

我国开放式基金风险调整绩效评估研究

暨南大学珠海学院 谭政勋

一、研究背景

在以Markowitz(1952)的“均值—方差”资产组合理论为标志的现代投资理论的推动下,证券投资基金评价理论取得了长足的发展,其主要研究成果集中在风险调整收益的计量、基金业绩来源分析和基金业绩持续性评价三个方面。基于本文研究的需要,下面只对风险调整绩效评估的有关理论进行简单介绍。

风险调整收益的计量包括三个传统的单一参数度量模型:夏普比率、特雷纳比率和詹森指数。夏普比率(SR)是用资产组合的长期平均超额收益($R_p - R_f$)除以这个时期资产组合的总风险即收益的标准差 δ_p ,其数学表达式为: $SR = (R_p - R_f) / \delta_p$ 。特雷纳比率(TR)是度量资产组合的单位系统风险 β_p 所带来的超额收益,其数学表达式为: $TR = (R_p - R_f) / \beta_p$ 。詹森指数(α_p)则衡量了资产组合获取高于经系统风险调整后的收益的能力,其数学表达式为: $\alpha_p = R_p - R_f - \beta_p(R_m - R_f)$ 。

程度,保险责任准备金的特殊性质、资产的特殊组合等通过会计报表并不能充分反映。因此,增加一些表外信息及非财务信息的披露是使投资者正确理解保险公司财务状况的适当措施,披露一些合适的财务指标将有利于投资者进行投资决策。

四、应采取的措施

1. 增加背景信息披露。保险业应增加背景信息披露,如:长期责任准备金的估计方法及所采用的平均投资收益率、死亡率、解约失效率、费用率等主要精算假设;未决存款准备金估计的基础,对采用贴现法提取保险责任准备金的说明(使用的贴现率及确定依据);保单取得成本的构成,摊销期间,摊销方法及本期所摊销的数额;保险公司再交易的性质与业务比重,分出与分入保费,再保险摊回赔款;对保险红利的处理方法,本期分配的红利等。

简单来说,对利率的适用情况,可以从以下两个方面加以说明:①在国家利率政策调整时,披露其对传统型产品的偿付能力和经营成果等的影响以及所采取的应对措施。②披露新产品的预定利率(确定保险产品费率时)及评估利率(计提各项保险责任准备金时)等。

2. 增加不确定性信息披露。

(1)关于假设的变化。保险会计核算是依据一定的假设来进行的。假设的变化可能来自保险公司自身对业务的重新认识,也可能来自保险监管机构的要求的变动。这些变化对保险公司经营成果所产生的影响是十分重大的。

其中: R_m 为市场基准组合的平均收益; R_f 为无风险资产收益率; R_p 为资产组合的平均收益。

上述三个传统模型的主要缺陷之一是:资本资产定价模型(CAPM)假定资产组合收益分布的均值和方差固定不变,而实际上资产组合风险收益的分布可能在不断变化,其关键在于没有找到度量基金风险的有效方法。

二、研究方法

(一)绩效评估模型

CAPM假定资产组合收益服从正态分布且“均值—方差”不变,当评估期并不很长时,建立在此基础上的三个传统单一参数度量模型的评价结果是较合理和准确的。但是,由于基金会经常根据前期的信息和自己的预期对资产组合进行调整,于是这种积极投资策略的收益分布就随之发生变化,因而而这些参数也会随之变化,进而导致评估结果不准确、不客观。

为了克服上述缺点,本文借鉴国外相关研究,提出一种

(2)对假设敏感度的披露。保险责任准备金是保险公司资产负债表中负债的主体,保险责任准备金的估计依赖于精算假设,同时会计核算中计提的保险责任准备金也属成本的一部分。精算假设(如贴现率)的微调即可引起保险公司经营成果和财务状况的大幅波动。由于精算假设仅是根据估计做出的,未必准确合理,因此有必要对一些关键假设(如贴现率)的敏感度分析进行披露。这有助于信息使用者正确理解保险公司未来经营发展的趋势。

3. 增加非财务信息披露。

(1)关键经营业绩指标的披露。判断一个保险公司发展前景,其关键经营业绩指标对投资者和投保人而言非常重要。关键经营业绩指标有偿付能力指数、盈余适度比、资产负债率、净资产利润率、投资收益率、产品赔付率、产品组合变化率、产品退保率、保费收入变化率、费用率等。在上述指标中,偿付能力指数对于投资者和投保人最为重要。

(2)偿付能力情况。除披露上面指出的偿付能力指数外,还应披露公司上年末的实际资产、实际负债、实际偿付能力以及法定最低偿付能力。说明上年末各主要险种责任准备金计提的方法、依据与预定利率。在实际偿付能力较低或实际提存数与法定提存数存在重大差异的情况下,应披露差异情况及其形成原因,同时披露已采取及拟采取的措施。

(3)内部风险控制制度。鉴于保险公司业务的特殊性及其对公众和社会的责任,保险公司应建立完善的内部风险控制制度,并对其内容、执行情况等做出说明。□

□·借鉴与参考

基于条件VaR风险调整收益的基金业绩评估指标。条件VaR法假设收益服从t分布,其自由度为相应的尾指数 α 。先用极值理论估计尾指数 α ,再用 α 对t分布标准化,令 $\theta=S^*/\sqrt{\frac{\alpha}{\alpha-2}}$ 。其中, S^* 是对应自由度为 α 的t分布的分位数。然后,将 $VaR=-W_0S\sigma_t$ 中显著性水平为 p 对应的标准正态分布分位数 S 转化为 θ ,则:

$$t-VaR=-W_0\theta\sigma_t \quad (1)$$

其中, σ_t^2 为Garch模型中的时变方差,即:

$$\sigma_t^2=(1-\lambda)(r_{t-1}^2+\lambda\sum_{i=0}^{t-1}\lambda^i r_{t-1-i}^2)=\lambda\sigma_{t-1}^2+(1-\lambda)r_{t-1}^2 \quad (2)$$

λ 为衰减因子,本文参照J.P.Morgan的Riskmetrics方法,对于每日数据采用 $\lambda=0.94$,从而估计出时变方差。最后,对夏普比率 $SR=(R_p-R_f)/\delta_p$ 采用t-VaR衡量基金组合的总风险,即基于条件VaR的夏普比率为:

$$SR_t=(R-R_f)/(t-VaR_t) \quad (3)$$

利用公式(1)和公式(3)可以分别动态跟踪基金在观察期内的控制风险的能力和获取风险收益的能力。为了评估基金在整个观察期内的累积风险收益均衡能力,可以对公式(3)求和,即:

$$CAH_i=\sum_{t=1}^n SR_{i,t} \quad (4)$$

基金的t-VaR越小,风险控制能力越强; SR_t 、 CAH_i 越大,说明在控制风险的同时获取风险收益的能力越强,并可与市场基准组合相比较。

(二)样本选择和数据来源

本文选取2001年9月~2002年成立的15只股票型基金作为研究对象。2001年成立的3只基金的样本期间为2002年1月1日~2004年4月30日,2002年成立的12只基金的样本期间为2003年1月1日~2004年4月30日。基金净值和分红数据分别来源于中国基金网、中国上市公司信息网,并对分红进行复权处理。中信综合指数来自中信指数网。为获得较多的样本数据,本文采用两周收益率进行回归。

(三)变量设计

1.市场基准组合选择。目前,我国缺乏统一指数,且沪深两市所有指数以总股本而不是以流通股本加权,因而难以全面反映流通股价格的真实走势。此外,基金只能在市场上对流通股进行投资,所以采用两个现有的一般指数作为基准对基金业绩进行评价就难免失真。基于以上考虑,本文选择中信综合指数作为市场基准组合,其原因在于中信综合指数克服了上述缺点:中信综合指数选择沪深两市各行业上市公司中流通市值占该行业前60%的股票为样本并按流通股本加权编制而成。

2.无风险利率的确定。将一年期存款利率调整为两周利率(0.0762%)代表无风险利率。

三、实证结果分析

1.风险分析。在样本期间的绝大部分时间内,绝大多数基金以条件VaR衡量的总风险小于中信综合指数,只有2003年9月30日~2004年1月15日这段时间内,情况相反。其中,博时价值增长、长盛平衡、融通新蓝筹、国泰金鹰增长、易方达平稳、嘉实成长收益、宝盈鸿利七只基金这段时间内以t-VaR度量

的风险远大于市场基准组合;银华优势和嘉实成长收益的总风险在大部分时间都大于中信综合指数;华安上证180和大成价值成长却相反。2001年成立的3只基金的总风险几乎在所有时间都小于中信综合指数,且风险走势与中信综合指数十分接近。

2.基于条件VaR的夏普比率分析。2001年成立的3只基金的基于条件VaR的夏普比率在绝大部分的时间大于中信综合指数,且其走势与中信综合指数几乎相同。2002年成立的12只基金,除大成价值成长、华安上证180、银华优势在2003年10月15日和所有基金在2004年3月31日~2004年4月30日外,基金的基于条件VaR的夏普比率在其余时间均明显大于中信综合指数,说明开放式基金具有较强的风险发现能力和价值发现能力。国内大多数文献认为封闭式基金不能跑赢大盘,既不能有效控制系统风险,也不能获取超额收益,如许志英(2003)的结论是,绝大多数封闭式基金的业绩与市场收益基本持平,无法体现基金的规模化优势与专业化优势。

3.个体分析。博时价值增长、嘉实成长收益和融通新蓝筹几乎在所有时间、银华优势在2003年10月31日~2004年3月31日内的风险调整收益指标 SR_t 大于市场基准组合。不过,在2003年4月15日~2003年10月31日这段时间内,银华优势的条件VaR指标值很大,但夏普比率又十分低,说明其控制风险和获取风险收益能力均较差;而博时价值增长相反。另外,嘉实成长收益在2004年的风险较小,而风险调整收益位居榜首,分析其季报不难发现,其投资对象主要是收益稳定且富有成长性的股票,说明嘉实成长收益在坚持价值投资的理念下,具有较强的根据市场变化而调整投资策略的能力。唯一一只被动式基金华安上证180的基于条件VaR的夏普比率的走势与中信综合指数十分相近,说明其风险控制能力突出,但获取风险收益能力很一般。

累积风险调整收益的研究结果也支持上述结论。15只基金的累积风险调整收益均远大于中信综合指数;博时价值增长、融通新蓝筹和嘉实成长收益的排名靠前,2001年成立的3只基金排名则靠后;银华优势承担的风险较大,但累积风险调整收益的排名靠后。

博时价值增长不仅具有良好的风险控制能力,而且获取风险收益的能力也十分出色。本文的实证结论与投资界的评价一致:博时基金公司在香港获得亚洲投资界最具影响力的杂志之一《亚洲投资者》颁发的“2004年度最佳基金公司奖”,成为我国内地首家获此殊荣的基金管理公司。博时基金公司倡导注重公司基本面研究,着眼于长远收益而非短期差价,这一价值投资理念是其取得骄人业绩的重要原因。

四、结论

实证研究表明,与市场基准组合中信综合指数相比较,开放式基金从整体上看具有较强的风险控制能力和获取风险收益能力,但个体差异较大。基金作为市场投资的主体,应倡导并坚持价值投资理念,进一步提高自身的风险发现能力和价值发现能力。☐

