经理的投资能力。超额财富增加值等于基金经理从市场赚取的财富增加值(投资收入),减去基金持有人投资其他备选投资机会可以获得的财富增加值的余额。研究表明,我国基金经理具有投资能力,每只基金平均每年能够赚取超过市场平均水平的超额财富增加值0.28亿元,即使在扣除了基金的管理费、托管费、销售费等费用后,每只基金平均每年也能够为持有人赚取0.12亿元的超额净财富增加值。但进一步研究发现,基金经理的投资能力并不具有持续性。

[关键词] 投资能力;财富增加值;基金经理

[DOI 编码] 10.13962/j.cnki.37-1486/f.2016.06.012

[中图分类号] F832.5

[文献标识码] A

[文章编号] 2095-3410(2016)06-0100-09

一、引言

证券投资基金(以下简称基金)已经成为我国金融市场上的重要投资工具。目前,基金管理公司主要收入来源是按照基金净资产的固定比例提取的管理费。2014年末,股票型基金总资产共计5293亿元,其中,积极管理股票型基金总资产为2475亿元,占47%,被动管理股票型基金总资产为2818亿元,占53%。另一方面,2014年全年,积极管理型股票基金提取的管理费共计为29亿元,占全部股票基金提取管理费的76%。显然,积极管理型股票基金持有人支付的代价远远超过了指数型基金持有人支付的代价。然而,积极管理型股票基金的基金经理是否具有投资能力?是否能够为基金持有人赚取超过市场平均水平的回报?国外学者采用不同方法对基金经理投资能力开展了大量研究,迄今已历时半个世纪。这些方法总体上可以归为两大类:第一类方法运用CAPM及其扩展模型计算基金收益率与市场平均收益率相比的超额收益率(即alpha),以评价基金经理的投资能力;第二类方法基于基金持股组合数据计算基金超额收益率以评价基金经理的

投资能力。然而,Berk et al.(2015)^[1]认为,无论以何种方法计算的基金超额收益率,都只能用来测量基金经理为持有人赚取收益的高低,是一种衡量基金经理投资能力的相对指标,不能全面、准确评价基金经理的投资能力,而基金经理从市场赚取的超额财富增加值(value added)这个绝对指标才能更合理地度量基金经理的投资能力。超额财富增加值等于基金经理从市场赚取的财富增加值(投资收入),减去基金持有人投资其它备选投资机会可以获得的财富增加值的余额。本文采用Berk et al.(2015)^[1]的思路,根据我国基金市场上数据的可得性,改进了超额财富增加值的计算方法,研究我国积极管理型股票基金的基金经理投资能力。

本文的创新主要表现在以下三个方面:第一,Berk et al.(2015)^[1]基于回归方法估计基金超额收益率,再计算基金超额财富增加值。而本文根据基金定期公布的《业绩与收益分配表》中的投资收入数据,直接计算基金经理从市场上赚取的超过市场平均水平的超额财富增加值,改进了Berk et al.(2015)^[1]关于超额财富增加值的计算方法。第二,

[作者简介]廖长友(1970—),男,重庆永川人,西华大学工商管理学院副教授,经济学博士。主要研究方向:产业组织与证券投资基金。

计算基金超额财富增加值必须合理确定业绩比较基准。本文以基金市场上全部指数型股票基金的财富增加值作为积极管理股票型基金的业绩比较基准,改进了 Berk et al.(2015)^[1]业绩比较基准选择的方法。第三,国内现有相关研究大多基于 CAPM 及其扩展模型计算基金超额收益率来度量基金经理的投资能力,尚无以基金经理创造的财富增加值为基础研究基金经理投资能力的文献,因此,本文丰富了国内证券投资基金研究的文献。

二、文献回顾

国内外现有研究主要采用两类不同方法研究基金经理的投资能力,但对于基金经理是否具有投资能力至今没有确定回答。第一类方法运用 CAPM 及其变化形式计算与市场平均收益率相比的基金超额收益率(即 alpha),以评价基金经理的投资能力。其中,部分研究通过计算基金的 alpha 考察基金经理的股票选择能力,发现了基金经理没有股票选择能力的证据(Carhart, 1997^[2]; Fama 和 French, 2010^[3])。而 Kosowki et al.(2006)^[4]引入 Bootstrap 技术计算各种基于 CAPM 及其变化形式的 alpha,发现仅有大约 1%的基金经理具有真实的股票选择能力;Barras(2009)^[5]采用不同方法发现了与 Kosowki et al.(2006)一致的结论。另一方面,也有研究者同时考察了基金经理的股票选择能力与选时能力, Graham 和 Harvey (1996)^[6]发现了部分基金经理具有股票选择能力的证据,但没有发现基金经理具有选时能力的证据;而 Bollen(2001)^[7]运用条件 TM 模型和条件 HM 模型,以基金日度收益数据为基础,发现有 38%的基金经理具有选时能力。

第二类方法基于基金持股组合数据计算基金超额收益率以评价基金经理的投资能力。Grinblatt et al.(1993^[8])和 Chen et al.(2000)^[9]发现,从整体而言,基金经理具有选股能力。Daniel et al.(1997)^[10]提出了根据基金持股特征来衡量基金业绩的方法(即 DGTW 方法),发现基金经理具有证券选择能力,但没有选时能力。Jiang et al.(2007)^[11]却发现基金经理具有选时能力。随后, Elton et al.(2009)^[12]发现基金经理对市场时机的选择往往会导致随后较差的基金业绩。Kacperczyk et al.(2011)^[13]发现,在牛市中基金经理的股票选择能力

更为明显,而在熊市中基金经理的选时能力更为明显。Del Guercio et al.(2013)^[14]发现,那些不通过中介机构而是直接销售基金份额给持有人的基金能够获得超额收益,具有投资能力。还有研究者在采用不同方法对基金分组的基础上研究基金经理的投资能力,发现部分基金经理能够为持有人创造价值,具有投资能力,但也有部分基金经理却给持有人带来了损失,没有投资能力(Cremers and Petajisto, 2009^[15]; Huang et al., 2011^[16])。

国内学者大多运用 CAPM 及其变化形式研究基金经理的投资能力。有的研究发现基金经理具有一定的选股能力,但不具备选时能力(汪光成, 2002^[17];刘建桥, 2007^[18]),而另有研究却发现基金经理具备显著的择时能力,而不具备或仅具备很弱的选股能力(吴世农和李培标, 2001^[19];周泽炯等, 2004^[20])。谭政勋等(2004)^[21]却发现基金经理既没有证券选择能力,也没有时机选择能力。马超群等(2005)^[22]发现,基金经理具有显著的选时能力,许宁等(2009)^[23]发现少量基金经理具有选股能力,而廖长友(2012)^[24]和王珏等(2013)^[25]发现了部分基金经理具有选股能力和选时能力的证据。由上述可见,我国基金经理是否具有投资能力,具有何种投资能力(股票选择能力或选时能力),仍然没有确定答案。

然而, Berk et al.(2015)^[1]认为,无论是运用 CAPM 及其变化形式计算的基金超额收益率。还是基于基金持股组合数据计算的基金超额收益率,都不能用于评价基金经理投资能力。首先,扣除了基金运行费用的超额收益率,即净超额收益率,仅仅能够反映基金经理为持有人赚取的超额收益率。而 Berk et al.(2004)^[26]已经证明,如果市场竞争充分且投资者是理性的,在均衡时,净超额收益率并不取决于基金经理投资能力,而是由持有人之间竞争状态决定。其次,未扣除基金运行费用的超额收益率,即总超额收益率,也不能完全反映基金经理的投资能力。总超额收益率是一种衡量基金经理投资能力的相对指标,而不是衡量基金经理投资能力的绝对指标。例如, A 基金的资产规模为 100 亿元,而 B 基金的资产规模为 1000 亿元,在两只基金总超额收益率均为 5%的条件下, A 基金的基金经理从市场上赚

取了5亿元收入,这是该基金经理创造的财富增加值;而B基金的基金经理创造的财富增加值为50亿元,显然,即使两只基金的总超额收益率相同,但是B基金的基金经理管理的资产规模更大,从市场赚取了更多的财富,B基金的基金经理具有更高的投资能力。只有当各基金的资产规模相等时,总超额收益率才能作为度量基金经理投资能力的代理变量。因此,Berk et al.(2015)^[1]采用基金经理从市场赚取的超额财富增加值这一绝对指标衡量基金经理的投资能力。以 V_{it} 表示超额财富增加值,则:

$$V_{it} = q_{it-1}(R_{it}^E - R_{it}^B) \quad (1)$$

其中, q_{it-1} 为基金*i*在*t-1*期末的总资产; R_{it}^E 表示基金*i*未扣除运行费用的超过无风险收益率的总收益率, R_{it}^B 是基金业绩比较基准超过无风险收益率的收益率。从理论上讲, R_{it}^B 是持有人选择其他备选投资机会所带来的超过无风险收益的总收益率。 $R_{it}^E - R_{it}^B$ 是基金总收益率对业绩比较基准总收益率的偏离,即总超额收益率。总超额收益率可基于CAPM及其扩展模型估计得到(即传统文献中的gross alpha),也可基于基金持股组合数据计算得到。

$q_{it-1}R_{it}^E$ 是基金经理在时期*t*赚取的总财富增加值, $q_{it-1}R_{it}^B$ 是持有人选择其他备选投资机会获得的总财富增加值, V_{it} 度量了基金经理*i*从市场赚取的超过持有人投资其他备选投资机会所能够赚取的超额财富增加值。因此,基金*i*在时间周期 T_i 内 V_{it} 的均值即可用于测度基金经理在该时间段内的投资能力,即:

$$\hat{S}_i = \frac{\sum_{t=1}^{T_i} V_{it}}{T_i} \quad (2)$$

在一个有*N*只基金的市场中, \hat{S}_i 的平均值则可计算如下:

$$\bar{S} = \frac{1}{N} \sum_{i=1}^N \hat{S}_i \quad (3)$$

如果 \bar{S} 显著大于0,则表明从整体上而言,基金经理能够从市场上赚取超过市场平均水平的财富增加值,基金经理具有投资能力。

Berk et al.(2015)^[1]研究了1977-2011年间美国所有积极管理型基金的基金经理投资能力^①,结

果发现,积极管理型股票基金的基金经理平均每年能够赚取约200万美元的超额财富增加值,基金经理具有投资能力,而且这种投资能力在3-10年内都具有持续性。

从(1)式可见,计算基金经理赚取的超额财富增加值,正确选择基金财富增加值的比较基准是关键。从理论上讲,这种基准应该是基金持有人可以选择的最有利备选投资机会可能获得的财富增加值。但是,对研究者而言,基金持有人最有利的备选投资机会是不可能准确获知的,一般只能选择市场上可交易的具有可比性的投资工具作为持有人最有利的备选投资机会。Berk et al.(2015)^[1]选用美国先锋基金管理公司旗下的11只被动管理的指数基金构成的集合作为美国基金投资者最有利备选投资机会,并在此基础上计算财富增加值比较基准^②。

Berk et al.(2015)^[1]计算基金超额财富增加值的方法存在如下需要改进的地方:第一,Berk et al.(2015)^[1]选用美国先锋基金管理公司旗下11只被动管理指数基金构成的集合作为美国基金持有人最有利的备选投资机会,显然这不足以代表基金持有人能够选择的全部投资机会,因此,Berk et al.(2015)采用的财富增加值的比较基准是不准确的。事实上,由于Berk et al.(2015)需要运用回归方法计算各积极管理基金对每只指数型基金的风险暴露水平,导致不可能将更多指数基金纳入到投资者的备选投资机会集(否则回归方程解释变量的个数会迅速增加)。第二,Berk et al.(2015)以过去18个月的月度数据运用回归方法计算积极管理基金的风险暴露水平,由于解释变量多达11个,而观测值仅有18个,因此不能准确测度积极管理基金的风险暴露水平,最终得到的作为比较基准的财富增加值也不准确。本文根据我国基金市场上数据的可得性,改进了超额财富增加值的计算方法,在此基础上研究我国积极管理型股票基金经理的投资能力。

三、研究方法与数据

(一)研究方法

我国监管机构规定,基金管理公司必须每半年定期公布每只基金的《业绩与收益分配表》。《业绩与收益分配表》中包括基金投资收入和投资利润等数据。基金投资收入是基金经理在投资管理基金资

产过程中从市场赚取的总收入,包括基金经理运用基金资产在市场上进行各种证券投资获得的收入、利息收入以及其他各种形式的收入。基金利润是基金投资收入扣除了基金经理在管理基金资产过程中的各种费用后的净收入。这些费用包括基金管理费、基金托管费、交易费用、财务费用和销售费用等。其中,基金管理费是按净资产一定比例(一般为2%)提取的费用,归基金管理公司所得。基金利润是基金经理为持有人赚取的收入,最终归持有人所得。

在股票基金市场上,持有人可以选择积极管理型股票基金,通过承担较高风险以期获得较高收益;也可以选择被动管理的跟踪某种指数的指数型股票基金,获得市场平均收益。不同股票指数涵盖的股票范围各不相同,但市场上全部股票指数一般能够涵盖市场上所有的股票,故全部指数型股票基金的平均收益能够代表股票市场平均收益。因此,本文以全部指数型股票基金作为持有人的备选投资机会集,以全部指数型股票基金的财富增加值作为积极管理型股票基金的业绩比较基准,在此基础上计算积极管理型股票基金的超额财富增加值。积极管理型股票基金的超额财富增加值具体计算方法如下:

首先,计算指数型股票基金*i*在时期*t*的每单位资产带来的财富增加值^③:

$$gva_idx_{it} = \frac{income_{it}}{assets_{it}} \quad (4)$$

其中,*income*是基金投资收入,*assets*是基金总资产。

由此,所有指数型股票基金构成的投资机会集在时期*t*的每单位资产带来财富增加值则由(4)平均得到:

$$\bar{gva_idx}_{it} = \frac{\sum_{n=1}^N gva_idx_{it}}{n} \quad (5)$$

其中,*n*是指数型股票基金的总数。

其次,计算积极管理型股票基金*i*在时期*t*的每单位资产赚取财富增加值:

$$gva_{it} = \frac{income_{it}}{assets_{it}} \quad (6)$$

第三,计算每只积极管理型股票基金*i*在时期*t*的超额财富增加值 $egva_{it}$:

$$egva_{it} = (gva_{it} - \bar{gva_idx}_{it}) \times assets_{it} \quad (7)$$

在此基础上,计算基金*i*超额财富增加值 $egva_{it}$ 的均值 \hat{S}_i :

$$\hat{S}_i = \frac{\sum_{t=1}^{T_i} egva_{it}}{T_i} \quad (8)$$

其中, T_i 是基金*i*在样本中存在的时间长度,以半年度计算,如某基金在样本中存在了一年,则 $T_i = 2$, T_i 可以表示基金年龄。

第四,计算样本中所有积极管理型股票基金 \hat{S}_i 的均值 \bar{S} ,以从整体上度量所有积极管理型股票基金的投资能力:

$$\bar{S} = \frac{1}{N} \sum_{i=1}^N \hat{S}_i \quad (9)$$

其中,*N*是积极管理型股票基金的总数。

由于各只积极管理型股票基金的年龄不同,因此,每只基金在样本中所存在的时间长度各不相同。为了避免基金年龄不同可能产生对度量基金经理总体投资能力的影响,本文还计算了以基金年龄为权重计算的 \hat{S}_i 的均值 \bar{S}_w :

$$\bar{S}_w = \frac{\sum_{n=1}^N T_i \hat{S}_i}{\sum_{n=1}^N T_i} \quad (10)$$

(二)数据

本文数据取自深圳国泰安信息技术有限公司开发的中国开放式基金研究数据库(CFM)。CFM中将基金按照投资对象分为股票型、平衡型、债券型和货币型四类基金,其中股票型基金包括积极管理型基金和被动管理的指数型基金^④。本文以全部指数型股票基金的财富增加值作为业绩比较基准,研究积极管理型股票基金的基金经理投资能力。对于分级指数型基金,CFM中同时报告了母基金和各分级基金的《业绩与收益分配表》,由于母基金和各分级基金对应的是同一资产组合,由相同的基金经理管理,因此,本文仅将母基金纳入样本。同时,考虑到QDII基金的数量较少,而投资范围却覆盖较广(主要是亚太地区和美国),其中QDII指数基金数量更少,这些指数基金的投资范围多为美国股票市场,因此,以现有的QDII指数基金不能构建积极管理QDII基金的业绩

比较基准,故样本中排除了QDII基金。我们使用的样本涵盖的时间范围是2005年1月至2014年12月

之间^⑤。截至2014年12月,在本文所研究的样本中共有168只开放式积极管理型股票基金。

表1 样本内基金相关指标的描述性统计

	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	总计
基金数量	33	50	58	72	102	138	176	223	255	298	
非指数型基金数量	26	41	47	59	76	96	117	130	140	168	
基金总资产	535.59	799.88	6424.50	2903.31	5473.64	5085.33	4093.97	4485.05	3965.16	5292.59	
非指数基金总资产	410.78	718.37	5057.31	2314.84	3585.96	3246.89	2530.10	2431.76	2394.64	2474.64	
基金收入	-16.25	227.09	1964.15	-3330.2	2150.60	-129.95	-1164.7	272.51	245.17	1044.06	1262.49
非指数型基金收入	-10.69	194.01	1588.59	-2493.2	1577.90	73.58	-737.33	126.63	312.65	439.00	1071.11
基金管理费	7.63	7.36	49.52	59.35	58.72	63.54	60.16	51.36	49.47	37.87	444.98
非指数基金管理费	6.24	6.49	42.31	50.19	47.09	48.41	44.81	36.51	35.45	28.66	346.16
基金总费用	9.11	8.96	112.42	102.39	97.40	101.64	92.79	79.76	79.84	65.95	750.26
非指数基金总费用	7.41	7.88	95.66	87.96	79.81	79.28	70.63	57.90	58.11	50.55	595.19
基金利润	-25.37	218.13	1851.73	-3432.6	2053.20	-231.60	-1257.5	192.75	165.33	978.11	512.21
非指数型基金利润	-18.09	186.13	1492.92	-2581.2	1498.09	-5.71	-807.96	68.73	254.54	388.45	475.91

注:非指数型基金是指积极管理型股票基金。

表1给出了样本内基金的相关指标描述性统计结果。表1可见,股票型基金的数量一直保持较快的增长。2005年只有26只积极管理型股票基金,到2014年上升到168只,增长了5倍多。同时,指数型基金的数量也经历了快速增长,而积极管理型股票基金的总资产波动幅度较大。2007年,积极管理型股票基金总资产达到5057.31亿元,较2006年增长了6倍,但由于受全球金融危机的影响,2008年股市大幅下滑,积极管理型股票基金总资产缩水54%,只有2314.84亿元。随后几年积极管理型股票基金总资产规模变化不大,在2005年至2014年间,积极管理型股票基金通过投资运用基金资产,从市场上赚取了共计1071亿元的投资收入,但支出了包括交易费用、财务费用以及基金管理费等费用共计595亿元,归属基金持有人的投资利润仅有476亿元。进一步观察发现,基金管理公司提取的管理费随其管理的基金资产规模的变化而变化,平均每年提取管理费近35亿元。基金经理各年赚取的投资收入波动较大。2007年的投资收入总计1589亿元,获利丰厚,而2008年的投资收入总计-2493亿元,亏损巨大。投资利润也随投资收入而变化,波动幅度较大。显然,总体来看,在此期间持有人虽然获得了投资利润,但所获投资利润低于支付的各种费用,且承担了

较高风险,而基金管理公司却“稳赚不赔”。

四、实证证据

(一)基金经理的投资能力

表2和表3给出了样本内积极管理型股票基金的超额财富增加值(\bar{S} 和 \bar{S}_w)的描述性统计结果和假设检验结果。从表2 panel A可见,基金每半年赚取的超额财富增加值平均为0.14亿元(中位数为0.09亿元),表明平均每只基金每年能够从金融市场上赚取的超额财富增加值为0.28亿元(中位数是0.18亿元)。表3给出了对积极管理型股票基金赚取的超额财富增加值显著性检验结果,从表3 panel A可以看出,在1%的显著性水平上,基金的超额财富增加值显著大于0,从整体上来看,基金经理能够从市场上赚取超过市场平均水平的超额财富,具有投资能力^⑥。事实上,基金超额财富增加值 \bar{S} 大于0的基金占样本基金的71.42%,大部分基金能够赚取超过市场平均水平的财富。表2 panel B给出了按基金年龄加权计算的基金超额财富增加值的描述性统计结果。结果表明,基金每半年赚取的超额财富增加值平均为0.32亿元,与没有按基金年龄加权计算的基金超额财富增加值相比明显变大,表明成立时间较短的基金赚取超额财富的能力高于成立时间较长的基金^⑦。表3 panel B给出了对按基金年龄加权计

算的基金超额财富增加值做假设检验的结果。结果表明,在1%的显著性水平上,基金的超额财富增加值显著大于0,所得结果与表3 panel A一致。

表2 积极管理型股票基金的超额财富增加值描述性统计 单位:亿元

Panel A:基金的超额财富增加值 \bar{S}								
Mean	Std.Dev.	min	5%	25%	50%	75%	95%	max
0.14	1.47	-0.72	-1.4	-0.02	0.09	0.6	2.42	4.29

Panel B:基金的超额财富增加值 \bar{S}_w (按基金年龄加权)								
Mean	Std.Dev.	min	5%	25%	50%	75%	95%	max
0.32	0.99	-6.52	-0.31	-0.01	0.04	0.37	2.26	4.42

表3 积极管理型股票基金的超额财富增加值及其假设检验

Panel A:基金超额财富增加值 \bar{S}		Panel B:基金超额财富增加值 \bar{S}_w (按基金年龄加权)	
均值(亿元)	0.14	均值(亿元)	0.32
中位数(亿元)	0.09	中位数(亿元)	0.03
Shapiro-Wilk 正态性检验 P 值	0.00	Shapiro-Wilk 正态性检验 P 值	0.00
Wilcoxon 符号秩检验的 P 值	0.00	Wilcoxon 符号秩检验的 P 值	0.00
超额财富增加值 $\bar{S}>0$ 的基金占样本基金总数的比例	71.42%	各时期基金超额财富增加值 >0 的观测值占样本观测值总数的比例	61.62%

值得注意的是,基金的超额财富增加值 $egva$ 是度量基金经理赚钱能力的绝对指标,为了对比各只基金的超额财富增加值,必须对每只基金在每个时期 T 的超额财富增加值按其标准差作如下标准化处理:

$$SKR_i^T = \frac{\hat{S}_i^T}{\sigma(egva)} \quad (11)$$

其中, $\hat{S}_i^T = \frac{1}{T} \sum_{t=T-\tau+1}^T egva_{it}$, 是基金 i 从成立时间开始到截至时期 T 之前 τ 期内,基金经理在市场上赚取的超额财富增加值的均值。 $\sigma(egva) =$

$$\sqrt{\frac{\sum_{t=T-\tau+1}^T (egva_{it} - \hat{S}_i^T)^2}{\tau}}$$

,是基金 i 从成立开始到截至时期 T 之前 τ 期内,基金经理在市场上赚取的超额财富增加值的标准差^⑧。显然, SKR_i^T 也可以看作是在原假设

为 $H_0: SKR_i^T = 0$ 的条件下,对基金 i 在截至时期 T 的投资能力做假设检验的 t 检验统计量值。在此基础上,在每个时期 T ,按照 SKR_i^T 由小到大顺序对各基金排序,并平均分成 5 组,形成 5 个基金组合。

2. 计算各基金组合在时期 $T+1$ (考察期) 基金经理赚取的超额财富增加值

重复上述两步,按时间依次向前递延,便得到每个基金组合超额财富增加值的时间序列数据,各基金组合超额财富增加值及其显著性检验结果见表 4。

由表 4 Panel A 可见, SKR_i^T 最高的基金(第 5

(二) 基金经理投资能力的持续性

前述研究结论表明,从整体上看,基金经理能够从市场上赚取超过市场平均水平的财富增加值,具有投资能力,但是,基金经理能够持续从市场上赚取超额财富增加值吗? 本节根据基金经理投资能力的差异,在构建基金组合的基础上研究基金经理投资能力的持续性。具体分为两个步骤:

1. 在时期 T , 按照基金经理投资能力对基金排序,构建基金组合

组),在下一个半年中赚取的超额财富增加值为 0.69 亿元, SKR_i^T 最低的基金(第 1 组),在下一个半年中赚取的超额财富增加值为 0.92 亿元;两组基金赚取的超额财富增加值之差的均值为 -0.23 亿元(中位数是 -0.19 亿元),但符号秩显著性检验的 p 值为 0.77,这表明投资能力最高的基金在下一个半年中赚取的超额财富增加值与投资能力最低的基金相比统计上没有显著差异,基金经理的投资能力没有持续性。由于在同一时期各基金的资产规模具有明显差别,而基金规模对基金的投资收入会产生影响,对各基金赚取的超额财富增加值进行简单算术平均没有考虑基金资产规模的影响,因此,本文计算了各基金组合按基金资产规模加权计算的超额财富增加值。表 4 Panel B 给出了各基金组合按基金资产规模加权计算的超额财富增加值,尽管投资能力较高的基金组合的超额财富增加值超过了投资能力较低的基金组合的超额财富增加值,两组基金赚取的超额财富增加值之差的均值为 0.37 亿元(中位数是 0.70 亿元),但符号秩显著性检验 p 值为 0.53,这表明两组基金的超额财富增加值在统计上没有显著差异,投资能力最高的基金在下一个半年中赚取的超额财富增加值并不能显著超过投资能力最低的基金,上述结果仍然表明基金经理投资能力没有持续性。

为了分析基金经理投资能力在不同时间长度考察期下的持续性,本文选取了考察期长度为两个半

年(即一年)的情况下,重新计算各基金组合超额财富增加值及其显著性检验 p 值,所得结果见表 5。我们发现,当把基金经理投资能力的考察期延长为 1 年时, SKR_t^+ 较高的第 5 组基金未来 1 年内赚取的超额财富增加值为 1.44 亿元(中位数是 1.10 亿元),而 SKR_t^+ 较低的第 1 组基金未来 1 年内赚取的超额财富增加值的均值为 2.69 亿元(中位数是为 1.35 亿元),但对两组基金赚取的超额财富增加值之差的显著性检验表明,两组基金的超额财富增加值在统计上并不存在显著差异,表明基金经理的投资能力没有持续性,这与前述结论一致。

表 4 各基金组合的超额财富增加值及其显著性检验(考察期为半年) 单位:亿元

	1	2	3	4	5	5-1
Panel A: 基金组合的超额财富增加值						
均值	0.92	0.77	0.78	0.93	0.69	-0.23
中位数	0.72	0.31	0.67	0.13	0.53	-0.19
p 值	0.04	0.30	0.13	0.16	0.073	0.77
Panel B: 基金组合的超额财富增加值(按基金总资产加权)						
均值	0.12	0.13	0.91	0.17	0.49	0.37
中位数	0.66	0.20	1.00	0.24	1.46	0.81
p 值	0.71	0.41	0.28	0.22	0.06	0.53

注: p 值是 Wilcoxon 符号秩显著性检验的 p 值(H_0 : 基金组合的超额财富增加值=0)。

表 5 各基金组合的超额财富增加值及其显著性检验(考察期为 1 年) 单位:亿元

	1	2	3	4	5	5-1
Panel A: 基金组合的超额财富增加值						
均值	2.69	1.46	1.90	1.98	1.44	-1.25
中位数	1.35	1.03	1.55	1.29	1.10	-0.25
p 值	0.01	0.07	0.01	0.00	0.16	0.53
Panel B: 基金组合的超额财富增加值(按基金总资产加权)						
均值	3.53	1.57	2.94	2.34	0.91	-2.62
中位数	1.55	1.50	2.87	2.02	1.62	-0.07
p 值	0.03	0.23	0.04	0.02	0.33	0.59

注: p 值是 Wilcoxon 符号秩显著性检验的 p 值(H_0 : 基金组合的超额财富增加值=0)。

(三) 基金经理能否为持有人创造财富

前述结果表明,基金经理具有投资能力,能够从

表 7 积极管理型股票基金的超额财富增加值及其假设检验

Panel A: 基金超额财富增加值 \bar{S}		Panel B: 基金超额财富增加值 \bar{S}_w (按基金年龄加权)	
均值(亿元)	0.06	均值(亿元)	0.25
中位数(亿元)	0.05	中位数(亿元)	0.02
Shapiro-Wilk 正态性检验 P 值	0.00	Shapiro-Wilk 正态性检验 P 值	0.00
Wilcoxon 符号秩检验的 P 值	0.00	Wilcoxon 符号秩检验的 P 值	0.00
基金超额净财富增加值 > 0 的基金占样本基金总数的比例	63.10%	各时期基金超额净财富增加值 > 0 的观测值占样本观测值总数的比例	59.70%

五、结论

基金经理是否具有投资能力,是否能够为投资者赚取超过市场平均水平的超额收益,一直是实践

市场上赚取超过市场平均水平的财富增加值,但基金持有人向基金管理公司支付了基金运作的各种费用,如基金管理费、交易费和销售费等代价,持有人所得是基金经理从市场上赚取的财富增加值扣除各种费用后的余额。本节考察在扣除各种费用条件下,基金经理是否能够为持有人赚取超过市场平均水平的财富增加值,即超额净财富增加值。基金超额净财富增加值的计算与超额财富增加值类似,只是用基金利润代替基金投资收入,根据(4)-(10)式得到,计算结果见表 6 和表 7。由表 6 Panel A 可见,扣除了基金费用后,每只基金平均每半年能够为持有人赚取 0.06 亿元的超额净财富增加值(中位数是 0.05 亿元),表明平均每只基金每年能够为持有人赚取的超额净财富增加值为 0.12 亿元(中位数是 0.10 亿元),表 7 Panel A 符号秩检验表明,扣除了费用的超额净财富增加值显著大于 0。故从整体上看,基金经理能够为持有人创造超过市场平均水平的超额净财富增加值。进一步观察发现,有 63.1% 的基金的超额净财富增加值大于 0,表明高达 60% 以上的基金为持有人创造了超过市场平均水平的净财富。表 6 Panel B 和表 7 Panel B 给出了在扣除了基金费用的条件下按基金年龄加权的超额净财富增加值及其显著性检验结果,所得结果与表 6 Panel A 和表 7 Panel A 一致。

表 6 积极管理型股票基金的超额净财富增加值描述性统计 单位:亿元

Panel A: 基金的超额净财富增加值								
Mean	Std.Dev.	min	5%	25%	50%	75%	99%	max
0.06	1.46	-7.97	-1.50	-0.06	0.05	0.47	3.38	4.11
Panel B: 基金的超额净财富增加值(按基金年龄加权)								
Mean	Std.Dev.	min	5%	25%	50%	75%	95%	max
0.25	0.98	-7.25	-0.40	-0.02	0.02	0.27	2.08	4.23

和学术领域关注的重要问题。Berk et al. (2015)^[1] 认为,运用 CAPM 及其扩展模型以及基于基金持股组合数据计算基金经理为持有人赚取的超额收益率

测度基金经理的投资能力是不准确的,并提出了评价基金经理投资能力的新方法。本文基于中国基金市场的数据可得性,采用基金经理从市场赚取的超额财富增加值指标,分析了我国基金经理的投资者能力。研究表明,我国基金经理平均每年能够赚取超过市场平均水平的超额财富增加值 0.28 亿元,即使在扣除了基金的管理费、托管费、销售费等费用后,基金经理平均每年能够为持有人赚取 0.12 亿元的超额净财富增加值,上述证据表明,基金经理具有投资能力。本文进一步在对基金经理投资能力进行分组的基础上研究了基金经理投资能力的持续性,结果发现,投资能力高的基金在未来半年(1 年)为持有人赚取的超额财富增加值并不能显著超过投资能力较低的基金,基金经理的投资能力并不具有持续性。

基金经理的投资能力包括证券选择能力与市场时机把握能力。本文基于基金经理创造的超额财富增加值从整体上研究了基金经理的投资能力,但基于超额财富增加值的视角如何进一步研究基金经理的证券选择能力与市场时机把握能力,是有待于未来进一步研究的课题。

【注】

①不包括债券基金和货币市场基金以及资产规模不足 500 万美元的基金。

②Berk et al. (2015) 分两步计算基准业绩。首先,计算运用回归方法计算积极管理型基金 i 在时期 t 之前 18 个月内的对投资机会集中第 j 只指数基金风险暴露水平 $\beta_j^i: R_{it}^n = c_i + \sum_{j=1}^{11} \beta_j^i R_{jt}^n$ 。其中, R_{jt}^n 是第 j 只指数基金在时期 t 之前 18 个月超过无风险收益的月度收益率, $T=t-1, t-2, \dots, t-18$ 。其次,计算在时期 t 作为比较基准的业绩: $R_{it}^n = \sum_{i=1}^{11} \beta_i^j R_{it}^n$ 。其中, R_{it}^n 是第 j 只指数基金在时期 t 的月度收益率。

③本文中的每单位资产定义为 1 千万元人民币。

④2014 年 3 月,证监会出台了关于基金类别划分的新标准,随后部分基金开始根据新标准重新确定基金类别,导致部分基金由股票型改为混合型,股票型基金的数量发生较大变动。本文以 CFM 提供的数据为准。

⑤2005 年之前的基金的数量较少,故不纳入样本。

⑥对 \bar{S} 和 \bar{S}_w 的正态性检验表明, \bar{S} 和 \bar{S}_w 均在 1% 的显著性水平上不服从正态分布,因此,采用非参数的 Wilcoxon 符号

秩检验法对 \bar{S} 和 \bar{S}_w 做显著性检验。

⑦我国基金市场上大部分基金成立于 2007 年及以后年度。

⑧当基金成立时间较短, τ 小于 4, 则排除在样本之外。

参考文献:

[1] Berk J.B., Binsbergen J.H. Measuring skill in the mutual fund industry[J]. Journal of Financial Economics, 2015, 118 (1): 1-18.

[2] Carhart M.M. On persistence in mutual fund performance[J]. Journal of Finance, 1997, (52): 57-82.

[3] Fama E.F., French K.R. Luck versus skill in the cross-section of mutual fund returns[J]. The Journal of Finance, 2010, 65(5): 1915-1947.

[4] Kosowski R., Timmermann A., Wermers R., White H. Can mutual fund 'stars' really pick stocks New evidence from a bootstrap analysis[J]. Journal of Finance, 2006, 61(6): 2551-2595.

[5] Barras L., Scaillet O., Wermers R. False discoveries in mutual fund performance: Measuring luck in estimated alphas[J]. Journal of Finance, 2010, 65(1): 179-216.

[6] Graham J., Harvey C. Market timing ability and volatility implied in investment newsletters asset allocation recommendations[J]. Journal of Financial Economics, 1996, (42): 397-421.

[7] Bollen N., Busse J.A. On the timing ability of mutual fund managers[J]. Journal of Finance, 2001, (56): 1075-1094.

[8] Grinblatt M., Titman S. Performance measurement without benchmarks: An examination of mutual fund returns[J]. The Journal of Business, 1993, 66(1): 47-68.

[9] Chen H.L., Jegadeesh N., Wermers R. The value of active mutual fund management: An examination of the stockholdings and trades of fund managers[J]. Journal of Financial and Quantitative Analysis, 2000, (35): 343-368.

[10] Daniel, K., Grinblatt M., Titman S., Wermers R. Measuring mutual fund performance with characteristic-based benchmarks[J]. Journal of Finance, 1997, (52): 1035-1058.

[11] Jiang, George T., Tong Yao, Tong Yu. Do mutual funds time the market? Evidence from portfolio holdings[J]. Journal of Financial Economics, 2007, 86(3): 724-758.

[12] Elton E.J., Gruber M.J., Blake C.R. An examination of mutual fund timing ability using monthly holdings data[J]. Review of Finance, 2012, 16(3): 619-645.

- [13] Kacperczyk M., Nieuwerburgh S. V., Veldkamp L. Time-varying fund manager skill [J]. NBER Working Paper, 2011, No. 17615.
- [14] Del Guercio D., Reuter J. Mutual fund performance and the incentive to generate alpha [J]. Journal of Finance, 2013, Forthcoming.
- [15] Cremers K.J.M., Petajisto A. How active is your fund manager? A new measure that predicts performance [J]. Review of Financial Studies, 2009, 22(9): 3329-3365.
- [16] Huang J., Sialm C., Zhang H. Risk shifting and mutual fund performance [J]. Review of Financial Studies, 2011, 24(8): 2575-2616.
- [17] 汪光成. 基金的市场时机把握能力研究 [J]. 经济研究, 2002, (01): 48-55.
- [18] 刘建桥, 陈方正, 孙文全. 基于时变的我国开放式基金选股和择时能力定量分析 [J]. 华中师范大学学报(自然科学版), 2007, (06): 299-303.
- [19] 吴世农, 李培标. 中国投资基金证券选择和时机选择能力的实证研究 [J]. 经济管理, 2002, (04): 65-70.
- [20] 周泽炯, 史本山. 我国开放式基金选股能力和择时能力的实证研究 [J]. 财贸研究, 2004, (06): 92-97.
- [21] 谭政勋, 王聪. 我国开放式基金业绩来源的实证研究 [J]. 当代财经, 2004, (11): 48-52.
- [22] 马超群, 傅安里, 杨晓光. 中国投资基金波动择时能力的实证研究 [J]. 中国管理科学, 2005, (04): 22-28.
- [23] 许宁, 刘志新, 柴文. 基于 BlockBootstrap 仿真技术的基金选股能力 [J]. 系统工程, 2009, (03): 46-52.
- [24] 廖长友. 我国基金经理与基金持有人的投资选择能力研究 [M]. 成都: 西南财经大学出版社, 2012.
- [25] 王珏, 张新民. 基于 bootstrap 分析方法的我国基金经理选股能力研究 [J]. 中国软科学, 2013, (11): 139-150.
- [26] Berk J. B., R. C. Green. Mutual fund flows and performance in rational markets [J]. Journal of Political Economy, 2004, 112(6): 1269-1295.

(责任编辑: 宋敏)

Investment Skill of Fund Managers and its Evidence ——From the Perspective of the Value Added

LIAO Changyou¹, ZHAOXiuwen²

(1. School of Business Administration, Xihua University, Chengdu 610039, China;

2. Office of Academic Affairs, Xihua University, Chengdu 610039, China)

Abstract: This paper explores the investment skill of fund managers based on computing the extra value added extracting from market by fund managers. The extra value added equals the value added which fund managers earn from market minus the value added which the shareholders could get if investing in an alternative opportunity. The result shows that, as a whole, the fund managers in China have investment skill. Each fund can generate 28 million Yuan extra value added per year in excess of the average value added generated from market, and each fund can earn 12 million Yuan net extra value added per year even after deducting the management fee, custodian fee and sales fee from the value added. However, the research also shows that the investment skill of fund managers has no persistence.

Key Words: Investment skill; Value added; Fund managers