

内 容 摘 要

“基金能否战胜市场？”是证券市场人士所经常关注的、也饶有兴趣、但一直未能解决的一个问题。这个问题又引出两个理论界常争论的问题。即，(1) 如何正确衡量评价基金的业绩？这也是业界需要迫切解决的实际问题。(2) 市场是否强式有效？这对基金经理来说，是个尴尬的问题。基金战胜了市场，则意味着市场效率不高或无效；而市场战胜了基金，则说明基金无存在的必要。

众所周知，1998年4月，金泰和开元两只证券投资基金的成立是中国基金业发展史的一个分水岭。截止1999年12月31日，已有了22只证券投资基金。首先，鉴于存续期样本取值的要求，本文只对其中14只新证券投资基金从其各自上市日至2000年4月30日的业绩进行评价。本文主要采用了三类基金业绩评价方法。研究结论都认为：在14只基金中，大部分基金的业绩都超过了大盘（指数）的收益。但因样本期间较短，本文中有关业绩评价的研究工作还是尝试性的，有待于将来进一步完善。

其次，本文对与业绩评价密切相关的“基金持股效应”进行了检验。在方法上，分别采用了方差分析、相关分析和回归分析三种统计方法。研究结果证实了在中国股市，存在着基金持股效应。

最后，本文对中国股市效率研究中的私有信息检验进行初步探索，结果认为中国新基金经理能获得一定的私有信息。本文的实证结果不支持有效市场假说。

全文结构如下：

第一章介绍了我国基金业的发展历程，和舆论对基金的评价。中国基金业自98年以来，获得长足发展。在完善机构投资者体系方面，有其积极的作用。对于《基金黑幕》所引起的市场争论，孰是孰非，难以定论。但我觉得要作客观分析。这场争论之所以引起关注，说明我们要正确对待、处理其中出现的问题。才能引导市场健康发展。

第二章详细介绍基金业绩评价和市场有效假说的文献回顾。对于基金业绩评价方法在西方理论界的发展，本文有详细描述。投资基金与市场效率研究是紧密联系的。投资基金业绩评价是对强式有效性的检验。法玛（Fama, 1991）将强式有效市场修正为私有信息检验，因此，基金业绩评价的研究又与私有信息检

验联系在一起。而市场有效假说的发展又导致两种基金管理模式：积极管理模式和消极管理模式。对于有效市场假说在中国的研究，在文献回顾后，本人也提出一些个人的见解。

第三章介绍了基金业绩评价的实证研究，对 14 只新基金按照三类基金业绩评价方法做了业绩评价。并作简要分析，研究结果认为：从总体上看，基金能取得超过大盘的收益。

第四章分别从方差分析、相关分析、回归分析对基金持股效应进行了实证检验，对市场中“持股比例与股票涨幅高度相关”¹现象作了验证。研究结果认为：基金重仓持有的股票具有较高的收益，基金所持有股票的收益率有随基金持有比例增高而增高的趋势。

第五章是本文的结论。中国投资基金能获得较好的收益，来自于基金经理作为证券界专业人士，能收集到有用的私有信息（private information），即格罗斯曼和斯蒂格利茨（Grossman and Stiglitz, 1980）提出的所谓“知情投资者”（informed trader）。或者说，在收集有用的私有信息方面比散户具有优势。同时，宏观管理层给予的扶持政策——新股配售，也是投资基金取得超常收益的重要原因。本文的实证结果不支持有效市场假说。

[关键词] 业绩评价 有效市场 持股效应

¹ 引自“基金持仓——持股比例与股票涨幅高度相关”，<http://finance.sina.com.cn>，2000年09月07日 07:42 《全景网络证券时报》。

ABSTRACT

Since 1998, 22 security investment funds have been established in China security market. This paper presents an empirical examination on the fund performance by taking a sample of 14 investment funds. We found that most Chinese security investment funds outperform market indices. Research result suggests that Chinese security investment funds' managers have access to private information. So the empirical evidence is not consistent with market efficiency hypothesis.

This paper also examines another phenomenon in Chinese stock market—the effect of fund-holding-shares. We found that the larger the percentage ownership of a stock held by investment fund, the higher the return of the stock.

This paper includes five chapters as follows:

Chapter 1: Introduction to development of Chinese investment fund. For the past ten years, Chinese investment fund industry has increased rapidly. This also brings some controversy issues. We discussed these issues in this chapter.

Chapter 2: Literature review. This chapter reviews the development of performance evaluation methods for investment fund and describes the change of the market efficiency hypothesis. Fama (1991) had modified the traditional market efficiency hypothesis. Research of performance for fund is connected with the tests on private information of a new version of market efficiency hypothesis.

Chapter 3: Models and methodology. In this chapter, we present the models of performance evaluation used in this paper. We also describe the data and methodology for evaluating the performance of the funds.

Chapter 4: Test for the effect of fund-holding-share. In this chapter, we examine 174 stocks held by investment funds. We use three statistical methods to test this effect. Empirical evidence indicates that the effect exists in Chinese stock market.

Chapter 5: Summary and suggestion. We interpret and discuss three empirical results. We also present some limits of this research paper and provide some suggestions.

Key words: Performance Evaluation

Effect of Fund-holding-shares

Test for Private Information

厦门大学博硕士论文摘要库

目 录

前 言	1
第一章 中国投资基金发展的回顾与评价	2
第一节 创立试点阶段	2
第二节 规范发展阶段	4
第三节 关于新基金的评价与争论	8
第二章 投资基金业绩评价与市场效率：文献评价与回顾	11
第一节 业绩评价综述	11
第二节 市场效率研究的演变与发展	18
第三节 基金业绩评价与私有信息检验	22
第四节 美国基金业绩评价与市场效率的研究	23
第五节 中国基金业绩评价回顾	26
第六节 对中国市场效率研究的一点个人看法	28
第三章 中国投资基金业绩评价研究	30
第一节 研究方法与程序	30
第二节 新基金业绩评价的实证结果与分析	35
第四章 基金持股效应研究	45
第一节 研究方法与程序	45
第二节 实证结果与分析	47
第五章 本文研究的结论与建议	56
参 考 文 献	59

前言

“基金（经理）能否战胜市场？”这是证券市场人士所经常关注的、也饶有兴趣、但一直未能解决的一个问题。在今年四月 NASDAQ 股灾中两位投资大师所出演的悲喜剧似乎是这个问题的最好注解。¹4月28日，索罗斯宣布：鉴于网络股和科技股的暴跌，其旗下的量子基金和配额基金损失惨重，达50亿美元之巨，被迫关门重组。但是，他仍自信地表示：他拥有充足的现金应付基金投资者的赎回要求。

正当人们为其惋惜之际，基金似乎无法战胜市场，4月29日另一位投资大师巴菲特在小镇奥哈马的股东大会上一改几个月的灰头土脸，扬眉吐气地宣布其掌舵的柏克夏投资公司4月份赢利5.7亿美元。这又使得篇头的问题扑朔迷离。

投资基金一直是证券场所关注的焦点和饶有兴趣的话题。基金的投资动向往往是市场追逐的热点。在理论上，基金也同样引起争议。与基金有关的“谜”就有数个。例如，泽威格（Zweig, 1973）最早提出“基金折价之谜”。德龙等人（DeLong etc., 1990）试图用理性投资者与噪音交易者相互作用的模型来解释。而查尔斯·李等人（Charles Lee etc., 1991）则希望用投资者情绪模型来说明“折价之谜”。格鲁伯（Gruber, 1995）年则提出“又一个谜”。²即，在基金业绩评价研究中，主流观点是认为基金无法战胜市场，然而共同基金（Mutual Fund）在美国八、九十年代却获迅速发展，受到投资者的欢迎，这令研究者迷惑不解。同样，这里涉及的业绩评价问题也将是本论文讨论的重点（参见本文第二章和第三章），而且基金的业绩评价往往联系到市场效率中的私有信息检验，这就又面临一个尴尬现实：基金战胜了市场，说明市场效率程度不高；而市场战胜了基金，则说明基金无存在的必要。

在中国股市，截止1999年12月31日，已有了20只证券投资基金。那么，经过两年多的发展，新基金能跑赢大盘吗？而且，与之相关的，中国股市有效吗？

本文就是力图回答这两个问题，同时也对与业绩评价密切相关的“基金持股效应”进行了验证。

注1 参见：周德武 “量子基金被迫关门”，《环球时报》经济版，2000年5月12日。

注2 参见：Gruber，1995年美国财务学会致词：“Another Puzzle: The Growth in Actively Managed Mutual Funds”，*Journal of Finance* NO.3 July, 1996.

第一章 中国投资基金发展的回顾与评价

中国投资基金在近十年经历了一个从无到有、从无序到逐渐规范的过程。1991年10月，国内两家基金武汉证券投资基金和深圳南山风险基金设立，这标志着中国投资基金开始形成。1997年11月，国务院颁布《证券投资基金管理暂行办法》（以下简称办法），以及1998年4月，金泰和开元两只证券投资基金的设立，是中国投资基金发展的重要分水岭和里程碑。

因此，粗略地划分，中国投资基金的发展可分为创立试点和规范发展两个阶段。

第一节 创立试点阶段

我们称1997年以前成立的投资基金为“老基金”，是相对于1998年依照《办法》设立的新证券投资基金而言的。这些老基金一共有75只，大多成立于1991年10月至1993年6月这一期间，募集资金达80亿元人民币。然而，由于老基金成立与运作极不规范，存在诸多问题，在1993年金融机构整顿中受到调整。²此后，没有再设立老基金。虽然老基金又存在了一些时日，但终免不了2000年的摘牌清理规范命运。

老基金的从存到废，是一段无序历史的终结。但其教训是不会终结的，且值得我们反思。不规范运作是其失败的最重要原因。这一点新基金应引以为鉴。事实上，1997年的《办法》中的许多规定，就是针对老基金的种种弊端而设置的。

老基金的不规范运作，具体表现在以下三个方面。

第一，老基金的设立动机，有“圈钱”之嫌；是出于一种九十年代初对资金的强烈需求。当时，中国出现经济过热，投资饥渴症严重，社会普遍出现对资金的渴求。发行基金的动议，可以说就是为了解决资金需求这个问题。所以发行老基金，更类似于一种集资行为。事实上，也正因为涉嫌非法集资，老基金在1993年的金融秩序整顿中遭受调整。从而使老基金的危害性影响得以遏制。

于是我们可以看到老基金的种种怪现状：1、老基金的信托契约有欠规范，存在对投资者不公的现象。基金的管理人与发起人混为一起，甚至管理人就是发起人的一个部门，不具备独立法人资格；2、许多老基金的托管人就是发起人自己，根本谈不上相互监管；3、财务混乱。契约式基金是一种信托关系，其资产是一种信托资产，即资产属于基金持有人，只不过交由基金管理人管理，因此，基金资产必须与基金管理人资产分开。但我们不幸地看到：在老基金中，基金资产与管理人自有资产往往混在一起。4、有些老基金，竟然没有封闭期限，这对契约型封闭基金来说，是不可思议的。而且在老基金的设立监管上，也存在诸多漏洞：经人总行批准设立的有4只基金，经人民银行分行批准的有68只基金，经各级地方政府批准的有3只。在审批管理上，中国人民银行、中国证监会、地方政府，都参与管理。领导班子貌似强大，但实际管理上，力度还是薄弱，而且

注2. 参见：刘李胜，《共同基金：全球发展与中国对策》，中国经济出版社，1995年。

会造成管理混乱。当然，这一点在现在已得到改善。

第二，老基金在运作上存在失控状态。由于老基金在成立时就不规范，造成的后果，就是在运作上设有明确的发展方向，我们可以看到：大量的资金投向房地产、购买法人股，以及高息拆借资金，等等。其后果，造成基金资产严重缩水，基金资产中不良部分增多。好在，1993年6月停止设立老基金，否则后果不堪设想。其信息披露也极不规范不及时，经常误导投资者。

老基金的运作上，还存在基金经理的“内部人控制”现象。这体现在：

(1) 某些老基金的信托契约中存在此类条款：管理人或托管人可以提取双方认为合理地由本基金支付的其他任何费用。

这显然不合理！对此类隐蔽性收费条款，投资者只能选择：接受或不接受。这是因为在契约制定的博弈中，投资者是一个弱势团体，处于不平等的地位。

(2) 基金经理有滥投资和为己谋私利的情况。滥投资体现在基金大量的不良资产上。利用资产为己谋私利表现在基金资产与管理人资产没有分开，管理人有无偿占用基金资产的情况。

(3) 有较多的老基金在收益分配上，连续多年不向投资者实施分红。我们就可以理解《办法》中为什么强制新基金每年收益的90%必须用于向投资者分红了。同样，我们也可以理解投资者为什么被迫在二级市场进行投机。

第三，这也是最荒唐的一面，老基金在股市上，却受到了如同股票般的炒作。这种情况在1995年和1996年达到了登峰造极的地步。如果了解中国股市的庄股特征，这也就不奇怪：

(1) 老基金盘子小，75只老基金平均规模不到8000万基金单位，最大天骥基金为5.81亿元，小的武汉基金仅有1,000万基金单位。这样的规模偏小，极易受到庄家控盘。

(2) 投资者对基金缺乏必要的了解。在中国股市初期，投资者对于基金和股票的区别是模糊不分的。

(3) 我国股市还属于需求推动型。证券价格更多是由不断入场的资金所推动的。

老基金被炒作的高峰时期，其市场价与净值可以达数倍的溢价。这与成熟股市封闭式基金折价的情况形成鲜明对比。（也与当前新基金折价现象成对照）此时老基金，被戏称为“投机基金”。更有甚者，把95、96年集中炒作基金的现象，美其名曰：“基金革命”。

应该说，老基金的被清理搞牌、被规范重组是咎由自取。其最重要的教训：就是其运作的不规范和监管不力！这是新基金和当前管理层所必须引以为鉴的！我们也不希望发生在老基金上的历史，在新基金上会重新上演！我们也要看到：老基金成立的圈钱动机和二级市场的投机炒作简直就是中国股市的缩影！

正如吴敬琏所谈到：“股市不能太黑！”我们需要的是一个公平的（Fair）、透明的（Transparent）和有效率（Efficient）的市场！

第二节 规范发展阶段

证券业界之所以在习惯上称 1997 以后按照《办法》设立的证券投资基金为新基金，其原因在于这类基金在成立和运作上都已较“老基金”规范了许多。虽然仍有不少批评，但与老基金相比，确实有焕目一新的感觉。

我们注意到，《办法》本身的许多规定就是针对老基金发展中的种种缺陷、弊端而设立的。例如：《办法》中对基金信托契约的规范，就体现了对投资者的保护。再如，高比例分红的规定，许多国外专家认为会损害基金的可持续发展能力，但是若了解到老基金曾有过的连续多年不分红的现实，也就不难理解了。正如表 1-1 和图 1-1 所示，从 1998 年至今，我国的证券投资基金进入一个新的发展时期。

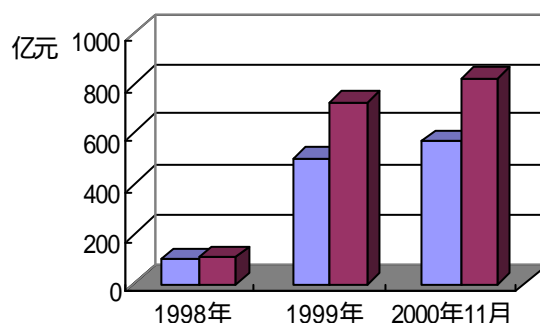
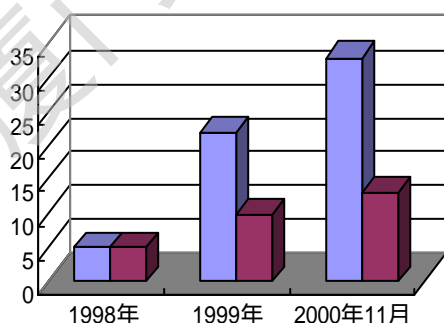
(1) 1998 年——新基金成立年。当年 4 月，基金开元和基金开泰正式成立，然而市场总是在开玩笑。两只基金在上市一个月内，基金价格不断上涨，最高超过 2.4 元，被戏称为“把三年的业绩都炒完了”。随后，安顺、裕阳、兴华三只基金成立。共有 5 家新基金上市。

(2) 1999 年——新基金发展年。在该年度，基金管理公司达到 10 家；上市基金新成立 15 家，上市基金总数达到 20 家。由于允许“一拖二”政策，出现了一家管理公司管理数家基金的现状。例如：博时公司管理的裕阳基金、裕隆基金、裕元基金，简称裕系基金；国泰公司管理的金泰基金、金鑫基金，简称金系基金；此外，还有同系基金、景系基金，等等。

(3) 2000 年——老基金清理重组年和超常规发展年。在本年度，老基金先被摘牌清算，规范重组为依《办法》设立的新基金。同时，本届证监会新领导作出了“超常规发展机构投资者”的决策。也在计划和制订许多具体措施，比如：保险基金和社保

表 1-1： 中国投资基金的发展

	1998年	1999年	2000年11月
上市基金数量	5	22	33
基金管理公司数量	5	10	13
基金规模(亿元)	100	505	567.18
基金持有证券市值(亿元)	107.538	730	819.51



■ 上市基金数量 ■ 基金管理公司数量

■ 基金规模(亿元) ■ 基金持有证券市值(亿元)

图 1-1： 中国投资基金的发展

基金入市及参与组建开放式基金已提到日程上来，计划成立中外合作基金，等等。

另外,《投资基金法》也在紧锣密鼓的制订和商讨中。这些都显示:中国投资基金即将进入一个前所未有的发展时期,面临着巨大的机会和挑战。

同时,在2000年还要关注的是:易方达基金管理有限公司、银华基金管理有限公司、宝盈基金管理有限公司等三家基金公司获准筹建;有可能在年底推出开放式基金;周小川主席又表示:要成立中外合作基金!这些举措,都是管理层“超常规发展机构者”思路的体现。这显示虽然近期有“基金黑幕”出现,但管理层支持基金发展等机构投资者的宗旨是不变的。

还引起注意的是:新基金品种不断创新。基金管理人在其各自招募书中明确了基于不同基金品种的投资理念。归纳而言,主要有八类,可参见下表。平衡型、成长型优化指数型、国企成长型、成长价值复合型、中小企业成长、重组型、平衡型、综合型。具体可参见表1-2。

新基金在市场的力量增强。如果说1998年新基金还显得“势单力薄”的话,那么,从1999年“5·19行情”后,新基金则明显说话份量增强。老股民们不会忘记在1999年初的基金所持股票还被市场所讥讽,但在5·19行情中,则风头甚劲,使基金获利颇丰。在2000年初股市的“春季攻势”中,基金重仓持有的科技股和网络股,则风流尽显。基金的动向也经历了投资者由漠视到被投资者密切关注的过程。

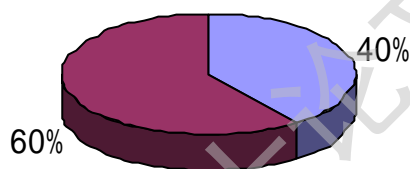
随着新基金在市场上的影响力量增强。我们也注意到在中国股市中,机构投资者结构也在发生变化。在1998年以前,股市机构投资者的主体力量是券商。在1998年新证券投资基金入市,以及1999年允许三类企业入市后,这种变化较为明显,具体可参见图1-2。从1999年的数据看,券商的自营帐户的流通市值为231.15亿元,而新基金的资产总值(包括现金、国债)约为730亿元人民币。已经超过券商成为市场的重要力量。我们可以大胆地预测,这种分化将进一步加剧。基金将成为机构投资者中的绝对主力。

之所以这样断言,是因为:1、老基金的清理规范,并改组成新基金;2、开放式基金的即将推出;3、社保基金的即将入市;4、管理层“超常规”战略的政策支持。

表1-2:基金品种、基金管理人一览表

基金品种	基金名称	成立日期	基金管理人
1、平衡型	安顺	1999.6.15	华安公司
	汉兴	1999.12.30	富国公司
2、成长型	裕隆	1999.6.15	博时公司
	天元	1999.8.26	南方公司
3、优化指数型	兴和	1999.7.14	华夏公司
	普丰	1999.7.14	鹏华公司
	景福	1999.12.30	大成公司
4、中小企业成长型	景博	1999.10.22	大成公司
	景阳	1999.10.22	大成公司
5、国企股成长型	金鑫	1999.10.21	国泰公司

6、成长价值复合型	同盛	1999.11.5	长盛公司
7、重组型	裕元	1999.10.28	博时公司
8、综合型	金泰	1998.3.27	国泰公司
	开元	1998.3.27	南方公司
	兴华	1998.4.23	华夏公司
	安信	1998.6.22	华安公司
	裕阳	1998.7.25	博时公司
	普惠	1999.1.6	鹏华公司
	泰和	1999.4.8	嘉实公司
	同益	1999.4.8	长盛公司
	景宏	1999.5.5	大成公司
	汉盛	1999.5.10	富国公司



■ 券商持有市值 (亿元) ■ 基金持有市值 (亿元)

图 1-2: 券商、基金持有市值对比

第三节 关于新基金的评价和争论

毋庸置疑，新基金在 1998 年至今，获得了长足的发展。然而，出于对“老基金教训”的记忆获新，舆论对新基金的关注一直未放松。

新基金的推出，反映出管理层的用心良苦，新基金是被人们认为具有稳定市场、防止过度炒作的的作用。但似乎现实总与人们的良好愿望开玩笑。基金开元、金泰甫一上市，本身就遭到了如同股票式的炒作，基金价格在一个月內，从 1 元钱上涨到超过 2 元钱。被戏称为“把基金三年的业绩都炒完了”。害得两只基金的管理人南方公司和国泰公司赶忙刊登提示性公告，请投资者防范风险。这一段尴尬事实，似乎与夏皮罗 (Shapiro) 对 MM 资本结构理论的调侃同出一辙，“美好的理论，碰上丑陋的现实。”

在 1998 年，基金在市场的力量还是微弱的。于是在 1998 年 9 月份和 12 月份，其单位资产净值竟然跌破面值，引起市场哗然，遭到了“专家理财、大失水准”的微词和讥讽。³

在 1998 年，对新基金的批评还集中在对基金的优惠政策——新股配售。众

注 3. 参见：戴伟华，“基金也成套中人”，《证券市场周刊》73 期，1998。

所周知，中国新股发行制度的缺陷，使得新股暴利的神话屡演不爽。例如，在1998年底上市的大唐电信，上市就有200%的涨幅，一个月后又上涨30%，也就是说，新基金凭借新股配售的权利，可以轻而易举地获取200%以上的收益。这等于是管理层向新基金送银子。要知道，市场是无情的，博击市场还得靠真本事。

在1999年，对新基金讨论的焦点主要在于：

(1) 基金管理人报酬是否过高？有文章质疑：2.5%的基金管理费率过高，这是再造“金饭碗”。⁴ 2.5%的管理费率意味着，20亿规模的基金管理人一年即使无所事事也可获5000万的管理费用，这的确是让人羡慕的金饭碗。然而，这在客观上削弱了基金管理人承担风险，开拓市场的能力。

(2) 是否设立“投资人协会”？因为封闭式投资基金容易产生“内部人”现象，使基金投资人利益受到损害。所以，要不要保护投资人，也成为当时的焦点。⁵

但就从1999年中期到2000年上半年，鉴于新基金的出色表演，总的说来，喝采声大于批评声。

新基金的出色表演，引起投资者对基金的投资行为进行密切关注。与其它诸如券商、三类企业、信托公司等机构投资者的隐蔽性行为相比，投资基金因为要受信息披露制度的规范，使其行为是一种半透明状态，容易被监控。随着人们对新基金的行为越来越了解，从2000年6月开始，对新基金不满的言论开始增多。

首先是人大常委会副委员长成思危发难，指出“目前我国证券投资基金有一种不好的倾向，就是几家基金联合操纵几只股票，最后把老百姓给套牢。”⁶

汪涛在《管它ST股PT股，基金照买不误》对新基金是在投资还是投机进行置疑。他指出几只被ST和PT的股票出现在其中，如ST深华宝、ST深大通、ST特力、ST深华新、ST百花村、PT红光，被6只新基金当作了持仓对象。⁷

平湖、李菁在《基金黑幕》中，更是对新基金提出尖锐抨击。抨击要点在于：

(1) 基金能稳定市场吗？(2) 基金有“对倒、倒仓”的操纵行为。(3) 基金管理人利用基金资产为其发起人——大券商谋利，故被称为券商的“资产管理二部”。(4) 存在着信息误导现象。

十大基金管理公司也不甘示弱，在三大证券报上予以回击。目前，对于这场争论未定论。

但我认为，对于舆论的批评，其作用是积极的。事实上，对新基金的批评，能促使新基金规范运作。例如，针对新股配售的批评，就造成此项优惠政策在2000年上半年被取消。新基金若购买新股只能网上申购，或者以战略投资者的身份网上预约申购。对基金管理人过高的管理费率的批评使得基金管理公司不得不修改基金信托契约，调低管理费率。目前，基金管理公司从基金净资产的提取比率降至1.5%，还是偏高。这些都说明了，舆论的批评只会促使基金规范运作，能够促进中国投资基金健康发展，也促使中国股市更加透明。

综上所述，《基金黑幕》所指出我国基金存在种种违规现象，对此需要一个监管和规范；但应该说，发展以基金为主体的机构投资者的思路还是正确和可行的。问题不在于要不要发展基金，而是如何对基金加强监管和促使基金规范运作。

注4. 参见：“基金三惑”，（未署名文章），《中国证券期货》1999年12月。

注5. 参见：“《投资基金法》焦点话题集萃”，《中国证券期货》1999年12月

注6. 参见：证监会《关于调整证券投资基金认购新股事项的通知》，《中国证券报》，2000.5.23

注7. 参见：汪涛，“管它ST股PT股，基金照买不误”，《证券时报》2000年9月8日

厦门大学博硕士论文摘要库

第二章 投资基金业绩评价与市场效率：文献评价与回顾

投资基金与市场效率研究是紧密联系的。首先，投资基金业绩评价是对强式市场有效性的检验。法玛 (Fama, 1991) 将有效市场假说作了修正，将市场效率的三个层次——弱式有效、半强式有效、强式有效分别修正为“收益预测研究”、“事件研究”、“私有信息检验”；相应的，基金业绩评价的研究从对强式有效性的检验转而变为对私有信息的检验。其次，市场有效假说的发展又导致两种基金管理模式：积极管理模式和消极管理模式。

因此，本章试图对基金业绩评价方法和有效市场假说的发展作一简要回顾。

第一节 业绩评价综述

业绩测度和评价是投资管理过程的一个内在组成部分，它可以看作一种能使投资管理更加有效的反馈和控制机制。进行业绩评价的主要任务有两个：

- (1) 确定证券组合业绩是优秀还是低劣。
- (2) 确定业绩是源于运气还是源于基金经理高超的操盘技巧（能力）。

一般认为：评价投资组合的业绩至少需要四年的时间跨度，并且在这一时间跨度内，需要检验多个时期的回报率——一般是月回报率或季度回报率。因此，在有关基金业绩评价的文献中，样本时间跨度一般都在十年以上。而本文的样本研究时间显然不够长，所以，本人在前面部分中提到本文的研究只是尝试性、抛砖引玉的工作。

如何合理地进行业绩评价方法，或者说，建立一套基金的业绩评价指标体系？应该说，在这一方面，西方学者提出了许多理论和模型。在众多的评价方法和模型，大致可分为三类：

一、收益率评价方法

历史收益率是一种通俗易懂的指标。在实践中也是最常使用的方法。基金的收益率指的是在基金投资期时期内，基金净资产的增值幅度。基金净资产通常用单位资产净值(Net Asset Value, 简写 NAV) 来表示，指的是每基金单位的净资产。

对于封闭式基金来说，投资者只要考察基金的年初单位资产净值 (NAV) 和年末的单位资产净值 (NAV)，就可迅速知道该基金增值与否；对于开放式基金而言，考虑到年中的增购或赎回以及分红的因素，就不能简单对比期初 NAV 和期末 NAV 了，而是需要计算基金的收益率。具体而言，单位资产净值按公式 2.1 确定：

$$\text{单位资产净值 (Net Asset Value)} = \frac{\text{净资产总值}}{\text{发行在外的基金总数}} \quad (\text{公式 2.1})$$

实务中，证券组合的单期历史收益率主要指考虑分红、利息、资本利得后的单位资产净值的增长幅度。可按公式 2.2 确定：

$$r_t = \frac{C_t + D_t + (V_{t1} - V_{t0})}{V_{t0}} \quad (\text{公式 2.2}) \quad \text{其中, } V_{t1}:$$

证券组合的期末市值

V_{t0} ：证券组合的期初市值

C_t ：资本盈利

D_t ：现金分红和利息收入

显而易见，这种方法最大优点是简单明了，一目了然。但这种方法也被认为是只简单地说明了基金的增值程度，而未考虑基金投资组合的风险。一般认为，基金经理勤勉理财的原则有两个：一是获取收益，二是规避风险。当然规避风险的程度也与基金经理的投资取向有关，对于成长型基金来说，其风险可能较大，而对于平衡型基金来说，它的取向在于分享所投资上市公司的长期经营成果，因此，风险可能会小。因此对于不同风险等级的基金来说，只采用收益率法来评价业绩，可能会不客观。许多投资基金是通过对比其历史收益率与市场收益率来说明基金经理的业绩。其缺陷是没有考虑到证券组合的风险。不同类型的基金因其风险等级不同，而会造成其历史收益率也不具有可比性。为了克服这些缺陷，研究学者们分别提出了不同的评价指标和模型。

二、基金业绩的传统评价方法

既然收益率法未能考虑风险因素，那么，如何建立一套能反映风险的业绩评价方法。鉴于此，特利诺、夏普、詹森 (Treynor, Sharpe, Jensen) 分别提出了三种经风险调整的收益率评价方法 (Risk-adjusted Return)。这三种评价方法的关键点在于如何衡量风险。我们随后将会具体介绍。这里先作一简单说明：三种评价方法在衡量风险时，主要使用的马柯维茨投资组合理论的收益率标准差 (R_p) 和资本资产定价模型 CAPM 中的 β 系数 (即系统性风险)。正因为此，这三种方法也被称作建立在马柯维茨投资组合理论和资本资产定价模型之上的基金业绩评价方法；也因为上述二种理论被称为资本市场的传统定价理论，所以，此三种业绩方法被视作传统基金业绩评价模型。

1、 特利诺指数 (Treynor Index)

特利诺提出 (Treynor, 1965) 一种评价投资组合的指标, 被称之为“特利诺指数”。夏普 (Sharpe, 1995) 在其名著《投资学》中则冠以 Reward-to-Volatility Ratio (RVOL), 即回报波动比率。

$$T_p = \frac{R_p - R_f}{b_p} \quad (\text{公式 2.3})$$

其中, R_p 表示投资组合的平均收益率

R_f 表示无风险利率

b_p 表示组合的系统性风险

特利诺认为: 根据 CAPM, 投资组合的管理者应该消除所有的非系统性风险, 因此, 只有证券组合的系统性风险才能反映基金的真正风险。这样, 需要用系统性风险即 b_p 来调整基金的收益率, 才可以较为准确地反映基金的业绩优劣。 T_p 值越大, 则说明证券组合的管理业绩越高, 反之, 则越低。

2、 夏普指数 (Sharpe Index)

夏普 (Sharpe, 1966 年) 也提出了一种以组合总风险来调整组合超常收益的指标, 被称之为“夏普指数 (Sharpe Index)”。在《投资学》中, 夏普本人则称之为 RVAR, 即回报变易比率。公式如下:

$$S_p = \frac{R_p - R_f}{s_p} \quad (\text{公式 2.4})$$

其中, s_p 表示证券组合的总风险。

夏普指数 (Sharpe Index) 与特利诺指数 (Treynor Index) 的区别在于: S_p 用组合总风险 s_p 来调整收益, 而 T_p 则用组合的系统性风险 b_p 来调整收益。也可这么说, Sharpe Index 是建立在资本市场线 CML 之上的风险调整业绩测度指标, 而 Treynor Index 则是建立在证券市场线之上的风险调整业绩测度指标。两者可以在坐标系上分别用 CML 和 SML 表示出来并可以直观地看出二者的区别。Sharpe Index 的优点在于: 对于管理较好的投资组合, 其总风险可能比较接近系统性风险; 但 Sharpe Index 的缺陷在于: 对于管理不善的投资组合其总风险可能因非系统性风险不等而相差甚远。

3、 詹森指数 (Jensen Index)

也被成为事后阿尔法测度, 它是詹森 (Jensen, 1968) 在其经典文章中提出

Degree papers are in the "[Xiamen University Electronic Theses and Dissertations Database](#)". Full texts are available in the following ways:

1. If your library is a CALIS member libraries, please log on <http://etd.calis.edu.cn/> and submit requests online, or consult the interlibrary loan department in your library.
2. For users of non-CALIS member libraries, please mail to etd@xmu.edu.cn for delivery details.

厦门大学博硕士学位论文摘要库