

# 股票估值难度与基金信息优势\*

郭庆云 罗荣华 刘 阳

〔摘要〕相对于个体投资者,作为专业机构投资者的基金经理是否更擅长分析那些难以估值的股票,从而体现出其信息优势或专业技能?为探究该问题,本文基于信息不确定性构建了股票估值难度指标,基于2005-2016年的历史数据进行分析,得到了一系列结果。第一,实证分析发现基金在估值难度较高的组合上获得的收益优于低估值难度组合,基金在整体上表现出一定的信息优势。第二,好基金虽然在不同估值难度组合上的表现都比差基金好,但该差异仅在低估值难度股票组合上显著,表明好基金相对差基金的信息优势并不在于私有信息的获取,而是对公开信息的基本分析和处理能力,体现在其基本分析能力上。第三,进一步的实证结果显示,好基金能够发挥其比较优势,在那些估值难度较低的股票上配置更大的权重;并且基金的基本分析能力,能够作为预测因子较好地对基金下期业绩进行预测。

**关键词:** 估值难度 信息优势 选股能力

**JEL 分类号:** G11 G14 G23

## 一、引言

关于基金是否具备信息优势从而展示出较强分析能力的研究一直是基金领域最重要的课题之一,因为这涉及到基金最本质的功能:能否为其客户群体创造价值。由于基金的信息获取和分析能力不能直接度量,已有研究通常都是转而考察基金的交易策略和业绩表现,构造各种衡量基金选股能力或技巧的指标,应用这些指标对基金业绩进行分析,并认为那些能够持续产生经风险调整的超额收益的基金具备了良好的信息挖掘能力和选股技巧。然而,基金的历史绩效只是基金信息优势和管理能力的结果,并没有区分和反映出基金信息优势的具体表现形式和作用渠道,只有明确地对基金业绩背后信息挖掘的渠道和机制进行研究,才能更好地评判基金是否真的具有信息优势。国内学者有少量研究探讨了基金的信息优势,但这类研究几乎都是从基金是否能在某一类具体事件上取得超额收益来进行推断<sup>①</sup>,对于全面深入地理解基金的信息优势及其来源的讨论仍然较为欠缺。为深入探究该问题,必须从根本着眼,即从所有基金都要面对的最基本的工作——如何对股票估值——入手进行研究。

\* 郭庆云,西南财经大学金融学院,博士研究生;罗荣华,西南财经大学金融学院,教授;刘阳,西南财经大学金融学院,副教授。

① 例如,在已有的研究中,韩燕等(2011)使用能否预测未来发生的并购事件作为基金分析能力的代理变量,发现某些基金确实具有超群的分析能力;林树等(2012)通过观察基金在非关联交易股票上的表现来探讨其是否存在信息优势;刘莎莎等(2013)从基金风险调整的角度来探讨信息优势和选股能力等。

股票估值的影响因素多种多样,从宏观经济、行业周期、公司财务和治理等基本面因素到波动率和成交量、投资者情绪等市场因素,众多方面的信息都可能对股票估值产生影响。对于投资者来说,即使获取了关于某上市公司的所有公开可得的信息,但将这些信息应用到给股票估值时仍然存在一定的不确定性,例如现实中投资者对某公司下一期净利润和每股收益进行预测时需要对公司经营状况、盈利及其持续性、未来的经济和行业等多种信息进行判断,而这些信息往往都是不确定的,因此对公司收入和盈利的预测都带有一定的主观色彩,很难做到所谓的精准预测。更何况很多时候公司层面的信息披露还非常匮乏,在新兴市场国家更是如此(Chan and Hameed, 2006)。信息不确定带来的后果就是股票估值难度的增加,当决定估值的信息不确定性程度越高时,“正确”给股票估值的难度就越大。而如果机构投资者具备更强的信息优势,他们就能够从那些信息不确定程度较严重的股票中挖掘出更多信息从而更准确地定价。需要注意的是,本文所说的信息既包括了所有公开可得的信息,也包括机构投资者从其他渠道获得的私有信息。理论上来说,越难估值的股票被错误定价的可能性越大,而信息优势在这些容易被错误定价的股票上能够产生更大的价值,其直接推论就是如果机构投资者有信息优势的话,他们应该在那些不确定性较严重、较难估值的股票上获取更高的收益。本文希望通过实际数据对上述论断进行验证,帮助投资者更加深刻地理解基金这样的机构投资者其信息优势的作用渠道以及选股能力的具体体现。

为此,根据已有研究,本文从公司财务状况、市场情绪以及第三方评价三个方面提取出多个衡量信息不确定及分析难度的指标并加权为一个综合估值难度指标,以考察基金持有的不同估值难度股票组合的收益率是否存在差异。研究结果表明,整体来看基金在其持有的较高估值难度组股票上能够获得正的风险调整收益,并且该收益率显著高于在低估值难度股票组合上获得的超额收益,表明基金群体的确存在信息优势。进一步地,为了区分不同基金之间在信息挖掘和分析能力方面的差异,本文将市场上的主动型基金按照历史业绩分为好、中、差三组,观察好基金与差基金在不同估值难度股票组的表现。结果显示,好基金与差基金在低估值难度股票组的收益差距最大且最显著,由于基金在低估值难度持股组合上的收益主要体现了收集和运用那些公开且相对容易处理的信息的能力,可以看做是基金经理的基本得分,而在高估值难度持股组合的收益则主要体现出了对难以得到的私有信息的获取能力以及难以处理的不确定信息的分析能力,可以看做是基金经理的难度得分,因此这个结果说明好基金与差基金的信息优势差距主要体现在对公开信息进行加工的基本得分上,而不是难度得分。数据分析还显示,好基金能够较为充分地发挥其比较信息优势,相对差基金而言,在那些估值难度较低的股票上配置更大的权重。最后,本文发现基金在估值难度较低股票上的表现,也即基金的基本分析能力,能够作为基金业绩的预测因子。

本文在理论上的主要贡献在于拓展了机构投资者信息处理机制与资产配置行为的研究框架。具体来说,本文从股票估值难度入手,对基金的信息优势进行了分类和量化,并在此基础上证实了基金在特定信息类别存在信息优势,对基金管理能力的研究提供了新的思路。本文的研究结果有很好的现实意义。根据本文的研究结论,基金如何脚踏实地做好对已有公开信息,特别是相对基础的信息的研究和利用,是加强基金信息优势、提升其业绩的关键,而一味追求那些不确定性更高、容易被市场情绪赋予更多空间和想象的高估值难度股票并不能反映出基金自身的信息优势,也难以提升其业绩。

本文的后续安排如下:第二节在对相关文献回顾的基础上提出了研究假设,第三节给出了本文的研究设计;第四节汇报、分析了主要实证研究结果,第五节是本文的总结。

## 二、文献回顾与研究假设

### (一) 估值难度与股票定价

估值难度是指从公开可获得的信息中对股票准确估值的难易程度。Baker and Wurgler (2006, 2007) 在研究投资者情绪对股价的影响时指出, 股票估值的主观程度会直接影响投资者对其估价的范围。例如一只还没有盈利的小盘股, 没有红利发放, 如果其公司规模增长速度非常快, 投资者面对这种缺乏历史盈利数据同时又有无限增长机会的股票, 可能会给出一个非常宽泛的估值范围, 从极低到极高都有可能。此外, 股票的套利难易程度也会影响其估值的不确定性, 众多理论和实证研究都表明那些成立时间较短、规模较小、暂无盈利、爆发式增长或者陷入财务困境的公司, 其股票的波动率太大、交易成本较高因此有着很高的套利成本和风险 (Wurgler and Zhuravskaya, 2002; Amihud and Mendelsohn, 1986; Lamont and Thaler, 2003; Mitchell et al., 2002)。此外, 股票过低的流动性也会使得潜在的套利者面临较大的冲击 (Brunnermeier and Pedersen, 2005)。这些研究都表明, 无论是由于信息的不确定引起的估值主观程度的增加, 还是难以套利所引起的定价不确定性的增加, 都会给股票估值带来难度, 这一类股票也被称作是难以估值 (hard-to-value) 的股票。

显然, 当投资者面对估值难度越高、估值越复杂的股票时, 就越难以给出准确的估值, 这一点可以从行为金融学的研究中找到大量直接证据: Daniel et al. (1998, 2001)、Hirshleifer (2001) 等都在其行为金融理论模型中证明, 当投资者交易那些更难以估值的股票时, 他们的行为偏差会更显著, 也更容易出现投资和定价错误。Barber et al. (2009) 则认为相比机构投资者, 个人投资者更容易受到情绪的影响从而产生定价偏误。实证研究方面, Kumar (2009) 直接研究了个人投资者面对股票和市场层面的不确定性时的行为偏差, 他们用特质波动率、换手率和上市时间来衡量股票信息的不确定和估值难度, 发现个人投资者在那些特质波动更高、换手率越高、上市时间越短从而估值难度越大的股票上所表现出的处置效应和过度自信偏差都要更显著; 同时, 知情交易者则倾向于利用个人投资者的上述行为偏差来获利。在稳健性检验中, 他们尝试用股票基本面的不确定性指标如现金流波动率、盈利波动率、无形资产比例等来代替之前市场交易层面不确定性指标, 得出了类似结论。

Zhang (2006) 将信息不确定性定义为信息对公司价值影响的模糊程度, 并按来源将其分为公司基本面的不确定和信息披露的匮乏两类, 结果表明当信息不确定程度越高时, 动量和盈余漂移等定价偏误现象会更严重。按照该思路, Cornell and Landsman (2014) 在控制公司基本面估值难度变量后, 发现如果公司的会计信息质量更高, 投资者在那些估值难度较高的股票上产生的定价偏误程度会降低。此外, 众多研究还发现新兴市场的股价同步性要显著高于发达市场 (Chan and Hameed, 2006; Morck et al., 2000), 也表明新兴市场的个股层面的信息产出是较为缺乏的, 而亚洲市场普遍存在的较低信息披露质量和公司透明度会进一步加大信息不对称的程度 (Fan and Wong, 2002)。

综上, 本文从公司基本面信息 (如营收波动性、固定资产占比等)、市场信息 (如股价波动率、定价方程的拟合优度等) 和第三方机构评价 (如分析师人数跟踪人数、审计费用等) 三个方面构造了反映股票估值难度的指标, 并推断个人投资者在面对信息不确定较严重、估值更加困难的股票时, 越容易产生定价偏误; 而如果相对成熟的机构投资者在分析能力和信息获取渠道方面有优势, 则可能会利用该偏误来获利, 此时搜集和挖掘信息带来的价值就会更高 (Lai et al., 2008)。

### (二) 基金信息优势

基金类机构投资者通常被认为具有个人投资者不具备的优势, 包括更好的专业知识和技能, 更

广泛的信息获取渠道和范围,更精确的分析和选股能力等。其中,对基金选股能力的测度大多等价于对基金业绩和表现的衡量。这方面的研究基本都是通过观察基金持股能否取得风险调整后的超额收益率来进行的,也即采用各类资产定价模型计算基金净值或者投资组合的阿尔法(Grinblatt and Titman, 1993; Daniel et al., 1997)<sup>①</sup>。也有一些人试图采用其他方法来衡量基金选股能力,如Kacperczyk et al.(2008)提出的收益率缺口指标(return gap)就是用基金的净收益率减去按照基金最近披露的持股组合计算的理论当期收益率,他们认为该收益率缺口指标代表了选股能力的持续性,能够捕捉到不可观测的基金管理行为和效果,因此收益率缺口为正且取值越大的基金在未来的表现也越好。

然而,对于基金信息优势的衡量,则缺乏统一的标准。信息优势既包括了对公开信息的综合分析能力也包括了潜在的私有信息获取能力,而这两种渠道都较难直接量化。对此,部分学者认为如果基金在某个时段或者某个事件上获取了异常收益,那么就可以认为基金是具备信息优势的,如Wermers(2000)、Gibson et al.(2004)、Baker et al.(2010)、Kacperczyk et al.(2014)等都发现至少部分基金投资组合能够战胜市场基准,从而认为基金在观察和处理与股价相关的信息时相比其他非成熟投资者有更强的分析能力。另一种思路则认为信息优势应该主要体现在交易行为而不是持股表现上,通过观察其交易的股票是否存在错误定价从而判断该交易是否属于知情交易。运用这一思路,Chen et al.(2000)采用基金的季度持股数据研究了主动型基金的交易情况,他们发现整体来看,基金买入的股票比基金卖出的股票表现要好,基金的买卖行为体现出基金对错误定价股票的识别能力,因此作者认为基金经理存在信息优势。在此基础上,为了将信息驱动的交易与流动性驱动的交易区别开来,Alexander et al.(2007)提出如果基金买入(卖出)股票的同时存在较大的基金资金净流出(流入),那么基金的交易更可能是出于信息角度;而如果基金买入与基金资金净流入是正相关的,那么基金的买入行为则更多是出于组合再平衡的目的,很可能与信息无关。

还有一些研究从市场微观结构的角度出发探讨信息优势与知情交易。例如Amihud and Mendelson(1986)认为做市商市场中买卖价差的大小衡量了基金信息优势的程度,信息交易的程度与买卖价差是正相关的。因为知情交易者只会在竞卖价较低的时候买入,而在竞买价较高的时候卖出,因此做市商会预见到与知情交易者交易时损失较大,成本更高,从而做市商倾向于设置更宽的买卖价差。因此,现实中更大的买卖价差也意味着更大的信息不对称,而基金在这些股票上的交易则意味其拥有潜在的信息优势(Coughenour and Shastri, 1999)。此外,Easley et al.(2002)提出了一个测量信息交易强度的指标PIN(probability of informed trading),给定某只股票,PIN测量了在某个确定的时期内信息引发的交易指令占总交易指令(知情交易和非知情交易)的到达比例。

特别值得注意的是,基金业绩表现虽然在一定程度上能够代表基金的信息优势,但严格来说,基金业绩应该是信息优势的必要而非充分条件。具备信息优势的基金往往会表现较好,但表现好的基金不一定具备特别的信息优势。然而由于信息披露所限,又无法从基金的每笔交易和微观角度探寻其信息驱动的可能性。基于此,本文引入了股票估值难度这一中间变量,对基金的信息优势进行探究与检验。由于股票估值难度上的区别主要是由公司信息不确定性的差异所引起的,通过观察基金在不同估值难度股票组合的表现,就能够判断基金是否具备信息优势。更进一步地,还可以将基金的信息优势进一步分解为侧重私有信息的挖掘能力和偏向公开信息的基本面分析能力。由于估值难度较高的股票信息不确定和不透明程度更大,因此基金如果在这类股票上获得更好收益更可能意味着基金拥有更多的私有信息;而那些估值难度较低的股票其信息相对比较公开和透

<sup>①</sup> 在求基金组合的风险调整收益率时,为了突出其主动性收益,有时并不直接采用基金持股权重,而是用基金持股权重减去市场权重后的超配比例来加权。

明,如果基金在这类股票上获得更好的收益,那么基金的信息优势更可能体现在对已有公开信息进行更好的解读与分析。

国内有大量学者对基金选股能力、择时能力或者绩效进行了多角度、全方位的研究。例如但不限于,牛鸿和詹俊义(2004)用非参数方法检验了基金的择时能力;陈志平和林瑞跃(2005)用DEA方法对基金的绩效进行了评估;余佩琨(2009)发现在信息透明度较低的中国资本市场中,机构投资者能够通过知情交易获得更高的收益;姚颐等(2011)将基金的交易行为区分为新进入、新退出、增减仓三种情况,对基金投资是否追求价值进行了分析;陈浪南等(2014)对时变贝塔条件下的基金多市场择时能力进行了研究。更多的研究不一一赘述。

相对于大量基金业绩的研究,对基金信息优势的研究则寥寥,而且与本文的视角都不尽相同。如前所述,韩燕等(2011)使用能否预测未来发生的并购事件作为基金分析能力的代理变量,发现某些基金确实具有超群的分析能力;林树等(2012)通过观察基金在非关联交易股票上的表现来探讨其是否存在信息优势;刘莎莎等(2013)从基金风险调整的角度探讨信息优势和选股能力;张宗新和杨通旻(2014)通过观察基金在财务数据公布前后基金的介入及收益来判断基金是否有私有信息。

### (三)研究假设

本文想探讨的根本问题是基金是否存在信息优势。根据前文的分析,可以通过观察基金在不同估值难度组股票的表现来进行检验。由于估值难度较高的股票其公开获得的信息更少、透明度更低、信息不确定性更严重,同时公司基本面和市场情绪等指标波动率更大从而分析难度更高,要想在这些难以分析的股票上表现更好,必须拥有针对这些股票的信息优势。据此,本文提出随后的假设1:

H1:如果基金整体存在着信息优势,那么总体上基金在估值难度较高的股票组合上获得的收益要大于在估值难度低的股票上获得的收益。

本文进而分析基金之间信息优势的差异所在,包括他们的信息分析能力和私有信息获取能力。如果将基金按照其历史业绩排序并分为好、中、差基金,那么理论上那些表现较好的基金相比表现差的基金更可能有信息优势,因此在同等估值难度持股组合上好基金比差基金的表现更好。自然而来的问题是,好基金与差基金在何种估值难度持股组合上的收益差别更明显?由于本文构造的估值难度指标是基于公司基本面信息不对称程度、市场波动和情绪等方面,因而估值难度比较高的股票本质上有两个特征:第一,公共信息相对较少,私有信息较多;第二,对于私有信息部分,该类信息的波动和不确定性较大,分析和处理起来更为困难,也更不容易获取。由此,好基金与差基金如果在估值难度较高的股票上收益差别更明显,说明好基金在获取私有信息和处理不确定性的能力上都比差基金强。而估值难度比较低的股票其信息披露相对比较充分、信息透明度更高,公司基本面较为稳定且信息不确定程度较低,因此好基金与差基金如果在估值难度较低的股票上获得的收益差别更显著,则说明好基金的信息优势主要表现为对公开信息的加工和处理能力。

从现实来看,我国公募基金的信息获取渠道基本都是券商研究报告以及基金自己进行的上市公司实地调研,而这些信息在基金圈层内的传播和扩散速度非常快,据此本文认为在挖掘上市公司私有信息方面各基金的能力差别不大,基金的主要信息优势差别在于对已有信息的加工和处理,从而本文提出以下的假设2:

H2a:好基金在不同估值难度的持股组合表现都优于差基金;

H2b:好基金与差基金在低估值难度股票组合上的收益差距,将高于二者在高估值难度股票组合上的收益差距。

更进一步地,本文还探讨基金的信息优势将在多大程度上决定其业绩。如果假设2成立,也即

基金之间的信息优势差距主要体现在基本面信息的获取和分析而非对私有信息的挖掘,对于那些拥有较强信息挖掘和分析能力的基金来说,其更好的选择是发挥其比较优势并将资金更多地配置在那些估值难度低的股票上,从而以更低的信息挖掘成本获取更确定的收益,拉开与其他基金的业绩排名差距。反而是那些分析能力较差的基金会选择将运气押在那些更难估值,也即信息更加不透明、基本面波动更大的股票上,希望博取更高的收益。由于基金之间在高估值难度股票上的表现差异不大,因此前期踏踏实实在低估值难度股票中挖掘价值并取得较高收益的基金可以认为是具备了更高的基础分析能力,并可以作为其下期业绩的预测和归因因子。据此,本文提出以下的假设 3:

H3a: 由于好基金与差基金之间的信息优势差异主要表现在对公开信息的处理能力上,为了最大化其比较优势,业绩较好的基金将配置更多资金在估值难度较低的股票上;

H3b: 那些在估值难度较低的股票组合上取得更高收益的基金,其下期的表现将更好。

### 三、变量构造与实证设计

#### (一) 估值难度指标选取

为了衡量股票的估值难度,在借鉴已有文献的基础上本文从以下几个角度对估值难度的代理变量进行了选择:第一,市场层面。股票的交易价格能够被所有人都观测到,同时几乎所有的公开信息都反映在了股价之中,因此价格的波动与同步性等指标可以用来衡量信息不确定程度和定价的难度。第二,公司基本面因素。上市公司财务状况是否稳健、信息披露是否完备、公司治理的好坏等直接关系到能否准确地评估公司的营运和盈利能力,从而影响对其股票估值的难度。第三,从市场第三方参与者角度来衡量。如果市场上有更多声誉更高的第三方参与者对公司进行分析,那么就更有可能是对其进行准确定价,比如证券分析师跟踪人数以及该审计公司的会计师事务所规模等都间接地衡量了股票的估值难度。此外,为了与基金持股披露数据匹配,每半年更新一次所有股票的估值难度得分,因此本文的股票估值难度形成期均为半年。以下分别对这三个方面选取的指标进行详细说明:

##### 1. 市场层面估值难度指标

本文分别选取了四个市场层面的指标来衡量股票估值的难度:1, 股价波动系数(STD); 2, 特质波动率(idiosyncratic volatility, IV); 3. 用资产定价模型对收益率拟合时的  $R^2$  值; 4. Amihud 非流动性指标。其中前两个指标主要衡量的是收益率的波动程度,波动程度越大说明信息的不确定程度越大、可能的估值范围越宽,从而估值难度越高; $R^2$  指标衡量的是个股收益能够被系统性定价因子解释的部分, $R^2$  值越小,表明不能被系统性风险预测的部分占比更高因而估值难度更大; Amihud 非流动性指标则衡量信息不对称程度,该指标越大,信息不对称程度越高。

股价波动系数(STD)利用股票在形成期的周收益率标准差除以其期初股价来得到,用期初股价进行调整是为了使该波动指标具备可比性。计算股票的特质波动率时,本文采用 Fama-French 三因子模型对当期周收益率序列进行回归,得到的残差求波动率即为本文的 IV 变量。 $R^2$  的计算则借鉴已有文献用当期周收益率数据基于对市场组合与行业组合进行回归得到,具体地,在每个时期周收益率数据对以下方程进行回归:

$$r_{j,t} = \alpha_j + \beta_j r_{m,t} + c_j I_{j,t} + e_{j,t}, \quad (1)$$

其中,  $r_{j,t}$  代表股票  $j$  在第  $t$  周收益率,  $r_{m,t}$  代表第  $t$  周市场收益率,  $I_{j,t}$  代表股票  $j$  所在行业  $I$  收益率,回归后的  $R^2$  值命名为变量 Rsqr1。在对我国股票市场的研究中,冯用富(2009)认为这种市场组合与行业组合有较大的相关性,放在同一方程中回归会造成多重共线性,因此为了稳健起见本文

还采用单因子模型得到了  $R_{sq2}$ <sup>①</sup>。

Amihud 非流动性指标,  $j$  股票  $t$  时期的指标构造如下, 其中  $n_{j,t}$  代表股票  $j$  在  $t$  时期的交易天数,  $R_{j,t,d}$  代表  $j$  股票在第  $d$  天的收益率, 而  $V_{j,t,d}$  代表  $j$  股票第  $d$  天的成交量(以十万元人民币为单位)。

$$Amihud_{j,t} = \frac{1}{n_{j,t}} \sum_{d=1}^{n_{j,t}} \frac{|R_{j,t,d}|}{V_{j,t,d}} \quad (2)$$

## 2. 基本面估值难度指标

根据已有研究, 本文分别从公司的自身特征、发展与盈利的稳定性、公司治理角度选取了如下衡量股票估值难度的指标:

规模(Size)。通常情况下, 规模越小的股票, 由于其公开资料相对更少, 也更容易受到市场情绪的影响, 估值难度越高。本文用上市公司的形成期期初的总市值来衡量规模<sup>②</sup>。

固定资产占比(PPE)。一个企业资产的有形性会影响对其估值的难度, 企业无形资产占比越高, 通常更难以衡量其价值; 而有形资产占比越高则相对容易理解和估值(Baker, 2006)。类似地, 如果企业的研发支出较高, 也更难以估计其预期后果因而估值不确定程度更高。不过, 鉴于我国上市公司研发费用的信息披露缺失较为严重, 特别是 2009 年之前几乎很少有企业单独披露研发费用, 因此本文采用形成期期初的固定资产额占期初总资产比例来衡量估值的难度, 该比例越低对该公司的估值越困难。

账面市值比(BM)。账面市值比越低的股票其潜在的成长性越大, 但同时估值难度也越高(Baker, 2006; Kumar, 2009)。本文用公司的期初权益账面价值除以总市值得到 BM。

营业收入波动率(IncomVot)。当企业营业收入增长率异常高或者异常低的时候, 都会增加企业发展的不确定程度, 更难以对其准确估值。本文用营业收入波动率作为衡量股票估值难度的一个指标, 营业收入波动率越大, 估值难度越高。本文采用个股前 8 个季度的营业收入来计算其波动率。

ROA 和 ROE 的波动率(ROAVot、ROEVot)。为了衡量企业盈利的稳定性, 本文构造了 ROA、ROE 波动率指标, 具体的构造方法为, 用前 8 个季度的 ROE、ROA 波动率作为衡量当期股票估值困难程度的指标。

股权集中度(S1、S210)。股权集中度是公司治理的一个重要变量, 股权太分散容易引发较严重的代理问题, 不利于公司的整体运营和投资者保护(La Porta et al., 1998), 也会增加公司的不透明程度和估值难度。本文采用第一大股东持股比例 S1 对估值难度进行衡量, S1 越小估值难度越高。作为补充本文还引入了第二到十大股东持股比例(S210), 该比例越高股权越分散, 估值难度较高。

## 3. 第三方估值难度指标

分析师跟踪人数(AnalystCover)。许多研究都表明分析师跟踪人数越多, 该公司的主动信息披露程度以及市场对其信息的挖掘都将更加充分, 例如 Lang and Lundholm(1996)发现公司分析师覆盖程度与信息披露得分呈正比; Hong et al.(2000)认为分析师覆盖可以作为降低信息不对称程度的指标; Glesason and Lee(2003)发现分析师关注越多的公司, 公告后价格漂移现象越轻微。考虑到分析师收集信息、消化分析、最终发布等需要一定的时间, 因此本文用之前一年跟踪该公司的分析师人数作为估值难度的一个代理变量, 该变量越小对应更高的估值难度。

会计事务所规模(AuditCost)。会计事务所规模越大其声誉通常也越高, 出具的审计报告在信

① 研究结果发现以  $R_{sq2}$  为依据将基金所持股票按难度分组的结果, 与以  $R_{sq1}$  为依据进行分组得到的结果是一致的。

② 本文也以流通市值作为估值难度分组标准进行了稳健性检验, 结论不变。

息披露的完善程度、真实有效性等方面都有一定优势,因此会计事务所规模也被侧面用于衡量上市公司的信息不透明程度。国外通常采用是否由四大会计师事务所(Big Four)来衡量信息透明度(Francis,2004;Fan and Wong,2005),比如Lang(2011)发现公司当被四大所审计时会减少盈余管理。由于本文将股票按估值难度分为三组因而不适宜采用是否为四大所的赋值法,而是先计算出每个会计事务所在每个年度对上市公司进行审计所获得总收入,然后以收入规模按照从大到小的顺序对会计师事务所进行排序。当总收入最高的会计事务对应的审计上市公司数目小于等于上市公司样本总数的30%时,这些公司样本对应的是会计师事务所规模最高的组,也即估值难度最低组;类似地,将累计对应上市公司数目位于30%到70%区间的样本分为第二组;最后30%的公司样本为第三组也即最高估值难度组。

## (二)实证研究设计

在每个时期的期末,本文对A股市场上的所有股票按照前文所述的估值难度指标按从小到大的升序排列后分为1、2、3组,每组所占的比例各自为30%、40%、30%。由于我国基金每半年才公布一次其全部资产组合,本文在后续研究中以每半年作为一个时期。需要注意的是,既可能存在股票估值难度高而估值难度分组指标数值高的情况(如收益率特质波动越大,估值难度越高),也可能存在估值难度高对应指标数值低的情况(如账面市值比BM越低,估值难度越大)。

根据每个时期基金的持股数据,本文将基金持有的每只股票按照前述估值难度指标赋值。为了检验假设1,即基金整体是否具有信息优势,本文将基金行业所持有的全部股票按其估值难度分为3个组,以基金持有该股票的规模为权重,分别构造估值难度高、中、低三个资产组合<sup>①</sup>。进而,本文考察这三个不同估值难度组合的表现。由于基金持股数据每半年会更新一次,因此基金行业持有的不同估值难度股票组合也会每半年更新一次,构成整个样本期间内的三组收益率时间序列。在衡量这三个不同估值难度资产组合的表现时,本文分别采用了市场风险调整收益率、三因子和四因子模型Alpha来衡量三种难度组合的表现。四因子模型是将各估值难度组合的月度收益率序列进行如下回归

$$R_t - R_{ft} = a + b(R_{Mt} - R_{ft}) + sSMB_t + hHML_t + mMOM_t + e_t \quad (3)$$

其中, $R_t$ 是某种估值难度的股票组合在第 $t$ 月的收益率, $R_{ft}$ 和 $R_{Mt}$ 分别为当月的无风险收益率和市场收益率, $SMB_t$ 、 $HML_t$ 以及 $MOM_t$ 分别为第 $t$ 月的规模因子、价值因子和动量因子。其中回归的常数项 $a$ (Alpha)即代表基金在该估值难度组合上的业绩表现。

为了检验假设2,本文在每一期根据基金的历史业绩(四因子模型的Alpha)将其分为三组,即分为好、中、差三组基金。然后,对每一组基金,本文将该组基金持有的全部股票按照其估值难度分为3组,并以基金持有的股票规模为权重,构造三个资产组合。同样,本文每半年更新一次资产组合。进而,本文比较好、中、差基金持有的不同估值难度资产组合的表现,其比较标准同上。

而为了检验假设3a,本文在每一期还计算好、中、差基金所持有的不同估值难度股票的数量和规模,并比较不同类型基金在数量和规模上的差异。如果假设3成立,相对差基金而言,好基金会持有更多数量、更大规模的容易分析的股票。

最后,本文利用回归分析的方法来检验假设3b。回归模型中被解释变量为基金在当期的业绩,用四因子模型的Alpha和相对于市场的超额收益率来测度;解释变量为基金在上一期所持有的容易分析的股票上的业绩,同样用四因子模型的Alpha和相对于市场的超额收益率来测度。同时,本文还根据已有研究,加入一系列可能影响基金业绩的因素作为控制变量,详见实证结果中对应部分。

<sup>①</sup> 本文在构造资产组合时同样考虑了等权重的方法,主要实证结果不变。

### (三) 样本数据

本文研究中所使用的财务数据、分析师数据、第三方审计数据等来源于 CSMAR 数据库;股票交易数据、周度与月度三因子、四因子数据,以及股权集中度数据等来源于锐思 (RESSET) 数据库。

考虑到 2005 年之前我国市场上的主动型基金偏少,而且 2005 年进行了股权分置改革,本文选取了 2005 年 1 月到 2016 年 6 月 A 股市场上所有开放式基金中的普通型基金与偏股型基金,持股组合来源于基金半年报与年报所披露的全部持仓数据。这部分基金持仓数据来源于 WIND 数据库。

截止到 2016 年 6 月,本文的样本中共包含 716 家主动型基金,共有 472271 条持股观测样本。

## 四、实证结果及分析

### (一) 股票估值难度单项指标与基金持股表现

如前所述,本文首先在每个半年对市场中的所有股票按照每个估值难度的分项指标取值升序排列,得分最小的 30% 组定义为估值难度组 1,中间 40% 的股票为估值难度组 2,得分最高的 30% 组定义为估值难度组 3,由此可以得到每只股票对应的难度分组。为了考察基金整体在不同估值难度股票组合上的业绩,对每个估值难度指标,本文将每个半年截面上所有基金持有的股票合并构成一个资产组合,首先对每只基金相同估值难度股票根据持股市值求得规模加权收益率,然后对相同估值难度的不同基金组合求得算术平均收益率,以分析基金整体持有的这三个股票组合在随后半年内的月度收益率表现,结果见表 1。为节约篇幅,这里只汇报了市场风险调整后的超额收益率(即组合收益率减去市场收益率)和四因子模型的结果,没有汇报 Fama-French 三因子模型的结果<sup>①</sup>。此外,本文还汇报了第 3 组与第 1 组估值难度股票表现之间的差值及其  $t$  统计量。

表 1 显示,对于所有单项指标,基金的收益率呈现出随着分析难度增加而单调增加的趋势。详细来看,那些数值越大估值难度越高的分组指标(如股价波动率、营业收入波动率等)基金的收益是递增的;而取值越大估值难度越低的分组指标(如账面市值比、公司规模、分析师覆盖人数、会计师事务所规模等)基金的收益递减,因此整体来看,基金在估值难度较高组取得的收益高于其在低估值难度股票组合上的表现。并且无论是采用超额收益率或是四因子 Alpha,该规律都没有发生变化,最高估值难度组与最低估值难度组的月度四因子 alpha 差异均值跟中位数分别为 1.33% 和 0.77%。平均来看,基金在估值难度较高组获得的年化超额收益率比估值难度较低组要高 15.96% 或 9.24%。

综上所述,表 1 的结果表明上市公司估值难度越高(表现为信息越不透明,或者经营稳定性越差,或者特质风险越大等),基金持有这类股票组合所获得的收益越高。本文的假设 H1 在此得到了证实,也即整体来看基金的确存在一定的信息优势,并体现在其业绩上。

### (二) 综合估值难度指标分布与基金持股表现

为了进一步考察不同类型基金的信息优势,本文将上述 15 种估值难度指标简化并构造一个综合的估值难度指标。具体地,本文根据每个指标对股票划分的估值难度按照低、中、高分别赋值为 0、1、2,然后把每只股票在每个指标下的得分相加。需要注意的是,由于各单项指标的取值既可能随着估值难度的增加而递增、也可能递减,本文在构造综合指标的时候没有再按照各个分项指标自

<sup>①</sup> 三因子回归的结果与四因子模型非常类似,有兴趣的读者可以向作者索取。

身的大小排序,而是将分项指标按照估值难度从低到高排序,因此综合指标得分低即对应估值难度低,而得分高即意味着估值难度高。

此外,前文基于同一个角度可能给出了多个估值难度的代理变量,为了降低同一类型指标权重不同对综合指标带来的偏差,对这些基于同一角度构造的估值困难程度指标只选取其中最具有代表性的一个。例如在股价波动系数与特质波动率这两个反映股价波动的指标中本文选择了特质波动率;在 ROA 波动性与 ROE 波动性这两个反映盈利能力稳定性指标中选择了 ROE 波动性;在第以大股东持股比例与第二到第十大股东持股比例两个指标中,选择了第一大股东持股比例;为了更好地控制行业对于回归 R 平方值的影响,本文还加入行业变量 Rsqr1。

表 1 基金整体持有不同估值难度股票组合的表现(单位:%)

估值难度分组	超额收益率(AbRet)				四因子 Alpha(Carhart4)			
	1组	2组	3组	3-1	1组	2组	3组	3-1
STD	0.83	2.99***	4.73***	3.90***	-0.04	1.54***	3.34***	3.38***
	(1.19)	(3.24)	(4.69)	(6.40)	(-0.15)	(5.01)	(11.0)	(5.57)
IV	0.84	2.24***	5.18***	4.34***	-0.16	0.49**	4.41***	4.57***
	(1.54)	(2.48)	(4.65)	(5.42)	(-0.67)	(2.15)	(8.14)	(7.72)
Rsqr1	3.80***	2.76***	2.56***	-1.24**	2.44***	1.25***	1.08***	-1.36**
	(5.76)	(3.33)	(2.77)	(-2.08)	(8.62)	(7.97)	(4.47)	(-2.30)
Rsqr2	3.53***	2.66***	2.34**	-1.18	2.75***	0.98***	0.67*	-2.07***
	(5.82)	(3.01)	(2.06)	(-1.38)	(7.12)	(4.03)	(1.90)	(-3.97)
Amihud	1.84**	2.03***	2.46***	0.62*	0.86**	1.28***	1.42***	0.56**
	(2.43)	(2.71)	(3.16)	(1.82)	(2.33)	(2.64)	(3.26)	(1.99)
BM	3.93***	2.80***	2.91***	-1.02*	2.35***	1.18***	1.59***	-0.76*
	(4.06)	(3.15)	(3.19)	(-1.82)	(5.88)	(4.51)	(7.45)	(-1.68)
Size	5.00***	4.19***	2.58***	-2.42***	2.19***	1.79***	1.77***	-0.42*
	(4.74)	(4.28)	(3.19)	(-3.40)	(7.30)	(7.59)	(7.86)	(1.93)
PPE	3.31***	3.08***	2.59***	-0.72*	2.67***	1.52***	1.27***	-1.40***
	(3.84)	(3.58)	(2.95)	(-1.68)	(6.65)	(5.63)	(5.14)	(-2.97)
IncomVot	2.64***	3.02***	4.03***	1.39**	1.72**	1.75***	2.37***	0.65***
	(3.38)	(3.53)	(4.12)	(2.68)	(5.84)	(10.18)	(6.49)	(4.32)
ROAVot	2.28***	3.02***	3.64***	1.36***	1.51***	1.48***	2.28***	0.77*
	(3.55)	(2.96)	(3.90)	(2.90)	(5.22)	(7.12)	(7.00)	(1.76)
ROEVot	2.28*	2.94***	3.30***	1.02***	1.38***	1.71***	1.93***	0.55*
	(3.12)	(3.48)	(3.67)	(3.05)	(4.88)	(8.77)	(7.15)	(1.81)
S1	3.95***	3.69***	3.15***	-0.79**	2.22***	2.04***	1.69***	-0.52**
	(4.15)	(4.07)	(3.62)	(-2.18)	(6.63)	(8.96)	(8.39)	(2.36)
S210	2.84***	3.86***	3.95***	1.11***	1.36***	2.16***	2.38***	1.01***
	(3.13)	(4.22)	(4.42)	(2.84)	(7.23)	(9.34)	(7.14)	(2.65)
AnalystCover	4.95***	3.57***	2.33***	-2.62***	3.32***	1.89***	1.51***	-1.80**
	(4.63)	(3.88)	(3.06)	(-3.28)	(4.91)	(6.81)	(8.49)	(-2.59)
AuditCost	3.38***	2.91***	2.67***	-0.71*	1.87***	1.83***	1.62***	-0.24***
	(4.01)	(3.43)	(3.40)	(-1.88)	(7.20)	(7.11)	(5.16)	(-2.93)

注:括号里是回归的 t 值;\*\*\*, \*\*, \* 分别代表在 1%、5% 和 10% 的水平下显著;下同。

最后,本文选取了11个指标来构造综合指标,分别是规模(Size),特质波动率(IV),Amihud非流动性指标,固定资产占总资产比例(PPE),账面市值比(BM),ROE波动性(ROEVot),股价同步性Rsqr1,营业收入波动率(IncomVot),第一大股东持股比例(S1),会计师事务所规模(AuditCost),分析师跟踪人数(AnalystCover)。加总后的综合指标得分区间理论上为0到22,综合得分越低估值难度也越低,实际得分分布状况如图1所示。

从图1可以看出股票的综合估值难度得分的分布基本对称,取值范围在1-22之间,并且大约有70%的股票分布在估值难度从8到16分的中间区域。估值难度得分在7分及以下的股票属于信息最透明、最容易分析的样本;而得分在15-22的样本则属于估值极端困难的样本,两类加总大约占总样本30%的比例。

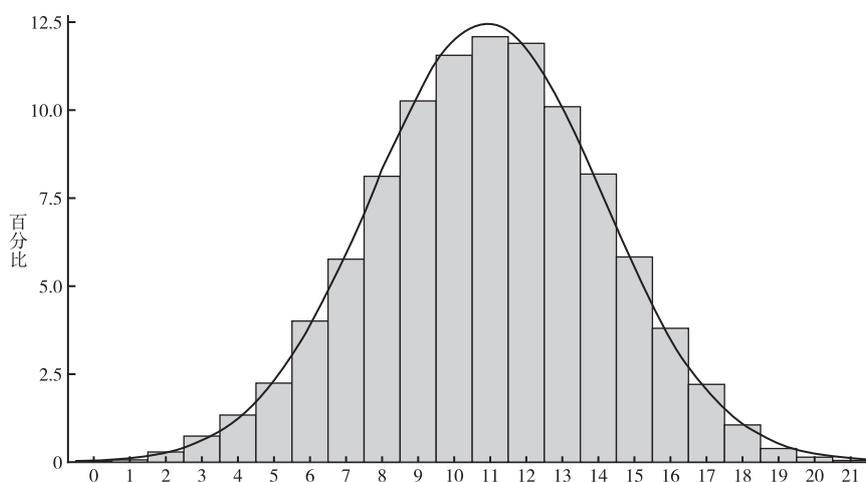


图1 估值难度综合得分及其分布区间图

接下来,本文按照上述方式计算的综合估值难度指标重复表1中的分析结果,即首先对每只基金相同估值难度股票根据持股市值求得规模加权收益率,然后对相同估值难度的不同基金组合求得算术平均收益率,具体结果如表2所示。可以看出,与表1的结果非常类似。以四因子模型来讲,基金在低估值难度上所获得的月度超额收益为0.79%,在高估值难度组所获得月均收益为2.03%,月均收益差异为1.24%。表2的结果表明基金整体在任何估值难度组都能够取得显著为正的风险调整收益,并且基金在估值难度较高的股票组合获得的收益率显著更高。该结果再次证实了本文的假设1。

### (三) 不同绩效基金的持股表现

为验证不同基金之间的表现差异,本文首先在每年的6月、12月根据基金前24个月的收益率序列用四因子模型得到基金的Alpha,并根据Alpha大小进行排序后分为三组,分别为差、中、好基金,每一组所占比例分别为10%、80%、10%<sup>①</sup>;然后,在每月根据每只基金的持股状况以及所持股票的股票估值难度综合指标,将每只基金持有的股票按照估值难度分为三组;最后,分别计算出差、中、好基金在3种股票估值难度组合上的月度等权重平均收益率序列。得到的结果如表3的A部分所示。其中低、中、高分别指估值难度低、中等、较高的股票组合。

<sup>①</sup> 本文在对基金分组,即将基金分为好、中、差三类基金时,使用Barras et al.(2010)的方法对我国的基金进行了检验,最终得到了该比例。

表2 基金在不同估值难度组股票上的表现 (单位:%)

	估值难度组			
	低	中	高	高-低
超额收益率 (AbRet)				
	1.29 <sup>***</sup>	2.21 <sup>***</sup>	3.03 <sup>***</sup>	1.74 <sup>***</sup>
	(2.63)	(3.29)	(5.19)	(3.03)
三因子模型 Alpha(FF3)				
	0.88 <sup>**</sup>	1.15 <sup>***</sup>	2.05 <sup>***</sup>	1.17 <sup>***</sup>
	(2.41)	(2.58)	(4.63)	(2.80)
四因子模型 Alpha(Carhart4)				
	0.79 <sup>**</sup>	0.96 <sup>***</sup>	2.03 <sup>***</sup>	1.24 <sup>***</sup>
	(2.39)	(2.67)	(4.05)	(2.95)

表3 不同绩效基金持有的不同估值难度组股票的表现 (单位:%)

	估值难度			
	低	中	高	高-低
A:不同难度持股组合的超额收益率 (AbRet)				
差基金	1.06 <sup>***</sup>	2.01 <sup>***</sup>	3.07 <sup>***</sup>	2.01 <sup>***</sup>
	(3.37)	(4.41)	(5.59)	(4.32)
中等基金	0.94 <sup>***</sup>	1.77 <sup>***</sup>	2.98 <sup>***</sup>	2.04 <sup>***</sup>
	(3.01)	(4.24)	(5.21)	(4.39)
好基金	1.36 <sup>***</sup>	2.26 <sup>***</sup>	3.12 <sup>***</sup>	1.76 <sup>***</sup>
	(3.72)	(4.87)	(5.62)	(4.27)
好基金-差基金	0.30 <sup>**</sup>	0.25	0.05	
	(2.02)	(1.56)	(0.21)	
B:不同难度持股组合的四因子 Alpha(Carhart4)				
差基金	0.50 <sup>***</sup>	1.10 <sup>***</sup>	1.93 <sup>***</sup>	1.43 <sup>***</sup>
	(2.67)	(3.42)	(4.05)	(3.74)
中等基金	0.46 <sup>**</sup>	1.24 <sup>***</sup>	1.96 <sup>***</sup>	1.50 <sup>***</sup>
	(2.51)	(3.49)	(4.26)	(3.76)
好基金	0.86 <sup>***</sup>	1.31 <sup>***</sup>	2.01 <sup>***</sup>	1.15 <sup>**</sup>
	(3.08)	(3.90)	(4.34)	(3.43)
好基金-差基金	0.36 <sup>**</sup>	0.21	0.08	
	(2.17)	(1.53)	(0.34)	
C:不同难度持股组合的收益率:与市场同等估值难度组的比较				
差基金	1.86 <sup>***</sup>	1.18 <sup>**</sup>	0.17	
	(3.82)	(3.51)	(0.97)	
中等基金	1.74 <sup>***</sup>	0.94 <sup>**</sup>	0.08	
	(3.54)	(2.15)	(0.42)	
好基金	2.16 <sup>***</sup>	1.43 <sup>**</sup>	0.22	
	(3.78)	(2.29)	(1.53)	

由表 3A 的结果可以看出,随着持有股票组合估值难度的提高,所有基金组合的超额收益率都在逐步增大,这也与之前的结果一致,即基金整体的确体现出信息优势。进一步从不同基金业绩分类来看,无论在哪个估值难度组,好基金股票组合的超额收益率都要大于差基金股票组合的超额收益率,即好基金的信息优势强于差基金,前述的假设 H2a 成立。更进一步观察可以发现,随着股票估值难度的提升,好基金与差基金之间的收益差距在逐步降低,从低估值难度组的每月 0.36% 到高估值难度组的 0.08%,同时该差异的显著性也从较为显著变为不显著。

除了超额收益率指标,本文还将差、中、好基金在估值难度低、中、高组合的月收益率采用四因子模型进行回归,得到了表 3 的 B 部分。与 A 部分结果类似,好基金在任何估值难度组的持股表现都比差基金要好,而伴随着持有的股票估值难度的增加,好基金与差基金持股表现的差异逐步减小,从 0.36% 减小到 0.08%,并且该差异也只在估值难度比较低的组显著。考虑到估值难度较高的股票是规模较小、轻资产、营收不稳定、信息不透明的股票,好基金与差基金在这类股票上的超额收益没有明显差别说明好基金在分析的难度得分以及获取额外私有信息的能力方面并不比业绩差的基金高明,反而是在那些公开信息较多、估值难度不高的股票上获得更好的表现,也即好基金主要是在基础的分析与信息处理能力方面强于差基金,假设 H2b 成立。

为使研究结果更加稳健,本文还将基金持有的不同估值难度组股票与全市场上对应的估值难度组股票进行了比较。具体做法为:在同样的每个半年将市场上的所有股票以 30%、40%、30% 的比例按照综合估值难度得分从小到大分为估值难度低、中、高三个股票组合,并得到每个组合在随后半年内的收益率,然后将基金持有的不同估值难度股票组合的收益率减去市场对应估值难度组合的收益率,结果如表 3 的 C 部分所示。从中可以看出基金持有的较低估值难度组的表现显著超过了市场同类估值难度组合的表现;在中等估值难度的股票类别,基金持股与市场同类组合的收益率差异开始减小,显著性也降低;而在高估值难度组,基金相比市场相同估值难度组的收益差别均不显著。同时,好基金相比差基金在低估值组股票上取得了比市场同类股票更高的收益。该结果再次表明基金主要是利用自己的基本分析能力在那些估值难度较低、公开信息较多的股票上为基金持有人带来了超过市场的收益,而好基金相较于差基金在基本分析能力上有比较优势。

#### (四) 基金在不同估值难度组的配置权重及其对基金业绩的预测

既然好基金相对于差基金的信息优势是估值难度较低的股票,因此好基金反而不必把力气放在挖掘那些估值难度更高的股票上。那么现实中基金是否这么做? 本文观察基金在不同估值难度组的持股数量和权重,结果如表 4 所示。

可以发现,无论是数量还是市值占比,前期业绩表现相对较好的基金都比差基金配置了相对更多的估值难度较低组股票,说明好基金很好地发挥了其更擅长基本分析能力的比较优势,也即本文的 H3a 成立。

那么,基金的分析能力,也即在估值难度较低的股票组合上取得的收益,能否作为一个预测因子对基金下期的业绩进行预测? 为了检验该假设(H3b),本文采用 Fama—MacBeth 方法,在每一期观察基金在估值难度较低组合上的表现  $\text{Alpha}_{i,t-1}$ ,并将其作为基金绩效预测指标,对下一期(半年)基金业绩进行归因分析,结果如表 5 所示。

表4 不同绩效基金组持有的不同估值难度股票比例 (单位:%)

	估值难度		
	低	中	高
<b>A. 不同估值难度股票组合的数量占比</b>			
市场所有股票	30	40	30
差基金	38.65	40.99	20.36
中等基金	39.43	41.48	19.09
好基金	40.15	40.67	19.18
好基金-差基金	1.5* (1.86)	-0.32 (-0.37)	-1.18* (-1.71)
<b>B. 不同估值难度股票组合的市值占比</b>			
市场所有股票	45	34	21
差基金	38.65	42.49	18.86
中等基金	40.51	42.32	17.17
好基金	40.56	42.75	16.69
好基金-差基金	1.91** (2.31)	0.26 (0.53)	-2.17*** (-2.67)

表5 基金在较低估值难度组的表现对基金下期业绩的预测<sup>①</sup> (单位:%)

	AbRet	CAPM	FF3	Carhart4	CS	CT	AS
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)
Alpha <sub>t-1</sub>	10.59*** (3.18)	7.04*** (2.91)	6.35*** (2.83)	6.26*** (2.71)	5.07** (2.24)	0.48 (0.81)	0.12 (1.07)
MSE <sub>t-1</sub>	-9.33*** (-5.14)	-3.67*** (-3.81)	-3.24*** (-3.86)	-2.89*** (-3.81)	-5.92*** (-4.56)	-0.74** (-1.99)	-0.91** (-2.18)
STD <sub>t-1</sub>	8.30*** (2.92)	5.64** (2.51)	5.97*** (2.67)	6.08*** (2.92)	7.27*** (3.23)	13.28* (1.79)	13.06* (1.85)
LnTNA <sub>t-1</sub>	-4.23 (-0.63)	-2.76 (-0.54)	-3.62 (-0.58)	-3.49 (-0.60)	-2.09 (-0.47)	1.27 (0.39)	2.35 (0.52)
LnTNA <sub>t-1</sub> <sup>2</sup>	0.11 (1.24)	0.23* (1.67)	0.22* (1.71)	0.26* (1.73)	0.34* (1.82)	0.19 (1.58)	0.05 (0.67)
FundAge <sub>t-1</sub>	-0.28** (-2.16)	-0.73*** (-4.25)	-0.67*** (-4.10)	-0.63*** (-3.94)	-0.59*** (-3.46)	-0.12 (-1.51)	0.03 (0.47)

① 本表的超额收益率和 Alpha 都进行了年化处理。

	AbRet	CAPM	FF3	Carhart4	CS	CT	AS
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)
TeamMember <sub>t-1</sub>	0.18 (1.46)	0.64** (2.27)	0.66** (2.36)	0.71** (2.42)	0.84*** (2.59)	0.16 (1.39)	-0.21 (-1.52)
Degree <sub>t-1</sub>	0.57 (0.11)	-0.97 (-0.38)	-0.89 (-0.36)	-0.93 (-0.35)	-1.03 (-0.42)	0.28 (0.08)	-0.31 (-0.09)
Male <sub>t-1</sub>	-0.47 (-1.28)	-0.31** (-2.63)	-0.33*** (-2.78)	-0.29** (-2.35)	-0.34*** (-2.63)	-0.11 (-1.45)	0.86 (1.59)
MultiManage <sub>t-1</sub>	1.93 (1.01)	1.54 (1.25)	1.56 (1.63)	1.49 (1.54)	1.32 (1.60)	1.80* (1.92)	0.44 (0.28)
LnMonth <sub>t-1</sub>	0.92 (0.93)	0.50 (0.78)	0.54 (0.81)	0.42 (0.53)	0.53 (0.78)	-0.07 (-0.08)	0.86 (1.26)
Obs.	3334	3334	3334	3334	3334	3334	3334
R <sup>2</sup>	0.114	0.125	0.128	0.127	0.131	0.112	0.092

续表

其中解释变量是基金在  $t-1$  期持有的估值难度较低股票组合的表现,用四因子  $\text{Alpha}_{t-1}$  来表示;而被解释变量则为基金在  $t$  期即下一期的业绩,分别用基金的超额收益 (Abret)、CAPM alpha、三因子 alpha (FF3)、以及四因子 Alpha (Carhart4) 来代表。另外,为了进一步区分基金超额收益来源,本文借鉴 Daniel et al.(1997) 提出的 DGTW 指标,将基金的收益分解成 CS、CT、AS,分别衡量基金的选股能力、择时能力、以及持股风格所带来的收益。此外,本文还将基金与基金经理的特征进行了控制:  $\text{MSE}_{t-1}$  为基金  $t-1$  期四因子模型回归的残差;  $\text{STD}_{t-1}$  是根据基金在  $t-1$  时期的周收益率标准差;  $\text{LnTNA}_{t-1}$  是基金在  $t-1$  期的取对数后的规模,  $\text{LnTNA}_{t-1}^2$  是基金规模取对数后的平方,衡量基金业绩与规模之间的非线性关系;  $\text{FundAge}$  表示基金成立的时间长短,以半年计。基金经理的特征为当期变量,包括:管理该基金的人数 (TeamMember); 基金经理的学历 (Degree) 用虚拟变量表示,其中博士赋值为 1,本科、硕士及其他赋值为 0,如果是团队则以团队中学历最高的为准;基金经理的性别虚拟变量 (Male),男性取 1,女性取 0,男女皆有时赋值为 2;基金经理是否同时管理其他基金,如有则 MultiManage 取 1,否则取 0; Month 为基金经理平均任职时间,以月为单位向上取整,如果是团队则取各经理人管理月份的平均值。

表 5 的结果表明,基金在上期较低估值难度组股票的收益  $\text{Alpha}_{t-1}$ ,与基金的下期业绩正相关。无论是采用超额收益,还是 CAPM、FF3 (三因子)、Carhart4 (四因子) 得到的基金下期  $\text{Alpha}_t$ ,都表明  $\text{Alpha}_{t-1}$  能够很好预测基金下一期的业绩。以 Carhart4 为例,控制其他因素不变时,上期低估值难度组合  $\text{Alpha}_{t-1}$  每增加 1%,能够使得基金下一期基金组合  $\text{Alpha}_t$  增加 6.26%。就 DGTW 三个指标而言,  $\text{Alpha}_{t-1}$  与基金下一期选股能力收益 (CS) 正相关,而与基金的择时能力收益 (CT) 以及投资风格收益 (AS) 无关。鉴于之前的分析,基金在较低估值难度组所获得的股票收益体现了其基本分析能力,这种基本分析能力,能够更好地预测选股能力带来的收益,而无法对基金的择时能力收益和投资风格收益做出预测。由于基金在估值难度较低组体现出的超额收益代表了基金的信息优势特别是对公开信息的处理和转化能力,因此可以认为基金的信息优势和分析能力能够对其下一期的收益进行较好的预测,假设 H3b 得到了验证。

## 五、结 论

本文从公司财务、市场特征以及第三方评价这三个方面提取出多个衡量信息不确定及分析难度的指标,并考察基金持有的不同估值难度的股票组合的收益率是否存在差异。研究结果表明,基金整体在其持有的较高估值难度组股票上能够获得正的风险调整收益,并且显著高于低估值难度股票组合,表明基金业整体的确存在一定的信息优势。进一步的分析结果表明,好基金与差基金在低估值难度股票组的收益差距最大且最显著,由于基金在低估值难度持股组合上的收益主要体现了处理公共信息的能力,也即基金经理的基本得分;而在高估值难度持股组合的收益则同时包括了私有信息的获取以及对不确定信息处理的能力,可以理解为基金经理的难度得分,因此这个结果说明好基金与差基金信息优势的系统性差距主要体现在对公开信息进行加工的基本得分上,而不是难度得分。更进一步的分析显示,好基金能够较为充分地发挥其比较信息优势,在那些估值难度较低的股票上配置更大的权重。最后,本文发现,基金在估值难度较低股票上的表现也能够很好地作为基金业绩的预测因子,对基金下期的业绩有显著的正向影响。

本文的研究结果有很好的现实意义。现实中,虽然个别基金能够依靠内幕消息获得比较大收益的可能,但是本文的研究结果表明,总体来看,好基金与差基金信息优势的系统性差别反而体现在估值难度低的股票上,这类股票的公开信息比较多、经营数据更容易预测,因此,基金如何脚踏实地地做好对已有公开信息的研究和利用,是加强基金的比较优势、提升其业绩的关键,而并非一味追求那些信息更加不确定、更容易被市场情绪赋予更多空间和想象的股票。换言之,对基金而言,练好基本功才是提升其竞争力的根本。

### 参考文献

- 陈浪南、朱杰、熊伟(2014):《时变贝塔条件下的基金多市场择时能力研究》,《管理科学学报》,第2期。
- 陈志平、林瑞跃(2005):《基于DEA模型的基金业绩评估的主要方法》,《系统工程学报》,第1期。
- 冯用富、董艳、袁泽波、杨仁眉(2009):《基于 $R^2$ 的中国股市私有信息套利分析》,《经济研究》,第8期。
- 韩燕、李平、崔鑫(2011):《哪些基金有超群的分析能力?》,《管理世界》,第2期。
- 林树、田澍、史有萍(2012):《关联交易还是信息优势?——基于国内证券投资基金重仓股的分析》,《上海金融》,第5期。
- 刘莎莎、刘玉珍、唐涯(2013):《信息优势、风险调整与基金业绩》,《管理世界》,第8期。
- 牛鸿、詹俊义(2004):《中国证券投资基金市场择时能力的非参数检验》,《管理世界》,第10期。
- 姚颐、刘志远、相二卫(2011):《中国基金在投资中是否追求了价值》,《经济研究》,第12期。
- 余佩琨、李志文、王玉涛(2009):《机构投资者能跑赢个人投资者吗?》,《金融研究》,第8期。
- 张宗新、杨通曼(2014):《盲目炒作还是慧眼识珠?——基于中国证券投资基金信息挖掘行为的实证分析》,《经济研究》,第7期。
- Alexander, G. G. Cici and S. Gibson (2007): “Does Motivation Matter When Assessing Trade Performance? An Analysis of Mutual Funds”, *Review of Financial Studies*, 20, 125–150.
- Amihud, Y., and H. Mendelson (1986): “Asset Pricing and The Bid-Ask Spread”, *Journal of Financial Economics*, 17, 223–249.
- Baker, M., and J. Wurgler (2006): “Investor Sentiment and the Cross-Section Of Stock Returns”, *Journal of Finance*, 4, 1645–1680.
- Baker, M., and J. Wurgler (2007): “Investor Sentiment in the Stock Market”, *Journal of Economic Perspectives*, 21, 129–151.
- Baker, M., L. Litov, J. Wachter and J. Wurgler (2010): “Can Mutual Fund Managers Pick Stocks? Evidence from Their Trades Prior to Earnings Announcements”, *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 45, 1111–1131.
- Barber, B., T. Odean and N. Zhu (2009): “Do Retail Trades Move Markets?”, *Review of Financial Studies*, 22, 609–632.
- Barras, L., O. Scaillet and R. Wermers (2010): “False Discoveries in Mutual Fund Performance: Measuring Luck in Estimated Alphas”, *Journal of Finance*, 65, 179–216.
- Brunnermeier, M. and L. Pedersen (2005): “Predatory Trading”, *Journal of Finance*, 60, 1825–1863.
- Brown, G. and M. Cliff (2005): “Investor Sentiment and Asset Valuation”, *Journal of Business*, 78, 405–440.
- Chan, K. and A. Hameed (2006): “Stock Price Synchronicity and Analyst Coverage in Emerging Markets”, *Journal of Financial*

*Economics*, 80, 15–147.

Chen, H. N. Jegadeesh and R. Wermers(2000):“The Value of Active Mutual Fund Management: An Examination of the Stockholdings and Trades of Fund Managers” , *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 35, 343–368.

Coughenour, J. and K. Shastri(1999):“Symposium on Market Microstructure: A Review of Empirical Research” , *Financial Review*, 34, 1–28.

Daniel, K., M. Grinblatt, S. Titman and R. Wermers ( 1997 ): “ Measuring Mutual Fund Performance with Characteristic Based Benchmarks” , *Journal of Finance*, 52, 1035–1058.

Daniel, K., D. Hirshleifer and A. Subrahmanyam( 1998 ): “ Investor Psychology and Security Market Under and Overreactions” , *Journal of Finance*, 53, 1839–1885.

Daniel, K., D., Hirshleifer and A. Subrahmanyam ( 2001 ): “ Overconfidence, Arbitrage and Equilibrium Asset Pricing” , *Journal of Finance*, 56, 921–965.

Easley, D., S. Hvidkjaer and M. O'Hara(2002):“Is Information Risk a Determinant of Asset Returns?” , *Journal of Finance*, 57, 2185–2221.

Easley, D., S. Hvidkjaer and M. O'Hara(2010):“Factoring Information into Returns” , *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 45, 293–309.

Fan, J. and T. Wong(2002):“Corporate Ownership Structure and the Informativeness of Accounting Earnings in East Asia” , *Journal of Accounting and Economics*, 33, 401–425.

Fan, J. and T. Wong(2005):“Do External Auditors Perform a Corporate Governance Role in Emerging Markets? Evidence from East Asia” , *Journal of Accounting Research*, 43, 35–72.

Francis, J., R. LaFond, P. Olsson and K. Schipper(2004):“Costs of Equity and Earnings Attributes” , *Accounting Review*, 79, 967–1010.

Grinblatt, M. and S. Titman ( 1993 ): “ Performance Measurement without Bench-Marks: An Examination of Mutual Fund Returns” , *Journal of Business*, 66, 47–68.

Gleason, C. and C. Lee(2003):“Analyst Forecast Revisions and Market Price Discovery” , *Accounting Review*, 78, 193–225.

Gibson, S., A. Safieddine and R. Sonti(2004):“Smart Investments by Smart Money: Evidence from Seasoned Equity Offerings” , *Journal of Financial Economics*, 72, 581–604.

Hirshleifer, D.(2001):“Investor Psychology and Asset Pricing” , *Journal of Finance*, 56, 1533–1597.

Hong, H., T. Lim and J. Stein(2000):“Bad News Travels Slowly: Size, Analyst Coverage and the Profitability of Momentum Strategies” , *Journal of Finance*, 55, 265–295.

Jones, C. and O. Lamont(2002):“Short-Sale Constraints and Stock Returns” , *Journal of Financial Economics*, 66, 207–239.

Kacperczyk, M., C. Sialm and L. Zheng(2008):“Unobserved Actions of Mutual Funds” , *Review of Financial Studies*, 21, 2379–2416.

Kacperczyk, M., S. Nieuwerburgh and L. Veldkamp(2014):“Time-Varying Fund Manager Skill” , *Journal of Finance*, 69, 1455–1484.

Kumar, A.(2009):“Hard-to-Value Stocks, Behavioral Biases, and Informed Trading” , *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 44, 1375–1401.

Lamont, O. and R. Thaler( 2003 ): “ Can the Market Add and Subtract? Mispricing in Tech Stock Carve-Outs” , *Journal of Political Economy*, 111, 227–268.

Lai, S., L. Ng and B. Zhang(2008):“Informed Trading around the World” , Working Paper, University of New South Wales.

Lang, M. and M. Maffett(2011):“Transparency and Liquidity Uncertainty in Crisis Periods” , *Journal of Accounting and Economics*, 52, 101–125.

Lang, M. and R. Lundholm(1996):“Corporate Disclosure Policy and Analyst Behavior” , *Accounting Review*, 71, 467–492.

La Porta, R., F. Lopez-de-Silanes, A. Shleifer and R. Vishny(1998):“Law and Finance” , *Journal of Political Economy*, 106, 1113–1155.

Mitchell, M. T. Pulvino and E. Stafford(2002):“Limited Arbitrage and Equity Markets” , *Journal of Finance*, 57, 551–584.

Morck, R., B. Yeung and W. Yu(2000):“The Information Content of Stock Markets: Why Do Emerging Markets Have Synchronous Stock Price Movements?” , *Journal of Financial Economics*, 58, 215–260.

Wermers, R.(2000):“Mutual Fund Performance: An Empirical Decomposition into Stock-Picking Talent, Style, Transaction Costs, and Expenses” , *Journal of Finance*, 55, 1655–1695.

Wurgler, J. and E. Zhuravskaya(2002):“Does Arbitrage Flatten Demand Curves for Stocks?” , *Journal of Business*, 75, 583–608.

Zhang, F.( 2006 ): “ Information Uncertainty and Stock Returns” , *Journal of Finance*, 61, 105–136.

( 责任编辑:周莉萍)