



投资管理人的选择

Scott D. Stewart, CFA



CFA 协会

署名捐赠人

CFA协会研究基金会对于如下所列各位的慷慨捐赠表示衷心感谢。

超过10万美元以上的捐赠者将成为捐赠基金会的会员。这些公司与个人捐赠者对CFA研究基金会的慷慨支持,表达了他们对公正、务实的相关研究工作所做出的奉献和投入,并将被永久铭记。

Ameritech	Meiji Mutual Life Insurance Company
Anonymous	Miller Anderson & Sherrerd, LLP
Robert D. Arnott	John B. Neff, CFA
Theodore R. Aronson, CFA	Nikko Securities Co., Ltd.
Asahi Mutual Life	Nippon Life Insurance Company of Japan
Batterymarch Financial Management	Nomura Securities Co., Ltd.
Boston Company	Payden & Rygel
Boston Partners Asset Management, L.P.	Provident National Bank
Gary P. Brinson, CFA	Frank K. Reilly, CFA
Brinson Partners, Inc.	Salomon Brothers
Capital Group International, Inc.	Sassoon Holdings Pte. Ltd.
Concord Capital Management	Scudder Stevens & Clark
Dai-Ichi Life Company	Security Analysts Association of Japan
Daiwa Securities	Shaw Data Securities, Inc.
Mr. and Mrs. Jeffrey Diermeier	Sit Investment Associates, Inc.
Gifford Fong Associates	Standish, Ayer & Wood, Inc.
Investment Counsel Association of America, Inc.	State Farm Insurance Companies
Jacobs Levy Equity Management	Sumitomo Life America, Inc.
John A. Gunn, CFA	T. Rowe Price Associates, Inc.
Jon L. Hagler Foundation	Templeton Investment Counsel Inc.
Long-Term Credit Bank of Japan, Ltd.	Travelers Insurance Co.
Lynch, Jones & Ryan	USF&G Companies
	Yamaichi Securities Co., Ltd.

资深研究顾问

金融服务分析师协会

更多关于研究基金会的出版物及网络直播资讯,可登陆
www.cfainstitute.org/learning/foundation/查询。

研究基金会的专著可登陆www.cfapubs.org查阅。

Scott D. Stewart, CFA
波士顿

投资管理人的选择



声明

CFA协会研究基金会是一个非营利性组织，旨在促进全球投资从业者相关研究的发展和传播。

CFA协会、研究基金会和出版社的编辑人员均不对本出版物中的内容和观点负责。本出版物反映了作者的观点，不代表研究基金会或CFA协会官方的观点。

CFA协会研究基金会和研究基金会商标均属CFA协会研究基金会所有。CFA®、特许金融分析师®、AIMR-PPS®和GIPS®是CFA协会拥有的其中几个商标。若需查看CFA协会商标列表和使用指南，请访问我们的官方网站www.cfainstitute.org。

© 2013年CFA协会研究基金会版权所有。

保留所有权利。未经版权所有者事先书面许可，不得以任何形式或通过任何手段（包括电子、机械复制、复印、录制或其他方式）复制本出版物的任何部分、将其存储在检索系统中或对外传送。

本出版物旨在为所涉及的内容提供准确和权威的信息。出版商不提供任何法律、会计或其他专业服务。如需法律咨询或其他专业服务，应寻求具有合格资质的专业从业人员咨询。

ISBN 978-1-934667-64-4

2013年12月4日

编辑人员

Nicole R. Lee
图书编辑

David L. Hess
助理编辑

Cindy Maisannes
经理, 刊物制作

Randy Carila
出版技术专家

作者简介

Scott D. Stewart, CFA, 波士顿证券分析师协会董事会成员。2002年至2012年期间,他在波士顿大学管理学院财务部担任研究副教授及投资管理科学硕士课程主任。Stewart博士在加入波士顿大学之前,主要任职于投资组合管理领域,投资领域包括全球股票、固定收益,以及公募基金、专户和各类混合投资的资产配置。他本人作为投资管理人,在选择投资管理人来实施投资策略方面也具有丰富的经验。他曾经就职于Fidelity投资管理公司14年,作为公司的创始人及股权部负责人管理的结构类产品资金量超过450亿美元。他管理的基金包括主动型的Fidelity Fifty Fund、Fidelity Select Equity Portfolios、Fidelity Funds America和Perpetual America Fund,并共同管理了Fidelity Freedom Funds,其卓越的投资业绩受到Micropal(标准普尔)、华尔街日报和Barron's(巴伦周刊)的认可。他在1988年创立了Fidelity股权共同指数基金,并在当年管理了第一期基金。Stewart博士还担任Fidelity股权研究部的高级顾问和State Street Bank资产管理部(即现在的State Street Global Advisors)的投资组合经理,负责管理包括主动型及指数型固定收益投资、主动战术型资产配置组合、衍生产品及指数型权益类投资,致力于投资组合管理技巧、机构投资者的金融行为、股票估值、金融技术的运用及投资管理教育方面的研究。他在各类学术和实践类会议上发表演讲,在《金融分析师杂志》(*Financial Analysts Journal*)、《投资组合管理杂志》(*Journal of Portfolio Management*)以及《财务评论》(*Financial Review*)等多本杂志期刊上发表文章,并为这些出版物提供专业审稿意见。他目前还担任《风险融资杂志》(*Journal of Risk Finance*)的副主编,以及《流动的资金:专业投资组合管理》(*Running Money: Professional Portfolio Management*) (McGraw-Hill, 2010)的作者之一。Stewart博士致力于主动型投资基金管理、咨询以及投资研究和投资组合管理教育。他在康奈尔大学获得金融硕士和博士学位。

目录

作者简介	iii
投资管理人是否能跑赢市场, 获得正Alpha?	viii
投资管理人是否真的跑赢市场? 其超额回报是否可重复?	viii
如何建立投资管理人组合	ix
本书	ix
序言	xi
致谢	xii
1. 引言	1
为什么我们要关注于投资管理人的挑选?	1
如何将投资管理人挑选与投资组合管理流程相结合	2
投资策略说明的启示	3
投资执行	10
投资管理人的甄选	10
本书结构	12
2. 识别有经验的积极管理型投资管理人	13
积极管理的算术法则	13
算法的证明	14
主动型投资管理人的选定	19
主动管理型投资管理人阿尔法的衡量	23
主动投资获得阿尔法收益的证据	24
交易成本和资产规模对阿尔法的潜在影响	26
选择能创造正阿尔法的投资管理人	26
成功投资管理人的特质	29
优秀投资管理人可量化的定性特征	30
证明定性特征具有价值的研究摘要	31
个人和机构投资者选择投资管理人的记录摘要	32
3. 指数基金投资	33
指数基金投资的成本与收益	33
跟踪误差的来源	35
合适的业绩基准	36
尽职调查过程中, 可以询问指数管理公司哪些问题	36
指数投资管理业绩跟踪记录是否有价值的相关证明	37
指数投资管理人选拔中的其它定性因素	39
自行管理与委外管理	41
如果市场中的每个人都采用被动投资会怎么样?	42

4. 资产配置策略及其对投资经理选拔的启示	43
资产配置流程介绍	43
资产配置对管理人选拔的影响	43
资产配置: 广义的资产类型与狭义的资产类型定义	43
另类投资的最新趋势	44
5. 设置主动型投资管理人与指数型投资管理人的资产权重	46
投资管理人筛选流程回顾	46
战略资产配置的执行	46
用于选择投资管理人的效用函数	46
具有吸引力的组合类型	50
案例分析	50
费用	53
6. 投资管理人选择原理: 业绩分析、监测以及奖励机制	54
引言	54
对主动管理的信任	54
业绩数据的使用	55
衡量超额回报	55
基于持仓的归因方法	56
基于回归的归因方法	57
风险调整业绩	58
管理费	59
固定费率管理费	60
业绩管理费	60
投资经理人的持续选择	64
7. 关于投资管理人选择的研究发现	68
介绍	68
第一部分研究发现: 关于选择投资管理人的定性和定量技术	68
第二部分: 投资管理人择选的研究	76
8. 财务顾问的问题	85
客户挑战	85
资金更少, 开支更高	85
其他问题	86
9. 全球市场及非传统资产类别投资管理人遴选	88
非美国投资管理人遴选	88
另类投资	89
10. 重要建议与最佳实践	93
总结	93
坊间观察与公开观点	94
总结性建议	96
结语	98

附录A.主动投资管理相关的数学知识.....	99
附录B. 最优资产配置的计算.....	100
附录C. 投资管理人最优配置的数学原理.....	102
附录D. 最优化参数的定义.....	106
附录E. Excel.....	107
Bibliography.....	125

前言

半个多世纪以来，人们花了很多精力思考什么方法能识别出理想的证券（Graham和Dodd，1934），以及如何有效地将这些证券集中到投资组合中，在一定风险程度内最大化预期回报（Markowitz，1952）。但是在今天，就和过去一样，大多数投资者并不是自己挑选证券，而是挑选投资管理人——机构投资管理人或共同基金经理，让他们来为自己选择证券。挑选投资管理人的艺术与学问受到的关注远远小于挑选证券，但在现代，如何挑选投资管理人非常重要，至少应当受到本书对它的重视程度。

人们先前对挑选投资管理人的研究有两个方向。第一个方向（也是迄今为止的主要研究方向）是研究基金经理是否能超越市场、基金经理是否真的超越了市场、基金经理赚取的超额回报是否大于他们的管理费，以及基金经理获得的超额回报在未来是否可重复或可预测。如果超额回报可预测，人们可以用与Graham和Dodd寻找绩优证券类似的方法来挑选优秀的投资管理人。第二个方向是在马科维茨精神的引导下，试图探寻最佳的投资管理人组合，并建立一个具有最高风险调整回报率的投资组合。

投资管理人是否能跑赢市场，获得正Alpha？

Sharpe（1991）检验了这个哲学问题——投资管理人整体是否能打败市场。如果投资管理人完全复制整个市场，其总体回报在扣除成本前必然与市场回报相同。扣除管理成本后，其回报必然低于市场回报。这是一个数学真理，与所处环境无关，并且适用于所有资产类别（而不仅仅是股票）。之后，Sharpe（1992）发现了一些既能用于分类基金又能衡量调整基金曝险因子后超额回报的一些共同因素——价值、增长、大盘和小盘。

投资管理人是否真的跑赢市场？其超额回报是否可重复？

虽然不可能所有投资管理人都成为赢家，但一些投资管理人确实能跑赢市场，获得超额回报（即在调整风险后，跑赢相关基准）。投资管理人跑赢市场是由于运气还是技巧，是人们不断调查研究的一个重要领域。Jensen（1968）做了世界上首个关于共同基金回报的科学研究，他发现“主动投资管理的共同基金经理没能为投资者增加价值，并且实际上，取得的回报只是市场回报减去因他们而增加的手续费”（Malkiel 2003，第77页）。来看看更新的数据，Malkiel（1995）也确认了Jensen的结论。一些研究者发现基金超额回报具有持续性，但Carhart（1997）发现“共同基金绩效的持续性是由于基金经理使用了简单趋势策略，而不是因为某些基金经理拥有能找出绩优股票的‘热手’”（Daniel、Grinblatt、Titman和Wermers 1997，第1058页）。

Goetzmann-Ibbotson的“赢家能持续赢吗？”系列研究给这个方向的研究做出了极大贡献，结论也没有那么消极。Goetzmann和Ibbotson (1994)、Brown、Goetzmann和Ibbotson (1999)，以及Ibbotson和Patel (2002) 在共同基金、对冲基金以及其他主动投资管理组合中发现了赢家持续效应。

最后，Siegel, Kroner和Clifford (2001)采用了另一种方法，只研究最佳投资管理人，而不是普通投资管理人。他们问，最佳投资管理人到底有多好？他们发现，研究的494只基金中有43只在20年间的年超额回报超过2%，在一定程度上可以称之为主动投资管理人。他们还研究了最佳投资管理人的有什么共同点，其数量是否大于随机数量。结果他们发现，最佳投资管理人之间几乎没什么共同点，虽然数量稀少，但还是比随机的数量要多。

如何建立投资管理人组合

Waring、Whitney、Pirone、Castille (2000) 以及Waring和Siegel (2003) 认为，建立一个投资管理人组合与建立任何事物的组合都是类似的：这是一个优化问题，输入要素是主动管理回报（预期 α ）、预计主动管理风险以及主动管理回报之间的预期相关系数。这篇论文是Grinold和Kahn (2000) 关于量化主动管理的开创性论文（证券选择层面上的优化）的一个延伸。

这个方法的困难在于，大多数投资者对投资管理人能给他们带来的超额回报预测没什么信心。作者认为，信心的缺乏促进了指数投资，尽管如此，大多数投资者还是把大部分资金让给了主动管理投资管理人建立的“投资组合”。

本书

Stewart是波士顿大学的教授，过去是Fidelity投资的投资组合经理，他综合了我之前提到的几个方向的研究。Stewart从投资流程和结构开始提出建议，所有管理过资金的人士都会意识到这两者是至关重要的。第二章讨论了如何识别娴熟的主动管理投资管理人。大多数投资者，包括那些意识到主动管理投资在算术上是零和游戏投资者，也在寻找娴熟的主动管理投资管理人。第三章讨论了指数投资。在Waring论文（参照上文）的精神引导下，Stewart在第五章阐述了一个投资组合中同时包含主动管理投资管理人和指数投资管理人的组合。第六章讨论了绩效衡量及其相关内容。第七章揭示了一些最新研究成果。第八章给容易被忽略的财务顾问提供了帮助。本书还探讨了另类投资以及相关主流结论。

投资者将资金交由投资管理人打理而不是自己亲自挑选证券，已经成为市场上一个很重要甚至是主流的趋势。CFA协会研究基金会很高兴呈上此书，希望对投资者有所帮助。

Laurence B. Siegel
Gary P. Brinson研究总监
CFA协会研究基金会

参考文献

- Brown, Stephen J., William N. Goetzmann, and Roger G. Ibbotson. 1999. "Offshore Hedge Funds: Survival and Performance 1989–1995." *Journal of Business*, vol. 72, no. 1 (January):91–117.
- Carhart, Mark M. 1997. "On Persistence in Mutual Fund Performance." *Journal of Finance*, vol. 52, no. 1 (March):57–82.
- Daniel, Kent, Mark Grinblatt, Sheridan Titman, and Russ Wermers. 1997. "Measuring Mutual Fund Performance with Characteristic-Based Benchmarks." *Journal of Finance*, vol. 52, no. 3 (July):1035–1058.
- Goetzmann, William N., and Roger G. Ibbotson. 1994. "Do Winners Repeat? Patterns in Mutual Fund Behavior." *Journal of Portfolio Management*, vol. 20, no. 2 (Winter):9–18.
- Graham, Benjamin, and David Dodd. 1934. *Security Analysis*. Burlington, NC: American Media International.
- Grinold, Richard C., and Ronald N. Kahn. 2000. *Active Portfolio Management*. 2nd ed. New York City: McGraw-Hill.
- Ibbotson, Roger G., and Amita K. Patel. 2002. "Do Winners Repeat with Style?" Yale International Center for Finance Working Paper 00-70 (February).
- Jensen, Michael C. 1968. "The Performance of Mutual Funds in the Period 1945–1964." *Journal of Finance*, vol. 23, no. 2 (May):389–416.
- Malkiel, Burton G. 1995. "Returns from Investing in Equity Mutual Funds: 1971–1991." *Journal of Finance*, vol. 50, no. 2 (June):549–572.
- . 2003. "The Efficient Market Hypothesis and Its Critics." *Journal of Economic Perspectives*, vol. 17, no. 1 (Winter):59–82.
- Markowitz, Harry. 1952. "Portfolio Selection." *Journal of Finance*, vol. 7, no. 1 (March):77–91.
- Sharpe, William F. 1991. "The Arithmetic of Active Management." *Financial Analysts Journal*, vol. 47, no. 1 (January/February):7–9.
- . 1992. "Asset Allocation: Management Style and Performance Measurement." *Journal of Portfolio Management*, vol. 18, no. 2 (Winter):7–19.
- Siegel, Laurence B., Kenneth F. Kroner, and Scott W. Clifford. 2001. "The Greatest Return Stories Ever Told." *Journal of Investing*, vol. 10, no. 2 (Summer):91–102.
- Waring, M. Barton, and Laurence B. Siegel. 2003. "The Dimensions of Active Management." *Journal of Portfolio Management*, vol. 29, no. 3 (Spring):35–51.
- Waring, M. Barton, Duane M. Whitney, John Pirone, and Charles Castille. 2000. "Optimizing Manager Structure and Budgeting Manager Risk." *Journal of Portfolio Management*, vol. 26, no. 3 (Summer):90–104.

序言

大多数投资者都将他们的投资计划实施责任托付给投资组合经理。建立一个有效的投资管理人筛选程序,对于留住与投资者目标一致且实力超群的投资管理人至关重要。

本书从机构投资者的角度讨论了如何挑选投资管理人,也涵盖了对财务顾问和个人投资者的看法和建议。本书的灵感来自于作者30年来从事投资组合经理、研究员、受托人以及选择投资管理人和作为投资管理人被选择的双方的经验。在以上所有三方面角色中,我研究了机构投资者的投资管理人甄选决策,并发表了与行业实践相关的一些建议。

根据研究成果和从业者经历,我提供了一个综合性工具,以便建立严格的投资管理人筛选程序。在本书中,我讨论了定性方法和定量工具,还包含了实例、实证研究综述以及Excel模板,来阐明我所提倡的技巧。

建议读者读完整本书,但也可以阅读单个章节来了解某个特定主题。第一章强调了投资政策的阐述对投资管理人筛选程序的影响。第十章摘录了一些重点建议。计划聘用主动管理投资管理人、指数投资管理人和另类投资管理人的投资者可以参照第二章、第三章和第九章。想聘用多个投资管理人的投资者可能会对第四章和第五章感兴趣。第六章提供了监督现有投资管理人的方法。第七章记载了评估成功投资管理人的量化和定性研究的试验结果。财务顾问和个人投资者则可能对第八章特别感兴趣。

我很高兴能写下这本书。我喜欢有这样一个机会来探索、研究和评估这么多令人着迷的技巧。我希望这本书能帮助您聘用下一个投资组合经理。

致谢

如果没有我的家庭、老师、上级、同事、客户和学生多年来给我的学术培训、职业机会和学习经历，这本书是无法写成的。谢谢你们。

Laurence Siegel为本书提供了耐心的指导，他的见解和富有创意的建议为本书的内容和结构都增色不少。CFA协会编辑组的Nicole Lee和David Hess也帮助本书走向了成功。CFA研究基金会慷慨地为本书提供了财务支持。感谢你们。

许多人为本书贡献了时间和真实的想法，使我得以把现实世界的观点也结合了起来。我要感谢Paul Brakke、Budge Collins、Charles Ellis、Kevin Ely、F. Douglas Foster、Eric Knutzen、Erik Molander、和Ronald Peyton。

我还要感谢我的妻子Pamela Morse Stewart，她帮助做编辑工作，一直耐心地支持我撰写此书，多年来也不断支持着我的工作。

若有错误都归咎于我。

1. 引言

为什么我们要关注于投资管理人的挑选？

投资管理人的挑选是执行任何投资项目中极为关键的一步。投资目标可能会事先确定，大类资产的目标权重可能会提前设定，但一项投资计划能够真正生效，需要落实到具体买卖证券、地产、大宗商品及衍生品的交易执行。即使是职业投资者，也很难独立包揽所有的投资决策。在绝大多数状况下，投资者通过挑选投资组合管理人来将资产分配到最适当的投资工具上。投资者雇佣投资组合管理人作为它的代理人，而投资组合管理人被投资者信赖，能够在自己能力范围内最好地实现投资者的利益。

投资组合管理人主要负责对于资产类别、行业及个股的选择。例如：战术性资产配置管理人会主动配置各项资产权重，并将个股选择工作移交给其他投资管理人。量化-基本面混合分析的投资管理人会通过主动挑选证券，寻求持续超过业绩基准的投资回报。指数型投资管理人在某些情况下，则会通过先进的风险模型，聚焦在能够持续获得基准收益的有效交易。

投资者可以是个人、养老金计划发起人、捐赠基金、商业基金或企业实体。例如，个人退休储蓄通常选择共同基金经理人作为其打理养老金固定缴款投资。养老金计划发起人通常会将一部分资产自行持有，但一般而言他们会雇佣投资机构来执行大部分的托管交易指令。

选择投资管理人的任务，不仅是以超出基准业绩指标来选择一个主动型投资管理人而已。投资者无论是选择指数型投资管理人，还是主动型组合管理人，都需要进行充分的尽职调查。投资者不仅希望投资管理人专业娴熟，勤勉坚韧，而且更期望投资管理人的利益取向与投资者一致。此外，在挑选出有能力的投资管理人之外，投资者还需要确定在这些投资管理人之间，如何分配合适的投资权限比重。

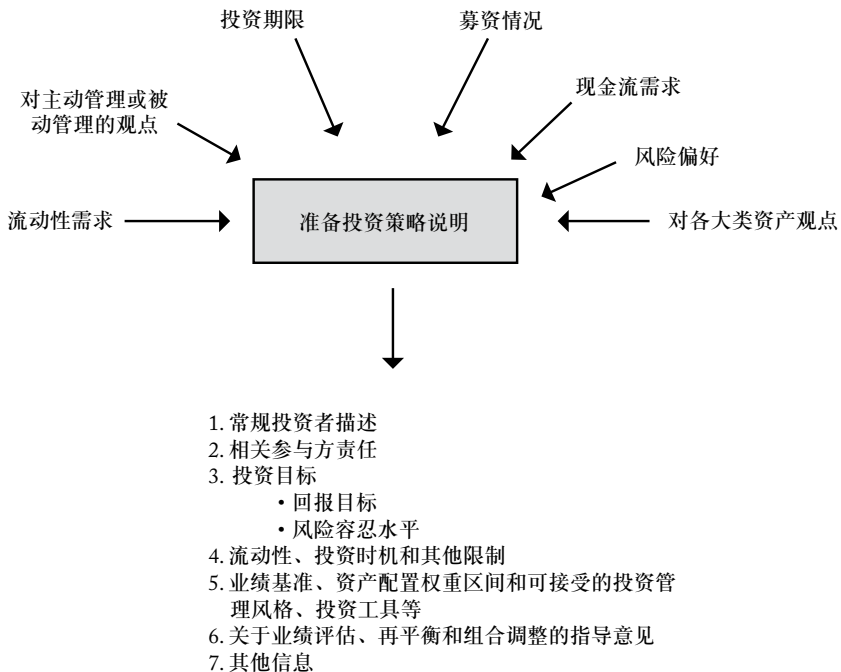
机构和个人投资者在投资管理人选择的历史记录方面都差强人意。雇佣和解雇决策的实证研究表明，投资者往往倾向于在错误的时机做出雇佣或解雇投资管理人的决策。可能这项结论的原因是，投资者倾向于对收益进行预测推断，等到时间长了，超凡的业绩表现发出“买入”信号后才迟迟做出投资决策，而这往往已经接近投资管理人的业绩表现周期峰值。这一现象往往也与投资者对投资管理人的投资贝塔（译者注：系统性风险敏感度）、投资风格和风格敞口的极限值缺乏了解有关系。投资者充分了解挑选和协调熟练投资管理人的挑战，将有助于他们提升投资业绩记录。这也正是本书的目的所在。

如何将投资管理人挑选与投资组合管理流程相结合

正如上文所述，投资管理人的挑选是创建和执行一项复杂投资计划的最终环节里的其中一项。投资者通常通过建立一份投资策略说明（IPS）来表达自己的财务目标、投资理念、资产配置策略和投资期望。在执行阶段，对于每位投资管理人和逐项投资授权，通常都需要准备相关的书面管理协议书。在协议书中，会详细标明投资业绩基准、预期回报和可接受的风险水平。在某些情况下，例如有有限合伙合约或共同基金章程，协议书通常由投资管理人制定（尽管针对特定客户的特殊情况释义，也会准备相应的补充条款）。与投资策略说明中形成的投资需求和目标相一致的投资目标应首先被确定下来。完整流程如下表1.1总结所示。

投资策略说明对于投资管理人挑选具有非常重要的作用。投资策略说明应当包含：投资者在挑选合适的投资管理人和设定投资关系预期时，最直接相关的背景理念和投资目标文档。同时，它还应记载投资者或客户的描述、总体投资任务、以及投资资产的目标和目的。在制定资产配置以及决定基础资产投资管理人的风格的决策中，可能会存在一项特定的支出政策或者投资期限。例如：希望就相对负债下

表1.1. 投资流程：第一步，准备投资策略说明



跌风险进行管理的客户,可能会选择期权对冲或者相对保守风格的投资管理人。客户可接受的风险水平和流动性要求都应当在投资策略说明中被详细记录。例如:需要足够流动性现金流的投资者,需要避免进行私募股权投资。表1.2总结了投资策略说明文档中的常见特征,也包括对投资管理人挑选的参考。

投资策略说明的启示

投资者自身的观点、投资期限、资产规模和投资经验会对投资策略说明(IPS)的制定产生影响,进而影响到投资管理人筛选的过程。小微投资者因为资产规模较小,只能在公募基金、交易所交易基金(ETF)领域进行投资,中等规模投资者则有机会通过投资中介接触到一些优秀的投资管理人,而拥有超大资产规模、且投资渠道和关系丰富的投资者能够直接接触到最优秀的对冲基金和私募股权企业。另外,大型投资者因其需要主动投资管理以及齐全的大类资产配置需求,往往需要选择多个投资管理人,因便于他们投资于投资规模受限的标的领域,比如:小盘股市场、特定投资目的的房地产市场、种子阶段的风险基金等。

投资者对流动性的要求和投资期限上现金流安排,同样也会影响到投资策略说明的制定,从而影响投资管理人的挑选过程。一些投资者在投资期限中会产生追加资金和赎回可能。他们需要投资管理人提供全市场的风险敞口以及每日良好的流动性。退休金约定给付办法(Defined benefit pension plan)明确约定的负债久期,往往比全部债券市场中的到期期限更长¹。这样的养老金计划需要固定收益投资管理人能够定制自己的资产组合,目的是能够使资产与负债的久期高效匹配。

合理的资产类别和目标权重选择,也会直接影响到投资管理人的选择过程。如果资产类别只局限在公开市场(如股票和债券市场),因其定价较为透明,所以其选择过程将更加简单。如果充分分散化持有公开交易的股债组合,将不再需要更多的投资管理人来获得组合分散化效果。指数型基金就是最好的例子。而当投资组合中加入另类投资资产,会使投资策略说明和投资管理人选择过程变得复杂。举例来说,就是投资管理的员工需要足够的资源去处理另类投资管理工作。因为另类投资基金通常在投资中会受到投资期限和单一标的资产数量的限制,因此另类投资基金的投资者相比公开交易市场资产来说,需要寻找更多的投资管理人才能达到相同的资产配置比例。他们同样需要负责满足出资请求和完成收益的再投资。

¹久期是现值加权的平均现金流回收时长。它衡量着一种资产的价格对于利率或折现率变化的敏感性。

表格 1.2. 各种投资策略说明特征与投资管理人选的提示

投资策略说明的特征	对投资管理人选的提示
1. 客户描述	
资产规模	投资工具, 投资管理人可获得性
现金流状况	投资管理人流动性状况
负债状况	投资管理人久期灵活性
2. 职责	
负责大类资产配置选择	组合管理复杂性
负责组合管理者挑选	组合管理指引复杂性
负责建立组合管理者操作指引	组合管理复杂性
负责协商费用	管理费用结构及业绩激励的复杂性
负责监督组合管理者	组合管理复杂性
3. 投资目标	
收益目标	
全收益 vs. 相对收益	投资管理人对冲能力
实际收益 vs. 名义收益	投资管理人对冲通胀能力
风险目标	投资管理人全风险及主动风险水平
费用/成本指引	被动 vs. 主动, 业绩激励可能性
4. 投资限制	
流动性	投资管理人流动性政策
投资期限	投资管理人久期
税收要求	税收管理能力
法律及监管要求	投资工具, 投资管理人分散化
投资局限性	组合管理中信用和衍生品敞口
5. 资产配置目标	
大类资产配置选择	投资管理人大类资产敞口
可接受投资风格	组合管理过程/风格敞口
大类资产数量	投资管理人分散化
6. 组合调整和再平衡指引	
频率/规则	投资管理人流动性
7. 业绩评估时间表	
频率/途径	投资管理人的时间空间条件

真实案例：监督外部投资管理人的投入

表格1.1列出了Massachusetts养老金储备投资管理委员会 (PRIM) 委托私募股权投资管理者的数量，其中PRIM是一家拥有410亿美元资产的州立养老金系统。他们选择的投资管理人中，超过70%来自于私募股权领域，尽管他们只负责全部资产的10%左右²。

表格 1.1. 根据资产类别的投资管理人分散化

资产类别	养老金储备投资信托基金		
	投资管理人数量	投资管理人占比	目标资产配置比例
公开交易证券	17	12.1%	67%
房地产	12	8.6	14
经济目标投资	8	5.7	1
私募股权	98	70.0	10
对冲基金	5	3.6	8
总计	140	100.0%	100.0%

资料来源: PRIM (2010)。

当资产价格和投资机会发生变化时，投资者需要将组合进行再平衡，以重新匹配最初资产的目标权重。如果资产组合的规模较大，或者资产配置权重允许区间较窄，都会需要足够的流动性工具去应对这些变化。一些资产托管银行提供一些用期货合约来维持日常流动性的股票和债券基金。投资者需要制定一个流程去评估这些投资工具。

如果假设投资者自行负责组合管理者挑选、投资协议商讨和组合管理监督的工作，但不具备完全理解市场和盯市的时间和能力，他们可以选择指数型投资管理人，来增加基于市场平均表现的投资目标达成可能性。对于非专职专业的投资者来说，他们不可能在没有外部专家建议的情况下，分析并挑选另类投资资产或主动型投资管理人，并能很好地做出管理者的选择，为自己的投资组合获取可观的阿尔法。

在进行投资结果分析比较时，很多投资者都会为自己的投资组合设定一个完整的业绩对比基准。主动型投资业绩往往归因于投资管理人的个人决定，包括资产配置、投资风格策略配置以及投资管理人投资品种选择。要想进行准确有效的投资业绩归因分析，前提是要设定有效的业绩对比基准。很多投资管理人的投资策略和风格很难通过常见的市场加权指数来进行定义，需要更多创新工具和方法来描述组合管理过程。

²超过200家个人合伙关系在报告中列出。

金融衍生品的使用,可以使组合的全部收益(包括阿尔法)来源从某一类资产转移至另一类资产。举例来看,通过“零贝塔-市场中性”交易策略产生的阿尔法,可以通过金融衍生品转移至其他大类资产(即,花费一定的成本,使用股票指数期货合约,就可以凭借某股指基准指数来获得股票风险敞口和收益)。一些投资者的负债会自动随着通胀而上升,这就要求在投资策略说明中列明,投资管理人需要获取扣除通胀后的实际回报。投资者对于投资工具适用范围和效果的追求程度,同样会影响到投资管理人的挑选过程。

一些寻求本金保值或是保持稳定购买力平价的投资者,可能不会使用标准的市值加权基准指数。这些投资者需要寻找的投资管理人拥有金融衍生品工具的管理经验和能力,并使用有期权保护的业绩基准或经通胀调整的市场基准指数。

投资组合的风险管理指引会因投资者的投资风格和可接受风险水平而有所不同,往往都是高度定制化。举例来说,一些投资者会倾向于被动跟踪指数的投资管理人,因为他们能够有效地控制组合表现与指数表现之间差异的波动性。另外一些投资者会倾向于投资管理人能够控制净值下跌的风险,这就需要投资管理人管理的组合具有“看涨期权”的风险收益特征。这些风险管理指引需要写进投资者的投资策略说明中,因此也就能筛选出能够控制组合风险的投资管理人。

真实故事：来看一个投资策略说明案例

表格1.3说明了投资者在制定投资策略说明之前,需要对投资管理人选择进行审视。加利福尼亚大学退休养老基金是一家拥有3,500万美元资产,面向加利福尼亚州大学全体员工的固定收益计划养老金。它的投资策略说明记录了很多能够影响挑选投资管理人的细节。它的投资目标包括:业绩对比基准、投资限制和与投资者交流沟通的期望。

表格 1.3. 一份投资策略说明样例的文字描述节选：对投资管理人选择的提示

样例文字来自于加利福尼亚大学退休养老基金计划	
模块	文字
目标	
2. 投资策略	“资本市场…… 大类资产……投资管理人增值风险” “[投资管理人] 风险来自于具体执行, 并由资金主管来负责管理 (投资管理人间接负责)” “通过经验和专业……业绩基准和可能结果的范围, 来选择投资管理人”
4. 投资目标	“组合回报应当在相当一段时间内稳定地超过消费者物价指数” “组合回报应当达到或超过退休养老基金加权基准回报” “杠杆可以运用在私募股权、房地产投资和绝对收益策略上”
5. 大类资产与投资 管理人指引	“全部单一投资管理人指引应当与整个大类资产管理指引和政策相一致”
附录	“不少风险衡量指标都聚焦在盈余风险上…… (以及) 基金的资产负债比率上” “主动风险”或“跟踪误差”
局限性	
2. 投资策略	“执行步骤以提供充分的流动性管理”
5. 大类资产与投资 管理人指引	“在单独管理账户中, 禁止买入烟草公司的证券” “禁止使用金融衍生品或合约来创造组合经济杠杆”
附录	美国股票: Russell 3000 去除烟草公司指数
再平衡	
附录	“逐月监测 …… 各大类资产再平衡 …… 当大类资产权重超过了预设区间时, 及时以成本低廉的方式进行调整” “可以使用金融衍生品合约 (依据附录4) 来进行组合再平衡”
业绩评估时间表	
5. 大类资产与投资 管理人指引	“投资管理人需要定期向现金管理者提交报告, 总结投资活动与策略情况” “投资管理人需要每月与托管银行进行投资回报的对账工作”
资料来源: 2006 年5月加利福尼亚大学退休养老基金计划的投资策略说明。	

绝大部分投资者都明白能够获得扣除费用后高收益的重要性，也理解要想获得丰厚的净收益，可能需要向投资管理人付出更高的管理费用。但因为管理费用的计算非常简单，而组合业绩表现却很难预测，故一些投资者将管理费用水平和收费结构作为特殊条款写进了投资策略说明中。较低的管理费用要求，会促使投资者去寻求擅长被动跟踪指数投资来获得低超额收益和管理规模较大的投资管理人。投资策略说明细则可能还包括对于业绩激励费用计算的明确条款，这样对于寻找能够提供灵活收费结构的投资管理人来说，是非常必要的。

投资局限的硬约束会清晰地影响到挑选合适的投资管理人的过程。投资者如果需要组合提供流动性，就会限制组合管理者投资于房地产或私募股权资产。而这些投资者可以通过投资公开交易的房地产证券化工具（房地产信托投资基金，REIT），或者是一篮子分散化的公开交易私募股权投资工具，来为自己的另类投资组合提供必要的流动性。2008年末爆发的金融市场危机，显示出在遭遇市场压力情况下，流动性对组合管理来说变得越来越重要，而且越来越难以随时获得。事实上，在后来的2009年初，不少投资者尝试以相对于几个月前估值的巨大折扣，在非公开市场卖出自己持有的有限合伙股权份额。而特定的投资期限约束，例如组合负债现金流的时间要求，也同样会影响到投资策略风格的形成和投资管理人的挑选。在短期内如果有现金流流出的要求，会限制投资管理人无法投资在能够产生高回报，但同样也会产生高波动性和非流动性的投资工具上。

个人投资者、企业机构、基金会等在投资上都需要遵循各自的税收要求。个人投资者必须就债券利息、股利和资本利得向联邦和所在州纳税，同样也会受到每年损失抵扣的额度限制。机构投资者同样也需要就个人所得和资本利得纳税，但他们的灵活性更大，可通过投资损失来抵扣税基收入。慈善基金会很大程度上能够享受免税，但也可能需要根据美国联邦税收标准中的“非业务相关所得税”（unrelated business income tax, UBIT）来纳税。高换手率的基金经理不考虑实现资本利得的税收影响，因而他们可能不适合要纳税的投资者。很多投资者会选择能够合理避税的股票投资管理人、在税收上有优惠的债券投资管理人（类似于美国市政债券投资管理人），或是擅长投资高股利股票的投资管理人（他们会根据美国税法，利用企业的股利免税优惠）。在某些情况下，有限合伙结构，包括离岸的企业主体，都能享受较少的纳税敞口。

很多投资策略说明中的条款会将投资范围限定于信用等级高的工具，例如投资级信用债券。这一限制的目的，是为了降低遭遇违约或本金损失的可能性。举例来看，固定收益委托投资管理会限制投资管理人买入标准普尔评级在BBB级以下的信用债券。这些限制性条款会使某些投资管理人无法胜任，因此也同样会影响投资者与投资管理人签订的协议条款。举例来看，投资协议中会列明：如果投资管理人投资的标的资产遭到降级，投资管理人应当继续持有，或者相反，

卖出。如果是后者，则要求投资管理人（其他持有者也相同）在降级声明发布后立即卖出该标的资产。这样的话，信用风险研究能力就会成为挑选投资管理人的重要标准。

一些投资者会限制投资在特定层级的或特定所属地和行业的证券。这样的限制可能与当地社会政策指引、宗教信仰限制或其他分散化要素有关，比如排除销售烟酒公司的证券。类似于这种限制会排除一个或者一整类投资管理人，或者会要求找一个投资管理人开辟一个专户来执行定制化的策略。

对于大部分市场参与者来说，未经专业培训或不合适地运用金融衍生品，如期权、期货、互换和结构化金融产品，会使金融衍生品的风险过高。对于不了解衍生品的投资者来说，这些投资工具会产生令投资者非常意外的业绩表现。而如果能够更聪明地去使用它，衍生品就能为组合净值提供风险对冲的保护，有效控制信用风险³。考虑到金融衍生品应用的高风险和灵活程度，很多投资者更倾向于避免此类投资，或是在投资策略说明中加以限制，而另外一些使用衍生品的投资者也会对它的使用程度进行限制。他们很难完全不使用金融衍生品，举例来看，美国国债期货最常见的应用是被固定收益投资管理人用来控制组合的久期。如果投资者能接受金融衍生品的应用，应当将是否具备良好的金融衍生品应用能力，作为投资管理人挑选过程的一个重要部分。

在组合中使用杠杆，比如金融衍生品，当然会给予投资者不太喜欢的“意外”。但很多投资管理人通常都会使用杠杆，比如对冲基金、私募股权和房地产组合管理者。投资者应当在他们的投资策略说明中，明确说明自己对于杠杆使用程度的接收水平。如果不允许或者限制使用杠杆和金融衍生品的话，很多有天赋的投资管理人会被排除在外⁴。

学术研究和行业实践者都在深度探索主动型管理的价值。关于有效市场假说和主动型投资管理人业绩记录的研究至少能表明，在风险调整后，能持续在统计上显著地增加组合价值，是一个了不起的成就⁵。尽管主动型管理非常有挑战性，但绝大部分的资产都是主动型管理。主动型投资者需要确保很多投资步骤万无一失，才能保证投资的成功，比如挑选出更有可能为组合增值的投资管理人、选择一个合理的时机交由投资经理投资、持续关注投资业绩并决定何时终止他们管理投资组合。主动型管理要求对投资管理人进行分散化投资，来降低投资组合跑输业绩基准的风险。这种额外的分散化工作需要投资管理人投入更多努力。

³方法之一是，了解金融衍生品的卖方在遇到市场压力下会如何表现。例如，考虑一下什么时候需要使用保险，什么时候金融衍生品的卖方有破产风险。

⁴注意，很多个体证券的发行方在他们自身的业务活动中已经使用了杠杆。

⁵如果市场不够有效，对于主动型管理来说依然是困难的。主动型管理是一场零和游戏，所以无论市场多么地无效，依然会有将近一半的主动型投资管理人会在扣除管理费之前（较业绩基准、进行合适的风险调整后）出现损失。这一主题会在第二章深入讨论。

选择主动型投资管理人，需要投资者持续关注组合管理情况。很多主动型投资管理人，比如对冲基金经理，不太愿意去透露交易的具体细节和持有的基础资产的情况。其他主动型投资管理人会定期向投资者披露自己持有的头寸情况。一些基金，比如基于《1940投资公司法》的公募基金，它们面向美国公众发售，就需要披露自己持有的头寸情况。在任何情况下，希望紧密关注投资组合风险的投资者需要能接触到精确的头寸情况，或至少是头寸情况的研究估计或风险指标的汇总。明确需要这些信息的投资者会选择愿意披露的投资管理人。

投资执行

准备好投资策略说明并确定标的资产的配置权重之后，资产投资就可以开始运行了。**表1.4**总结了投资决策的实施步骤。

如前所述，资产配置政策已在IPS中阐明，目标权重再加上资产规模和投资偏好，直接影响了实施投资计划所需的投资管理人的数量。可能需要多名投资管理人才能实施多元化资产的主动型管理策略，但是只有一至两名指数投资管理人，也可以完成单个资产类别的管理。税收状况可能也会影响投资管理人的数量。改变证券特征不会引发投资者赎回，尤其是存在未实现资本利得的话，单个资产组合的税后收益通常是一种更高效的评判方式。而对于多个资产组合的管理，有些投资管理人的未来收益无法通过其他组合的数据来测算，就需要他们之间进行有效的交易协调和纳税备查信息的共享。如**表1.1**所示，运用包括有限合伙方式在内的另类投资工具，将会扩大所需投资管理人的数量，并且增加投资实施过程的复杂性，包括甄选、监督、满足出资请求和款项再投资等。

投资管理人的甄选

甄选范围取决于所寻求的投资管理人的类型。举例来说，搜寻的数量、调查的深度以及监督的强度，对于指数型与主动型管理、公开市场与私募市场的主动型投资管理人都大相径庭。所需考虑因素和询问的问题，都可以在**表1.5**总结列出的投资管理人的关键决策和其风格特质中找到答案。实际中，类别的划分比表中展示的更为复杂。例如，对冲基金经理可能会投资流动性较好的公开交易证券，尽管基金自身的有限合伙架构会导致投资赎回手续更加繁杂。

投资者聘用投资管理人为代理进行投资组合的构建和维护、支付其管理费用并且令其负责投资收益。而投资管理人为投资者提供自己的专业技能，负责投资组合的实时监控和交易。

投资者找寻拥有与该职位匹配的专业技能和勤勉程度的投资管理人，然而，衡量其专业技能、勤勉程度及其持续性并非易事。很多投资者过于依赖过去的业绩报告，而后者具有显著的周期性。实证研究显示，投资者倾向于聘用正处

表1.4. 投资过程：第二步，实施

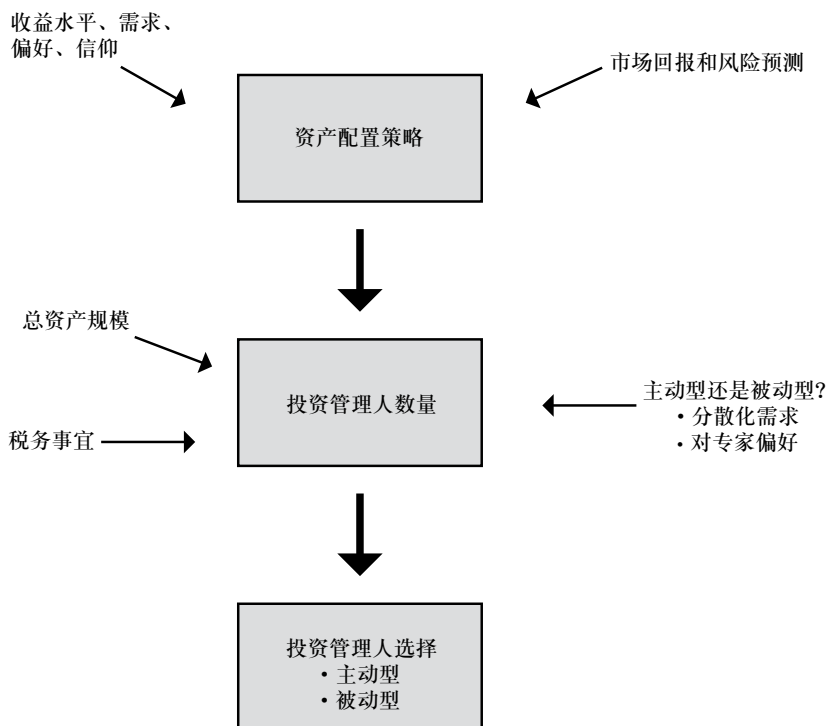


表1.5. 投资过程：执行，投资管理人选择

指数型	三类组合管理步骤	
	主动型公开投资	主动型定向投资
关键投资管理人决策		
多元化	买/卖决策	买/卖决策
交易成本	多元化	标的资产管理
流动性管理		多元化
关键账户特征		
合并账户或独立账户	合并账户或独立账户	有限合伙结构
易于终止	易于终止	难以终止

于其周期峰值的投资管理人，因此其之后的投资表现总是差强人意。指数投资者可能无法完全理解使用抽样技术的基准追踪流程，因此无法找到关键性问题。因为投资管理是一个复杂的过程，所以很多投资者寻求各种形式的帮助，

比如金融投资顾问 (Financial Advisor, FA)、养老金或投资顾问 (Pension or Investment Consultants) 和组合型基金 (Fund of Funds, FoF) 投资管理人。外包投资管理人的甄选决策, 增加了一项对于中介机构的雇佣决策的层级。

本书结构

接下来, 第二章讨论介绍了主动型投资管理的相关话题。如前所述, 投资者对于主动管理的看法, 会影响投资策略说明的内容及其实施。纯粹的追踪指数可能易于操作且风险较低, 但是也会限制资产种类, 还会导致较差的风险-收益平衡。

第三章回顾了指数基金的管理流程和基准挂钩的策略, 并总结了一系列投资者对潜在投资管理人可以提出的主要问题。第四章讨论了资产配置技巧及其对投资管理人甄选的影响, 并指出了投资管理人的甄选和资产类别的政策是如何相互关联的。比如, 因为投资管理人可能对资产类别有偏好, 而投资的阿尔法)又与投资管理人相关, 那么在甄选潜力最高的投资管理人与接受潜在组合偏好的投资管理人之间, 就存在取舍问题。投资者将因两者冲突, 无法同时达成投资策略以及保留最中意投资管理人的目标。

第五章从主动型和指数型投资管理的综合讨论入手, 介绍了组合投资管理人的部分技巧, 此外还阐述了微软数据表格处理办公软件在优化设定投资管理人权重中的作用。第六章回顾了投资管理人的动态甄选流程, 包括监督、业绩分析以及激励费用。在过去十年, 研究者开始探索机构投资者在做出投资管理人甄选决策时的行为表现, 并且记录下来这些决策的业绩。学术界同样将个人投资者作为标的进行了数年研究。第七章总结了两组研究的结果, 使投资管理人的甄选过程有证可依。

金融投资顾问负责小型的机构投资者及个人投资者, 包括高净值客户及其他个体。与传统的机构投资者相比, 个人客户较为缺乏相关知识且资产水平较低, 但要求更为严苛。第八章检视了金融投资顾问 (FA) 的投资管理人甄选问题, 包括税务战略。尽管所有章节都涵盖非美国地区和非传统投资例子的讨论, 但第九章专门探讨了全球市场背景下的, 以及针对另类投资资产类别的投资管理人甄选问题。第十章总结了最可行的做法和主要建议。

2. 识别有经验的积极管理型投资管理人

积极管理的算术法则

如果我们把一定时期内某一证券市场中所有公开上市交易的证券收益进行汇总，并按照它们的期初市值赋以权重，就可以得到该时期内该市场收益的衡量指标。如果我们把所有资产组合的收益都进行汇总——既有被动指数型和积极管理型，也有机构与零售——并按照它们的市值赋以权重，这种计算（未扣除管理费与交易成本）会得到同样的数字——市场收益。如果所有资产组合的构成不完全相同，那么某些资产组合的业绩会优于市场，某些会比市场业绩差。但是平均来说——当计算加权平均收益时——资产组合的收益就会等于市场收益。⁶

在上述分析中，要考虑的一个关键因素是交易成本。典型的市场平均值只包含收盘价，因而据此计算的收益无法反映出购买证券的成本。交易成本可能包含佣金、买卖价差和市场冲击成本（伴随交易规模扩大而使价差扩大）。现实中的资产组合确实会经历这些成本，因此它们的收益平均来说会低于市场收益。⁷指数型基金的交易不如主动管理型基金那么频繁，因此受交易成本的影响更小。

Sharpe (1991) 用两种不同的陈述总结了这些观察。⁸假设世界上只有两类投资管理人，指数型（经常被称为被动管理型）和主动管理型基金，每类基金只包含指数成分股，包含指数中所有流通的份额，并根据投资组合的资产规模进行加权平均，Sharpe叙述到：

(1)在未扣除成本之前，主动管理型基金的平均收益与被动管理型基金的平均收益相等；(2)在扣除成本之后，主动管理型基金的平均收益低于被动管理型基金的平均收益。（第7页）

在一个假设的封闭世界中，通过计算资产加权收益之和，推论出第一条结论。主动管理型投资管理人比被动管理型投资管理人的交易量更高，会产生更高的成本，可以推论出第二条结论。只要算术法则假设在真实世界成立的话，我们就可以得出以下几个结论：

- 作为一个整体而言，主动管理型投资管理人的业绩不可能超越市场指数基金；
- 如果交易成本不是太高，而且主动管理型基金明显不同于具有代表性的指数基金，那么某些主动管理型投资管理人的业绩会超越市场指数基金；

⁶附录A用数学表达式证明此观点。

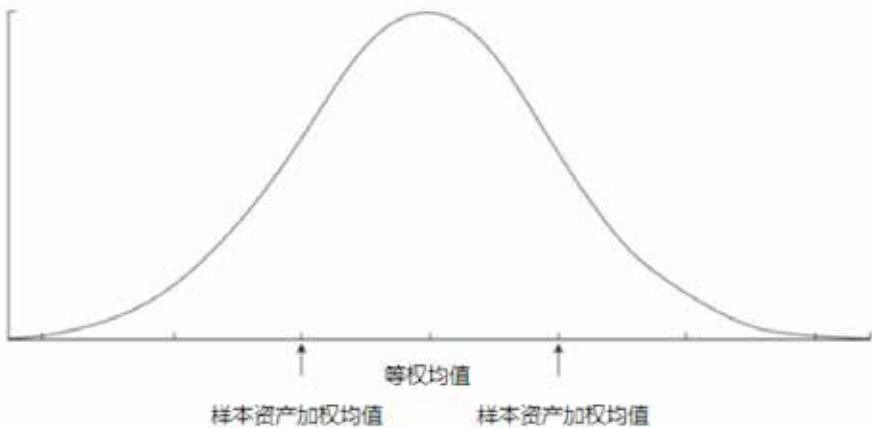
⁷某些资产组合通过为市场提供流动性来提升收益，以抵消资产组合中成本的拖累，它们并非平均水平。

⁸在1985年由美国道富银行信托公司发布的、D.Umstead所做的分析也证明了相似的论点。

- 由于一些主动管理型投资管理人的业绩超越市场指数基金，另一些则肯定会低于市场指数基金。

投资管理人收益所呈现的正态概率分布图可以表明这种卓越业绩的原理，它围绕投资管理人收益等权重均值对称分布。由于基金的资产价值不同，因此以价值加权计算的均值与等权重计算的均值不一定相等。⁹但是如果数据集全面（包括所有持有人，包括个人），在未扣除成本及排除现金（及其他非指数）头寸的影响之后，所有投资管理人的资产加权均值收益将等于市场指数收益。**图2.1**表明了上述事实，即某些投资管理人业绩优于市场指数收益，那么某些业绩就一定会比市场指数收益差。

图表2.1. 呈正态横断面分布的主动管理型投资管理人收益算术法则图解



算法的证明

实践数据能支持这些结论。但也正如Sharpe所指出的，在应用这些观点时必须谨慎，有些公开数据声称已证明主动型投资管理人要么优于要么劣于市场表

⁹参考附录A以获取更多详情

现,也不能不加鉴别地使用。比如,在计算数据用于分析前,必须认识到的一点是,所有用于计算投资组合平均值的数据可能都无法公开获取,这一点很重要。由于某些投资组合(或投资组合中的某些部分)的价值和收益不可直接观察,那么市场收益的价值和计算所得的投资组合平均收益值也并不一定相等。比如,想一想那些个人投资者通过经纪账户或者以纸质证书形式所持有的股票¹⁰,或者在一个国家的市场里交易并作为投资者境外投资组合的一部分而被部分持有的股票¹¹。结果是,这两个数字不一定匹配。我们还必须注意,避免在计算时把已经被数据库剔除的业绩不佳的投资组合排除在外。幸存者偏差会人为虚增公布的全部投资管理人的业绩表现。

美国的股票型共同基金已经被研究得很详尽了,而且提供了大量的主动型和指数型投资组合的样本供人们分析。**表2.1**说明了在衡量主动型投资管理人数据时会遇到的部分实际问题。表格中包括了等权重型和价值加权型投资管理人在幸存者偏差调整前后的平均回报,以及他们相对一个指数基金和两个市场指数的表现。

表2.1. 主动型投资管理人的平均年度投资组合回报的样本计算, 1977-1988年

	平均值
等权重型投资管理人	14.5%
价值加权型投资管理人	13.6
幸存的价值加权型投资管理人	13.8
标准普尔500指数型基金	13.2
标准普尔500指数	14.0
Wilshire 5000指数	14.7

注: 该样本包含所有在美国公开发售的开放式股票型基金。

资料来源: Brown and Goetzmann (1995)。

上表说明,等权重和价值加权的投资管理人收益平均值与小型和大型市场指数可能存在巨大的差异,即便是在超过10年的时间里。在这一特定的时期内,小盘股的表现优于大盘股(Wilshire 5000指数包括小盘及中盘股,而标准普尔500指数则不包括),同时主动型投资管理人倾向于较市值加权指数持有更大比例的小盘及中盘股。下面将对市值大小差别的重要性进行详细讨论。

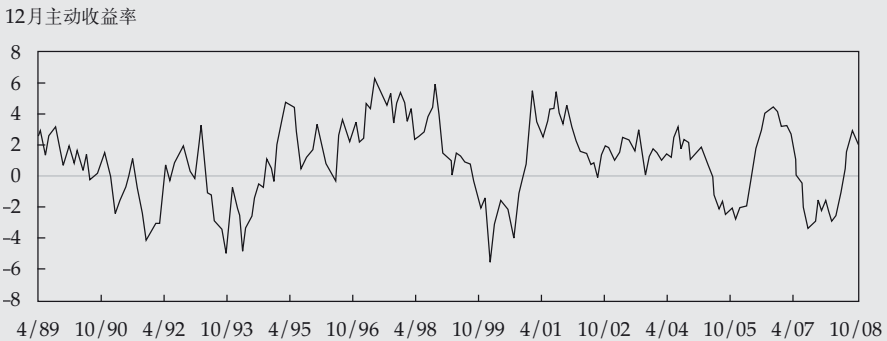
¹⁰在1997年,美国上市交易企业中60%的股份被个人投资者所持有。到2005年,这一数字下降到了35%。(Agarwal 2007)

¹¹在2007年,境外投资人持有的美国股票的市值总计为3.13万亿美元(Forbes 2010)。虽然其中部分资产可能也通过美国机构投资管理人数数据库公开交易(如果由多个美国投资管理人在不同账户中管理),这一数字相当于所有在纽约证券交易所和纳斯达克上市的股票市值的20.7%。

聚焦：关注平均基金的表现

如果一个平均基金的收益并不总是等于市场回报，那么那些消失的投资组合在哪里呢？我们试以高市值美股共同基金的平均收益与标准普尔500指数为例。图2.2绘制了Lipper高市值增长型和价值型共同基金与标准普尔500指数每12个月收益的差值。Lipper根据多种分类方法，制作出了共同基金“指数”或者叫等权重共同基金的收益。尽管此处只对高市值美股共同基金进行了分析，两个系列的收益之差有将近一半的时间超过2%。

图2.2. 标准普尔500指数与高市值基金每12个月的收益差额，1989-2008年



注：数据来自Lipper的高市值增长型和价值型共同基金系列。

资料来源：根据Lipper分析服务提供的数据。

从中有两个发现。第一，平均投资组合并不能代表所有投资组合。后者通过资产加权，能够更紧密地反映整个市场，即市值加权指数。第二，一般情况下，主动型基金经理会较市值加权指数型基金持有更高比例的小市值股票。

为了进一步分析,我研究了美国市场上所有美国股票型基金的持仓情况¹²,并把计算所得的金融特征和板块分布与标准普尔500指数进行了比较。表2.2包括了等权重和资产加权型策略的数据。

表2.2. 等权重和资产加权型股票基金以及标准普尔500指数的特征, 2012年6月30日

	等权重基金	资产加权基金	标准普尔500指数
市值(百万美元)			
加权平均值	\$72,931.3	\$97,954.0	\$110,453.7
中位数	470.3	470.3	12,024.3
加权中位数	20,045.0	40,203.2	56,082.4
分红率	1.80%	1.94%	2.09%
市盈率: 加权调和平均	15.6	15.0	14.5
市盈率使用第一财年预计: 加权调和平均	14.0	13.5	13.0
市盈率使用第二财年预计: 加权调和平均	12.4	12.0	11.6
市净率: 加权调和平均	2.1	2.2	2.1
市销率: 加权调和平均	1.3	1.3	1.3
过去三年销售增长	11.0%	10.4%	8.0%
过去三年每股收益增长	16.6	16.0	14.3
预计未来三到五年每股收益增长	12.4	11.8	10.9

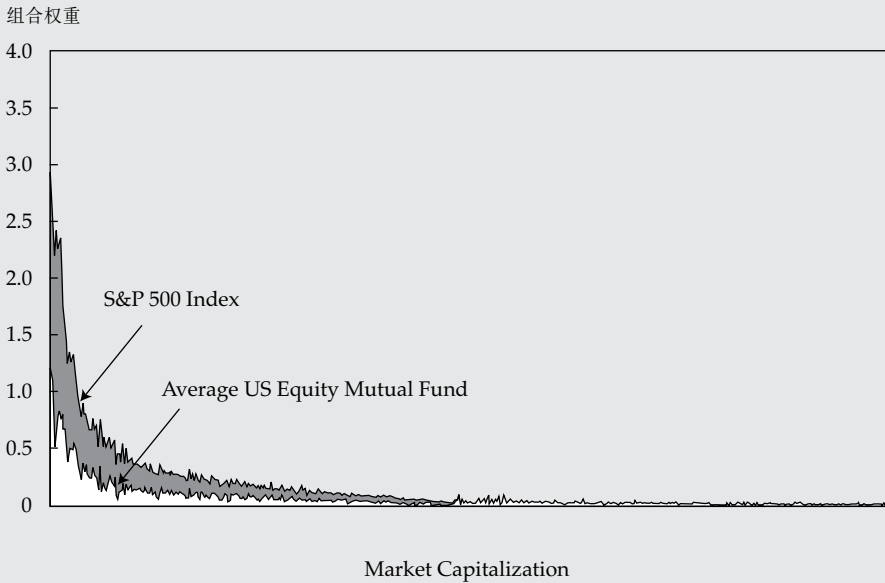
资料来源: 根据Capital IQ和FactSet的数据。

该表显示,资产加权型基金相比于等权重基金,更接近根据市值加权的标准普尔500指数,这一点通过两组基金特征也有所体现。等权重基金的市值比资产加权型小,而后的市值又比标准普尔500指数的平均市值小。同样受到小盘股偏差的影响,等权重基金比标准普尔500指数有着更低的分红率、更高的市盈率、更高的利润和销售增长率。资产加权型基金的各项数值也说明,规模更大的基金会持有更高比例的大盘股。

¹² 来源于Capital IQ数据库信息,包括所有位于美国且至少超过90%的投资为美国股票的共同基金(截止2012年6月,共有3,408只基金)。

等权重基金的市值分布可以根据其持仓情况进行深入探索，即根据基金持有的所有个股的市值进行排序，然后对比各支股票在等权重基金和标准普尔500指数中所占的比例，如图2.3所示。

表2.3. 等权重美国股票基金及标准普尔500指数基于股票市值和投资组合权重的比较，2012年6月30日



资料来源: 基于Capital IQ的数据。

图2.3说明了一个给定时期内，等权重基金所持有的最大市值的大盘股的比例，小于这些大盘股在标准普尔500指数中的权重，而多出来的组合权重则投资于较小市值股票，呈现标准普尔500指数中所没有的长尾分布。除此之外，基金经理持有许多个股的比例远远超过这些个股在市场中的占比。

这些结果说明，等权重基金相对于标准普尔500指数的收益，会受到小盘股和大盘股表现差异的影响。表2.3总结了在2012年7月，美国股票型基金中等权重型和资产加权型所持有的股票的表现差异。需要注意的是，Wilshire 4500指数是由小盘和中盘股组成。结论是，任何衡量主动型投资管理人业绩表现的方法，都必须根据投资管理人的投资组合与基准指数之间的特征差异进行调整。

使用含有市场因子、投资风格因子和基础因子的风险模型估算出的阿尔法值，可以帮助解决这个问题¹³。

表2.3. 美国股票基金所持有的股票的平均表现：等权重型和资产加权型与标准普尔500指数和Wilshire 4500指数的比较，2012年7月

持仓股票或指数	表现
等权重型股票基金的持仓股票	0.72%
资产加权型股票基金的持仓股票	1.12
标准普尔500指数	1.39
Wilshire 4500指数	-0.68

资料来源：根据 Capital IQ 和FactSet的数据。

主动型投资管理人的选定

在拟定投资策略声明之前，投资者需要对主动型投资管理形成自己的观点。除整体投资目标之外，投资策略声明还具体说明了投资者可接受的投资范围和投资管理人的类别。为了证明聘任主动型投资管理人的合理性，投资者必须相信以下三点：

1. 一些投资组合经理有能力实现出色的投资表现。
2. 投资者有能力识别将来会实现出色投资表现的投资管理人。
3. 投资者可根据投资策略声明构建投资管理人组合，以有效管理资产分类风险，并在扣除成本后获取优异的投资收益。

如前所述，学者和从业者们都在不断地探讨主动型投资管理的价值。关于有效市场假设、主动管理算法、投资者过去挑选的主动型投资管理人的业绩记录的研究都至少表明，在扣除成本、调整风险因素后，有效地增加价值是一个重大的挑战。尽管存在这一挑战，但大多数资产，甚至是极其透明并公开交易的大盘股都在进行主动管理。**表2.4**显示，2008年，超过80%的美国共同基金资产都在进行主动管理。

包含主动型投资管理的投资策略声明实施起来更具挑战性。投资者若想成功，需要做很多的工作。他们必须识别出极有可能增加价值的投资管理人，选择良好的时机聘用这位投资管理人，持续监督投资组合，以及决定是否或何时停用此投资管理人。主动型投资管理需要多样性的投资管理人，这样可以控制投资表现达

¹³三因子或四因子模型，比如Fama和 French (1993) 和Carhart (1997) 模型，都是通过线性计算估计，而可能没有完全考虑到不同市值的影响。实例可参考Stewart (2013)。

不到基准的风险。而这需要投资者花费额外的精力。因此，许多投资者寻求退休金顾问和财务顾问的帮助也就不足为奇了。

表2.4. 美国ETF、主动型管理和指数型股权共同基金的管理规模

	基金数量	管理的资产 (十亿美金)	资产比例
指数型基金	336	751	11.5%
ETF	547	545	8.4
主动型基金	<u>3,884</u>	<u>5,226</u>	<u>80.1</u>
总数	4,767	6,521	100.0%

资料来源: ICI (2008)。

现代投资组合理论用数学模型从三个方面解释了风险的价格，分别是多元化的益处、系统性风险的存在以及投资者持有风险资产需要匹配的收益。证券或证券投资组合的收益与市场因素敞口相关，反过来这些市场因素也随着商业周期、利率和科技发展等因素的变化而改变。在等式 (1) 中，单因素资本资产定价模型 (CAPM) 清晰描述了投资组合风险和预期收益的关系。

$$E(R_p) = R_f + \beta_p [E(R_M) - R_f], \quad (1)$$

其中，

E = 期望因子

R_p = 投资组合收益

R_M = 市场收益

R_f = 无风险收益

β_p = 投资组合收益对市场收益的敏感性

尽管此模型包括一些不切实际的假设¹⁴，例如忽略了交易成本，但它仍是帮助形成投资管理人选择观的有利工具。例如，资本资产定价模型 (CAPM) 指出，投资组合的预期收益与预期市场收益相关。同时，投资组合预期收益在某种程度上取决于其对市场收益的弹性(β)。寻求更高预期收益的投资者可以简单地通过增加对整个市场的敞口(包括杠杆作用)来实现¹⁵。

这个初始的等式并未强调通过主动管理增加价值的可能性。等式 (1) 表达的模型中，投资组合的预期收益仅仅取决于无风险收益，以及其与预期市场收益的固

¹⁴标准的投资教科书，例如 Sharpe、Alexander 和 Bailey (1999) 以及 Bodie、Kane 和 Marcus (2010) 编写的教科书，重新审视这些假设。

¹⁵高的预期回报不一定意味着较高的实际回报。

定线性关系。资本资产定价模型不包含投资管理人的阿尔法。换句话说，阿尔法非零与该模型假设不一致。但是，可以对该等式进行简单的修改来表达主动管理的投资组合，如以下公式所示：

$$E(R_P) = \alpha_P + R_f + \beta_P [E(R_M) - R_f], \quad (2)$$

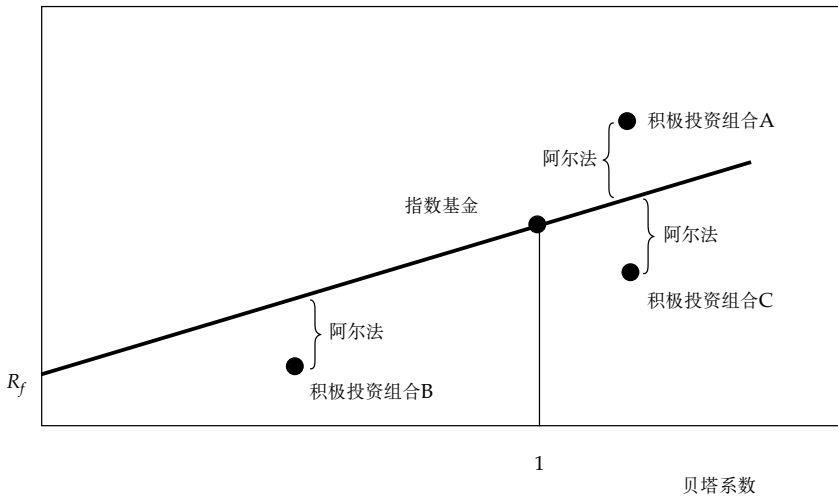
其中，

α = 主动管理的阿尔法

注意，指数基金的阿尔法应该为零，但阿尔法为零的投资组合并不一定是指数基金；阿尔法为零也可能是由于投资管理人没有主动管理能力。此模型中，主动管理能力是由正阿尔法来定义的。图2.4用证券市场线表述了预期收益与市场风险敏感系数 β 之间的权衡关系。投资组合A和C的 β 大于1，投资组合B和C的阿尔法小于零。

图2.4. 证券市场线及投资组合举例

预期收益



需要注意的是，市场中所有投资组合以资产为权重的贝塔系数总数为1。尽管个别投资能力娴熟的投资管理人能获得正的阿尔法，但主动管理的算法要求，正的阿尔法必须由其他投资管理人获得的负的阿尔法来加以平衡。以资产权重为基础¹⁶，所有投资管理人的阿尔法必须为零。换句话说，整个的阿尔法¹⁷金额必须为零。

¹⁶ 额在交易成本和费用之前并且不包括投资组合现金头寸。

¹⁷ 总额在交易成本和费用之前并且不包括投资组合现金头寸。

探索主动管理时，市场有效性概念也很重要。有效市场假说 (EMH) 指出，所有的信息已经反映在证券价格中了，并且投资者无法利用这些信息获得利润。如果这个假说成立，那么不仅整个市场中所有投资管理人的总阿尔法为零，而且市场中每个投资管理人的阿尔法都将为零。任何实际获得的阿尔法都归因于错误的风险衡量和市场噪音（与投资技能无关的随机变量）。当阿尔法只是市场噪音时，一些非常成功的主动型管理经理的存在，只是因为概率上总有一些投资管理人的业绩名列前茅。Jarrow (2010)¹⁸指出，由于不存在持续的套利机会，单个投资策略产生持续的固定阿尔法是极不可能的。所谓阿尔法，也许是不易观察到的市场因素导致的。Jarrow进一步指出，投资者在评估选择投资管理人时，应该“明白市场的不完美使套利机会得以存在”（第21页）。投资者在这个过程中，应该识别出哪些市场参与者在亏钱。

有效市场假说 (EMH) 有三种形式，每一种都跟市场信息的定义有关。弱式有效市场假说提出，价格趋势和价格反弹都是简单的随机事件，没有序列相关性。因此，没有人能通过研究过去的规律——例如历史成交量和成交价数据来获得利润。（弱式有效市场假说并不认为研究公司的基本面是无效的。）半强式有效市场假说认为，新的金融信息极快地体现在了证券价格中，让市场参与者难以从中获利。强式有效市场假说认为，价格已充分反映了所有的信息，甚至包括未公开信息和内幕消息。

问题是，市场有效假说在真实的市场环境中是否还有效。在真实的世界中，搜集信息需要支付成本。如果盈利的套利机会存在（市场无效），一些市场参与者愿意付出成本。这种付出成本的意愿会促使市场价格趋近真实价格。Grossman和Stiglitz (1980) 用加入了套利机会因素、交易成本因素，既考虑到消息灵通的投资者，也考虑到不知情投资者的数学模型研究了证券的定价问题。结论是，市场价格不完全反映其内在的真实价值，两者之间的差距往往取决于交易成本、消息灵通人士的数量和市场系统中的噪音。换句话说，价格不反映所有的公开信息，交易成本较低的投资者可以从市场无效性中获取利润。

市场有效假说中的相关证据表明，通过识别市场无效性来获取正阿尔法是比较困难的，对美国大盘股尤为困难。显著的市场无效性的存在，可能是由于错误的风险模型（例如小盘股、市盈率和能动效应）设定导致的。¹⁹市场异常的证据、被证实的投资者行为倾向和事实存在的持续阿尔法都表明，市场不是完全有效的，一些投资者甚至可以在美国股票市场获取阿尔法。

¹⁸他指出市场复杂性暗示市场不均衡不是常见的但是持续的机会将会是稀少的。关于在给定时间内发生的一个事件的保单就是创造阿尔法的不可见因素的例子。内幕交易方案在其持续期间就是一个固定阿尔法的例子。其成功将要求一个输家（和算法参数一致）。

¹⁹小盘股平均阿尔法可以用市值风险因素来解释，但是，在一月份的前两周，小盘股的阿尔法明显超过大盘股，这一收益模式和非线性关系的收益模式需要更复杂的解释。

主动管理型投资管理人阿尔法的衡量

等式2表示期望(事前)资产组合收益模型,它由市场收益和风险,以及超出风险可解释的投资管理人阿尔法的因素所决定。实证证据证实,资本资产定价模型(CAPM)贝塔模型解释了大约三分之一的实际(事后)个股收益方差。多因子模型囊括了板块的贝塔风险敞口、公司规模、市场估值、增长衡量指标和价格动能,解释了更多因素。但是,即使非常先进的模型,也不可能解释所有的收益;在每个时期,总有一定程度的噪音不能被解释。为了将上述表达式转变为特定时期的现实收益,必须加入时间下标和误差项,正如下列等式所示:

$$R_{P_t} = \alpha_P + R_{f_t} + \beta_P (R_{M_t} - R_{f_t}) + e_t, \quad (3)$$

其中,

e_t = t 时期无法解释的收益

误差项的期望值等于零,并假设其独立于市场收益。通常将该等式称为Jensen阿尔法模型²⁰,在实践中,单因素模型(等式3)使用线性(最小二乘法)回归法估值。回归斜率是贝塔,截距是阿尔法,两者都是常数²¹。

为方便起见,阿尔法和误差项可以合并为一个单独的衡量指标“theta”。²²该项是随机变量,与市场不相关。它的期望值是阿尔法。CAPM假设theta期望值为零。

要判断一个投资管理人在一定时期内,在针对市场的特定平均贝塔敞口经过调整后,是否能够带来阿尔法,统计回归法是一种很有价值的技巧。统计学方法可以用来检验阿尔法的显著性。

用表2.1归纳的平均值所检验的主动管理的算术法则,可以使用阿尔法衡量指标进行再次检验,该指标用来调整基准的不匹配,比如标普500指数和威尔逊5000指数之间的差异。除了之前描述的单因素模型之外,使用三个风险因素(市场、估值、规模)或四个风险因素(价格动能是第四个因素)来研究业绩也是很常见的。**表2.5**显示了美国权益类共同基金的阿尔法均值。

尽管这个技巧比计算主动管理型收益均值更加复杂,但是仍然得出了相似的结论。使用上述所有三种模型计算得出,经风险调整的资产加权平均总(未扣除费用)主动管理型收益(alpha)在统计学上并非显著区别于零。换言之,平均来说,主动管理型美国权益类共同基金投资管理人不会产生正的alpha,即使在未扣除费用之前。需要注意的是,费用将使每年业绩扣除94到131个基点。

²⁰请参考Jensen (1968) 和任何投资文本。

²¹回忆贝塔回归系数等于投资组合和市场回报协方差除以市场回报的方差。

²²请参考Grinold and Kahn (2000)。许多从业者互换地参考theta 和阿尔法,但是读者应该提防这种做法,因为它们应该属于混淆变量的预期和实际值的任何惯例。

表2.5. 1984-2006年美国权益类共同基金中基于单因素、三因素和四因素回归估值的主动型权益类投资管理人的总阿尔法均值

	单因素	三因素	四因素
等权阿尔法 ^a	0.18	0.36	0.39
t统计量	0.31	0.85	0.90
价值加权阿尔法 ^a	-0.18	0.13	-0.05
t统计量	-0.49	0.40	-0.15

^a总阿尔法百分比，12x月均值。

资料来源: Fama和French (2010)。

尽管平均来说，权益类共同基金在扣除费用之后不会产生alpha，但是在等权基础上，大型机构投资者雇用的使用单因素和三因素模型的股票投资管理人却赚取了正的alpha。Busse、Goyal和Wahal (2010) 采用了与Fama和French (2010)相似的方法；表2.6归纳了结果。需要注意的是，管理费使每年业绩扣除约50个基点。

表2.6. 1991-2008年美国权益类机构投资者中基于单因素、三因素和四因素回归估值的积极型权益类投资管理人的总阿尔法均值

	单因素	三因素	四因素
等权阿尔法 ^a	2.28	1.40	0.80
t统计量	3.17	2.52	1.34
价值加权阿尔法 ^a	0.52	-0.04	0.20
t统计量	1.06	-0.05	0.40

^a总阿尔法百分比，4x季度均值。

资料来源: Busse等 (2010)。

主动投资获得阿尔法收益的证据

主动管理的收益率计算表明，(总)投资组合的阿尔法应在资产加权基础上等于零。这也说明了，一些投资管理人可能跑赢或跑输市场平均水平。然而，这并不表示一些投资组合经理具有提供卓越表现的技能。有效市场假说质疑投资管理人是否具有创造阿尔法收益的能力。换句话说，在强有效市场假说的理论形式中，所有投资管理人的真实阿尔法收益等于零。使用有效市场假说作为参考，重要的是确定一些投资管理人是否表现出具有高统计置信度的技能。如果有的话，投资者就可以探索是否值得寻找表现优于市场的团队。他们的努力也应包括记录管理费用以及交易、搜索和监控成本。

考虑到较大的管理者样本，应该不难找到一些具有显著阿尔法收益的业绩记录。但是，这个假设忽略了一个事实：最好的管理人是从样本中挑选出来的。对于一个公平的检验，重要的是要认识到，随着时间的推移，在一大群随机分布的投资管理人里面，有异常高和异常低的表现的概率是100%。可以进行一个更好的检验：比较现实世界与随机性世界，以确定那些获得阿尔法的管理人数量与那些缺乏该技能的管理人数量是否具有显著的统计学差异。这项测试应根据一个事实进行调整，即受观察的投资管理人数量小于所有投资管理人数量。研究多因素风险调整的阿尔法估计将有助于完成这项任务，而不是研究总收益。

基于这样的测试，答案似乎是肯定的：高超的管理人确实存在。但是具有较高的统计置信区间表明，那些具有该技能的管理人的数量可能很少。基于美国股票共同基金的研究可以说明，这是一个最具挑战性的价值增值的领域，这表明异常强大或微弱的结果不是由于运气，而是由于技能或者不良技能。

Fama和French (2010) 回顾了主动投资管理人业绩分布，并与阿尔法均值为零的随机分布比较，以确定统计表现不错和表现不佳的管理人提供的结果是由于技术的应用还是仅仅基于运气。²³试验表明，具有显著风险调整的高水平业绩的投资管理人数量，比随机性的数量要大；同样，统计上产生低水平阿尔法的投资管理人数量，比纯靠运气的管理人数量也要大。

表2.7总结了这些结果，列出了超过22年的管理者的 t -统计量阿尔法的清单，根据 t -统计量排序，并对比了均值为零的阿尔法随机分布的 t -统计量。这些以 t -统计量形式列在表单上的阿尔法不是原始的阿尔法，在时间上进行了标准化处理。表2.7中第三列的正数表明该组优于模拟的结果；排名前10%和前5%的样本在这栏中

表格2.7. 真实阿尔法组与模拟0阿尔法组的管理人排名百分比的 t -统计量，1984-2006年

基金收益排名	真实组 t -统计量	模拟组 t -统计量	差异
底部5%	-2.1	-1.7	-0.4
底部10%	-1.6	-1.3	-0.3
底部40%	-0.3	-0.3	0.0
顶部40%	0.3	0.3	0.0
顶部10%	1.6	1.3	0.3
顶部5%	2.1	1.7	0.4

注意： t -统计量的数据是基于月度时间序列的回归统计，4个因子，美国股票型共同基金的总阿尔法费用。

资料来源：Fama和French (2010)。

²³随机产生的收益序列是进行10,000次蒙特卡罗计算机模拟，使用历史结果和零均值阿尔法估值的阿尔法标准差。

的数字是正的，它提供的证据表明，这些组有增加价值。总的来说，排在顶部和底部10%的基金经理产生的总阿尔法分别显著的高于和低于简单随机选取的组别。该试验结果表明，尾部分位数，包含费用的话，存在技能效应。但很少有证据表明，有显著统计意义的阿尔法收益可以覆盖费用。

Busse等人（2010）基于前5%和10%的管理人，对机构管理人的业绩分析得出相似的结论。如果这种模式存在于其他市场和资产类别上，对于阿尔法的寻求或者至少探索其潜力是合理的。

交易成本和资产规模对阿尔法的潜在影响

实施任何投资策略都有相应的成本，包括雇用新管理人的成本，以及管理人在交易证券以维持敞口，或为了获取阿尔法发生的成本。交易成本包括佣金、买卖价差和市场影响。市场影响是指，在给定时间段内，随着订单量的增加，买卖价差扩大。随着特定战略中的资产规模扩大，执行交易的市场影响也会随之扩大，这就降低了投资组合的回报。这种收益率的减少取决于投资组合中相关证券的流动性（交易量是一个量度）、策略的周转率、投资组合的持有数量，以及对于一个有效策略，如果阿尔法减少了，那么管理人必须补充头寸才能获得吸引力。可以通过延长完成交易所需的时间来减少交易成本，但即使其他市场参与者没有从这种交易中获利，延迟也会增加价格朝着显著负方向移动的风险。务必要认识到，市场条件影响交易成本，反过来又影响阿尔法的潜力。如果市场处于压力之下，交易量可能下降，买卖价差可能扩大，这会使得积极的交易策略难以实施。

策略的市场容量取决于资金周转率、其潜在头寸的交易成本函数以及管理人决定的可接受阿尔法的大小。为了保护自己的资产，投资者应该清楚地了解管理人对规模限制的条款。如果管理者希望通过限制资产规模对绩效的影响来保护其客户的利益和自己的声誉，²⁴他们应该评估实施战略的成本，并设置资产管理的最大规模。也许这个上限会被所有人接受。由于难以预测市场容量，保守的管理者往往设置中间或临时限制，他们不会超过之前一段时间的估计值。近几十年来，虽然市场可能变得更有效了，但交易量很大程度上也增加了，市场容量也随之增加了。

选择能创造正阿尔法的投资管理人

一般来说，主动型投资管理人并不会显示出突出的选股技能，他们也不需要，因为他们作为一个整体，回报就应该接近市场平均水平。事实上，有效市场理论本身就是对投资管理人能力的质疑。但是又有实证表明，在世界上最有效的市场之一的美国股票市场，排名前10%的投资管理人中确实存在这种能力。这一发现说明，寻找

²⁴Vangelisti (2006) 称这类限制为“门槛规模”。

正阿尔法值并不是没有道理的。但是，投资人能否在雇佣投资管理人之前就发现他们的能力，并从正阿尔法中受益？换句话说，一旦发现了能创造正阿尔法的投资管理人，他们是否能一直保持他们的阿尔法？

如果正阿尔法是可持续的，那么投资者就可以通过收集历史回报数据，计算阿尔法值，然后选择那些表现最好的投资管理人。但令人遗憾的是，虽然有证据表明这个方法在短期内可行，但阿尔法往往会随着时间逐渐消失。阿尔法有以下两个显著的特性，使得衡量变得复杂：

1. 同一个投资管理人的阿尔法似乎会随着时间变化（也就是说，阿尔法本身就表现出随机性或至少是周期性）。
2. 阿尔法不呈正态分布。无论是针对同一时期内不同的投资管理人，还是对于很多投资管理人来说，同一个人在不同时期的表现。

焦：至少一个投资管理人有良好投资表现的概率

大部分人都相信存在超群的投资管理人。²⁵但是如果单从过往的投资回报来衡量投资技能，是否能判断超群的投资表现是因为技能还是因为运气？那么，怎样才能自信地在众多主动型投资管理人中找出一个能力出众的投资管理人？

在众多投资管理人中，某一个经理的表现超过其他所有人的概率是1.0。光看一组基金过去的表现，并不能证明那些投资管理人都是因为他们的投资技能而获得超前的排名。基于统计分析，他们的排名可能是因为投资技能，也可能并不是。投资管理人可能靠真才实学名列前茅，也可能仅仅是因为其它干扰因素（随机变量）获得成功，而他真实的阿尔法值其实为零。假设有一组1,000人的投资管理人，每个人的剩余风险都为年化5%。如果我们假设这些投资管理人都表现为零阿尔法，且这些剩余风险呈正态分布且独立于市场变化，那么就有大约25名投资管理人会获得超过平均阿尔法值10%的回报，25名投资管理人会获得低于平均阿尔法值10%的回报。还会有一到两个投资管理人的表现会超出平均水平15%——这可是一个在经济意义上非常巨大的回报优势。即使假设高于市场的回报不存在序列相关性，但当时间跨度超过一年，那些排名靠前的投资管理人的累积回报很可能会高于平均水平15%。如果有些投资管理人的风险水平高于5%，他们最终名列前茅（或者垫底）的概率就更高了，即使他们真正的预计阿尔法值还是零。

标准的统计方法可用于测试某个投资管理人历史回报的显著性，但正如Baks、Metrick和Wachter（2001）所指出的那样，要想正确运用，就必须考虑选择投资管理人的方法。如果这个投资管理人是随机选择的，那么一个简单

²⁵见Siegel、Kroner和Clifford（2001）。

的 t 检验 (假设没有幸存者偏差) 就可以测出阿尔法值是否在给定的置信水平下显著大于零。但是, 如果这个投资管理人是根据其投资表现, 在一组投资管理人中选择出来的, 那么单靠一个 t 检验是不行的。必须对这个检验进行修改, 以确定在这组样本中至少有一个投资管理人完全因为运气而达到某一 t 检验水平的可能性。

表2.8说明了样本大小对用一个比较高的统计置信度来确定一个投资管理人能否获得正阿尔法的重要性。通过计算最佳投资管理人的投资回报 (表格中用的是十年的月度数据) 得到的 t 检验值的显著性相差很大。在一组1,000名投资管理人中, 至少有一名投资管理人的 t 值为2.0, 且全靠运气的概率为100%。而在一组10名投资管理人中, 至少有一名投资管理人的 t 值为5.0, 且全靠运气的概率为0%。

表2.8. 假设阿尔法值为零, 不同样本大小下一个投资管理人 t 检验的概率 (共120个观察值)

投资管理人的数量	t 检验值			
	2.0	3.0	4.0	5.0
10	38.7%	3.2%	0.1%	0.0%
100	99.3	28.1	1.1	0.0
1,000	100.0	96.3	10.5	0.2

注意: 概率 = $[1 - (1 - t \text{ 检验 } p \text{ 值})^{\text{投资管理人的数量}}]$ 。

Fama和French (2010) 以及Kosowski、Timmermann、Wermers和White (2006)都测试了在一组主动性共同基金中是否存在投资技能。他们分析了所有投资管理人的回报, 发现这些投资管理人的总回报的尾端高于仅仅根据随机性获得的预期值。这一发现表明, 某些投资管理人可能确实有真本事。

Kosowski等人 (2006) 研究了美国股票型共同基金投资管理人的表现。他们修改了统计检验中的非正态性之后发现, 名列前茅的投资管理人确实能创造显著的阿尔法。他们还有一个统计意义上可信的发现, 基于36个月以上的表现而预计出的阿尔法在接下去的一年中持续存在, 虽然每一阶段的阿尔法值都比之前减少。表2.9总结了这些发现。

Stewart (1998) 一个更早期的研究使用了不同的数据源以及非参数方法, 也获得了同样的结果。他的结论是, 根据季度主动回报的历史频率, 可以成功发现未来三到五年间表现出众的投资管理人。但相比之下, 单靠主动回报的数值无法估计投资管理人的排名。

表2.9. 1975—2002年美国股票型共同基金阿尔法值在后一年的持续性

	净阿尔法	总阿尔法
所有投资管理人	-0.4%	0.5%
前10%投资管理人 ^a	3.6	4.6
前10%，后一年 ^b	1.0	1.9

^a根据12x月度阿尔法计算得出。

^b根据公布的费用比率估计得出。

注意：阿尔法根据四因子阿尔法模型的回归估计计算得出。

资料来源：Kosowski等人 (2006)。

虽然这些研究发现都证明，可以运用一些方法，通过寻找过去超常回报中的迹象来选择主动投资管理人，但是这些方法并不能保证一定成功。比如说，根据表2.9中的数据及其相关研究中发布的参数估计，通过雇佣最近5个前10%的投资管理人并能获得至少100个基点的总阿尔法的概率大约为65%。除去费用之后，这个概率就降到了50%。如果选择超过5个基金来分散风险，倒是可以提高成功的概率。

Barras、Scaillet和Wermers (2010) 也试图通过研究美国共同基金投资管理人阿尔法的数据来区分能力和运气，并检验获得未来正阿尔法的方式。他们研究了1979-2006年间的数据库，指出随着基金数量的飞速增长，有能力的投资管理人的比例在逐渐下降。²⁶他们建立了一种方法，可以同时估计不同时期有能力的投资管理人的数量，以及每个投资管理人的运气成分。然后，他们用这两组数据对投资管理人进行年度排名。这个选择方法已得到证明，确实比单单通过历史回报、阿尔法或t检验值来排名的方法更佳。

基于历史阿尔法来选择投资管理人的策略，往往会带来除基金管理费和费用比率之外的额外成本。这些额外成本包括收集数据、进行统计分析，到最后做出决定所花费的时间。很显然，通过选择有能力的投资管理人来成功获得增值是一个巨大的挑战。

成功投资管理人的特质

除了雇佣许多投资管理人外，实现正的阿尔法的几率是否可以提升？那些独特的特性与技能熟练的投资管理人是否有关？专业投资者对于好的管理者应具备哪些品质有着明确的见解。例如，巴菲特 (2001) 在选择管理伯克希尔哈撒韦公司的专业人士时，遵循了高能量水平、基本智力水平、高道德标准的要求。特雷诺 (1990) 提出了两个重要的因素：先进的投资知识和对投资过程的专注。天才投资者也必

²⁶ 研究者发现，在对冲基金领域也存在类似的模式。本书后面的章节中将对此进行讨论。

须热爱学习。他们坚持不懈地寻求最新技术、经济发展和市场情绪的新信息。斯文森 (2000) 解释了长期思考和个人驱动的决策在产生出色表现方面的重要性。他强调, 投资管理人和客户之间密切的利益结盟是未来成功的关键要求。**表2.1**总结列出了巴菲特、特雷诺和斯文森认为的成功管理者的关键特征。

表2.8. 成功投资管理人的关键特质

	因素
1	智力
2	知识
3	专注
4	长期思考
5	独立思考
6	利益一致

资料来源: 巴菲特 (2001); 特雷诺 (1990);
斯文森 (2000)

应在尽职调查过程中对这些特性进行评估, 由成熟的投资者或养老金顾问对个人、哲学观和过程进行分析²⁷。尽职调查的目的是为了确认投资机构是否具有提供卓越业绩所需的专业知识。尽职调查包括询问增值的来源, 并探讨管理者如何通过多样化的投资组合获得去掉成本的增值来源。它还包括对员工培训和经验的研究。虽然仍不能保证一个能满足投资者尽职调查要求的投资管理人会提供出色业绩, 但它是一个好的开始。

优秀投资管理人可量化的定性特征

有人可能会问, 在对潜在投资管理人进行的系统评估中, 是否有办法对他们的大部分定性特征进行量化。另外, 有没有什么能证明, 研究这些特征能带来价值?

表2.1中列举的成功投资管理人的主要特征, 能用很多方法来衡量。基本智力水平这个因素可以使用智商测试、标准化能力倾向测试和学校评分来衡量。知识可以通过学习年限、高级学位的获得、工作经验的长短和种类、获得的证书以及成绩测验进行评估。专注力与专注程度较难衡量, 但可以用个人每周工作小时数作为代理变量。衡量基金经理利益一致性的方法之一, 就是考察他们的薪酬结构。长线思考需要建立战略程序, 独立思考与自信和自尊紧密相关。最后, 这些特征中很多都与一个人的内驱力相关, 而内驱力可以由调查问卷来衡量。

²⁷ 见McCurdy (2012) 和Towers Watson (2011)。

证明定性特征具有价值的研究摘要

研究者们已经广泛研究了成功投资背后的智慧的价值，并得出了结论：高智商和能力倾向测试高分，与成功投资和出色的投资表现是正相关。而对于投资管理人的教育程度对投资表现的价值，研究显示出不同的结论。

投资管理人的专注程度或职业道德可能很难衡量，但有关内驱力对商业成功有正面影响的学术研究则显示，具有高度积极性的投资管理人所在的机构往往能够实现快速增长，产生更高利润。关于长线思考重要性的科学研究，涉及了考察战略规划对公司财务表现的影响。实证研究支持了这个观点，即战略规划者受益于有条理的数据分析。这项发现表明，如果长线思考不刻板或遏制创新，则能够改善投资表现。

研究人员还通过评估薪酬激励结构、投资管理人自有资金的参与度，以及基金监管委员会的组成，评估了利益的一致性。研究涉及共同基金经理和对冲基金经理。证据显示，基金经理自有资金占比越高，绩效共担比例越高，其风险调整后业绩越好。对作为一种管理质量衡量方法的共同基金董事会结构也进行了考察，研究发现，其独立程度与基金的费用水平负相关。

最后，研究者还考察了投资管理人特征对公司财务表现的影响，包括投资组合回报、推荐股票表现和公司利润率。公开信息和调查数据都被用来研究他们之间是否有统计学关系。

每项研究都是独特的，表2.2中列举了一些基本结论。

图2.2. 投资管理人特征与投资表现、公司财务表现的相关性

	因素	关系
1	智慧	正相关
2	知识	中性的或正相关
3	专注度	中性的
4	长线思考	正相关
5	独立思考	正相关
6	利益一致性	正相关

证据显示，我们可以通过投资管理人的智慧程度、知识水平、独立思考的能力以及与客户利益一致性，来筛选优秀的投资管理人。由于大多数投资组合经理的薪酬是主观决定的，而不是以绩效为基础，因此这些标准就尤为重要。²⁸利益的一致性与投资组合经理薪酬相关，因此询问他们奖金的计算方式非常有用。没有实证研究表明投资表现与专注程度相关。

²⁸请参考Farnsworth and Taylor (2006)。

个人和机构投资者选择投资管理人的记录摘要

虽然个人投资者投资管理人选择决策的研究已进行了很多年，但机构投资者选择投资管理人的模式才刚刚开始被研究者所关注。人们可能认为老练的、经验丰富的投资者会根据严格的增值流程来聘用和解雇投资组合经理。而有趣的是，机构投资者和个人投资者在聘用和解雇投资组合经理时，好像都只看短期业绩，而且会做出破坏价值的决策。

对共同基金业绩及其资金流动的研究显示，个人投资者关注的是短期，尤其是一年和当年的主动管理投资回报，并且会投资一些有着强劲近期表现的基金。他们也喜欢较稳定的回报，但似乎受到广告的影响，倾向于保留表现不尽如人意的基金。他们可能将新资金投入新的基金，而不愿卖掉老基金。

与之相反的是，机构投资者专注于主动管理投资风险，非常青睐在一年期、三年期和五年期内表现突出的投资管理人。他们理解投资管理人的风格，比个人投资者更多地考虑投资管理人的定性因素，不会像个人投资者那么随大流，在解雇表现不佳的投资管理人时也更为果断。

在投资决策表现方面，他们都在资产配置中破坏了价值。对共同基金投资者的研究表明，他们的短期（三个月）资产配置会提高后续短期（接下来的三个月）业绩，但他们的长期投资模式降低了长期投资回报。机构投资者在一年期、三年期和五年期内，在聘用、解雇投资管理人的决策上损失了资金，即使五年之后也无法弥补损失。

指数投资是一个越来越受欢迎的主动投资管理的另类选择。虽然指数投资不可能超过指数本身的表现，而且还需要有效地选择合适的基准和投资组合经理，但是指数投资能保证以更低的成本实现接近于基准的投资回报。²⁹指数投资还能减少在新投资管理人的尽职调查以及现有投资管理人的监测方面花费的时间。我们将在下一章讨论指数投资方法。

²⁹如果经理追求“积极”战略，例如及早购入新的指数成分，他们就可以跑赢指数。

3. 指数基金投资

指数基金投资的成本与收益

投资于指数型基金（指数化基金）的目标，是复制指定股权或固定收益基准的表现。指数投资管理为投资人提供了获取市场回报的廉价路径，抑或低成本的系统性风险敞口。“被动式管理”一词有时被用于描述指数化基金投资，但它并没有真实反映指数投资管理实现精确追踪所需要的技能，这个追踪结果在许多情况下被定义为偏离公开发布指数的基点数。被动式管理更准确地反映了投资者决定放弃挑战投资管理阿尔法。投资者可以决定被动投资回报和阿尔法的波动性和不确定性能否匹配主动投资那样高额的管理费用，至少对于一些托管的基金来说是如此。“被动”一词也不能准确描述指数化，因为指数基金投资人把很多主动决策外包了出去，尤其是外包给构成指数的那些公司的管理层。³⁰标的指数公司的管理层持续积极开展业务并进行融资。

指数投资管理的目标是尽可能追踪预先设定的指数。是否复制成功的衡量手段被称为“跟踪误差”（有时被称为“跟踪风险”或“跟踪偏差”），且可接受的水平依赖于指数相关的证券市场和市场规模、流动性和指数稳定性。指数结构和维护规则也会影响指数投资管理成功追踪指数收益（甚至取得超额回报）的能力。在技术层面，投资管理的目标是构建一个贝塔为1.00，alpha为0.00，误差项方差等于0.00的投资组合，如下所述：若 $\beta = 1.00$ ， $\alpha = 0.00$ ，方差(e_t)=0.00，则

$$R_{P,t} = R_{M,t} \tag{4}$$

在所有阶段 t 都满足上述等式。

作为alpha、贝塔和跟踪误差的公值的参考，表3.1列举了四种权益指数共同基金和一种债券指数共同基金的回报统计。在多数情况下，alpha的总费用比率接近于零。每五个案例中就有两个案例的贝塔接近于1。误差项的标准方差从大盘股标准普尔500指数基金的0.08%，到跟踪明晟太平洋航运指数（MSCI Pacific Basin Index）权益基金的1.21%的范围内变动。美国权益市场具有较高流动性，标准普尔500指数基金有很多符合标的指数的期货合约可以交易。其他基准指数则不具

³⁰请参考 Grossman (1995)。

表3.1. 指数基金的alpha、贝塔和跟踪误差的标准差，1993-2011年

投资风格	基准	Alpha	贝塔	跟踪误差的标准差
大盘股美国股票	标准普尔500	0.08%	0.994	0.08%
小盘股美国股票	罗素2000 (Russell 2000) / 明晟1750(MSCI 1750)	0.71	1.003	0.75
投资级美国固定收益类	巴克莱债券总数 (Barclays Total Bond)	0.02	0.961	0.46
太平洋航运股票 ^a	明晟太平洋航运指数 (MSCI Pacific Basin Index)	0.03	0.968	1.21
欧洲股票 ^a	明晟欧洲指数 (MSCI Europe Index)	0.03	0.963	1.64

^a数据来源为2002至2011年。

注：估值已被年化，根据每月总回报的单因素回归模型计算得出。

资料来源：依据先锋基金 (Vanguard Funds) 披露信息得出。

备类似的优势所有基金每日都会发生通常与投资衍生品相关的现金流。小盘股的指数基金在影响基金回报的观察期会经历基准的变化。³¹

相较于主动式管理，指数化基金的费用趋于低廉。对于那些管理资产规模很大、标的资产流动性较高以及追踪现成期货合约指数的投资组合，他们的管理费用趋向于更低。例如，标准普尔500指数共同基金的管理费用费率范围从6个基点到135个基点不等，³²均值为18个基点。³³表3.2列举了18个国家所有共同基金和指数型共同基金的收费水平与较大范围指数基准的比较。上述数据建立在多个回归模型得出的估计数据的基础上，这些模型进行了公司所在地、投资目标和其他特征的控制变量处理。在本次分析中，根据模型，指数投资管理费用比共同基金管理费用的均值低40%-67%。分析也显示，大型基金和大型基金综合产品收取的费用更低。

尽管准确的跟踪需要进行熟练的投资组合构建、高效的交易，并密切关注细节，但管理指数资金所需要的资源量往往大大低于成功的主动管理。较低的成本带来了较低的管理费用。指数化投资组合管理也十分依靠计算机工具的支持，不需要昂贵的研究分析团队，比主动式管理的交易频率也更低。

³¹在本章的后续内容，我将标注一些指数，尤其是罗素2000指数，它们经历了那些准备纳入指数的股票价格的急速增长。指数投资管理能在其竞争对手入场前买入获取收益。一些对冲基金经理认知到指数调整规则，可能也会买入那些将纳入指数的股票，并准备在高位卖回给指数投资管理。在罗素2000指数的案例中，指数供应商试图通过将指数重建的频度从年度调整为连续来修正这一情况。调整后，罗素2000指数基金的alpha均值为30个基点，标准方差为10个基点。

³²显然，当指数共同基金每年收费 1.35%时，有些事情就是奇怪的，它可能与保险金相关。

³³请参考Elton, Gruber, and Busse (2004)。

表3.2. 18个国家指数和主动式管理共同基金的年度管理费用

	管理费	总费用率	成本率 (包括佣金)
<i>所有基金</i>			
均值	0.74%	1.05%	1.49%
<i>所有指数基金</i>			
高均值估计	0.38%	0.43%	0.75%
低均值估计	0.17	0.35	0.60

注：费用由多元回归模型估值计算，以年化的占资产比例的百分比呈现。

资料来源：霍拉纳、瑟威斯和图法诺 (2009)。

跟踪误差的来源

跟踪误差的来源包括未精确复制的证券比重（比如，那些由于组成变化的延迟调整）、现金积累（由于收入、企业行为，存入或取现导致投资组合不是100%的被投资）、交易成本（为处理组成变化和现金流而进行的交易）、抽样误差和模型误差（因为统计模型构建的指数组合不包括所有的指数成分，这样的统计模型并不能提供完美预测）。

此外，指数组合投资管理可能负责个人投资组合，这也要求他们工作很有条理，并仔细设置优先权。比如，对于投资组合再调整的时机，理想情况下应该由各自投资账户的主动风险水平决定，而不是依据日历（如一个月一次）。对于每日有现金流动的基金，如共同基金，必须密切监测并使用精确的方法预测现金流。

指数管理中使用的投资组合策略部分取决于特定的基准。流动性高的、高市值的、公开交易的并具有有限的组成部分（如标准普尔500）的被动式管理股票组合往往使用“全复制”方法管理。该技术是指完全按指数的成分及权重买入各证券。大多数市场指数的组成部分采用市值加权，³⁴允许随价格变化自动匹配指数；投资管理无需为保持基金中的市值加权比重而交易，直到指数列表发生变化。³⁵这些类型的投资组合，包括跟踪标准普尔500指数、富时100指数 (FTSE 100 Index) 或德国股票指数 (DAX) 的组合，往往表现出个位数的跟踪误差水平。管理这些投资组合也不要求使用和理解风险模型。

跟踪含有许多成分公司的股票指数、非流动性债券的指数或固定收益基准（因为债券往往不是小批量交易，许多非流通的债券可能一点都不交易）需要一个“采样”技术，因为并非所有的组合成分都会买入。有效的采样技术远远不止

³⁴许多为浮动而调整。

³⁵因为套利者可以参与购买新成分，所以存在等待成本；请参考Chen, Noronha, and Singal (2006) 和脚注 13。

是随机选择，而是要使用统计模型，以衡量风险敞口并帮助投资管理构建预计跟踪误差较低的投资组合。股票风险模型包括贝塔、风格和行业因素。债券模型旨在解释期限结构和信用风险。所有模型的一个关键挑战是预测未来波动性，这当然做的并不完美。成功的投资组合经理需要完全理解这些模型的缺点，理想情况下，是在投资组合构建中使用多个系统，以避免偏差。例如，如果一项因素（不仅仅是加权平均数）的分布不匹配基准，这项因素的非线性回归可能会导致意外的跟踪误差。³⁶

合适的业绩基准

就像很多投资决策一样，投资指数基金的决策涉及已知成本和未知结果之间的比较。如果是投资一个高市值的市值加权指数基金，其成本和跟踪风险都会很小。如果是投资小市值、流动性差的定制指数基金，其成本和跟踪风险都会较大。即使单个资产组合的噪音水平可能比较显著，但在大多数情形下，对于整个资产计划来说，噪音都是相对较小的因素。因此，投资者不应该过分关注密切跟踪某个任意指数。³⁷如果能灵活处理指数基准和跟踪误差水平，来保证更低的费率以及或许更低的交易成本，可能在实际操作中更有意义。

尽职调查过程中，可以询问指数管理公司哪些问题

投资者在选择指数投资管理人时，需要考虑的不仅仅是费率的问题。他们还需要确定潜在投资管理人能否有效地最小化风险。一个完备的尽职调查过程应包括以下几方面的问题：

- 可复制、随机抽样或优化的抽样方法；
- 有操作风险模型的经验（或正在使用模型），且对模型的预测进行过验证；
- 交易技术和成本估计；
- 应对指数成分变化和再平衡频率的策略；
- 每个投资管理人管理的资产组合的数量；
- 投资管理人的经验；
- 监测投资组合的工具；以及
- 详细的业绩跟踪记录，包括跟踪误差、在不同经济周期下的贝塔收益以及指数投资管理人的个人账户投资结果。

³⁶假定单贝塔常数捕获所有市场风险，回忆 CAPM 是线性的。

³⁷资深指数编制专家保罗·巴拉克持此观点。

对投资者来说,除了查看跟踪记录的摘要以外,关注跟踪误差的分布也很重要。长期的跟踪记录能反映平均的阿尔法水平,而非短期波动。同样,一个由多账户组成的业绩组合抑制了报告业绩的波动性,并且低估了单个账户的有效波动。

指数投资管理业绩跟踪记录是否有价值的相关证明

在扣除费用后,指数基金的业绩表现表现出持续性的特征。导致这个结果的原因在于,没有能够补偿投资管理人的高收费的alpha收益,易出现跟踪误差的基金管理方式也会导致业绩不稳定。

埃尔顿、格鲁伯和布赛(2004)研究了以标普500为基准的共同基金的业绩持续性。这个案例中的业绩被定义为累计回报和短期误差波动。意料之中,如表3.3总结所示,他们的分析表明,其一,大部分基金扣除费率后的净回报未跑赢指数,较高的管理费是主要原因;其二,过去的不佳业绩往往能有效预测未来的业绩也会持续不佳。他们还研究了包含费率的总收益表现,在连续的测算期内表现出了相似的持续性趋势。

作者运用了回归和等级相关性分析的方法,在过去的优良业绩和此后的优良业绩之间建立了正相关关系。一旦费用因素被剔除,相关关系的置信水平就下降了。例如,回归拟合优度 R^2 从84.5%下降到11.9%。在一年期内,相关关系的显著性也有所下降,因为相关系数、 t 统计量和拟合优度 R^2 都有所下降。正如主动管理一样,

表3.3. 指数基金的阿尔法持续性研究,采用标普500共同基金样本,1996-2001年

A. 总阿尔法的年化均值及百分比分布^a

均值	0.034%
第25百分位	-0.077
第75百分位	0.119

B. 持续性分析: 预测相关系数及拟合优度 R^2

	相关系数	t 统计量	拟合优度 R^2
总阿尔法			
3年与此后3年	0.265	2.328	0.119
1年与此后1年	0.221	5.170	0.073
贝塔调整后的总阿尔法			
3年与此后3年	0.665	4.558	0.342
1年与此后1年	0.126	1.649	0.025

^a采用费率比率进行估计。

注:基于过去和未来阿尔法的关系进行回归估计和相关计算。

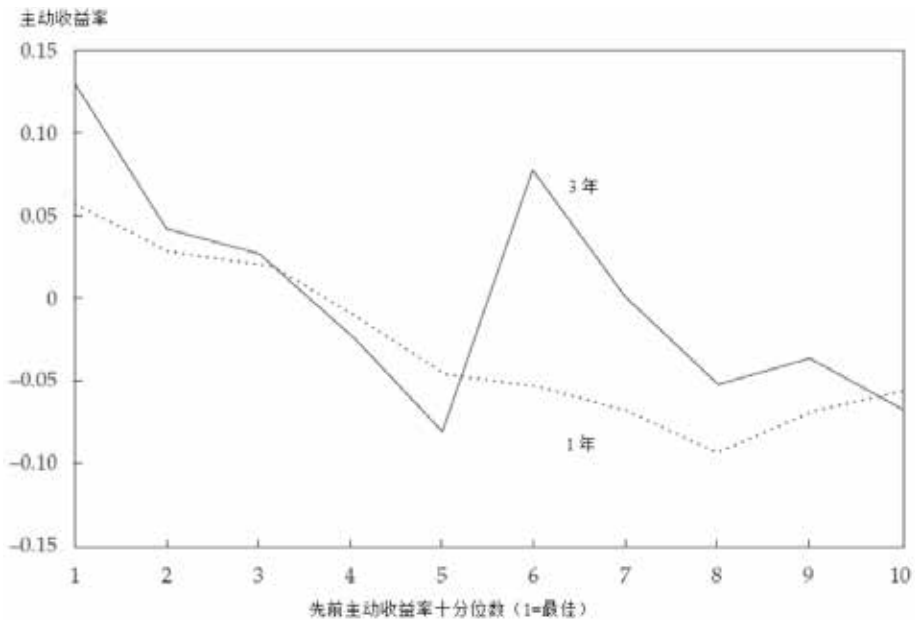
资料来源:埃尔顿等(2004)。

尽管透过历史回报结果可以管窥到投资管理人的管理技能，但投资者在选择指数基金经理时除了关注业绩记录，还应了解的更加全面。

这里，我们采用一个两步骤非参数检验来验证表3.3中得出的回归结果。选择一个时期的总阿尔法，用来跟此后相同时期内的总阿尔法比较。结果如图3.1所示。图中向下倾斜的曲线再一次证明了绩优或绩差的指数基金表现的持续性。曲线未经平滑，与表3.3中低拟合优度 R^2 所呈现的结果一致，表明了过去的阿尔法表现可以预测未来，这在基金经理选择过程中或许可以提供帮助，但这并不能保证选择的结果。以上结果表明，在确认优等和劣等投资管理人时，过去的业绩确实有预测能力，事实上，等级相关性分析数据，即使使用一年期数据，在统计上已经非常显著了。换言之，分析以往业绩可以将投资管理人按技能水平高低分为不同大类，但这个方法并不能保证可以挑选出最出色的那位投资管理人。

指数投资管理人的本职工作是密切跟踪目标指数，而非获取阿尔法。因此，除累计阿尔法外，跟踪的效果如何是衡量投资管理人成功与否的重要指标，或许也是一个有力的预测工具。正如图3.1所示的关系，过去和将来的拟合优度 R^2 （衡

Figure 3.1. 标普500指数基金阿尔法的持续性，1996-2001年：按过去阿尔法分类的后续阿尔法表现

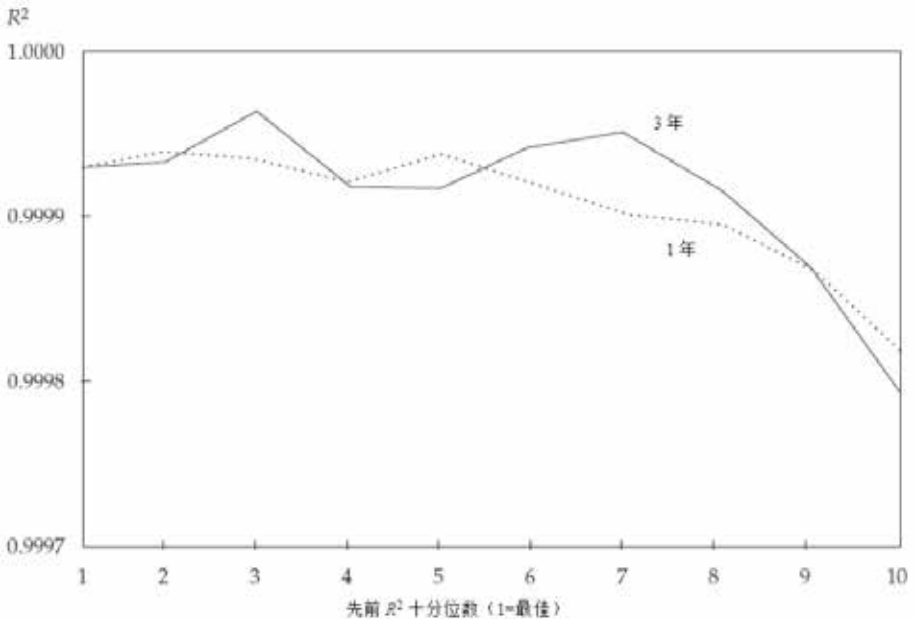


资料来源：埃尔顿等(2004)。

量指数回报对基金回报的解释力)的关系,可以通过对 R^2 分类标定来进行表达,如图3.2所示。

图中曲线表明,过去和此后相同时间段内的拟合优度 R^2 呈现正相关关系,但并非完全相关。³⁸历史的跟踪风险或许可以帮助确认绩优或绩差的投资管理人群组,但并不能挑选出某个行业翘楚。因此,开展更深入的尽职调查和雇佣多样性的投资管理人或可以降低跟踪风险。³⁹

图3.2. 标普500共同基金(1996-2001年)基准跟踪的持续性和按拟合优度 R^2 分类的后续 R^2 表现



注: R^2 由基金和指数回报构成的单因素回归模型计算得出,描述了统计意义上指数回报对基金回报的解释能力。这并非一个直接衡量跟踪风险的方法。

资料来源: 埃尔顿等 (2004)。

指数投资管理人选拔中的其它定性因素

投资者应寻求具有优秀的可追踪业绩和良好运作的指数投资组合管理人。养老金投资顾问常会提到,有效的投资管理人的选择方法不仅要有对投资管理人定量的

³⁸实际上,等级相关性分析数据在5%置信水平上并不显著。

³⁹合并指数基金工具比分立账户的多样性更高,但资金流入、流出所产生的交易(和税金)成本会对其产生负面影响。

业绩评估, 还需要开展 (并为此支付费用) “定性”的管理人审查。正如一家大型经纪公司金融顾问部门的标语: “我们的研究兼顾定性和定量的因素, 通过我们的顾问服务, 这些因素可以反映很多关于目前市场上可投资的投资产品的详细信息。”⁴⁰ 相比于指数投资公司寻找有经验的投资组合管理人时看中的关键技能, 用于评判成功的指数管理人的重要定性因素有哪些更好的来源? **表3.1.**向我们展示了这些必要的技能。

显然, 经验丰富的指数投资组合管理人必须对用于构建和维护指数投资组合的技术有深入的理解, 包括对各类风险模型以及它们的不足之处的掌握、有效地研究和解决实际问题的能力, 还有在问题出现之前预测和解决它们的才能。良好的沟通能力和团队合作同样需要被高度重视, 优异的人际关系处理能力也有助于吸引和留住客户。指数化投资是一个基点维度的竞争。预见和对于细节的关注可能是实现密切指数追踪的最重要的因素。

投资者应向指数基金管理人提出一些其他的问题。比如, 他们使用什么样的交易策略? 这些策略是否会增加投资价值? 公司是否会融出投资组合的底层证券? 公司如何保护投资者免受违约的影响? 如何处理指数成分变化带来的影响? 研究记录中已经记载了许多指数经理从以往的经验中得出的结论: 被添加到同一指数中的股票往往表现优异, 这将为在滞后的时间里购买这些股票的指数投资者带来机会成本。⁴¹

有研究表明, 即将被纳入指数的股票会跑赢其它同类股票的3%, 然而在纳入指数的两个月里却表现不佳。⁴²结果, 为了通过在股票被纳入指数的日期买入此股票从而寻求密切的跟踪, 而不是提前买入它们, 指数基金可能获得更低的回报。尤其需要注意的是, 对这些股票的密切跟踪可能会对小市值股票的投资组合产生重大影响。回顾表3.1., 与标普500指数基金 (跟踪误差的标准差为0.08%) 相比,

表3.1. 成功的指数管理所要求的技能列表

- 广泛了解指数方法、投资组合结构和风险管理
- 对优化工具和风险模型有经验
- 丰富的研究、定量和分析技能
- 能够改善管理流程
- 出色的书面、口头和客户沟通技巧
- 能够在团队环境中出色工作

来源: 大型美国共同基金的指数投资组合经理和 ETF 经理的 2011 年 6 月网上职位列表

⁴⁰本引用来自 Morgan Stanley Smith Barney Consulting Group 关于经理研究的信息。

⁴¹请参考 Chen 等等 (2006)。

⁴²请参考 Chen 等等 (2006)。

小盘股指数基金的跟踪误差的标准差为0.75%。与标普500指数基金（alpha为8个基点）相比，小盘股指数基金产生的alpha超过71个基点。这主要是由提前购买新的指数成分股造成的。

由于共同基金、混合投资池以及单位信托会受资金流入流出的影响，因而，投资者对于投资管理人投资能力的信心非常重要。管理人是否能在日常的投资运营中保持一定的现金余额？交易成本是分配给过去的投资者还是当前投资者？经理是否使用期货合约来增加对市场的风险敞口？如果买入和赎回的信息只有在市场关闭才可获得，如何来预估现金流？如果买入资金是在市场开始时投入的，现金流入模式可能与不断上升的市场相一致，并拖累投资业绩。在10年期内，现金和市场回报之间5%的差异会导致99%的投资组合产生逾75个基点的表现不佳。根据Elton等人2004年提供的研究数据，对于标普500基金平均而言，未及时投入的现金、交易成本以及其它因素，导致平均为0.998的贝塔和4.1 bp的年度业绩拖累。在附表3.1的样本中，五分之四的每日流动性基金的贝塔都低于1.00。

如附表3.4所示，非常少量的指数基金管理人占据了机构指数管理业务的主导地位，部分原因是由于业务的规模经济效应。得益于内部交易以及大宗交易，投资规模的增大使得投资者的交易成本更低。多年的业务经验有助于指导大型投资公司的投资组合经理能有效应对指数的变化。较大的资产管理规模也能够带来更低的托管费用，以及可能更低的管理费用。对于大型投资管理公司来说，广泛的系统容量和数据来源、全球性的布局以及良好的交易员平台，都有助于支持高质量的运营。

自行管理与委外管理

一些资金规模较大的投资者，包括企业和公共养老金计划，会自行管理被动投资组合，但这么做有多难实现呢？完全复制策略是简单易行的办法，只需要价格数据、权重信息（资本总额和浮动调整）、指数成分列表以及关于未来变化的信息。一张电子表格即是计算所需交易的全部。如果足够勤奋，管理自己的标普500指数基金是相当简单的。对于在托管行持有的大量资产，可以利用股票融券来产生额外的手续费收入。

附表3.4. 按照管理的资产规模排名的最大指数基金经理

排名	资产管理规模(十亿美金)
1	\$689
2	675
3	165
4	160
5	118
随后的 45 名	539

来源: P&I (2006)。

但是，如果目标是追求绝对最小化的跟踪误差，那么投资经理就必须特别注意细节。必须对收入进行再投资，必须控制交易成本，并且必须有效制定应对指数成分变化的交易决策。由于专业的指数管理人收取的费用相对较低（在某些情况下，扣除股票融券收入分成后的费用是零），因而不能确定自行管理指数资金是节约成本还是过于谨慎。如果投资者要考虑外部管理人能向客户在操作风险控制上提供怎样的优势，这种不确定性尤其重要。投资者获得正向的跟踪误差的回报，并被负向的跟踪误差的损失抵消。⁴³

如果市场中的每个人都采用被动投资会怎么样？

证券分析师和市场择时投资者都使用当前的信息去预测未来的证券价格。这种方法可确保当前证券价格在一定程度上反映目前的信息和前景。如果这个假设有效，那么用当下信息预测未来股价的方法将会促进资本的有效分配和社会总体福祉的改善。⁴⁴

市场效率取决于主动管理者的投资行为。非有效交易价格的存在，会促使交易者通过承担获取信息的成本来从证券交易中获利，这反过来可推进证券价格更接近其真实价值（反映所有信息），使市场更加有效。很难赚取正向的alpha（超额回报），但这对市场来说是个好消息。

正如Grossman在1995年所指出的那样，指数基金的市值权重法必定是有些用途的。只有当证券权重能起到作用时，指数基金的投资才是一个明智的选择。French在2008年指出，“总体而言，主动投资者必定会提升金融资产价格的有效性，这反过来又改善了社会的资源配置”（见第1538页）。

如果所有投资者只投资于指数基金，证券交易和价格设定只会受到流动性和融资需求的影响，而不会受到相关资产估值和业务前景的影响。证券估值，无论是总体还是相对估值，都不能准确反映未来现金流的本质机会，因此社会资本的配置将不会是最优的。事实上，如果投资不能对经济的增长和生产力的提高做出反应，那么对于投资风险资产的首要原因也就不复存在了。Fama和Litterman在2012年指出，有效市场需要经验丰富的主动管理的投资经理来弥补拙劣的投资经理。即使只有少量的主动管理的资产，只要主动管理的投资经理拥有充分的信息和足够大的交易量，就可以确保有效的市场。

⁴³本观察源自 Paul Brakke（个人通信）。

⁴⁴请参考 Hayek (1945)。

4. 资产配置策略及其对投资经理选拔的启示

资产配置流程介绍

资产配置流程需要在投资组合中设置多种证券（如股票和债券）的最优权重。资产配置行为通常分为战略或者战术两种方式。战略资产配置以长期投资者需求和偏好为基础。战略资产配置可以是固定式的，或者设计成根据时间周期、财富增长状况和不同投资者偏好而改变的模式。而战术型资产配置是一个随着市场预期变化而变化的短期策略。举例来说，相信股票市场高估的投资者会暂时降低其在股票上的风险敞口，直到他再次相信能从市场上获得可观的收益。有些投资者可以接受固定策略的资产配置政策，并聘请主动投资的管理人对不同投资组合或者已有的投资组合做出持续的战术资产配置。

资产配置对管理人选拔的影响

资产类型的案例见表4.1。资产种类越复杂，对管理人的选拔要求也就越高。比如，选择一种大市值股票指数基金相对来说比较直观易行，而私募股权投资则要求对标的公司开展完整而长期的尽职调查。

资产配置：广义的资产类型与狭义的资产类型定义

如果战略资产配置仅包含公开市场交易证券，可以直接使用指数型基金来实施。权益类资产，包括房地产投资信托，可以被归为同一种资产类型，由市值权重的指数来衡量，比如明晟的所有国家世界指数。该指数包含了发达市场和新兴市场的多种风格的股票。而巴克莱提出的以市值作为权重的全球综合债券指数则融入了投资级公司债、政府债以及资产支持固定收益证券，可以作为固定收益领域的基准。如果投资者能接受指数中的证券权重分布，而且也不想投资于非流通的市场，那么投

表4.1. 主要资产类型

公开市场	非流通市场
国内股权	私募股权
海外股权	风险投资
大宗期货	大宗现货
房地产信托	房地产直投
对冲基金	木材
国内固定收益	私募债券融资
海外固定收益	

资策略只需要由两个指数投资经理---全球股票投资经理和全球债券投资经理来完成。这样一个管理人的选拔方法非常直截了当，只需要招聘两个岗位。由于两个基准指数相对更富有流动性，定期对这两类资产的动态再平衡将会简单易行。此外，该选拔方法还能降低管理费用（低成本的指数化决策和资产余额保持在较高水平，从而实现费率计划的降低），但是它无法做到与负债端的匹配管理，也无法做到充分的分散风险或加强收益。

投资者如果需要控制国内资产和国外资产、大市值证券与小市值证券以及高风险证券和低风险证券之间的权重配比，那么至少要招聘六位投资经理，并对这些资产进行全面监控管理。进一步扩充投资组合还需要雇佣额外的人员，比如高收益债经理、小微市值股票经理和资产支持证券固定收益经理。**附表4.1**提供了两个美国州立养老金计划细分资产类别的配置示例。亚利桑那州养老金计划的战略配置计划至少需要招聘三位国内股权投资经理，而俄亥俄州则需要八位及以上的国内债券投资经理。

附表4.1. 细分资产类别配置示例

类别	计划权重
<i>美国股票配置: 亚利桑那州养老金计划, 2011年</i>	
大市值股票	28.0%
中等市值股票	6.0
小市值股票	6.0
<i>固定收益债券配置: 俄亥俄州养老金计划, 2012年</i>	
核心固定利率债券	13.3%
内部信用	0.5
新兴市场债券	3.0
浮动利率债券	0.7
证券化债权	1.0
高收益债券	5.0
全球高收益债券	1.5
流动性债券	2.0

另类投资的最新趋势

许多投资者都在寻求另类投资产品，以期进一步分散风险，提升潜在收益，但这些投资会使执行过程变得比较复杂。对于对冲基金和私募股权领域的投资已经有了很多年的历史，并在2000年之后成为一种日益重要的投资工具。在2000-2002年的熊市期间，很多另类投资的收益表现胜过了流通股权市场。**附表4.2**向我们

展示了1995年至2010年养老金计划中投资于另类资产（包括对冲基金、私募股权和房地产）的比例变化。

正如表中所示，养老金计划中另类投资的比重从5%增长到了19%。这一趋势使得充分了解这些另类资产的管理技能，以及选择和监督这些高度专业的投资经理的能力显得尤为必要。通常而言，另类投资都是主动管理，而高度集中的投资组合，需要聘请多位投资经理来分散其风险。前文中附表1.1的数据表明，私募股权投资经理需求的职位数远远大于其它资产类别的需要。

附表4.2. 1995-2010年大型养老金计划在7个主要养老金国家的资产配置

资产类别	1995	2000	2005	2010 ^a
权益类	49%	60%	60%	47%
固定收益类	40	30	24	33
现金类	6	3	1	1
其他	5	7	15	19

^a根据2009年数据估计。

资料来源：韬睿惠悦（2012年）。

5. 设置主动型投资管理人 与指数型投资管理人的资产权重

投资管理人筛选流程回顾

投资管理人筛选流程包括初步识别管理水平较高的投资管理人，对其中有吸引力的投资管理人开展尽职调查，以及决定资产权重在这些水平最高的投资管理人间分配。投资者通过确定权重在投资管理人间分配来实现战略资产配置目标、并从主动管理型投资管理人获取阿尔法的潜力，及指数型投资管理人跟踪指数的能力中受益。投资管理人阿尔法投资管理人

战略资产配置的执行

一旦确定各类资产的配置比例，投资者将聘请基金组合经理来执行目标配置计划。组合经理的最优配置取决于投资者对阿尔法的期望、对主动管理风险的态度以及组合经理的风险敞口。投资者将在主动管理收益和主动管理风险之间寻找一个最佳的平衡点。或者说，在主动管理风险可接受的前提下最大化主动管理收益。

这一最优化问题可以通过一个数学模型来表述。模型的复杂程度取决于一系列问题，包括市场因子的个数、因子回报与主动管理回报间的相关性，以及不同投资管理人主动管理收益间的相关性。在实践中，波动率、相关性以及均值随时间波动，这使模型变得更为复杂。

对于这个最优化问题，可通过一个简化的模型来表述：假设只有一个市场因子，并且阿尔法、承担市场风险获得的收益以及残差项（不可控风险）间的相关性都是0。这个简化的模型见附录C。投资者可以使用这个模型来选择一批投资管理人，并合理确定分配给这些投资管理人的权重，使得组合的贝塔（对市场风险的敏感系数）等于1，且在主动管理风险可接受的情况下获取可观的阿尔法。

用于选择投资管理人的效用函数

假设一个投资者的效用函数可以通过常用的二次方程形式表示，⁴⁵可以通过定义以下主动管理收益的预期效用函数，来求得投资管理人的权重问题：

$$E(U) = E(rs - rb) - \lambda\sigma^2(rs - rb), \quad (5)$$

⁴⁵投资者回报效用的完整讨论，包括Microsoft Excel 应用，见Stewart, Heisler, and Piro (2011)。

其中,

$E(U)$ = 投资者的预期效用

$E(rs - rb)$ = 预期主动管理收益,即战略组合收益 rs -基准收益 rb

λ = 衡量主动管理收益风险厌恶程度的常数

$\sigma^2(rs - rb)$ = 收益方差

最优化情况下的效用水平可以通过选择组合权重来最大化 $E(U)$,同时满足如下组合权重限制条件(通常,权重非负且和为1)来确定:

要求 $\sum_j \omega_j = 1.0$,

$\omega_j \geq 0.0$,

其中, ω_j 是在战略配置中每位经理 j 的权重。这些表达式产生的两个问题,将在接下来的两点中阐述:

1. 为什么只考虑主动管理收益而不是总收益? 预期效用可以用包含全收益的表达式来描述,这样可以同时确定资产配置和经理选择。但是,实际上,机构投资者很少同时选择经理和资产类型权重。他们通常只有在确定资产配置策略之后才会选择经理。记得在第一章中提到过,为了定义自己的战略配置,并随后设定选择投资管理人的指导意见,投资者是如何撰写投资策略说明的。之所以采用这一分两步走的方案,可能是由于对长期的阿尔法预测缺乏信心,或者希望通过将问题细化来降低解决问题的难度(尽管解决方案可能不够全面)。机构投资者可能会欣然接受市场风险,但不愿意让自己在战略配置上的努力因投资管理人的决定而大打折扣。尽管战略资产配置是基于长期目标,投资周期也较长,而经理的选择,特别是主动管理经理的选择,则是基于短期目标的。尽管各类资产存在了几百年,但一个组合经理的职业生涯却相对短暂,而且他们可能在很短的时间内离职。Grinold和Kahn(2000)认为,这一分两步走的方法之所以存在,是因为投资者(资产委托人)和投资管理人(代理人)拥有不同的偏好。委托人承担贝塔风险,而投资管理人承担残余风险。投资者关注总收益和资产相对于负债的回报。投资管理人关注他们相对于基准和同行的回报。在承担与市场风险水平相当的风险的同时,委托人希望获得投资管理人分散化带来的好处。使用二次方程来求解最优解决方案有些困难,因为只要预期收益率有任何轻微变动,最优资产配置权重就可能发生很大变化。因此,投资管理人预期阿尔法的改变,会导致资产配置方案的大变动,从而产生一个难以实施且笨拙的解决方案。

2. 整个组合还是单个资产类型? 基准是战略配置目标, 可以针对不同资产类型或者单个资产类型。运用效用最大化方法来设定投资管理人权重的方法, 最好运用于单个资产类型或者子类型上。如果基准是基于一致预测、在有效前沿上的一种有效资产, 那么运用最优化算法来为这些资产类型确定经理权重就与现代理论相一致。因为没有考虑不同市场上主动管理收益的相关性(比如, 权益和信用市场的商业周期敞口), 这个方法可能会导致最优化效率在一定程度上打折扣。但是, 正如之前所说, 在不同资产间使用全风险模型得到的效用最大化的解不一定稳定, 单因子模型不适合多资产类型。

等式5涉及几个变量, 我们接下来会详细介绍。附录C中会有更具体的求解过程。

- 风险厌恶通常被定义为一个常量, 代表随着累计收益变动而导致的投资者边际效用变动的幅度。投资者偏好赢利而不是损失, 并且相对于喜欢赢利, 他们通常更加痛恨损失。在等式5中, 较大的风险厌恶参数值(λ)反映了较高的风险厌恶程度(不喜欢风险)。在阿尔法既定的情况下, 较高的会产生较低风险的组合(相应地, 也会产生更低的预期主动管理收益)。
- 在一个单因子或者贝塔的世界, 主动管理贝塔会影响预期主动管理收益和组合风险。最优化方案通常偏向于让贝塔趋近于1; 但是, 只要方案可行, 就必须使用一个严格的限制来确保结果。
- 在目标函数中, 风险被定义为主动管理回报的方差。在正态分布的假设下, 除非明确其它的限制, 否则收益在一定程度上超出或者低于预期, 都是优化目标函数的过程中产生的残差效应。

除了主动管理收益的方差外, 风险也可以有其他的定义。比如, 下行风险, 或者在一定程度上低于预期的概率, 都可以通过限制发生概率来融入优化模型中。可以设计这样一个组合: 在既定的12个月内较预期收益低1%或超过1%的概率不超过10%。

方差或者下行风险也可以是一个修正的优化模型的目标。比如, 通过在模型中包含主动管理收益方差或者下行风险概率来定义风险预算。它在定义时可以有约束, 预期主动管理收益可以是模型的目标函数。表达式为:

$$\text{最大化 } E(rs - rb), \tag{6}$$

要求:

$$\sum_j w s_j = 1.0,$$

$$w s_j \geq 0.0,$$

$$\text{风险等级} \leq B,$$

风险可以定义为贝塔、主动管理收益标准差、主动管理收益低于目标收益的概率或者在险价值 (VaR)。

另一个选择最优投资管理人权重的方法是利用平均下偏矩 (LPMs)。⁴⁶LPM 将风险定义为低于目标平均值的方差之和, 它可以通过使用既定的概率分布或者不需要确切收益率分布的历史收益序列来计算。一个优化的方案产生一个低于某个阈值 (比如0%或者1%) 的低波动组合。

主动管理的投资管理人具有无法用公开发布的指数进行很好表述的管理风格。在这种情况下, 可以通过构建一个“正常”的组合, 作为定制基准。定制基准和投资者基准不一定吻合。投资者的基准和正常组合的基准之间的误差, 即所谓的不匹配风险, 可以通过如等式7那样修改效用函数的方法来加入到优化模型中 (阿尔法在这个等式中是一个常数, 但是更复杂的模型可以将阿尔法设置为一个变量), 其中 r_n 是代替投资管理人组合的、包含正常基准的战略组合。⁴⁷阿尔法必须单独列出, 因为正常组合是指数。

$$E(U') = E\left(r_n - r_b + \sum_j w s_j \alpha_j\right) - \lambda' \sigma^2 (r_n - r_b). \quad (7)$$

微软excel的solver等标准优化工具可以用来最大化目标函数。Solver的使用在附录E部分有介绍。投资者必须确定风险厌恶参数、预期主动管理收益以及主动管理收益方差/协方差矩阵, 这样才能求解问题。阿尔法及风险参数可运用历史收益数据进行测算。需要避免选择那些表现异常之好或者低相关性的、不能重演的历史阶段。建议使用不同效用函数和参数值来运行优化过程, 这样可以在一定程度上感知优化组合对不同假设的敏感性。

投资者应该仔细研究历史回报, 而不是简单地依赖最优组合的统计结果。通过计算在某些时期的主动管理收益出现的频率可以发现很多内容: 表现较差时期的时间跨度和收益变动的幅度 (跌幅通常称为回撤), 此后时期的时间长度和收益变动的幅度, 以及周期的特征。本章随后会讲述一个相关案例。

这些最优化工具都假设选择投资管理人的决定在同一时期发生。换言之, 偏好、预期收益和风险都是常数。因此, 长期而言, 这些方法无法毫无瑕疵地为管理配置提供指导, 因为关键变量毫无疑问会发生改变。相反, 研究员常用的动态编程

⁴⁶LPM 的公式见附录 C, Stewart 等等(2011)提供详细的汇总和该方法的范例应用。

⁴⁷请参考Waring, Whitney, Pirone, and Castille (2000)。

技术可以长期用于设定资产配置。尽管在选择经理过程中还不常运用，但他们能够为投资者提供新视野。⁴⁸

具有吸引力的组合类型

在确定资产在投资管理人间的最优分配权重时，效用最大化、风险预算管理以及设定概率分布目标都是有用的工具。总的来说，可以通过超配那些提供阿尔法较高、且超额风险与因子错配风险较低的组合，来实现最优配置。假设一个单因子模型，定义阿尔法为变量而非常量，那么预期收益率和风险可以定义如下（具体方程见附录C）：

$$E(rs-rb) = \sum w_i \alpha_i + \sum w_i \beta_i (r_m - r_b)$$

$$\sigma^2(rs-rb) = \sum w_i^2 \sigma_i^2 + \sum w_i \beta_i \sigma_m^2 + \sum w_i^2 \epsilon_i^2$$

其中， w_i 为组合i的权重， α_i 为组合i的阿尔法， β_i 为组合i对市场风险的敏感系数， r_m 为市场因子的预期回报， r_b 为比较基准收益； σ_i^2 为组合i的超额风险， σ_m^2 为市场风险， ϵ_i^2 为组合i的残差项。

毫无疑问，在风险状况相同的情况下，提供阿尔法越高的投资管理人越受投资者青睐。投资者可以通过多聘请投资管理人（通过分散化），或者聘请超额风险、积极贝塔风险和残差风险均较低的投资管理人来降低风险。如果要限制主动管理风险，最理想的状况是让贝塔之和等于1，但这可能会以牺牲阿尔法为代价。因此，贝塔都为1的投资管理人，或贝塔能相互抵消的投资管理人是比较有吸引力的。

案例分析

为了说明在实践中如何运用这些工具，我们用选中的4只基金构建了一个战略投资组合，意在跑赢美国小盘股综合指数，并最小化跑输的风险。这4只基金包含指数基金、成长股票组合、价值股票基金和风格中性核心主动股票组合。4只基金及其4种投资组合的业绩数据由10年每月收益计算得出，见表5.1。相对于整个市场，指数基金表现出最低的主动管理风险和与市场指数最匹配的贝塔值。价值基金的贝塔值最小，成长基金的贝塔值最大。这只成长基金的投资组合与同期30天短期国库券相比，录得5.8%的超额年收益，因此高贝塔值有助于基金业绩表现。

在比较不同基金组合时，使用了多种技术。表5.1说明了以下这些组合方式：

- 各基金等权重；
- 设定各基金权重以提供最小主动管理风险（定义为 $rs-rb$ 的标准差）；
- 设定各基金权重以提供最大期望效用 $[E(rs-rb) - \lambda \sigma^2(rs-rb)]$ ；以及
- 设定各基金权重以提供最大期望效用并且该组合的贝塔值等于1。

⁴⁸ 投资者回报效用的完整讨论，包括Microsoft Excel应用，见Stewart, Heisler, and Piro (2011)。

表5.1. 单个基金及基金投资组合月净收益业绩数据, 2001年9月至2011年9月

	基金组合			
	指数	价值	成长	核心
<i>统计数据</i>				
贝塔	0.99	0.84	1.04	0.91
主动管理年收益	-0.33%	1.00%	-0.23%	1.13%
主动管理年标准差	1.68	6.98	7.79	6.13
主动管理年收益小于0的百分比	52.3	50.5	47.7	51.4
	基金组合			
	等权重	最小风险	最大效用 ^a	最大价值化 ^a (贝塔=1.0)
<i>统计数据</i>				
贝塔	0.94	0.99	0.88	1.00
主动管理年收益	0.52%	-0.25%	1.17%	0.00%
主动管理年标准方差	3.69	1.63	5.12	3.36
主动管理年收益小于0的百分比	50.5	51.4	50.5	45.9
<i>基金权重</i>				
指数	25%	93%	0%	50%
价值	25	4	40	0
成长	25	3	0	37
核心	25	0	60	13

^a $\lambda = 2.0$.

注: 基金组合运用了多种优化技术来决定各只基金权重。数据基于样本内真实的4只美国小盘股组合, 并以标准普尔600小盘股指数作为基准。

资料来源: 基于Capital IQ和Stewart (2013)的数据。

基金投资组合在“样本内”运用所有历史收益率计算产生。虽然没有收益分布的预测, 历史收益假设事先已知。因此, 这个例子的目的仅仅是说明这些方法, 而非回测。有关该分析的指导, 请参照附录E的指导创建Excel电子表格。

各基金等权重组合主动管理收益率的标准差是3.69%。得益于风险分散化, 这个值低于基金标准差均值(5.65%)。主动管理收益率的平均相关性只有15.8%。因此, 即便价值和成长基金拥有较高的主动管理风险, 最小风险组合依然包含了这两只基金, 并表现出较指数基金更低的主动管理风险。

两个最大效用组合提供了风险与收益间的折中方案，但贝塔值有所不同。风险厌恶参数 λ 对最优组合造成了影响： λ 值越大，对风险的偏好程度越小，从而主动回报也越小，但这并不一定会使得贝塔值趋向于1。将 λ 值设为2.0，就会导致组合无约束地重仓于两只主动基金：价值股票基金和风格中性核心主动股票组合。但是，最优组合的贝塔值只有0.88，这就意味着，它在牛市中更易跑输大盘。为了解决这一问题，在优化过程中强制贝塔值等于1，将产生单位贝塔投资组合。尽管主动回报为负，但优化器用指数和成长基金替代了收益更高的价值基金，因为指数和成长基金可使得投资组合的贝塔值有所增加（至1.0）。成长基金通过弥补原有的过低贝塔值充当了“补完基金”，虽然该基金没有对收益产生贡献。通过除去贝塔值造成的偏差，12个月主动管理负收益出现的频率从50.5%减小至45.9%。

无论阿尔法有多高，很多聘用主动管理基金经理的投资者对风险的承受力都是有限的。主动管理风险的最大目标值叫做“风险预算”。受制于主动管理风险约束（例如主动管理标准差不超过3%）或者主动管理亏损概率约束（例如收益低于-5%的概率不大于10%），效用可以被最大化。投资者可以得益于通过所有基金经理来分散主动管理风险，而不局限于单一资产类别；因此，理论而言，在基于所有基金经理的整体投资组合之上进行风险预算规划是最为合理的。在约束条件下最大化投资组合总效用，使其匹配战略资产配置和目标贝塔值，不失为一种实现这些目标的方法，但是正如本章节之前提到的那样，这个方法很难实现。

标准二次优化器，正如Excel的Solver工具包所提供的那样，可以通过历史时间序列或者估计概率分布来管理主动标准差。然而，为了控制负面风险，必须使用类似整数规划的优化器，或者假设某种特定的概率分布。在实践中，对于包括正态分布在内的很多分布，其尾端概率都比市场所观测到的值要小，所以在管理下跌风险的时候假定正态分布会产生问题。很多从业者建议运用经验法则来弥补这个缺陷——例如，假定负面事件的概率是其正态分布概率的两到三倍。⁴⁹

无论是单个还是多个资产，统计关系持续性的缺失，是运用数学方法构建投资管理组合所面临的一个重要问题。明智的投资者会尤其关注市场过去的萧条时期，来寻找可能导致策略失效的线索。2008-2009年间的金融危机符合一系列过去的危机所体现的规律：随着投资者寻找相对安全的资产，且与此相关的压力在不断增加，高风险资产间的相关性也随之增加。主动管理风险的相关性也可能因为风险因子和残留风险敞口而增加。用表5.1中的组合举例来说，虽然主动管理收益间的相关性在整个期间的均值是16%，但在2008和2009年却大幅增加到了31%。这一增长不仅仅应归因于投资组合所暴露的市场风险，残留收益的相关系数也随之从15%增加到了24%。

⁴⁹见Coleman (2011)。

费用

表5.1总结的资产组合业绩分析除去了管理费和基金的其他相关费用。寻找、落实和监督基金经理所产生的成本没有被列为优化要素。机构投资者一般招聘养老金顾问来帮助选择基金经理，而高净值个人投资者一般会寻求金融顾问的帮助。养老金顾问一般就单一或多个投资管理人的寻找委任收取一次性费用。取决于委任的要求，搜寻过程有可能非常昂贵。搜寻投资管理人等其他成本可以在整个委任期间分期摊销，比如从之后的收益中扣除，并在效用函数中增加新的一项。在整个优化程序中，每一资产组合会有特定的搜寻、实施和监督费用，而这些费用的加权平均可以从期望收益中扣除。指数基金的费用较低，在优化程序中较受青睐。如果在优化过程中考虑寻找投资管理人和实施投资策略所带来的额外成本，会对经理选择造成影响。如果选择新的基金经理会产生新的成本，投资者更不易更换经理。

我们再来探讨一下金融顾问的商业模型。金融顾问一般会将投资管理人选择和监督的费用包含在他们以资产百分比计算的费用里面，其中也包括了数据收集、撰写报告和监控资产配置的费用。表5.2显示，总费用并不是个小数目。

表5.2. 基于资产管理规模的金融顾问年度收费平均值，2010年

资产规模 (百万美元)	费用 (%)
1-2	1.17
2-3	1.07
3-4	0.98
4-5	0.93
>5	0.63

资料来源: PriceMetrix (2011)。

季度或者年度基金经理考评会不断产生费用。考虑到主动管理投资管理人的数量、更高的复杂程度以及更低的透明度，相比指数投资管理人，聘用主动管理经理需要投资者的更多参与和监督。很多主动管理的基金经理，例如对冲基金经理，都不愿意分享交易流水和持仓信息。如果投资者需要这些数据来衡量他们投资组合的风险，则应寻找那些愿意公开信息的投资管理人。重要的是，投资者在制定投资计划时必须尽可能全面地考虑所有费用。

6. 投资管理人选择原理：业绩分析、监测以及奖励机制

引言

之前的章节探讨了有关投资管理人选择、投资项目规划和执行的问题。在大多数情况下，我们都假设了一个静态的世界：投资者对风险与收益的偏好以及投资管理人的超额回报均不会改变。然而，我们生活的世界反复无常。投资者的投资期限、市场特点以及经理们获得的超额回报千变万化。更有甚者，投资管理人们的考察期往往如此之短，以至于过往业绩的好坏最终被归咎为运气的好坏。

比如，假设我们的候选投资项目中有一只10年期私募股权有限合伙基金，以及一只5年期的对冲基金。投资者为了得到最优的投资权重比例，固然可以不断地使用新参数进行单一经理选择的优化，但更好的做法是：着眼长期回报，并考虑一个个独立的投资时段（比如一年或一个市场周期）如何交织在一起。这种方法可在系统性的规则框架中为计划聘用或解雇投资管理人带来机会，避免了评估手段的朝令夕改。理想的投资策略说明书必须明确说明如何为现有经理的额外分析提供指导，无论业绩好坏。

职业投资人必须使用不同的工具来评估投资管理人。这些工具其一用来衡量超额回报，其二用于计算业绩归因，其三用于评估管理费（包括业绩提成）。

对主动管理的信任

由于投资人本身的投资技能和对投资理解的进步，他们的观点也会逐步改变。⁵⁰产生价值的机会会随着参与者们进入或退出市场而风云变换。曾为明星经理带来最佳回报的资产类别不会一直辉煌，擅长某一类资产的投资管理人也可能江郎才尽。更何况，通过观察投资管理人、吸取他人的经验以及正规的训练，投资人对投资管理人超额回报的认知也会改变。

由于相对较高的统计噪声，大多数历史超额回报并不呈现统计显著性，这使得观察者难以通过统计分析手段肯定或否定这项技能是否存在。尽管有证据表明超额回报具有持续性，但即便过往的业绩统计显著，也不能对未来的阿尔法提供担保。

套利机会转瞬即逝，市场估值日新月异，这使得我们有足够的理由相信超额回报绝非一成不变。许多主动管理者的超额回报随市场周期起落无常，说明历史收益的均值并不是预测未来超额回报的可靠手段。

⁵⁰投资者们需要避免由于个人经验的局限性而产生偏见。

究竟有多少证据才足以说服投资者将主动管理基金纳入最优组合？些许足以。Baks等（2001）指出，即便统计手段无法有效地甄别一名投资管理人的能力，但适量投资仍然可能是最佳选择。无论证据的统计显著性如何薄弱，如果投资者信任主动投资，同时也观察到某些投资管理人的卓越历史回报，抑或其他任何可能带来未来超额回报的理由，他们就应将部分资产投入这些具有潜力的主动投资管理人手。51反之，如果投资者对主动管理心存疑虑，则也无需强求。

业绩数据的使用

为了提升对投资管理人超额回报的信心，许多投资者会仔细分析投资组合业绩。他们也希望改善对投资管理人投资过程以及风险调整后收益的理解。业绩分析通常既用于分离选择效应，也用于验证风险和回报的来源。根据板块和周期分解业绩数据，有助于确认究竟主动回报来自于对于单一偏差或因子的博弈，还是大量分散而变化的押注。

尽管实证表明超额回报稍纵即逝，但业绩分析仍可以帮助投资人一窥投资管理人的未来业绩孰优孰劣，以及他们是否是对其他投资的有机补充。经理的投资风格、杠杆、期限以及信用偏差可通过业绩分析手段确认，而战术押注则会被曝光。

投资者也需要带着怀疑的眼光审视历史业绩。例如，他们需要坚持，投资管理人必须遵循CFA协会业绩汇报准则，并且在检查组合群业绩之余，同样也要审查独立组合业绩。投资者还应知晓，业绩基准会随时间变化。正因如此，不择手段的投资管理人能够通过选择表现较差的指数作为参照而投机取巧。

衡量超额回报

投资者们通过选择投资管理人来实施他们的战略资产配置。基于对主动管理机会的认可程度，他们会挑选出那些想要分配给主动投资管理人的资产类别和子类别。主动回报的来源、经理的主动敞口及其变化均由经理的投资流程（包括组合构建技巧）驱动。投资组合的风险和回报分析有助于彻底理解这一流程，以确认某一策略业绩表现是否正如所料，以及发现预期之外的偏差。

除了业绩数据以外，研究当前以及历史组合风险特点是一个进行分析的好办法。股权和债权风险模型囊括了大量可供考察的因素。要想对固定收益经理加以评估，投资者需要关注久期、凸性、期限结构、证券持仓的分布、信用风险（板块和质量）敞口、贝塔预测和主动风险的预测。52而对于股票投资管理人，他们需要着眼于现金头寸、衍生品头寸、板块分布、国家和区域分布、风格特点、贝塔和主动风

⁵¹研究表明，投资者需要首先考察投资管理人的能力，而后才研究业绩数据，从而甄别经理的技能水准。

⁵² 风险预测可以由历史数据估计，包括第三方软件BARRA可以进行风险来源的分解。

险估计。当业绩遭遇滑铁卢时，务必确认组合持仓是否与过去经验一致。如果投资者能够实时监控风险敞口，以预计潜在问题，效果会更理想。

常见的业绩归因手段包括基于持仓的归因方法、基于基本面的归因方法、基于指数回归的归因方法以及基于因子回归的归因方法。这一系列方法得出的单独结论应被其他方法所确信。本章介绍了两种易用的业绩分析手段：基于持仓的归因方法以及基于因子回归的归因方法。

基于持仓的归因方法

基于持仓的归因手段——比如Brinson方法——深受欢迎的原因在于，计算业绩归因不需要依赖风险模型或回归的假设。⁵³Brinson方法因投资管理人Gary Brinson得名，他率先将投资收益分解为配置效应（类别包括资产类别、资产类别内的风格和风格内的板块）以及选择效应（残项）。⁵⁴每一类别中的主动权重乘以该类别基准回报，可以确定配置效应；类别回报之差（组合减去基准）乘以基准权重，可以确定选择效应，如下述等式所示。

$$\text{配置效应} = \sum_i (ws_{Ci} - wb_{Ci})rb_{Ci}. \quad (8)$$

$$\text{选择效应} = \sum_i wb_{Ci}(rs_{Ci} - rb_{Ci}). \quad (9)$$

$$\text{交叉效应} = \sum_i (ws_{Ci} - wb_{Ci})(rs_{Ci} - rb_{Ci}), \quad (10)$$

其中：

ws_{Ci} = 选定组合在类别 i 上的权重

wb_{Ci} = 基准组合在类别 i 上的权重

rs_{Ci} = 选定组合在类别 i 上的收益

rb_{Ci} = 基准组合在类别 i 上的收益

此外，在不作进一步假设的前提下，有一部分收益无法被唯一地定量分配到类别或者残差回报中，这被称为交叉效应。归因结果可以在单一期限之上复利计算，以评估组合风险敞口变化的重要程度。尽管Brinson方法适合在工作表中进行，且无需风险模型，它却假设了每一个类别中的贝塔等于1。因此，该方法无法处理贝塔变化或使用杠杆的情况。恰恰相反，它将贝塔大于或小于1的影响归咎于选择效应。Brinson方法广泛运用于跨国组合，表6.1是一个将选择效应与交叉效应合并的业绩归因摘要。

⁵³Brinson方法在月度或季度分析中尤其受欢迎。多期复利的计算在Excel软件中格外繁杂。

⁵⁴见Brinson和Fachler (1985)。

表6.1. 美国股票组合Brinson方法业绩归因示例：配置、选择以及交叉效应

	配置效应	选择以及交叉效应	总效果
消费品	0.24	2.95	3.19
金融	-0.40	0.60	0.19
健康	-0.06	-0.63	-0.69
工业	0.15	-0.69	-0.54
科技	-0.14	1.52	1.38
现金	-0.31	0.06	-0.25
未归类	<u>0.20</u>	—	<u>0.20</u>
小计	-0.32	3.81	3.48

资料来源：基于FactSet数据。

基于回归的归因方法

基于回归的归因方法可以用如下熟悉的等式表述：

$$R_{P,t} = \alpha_P + R_{f,t} + \sum_j \beta_{P,j} (F_{j,t}) + e_t, \quad (11)$$

其中， $\beta_{P,j}$ 是对第 j 个因子的配置权重，而 F_j 是第 j 个因子的回报。通常，超额回报被假设为常数。当 j 等于1且 F_j 代表市场回报与无风险利率之差时，该公式简化为CAPM。利用同时期多种证券的横向回归，我们可以估计因子（比如市盈率）回报，从而建立多因子基本面股票模型。这种方法构建了一系列因子收益的时间序列，数据量较大，故常常需要使用第三方软件进行计算。

基于指数收益回归来预测超额回报的方法使用一个或多个市场指数收益作为解释变量，简单易用，也常用于风格分析。然而，指数回报间的高相关性为这一方法带来了统计学问题。另一种基于因子回归的归因手段——Fama-French (1993) 方法，通过计算所有投资品种中，按某一特性（比如针对股票的市净率、市值，或是针对债券的久期和信用风险）排序的前一半与后一半收益之差来估计因子回报。该方法同样假设了观测期内组合对这些因子呈现不随时间变化的线性关系。与专业金融软件相比，Fama-French方法并未对基本面因子进行建模，因而无法捕捉组合对因子敏感度的时变性。然而如附录E所示，该方法在Excel中可轻易实现，仍然会对计算任何投资管理人的阿尔法有所帮助。对于给定的序列，无论是单一长期超额回报或是多个短期超额回报，均可使用此方法进行估计。

表6.2是四因子股票模型给出的超额回报估计。相较于单因子，多因子模型能提供更准确的估计。⁵⁵通过对组合以及与之市值匹配基准的回归计算，年化超额回报

⁵⁵此例中，单因子回归模型给出了高出标准普尔500指数4.94%的超额回报（未在表中展示）。

表6.2. 四因子超额回报回归（以标准普尔500指数为基准），2001-2011年

	组合	基准	主动
月度阿尔法率 $\times 12$	1.26	-0.81	2.08
贝塔系数	0.90	0.93	-0.03
市值系数	0.74	0.79	-0.05
价值系数	0.08	0.25	-0.17
动量系数	0.07	0.03	0.04

注：数据基于旨在追踪标准普尔600小市值指数的美国小市值股票组合月度总回报。

资料来源：Stewart (2013)。

高达2.08%。为了进一步改善Fama-French多因子模型结果，可以使用对组合回报与自选基准回报之差进行回归的办法。⁵⁶

尽管表6.2中估计的超额回报（主动一列）相当吸引人，超过2%，但数据中的噪声使得这一估计的 t 统计量仅为1.12——仅仅相当于0.26的 p 值。这一结果表明，该分析无法可靠说明这一投资管理人确实带来了价值。为了证明该经理的能力，我们需要进一步分析，如与同类投资进行比较等。⁵⁷

风险调整业绩

除了业绩归因，投资者还想了解投资经理人所承担的风险。在衡量风险调整业绩时，通常会使用夏普比率 (Sharpe) 和特雷诺比率 (Treynor)。但是，鉴于这两种方法均基于正态概率分布的假设，它们并不能准确反映尾部风险。这两种方法也无法全面评估这种类似期权的非对称偿付曲线所隐含的风险。投资者应通过测算风险价值和简单历史收益频率，了解下行风险的大小，并在出现极端的主动型收益或阿尔法值时，对市场环境进行审查。一个实用的技巧是，分别在上行和下行市场中估计贝塔值和阿尔法值。正如前文所述，对于投资者而言，在投资管理协议中加入风险目标是明智的。

实证研究表明，对业绩表现的一致性进行评估，是投资经理人选择过程中另一种行之有效的办法。有一种易于计算且传统的风险测量方法，即通过计算投资组合所赢得的高于基准指数的正向主动型收益的频率，来对一致性进行评估。业绩归因的方法可以应用于个别证券，通过分别计算主动型收益之间的相关性和阿尔法值之间的相关性，为投资组合的构建过程和后续评估投资组合的收益率一致性提供线索。⁵⁸

⁵⁶自选基准可以在一定程度上解决模型误指定的问题。Javadekar (2012) 指出，利用回报之差进行三因子回归计算，使得直接衡量超额回报显著性成为可能。

⁵⁷此例中，分析结果恰好表明该经理业绩超越了两组同类均值。

⁵⁸参见Stewart (1998)。

管理费

投资者寻求高效的业绩收益(扣除所支付管理费之后),而投资经理人则通过收取管理费来支付运营成本并赚取资本收益(主要是人力资本)。投资经理人的固定成本相对较小,主要用于支付技术费用和办公空间的长期租赁费用等,主要由员工薪酬和营销成本组成的可变成本主导着资产管理公司的利润表。由于相当一部分员工薪酬是以奖金形式发放,高级管理层可以在管理费收入下降时减少奖金的发放,平滑公司的利润水平。

投资者对管理费较为敏感。2012年,美国股票型公募基金的平均加权费用率是资产加权费用率的两倍。这表明,投资者更偏向于费率低的基金,并且规模较大的基金收取的费率相对较低(ICI 2013)。公募基金投资者所支付的管理费在近期呈下降趋势,公募基金的费用率经过早前30年的攀升后,在最近15年中稳步下降。资产加权平均费用率在1966年略高于50个基点,在1995年上升至接近100个基点,然后在2012年底降至77个基点(ICI 2013; Barber, Odean和Zheng 2005)。这一随时间变化的趋势,部分是由于资金向低费率的指数型基金转移,同时也受到指数型和主动型基金的费用率下降大约10个基点(1998年以来的平均下降水平)的影响。

投资公司有几种不同的管理费收取方式。公募基金基于个人投资者的资金余额收取固定费率的管理费。⁵⁹部分种类的公募基金,包括那些费率递减的基金,对最低资金余额有所要求。相比之下,机构投资经理人通常对单独或混合池账户提供随资金规模增加而递减的费率。机构账户时常限定最低账户规模或最低管理费额。固定费率的管理费便于投资经理人和投资者规划未来现金流,而固定金额的管理费则受资产价值变动的影响。

管理费结构会影响投资经理人接受委托的意愿,也会在很大程度上影响投资经理人的行为。经济学理论认为,由于委托人无法完全了解代理人的技能和行动,使得委托代理问题变得复杂。虽然委托人控制着资产的规模,但代理人决定着所花费的努力和投资组合的风险。此外,代理人和委托人可能具有不同的偏好。例如,两者可能关注的时间期限不同,而且代理人可能不会像委托人那样承受同等的损失。⁶⁰最后,总体业绩在某种程度上超出了任何一方的控制。鉴于这些因素,委托人和代理人的利益可能并不完全一致。在现实情况下,即使没有激励费,投资经理人也有动力努力工作,因为他们想留住现有客户,并扩大他们的客户群和定价能力,但激励机制依然有助于确保投资经理人在其日常工作中以客户的最佳利益为考虑。

⁵⁹虽然公募基金的管理费率可能随着所投入资产的增加而下降,但个人投资者不会因投资更多的钱而受益(至少不会有实质性受益,除非投资者的资金在基金中占重大比例),除非额外的资金使其适用于更低的费率档。

⁶⁰关于投资补偿的理论研究概要,参见Stracca(2006)。

固定费率管理费

“固定费率”的管理费是按价计量(即占所管理资产规模的一定比例)。这一收取机制能够激励投资经理人吸引并维持资产规模和资产增值,并且能够使其在上升的市场环境下获益。投资经理人主要通过他们的投资技术、努力工作以及有效的市场推广来扩大他们的资产规模。但一位投资经理人的成功,尤其是在短期内的成功,也部分来源于运气。投资经理人从不断增加的投资组合价值中所获得的收益,不仅取决于阿尔法和贝塔决策共同的效果;同时,至少对于多头的投资经理人而言,收益也很大程度上受到市场周期的影响,而市场周期并不是投资经理人所能控制的。在资产增长时降低管理费的按价计量固定费率,会有效缓解由于市场行情上涨对投资人所造成的管理费压力,但并不能完全消除。

当一位投资经理人所管理的资产规模较大时,他或她可能不想冒失去这些资产的风险。通常而言,资产是有“粘性”的。也就是说,一旦投资者将他们的资产分配至某个投资经理人,这位投资经理人并不需要达到他或她当时吸引到那些投资者时所获取的高投资收益来留住这些投资者。实证研究表明,公募基金的资产在某种程度上也有类似的特点。为了激励这样的投资经理人人更努力工作,或者避免他们仅模拟指数的走势,那么制定一种基于未来业绩的管理费激励可能会有用。

业绩管理费

业绩管理费由投资组合的收益决定,这是为了使投资经理人们能够在凭借自身能力所创造的价值中享受到一部分收益。业绩管理费可以通过总收益或者相对收益来计算,投资 经理人们所获取的利润份额可以总业绩(或者总业绩扣除基本管理费,即固定费率计量的部分)的一定百分比。业绩管理费有三种组成方式:

1. 一种对称的结构,投资经理人的管理费同时受到业绩下行或业绩上行的影响:管理费的计算结果等于基本管理费(固定费率)加上业绩的一部分。
2. 一种奖金的结构,投资经理人的管理费并不完全受业绩下行的影响,但受业绩上行的影响:管理费的计算结果等于以下两者的孰高:(1) 基本管理费,或者(2) 基本管理费加上正向业绩的一部分。
3. 一种奖金的结构,投资经理人的管理费并不完全受业绩下行的影响,也不完全受业绩上行的影响:管理费的计算结果等于以下两者的孰高(1) 基本管理费,或者(2) 基本管理费加上业绩的一部分,并设一定的上限。

业绩管理费通常每年分次支付,同时可能包含上限规定以及高水位线(或回补)的条款,用以保护投资者,以免在短期内支付过高的管理费。或者,在尚未从之前不理想的业绩恢复之前,由于近阶段较好的业绩而支付过高的管理费。私募基

金、对冲基金和不动产合伙制公司大多基于总收益来计算业绩管理费，并且通常不设置业绩管理费的上限。对冲基金通常会有高水位线的条款。

以私募股权合伙制为例，基本管理费通常基于承诺资本（而非实际已投入资本）来计算。业绩管理费按照实际已获利润的一定比例来提取，同时实际已投入资本将归还投资者。常见的一个用于保护私募股权有限合伙人（即投资者）的条款会规定，有限合伙人将在业绩管理费分配给普通合伙人（即投资经理人）之前，先行收到他们的本金和归属于他们的利润份额。

业绩管理费的具体结构是由客户和投资经理人共同设计的。公式是根据预期收益的分配和投资策略的吸引力程度制定的。有些投资经理人有权制定吸引投资者的条款。例如，对于那些比较抢手的并且业务量接近超负荷的不动产投资经理人，他们有权决定最高基本管理费以及利润分配的机制。管理费计量方式通常由基金经理设计，这些内容通常包含在市场推广文件中，同时记载在合伙协议中。大型投资者对于管理费计量的相关条款有一定的影响力，或者可以另行商谈特殊的条款并签署补充协议。

表6.3中列举了一种简单的基于业绩计量的管理费，其中注明了基本管理费，即管理费的计算结果不能低于这一下限。在这种情况下，投资经理人的权益受到了一定的保护，他们的业绩管理费不会低于25个基点。为了能够在标准的50个基点管理费上下保持对称的结果，投资经理人也不能分享超过2.75%之上的主动型收益。

如果投资成果受投资技术和运气（围绕阿尔法正中值的可能性分布）的共同影响，那么业绩管理费相当于是风险分配。管理费的结构设计则必须谨慎，以避免偏向于其中一方。由于业绩管理费使双方参与了利益分配，因而有效地权衡了投资经

表6.3. 业绩管理费的样例，列示了基本管理费和收益分配的下限和上限

A. 管理费计算的样例

标准管理费	0.50%
基本管理费	0.25
收益分配率 ^a	20.00
盈亏平衡所需主动型收益	1.50
年管理费的上限	0.75

主动型收益

	<0.25%	1.00%	1.5%	2.0%	>2.75%
<i>B. 年化管理费率的样例</i>					
收取管理费	0.25%	0.40%	0.50%	0.60%	0.75%
净主动型收益	≤0.00	0.60	1.00	1.40	≥2.00

^a根据高于基本管理费之外的主动型收益来计算。

理人和投资者各自的利益。当主动型收益较低时，相比标准管理费，投资者更受益于按业绩支付管理费。投资经理人则可能更为努力地工作，去赚取业绩管理费，因此启示了“业绩激励管理费”一词。实证结果表明，对于公募基金而言，是否包含业绩管理费机制与较高的阿尔法值（较低的管理费）之间存在正相关；对于对冲基金而言，是否包含业绩管理费机制则与较高的风险调整后的收益存在正相关。⁶¹资产投资经理人也认为业绩管理费机制更具吸引力，因为这种方式提供了在市场上行环境中增加利润的机会，并且确保在市场较差时也能获取一定的哪怕是最低比率的收入。

业绩管理费也会对投资者和投资经理人造成一定的问题。即使投资经理人表现不佳，投资者也必须支付基本管理费。当现金被用于维持经营并保留优秀的员工时，投资管理公司的净收入将下降。实际上，当采用业绩管理费而不是标准管理费机制时，业绩表现较差甚至零阿尔法值的投资经理人业绩不达标的发生比例将倾向于升高。⁶²

业绩管理费结构也可能导致投资组合风险的估计偏差。业绩管理费将总主动型收益的对称分配转化为净主动型收益的非对称分配，这将降低市场上行时的波动，但并不降低市场下行时的波动。因此，基于收益序列（包含主动型收益）计算得出的单一标准差，若高于或低于基本管理费，将导致下行风险的低估。⁶³

采用业绩管理费的方式对投资者和投资经理人可能形成不同的激励。例如，根据效用最大化模型，相比奖金形式的管理费，完全对称的管理费会使投资经理人完全暴露于下行风险，他们将倾向于使得风险和付出更为合理。⁶⁴不难理解，为降低破产风险，对称的管理费结构并不受投资经理人的欢迎。

奖金形式的管理费等同于投资经理人持有一份主动型收益的看涨期权，其中基本管理费是基价。请参见图6.1，图中列示了根据表格6.3中的管理费参数计算得出的期权偿付情况。在这一例子中，管理费上限对期权的偿付额进行了修正。图中列示了管理费的三个组成部分：25个基点的基本管理费，加上一个主动型收益的看涨期权，看涨期权的基价为最低（基本）管理费，减去另一个（较低价值）基价等于最高管理费的看涨期权。

投资经理人必须每年持续留住客户，避免较差的业绩，并且不违反管理方针。但与此同时，投资经理人也对增加风险存在兴趣，这可能与上述目标形成矛盾。基于期权定价理论，⁶⁵较大的波动率对应更高的期权价值，这将促使投资经理人承

⁶¹参见Elton、Gruber和Blake (2003); Ackermann、McEnnaly和Ravenscraft (1999)。

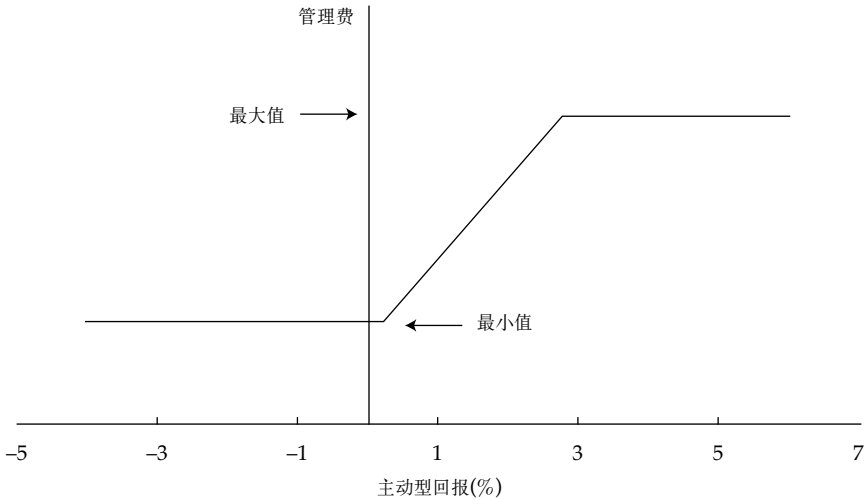
⁶²参见Grinold和Rudd (1987)。

⁶³参见Kritzman (2012)。

⁶⁴参见Starks (1987)。

⁶⁵Margrabe (1978) 指出，业绩激励管理费（金额不设上限）包含一个对于投资组合的看涨期权和一个对于基准指数的看跌期权。因此，价值取决于投资组合和基准指数的波动性以及两者之间的相关性。换言之，价值取决于主动风险。

图6.1. 业绩管理费偿付曲线的一个样例



担更大的投资组合投资经理人必须每年持续留住客户，避免较差的业绩，并且不违反管理方针。但与此同时，投资经理人也对增加风险存在兴趣，这可能与上述目标形成矛盾。基于期权定价理论，较大的波动率对应更高的期权价值，这将促使投资经理人承担更大的投资组合风险。在市场中可以观察到这一行为。⁶⁶因此，投资者应尽可能为自己的投资组合谨慎选取合适的基准指数，并监测其投资组合风险。⁶⁷投资公司的高级管理层也应确保他们的薪酬体系能在投资组合经理承担过度风险时，对其予以处罚，同时又能在他们取得高收益时予以奖励。⁶⁸

真实案例：客户在业绩管理费协议中自由的选择权

这是一个在20世纪90年代初期的案例：一个股权投资经理人按业绩收取的管理费包含10个基点的基本管理费，以及主动型收益（超出基准指数的部分）20%的份额（扣除10个基点的基本管理费）。这一费率结构还规定了年管理费上限的条款，相当于将超额的管理费留存到了以后年度。由于撤消管理费协议并不会产生处罚，因此在业绩特别好的时候，客户可以选择不再按业绩计量管理费，而改为标准的按固定费率计量的方式。这一选择权使得客户免于支付投资经理人原本所应得的业绩份额。20世纪90年代中期，在主动型收益高涨了一段时间后，很多客户都执行了这一选择权。

⁶⁶参见Elton等(2003)。

⁶⁷Starks(1987)指出，投资者可以简单设定一个管理费机制，其中包含针对可预见风险的相应惩罚，使收益与风险水平匹配。

⁶⁸经风险调整的奖金公式可以被具体设定，尽管这使得评价流程更为复杂了一些。

业绩管理费还存在一些其他问题。当不同客户的费率结构呈现多元化的时候,投资经理人出于(短期)利益考量,会更优待那些采用按业绩计量管理费的客户。虽然这一行为有违职业道德甚至可能违法,但投资经理人可以通过将部分交易、并购或者首次公开募股等类别的投资优先分配给按业绩计量管理费的客户,以此提高他们的收益。此举会损害其他客户的利益,而客户很难监测这些投资活动。幸好,大部分投资经理人都依照客户利益进行投资,并且知道,这种“厚此薄彼”的行为一旦被觉察,将毁掉他们的职业生涯,甚至带来刑事指控。同时,包括内部合规系统审查等在内的尽职调查将尽可能保护投资者不因某些品性恶劣的投资经理人而遭受损失。

在私募股权合伙制情况下,若投资经理人有控制实现利润(退出)的时机,这将促使他们持有投资,直至它产生收益,即便此时对客户而言更有利的方式可能是变卖资产,并将所收回的资金投资于其他途径。与此相反,对冲基金经理在遇到业绩不良的合伙制投资时,这将促使他们返还资产,尤其是当高水位线已远超出当前价值时(即业绩管理费的期权价值早已丧失)。这一决策将导致投资者失去通过未来可能好转的业绩来抵消早期已支付的管理费的机会。

母基金(FoF)通常会在底层基金管理费的基础上再额外收取管理费。⁶⁹这些额外的管理费用于提供可投资于底层基金的渠道、对母基金做尽职调查、构建投资组合并进行监控。除了上述两套管理费之外,投资者被要求分享业绩良好的底层基金所带来的收益份额,却要全额承担业绩不良的底层基金引发的损失。⁷⁰为了保护投资者,使其不会支付过高的管理费,对冲基金合伙人已开始提供另一种基于底层基金投资组合总价值来计算的管理费结构,而不是先分别计算每个底层基金的管理费再进行加总的方式。

投资经理人的持续选择

曾经有一个公司的养老金计划负责人,他反复计算他的股权投资经理人的累计贝塔值和阿尔法值。他月复一月的公布“贝塔值为1,阿尔法值为0”,但他从来没有改变过他的策略。这个故事想说明的是:获得卓越的收益是如此困难,以至于在大多数情况下,当投资者假设业绩将处于平均水平时,他们通常都是正确的。

选择投资经理人应该是一个持续的过程。改换投资经理人应以相关提示及政策为指引,而不是基于临时决定或出于对变化的目标、基准或分配目标所作出的反应。尽管投资者无法预测投资经理人所能获取的阿尔法值,也没有完美的选择能力,但如果他们可以提前识别出能够使资产实现净增值的投资经理人,便可获得比投资于指数型基金更高的利润。我们发现,那些有识别能力的投资者,即他们能

⁶⁹在21世纪初母基金全盛时期,按业绩收取管理费的方式较为常见。

⁷⁰Kritzman (2012) 称这一结构为“非对称惩罚”。

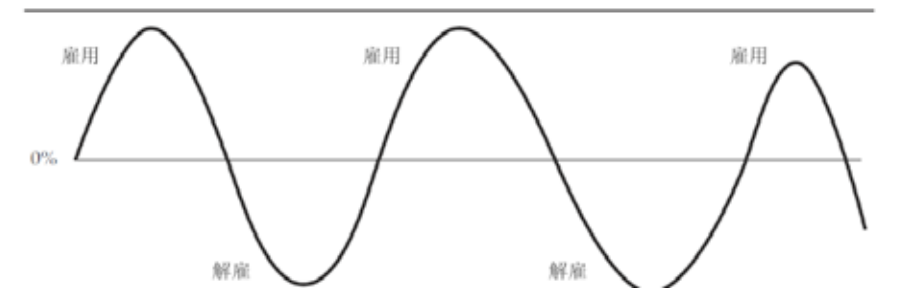
够找到有较高可能性获取正向阿尔法值的投资经理人(例如, 概率大于50%), 将在长期中获得出色的业绩。⁷¹

对于投资者来说, 解雇最近表现不佳的投资经理人并聘请最近表现优异的投资经理人是非常有诱惑力的。可惜的是, 这一做法的主要好处, 仅仅是投资者不再需要在下一季度投资报告中查看那位被解雇的、表现不佳的投资经理人的业绩数据。对大多数投资者来说, 这个过程将导致资产价值随时间的推移而遭受损失。

如果假设主动型投资经理人的业绩是周期性的, 那么我们可以描述出一种常见却适得其反的选择过程。图6.2列示了投资者在观察(或筛选)相对业绩表现情况(通常为一年、三年和五年期)之后作出投资经理人选择的假设模式。而最终, 随着周期的逆转, 投资者要承受相应的结果。投资者应注意避免这种类型的决策行为。

不幸的是, 实证研究也证实了这个模型的有效性。Ellis (2012) 描述了一种情况, 即机构投资者并未意识到他们的选择过程有缺陷。机构投资者的工作人员没有足够的经验, 顾问经常迅速建议更换表现不佳的投资经理人, 投资委员会的例会没有充分发挥其应有的作用。第7章描述了下述观察结果: 机构投资者将资产重新分配给在近一年、三年和五年具有强劲相对收益的投资经理人, 并从业绩较差的投资经理人那里赎回资产。而在这些操作完成之后, 业绩出现下降。在涉及多个资产类别的另外两个研究中, 在改换投资经理人后, 新雇用的投资经理人的业绩不如被解雇的投资经理人的业绩。总体而言, 机构投资者保留的所有投资经理人的平均业绩高于新雇用的投资经理人。研究表明, 机构投资者持有的价值加权平均美国股票投资组合产生微小的正向净阿尔法值(统计学上并不显著), 业绩略好于个人投资者。

图6.2. 主动型业绩周期的错误一面: 投资经理人选择和主动型业绩



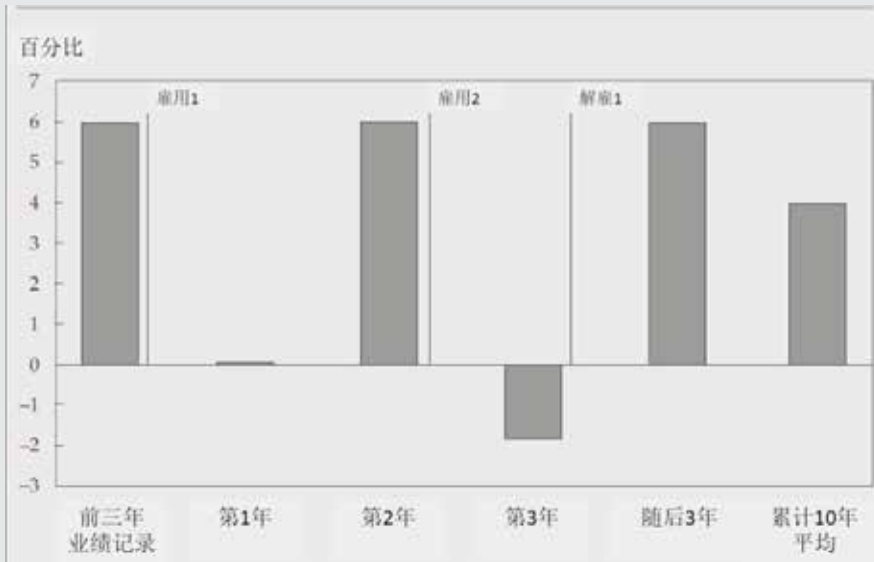
⁷¹第7章将介绍由Foster和Warren提出的此类模型(参见后文)。

真实的故事：观察周期可能会引起投资者对投资经理人的偏见

考虑一个机构投资者的例子，如图6.3所示，这个机构投资者雇用了一个小盘股权投资经理人，该投资经理人的历史三年业绩记录中每年有600个基点的主动型收益。而在随后三年期间内业绩时好时坏，因此投资者失去了信心，解雇了该投资经理人，并将资金投资于指数型基金。

巧合的是，这个机构投资者的海外分支机构根据机构先前的建议，至第二年末仍然保留同一位经理。在经历了业绩较差的一年之后，海外投资者保持信心，继续保留该投资经理人，并在较长期间内享有了强劲的业绩。这一选择反过来又增加了信心，促成了后续的资金委任，以及来自其他分支机构的额外资金投入。

图6.3. 主动型业绩、雇用和解雇的示例模式



而国内投资者，几年以后认识到错误并重新雇用该投资经理人。如果投资者当时选择坚持雇用同一位投资经理人，而不是根据短期的业绩波动作出更换的决定（海外分支机构也观察到相同的业绩，但未更换投资经理人），投资者每年将额外获得4%的收益！

若遵循正式的流程, 机构投资者在选择投资经理人方面的成效记录应该会有所改善。在持续的一段时期内, 应采用一贯的政策来执行有关投资经理人的雇用、监察和解雇等。理想情况下, 该政策应完全贴合投资计划的总体目标, 例如在风险指导框架内达成预定的债务杠杆目标。Ellis (2012) 建议投资者将宝贵的时间用于有关最佳实践的根本问题上, 并确保他们的投资经理人选择程序有明确的定义。

7. 关于投资管理人选择的研究发现

介绍

如果有一些投资管理人有能力,正如证据显示的那样,下一步就是识别他们。这就引出一些问题:用什么方法来识别他们?这些经理的特征是什么?投资者能否成功地选择主动型投资管理人?

在金融文献中,有大量的研究都涉及主动型投资管理人是否能展现正阿尔法的证据、阿尔法一经发现是否能持续下去,以及聘用投资管理人的投资者取得的投资业绩。本章借鉴了普遍的金融文献以及关于企业家的商业研究,这些企业家与组合投资管理人有着相似的特征。

第一部分回顾了利用定量和定性技术来选择高明的投资管理人的科学研究。已研究的定性因素包括智商、知识、专注、独立思考、勤奋,以及投资管理人与客户之间利益的一致性。定量因素包括短期和长期的阿尔法指标,以及超额收益的历史一致性衡量指标。证据表明,高明的投资管理人确实存在,而且至少在扣除管理费之前,他们卓越的表现能够持续。但在实践中,投资者很难捕捉到这个附加值,这一点将在第二部分中进行讨论。

第二部分讨论了零售投资者和机构投资者在选择有效投资管理人方面的成功情况。在聘请投资管理人之前,几乎所有投资者都会研究历史业绩。机构投资者会根据贝塔和风格影响调整投资业绩。然而,无论是普通投资者还是训练有素的专业人士,在选择能增加价值的投资管理人上表现均一般。事实上,更多的研究结果记录了这些努力的价值损失。

第一部分研究发现:关于选择投资管理人的定性和定量技术

投资管理人选择的定量方法。探索投资管理人选择的定量因素的研究,大多关注于历史回报,包括考量平均值、模式、风险调整计算和阿尔法衡量。通过衡量出色表现的统计显著结果,许多研究发现了持续性,但在实践中,运用这些研究中使用的技术选择单个卓越的投资管理人并不容易。例如,在这些研究中,样本数量非常大,因此使用的技术需要被应用于非常大范围的投资管理人才能有效。

如第2章所述,如统计信心所示,过去36个月的美国股权共同基金的阿尔法在下一年仍然持续,尽管在一个较低的数值。根据Kosowski等(2006)的研究,表2.9总结了过去三年产生前百分之十的四因子阿尔法的投资管理人,在扣除管理费用前,随后一年里产生的平均阿尔法值为1.9%。其他研究表明,在更短的期限里,阿尔法能持续。例如,Blake和Timmermann(1998)使用23年的英国股权共同基金

回报发现,对于四种风格类别的两年考察期处于前四分之一的投资管理人,在接下来一个月内,他们的表现优于指数和同行。Brown和Goetzmann (1995) 在1976—1988年美国股权共同基金回报的研究中,发现了从一年到次年的表现持续性周期的证据。他们假设投资管理人之间未被市值、利率或者股票风格风险因子所解释的相关性导致了这种周期性。这些研究表明,使用过去的表现可以帮助预测未来的赢家,但并不是在所有年份都行得通;事实上,在某些年度里,会发生表现反转。

除了共同基金外,对冲基金也被用于研究表现的持续性。Jagannathan、Malakhov和Novikov (2010) 基于风格和类期权特征调整了历史回报,发现持续性存在于表现强劲的基金中,而非那些很弱的基金。

最近对机构投资管理人的研究探索了基于风险因子调整的超额收益的持续性。Busse等(2010)确定了在1991—2008年间,某一年有优异业绩表现的美国权益投资管理人将正的主动管理业绩延续至下一年,但这个结果完全可归因于动量因子。

对投资管理人阿尔法值研究的批评之一,是使用最小二乘法 (OLS) 来估计长期阿尔法值。这些方法假设阿尔法和因子暴露在时间上是恒定的,这有可能误判投资管理人能力和业绩持续性。以表6.2中的数据为例,基于10年期月收益率,得到投资组合贝塔的估值为0.90,但基于滚动的三年观察期内,得到贝塔的估值却在0.75和1.15之间。

Mamaysky、Spiegel和Zhang (2008) 使用动态Kalman滤波器方法来确定共同基金经理是否展示了市场时机把握技能。⁷²利用1970—2002年间的月度数据,他们估计了不同时期的市场风险因子敞口,来确认动态策略在基金领域的存在,并探索市场时机阿尔法的持续性。他们的方法包括指定阿尔法和随时间变化的投资组合贝塔参数。⁷³他们用来识别市场时机行为和和市场时机阿尔法的持续性的研究技术,是对传统基于OLS 方法的改进。这项研究还证明了一种投资组合再平衡策略,该策略使用按市场时机把握能力排序的基金,产生了统计显著的投资者利润。

另一项不依赖于OLS技术的研究 (Stewart 1998) 显示,测量季度正主动管理回报的频率,在预测主动管理回报和主动管理回报一致性上是有用的。Stewart (1998) 以及Hernández和Stewart (2001) 确定,通过对正的季度主动管理回报的历史频率排名,构建排名在前五分之一的机构美国股票投资管理人,能有效识别在接下来三到五年期里优秀的投资管理人。他们发现,根据数据库中简单主动管理收益来对投资管理人排名并非有前瞻性。Hernández和Stewart将这些技术运用于全球权益投资管理人,发现在三年期里疲弱的预测性能力和在五年期里超强的前瞻性。经计算1981—1996年间的的数据,结果如表7.1所示。

⁷²他们指出,标准OLS技术导致高比率的错误的正值。

⁷³他们假设个人安全betas是恒定的。高换手率的投资组合表现出更大的组合beta可变性。

表7.1. 根据表现一致性排名的五年期年化主动管理收益

季度	美国股票	全球股票
1988年4季度	1.43%	-2.24%
1991年1季度	1.55	4.33
1993年4季度	0.48	1.35
1996年1季度	1.87	3.45
平均数	1.33%	1.72%

注: 主动管理收益等于表现最一致的五分位的年化五年期收益减去表现最不一致的五分位。五分位是由前一个五年期绩效一致性排名, 定义为正的主动管理收益频率。

资料来源: Stewart (1998) 以及Hernández和Stewart (2001)。

投资管理人吸引力的定性测度: 智商和知识。 在探讨投资业绩是否与投资管理人的IQ或标准化测试结果相关的研究中, 持续发现了两者之间的统计显著相关性。但是在这些研究中, R^2 值非常小。这说明, 很多超越智商的因素决定着投资能否取得成功。

有很多证据表明, 教育对收入和财富水平有正面影响。但是没有绝对性证据说明, 投资管理人的教育水平与投资业绩直接相关。在决定投资成功方面, 通过衡量高等学位和投资知识的价值而得出的实证结果是混淆不清的。

Zagorsky (2007) 探索了以IQ测试衡量的智商和以最高学历衡量的教育如何影响超过7,400名个人的收入和财富。而他的结果表明, 在1980—2004年间, 教育与收入和财富都有正相关, 智商与收入正相关但不是财富。自信心、自力更生、工作一致性和自谋职业等因素与将来的财务成功都有正相关。他没有直接研究风险承受能力指标或者推迟满足的能力指标。

多项研究发现, 投资业绩与投资管理人本科或者研究生学校的选择在统计上显著正相关。同时研究还表明, 教育与投资组合风险之间的关系并不明确。

Gottesman和Morey (2006) 论证了MBA项目选择在决定2000—2003年间管理共同基金的投资管理人表现的作用。他们认为, 超额表现与投资管理人所在商学院的GMAT平均分是正相关的。至于高等学位的完成, 作者认为获得MBA (除非是排名前30的学校)、CFA证书或者博士学位并不会带来附加值的增加。他们还表明, 本科学位的类型 (文科或其他) 不具有解释投资结果的预测价值。Busse等 (2010) 研究了1991—2008年间机构权益投资管理人的阿尔法值, 发现投资管理人阿尔法值与公司聘请的、具有博士学位的投资管理人的数量存在跨领域的正相关性。他们还发现, 阿尔法值与华尔街研究的使用程度存在负相关性。

Chevalier和Ellison (1999)研究了投资管理人本科学校的平均SAT水平相较于投资管理人在1988—1994年间的表现。基于风险调整, 从名校毕业的投资组合

经理往往跑赢毕业于不那么有名的学校的同行。这个结果表明，名校毕业的投资管理人可能更聪明，可能获得了更好的教育，或者可能发展了更具价值的工作关系（或许让他们去了更高技能和更有资源的投资公司）。作者还得出结论，在风险调整的基础上，MBA没有业绩价值，即使拥有MBA的投资管理人倾向于承担更多的投资组合风险。

Kang、Li和Su（2011）研究了参与CFA项目给卖方股票分析师1994—2000年间的表现所带来的影响。他们发现，投资表现会随着分析师准备CFA考试而有所改善，尤其是小盘股股票。有趣的是，对CFA项目参加者来说，风险承受力（预测不准确，以及分析师个人和中位收益估计之间的差额）⁷⁴下降，买/卖平衡性（分析师覆盖研究范围内，买入评级和卖出评级的数量比较）提升。

专注、独立思考、长远思考和勤奋的价值。 有大量的研究关注企业家精神驱动力的价值，这些驱动力可以是某些性格特质、管理层人员对企业的投入程度或者特定的且通常能带来成功的能力。尽管那些对小公司财务表现的研究并不能直接运用于投资管理人的选择，但它们或可带来启发。举例来说，那些感到自己与所从事的事业密切相关，并且对此富有激情的管理者，以及那些能够将精力用于开发技能和应对挑战的管理人员，更有可能取得成功。Goleman（1998）的研究将“热爱学习”这一特质作为“激情”的表现，但同时也指出，一家公司财务成功的程度亦受到经济环境的影响。这些研究结论与经验丰富的职业投资人眼中的出色资产组合经理应具备的特质是一致的。

Baum和Locke（2004）用超过6年的时间，研究成长型企业创始人的个人特点与小公司的成功。他们对过去的研究做了详细的回顾，并且发现，从统计意义上来看，人格特质本身并不能直接解释成功。举例而言，他们发现某些特质，特别是“对成功的需要”，对企业取得成功仅有不到10%的解释力。但他们的确也发现，在预测公司成功与否时，那些特质和能力（某些程度是因需要而学习到的）单独或共同具有很强的预测性。他们也发现，“目标、自我实现和能够传递的理念”与“激情、韧性、获得新资源的能力”对企业的成长有直接的影响，且这两种特质相互关联（Baum与Locke 2004，第587页）。**表格7.1**说明了这些关系。

实证研究也探索了行业因素、可获得的财务资源和经济环境（增长期或者停滞期）对公司成功与否的影响。Wiklund和Shepherd（2005）通过对小公司的财务表现的研究，来评估企业家导向以及资本和环境因素的影响。他们将企业家导向定义为创造力、主动性和冒险精神的综合，以上都与一个积极进取的投资管理公司的文化相关。统计结果显示，企业家导向的增强，会带来公司财务表现的提升；且这种企业家驱动力在资源受限的环境和停滞的产业中，能带来最大效用。

⁷⁴这种风险承受可以理解职业风险。

表格7.1. 管理人员个性及其对公司成功的影响

	性格特质	管理能力
组成部分		
	激情	保障资源的能力
	韧性	有效传递理念的能力
		自信的程度
		设定高目标的倾向
对成功的影响		
	直接	直接
	通过能力间接影响	

注: 此表基于对管理人特质和相应的公司财务表现的问卷调查数据的统计分析。

资料来源: Baum和Locke (2004)。

实证研究也探索了行业因素、可获得的财务资源和经济环境(增长期或者停滞期)对公司成功与否的影响。Wiklund和Shepherd (2005) 通过对小公司的财务表现的研究, 来评估企业家导向以及资本和环境因素的影响。他们将企业家导向定义为创造力、主动性和冒险精神的综合, 以上都与一个积极进取的投资管理公司的文化相关。统计结果显示, 企业家导向的增强, 会带来公司财务表现的提升; 且这种企业家驱动力在资源受限的环境和停滞的产业中, 能带来最大效用。

这个结论与Stolze (1999) 提出的理论一致, 他认为与处在庞大的、多层级的机构相比, 拥有出色能力的、经验丰富的职业人士在小公司里能够更为广泛地运用这些能力。有趣的是, Zagorsky (2007) 证明了工作努力程度(每周工作的小时数)与收入正相关, 但与净财富值负相关。Vinas和Stewart (2012) 证明, 那些工作时间更长的职业投资人的报酬明显更高。

对投资表现和经验价值的关系的研究结论则并不统一。通过对1998年至1994年共同基金四因子阿尔法的研究, Chevalier和Ellison (1999)发现, 年轻投资管理人的表现略为领先。他们认为, 这或许源于更年轻的投资管理人倾向于“更努力工作”, 因为他们被解雇的风险更高, 或者比起年长的投资管理人, 他们有更多的时间。Golec (1996) 研究了 1988 年至1990年的收益, 发现投资管理人的年龄与超额表现负相关。他的研究结果也表明, 投资管理人的工作年限与投资业绩正相关, 但与投资组合的风险负相关。那些通过强劲的业绩表现而建立起长期事业的投资管理人, 累积更高水平的资产管理规模, 同时有可能为了保护自己的业绩记录而变得更保守。⁷⁵这些结论与Gottesman和Morey (2006) 的研究也一致, 他们的研究显示, 从业时间更长的投资管理人的投资组合 β 值会更

⁷⁵ 研究的样本不包含退休之后的经理。

低，并且他们发现，这些投资管理人的换手率也更低，这与相对低风险的投资管理风格相一致。⁷⁶

当投资管理人被销售和客户服务等职责分散注意力，进而导致他们管理投资组合的时间更短时，他们的投资业绩就会受到负面影响。大型投资公司配有客户服务专员，他们熟悉投资流程，能更有效地代表投资管理人，从而保障投资管理人的时间。小型的公司则缺少这类资源。与投资管理人接触的需求和客户服务，对投资结果存在着潜在的负面影响，如何平衡二者关系，需要投资者做出决策。

利益一致性的重要性。投资管理人和客户有一个共同的目标：最大化资产的价值。随着资产价值的增长，投资人的财富和向投资管理人支付的以资产为基础的管理费也会增长。强劲的业绩也可帮助投资管理人留住现有的客户，同时吸引新客户。但也存在着投资管理人短期的自身利益与客户利益不一致的情况。这些情形可能是给予一些客户优待（如执行最惠待遇协议）、为了取得业务机会而向客户决策人支付费用，或者用客户资产来支付经营费用（软美元）。

Benard Madoff、Allen Stanford和Canary资本这些丑闻，凸显了财富被投资管理人窃取的风险。为限制这些行为，政府和行业机构，包括英国金融服务局、美国国家证券交易商协会和CFA协会在内，都建立了规章准则，以提升证券交易员和投资管理人的行为道德规范。但文化差异会影响行为准则，因此，某一投资管理人认为合适的行为，可能被其潜在投资人认为不合适。

研究证据表明，当投资人的利益与他们的管理人利益一致时，投资人会受益。多个研究指出，那些有基于业绩的费用结构、更稳健的治理结构和投资管理人共同投资的基金，更能够实现好的业绩并收取低费用。投资管理人的职业生涯轨迹受到其投资成功情况的影响，但多数情况下，投资管理人的奖金计算并不十分依赖于投资结果。

管理费用。投资公司的商业模型是建立在费用收益上的。这种费用收益是按管理资产百分比、员工薪水与技术成本占主要成分的费用结构，以及成功投资带来的增长来计算的。⁷⁷正如第6章所描述的那样，费用水平与策略预计主动收益的高低及其策略（换手能力）相关。结果就变成了，即使这样做需要牺牲掉未来收益，基金经理也会寻求在过往表现较好的低换手的策略上管理尽可能多的资产（尤其是当客户需要锁定投资数年的时候）。但如果基金经理珍惜自己的长期声誉，他们的个人利益会驱使他们的投资行为与客户目标保持一致。基于绩效的费用一般会使经理

⁷⁶研究已经展示个人经验影响投资者所冒的风险量。市场参与者已经观察到经历过 20 世纪 70 年代熊市或 21 世纪 00 年代的多变市场的经理要比和 20 世纪 80 年代和 90 年代牛市一起成长的经理倾向于承担较少的风险。

⁷⁷Stewart、Heisler和Piros (2011)对于投资公司管理和其投资动机的商业模型有详细解释。

更好地调节动机，与客户利益相一致。研究表明，基金业绩水平与扣除费用后的风险调整收益有强的关联。

Ackermann、McEnnaly和Ravenscraft (1999) 回顾了对冲基金费用结构，并且测试了不同费用结构对基金风险和收益的影响。分红是按年利润中高于基准的比例来计算的，而且其费用安排考虑了高水位线条款。截止1995年12月，数据库里的547只基金显示，绩效分红约定的平均数是13.9%，中位数是20%。在这个数据库里，绩效费用绝大部分时候提出在投资于全球宏观的、事件驱动的以及市场中性的对冲基金，而较少出现于非美国的、以自下而上方式投资的股权基金。

Ackermann等 (1999) 进一步探索了对冲基金的风险调整绩效。其方法运用了回归模型，可以分离出绩效费用对风险调整收益的影响。值得注意的是，他们把这个等式：

$$\text{夏普比率} = f_s(\text{管理费用、激励费用、美国与离岸、基金种类})$$

放入1988年到1995年，并分别运用到2、4、6、8年的时间区间里。结果他们发现，激励费用占分红比例与风险调整收益成正比。事实上，回归模型里激励费用的系数，是唯一在所有变量里总是显现出统计学显著的独立变量。**表7.2**是这些系数值的总结。看的出来，那些较为典型的有20%激励费用的基金相比没有激励费用的基金，其夏普比率高出66%。在另外一个回归模型里，他们还发现激励费用与基金波动率没有相关性。

表7.2. 激励费用对对冲基金风险调整后业绩的影响，1988-1995年

测试区间	系数值	统计显著	基金数量
2年	0.007	0.00	547
4年	0.005	0.00	272
6年	0.007	0.00	150
8年	0.011	0.00	79

注：系数是回归时激励费用对基金夏普比率的结果。

资料来源：Ackermann等 (1999)。

研究者对数据问题的影响也进行了分析。常见的数据问题包括幸存者偏差、自我选择以及流通性偏好。虽然这类问题又较常见于对冲基金数据，但分析表明这些问题并没有改变上述结果。另外一项研究使用了1990年到1999年共同基金的数据，证实了Ackermann等 (1999) 的结论。Elton、Gruber和Blake (2003) 发现，引入基于绩效的费用能带来较高的阿尔法值和较低的总费用，这对于投资者是双赢。

治理: Agarwal、Daniel和Naik (2009) 在关于对冲基金经理激励的报告中,把基于绩效的费用描述为对客户资产组合的看涨期权,同时确认了投资激励对投资表现的重要性。研究人员进一步总结,出众的业绩与“管理层所有权较高……包含高水位线条款”,以及“管理审慎性较高,如长时间的锁定期、公示与赎回期”这两方面相联系(第2221页)。这些特征可赋予资产组合经理最大化他们基金价值的弹性的能力,而最高的基金价值可以反过来最大化收取的费用。当然,也有可能是由于技术更好的经理更能应对基于绩效的报酬结构。

开支高导致扣除费用后绩效低,但有趣的是,较低的扣除费用前绩效是与高费用相关联的。Gil-Bazo和 Ruiz-Verdú (2009) 是研究美国股权共同基金的学者,他们开展的一项关于费用对基金表现影响的研究观察到,费前阿尔法与基金总费用(包括了年化费用)是负相关的。他们认为,有些管理公司应该定位于那些对基金表现不敏感的投资者,然后通过增加营销开支的方式来吸引他们。通过检测有关治理质量的变量,⁷⁸研究人员发现,高质量的治理与低费用是相关的。图7.2总结了所有变量的关系。

在关于英国的封闭式基金的研究中,Gemmill和Thomas (2006)发现,高费用导致基金的业绩较差,同时经理持股以及基金董事会构成影响基金费用。他们使用了1995年到1998年的数据,在控制了基金规模、年龄以及另外8个因素后,发现

图7.2. 包含治理在内的不同因素对管理费用的影响

因素	对基金费用的影响
<i>常见因素</i>	
基金规模	负相关
基金年龄	负相关
公司规模	负相关或没影响
公司基金数量	负相关或没影响
基金换手率	正相关
基金回报波动性	正相关
基金阿尔法	负相关
投资者费用敏感性	负相关
<i>治理因素</i>	
治理质量	负相关

注:对费用的影响,是通过基于两项于1993至2005年开展的、关于美国股权共同基金费用、特征和表现等的研究的回归估值来决定的。

资料来源: Gil-Bazo和 Ruiz Verdú (2009)。

⁷⁸晨星公司“董事会质量”分数包含的因素有活动量、独立性以及工作量。

拥有较大董事会和较小董事会独立性⁷⁹的基金费用较高。同时,作者发现资产组合经理所有权较高的基金,其费用较低。⁸⁰没有统计数据能证明管理层防御会影响费用。⁸¹有趣的是,Gemmill和Thomas没有发现治理因素对封闭式基金折扣的影响,这也表明投资者没有全面认识到公司治理的价值。

另一个关于经理所有权对基金影响的报告来自Evans (2008)。她发现,在2001年至2004年,基金经理的投资大小与风险调整后的共同基金回报成正比,“与基金换手率成反比”(第513页)。

资产组合经理报酬:关于激励的研究显示,投资者应该去寻求那些把红利与绩效直接挂钩的公司。可惜的是,大部分的资产组合经理并不是这样获得报酬的。Farnsworth和Taylor (2006) 报告显示,平均而言,资产组合经理45%的报酬来自于红利这种形式。研究人员通过问卷调查了将近400位资产组合经理的报酬结构,发现与红利支出相关最高的不是个人投资结果,而是资产组合经理所在公司的盈利性。大约37% (26%)的应答者表示,指数相关绩效(同行相关绩效)对红利计算有“非常大的影响”;与此同时,有54%的应答者认为,红利奖赏是“主观且自由决定的”(Farnsworth 和 Taylor 2006, 第312页)。该研究还显示,只有25%的应答者认为过去的表现对目前的薪水有很大影响。大型公司比小型公司更大程度地使用客观方法,而且只有非常少数(1.8%)的资产组合经理是按投资组合风险程度来获取报酬的。

长期思考的价值:之前的金融学文献⁸²里没有任何关于资产组合经理的长期思考对于投资影响的研究。Swensen (2000) 推荐投资者去寻求那些员工忠诚度高,因此能促使长期思考的投资管理机构。有关长期思考的学术研究已经探讨过策略计划的影响。举例来说,Miller和Cardinal (1994) 回顾了从26篇报告中得到的证据,得出了“策略计划能正向影响公司表现”的结论(第1649页)。研究人员相信,这个正相关性是由于主管人员进行分析、学习、得到优质数据而产生的。与此同时,研究也认识到长期思考的弊端。例如,长期计划会阻碍组织弹性与创造性。

第二部分: 投资管理人择选的研究

零售投资者向投资管理人委托资金所考虑的因素。有一种观点认为,共同基金以及金融机构所发行的类似投资产品收益水平与资产规模理应成正比,累积收益最高,资产规模增长最多,但业绩回报历史数据仅是决定基金资产规模增长的

⁷⁹Gemmill和Thomas (2006) 将董事会独立性定义为“与基金‘外部人员’关联度”和“来自基金管理公司的基金董事数”。

⁸⁰经理所有权被定义为基金管理公司的持股。

⁸¹管理层防御被定义为经理的长期公示。

⁸²至少在本书作者可找到的范围内。

因素之一。长期来看，业绩回报表现一致性最强的产品能吸引最多的资金流入，即便偶尔一年的表现欠佳也不成问题，除非这年表现过差，影响到了长期回报水平，将导致资金流出。

在基金零售领域，关于基金过往业绩与资金的流入/流出的相关性研究显示：零售投资者青睐短期总收益回报亮眼和存在阿尔法的基金。他们关注扣费后的净收益，反感前端收费的方式，容易被广告打动，并且这些行为在牛市和熊市中表现有所差异。⁸³

Chevalier和Ellison (1997) 研究了1982~1992年间共同基金过往的业绩表现与资本流动之间的关系，发现：前1年和前2年均取得阿尔法的基金获得了资金净流入；最近的业绩表现对资金流入/流出的影响最大；年初至今的期间收益表现亦有如此效果。数据表明，第1年实现10%的阿尔法可带来第2年18.6%，以及第3年7.3%的增量资金流入。同时研究发现，新基金与规模稍小的基金规模增长的速度较老基金与规模较大的基金更快。

零售投资者关心净收益表现多过费用开支比率，反感前端收费的模式，易受广告的影响，并且对待已持有的业绩表现较差的基金给予的关心程度不及在准备投资时。Barber等人(2005)在测试了1970~1999年共同基金资金流动数据后得出了上述观察结论。回归系数(见表7.3)显示，零售投资者将基金近期的业绩表现作为其资产配置指引，基金业绩历史表现对资金流动存在显著的影响。比如模型显示，20%的阿尔法将导致12%的资金流入，而低于市场平均20%的业绩表现将导致4%的资金流出。高成本主要定义为前端收费，与基金规模呈现负相关关系，但当广告费用(美国12B-1费用)被剔除后，回归结果显示，费用与资本流动的关系转为正相关，表明基金的广告费用确实取得了效果。

机构投资者向投资管理人委托资金所考虑的因素。机构投资者相对零售投资者在投资方面更富有经验，通常有一系列的决策分析体系作为支撑，做出的投资决策更为成熟。然而在新增一笔投资，选择衡量管理人时，机构投资者的决策体系往往将过权重放在管理人的过往业绩上。他们关注管理人业绩的一致性，在分析业绩时会辨认重要的投资风格转换与调整；在新雇佣/解雇管理人的程序上设置了更高的门槛，而在做资产配置调整时，则没有那么高的要求。相比较零售投资者，机构投资者在遴选新管理人时会考虑主动管理的风险，采用更多的定性分析。当然，机构投资者偏好更长的管理人业绩记录。

Del Guercio和Tkac (2002) 通过比共同基金与养老金计划的资本流动，研究机构投资者与零售投资者投资决策程序的差异。他们的研究发现，以主动管理风险(主动管理收益的标准差)解释养老金计划样本的资本流动具有显著性，而

⁸³Shrider (2009) 表明：和相对的措施以及风险调整的措施比较，绝对回报对于在熊市里确定赎回级别时更加重要。

表格7.3. 美国权益类共同基金资金流动的决定因子，1970~1999年

	系数	t-检验
费用支出	-0.389	-2.11
前1年阿尔法	0.393	11.89
前两年2额收益	0.166	10.40
波动率	-0.596	-4.63
资产规模	-0.009	-8.89
运营时间	-0.014	-8.76

注: 数据来自回归模型的结果。

资料来源: Barber 等人 (2005)。

解释共同基金样本则不具有; 养老金计划的工作人员研究、考察投资管理人投入的工作天数可以说明机构投资者相对零售投资者更依靠定性分析, 回归模型 R^2 值支持这一结论; 机构投资者的投资决策较零售投资者不容易被趋势左右(养老金计划的资本流动自相关性不明显, 而共同基金则显现出了正向自相关的关系), 也就是说, 机构投资者在撤回投资时不像零售投资者有时会拖泥带水, 犹豫不决。

Heisler、Knittel、Neumann和Stewart (2007) 通过固定效应回归分析⁸⁴测算了为养老金计划、捐赠基金 (Endowments) 和信托基金 (Foundations) 提供主动管理的美国股权类投资组合的投资收益与资本流动之间的关系。他们测算了给定年份中特定管理人获得的被投资份额的比重。这个比重不是指投资组合中各类资产的百分比, 而是总资金流向各类投资产品的比重, 他们将之定义为资产流捕获。

资产流捕获 = f_A (累积收益回报、时间分段的收益回报和产品属性)

观察数据采用的是1989~2000年之间的总收益、主动管理收益和分时段的收益回报数据。

Heisler等人 (2007) 观察到1年、3年与5年期收益信号 (非收益水平) 对决定资金流动最为重要。若三个时期内, 主动管理收益 (相对于标准普尔500与风格指数) 为正, 该投资产品将获得最高比例的资金流入 (资产流捕获); 若其中1年总收益表现非常糟糕, 则资金流出显著。整体账户的委托, 相较部分账户的委托, 要求投资管理人具有更高的主动管理回报水平。

极端的风格或风格指数偏离系统性风险较大的产品在机构投资者眼中与一般产品无明显差异。比如, 在选择股票管理人时, 机构投资者对“深度价值投资风格”与“相对价值投资风格”表现出更明显的偏好。相对于零售投资者, 机构投资者选择投资产品时偏好规模较小的、业绩记录更长的产品。机构投资者或其投资顾问一旦

⁸⁴固定效应用于控制同一基金下各观测值之间潜在的序列相关性。

对某个管理人或投资产品表现出认可、满意，投了钱，这种观点就会持续，管理人将获得后续资金投入。**表7.3**列示总结了上述结论。

Foster和Warren（即将出版）开发了一个管理人遴选的多因子数学模型，并找到了几项影响选聘管理人决定的关键因子。这些因子包括：投资者能力（alpha为正）、投资期限，以及随着管理资产规模的增加，成功管理人alpha边际效应递减的趋势。投资者能力是指被选中的管理人取得alpha为正的的概率，同时投资者可通过更新观点、更换管理人来保持其收获扣费收益仍存在alpha为正的能力，虽然通常假设总体上管理人取得的收益回报平均仅能取得有限的alpha。有能力的投资者若当前承担了较高的费用，只要时间允许，如同零售投资者，可以调整主动管理人以降低相关费率。

机构投资者对业绩表现以外因素的看法。养老金计划发起人以及其他的机构投资者认识到，挑选出能创造优异业绩的管理人困难重重。他们通常观察管理人过往的业绩表现，分析其过往业绩的一致性，根据其投资风格的变动对其历史业绩进行修正，并研究管理人自身的风险。同时，管理人与客户沟通的能力、管理人本人以及其所在的机构的声誉也是重要的衡量因素。

表7.3. 影响机构资金流动相关因素的测算结果摘要

	业绩回报与标准普 尔500	业绩回报与风格 指数	业绩回报与经Beta 调整的风格指数
总收益			
1年(符号)	有限	有限	有限
3年和5年(水平)	有限	有限	有限
主动收益			
1年	有限	有限	有限
3年	有限	有限	有限
5年	有限	有限	有限
分时段主动收益			
1年、3年和5年均为正	正相关	有限	中性
1年、3年和5年均为负	负相关	有限	中性
其他	中性	中性	中性
产品属性			
年轻的基金	负相关	负相关	负相关
规模大的基金	负相关	负相关	负相关
过去的资金流入	有限	正相关	正相关

注：有限指测算结果有些显著，有些不显著；中性指测算结果不显著。以机构资本流动的百分比数据计算得出 1989-2000 年采用主动管理方式的美国股权类管理人的回归系数。

资料来源：Heisler 等人 (2007)。

Payne和Wood (2002) 回顾了投资委员会的作用, 并肯定了由投资委员会代替单一决策人决策, 所建立的投资政策有利于技能分享、信息分享和问题发现, 但同时, 容易滋生风险分享和社会懈怠(第100页)。调查发现, 委员会的构成中年龄结构、男女比例差异不足可能会导致决策结果出现偏差。研究者建议委员们应勤勉遵循以下结果的指引, 对投资程序进行正式审查。

Karim和Stewart (2004) 通过问卷调查了100家大型的公众与公司养老金计划发起人的投资决策程序, 调查了采用委员会架构聘用/解雇投资管理人所做出的决定, 并分析了决策程序步骤的有效性。研究的结果与资金流动数据相一致。98%的受访者认为历史业绩对管理人的选择很重要, 85%的受访者认为还需要考虑最近三年的业绩表现。管理人的沟通能力、声誉、投资顾问的推荐也是重要的衡量标准。有意思的是, 有效运作的委员会, 拥有高学历的委员, 有投资顾问的支持, 调整投资组合的频率趋于更高。

Foster和Warren (2013) 对澳大利亚的机构投资者进行了有关投资决策程序的面对面采访, 采访了他们对选择优秀管理人的看法, 以及历史业绩对决定管理人选择的重要性。总体来看, 决策过程偏主观, 虽然在决策过程中通过定量分析对拟聘用管理人宣称的内容进行了核实, 评估业绩归因, 考察该管理人与其他已聘用的管理人之间的互补性。机构投资者们声称, 他们偏爱的管理人能够“清晰地描绘未来的投资业绩的形成”(Foster和Warren 2013, 第29页)。

零售投资者选择管理人的效果跟踪。多项研究报告了个体共同基金投资者在挑选优秀管理人的能力方面的多个发现。共同基金表现常呈现短期(3个月)趋势, 遵循这种趋势, 投资者将从中受益。但该策略在长期(1年和3期)失效。关于指数基金投资, 零售投资者倾向于选择费用低、跟踪误差小的指数基金, 但这并不总是最优的选择。

DALBAR (2005) 报告得出的结论表明, 共同基金投资者采用业绩追逐(或逃避)的趋势策略产生的长期回报低于基金定投策略。事实上, 这份报告中的统计结论令人惊愕。报告指出, 投资者持有共同基金平均不到四年, 在股票市场表现不佳的时期对股票基金进行了持续的赎回, 转投货币市场基金, 并错过了周期性反弹。

学术研究表明, 零售投资者根据短期业绩外推来选择管理人可从中得利, 但很少能在长期获益。Gruber (1996) 研究了1984~1995年间超过200家共同基金的申购/赎回的情况。投资者采用跟随趋势投资的方式投资基金可取得正向阿尔法, 季度性的资金流入印证了此现象。为保留已取得的阿尔法, 投资者人需赎回基金, 导致基金资金流出。采用上述策略, 投资者前三个月可赚取收益超过每月14个基点, 但是后续九个月的收益下降到每月6个基点, 之后的两年收益下降至每月3个基点。Frazzini和Lamont (2008) 发现, 共同基金在经历资金流入的3个月后, 其所持有的股票表现趋于跑输同期经历资金流出的基金所持有的股票。

Zheng (1999) 对投资于共同基金的零售投资者也做了研究, 确定了零售投资者挑选优秀管理人的能力有限。她观察了1970~1993年间的投资者权重与美国股票型共同基金有关收益回报的权重变动。通过将宏观经济和风格效应纳入回归分析, Zheng得出结论, 驱动资产流动的首要因素是选择特定管理人的决定而不是经济, 结果摘要见表7.4。总体而言, 基金资产加权平均的回报表现低于算数平均值(每月-5.8个基点与算数平均每月-4.6个基点)。获得最大量资金流入的共同基金之后的表现趋于跑赢那些经历资金流出的基金, 却没能跑赢基准。进一步研究确定, 观察到的两组之间的业绩回报差异完全由小资产规模基金驱动, 差异存在时间短暂, 通常三个月内消失。

表7.4. 零售投资者选择管理人的业绩表现: 整体平均阿尔法和后续资产流动, 1970-1993年

	月度阿尔法 (%)
平均基金	-0.046
资产权重基金	-0.058
以现金流为权重的基金 (CFW)	
现金流入为正的基金 (Positive CFW)	0.003
现金流入为负的基金 (Negative CFW)	-0.103

注: 阿尔法是基金收益扣除无风险收益率。

资料来源: Zheng (1999)

Elton 等人 (2004)对零售投资者选择优秀指数基金管理人的能力进行了研究。他们研究了1996~2001年间资金流入/流出指数型共同基金的情况, 以及其业绩相对于根据历史业绩和其他特征所推定的预测值的阿尔法情况, 以明确投资者选择较低费率和历史表现贴近指数的管理人是否存在价值, 并且该价值能否得以延续。研究结论表明, 零售投资者对指数基金管理人进行选择相比简单地将资金平均投入可投范围内的基金效果更好。但随后的一年回报表现却同时跑输基金价值加权平均的回报(4个基点/年), 以及在可投范围内的基金中前一年业绩排名前10%的基金在当年的回报(15个基点/年)。虽然存在更好的选择, 零售投资者依然选择了一些业绩表现稍差的基金, 作者对此进行了总结, 或许存在其他、未能观察到的好处(例如, 使用单个共同基金账户的行政便利); 或许是零售投资者的非理性, 或受到了投资管理人所投放的广告的影响。

机构投资者选择管理人的效果跟踪。相对零售投资者，机构投资者趋于更成熟。他们经验丰富、训练有素、高科技武装，花费更多时间在投资决策上。研究显示，机构投资管理人平均回报水平优于共同基金，但是机构投资者改变管理人头寸却会产生负面影响。

两组研究采用相同数据，观察了养老金计划投资管理人的业绩表现，发现仍在为养老金计划服务的美国股权类投资管理人业绩优于共同基金整体，⁸⁵但客观来说，从平均数字来看仅稍有优势，微弱的正阿尔法（不显著为正）。这一结论支持了一个观点：机构投资管理人遴选程序或许会导致价值损失，但被选中的管理人的业绩表现将弥补收益，至少在未扣费的计算口径上。

其他的一些学者重点研究了管理人遴选程序。Goyal 和 Wahal (2008) 调查了1994~2003年间，8,755名养老金计划受雇投资管理人和869名被解雇管理人的业绩表现。调查发现，受雇的管理人后续投资平均取得超额正收益，但新雇佣的管理人平均阿尔法为零。被解雇的管理人则呈现相反的特征。**表7.5**显示，三年的业

表7.5. 机构投资管理人择选，1994~2003年

	3年累计阿尔法 ^a	
	交易前	交易后
<i>A. 基于管理人受雇/解雇后的阿尔法表现</i>		
受雇	10.4%	1.9%
解雇	<u>2.3</u>	<u>3.3</u>
差异	8.1%	-1.4%
观察值的比例 ^b		
<i>B. 终止原因</i>		
业绩表现	52.3	
计划的发起人变动		
交由其他管理人管理投资风险转换	19.5	
计划的重组	6.3	
计划的管理层变动		
管理者个人变动	8.6	
监管行动要求	9.3	
机构合并	3.9	

^a投资组合收益减基准收益。

^b排除了未填报的或未提供理由的观察值。

注：收益为8,755名受雇和869名被解雇管理人在美国和国际市场的股权投资所取得的收益。终止原因数据基于869名被解雇管理人样本。

资料来源：Goyal 和Wahal (2008)。

85 请参考Bauer, Cremers, and Frehen (2010); Andonov, Bauer, and Cremers (2011)

绩表现(未扣除交易成本),受雇管理人业绩回报平均落后被解雇管理人1.4%。研究还发现,44%的管理人被解雇的原因甚至可能与业绩表现无关,仅仅是因为计划发起人或计划的管理层发生了变动。有意思的是,另一项基于往返交易子样本的测试显示,无论是养老金计划使用了投资顾问还是更换了投资管理人(由于业绩或非业绩原因),对后续的业绩表现都没有影响。

Stewart、Heisler、Knittel和Neumann (2009)通过测试1985~2007年间资产在机构管理人之间的流动,共同分析了机构投资者选择投资管理人的记录。同样,他们也发现,更换投资管理人不能为机构投资者带来价值。研究观测了超过80,000个年度数据,证实了机构投资者更换管理人后的平均收益回报跑输市场。作者们估计,更换管理人的扣除交易费用前经济影响超过了1,700亿美元。

作者们测算了每年流向投资管理人市场的资金,以及资金在管理人之间流动的情况,以获得的新增资金作为权重对管理人取得的回报进行加权平均,再进行业绩归因分析,以决定机构投资者后续的业绩表现主要受其配置的资产影响还是选择管理人的决定。新聘用的管理人后续三年的平均业绩为-1.8%(年化收益 $-0.587\% \times 3$),与Goyal和Wahal (2008) -1.4%的结果非常相近。表7.6列示了10类投资产品1年、3年和5年累积回报差异情况。30个值中只有4个值为非负值。

Karim和Stewart (2004)通过问卷调查了超过100家的养老金计划发起人,证实机构投资者在选择投资管理人前会仔细衡量、评估其过往业绩表现。有一半的计划发起人相信他们的管理人遴选程序恰当并有效,但这和选择投资管理人不

表7.6. 按种类/风格划分的机构投资管理人择选: 受雇管理人累计收益减被解聘管理人收益, 1985~2007年

	种类/风格	1年	3年	5年
美国	成长	-1.5%	-5.3%	-6.2%
美国	GARP ^a	-0.5	-2.4	-3.8
美国	平衡	-0.6	-2.1	-3.4
美国	价值	-0.7	-3.9	-2.1
美国	核心	-0.5	-1.1	-2.8
环球	权益 ^b	-1.3	-3.7	0.0
非美地区	权益	-0.9	-5.1	-1.1
美国	固定收益	-0.3	-0.9	-1.5
环球	固定收益 ^b	0.3	-2.2	1.3
非美地区	固定收益	0.3	-2.1	-1.6

^a基于合理股价的成长股。

^b小盘股,始于1985。

注:3年和5年累计收益为年化收益乘以3和5。

资料来源:Stewart等人(2009)。

创造价值的研究结论相悖。在问卷调查的回应者的子样本中有一些观点与经验证据相一致，比如：那些与前投资管理人有过不愉快合作经历的机构认同投资管理人在被雇佣后，其主动收益回报经常会由正转负的研究结论。

上述调查还包括了“业绩追逐”指标研究，基于主动使用历史回报数据用于选择投资管理人的认可度。这项指标用于反映投资管理人更换率水平和投资管理人业绩的满意度。周数据显示，业绩追逐导致高更换率和低满意度。

错误的管理人选择。一些学者在探讨投资风格对投资业绩的重要性时，捎带提及了投资管理人选择事宜。Teo和Woo (2004) 研究了美国股票型共同基金业绩回报的风格行为，观察到了周期性表现。例如，价值股发力后，接下来一段时期表现疲弱。许多市场参与者都会有相同的体会。该项研究结合了Goyal和Wahal (2008)、Stewart 等人 (2009) 与Karim和Stewart (2004) 的研究结果显示，许多投资者为追求投资管理人主动投资回报，选择在周期的后段买入，却得到了与期望相反的结果。

8. 财务顾问的问题

客户挑战

相对于机构投资者来说,包括高净值及已退休客户在内的个人投资者在选择经理方面面临更多挑战。他们需要支付更多的费用,同时关注投资的时间也更少。个人投资者比机构投资者更单纯,也更缺乏经验,因此他们常需要寻求财务顾问的支持。财务顾问主要提供一些类似于养老金顾问式的服务,但他们除了提供投资建议外,还必须向他们的客户提供一些投资基础教育。

个人投资者往往更注重跟踪记录,比机构投资者缺乏一些耐心。当业绩不佳时,他们会变得很焦虑,通常要求改变管理方式,甚至终止财务顾问关系。个人投资者对业绩基准也不够敏感。他们总是对总回报率感到失望,尽管有较高的相对业绩。因此,财务顾问需要在一开始就和客户做好期望管理,同时不断提醒客户理财的相对基准目标和长期目标。

资金更少, 开支更高

个人投资者通常会投资于共同基金。然而,高净值投资者可能有足够的资产供不同的财务经理来管理。机构风格的经理管理的资产一般是500万美元起步。所有情况下,尤其是共同基金里面,个人投资者支付的费用要比机构投资者多得多。因为个人投资者的资金更少,所以他们的费用百分比就很高。**表8.1**根据财务经理的可选性、可沟通性和费用等方面总结了个人投资者和机构投资者之间的差别。

一些个人投资者需要支付额外费用,才可以参与集合产品,交给机构式管理人员来管理。例如,母基金管理费通常是管理资产百分比加上业绩。⁸⁶由于个人投资者要支付一个较高主动管理的溢价,因此他们很难获得正的净积极回报。高成本的负担,使得个人理财顾问比养老金顾问更难选择主动管理经理。如前所述,在某些情况下,高昂的投资费用导致根据长远预期来选择投资管理人是必要的。**表8.1**给出了共同基金和公共机构的管理费价格。

表8.1. A机构投资者和个人投资者相对组合管理经理的可用性、可行性及费用

投资者	可选性	可沟通性	费用
大型机构	优秀经理	定期、投资组合经理	最低
小型机构	其他机构经理、母基金	定期、投资组合经理、相关人员管理	较低
高净值客户	小型基金经理、整合基金、共同基金	不定期、相关人员管理	较高
个人	共同基金、保险产品	公共信息	最高

⁸⁶见Brown、Goetzmann和Liang (2003)。

表8.1. 共同基金与机构独立账户的平均咨询费用，2005年

	国大盘股管理费用 (基点)	美国固定收益产品管 理费用 (基点)	平均账户规模 (千美元)
共同基金	70	48	27
机构独立账户	53	30	41,049

资料来源: ICI (2006)。

表8.2列出了美国共同基金的平均费用比率清单，含咨询费和其他费用。较低的资产加权平均值表明，投资者更希望把他们的资产集中在较低费用比率的基金当中。

公共基金费用有几种形式，包括销售手续费、佣金和费用比率等。投资者对这几种费用形式有不同的看法。随着时间变化，投资者已变得不再那么喜欢交易手续费和佣金，反而更喜欢无佣金的公共基金。⁸⁷从90年代中期开始，随着指数基金的增长，平均而言，无论是指数型基金还是积极管理基金，他们向投资者收取的费用比率都有所减少 (ICI 2013)。收取更高费用的基金，包括券商经纪人成立的基金，所实现的净业绩却较低 (Bergstresser, Chalmers和Tufano 2009)。

其他问题

除了较高的费用比率外，个人投资者还会遇到养老金计划、捐赠基金和基金会所不会面临的额外成本：税收。大多数税法中，个人投资者必须支付利息税、股息税和兑现资本利得税。对冲基金从空头头寸赚取的利润通常要以高短期利率征税。因此，财务顾问必须具备选择免税债券经理的能力，并理解减免税款的权益投资组合的好处。⁸⁸

最后，个人投资理财顾问并没有顶级基金经理的联系渠道，在这点上他们不如那些大型机构投资者的理财顾问。此外，由于独立账户经理管理金额下限较高，大多数个人投资者需要找一些其他的技能并不熟练的管理经理。个人投资者

表8.2. 美国共同基金平均费用比率，2011年

	股权(基点)	债权(基点)
等值加权	143	102
价值加权	79	62
积极型	93	66
指数型	14	13

资料来源: ICI (2012)

⁸⁷见Barber等 (2005)。

⁸⁸Stewart (1995) 对该内容有详细论述。

和他们的财务顾问通常是通过基金经理的资产管理经理报告来了解对方,而不是与管理经理直接联系。个人投资者和绝大多数财务顾问都很少有机会接触到投资管理经理,这限制了他们获取可用于监管资产管理的信息量,从而导致了投资者们过分看重了管理经理的历史回报率。

9. 全球市场及非传统资产类别投资管理人遴选

非美国投资管理人遴选

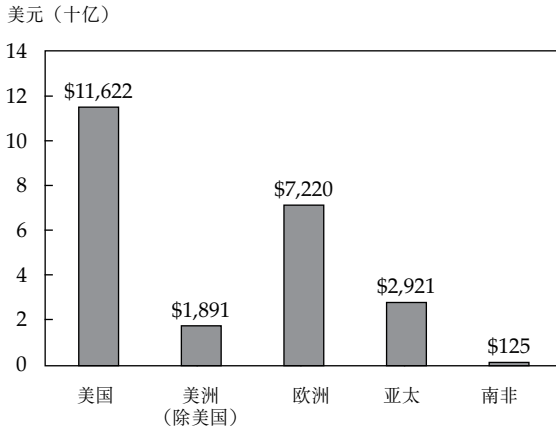
在海外的投资与在美国投资一样，投资管理人的遴选都是非常重要的一环。投资美国资产，尽管非常关键，但是在全球资产中只是一小部分。例如，图9.1说明，2011年总数接近24万亿美金资产的共同基金对于欧洲、亚洲以及除美国以外的美洲地区的投资者都十分具有吸引力。

许多养老金计划发起人的海外投资活动十分活跃，正如表9.1所示，这一海外投资态势正逐步增长。1998到2012年间，养老金计划在表中所列的6个主要海外市场的资产配置基本都是增长的，股权投资由35%增至53%，债权投资由12%增至17%（韜睿惠悦 2013）。

美国投资者对于海外市场，尤其是新兴市场的理解是：由于投资行业的不够发达，因此不像美国市场那样高效；流动性相对差一些；对国内市场投资偏见、信息的不对称以及公开可获得信息的有限性。但是，如表9.2所示，主动管理的算法对于非美国权益投资管理人依然适用。

总的来说，国际基金的基金经理比本土基金的基金经理展现出更高的阿尔法水平，但是平均阿尔法并不显著大于零。然而，许多非美国基金展现出显著的正阿

图9.1. 不同地区管理的共同基金资产，2011年



资料来源: ICI (2012)。

表9.1. 全球养老金投资海外市场不同国家资产百分比，1998年

意大利	0%	美国	11%
新加坡	0	丹麦	11
马来西亚	0	加拿大	15
芬兰	2	瑞士	17
智利	4	澳大利亚	18
法国	5	日本	18
德国	7	英国	18
瑞典	8	荷兰	42

资料来源：戴维斯(2005)。

表 9.2. 美国和非美国共同基金单一因子阿尔法和四因子阿尔法，1990–2001年

	单因子阿尔法	四因子阿尔法
美国本土	-0.85%	-1.21%
美国国际	0.14	-1.12
英国本土	-1.02	-1.41
英国国际	0.32	0.37
德国国际	-1.17	-1.40

注：年化阿尔法，4,384只传统基金（排除“道德”要求）基于OLS回归估计量。

来源：Bauer, Koedijk, and Otten (2005)。

尔法。1990到1999年间，很大一部分多样化国际基金，包括新兴市场基金，创造出可观的单因子阿尔法，但很少有区域或本土基金有如此表现。⁸⁹

另类投资

另类投资包括对冲基金投资、私募股权投资、不动产投资及大宗商品投资。选拔另类投资的管理人比选拔传统投资组合的管理人更加复杂。例如，由于基础资产缺乏流动性以及需要管理人长期实施专业的策略，另类投资通常采取有限合伙人制度。这种投资于私人资产的有限合伙企业（公司、不动产或收藏品）通常会承诺一段年限内资金的投入（因为有吸引力的资产不可能马上被识别）。这些合伙关系经常会持续十年以上，会在资产出售后得到相应的资本回报。许多投资者愿意以回报期长和流动性不足来换取在非频繁交易市场中积极投资所获得的高收益。另类投资和传统投资的特点见表9.1。

⁸⁹请参考Tkac (2001)。

有限合伙制的投资者通常没有办法终止他们经理的合约，所以很难迅速扭转错误，因此经理的选拔过程更加重要。并且由于投资时机的不确定性，选拔过程更具挑战性。投资者可能会认为私募股权估值很低，但是找到一个合格的私募股权投资经理并为其筹集相应资金需要很多年，投资时机主要是由经理和市场决定。另类投资组合明显比公开交易证券风险大，因为通常它们使用财务杠杆（导致高beta值）和集中性投资，对于风险投资来说，它们往往依赖于一到两个投资标的巨大财务投资回报。

表9.1. 传统与另类投资组合的特点

	公开交易证券	非公开交易证券
投资标的	股票、固定收益投资、大宗商品期货房产投资信托、高收益债	私募股权、房产直投大宗商品直投、不良债券
投资组合结构	多元化	集中
组合透明度	高	低
流动性	高	低
筹资情况	快速完成	一段时间完成
信息来源	多，可获得公开信息	多，私下收集
筹资可得性	通常开放式	通常有限
资产开放性	开放	有限
资产所有权	被动	主动
杠杆运营	不常见	常用财务杠杆
费用	低	更高，与业绩挂钩

在任意时间点上可供私募股权和房地产的投资经理出售的资产都是有限的，所以获得最好的资金流、交易条款和获得融资是他们成功的关键。私募股权和房地产的投资除受益于有吸引力的估值外，也受益于对标的资产有效的主动管理。这种状况使得新经理处于劣势，而且科学证据显示他们的投资结果不及预期。另类投资经理的业绩记录见表9.2。这些结果表明，投资者应该尽可能选择成熟的投资经理，特别是在融资并购和风险资本投资时。⁹⁰

对于有限股权的投资者来说，信息不够透明是一个问题。许多对冲基金经理不允许投资者查看投资组合头寸。投资者更需要靠信念去相信他们的资产如他们所期望的那样被管理着。业绩数据库经常受到幸存者偏见和自愿汇报产生的影响，所以投资者需要在评估整个行业时格外小心。

另类投资经常包含着财务杠杆、非线性指标的类期权风险和其他一些使线性风险衡量指标失效的特殊性，所以收益标准差并非一个有效的风险衡量指标。另类投资经理收取的管理费远高于流动性组合的投资经理。尽管选择另类投资经理以

⁹⁰ 证据表明，如果一个投资者无法拥有优秀的经理，他/她就不应该投资于私人股权合伙制产品。

及进行投资的过程都充满挑战，对冲基金、私募股权、不动产和大宗商品依然很受投资者的欢迎，如图9.2所示。

对冲基金通常持有上市股票和固定收益证券、货币资产和衍生品资产，但除此多对冲基金通常持有上市股票和固定收益证券、货币资产和衍生品资产，但除此多样化外还要受到赎回限制。许多基金的基金产生显著的 α ，但平均而言， α 趋于0。⁹¹这种表现结果非常符合积极管理的算术特征。对冲基金的 α 似乎在某种程度上不变，而且高 α 经理（相对于追求 β 的投资经理）倾向于逐步进行资产增值。⁹²

值得关注的一点是，另类投资的一些成功的投资经理能够从管理费赚取足够的利润，从而削弱了他们赚取基于绩效的收入的积极性。⁹³研究证实，大型对冲基金往往比小型对冲基金回报更低。

一些指数组合管理可为投资者提供进行另类投资的机会，包括购买的一篮子公开交易的私募股权公司、不动产投资信托基金、大宗商品期货组合（复制公开指数；ETF基金同样是一种方式）和公司债券指数基金。风投基金的收益很难被复制，但他们某种程度上与通过杠杆投资的纳斯达克指数的基金匹配。⁹⁴投资于遵循趋势策略的大宗商品交易池，可以通过衍生品头寸（不完全）复制。⁹⁵

表9.2. 四家研究机构提供的另类投资阿尔法值（阿尔法）的证据

	美国股票共				
	同基金	基金对冲基金	风险资本	私募股权	不动产
正平均净 α 的证据	无	边际	混合	混合	边际
优秀投资经理证据	有限	有	有	有	有限
持续持续 α 的证据	有限	有	有	有	有限
资金流向正 α 投资经理的证据	有	有	有	有	有

注：“边际”是指证据表明存在积极的 α ，但净 α 在高置信水平时并不显著。“混合”意味着一些证据表明存在积极的净 α ，但其他证据表明只有边际 α 。“有限”是指证据支持但不充分支持有利可图的交易策略。

资料来源：对冲基金的研究出自Fung、Hieh、Naik和Ramadorai（2008）。风投和私募股权的研究出自Kaplan和Schoar（2005）。不动产研究出自Lin和Young（2004）以及Bond和Mitchell（2010）。

⁹¹ 熟练的投资经理应该在长期短期投资上都能获得更高的组合 α ，而不是只有长期投资。

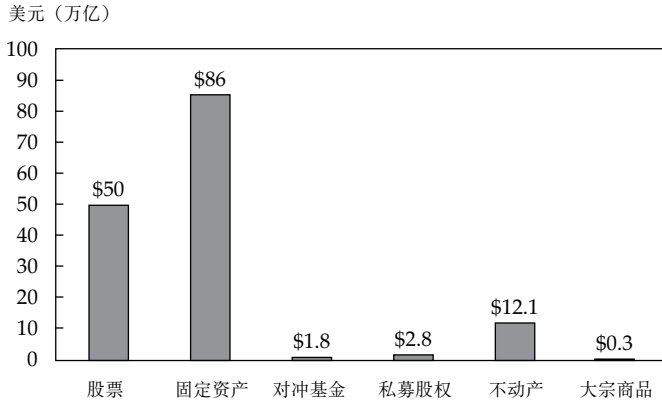
⁹² 见Fung等（2008）。

⁹³ 只要资产足够大，投资经理就能够从基本费用（和零主动利润）里赚到与从基础和绩效费用（和积极主动利润）一样的钱。

⁹⁴ 单因素 β 为1.66的纳斯达克投资基金可以解释风险投资回报指数60%以上的 R^2 （见Stewart等，2011）。

⁹⁵ 见Bhardwaj、Gorton和Rouwenhors（2008）。例如，SEI用交易活跃的大宗商品期货合约做了一个指数基金。

图9.2. 全球投资于传统与另类经理的资产构成，2010年



资料来源: 基础数据来源于资产配置咨询、对冲基金研究、普瑞齐、信诚不动产投资和巴克莱资本。

另类投资受到的监管低于标准的投资工具，如共同基金、资产池和独立的托管银行账户。这种监管需要投资者增加他们的尽职调查。因为另类投资通常缺乏流动性、杠杆使用频繁和不透明，所以投资者在投资之前需要了解策略的风险和风险管理流程，例如投资者应该确保经理有完备的系统来监控风险、交易活动、担保头寸和合规性。

10. 重要建议与最佳实践

总结

本书意在帮助投资者与投资管理人了解在挑选优秀投资管理人时面临的诸多挑战，同时也推荐了经过理论与实证研究结果论证的最佳实践。正如前文所阐释的，投资者的投资目标影响了投资管理人的选择，因此，投资政策声明应包含挑选投资管理人的过程。

本书对与投资管理人选择有关的理论进行了回顾，包括主动式投资管理的算法，该算法表明在剔除成本前，投资管理人们普遍可以获得平均收益。对有效市场假说的回顾、主动式投资管理的实施成本以及研究证据揭示了获得正的净 α 值的难度不小。因此，在执行资产配置策略时，投资者必须判断他们是否相信有这类优秀投资管理人的存在，以及他们是否可以提前识别这类优秀的投资管理人。除了主动式投资管理外，还有另一种投资方式——指数化投资，指数化投资可以覆盖多种尽管并非所有的资产。同主动式投资管理一样，指数化投资也会产生成本，并且需要大量工作来保证其有效执行。

资产配置策略影响着投资管理人的选择。例如，挑选有效投资管理人所需投入的资源水平，取决于投资上市股票还是私募股权。第五章讨论了关于设定投资管理人权重的问题，并对其中一种确定权重的方法——主动投资回报的期望值最大化法进行了介绍，同时引用历史数据对其实际应用进行了举例。这种方法表明，投资管理人因高 α 值潜力与资产多样化的特点而受到欢迎。第六章介绍了投资业绩测量、业绩归因与具有激励作用的佣金结构。基于投资表现的佣金可帮助提高投资者与投资管理人利益的一致性，同时还可取得意料之外的激励效果。

第七章介绍了关于选择投资管理人的大量学术研究。实证结果对主动投资管理方式的算法、投资者（包括个人投资者与机构投资者）对投资表现差的投资管理人的解雇决定及相关文件记录进行了验证。验证结果显示，跟踪投资回报对投资管理人业绩表现的预测能力有限。本书还提供了更多关于选择投资管理人的专业方法，包括测量业绩表现的一致性、应用复杂的过滤器等。本书还对用于 α 值预测的定性指标的研究进行了回顾。实证结果表明，良好的投资管理，包括具有激励作用的佣金结构、联合投资等，有助于高 α 值的获得。

第八章和第九章介绍了财务咨询、全球化投资与另类资产投资。财务咨询顾问需要解决客户专业性低、投资管理人费用高与投资管理人选择少的问题。实证结果表明，主动投资管理的算法同样可以运用于全球市场。投资另类资产需要开展全面

的尽职调查,以弥补额外的时间承诺以及投资透明性的缺乏。选择首席投资管理人或尽早发现有天赋的投资管理人,有助于提高另类资产投资的成功几率。

坊间观察与公开观点

许多职业市场观察员分享了他们对于投资管理人选择的见解。研究人员为从业者们提供了富有价值的建议。例如,有效市场假说的支持者崇尚严格自律,并提醒投资者们不要盲目迷信历史记录与 α 值预测。他们的研究表明,投资者应努力寻找未来的投资机会,并在“随大流”时保持警惕,一味追求业绩表现毫无帮助。换句话说,不要跟随潮流,而要主动发现价值。此外,实证研究还对人们广为接受的投资观点的有效性进行了验证。

许多研究报告了主动投资管理下投资收益的循环历史,表明了投资者们应学习深度价值与相对价值的投资组合差异。投资风格指数有助于对标,但了解某个特定投资组合的 β 值也同样重要,即便一个投资风格指数呈现出相关性,其 β 值也不一定等于1。通常情况下,最好的业绩表现来源于近期表现最差的基金组合。考虑到投资者有时会对投资管理人丧失信心,因此在决定解雇投资管理人时,投资者应该先问自己是否在底部抛售。选择投资管理人造成的价值损失证明,除了评估现有的投资管理人外,投资者们还应对投资管理人的雇佣及解雇流程进行评估。

本书作者还分享了在养老金计划与捐赠基金方面的多年投资经验。斯文森(2000)回顾了投资者因委托代理问题面临的挑战,并建议投资者们在执行投资政策时应保持自律。他指出,依赖历史回报很容易做出错误的投资决定,有效的资产组合管理需要付出努力与长期关注。奥尔森(2005)注意到,通过20至30分钟的演示,投资者们除了能够了解哪个投资管理人口才更好,对其他信息知之甚少(第12页)。他的团队发现,投资组合特征与投资管理人数据具有研究价值,有助于激发当面会谈中的主观问题。

埃利斯(2012)报告了造成投资损失的投资者行为:设定不切实际的投资期望、“高买低卖”的投资倾向以及“因为投资业绩看起来更好就雇用高波动性的投资管理人”(第13、14页)。他还指出,“一旦招聘完成,几乎没有人再参与过程研究”(2012,第14页)。埃利斯建议成立投资委员会以负责良好的管理工作:评估员工能力,分析成本,设定清晰的目标与短期风险容忍度,以及在执行投资政策时遵循指导原则与程序。他还发现,优秀的投资委员会是经过良好培训的,“有助于维持整个投资过程的稳定性与理性”(2012,第19页)。在另一篇论文中,埃利斯(2011)建议机构投资者们成立一个稳定的投资委员会(任期为5-6年,可连任一次),留用合理数量的投资管理人,以实现平均经理任期10年或更长时间。

卡兰联合公司的罗纳德·佩顿(个人通信)在他的过往经验中发现,最优秀的投资组合经理热爱为客户投资、赚钱,与投资管理人建立互信关系需要很长时

间。他还观察到，长期成功的投资管理人近期业绩表现不佳，意味着一个很好的买入机会，但很少有投资者愿意承担职业风险去雇用业绩表现不佳的投资管理人。佩顿建议发掘那些本着一致性原则提供严格自律投资服务，并且在稳定的、具有正面文化的公司环境中工作的投资管理人。⁹⁶他指出，“观察清单”可作为一项实用工具，为投资者在短期内行动提供机会，同时推迟解雇行为。根据他的经验，最优秀的投资者会谨慎对待多元化，只是随着时间推移对他们的资产与投资管理人的分配进行微调。

柯林斯/湾岛证券的巴奇·柯林斯（个人通信）发现，尽管选择投资管理人最难的部分是定性分析，但大多数投资者还是把时间花在研究量化数据上。定性研究最重要的目的是建立互信关系——从进行详尽的当面谈、深入的公司考察以及广泛的背景调查开始。

根据投资组合经理的坊间观察，针对选拔出色的投资管理人总结出了如下几点建议：

- 不要害怕脱离大流，不做永远的牛或熊。
- 确保组合投资管理人的汇报路径是客户友好型的；例如，组合投资管理人应该报告给首席投资官而不是销售主管。
- 承认投资管理人长期成功的唯一方法是独树一帜、不可复制。参考伯克希尔·哈撒韦公司的成功案例：该公司在识别投资机会时十分有耐心，而其他公司无法做到。
- 充分利用与组合投资管理人在一起的时间，向投资管理人提问，提问那些在会谈前或利用公开信息无法回答的，与 α 值产生、投资组合架构及投资策略实施相关的问题。

尽管本书主要面向投资者，但同时也可对那些希望客户了解投资管理人的选择过程，从而避免犯错的投资管理人们提供帮助。持续的交流沟通，包括提醒客户投资目标与投资组合过程，是建立与维护双方良好互信关系的关键。如果想要在业绩疲软期留住客户，投资管理人们需要在投资策略执行前设置合理的预期。业绩表现不佳时，投资管理人需要加倍地与客户沟通，证明投资组合的管理与指导方针相符，对近期业绩表现不佳作出解释，并指出在疲软期后业绩表现通常会呈现强力反弹。

⁹⁶该项建议的支持证据来源于Groysberg (2010) 的发现：除非整个团队集体跳槽，否则当卖方分析师独自跳槽到另外一家公司时，其成功难以继续。

总结性建议

包括专家在内的职业投资者们经常缺乏自律的投资决策过程。他们当中的大多数人会选择过去有较好表现的投资管理人，而不是那些以后会有较好表现的投资管理人。

包括个人以及投资决策委员会在内的兼职投资者们没有足够的时间去把他们的精力放在投资上，因为他们同时身兼数职。这些兼职投资者们用他们仅有的时间去评估战术性的决策。与此同时，兼职投资者通常会仅通过观察短期的投资波动表现而做出决策。这种只通过短期表现做决策的代价，就是每年数以十亿计的损失，以及牺牲投资者本可以用来做战略或者长期投资的时间。

真正的投资者知道没有一个一劳永逸的选择投资管理人的方法。尤其是在短期内，考虑市场上的其他因素，会使得投资者们更难获得成功。投资者们可以通过更加自律，遵从有据可循的建议，以及规避常见错误来提高他们的胜算。**表10.1**提供了一个普遍适用的建议清单。

表10.1. 有效投资管理人选择的主要建议。

1. 规划投资管理人选择过程流程，并把流程写入IPS（投资策略说明）。
 2. 定期评估选择过程的有效性。
 3. 关注长期基本因素而不是仅看短期或者中期的表现就做出决策。
 4. 明确知道投资者能力有限性，有些情况下会超出投资者的控制范围之内。不断提升自身理论基础与投资能力。
-

了解自身的局限性。调查投资者的知识背景以及能力，是制定投资管理人选择计划的一个好方法。大多数投资者都缺乏评估投资管理人投资过程的训练或经验。资本市场的复杂属性，使得投资成功需要具备很强的专业性。成为投资专家需要时间积累。根据以往的案例，有经验的养老金顾问需要花费12个月的时间以及做大量的现场调研，才能自如地向投资管理人推荐一种新型资产。

由于成为评估投资管理人的专家所需付出的大量努力，那些没有这项能力的投资者通常会倾向依赖现成的业绩记录。然而这些现成的记录一般价值都不大，在许多情况下，这些记录还会误导投资者雇佣和解雇投资管理人。评估和提升技能可以帮助投资者避免这些常见错误。

投资理念及过程。记录有关投资管理人选择中的投资理念和投资过程，是投资者确保他们选择投资管理人过程严密性的方法之一。这些记录都应该体现在个人的IPS（投资策略说明）当中。只有明确目标、制定达到目标的计划以及适当分配责任才能避免犯错。投资理念应该符合现状，并且能够反映投资者能力和资源。

因此需要考虑如下问题：投资者能够花多长时间用于监管他们的投资头寸？当投资者不擅长投资时，他或她是否可以习得挑选投资管理人的技巧？投资者希望从财务顾问或者养老金顾问那里得到哪些帮助？投资者对主动性管理的看法？

IPS的特点。正如我们在第一章讨论的，IPS是选择投资管理人的基础。体现在IPS当中的投资目标和资产配置政策会同时影响投资者选择投资管理人的类型和数量。IPS可以通过具体的雇佣、监管、解雇的流程让投资管理人的选择过程更自律。下列这些涉及到投资管理人选择的因素可以纳入IPS：

- 明确列出投资计划可以投资的资产类型，公募产品和私募产品之间的分配比例，投资组合如何满足流动性需求，投资标的管理类型（主动性管理或被动性管理）；
- 主动性管理的风险承受程度，针对单个投资管理人和整个投资计划整体的主动投资管理所带来的阿尔法的分布列表；
- 明确列出有效投资管理人选择所需要的知识储备以及技能，包括对投资者培训的规格要求；
- 列出主动性管理投资管理人、被动性管理投资管理人、私募投资管理人、公募投资管理人的选择过程（会在下面一个部分讨论），雇佣和解雇投资管理人所需要的信息，以及其他补充资源；
- 列出投资管理人特性的监控目标，同时包含定量和定性两个部分；
- 列出定期对投资管理人的雇佣、评估、解雇流程进行评估、验证及更新的要求。

投资管理人尽职调查的特点。明确雇佣投资管理人的每一个环节，有助于提高投资者的成功机率。以下清单可以作为IPS的附录：

1. 定义包括主动性管理风险在内的目标任务。
2. 明确投资者已经具备的专业技能，以及选择投资管理人需要具备的专业技能；如果投资者自身不具备某项技能，需要寻求专家意见。
3. 记录交易成本、管理费用和替换投资管理人的费用，由此可以推算出一个新的投资管理人需要带来的资产价值必须超过以上费用总和；判断这个投资管理人的投资能力，并评估他或她能否长期维持该价值水平。
4. 准备问题用以评估投资管理人的投资理念、投资资源与投资文化；制定对投资管理人进行背景调查的计划，以验证他们的说法是否属实。

5. 记录投资管理人的投资过程；确保投资组合的特点和业绩表现（行为上和业绩归因上）符合规定的投资过程。
6. 检查费用设置，包括收益分成明细。
7. 明确评价投资管理人和整个投资计划是否成功的标准；明确投资管理人评估时间段（应与投资管理人协商一致后确定）。

投资管理人评估。对基金的异常表现做出的决策已不算高效。如果投资者直到基金表现过差才减少对投资管理人的投资，那么此时损失已经发生。此外，这些差强人意的结果还会导致投资者在对投资管理人进行评估时存在偏见。

投资者应该通过定期的评估来随时掌握他们投资组合的风险敞口与投资管理人的能力。投资者应对警告信号作出调整，包括以下指标的变动：经营所有权、汇报路径、人员角色、资源水平、员工水平、思维模式与企业文化。

结语

管理投资计划的交易成本包括解聘旧的投资管理人和聘任新的投资管理人所产生的费用，事实上，这项开支不小。作为投资者，有必要时不时地想想，如果100%地握有现金资产时会如何处理这一问题。如果投资者能经常反思是否会聘用当前合作投资管理人并给予同样资产管理权限这一问题，那么受所谓的评选标准误导而产生偏见的事情就有可能得以避免。如果答案是否定的，那么就有必要对既有的投资管理人人选或其管理资产规模等进行调整。

附录A.主动投资管理相关的数学知识

如果主动投资管理人非常紧密地代表了整个市场，那么如果不考虑费用和交易成本的话，他们的平均业绩将与市场平均水平相近。运气好的或者投资能力确实强的投资管理人有望跑赢平均水平，而运气不好或投资能力弱的投资管理人则会跑输平均水平。如果投资能力强的投资管理人在扣除相关的成本和费用后还能创造出额外的投资收益，那么寻找这种投资能力就是非常值得的；然而，若未来的阿尔法波动性很大，且观测获取超额收益能力的因子只有较弱的预测效果的话，那么寻找这种投资能力的努力就是不值得的。这也正是挑选主动型投资管理人的谜题所在。

主动管理的算术表达比较直接。假设市场由 N 个投资组合构成，各组合的资产规模在构建之初即已确定。⁹⁷令

P_i = 为期初组合 i 市值占总市值的比重，即“组合 i 中所有资产/全市场所有资产”，因此，有 $\sum_i P_i = 1$ 。

S_{ik} = 为期初证券 k 在组合 i 中的比重。

W_k = 为期初证券 k 占全市场资产总值的比重。

R_k = 为证券 k 在一定时期内的收益

rp_i = 为组合 i 在一定时期内的收益

因此，市场回报为 $R_M = \sum_k W_k R_k$ ，用 $\sum_k P_i S_{ik}$ 代替 W_k ，则市场回报可以转换为如下形式：

$$R_M = \sum_k W_k R_k = \sum_i \sum_k P_i S_{ik} R_k = \sum_i P_i rp_i. \quad (\text{A1})$$

这一等式表明，市场回报是各组合加权回报之和。当然，该结论成立的前提是所有投资组合都纳入计算。注意，等式A2定义的投资组合平均回报，是组合个数 N 的函数，其中， N 是独立于各组合资产状况的因子。

$$\frac{\sum_i \sum_k S_{ik} R_i}{N} = \frac{\sum_i rp_i}{N}. \quad (\text{A2})$$

对等式A1左右两侧的价值进行比较，难以得出主动管理是否能创造价值的结论。如果左右两侧不相等，可能的原因在于并非所有的投资组合均纳入计算，或者投资组合回报不包含交易成本等信息。将市场回报 R_M 与投资组合平均回报情况进行比较也是没有意义的（见等式A2）。两个表达式当且仅当各投资组合的资产规模相同时相等。

⁹⁷这一等式推演是在对组合持仓进行业绩分解的基础上展开的，详见Stewart、Heisler和Piros (2011)。

附录B. 最优资产配置的计算

确定最优资产配置需研究不同类型资产的回报情况,大多数情况下,还得考虑投资收益相对于负债成本的情况。如果所有的投资者都具有相同的效用函数、市场不存在流动性问题且非常有效的話,投资者将持有相同的投资组合,即包含所有资产的整个市场组合。但如果投资者对于未来的观点有分歧,或者拥有不同的效用函数,其投资组合将会完全不同。一旦投资者的组合投资策略形成,他们将会聘用投资管理人管理部分或者全部资产。一般而言,对于每种大类资产,投资者都会选择一个或多个投资管理人进行管理。

理想情况下,最优投资管理人选择和资产配置应能通过投资者预判投资管理人超额收益获取能力和大类资产回报这一个步骤即可完成。基于风险和收益计算效用的等式常基于单期均值方差模型(风险厌恶参数常假设为常数),详见等式B1:⁹⁸

$$E(\text{Utility}_S) = E(R) - \lambda_S \sigma^2(R). \quad (\text{B1})$$

注: Utility指效用。

投资者追求高期望收益 $E(R)$ 和低风险 $\sigma^2(R)$ 的投资组合。这两个因素的相对重要性由风险厌恶参数 λ_S 决定。风险包含系统性风险和个体风险两个部分,有三种办法可以降低风险:降低组合Beta、增加资产规模和分散基金经理以及增加个体风险低的投资管理人的资金权重。最优资产配置比重可以通过求解含有资产配置占比和其它参数的二次方程最优解得到。在其它条件相同的情况下, λ_S 越大,最优投资组合的风险越小。

在实务操作中,机构投资者不会一步完成资产配置和聘用投资管理人的工作。他们常常会在确定战略资产配置后开始挑选投资管理人。因此,配置资产和投资管理人选择本身就反映了不同类型的风险厌恶。这一专题在第五章有较为深入的探讨。

等式B1所列示的效用函数考虑了总回报(可以是名义回报或实际回报),但很多投资者非常重视现金流需求,比如年金收益支付等。在这种情况下,效用函数就必须考虑资产回报和负债成本的差异。以下等式将投资回报拆分为资产回报(R)和负债成本(R_L)两个部分:

$$E(\text{Utility}_L) = E(R - R_L) - \lambda_L \sigma^2(R - R_L). \quad (\text{B2})$$

实际操作中,虽然负债的特征与债券相似,但在资产负债表上,负债是减项。因此,组合优化的结果会偏好固定收益资产,也更偏好固定收益投资管理人,以降低

⁹⁸具体方法介绍详见Stewart等(2011)。

资产和负债错配风险。投资者选择能基于现金流需求（实际或名义）构建债券组合或实现资产负债久期匹配的投资管理人是当前很通行的做法。

这两种效用函数分析框架都是基于单一考察周期的，且均假设投资者在确定了资产配置权重后，在整个投资周期中都会保持不变。这个分析框架在实务操作中非常有用，但当风险水平、投资收益或风险偏好等参数发生改变时，该框架在理论上的缺点就会有所体现。动态资产配置优化技术由于包含因子调整，所以有助于投资期间内的资产配置调整决策。⁹⁹有些处理技术（如投资组合保险技术）则采用了钉住目标资产的方法。此外，回撤概率控制技术发现风险水平会随着投资期限的缩短而变化；动态优化问题常通过回溯手段得以实现，以最终时点为起点，进而解决一系列的单期优化问题；拟合技术同样也可用以解决动态优化的问题。采用动态模型的关键好处在于其为投资者提供了一条可基于时间维度进行考察的途径。投资管理人的挑选会受到期间资产配置变动的影响，资产配置的显著变化会促使投资者青睐能提供流动性的投资管理人。

第五章对于确定组合权重的单期效用优化工具进行了详细的介绍。在优化过程中，效用函数采用主动投资平均回报和波动率替代全市场平均收益和波动率。这样做的原因在于，假设选择投资管理人时资产配置不会发生变化。第五章和第六章对动态投资管理人的选择进行了详细的讨论。

⁹⁹此类技术处理的详细讨论详见Stewart等(2011)。

附录C. 投资管理人最优配置的数学原理

确定投资管理人最优配置，采用了第3、4、5章的等式，并且在阿尔法和误差项都独立分布的单因素风险模型假设下，非常清楚易懂。回顾一下等式 (C1)，它对给定投资组合的总回报进行了分解。一个投资组合的总回报表示为 rp ，它的beta表示为 β_p ，误差项表示为 ep 。此处省略表示时间的下角标 t 。注意，阿尔法项可能为零（指数型基金）或非零（主动管理型基金）。假设阿尔法（ α ）是均值非零的随机变量且独立于市场项和误差项（误差项均值为零），模型就更有意思了。

$$rp = \alpha_p + R_f + \beta_p (R_M - R_f) + ep. \quad (C1)$$

我们定义 rs 为投资者的战略投资组合的总回报，这个组合由不同的单个投资组合放在一起而构成。 rs 是各下层投资组合收益的加权平均值，各组合权重表示为 ws_j （各投资管理人的权重），用等式表示为：

$$rs = \sum_j ws_j rp_j = \sum_j ws_j [\alpha_{pj} + R_f + \beta_{pj} (R_M - R_f) + ep_j]. \quad (C2)$$

总投资组合的业绩基准 rb ，见等式C3。注意，该公式不含阿尔法，因为业绩基准是由指数组成的，而非主动管理的投资组合组成。业绩基准的beta不一定等于1，因为投资者可以选择基于市值以外的其他权重。¹⁰⁰每个主动管理的投资组合 j 有各自的基准指数 j ，但基准权重（ wb ）和主动管理投资组合的权重（ ws ）不一定相等。

$$rb = \sum_j wb_j ri_j = \sum_j wb_j [R_f + \beta_{lj} (R_M - R_f) + ei_j]. \quad (C3)$$

投资者的目标是确定各个主动管理投资组合的权重 ws_j ，以获得总基准组合的优化实现。因此，核心在于主动管理回报，表示如下：

$$rs - rb = \sum_j ws_j rp_j - \sum_j wb_j ri_j \quad (C4)$$

$$\begin{aligned} &= \sum_j ws_j \alpha_{pj} + \sum_j (ws_j \beta_{pj} - wb_j \beta_{lj}) (R_M - R_f) \\ &\quad + \sum_j (ws_j ep_j - wb_j ei_j). \end{aligned} \quad (C5)$$

以下公式表示的是回报预期和方差。假设权重之和为1，残差项（包括阿尔法）非序列相关，总投资组合的主动管理预期回报和方差如下所示：

$$E(rs - rb) = \sum_j ws_j E(\alpha_{pj}) + \sum_j (ws_j \beta_{pj} - wb_j \beta_{lj}) [E(R_M) - R_f]; \quad (C6)$$

$$\begin{aligned} \sigma^2(rs - rb) &= \sum_j ws_j^2 \sigma^2(\alpha_{pj}) + \sum_j (ws_j \beta_{pj} - wb_j \beta_{lj})^2 \sigma^2(R_M) \\ &\quad + \sum_j (ws_j - wb_j)^2 \sigma^2(ep_j - ei_j). \end{aligned} \quad (C7)$$

¹⁰⁰注意，对于整个市场而言，可能因为含有不能被交易的资产而难以投资。

总投资组合的主动管理预期回报包含了两项：加权平均预期阿尔法，和加权beta之差乘以无风险利率以上的超额市场预期收益。换句话说，主动管理预期回报等于阿尔法预期加上beta错配的预期回报。主动管理回报的方差项由3部分构成：阿尔法加权方差（基于权重的平方来加权）、beta加权敞口（以主动管理的权重加权后求平方和）乘以市场回报方差，以及误差项的加权方差（基于主动管理的权重平方和加权）。¹⁰¹换句话说，风险取决于用阿尔法波动率加权的阿尔法敞口，用市场波动率加权的beta错配，以及加权的主动管理的残差风险。

如第5章所述，假设投资者的效用函数是二次函数，主动管理回报的预期效用可表示如下：

$$E(U) = E(rs - rb) - \lambda\sigma^2(rs - rb), \quad (C8)$$

此处 λ 是衡量主动管理回报的风险厌恶的常量。

投资者的效用取决于主动管理预期回报减去风险厌恶和风险的乘积，此处的风险定义为主动管理回报的方差。风险厌恶参数(λ)表示了主动管理回报和风险对特定投资者的相对重要程度。 λ 值越高，说明投资者越讨厌风险。投资者选择经理问题，就是要求解能使效用最大化的经理权重。

λ 值越高，说明投资者越讨厌风险。投资者选择经理问题，就是要求解能使效用最大化的经理权重。常见的约束条件是权重为正且相加之和为100%。其他条件可以包括，限制在指定程度跑输市场的概率（下行约束）。

此外，投资者可能也愿意接受一定程度的风险，以标准差(B_S)来定义的话，下行风险（损失至少百分之 D_p 的概率为百分之 P_p ），或在险价值（另一种下行风险，但是以损失金额 DV 的概率为 P_V 来衡量）。这些不同的方式用数学语言具体表示如下：

1. 效用最大化：

$$\text{最大化 } E(rs - rb) - \lambda\sigma^2(rs - rb), \quad (C9)$$

$$\begin{aligned} \text{约束条件: } \quad & \sum_j ws_j = 1.0; \\ & ws_j \geq 0.0. \end{aligned}$$

2. 控制主动管理标准差的风险预算：

$$\text{最大化 } E(rs - rb), \quad (C10)$$

$$\begin{aligned} \text{约束条件: } \quad & \sum_j ws_j = 1.0; \\ & ws_j \geq 0.0; \\ & \sigma(rs - rb) \leq B_S. \end{aligned}$$

¹⁰¹注意，这三种风险项可以拆分，因为已经假设了这些回报组成部分之间互相独立。

风险预算除了使用标准差表示之外,还可使用风险度量来表示,只要将最后一项 σ 替换为以下二者之一:

- 损失至少百分之 D_p 的下行风险,以概率 P_p 表示:

$$\text{概率} [(rs - rb) \leq D_p] \leq P_p.$$

- 价值为 $\$X$ 的资产,其在险价值 (VaR)¹⁰² 金额的目标值 D_V 发生尾部风险的概率为 P_V 时:

$$[\text{VaR}(rs - rb)|\$X, P_V] \leq D_V.$$

投资者也可以选择增加一个约束条件,使投资组合的beta与基准组合的beta相匹配:

$$\sum_j (ws_j \beta_{Pj} - wb_j \beta_{Bj}) = 0. \quad (\text{C11})$$

投资者可以选择把主动管理的风险最小化,并全力关注如何选择总风险最低的投资组合集。这样的话,求解过程无需效用最大化,只需要把主动管理的风险最小化:

$$\text{最小化 } \sigma^2(rs - rb), \quad (\text{C12})$$

$$\begin{aligned} \text{约束条件: } \quad & \sum_j ws_j = 1.0; \\ & ws_j \geq 0.0. \end{aligned}$$

在实践中,投资者可以使用标准最优化工具,例如Excel的Solver功能来求解,如附录E所示。当然,到那时投资者就需要确定风险厌恶参数值,并提供预期总回报和预期阿尔法,以及总回报、阿尔法和残值项的方差/协方差的矩阵,来进行求解。投资者可能还想用几个不同的公式和假设值来分析不同的情景,以感受不同假设条件对最优解的影响。

我们也建议投资者研究历史回报的规律。这种研究应该包括:计算主动管理回报在特定区间内的频率、业绩不佳的程度和持续的时间、罕见的优秀/不良业绩之后业绩会在多长时间里发生多大变化,以及一般周期性规律。

在第5章中我们讨论过,投资者倾向于分2步来选择战略性资产大类的权重和基金经理权重,一般先确定大类资产配置,再确定基金经理配置。还有一种建立基金经理投资组合的方式是,选择阿尔法的权重,不考虑战略性资产配置的约束。这样投资者可以选择最好的基金经理,无论他们投资于何种大类资产,也可以应用衍生品来调整资产配置敞口,来匹配自己的战略配置。Piros (1998) 提出这一方法,并说明“随着时间推移,各类资产的相对吸引力在变化,不需要单纯因为一些

¹⁰²VaR的定义见附录D。

出色的投资管理人并不投自己想要的大类资产中就在组合构建之初放弃他们”（第3页）。¹⁰³要提醒注意的是，互换、权证、期货等衍生品都会产生费用和交易成本，因此阿尔法计算中一定要扣除这些费用。

附录B中提到过，配置最优化既可以基于单期，也可以基于多期假设。本节附录的表述均基于单期假设，最优配置在整个期间保持不变，且仅在市场参数和投资者偏好不变的情况下有现实意义。动态优化（即动态规划或最优控制）技术的存在，也可以作为本节讨论的单周期方法的替代工具。

¹⁰³ 另请参阅Clarke、de Silva和Thorley (2009)。

附录D. 最优化参数的定义

这些定义是由Stewart等 (2011) 提出的。定义theta (θ) 为投资者不想低于的收益率 R 以及实现的收益将等于或小于该值的概率 P 。如果收益率是按升序排列 (i 可取的最小值是1), 我们可以定义 K 来表示最大整数使得 $R(K) \leq \theta$ 。下行概率可表示为

$$\text{下行概率} = \sum_1^K P(i). \quad (D1)$$

5%的下行概率可以解释为有5%的可能性收益率将小于或等于 θ 。 θ 的常用值为0。

下偏矩 (LPM) 是低于阈值水平的收益率的离差 (取 n 次幂) 的总和。收益率阈值为 θ 以及概率为 P 的“2”次幂的下偏矩为

$$\begin{aligned} \text{LPM} &= \sum_1^N P(i) \left\{ \max[0, \theta - R(i)] \right\}^2 \\ &= \sum_1^K P(i) [\theta - R(i)]^2. \end{aligned} \quad (D2)$$

如果令 θ 等于预期收益率, 则下偏矩也被称为半方差。

在险价值 (VaR) 是以货币价值的形式 (例如在险的美元数量) 而不是百分比收益率的形式表示的风险度量。必须同时计算在险值的大小以及发生既定损失的概率才可以确定在险价值。在险价值通常解释为在一定概率水平下可能发生的一定美元损失 (其在险价值)。¹⁰⁴令 $CP(k) = \sum_1^k P(i)$ 为从低到高的前 k 个收益率的累计概率, R 为收益率。令 L 取值为 k 最大值而令 $CP(L) \leq TP$, TP 为损失发生的目标概率。那么, $R(L)$ 就是在其分布左尾部顶部的 (最高的) 收益率。对于 $\$X$ 的投资和 TP 的尾部概率, 在险价值等于 $XR(L)$ 。也就是说,

$$\text{VaR}(X, TP) = XR(L) \quad (D3)$$

对于 L , 使得 $CP(L) \leq TP$ 。

注意, 只有当 TP 取值使得 $R(L) < 0$ (即为亏损) 时, 在险价值才有意义。通常, $TP = 0.05$, 意味着大于或等于在险价值的损失发生的概率为5%。因此, 实际损失可能会 (或很有可能会) 比在险价值更糟。

¹⁰⁴在险价值通常被理解为可以承受的损失。这个理解是有误的; 正如本文中提到的, 可能发生的损失大于或等于这个值, 并不是小于或等于这个值。

附录E. Excel

Excel, 第一部分。下面的屏幕截图显示了能被用来计算基金最优组合的模板, 这是表5.1中显示的信息的来源。这个模板被分成两个部分: 输入(总收益率)和输出(主动收益率)。单元格C5到F5包括了每个基金的权重, 而G5是权重之和[=SUM(C5:F5)]。C列到I列从第7行以下的单元格被填入从2001年10月(显示为200110)开始的10年的月度收益率。单元格I7包括一个计算基金加权平均收益率的公式(+\$C\$5*C7+\$D\$5*D7+\$E\$5*E7+\$F\$5*F7), 这个公式被一直复制至第126行。

	A	B	C	D	E	F	G	H	I
1		TOTAL RETURNS							
2			<u>Index</u> <u>Fund</u>	<u>Value</u> <u>Fund</u>	<u>Growth</u> <u>Fund</u>	<u>Core</u> <u>Fund</u>	<u>Index</u>	<u>1 month</u> <u>Risk Free</u>	<u>Combined</u> <u>Portfolio</u> <u>of Funds</u>
3									
4							TOTAL		
5	WEIGHTS		0	0	0	1	1		
6		Month							
7		200110	0.057364	0.0415	0.10707	0.060631	0.063643	0.0022	0.060631
8		200111	0.065899	0.0635	0.071325	0.100724	0.070591	0.0017	0.100724
9		200112	0.066613	0.0534	0.057247	0.088763	0.062348	0.0015	0.088763

单元格J7(在主动收益率部分的主动收益率和指数下面5个单元格)包含了一个计算主动收益率的公式(+I7-G7), 而单元格L3提供了月度主动收益率的标准差[=STDEV(J7:J126)]。单元格L4是主动收益率的均值[=AVERAGE(J7:J126)], 而单元格L5是年化标准差[=((L3^2+(1+L4)^2)^12-(1+L4)^24)^0.5]。投资组合和基准指数分别相对于无风险利率的阿尔法率需要被用于计算beta。这些从N列第7行(开始的计算公式是+I7-H7并复制下去), 和从O列的第7行开始(开始的计算公式是+G7-H7)。单因子Beta的公式是在单元格O3[=SLOPE(N7:N126,O7:O126)]。累计收益率是在P列[开始于第7行=(1+I7)*P6(第6行的数值为1.0)并且复制下去], 以及Q列[开始=(1+G7)*Q6]。12个月的主动收益率被计算在R列(没有显示在屏幕截图中)。它开始于第18行, 公式是(+P18/P6)-(Q18/Q6), 并且被复制至第126行。

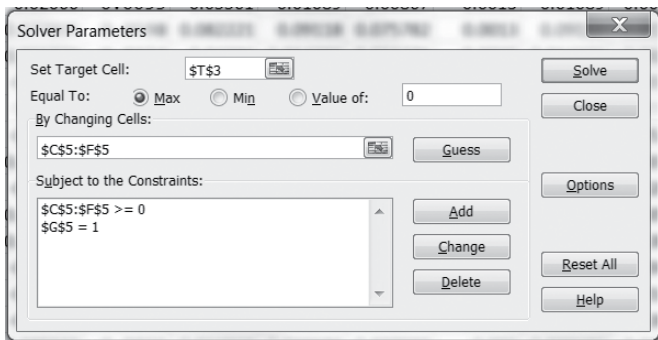
效用被定义成期望的主动收益率(在这个例子中是历史的平均值)减去风险(历史的方差), 乘以一个风险厌恶系数。它被提供在单元格T3, 公

J	K	L	M	N	O	P	Q	R	S	T
ACTIVE RETURNS				COMPUTATIONS						
Active Return vs. Index		Active Return Descriptive Statistics			Beta	Ann. Comb. Port. Return	Ann. Index Return	Ann. Active Return	Frequency < Downside	Utility
	std dev	0.017547			0.906	0.087	0.076	0.011	51.4%	0.00375
	mean	0.00071						12 Month		
	ann sd	0.06131		rp - rf	rm - rf	Cum Ret	Cum Idx	Active	Downside	
						1	1		0	
-0.003012				0.058431	0.061443	1.060631	1.063643			
0.030134				0.099024	0.068891	1.167462	1.138726			
0.026414				0.087263	0.060848	1.271089	1.209724			

式是 $=+R3-2*L5^2$ (风险厌恶系数在这个例子中被假设为2, 但是很容易更改)。年化主动收益率低于一个目标值的频率被生成在单元格S3, 公式是 $SUM(S18:S126)/COUNT(S18:S126)$ 。S列从第18行到第126行包含了“if”语句 $=IF(R18<\$S\$6,1,0)$, 如果主动收益率小于“Downside”抬头下的单元格S6中设置的参数, 它等于1, 否则就等于0。

一旦数据和公式被录入, 这个电子表格就可以用来计算基于期望的主动收益率、风险和效用的最优投资组合。这个电子表格利用历史数据来估计期望收益率(基于平均的历史收益率)和风险(基于历史的标准差)。在实际应用中, 这个电子表格可以进行定制, 引入外生的主动收益率和风险估计值。

作为一个例子, 考虑一个提供最大效用水平的投资组合。打开Excel中的Solver功能, 设定T3为目标单元格, 并点击“Max”来设定目标函数。确保把权重单元格C5:F5作为自变量包括进来, 以找到目标函数的最优解。为了确保权重都大于0并且加总之和为100%, 加入两个限制条件: “C5:F5 >= 0”和“G5 = 1”。点击“Solve”来获得求解。在表格5.1中, 最优化器将给出效用最大化的投资组合。



最优解将如下所示:

	A	B	C	D	E	F	G	H	I
1	TOTAL RETURNS								
2			<u>Index</u> <u>Fund</u>	<u>Value</u> <u>Fund</u>	<u>Growth</u> <u>Fund</u>	<u>Core</u> <u>Fund</u>	<u>Index</u>	<u>1 month</u> <u>Risk Free</u>	<u>Combined</u> <u>Portfolio</u> <u>of Funds</u>
3									
4							TOTAL		
5	WEIGHTS		0	0.396733	0	0.603267	1		

J	K	L	M	N	O	P	Q	R	S	T
ACTIVE RETURNS				COMPUTATIONS						
<u>Active</u> <u>Return vs.</u> <u>Index</u>		<u>Active</u> <u>Return</u> <u>Descriptive</u> <u>Statistics</u>			<u>Beta</u>	<u>Ann.</u> <u>Comb.</u> <u>Port.</u> <u>Return</u>	<u>Ann.</u> <u>Index</u> <u>Return</u>	<u>Ann.</u> <u>Active</u> <u>Return</u>	<u>Frequency</u> <u><</u> <u>Downside</u>	<u>Utility</u>
	std dev	0.014664			0.878	0.088	0.076	0.012	50.5%	0.00642
	mean	0.00060						<u>12 Month</u>		
	ann sd	0.05117	<u>rp - rf</u>	<u>rm - rf</u>	<u>Cum Ret</u>	<u>Cum Idx</u>	<u>Active</u>	<u>Downside</u>		0
						1	1			

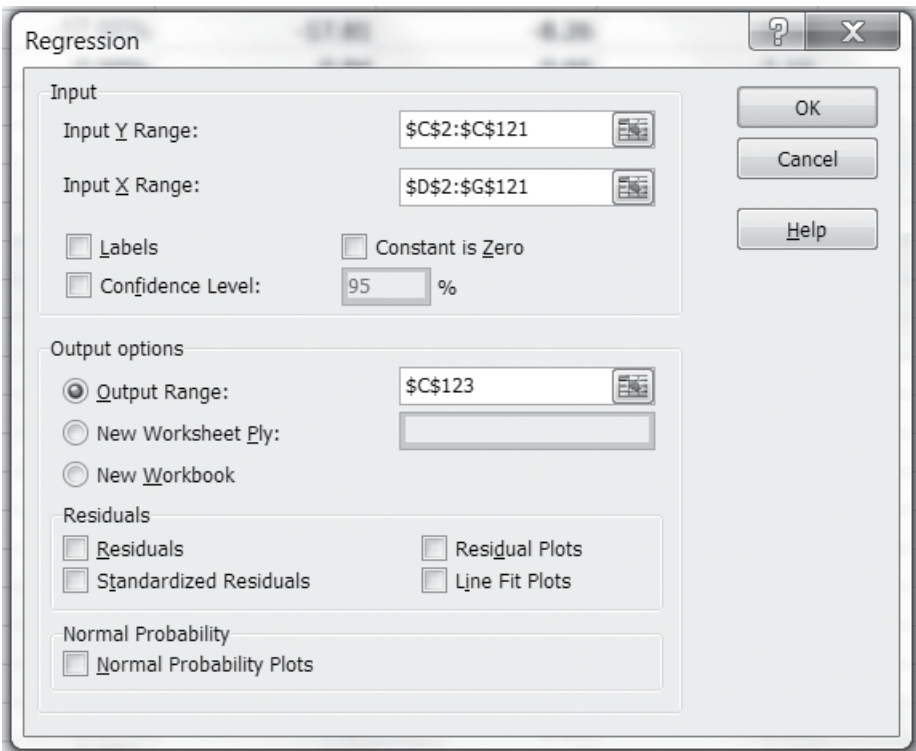
注意, beta并不等于1, 因此所得到的投资组合解就会有偏差, 在上涨的市场表现欠佳。为了解决这个问题, 一个额外的限制条件可以被添加在Solver的设置中, 来要求beta (被提供在单元格O3中) 等于1。

可能我们会倾向于控制欠佳表现发生的频率。因为在电子表格中计算频率的单元格包含了一个“if”语句, 最优化问题会要求一个“整数”解, 而这个解不能在标准的Excel中获得。解决这个问题的一个方法就是假设一个概率分布 (比如正态分布), 并计算假设分布的下行概率 (或者部分矩), 而不是用电子表格中显示的现实的主动收益率序列。

Excel, 第二部分。 下面这个屏幕截图是利用四因素线性股票模型来估计历史alpha的一个Excel模板。这个技术被用于生成表6.2中显示的信息。回归模型的因变量包括C列的数值, 它代表投资组合的阿尔法率 (总收益率减去无风险利率, R_f)。自变量包括市场指数阿尔法率和另外三个因子的收益率: SMB (小市值股票的收益率减去大市值股票的收益率)、Fama和French (1993) 定义的HML (价值减去成长), 以及Carhart (1997) 定义的MOM (一个动量的度量, 被定义为过去高收益率股票的收益率减去过去低收益率股票的收益率)。若干个全球股票市场的因子收益率可以通过Kenneth French的网页获得 (http://mba.tuck.dartmouth.edu/pages/faculty/ken.french/data_library.html)。

	A	B	C	D	E	F	G
1	Year	Portfolio	Portfolio - Rf	Index - Rf	SMB	HML	MOM
2	200110	6.10%	5.88	2.58	6.83	-6.99	-8.42
3	200111	10.11%	9.94	7.7	0.39	0.82	-8.62
4	200112	8.92%	8.77	1.63	5.12	0.39	0.01
5	200201	0.61%	0.47	-1.74	1.15	3.46	3.73
6	200202	-1.05%	-1.18	-2.3	-1.67	3.92	6.81
7	200203	9.16%	9.03	4.34	4.34	1.14	-1.68

为了估计一个投资组合相对于市场的alpha，并且对因子暴露做调整，在“data analysis”（数据分析）中选择“regression”（回归）。下面屏幕截图中显示的窗口就会出现。在这个例子中，10年的月度收益率会被呈现在从第二行开始的120行中。“Y Range”（Y 范围）是因变量。选择C列作为Y的取值范围，并选择D到G列作为X的取值范围（自变量）。计算结果提供了截距项（alpha）和回归系数（因子暴露或者betas）的估计值以及统计显著性的度量，被显示在抬头为“SUMMARY OUTPUT”（输出摘要）的图片中。需要注意的是，alpha是一个月度的数值，可以乘以12进行年化。正如正文中提到的那样，如果投资组合的基准不是标准普尔500，建议对这个基准运行第二个回归，并且研究两组估计量之间的差异。



SUMMARY OUTPUT					
<i>Regression Statistics</i>					
Multiple R	0.959527624				
R Square	0.92069326				
Adjusted R Square	0.917934765				
Standard Error	1.555291485				
Observations	120				
<i>ANOVA</i>					
	<i>df</i>	<i>SS</i>	<i>MS</i>	<i>F</i>	<i>Significance F</i>
Regression	4	3229.433139	807.3582847	333.766479	2.76847E-62
Residual	115	278.1771345	2.418931605		
Total	119	3507.610273			
	<i>Coefficients</i>	<i>Standard Error</i>	<i>t Stat</i>	<i>P-value</i>	<i>Lower 95%</i>
Intercept	0.105189391	0.144288567	0.72902097	0.46747095	-0.180618482
X Variable 1	0.903079016	0.036660658	24.63346479	1.09276E-47	0.830461312
X Variable 2	0.741572555	0.05945026	12.47383207	4.16589E-23	0.623813036
X Variable 3	0.080799612	0.056224796	1.437081457	0.153410068	-0.030570885
X Variable 4	0.067083971	0.029088682	2.306188066	0.022891588	0.009464893

BIBLIOGRAPHY

- Ackermann, Carl, Richard McEnnaly, and David Ravenscraft. 1999. "The Performance of Hedge Funds: Risk, Return and Incentives." *Journal of Finance*, vol. 54, no. 3 (June):833–874.
- Agarwal, Prasun. 2007. "Institutional Ownership and Stock Liquidity." Working paper, Cornell University (November).
- Agarwal, Vikas, Naveen Daniel, and Narayan Naik. 2009. "Role of Managerial Incentives and Discretion in Hedge Fund Performance." *Journal of Finance*, vol. 64, no. 5 (October):2221–2256.
- Andonov, Aleksandar, Rob M.M.J. Bauer, and K.J. Martijn Cremers. 2011. "Can Large Pension Funds Beat the Market? Asset Allocation, Market Timing, Security Selection and the Limits of Liquidity." Working paper, Maastricht University (October).
- Baks, Klaas P., Andrew Metrick, and Jessica Wachter. 2001. "Should Investors Avoid All Actively Managed Mutual Funds? A Study in Bayesian Performance Evaluation." *Journal of Finance*, vol. 56, no. 1 (February):45–85.
- Barber, Brad, T. Odean, and L. Zheng. 2005. "Out of Sight, Out of Mind: The Effects of Expenses on Mutual Fund Flows." *Journal of Business*, vol. 78, no. 6 (November):2095–2120.
- Barras, Laurent, Olivier Scaillet, and Russ Wermers. 2010. "False Discoveries in Mutual Fund Performance: Measuring Luck in Estimated Alphas." *Journal of Finance*, vol. 65, no. 1 (February):179–216.
- Bauer, Rob M.M.J., K.J. Martijn Cremers, and Rik G.P. Frehen. 2010. "Pension Fund Performance and Costs: Small Is Beautiful." Yale International Center for Finance Working Paper 10-04 (29 April).
- Bauer, Rob, Kees Koedijk, and Rog er Otten. 2005. "International Evidence on Ethical Mutual Fund Performance and Investment Style." *Journal of Banking & Finance*, vol. 29, no. 1 (July):1751–1767.
- Baum, J.R., and E.A. Locke. 2004. "The Relationship of Entrepreneurial Traits, Skill, and Motivation to Subsequent Venture Growth." *Journal of Applied Psychology*, vol. 89, no. 4 (August):587–598.
- Bergstresser, Daniel, John Chalmers, and Peter Tufano. 2009. "Assessing the Costs and Benefits of Brokers in the Mutual Fund Industry." *Review of Financial Studies*, vol. 22, no. 10 (October):4129–4156.
- Bhardwaj, Geetesh, Gary B. Gorton, and K. Geert Rouwenhorst. 2008. "Fooling Some of the People All of the Time: The Inefficient Performance and Persistence of Commodity Trading Advisors." Yale International Center of Finance Working Paper 08-21 (October).

- Blake, David, and Allan Timmermann. 1998. "Mutual Fund Performance: Evidence from the UK." *European Finance Review*, vol. 2, no. 1 (June):57–77.
- Bodie, Zvi, Alex Kane, and Alan Marcus. 2010. *Investments*. 9th ed. New York: McGraw-Hill.
- Bond, Shaun, and Paul Mitchell. 2010. "Alpha and Persistence in Real Estate Fund Performance." *Journal of Real Estate Finance and Economics*, vol. 41, no. 1 (July):53–79.
- Brinson, Gary, and Nimrod Fachler. 1985. "Measuring Non-U.S. Equity Portfolio Performance." *Journal of Portfolio Management*, vol. 11, no. 3 (Spring):73–76.
- Brown, Stephen, and William Goetzmann. 1995. "Performance Persistence." *Journal of Finance*, vol. 50, no. 2 (June):679–698.
- Brown, Stephen, William Goetzmann, and Bing Liang. 2003. "Fees on Fees in Funds of Funds." NBER Working Paper 9464 (February).
- Buffett, Warren. 2001. "Warren Buffett: A Conversation with Dean Cynthia H. Milligan." *Nebraska Business* (Fall).
- Busse, J.A., A. Goyal, and S. Wahal. 2010. "Performance and Persistence in Institutional Investment Management." *Journal of Finance*, vol. 65, no. 2 (April):765–790.
- Carhart, Mark. 1997. "On Persistence in Mutual Fund Performance." *Journal of Finance*, vol. 52, no. 1 (March):57–82.
- Chen, Honghui, Gregory Noronha, and Vijay Singal. 2006. "Index Changes and Losses to Index Fund Investors." *Financial Analysts Journal*, vol. 62, no. 4 (July/August):31–47.
- Chevalier, Judith, and Glenn Ellison. 1997. "Risk Taking by Mutual Funds as a Response to Incentives." *Journal of Political Economy*, vol. 105, no. 6 (December):1167–1200.
- . 1999. "Are Some Mutual Fund Managers Better than Others? Cross-Sectional Patterns in Behavior and Performance." *Journal of Finance*, vol. 54, no. 3 (June):875–899.
- Clarke, Roger G., Harindra de Silva, and Steven Thorley. 2009. *Investing Separately in Alpha and Beta*. Charlottesville, VA: Research Foundation of CFA Institute.
- Coleman, Thomas S. 2011. *A Practical Guide to Risk Management*. Charlottesville, VA: Research Foundation of CFA Institute.
- DALBAR. 2005. "Quantitative Analysis of Investor Behavior 2005."
- Davanzo, Lawrence E., and Stephen L. Nesbitt. 1987. "Performance Fees for Investment Performance." *Financial Analysts Journal*, vol. 43, no. 1 (January/February):14–20.
- Davis, E. Philip. 2005. "Pension Fund Management and International Investment—A Global Perspective." *Pensions International Journal*, vol. 10, no. 3 (June):236–261.

- Del Guercio, Diane, and Paula A. Tkac. 2002. "The Determinants of the Flow of Funds of Managed Portfolios: Mutual Funds versus Pension Funds." *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, vol. 37, no. 4 (December):523–557.
- Driebusch, Corrie. 2013. "Your Fund Is a Laggard. Should You Sell?" *Wall Street Journal* (4 February):R7.
- Ellis, Charles. 2011. "Best Practice Investment Committees." *Journal of Portfolio Management*, vol. 37, no. 2 (Winter):139–147.
- . 2012. "Murder on the Orient Express: The Mystery of Underperformance." *Financial Analysts Journal*, vol. 68, no. 4 (July/August):13–19.
- Elton, Edwin J., Martin Gruber, and Christopher Blake. 2003. "Incentive Fees and Mutual Funds." *Journal of Finance*, vol. 58, no. 2 (April):779–804.
- Elton, Edwin J., Martin J. Gruber, and Jeffrey A. Busse. 2004. "Are Investors Rational? Choices among Index Funds." *Journal of Finance*, vol. 59, no. 1 (February):261–288.
- Evans, Allison. 2008. "Portfolio Manager Ownership and Mutual Fund Performance." *Financial Management*, vol. 37, no. 3 (Autumn):513–534.
- Fama, Eugene F., and Kenneth R. French. 1993. "Common Risk Factors in the Returns on Stocks and Bonds." *Journal of Financial Economics*, vol. 33, no. 1 (February):3–56.
- . 2010. "Luck versus Skill in the Cross-Section of Mutual Fund Returns." *Journal of Finance*, vol. 65, no. 5 (October):1915–1947.
- Fama, Eugene F., and Robert Litterman. 2012. "An Experienced View on Markets and Investing." *Financial Analysts Journal*, vol. 68, no. 6 (November/December):15–19.
- Farnsworth, H., and J. Taylor. 2006. "Evidence on the Compensation of Portfolio Managers." *Journal of Financial Research*, vol. 29, no. 3 (Fall):305–324.
- Forbes, Kristin. 2010. "Why Do Foreigners Invest in the United States?" *Journal of International Economics*, vol. 80, no. 1 (January):3–21.
- Foster, F. Douglas, and Geoffrey Warren. 2013. "Equity Manager Selection and Portfolio Formation: Interviews with Investment Staff." Financial Research Network (FIRN) Research Papers, vol. 2, no. 2 (3 May).
- . Forthcoming. "Why Might Investors Choose Active Management?" *Journal of Behavioral Finance*.
- Frazzini, Andrea, and Owen Lamont. 2008. "Dumb Money: Mutual Fund Flows and the Cross-Section of Stock Returns." *Journal of Financial Economics*, vol. 88, no. 2 (May):299–322.
- French, Kenneth. 2008. "Presidential Address: The Cost of Active Investing." *Journal of Finance*, vol. 63, no. 4 (August):1537–1573.

- Fung, William, David Hsieh, Narayan Naik, and Tarun Ramadorai. 2008. "Hedge Funds: Performance, Risk, and Capital Formation." *Journal of Finance*, vol. 63, no. 4 (August):1777–1803.
- Gemmill, Gordon, and Dylan Thomas. 2006. "The Impact of Corporate Governance on Closed-End Funds." *European Financial Management*, vol. 12, no. 5:725–746.
- Gil-Bazo, Javier, and Pablo Ruiz-Verdú. 2009. "The Relation between Price and Performance in the Mutual Fund Industry." *Journal of Finance*, vol. 64, no. 5 (October):2153–2183.
- Golec, J.H. 1996. "The Effects of Mutual Funds Managers' Characteristics on Their Portfolio Performance, Risk and Fees." *Financial Services Review*, vol. 5, no. 2:133–147.
- Goleman, Daniel. 1998. "What Makes a Leader?" *Harvard Business Review*, vol. 82, no. 1 (January):82–91. Reprinted January 2004.
- Gottesman, Aron, and Matthew Morey. 2006. "Manager Education and Mutual Fund Performance." *Journal of Empirical Finance*, vol. 13, no. 1 (March):145–182.
- Goyal, Amit, and Sunil Wahal. 2008. "The Selection and Termination of Investment Management Firms by Plan Sponsors." *Journal of Finance*, vol. 63, no. 4 (August):1805–1847.
- Grinold, Richard, and Ronald Kahn. 2000. *Active Portfolio Management*. 2nd ed. New York: McGraw-Hill.
- Grinold, Richard, and Andrew Rudd. 1987. "Incentive Fees: Who Wins? Who Loses?" *Financial Analysts Journal*, vol. 43, no. 1 (January/February):27–38.
- Grossman, Sanford. 1995. "Dynamic Asset Allocation and the Informational Efficiency of Markets." *Journal of Finance*, vol. 50, no. 3 (July):773–1027.
- Grossman, Sanford, and Joseph Stiglitz. 1980. "On the Impossibility of Informationally Efficient Markets." *American Economic Review*, vol. 70, no. 3 (June):393–408.
- Groysberg, Boris. 2010. *Chasing Stars: The Myth of Talent and the Portability of Performance*. Princeton, NJ: Princeton University Press.
- Gruber, Martin J. 1996. "Another Puzzle: The Growth in Actively Managed Mutual Funds." *Journal of Finance*, vol. 51, no. 3 (July):783–810.
- Hayek, F.A. 1945. "The Use of Knowledge in Society." *American Economic Review*, vol. 35, no. 4 (September):519–530.
- Heisler, Jeffrey, Christopher R. Knittel, John J. Neumann, and Scott D. Stewart. 2007. "Why Do Institutional Plan Sponsors Hire and Fire Their Investment Managers?" *Journal of Business and Economic Studies*, vol. 13, no. 1 (Spring):88–115.
- Hernández, Cesar, and Scott Stewart. 2001. "Overseas Equity Managers Are Not as Consistent as US Equity Managers." Working paper, Fidelity Investments.

ICI. 2006. "Mutual Funds and Institutional Accounts: A Comparison." Investment Company Institute (26 January).

———. 2008. "2008 Investment Company Fact Book." 48th ed. Investment Company Institute (14 May).

———. 2012. "2012 Investment Company Fact Book." 52nd ed. Investment Company Institute (2 May).

———. 2013. "2013 Investment Company Fact Book." 53rd ed. Investment Company Institute (20 April).

Jagannathan, Ravi, Alexey Malakhov, and Dmitry Novikov. 2010. "Do Hot Hands Exist among Hedge Fund Managers? An Empirical Evaluation." *Journal of Finance*, vol. 65, no. 1 (February):217–255.

Jarrow, Robert. 2010. "Active Portfolio Management and Positive Alphas: Fact or Fantasy?" *Journal of Portfolio Management*, vol. 36, no. 2 (Winter):17–22.

Javadekar, Apoorva. 2012. "New Methodology Regression." Unpublished manuscript, Boston University.

Jensen, Michael. 1968. "The Performance of Mutual Funds in the Period 1945–1964." *Journal of Finance*, vol. 23, no. 2 (May):389–416.

Kang, Qiang, Xi Li, and Tie Su. 2011. "CFA Certification Program and Sell-Side Analysts." Working paper, University of Miami (March).

Kaplan, Steven, and Antoinette Schoar. 2005. "Private Equity Performance: Returns, Persistence, and Capital Flows." *Journal of Finance*, vol. 60, no. 4 (August):1791–1823.

Karim, S., and S. Stewart. 2004. "Summary of Survey of Decision Making by Public and Corporate Pension Professionals." Unpublished presentation manuscript, Boston University.

Khorana, Ajay, Henri Servaes, and Peter Tufano. 2009. "Mutual Fund Fees around the World." *Review of Financial Studies*, vol. 22, no. 3 (March):1279–1310.

Kosowski, Robert, Allan G. Timmermann, Russ Wermers, and Hal White. 2006. "Can Mutual Fund 'Stars' Really Pick Stocks? New Evidence from a Bootstrap Analysis." *Journal of Finance*, vol. 61, no. 6 (December):2551–2595.

Kritzman, Mark. 2012. "Two Things about Performance Fees." *Journal of Portfolio Management*, vol. 38, no. 2 (Winter):4–5.

Lin, Crystal, and Kenneth Young. 2004. "Real Estate Mutual Funds: Performance and Persistence." *Journal of Real Estate Research*, vol. 26, no. 1:69–93.

Mamaysky, Harry, Matthew Spiegel, and Hong Zhang. 2008. "Estimating the Dynamics of Mutual Fund Alphas and Betas." *Review of Financial Studies*, vol. 21, no. 1 (January):233–264.

- Margrabe, William. 1978. "The Value of an Option to Exchange One Asset for Another." *Journal of Finance*, vol. 33, no. 1 (March):177–186.
- McCurdy, Patrick J. 2012. "Understanding Investor Due Diligence." White paper, Merlin Securities.
- Miller, Chet, and Laura Cardinal. 1994. "Strategic Planning and Firm Performance: A Synthesis of More than Two Decades of Research." *Academy of Management Journal*, vol. 37, no. 6:1649–1665.
- Olson, Russell. 2005. *The School of Hard Knocks: The Evolution of Pension Investing at Eastman Kodak*. Rochester, NY: RIT Cary Graphic Arts Press.
- P&I. 2006. "Top U.S. Institutional Tax-Exempt Index Fund Managers." *Pensions & Investments* 2006 Databook (25 December).
- Payne, John, and Arnold Wood. 2002. "Individual Decision Making and Group Decision Processes." *Journal of Psychology and Financial Markets*, vol. 3, no. 2 (June):94–101.
- Piros, Christopher. 1998. "Asset Allocation: Separating Alphas and Asset Classes." Working paper, Massachusetts Financial Services (March).
- PriceMetrix. 2011. "Fee and Managed Asset Pricing." *PriceMetrix Insights*, vol. 3 (March).
- PRIM. 2010. "Annual Report 2010." Massachusetts Pension Reserves Investment Management Board (7 December).
- Sharpe, William F. 1991. "The Arithmetic of Active Management." *Financial Analysts Journal*, vol. 47, no. 1 (January/February):7–9.
- Sharpe, William, Gordon Alexander, and Jeffery Bailey. 1999. *Investments*. 6th ed. Upper Saddle River, NJ: Prentice Hall.
- Shrider, David. 2009. "Running from a Bear: How Poor Stock Market Performance Affects the Determinants of Mutual Fund Flows." *Journal of Business Finance & Accounting*, vol. 36, no. 7–8 (September/October):987–1006.
- Siegel, Laurence B., Kenneth F. Kroner, and Scott W. Clifford. 2001. "The Greatest Return Stories Ever Told." *Journal of Investing*, vol. 10, no. 2 (Summer):91–102.
- Starks, Laura. 1987. "Performance Incentive Fees: An Agency Theoretic Approach." *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, vol. 22, no. 1 (March):17–32.
- Stewart, Scott. 1995. "The Advantage of High Yielding Equities for Taxable Corporate Investors." In *New Directions in Finance*. Edited by D. Ghosh and S. Khaksari. Florence, KY: Routledge Publishing.
- . 1998. "Is Consistency of Performance a Good Measure of Manager Skill?" *Journal of Portfolio Management*, vol. 24, no. 3 (Spring):22–32.

———. 2013. “Training Student Equity Analysts and Utilizing Their Recommendations in Active Portfolio Management.” Boston University Research Series Paper 2012-17 (May).

Stewart, Scott, Jeffrey Heisler, and Christopher Piros. 2011. *Running Money: Professional Portfolio Management*. New York: McGraw-Hill.

Stewart, Scott, Jeffrey Heisler, Christopher Knittel, and John Neumann. 2009. “Absence of Value: An Analysis of Investment Allocation Decisions by Institutional Plan Sponsors.” *Financial Analysts Journal*, vol. 65, no. 6 (November/December):34–51.

Stolze, William. 1999. *Start Up: An Entrepreneur’s Guide to Launching and Managing a New Business*. Pompton Plains, NJ: Career Press.

Stracca, Livio. 2006. “Delegated Portfolio Management: A Survey of the Theoretical Literature.” *Journal of Economic Surveys*, vol. 20, no. 5 (December):823–848.

Swensen, David F. 2000. *Pioneering Portfolio Management: An Unconventional Approach to Institutional Investment*. New York: The Free Press, Simon and Schuster.

Teo, Melvyn, and Sung-Jun Woo. 2004. “Style Effects in the Cross-Section of Stock Returns.” *Journal of Financial Economics*, vol. 74, no. 2 (November):367–398.

Tkac, Paula. 2001. “The Performance of Open-End International Mutual Funds.” *Economic Review (Federal Reserve Bank of Atlanta)*, vol. 86, no. 3 (Third Quarter):1–17.

Tobe, Chris. 1999. “Letter of the Law: Social Security Investing without the Politics.” *Plan Sponsor* (April).

Towers Watson. 2011. “Assessing Investment Skill in Equity Managers” (September).

———. 2012. “Global Pensions Asset Study—2012” (January).

———. 2013. “Global Pensions Asset Study—2013” (January).

Treynor, Jack. 1990. “The 10 Most Important Questions to Ask in Selecting a Money Manager.” *Financial Analysts Journal*, vol. 46, no. 3 (May/June):4–5.

Vangelisti, Marco. 2006. “The Capacity of an Equity Strategy.” *Journal of Portfolio Management*, vol. 32, no. 2 (Winter):44–50.

Viñas, Keila, and Scott Stewart. 2012. “Is There Career Value in the CFA Designation?” Unpublished manuscript presented at the 2013 Eastern Finance Association and Financial Management Association annual meetings (April and October).

Waring, Barton, Duane Whitney, John Pirone, and Charles Castille. 2000. “Optimizing Manager Structure and Budgeting Manager Risk.” *Journal of Portfolio Management*, vol. 26, no. 3 (Spring):90–104.

Wiklund, Johan, and Dean Shepherd. 2005. "Entrepreneurial Orientation and Small Business Performance: A Configurational Approach." *Journal of Business Venturing*, vol. 20, no. 1 (January):71–91.

Zagorsky, Jay. 2007. "Do You Have to Be Smart to Be Rich? The Impact of IQ on Wealth, Income and Financial Distress." *Intelligence*, vol. 35, no. 6 (September–October):489–501.

Zheng, Lu. 1999. "Is Money Smart? A Study of Mutual Fund Investors' Fund Selection Ability." *Journal of Finance*, vol. 54, no. 3 (March):901–993.