

证券论文：证券投资基金治理结构理论的新进展 PDF转换可能丢失图片或格式，建议阅读原文

https://www.100test.com/kao_ti2020/41/2021_2022__E8_AF_81_E5_88_B8_E8_AE_BA_E6_c33_41831.htm 证券投资基金的管理人和投资人之间通常被认为存在一种委托、代理关系，对投资基金的治理结构问题的研究也基本采用经济学的委托代理理论来进行。由于投资基金的投资人与管理人之间没有完全的信息，投资人并不能无成本地观察到管理人的行为，特别是，投资人不能观察到管理者所选择的投资组合的收益的分布，而管理人是按照使自己的福利最大化的方式选择投资组合的，投资人就不得不考虑管理人选择的组合是否符合投资人自身的效用目标，这就是投资基金治理结构的主要问题。当然，这个问题可以部分地由事后结果来得以解决，投资人可根据基金事后实现的收益来推断管理人所选择的投资组合的收益率的概率分布，通过事后的行为对管理人实施监督，如法律诉讼、解聘等措施，但这些措施并不是无成本的，因此，投资人就有动机采取事前激励性的报酬和费用提取计划，促使管理人的行为与投资人的目标一致。目前，投资基金治理结构理论的进展主要表现在线形报酬契约的最优性研究、相对业绩报酬契约的最优性研究、开放式基金放弃部分管理报酬行为的研究、共同基金经理的职业前途考虑对其投资行为影响的研究四个方面。

一、线形报酬契约的最优性问题 所谓线形报酬契约是指基金的管理人按照基金总资产或总收益的一个固定比例来提取基金的管理费用和报酬，最优的线形报酬则是指使基金投资者和基金管理人的效用都能够达到最大的线形报酬。线形报酬契约是投资基金业中常见的报酬方

式，但是在投资基金的管理人和投资者之间是否存在一种最优的线形报酬契约？如果没有最优的线形报酬契约，有没有次优的合约？在次优的条件下，投资者又会选择什么样的基金管理人，也就是说基金管理人和基金投资者对风险的偏好会有何种差异？Starks（1987）的文章为投资基金业中普遍采用线形报酬契约的行为提供了一个理论上的说明，若基金投资组合的收益率可用CAPM模型来描述，该文首先证明了如果用以描述基金投资组合的收益率的参数也就是 β -系数不存在不确定性，那么在投资基金的投资者和管理者之间就存在一个最优的线形报酬契约；其次还证明了即使 β -系数存在不确定性，但只要服从正态分布的 β -系数的均值和方差相互独立，在投资基金的投资者和管理人之间仍然存在一个最优的线形报酬。但是，Starks（1987）的结论遭到

了Cohenamp.Starks（1989）对投资者和管理人的效用函数的假定与Starks（1987）一致，效用函数定义在管理人所付出的努力和投资者与管理人各自所拥有的财富上，效用为财富的凹函数且满足可分可加性。基金投资组合的收益率仍然用CAPM模型来描述，但是对于 β -系数的分布的假定有很大的不同， β -系数的均值和方差不再是独立的，其方差将随着管理人所付出的努力程度的加大而变小，随着均值的增大而增大，这一假定的经济含义很清楚，即管理人所付出的努力越大，基金投资组合的收益率的波动就越小，这体现了基金管理人的价值，而方差随着均值的增大而增大则反映了基金投资组合收益率越大，其收益率的波动也越大的想法

。Cohenamp.Starks（1989）的结论部分解释了这一现象，因为在基金收益率存在不确定性时，基金的投资人希望基金的

管理人更喜好风险，从而为实行积极管理的基金提供了市场。二、相对业绩报酬(benchmark-adjusted compensation)的最优性问题 对基金管理人采用相对业绩报酬也是基金业常见的办法，所谓相对业绩报酬就是对基金投资组合实现的收益按某一收益率进行调整，根据调整后的收益率来评价基金管理人，并以此作为提取报酬的依据。事实上，若我们得知某位基金经理管理的基金的收益率为40%，在对这位经理进行评价时，总是希望知道当年的市场收益率，而且要将该经理取得的收益率与市场的收益率进行比较，然后评价该经理的能力，这就是根据基金的业绩推断基金经理的能力，在这种场合下，人们认为相对收益率要比总收益率有效得多。那么，基金经理的报酬是否也应该建立在根据某种基准收益率调整后的收益率之上呢？采用相对业绩报酬是不是比简单的按总收益率提取报酬更能激励基金管理人呢？确实有很多人认为根据调整后的收益率确定经理的报酬是一个更好的办法，但是，这有两个问题需要回答，一是这种报酬方法是否确实比简单的线形报酬方法对基金的投资者更有利，二是这种好处来自何处。在基金业的实务中，用作调整基金收益率的基准收益率一般有市场收益率和实行积极管理的某只（类）基金的收益率两种，最近的理论研究表明选择不同的基准收益率对基金经理的激励以及推断基金经理的能力的结果会产生很大的区别。（一）市场收益率作为基准不能产生最优的激励和推断 这里所说的最优激励和推断指相对业绩报酬能否比简单的线形报酬契约更能激励基金管理人以及提高推断基金管理人能力的准确程度。Roll（1992）证明了在基金经理不拥有私人信息（private information）时，采用市场收益率作为基准

收益率的相对业绩报酬并不能促使基金管理人选择均值-方差有效的投资组合。Admati&Pfleiderer (1997) 认为管理人所拥有的私人信息只能影响到随机项的条件期望，而不能影响因子的条件期望值，基金的投资者和管理人的效用函数均为常绝对风险回避效用函数，但两者的风险承担系数不同。根据现实中的相对业绩报酬的观察，认为相对业绩报酬会包括两个部分，一部分的报酬按照基金投资组合所实现的总收益计算，另一部分按照扣除基准收益率后的相对业绩来计算。在这些假设条件下，Admati&Pfleiderer (1997) 导出其结论的关键点是，当给定了用作基准的证券投资组合之后，基金的管理人就会根据基准的投资组合和相对业绩报酬提取的比例相应地调整基金的投资组合，从而使投资者试图通过相对业绩来推断管理者能力和提高管理者努力程度的愿望落空。

100Test 下载频道开通，各类考试题目直接下载。详细请访问 www.100test.com