

论基金经理人声誉激励机制的建立

李豫湘(教授) 景华桥

(重庆大学经济与工商管理学院 重庆 400045)

【摘要】 本文通过对基金经理人的声誉激励机制模型的分析来说明声誉激励的作用,并用博弈论来说明声誉激励机制发挥作用的机理,从而探讨建立声誉激励机制的有效途径。

【关键词】 基金经理人 声誉激励机制 博弈 基金投资人

一、基金经理人的声誉激励机制模型

本文在已有研究的基础之上,把声誉机制引入到我国的基金投资领域,用一个简单模型的推导来说明声誉机制对基金经理人的激励作用。

假设在市场机制作用下,基金经理人的声誉主要由基金业绩来决定,即:

$$P=P[f(m,n)]=P(m,n)$$

其中: m 表示基金经理人为追求基金业绩而努力的程度(在这里主要考虑基金经理人在任期内的努力程度); n 表示基金经理人的投资能力, m 与 n 相互独立; $f(m,n)$ 表示基金业绩由基金经理人的努力程度和投资能力决定。基金业绩越

它只是主板市场的一个延伸,这就造成了两者的相关性远远强于国外创业板市场与主板市场的相关性。

(4)市场间的动态条件相关性分析是判断市场一体化程度的重要工具,当金融市场完全分割时,由于缺乏相互的联动机制,市场之间的相互影响很小。然而,当市场一体化程度提高后,彼此之间的联动关系就会加强。通过以上分析,我们可以发现我国中小企业板市场和主板市场的相关性虽然具有时变特征,但是两者间的相关性在样本期内一直较强,即两个市场的市场分割并不明显,两个市场存在一定的联动机制。这种相关性为投资者在两个市场间构建投资组合和进行风险管理提供了重要依据。

三、结论

本文运用DCC-MVGARCH模型研究了深市中小企业板市场和主板市场之间的动态相关性,研究发现:

第一,两个市场的动态条件相关系数具有明显的时变特征,由于我国中小企业板市场是在主板市场的基础上设立的,因而两个市场的相关性较强,并且呈现出不断增强的趋势。

第二,我国中小企业板市场与主板市场的相关性要远远强于国外创业板市场与主板市场的相关性,这是因为我国中小企业板市场是附属于主板市场的,而国外创业板市场则是完全独立于主板市场的。由此我们可以推测,我国创业板市场设立以后,其与主板市场的相关性应该弱于中小企业板市场

好,基金经理人的声誉收益就越大,但基金经理人为了追求短期业绩可能采取机会主义行为。这里为了分析的严谨,我们引入一个长期的衡量因素,从而可以给出基金经理人的声誉收益:

$$P=\alpha P(m_x,n)+\beta P(m_y,n)$$

$$m=m_x+m_y$$

其中: m_x 表示基金经理人的努力投入量; m_y 表示基金经理人为追求长期的社会声誉以期在将来获得更大收益而努力的程度; m 为总的努力投入,且 $\frac{\partial P}{\partial m_x}>0$, $\frac{\partial P}{\partial m_y}>0$, $\frac{\partial P}{\partial n}>0$; α 、

β 分别代表基金经理人追求当前基金业绩和将来发展的努力

与主板市场的相关性,当然这也会受到我国证券监管部门对创业板市场所制定的相关规定的规定的影响。

第三,金融危机的爆发使得两个市场的相关性显著增强,表明金融危机期间有紧密联系的金融市场通常会表现出一定的传染性,最终导致两个市场的动态相关性增强、金融资产的协调运行能力增强。这对于我们在不同市场间确定投资组合和进行风险管理均有一定的指导意义。

主要参考文献

1. Engle R.F..Dynamic Conditional Correlation:A Simple Class of Multivariate Generalized Autoregressive Conditional Heteroskedasticity Models.Journal of Business and Economic Statistics,2002;20
- 2.董秀良,吴仁水.基于DCC-MGARCH模型的中国A、B股市场相关性及其解释.中国软科学,2008;7
- 3.唐齐鸣,操巍.沪深美港股市的动态相关性研究.统计研究,2009;2
- 4.潘婷,潘淑娟.我国中小企业板市场与主板市场的运行特征比较.金融经济,2006;18
- 5.朱玲玲,胡日东.我国中小企业板块和主板关系的实证分析.华侨大学学报(哲学社会科学版),2007;2
- 6.王旻,杨朝军.创业板市场对主板市场的冲击效应研究.财经研究,2009;5

程度系数, $0 < \alpha < 1, 0 < \beta < 1$ 。

基金业绩表示为:

$$S = f(m_x, m_y, n)$$

基金经理人的货币收入表示为:

$$I = \gamma S + w + h = \gamma f(m_x, m_y, n) + w + h$$

其中: γ 为激励系数; w 为基金经理人的固定工资; h 为基金经理人的控制权收益系数。

基金经理人的努力成本由两部分构成,其函数为: $C(m) = C(m_x + m_y)$,且有: $\frac{dC}{dm} > 0$ 。

那么基金经理人的效用函数为:

$$U = I + P - C(m) = \gamma f(m_x, m_y, n) + w + h + \alpha P(m_x, n) + \beta P(m_y, n) - C(m_x + m_y)$$

对等式两边求关于 m 的一阶导数得到:

$$\frac{dU}{dm} = \gamma \frac{df}{dm} + \frac{dw}{dm} + \frac{dh}{dm} + \alpha \frac{dP(m_x, n)}{dm} + \beta \frac{dP(m_y, n)}{dm} - \frac{dC}{dm}$$

基金经理人效用最大化时,一阶导数为 0,即: $\frac{dU}{dm} = 0$ 。从

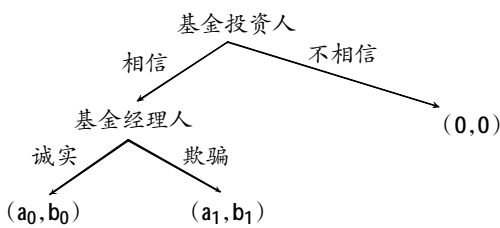
而有:

$$\gamma \frac{df}{dm} + \frac{dw}{dm} + \frac{dh}{dm} + \alpha \frac{dP(m_x, n)}{dm} + \beta \frac{dP(m_y, n)}{dm} = \frac{dC}{dm}$$

从以上推导可以看出,效用最大化的条件是边际货币收益与边际声誉之和等于边际努力成本。在实践中的大多数情况下都是采取薪酬激励,其作用是有限的。从以上分析可以看出,声誉激励也是一种激励方式,对基金经理人来说这种方式尤其重要。因为:首先,货币收入的边际效用存在递减的趋势,在一定条件下其作用是有限的,特别是当货币收入达到一定水平时,收入效应可能大于替代效应,单纯货币收入的增加可能使基金经理人的努力程度减小;其次,基金经理人的需求也不只是货币收入,特别是当货币收入达到一定数额时,其他需要就会进入需求函数,此时对基金经理人来说追求自身人力资本的不断增值是很重要的。所以,在声誉激励的作用下,基金经理人就会努力塑造良好的声誉,从而在未来的经理人市场上拥有更大的优势。因此,在进行货币等显性激励的同时,还应该加强对基金经理人的声誉激励。

二、基金经理人声誉激励的作用机理

声誉激励机制作为一种隐性的激励机制,其作用机理可以通过博弈论来解释,具体见下图:



基金投资人与基金经理人的博弈图

假定有两个当事人,一个是基金投资人,另一个是基金经理人。博弈分两个阶段,在博弈的第一阶段,基金投资人可以选择相信基金经理人,也可以选择不相信基金经理人。如果基金投资人不相信基金经理人,则交易取消,博弈结束,双方收益为(0,0);如果基金投资人相信基金经理人,则博弈进入第二阶段。在第二阶段,由基金经理人选择“诚实”或“欺骗”。如果基金经理人选择“诚实”,则基金投资人与基金经理人的收益为(a₀, b₀);如果基金经理人选择“欺骗”,则双方收益为(a₁, b₁)。a₀>0>a₁表示基金投资人在基金经理人选择“欺骗”时的收益小于基金经理人选择“诚实”时的收益且为净损失;b₁>b₀>0表示基金经理人选择“欺骗”时的收益大于选择“诚实”时的收益且都为正。

假定博弈只进行一次,采用逆向归纳法可找出此博弈的子博弈精炼纳什均衡解为(0,0),这也就是我们通常所说的“囚徒困境”。从上述博弈的例子中,我们可以看到存在 b₁ 个单位的合作剩余,但是由于基金经理人的机会主义行为,使得合作不能实现。

如果博弈是重复进行的,则结果可能不同。考虑如下情形:如果基金投资人相信基金经理人,基金经理人采取诚实行为,则一直进行(a₀, b₀)的合作;如果基金投资人相信基金经理人,而基金经理人采取欺骗行为,则合作终结,基金投资人永远不再与其合作。假定在每一次博弈结束前(每一次博弈结构相同),双方都预期有 c(0<c<1)的可能在市场上重新相遇并进行合作,则基金经理人的整体收益为:

$$b_0 + b_0 c + b_0 c^2 + b_0 c^3 + \dots + b_0 c^n = b_0 \frac{1 - c^{n+1}}{1 - c}$$

假定双方有机会进行长期博弈,即当 $n \rightarrow \infty$ 时有:

$$b_0 + b_0 c + b_0 c^2 + b_0 c^3 + \dots + b_0 c^n = \frac{b_0}{1 - c}$$

因此,只要有 $\frac{b_0}{1 - c} > b_1$,即 $c > \frac{b_1 - b_0}{b_1}$ 时,也就是预期 c 有

足够大(大于 $\frac{b_1 - b_0}{b_1}$)时,“诚实”就是基金经理人的最优选择。

这表明,在重复的长期博弈中,基金经理人不会像一次性博弈那样一开始就选择“欺骗”,而是选择“诚实”,建立良好的声誉,从而使整个期间的收益最大化。

通过以上分析,我们可以将上述过程概括为:当事人追求良好的声誉是为了实现长期利益的最大化,这是长期动态博弈的结果。

如果将上述结论通俗化,我们可以得到:良好的声誉会给当事人带来长期收益,为了获得长期收益,当事人要树立良好的声誉;而要树立良好的声誉,当事人需要采取他人认可、赞赏的行为,这些行为在现阶段对当事人而言可能是一种“损失”,但如果当事人心甘情愿而为之,就能获取长期收益。声誉激励的作用机理就在于此。

三、建立基金经理人声誉激励机制的途径

声誉激励机制能使基金经理人进行自我约束。在基金市场上,良好的声誉可以代表基金经理人做出了不滥用投资者

资金的承诺,但这种承诺通常不具有法律上的可执行性,也就是说,一方不能通过交易关系之外的第三方来强制执行。那么,投资者为什么要相信这种承诺呢?因为如果基金经理人不履行这种承诺,就要失去投资者的光顾,从这个意义上讲,基金经理人要为自己的道德风险行为付出代价。基金经理人的声誉越好,意味着欺骗的代价越大,因而其就越能得到投资者的信任和依赖。基金市场是信息不对称的,基金经理人扩大业务规模在很大程度上取决于其声誉,声誉越好,管理的基金就越有市场。声誉对基金经理人来说很重要,而影响基金经理人声誉的因素也是多方面的,其中较为重要的有声誉质量(即声誉反映实际情况的准确程度)、未来预期和已有能力的投入等。针对影响基金经理人声誉的重要因素,我们认为建立基金经理人的声誉激励机制应该从以下几个方面着手:

1. 创建基金经理人完整的历史记录。由于声誉能反映基金经理人过去的行为,投资者为了了解基金经理人的声誉质量,就需要了解该基金经理人在过去的职业生涯中的行为和业绩等。这在无形中形成了对基金经理人的监督。保证基金经理人的长远预期能力,是基金经理人声誉激励机制形成和发挥作用的基础。只有能对未来进行预期的经理人才会在经营管理过程中注重自己的声誉,因为他们清楚,在未来的职业生涯中声誉就是反映他们能力的指标。只要基金经理人能够预期到博弈是长期重复进行的,为了获取长期收益,其就会重视自己的声誉,约束自己的行为。这意味着从激励基金经理人努力的角度出发,一是要给予基金经理人长远利益的激励,比如股份期权、控制权丧失补偿等;二是进行任期制改革,比如可以采取“任期年限与经营目标相配合,达到一年目标可以连任”的激励。

2. 培育充分竞争的基金经理人市场,以保证基金经理人的声誉质量。建立基金经理人市场的本质在于通过促进基金经理人之间相互竞争,增加投资者和基金管理公司对基金经理人的选择机会,提高投资者和基金管理公司的市场地位及其与基金经理人的谈判能力。如果基金经理人市场一直处于供不应求的状态,即便有些基金经理人会因道德风险行为被发现而遭到解雇,由于基金经理人市场的人才短缺,其也可以很快找到一份薪酬不错的职位,重新回到基金经理人的行列。由此,基金经理人实施道德风险行为的成本就很低,其就有动机实施一些“损公利己”的行为。此外,基金经理人市场的建立也有利于在基金经理人中形成有效的竞争机制,而竞争则能

够把不能完全准确观测到的信息传递给基金经理人,从而形成一种压力,使其进行自我约束。基金经理人市场会对基金经理人的行为产生重大影响。由于基金经理人市场为基金管理公司和基金投资人提供了相对客观的选择机制,使基金经理人的人力资本价值得到充分反映,因此基金经理人重视自身的业绩和声誉。一方面,通过基金经理人市场中的竞争选拔,基金管理公司能够发现有能力的基金经理人;另一方面,基金经理人市场的存在给在位的基金经理人提供了这样一种信息:具有良好经营业绩的基金经理人能够在基金经理人市场中获取较好的谈判条件。当基金经理人价值能在基金经理人市场上得到正确的评价,在位的基金经理人为了提高自己未来在基金经理人市场上的价值,需要努力工作和保持良好的声誉,这就是基金经理人市场发挥的激励作用。而且,通过市场竞争机制能相对有效地解决基金经理人的选择问题,让真正有能力的投资专家成为基金经理人,从而保证基金经理人的声誉质量。

3. 建立科学的基金经理人评价体系。在现代社会,维护声誉激励机制的主要手段是相关的现代组织,包括各行业组织、社团以及大量的中介机构。对基金经理人个人而言,生命是有限的,但组织的生命是无限的。如果个人的利益取决于组织的评价,而组织的评价依赖于个人的声誉,个人就会注重声誉。基金经理人是基金管理公司中的关键人物,如果基金经理人的个人声誉不好,将会败坏基金管理公司的声誉,如果社会评价机制无法识别个人的隐性“败德”行为,就可能对基金管理公司和组织实施惩罚。因为个人的行为会损害整个公司的利益,从而会损害到公司内每个成员和基金持有人的利益,公司就会对其行为实施内部惩罚。从社会评价机制来看,要健全各类中介机构如信誉评估公司、社会调查机构、各类咨询组织等,我们可以通过这些中介机构监督和记录市场交易中基金经理人的行为,为现代社会声誉激励机制提供信息资源。中介机构收集、加工和传递的声誉信息对基金经理人的声誉会产生很大的影响。

主要参考文献

1. 梁媛,冯昊.委托代理理论综述.中国经济评论,2004;1
2. 李军林.声誉、控制权与博弈均衡——一个关于国有企业经营绩效的博弈分析.上海财经大学学报,2002;4
3. 青木昌彦,奥野正宽著.魏加宁等译.经济体制的比较制度分析.北京:中国发展出版社,1999