

透视我国基金业绩的“此好彼坏”和“同涨同跌”

唐松莲

(上海交通大学安泰经济与管理学院, 上海 200052)

摘要: 我国基金业绩的“此好彼坏”和“同涨同跌”现象引人关注。本文基于我国 61 家股票型基金 2004 年 6 月~2008 年 3 月的 16 个季度数据, 采用不同的计量模型分别检验了造成我国基金业绩“此好彼坏”和“同涨同跌”的原因。发现: (1)基金业绩在时间序列上变动主要由战略性资产配置决定, 战术性资产配置和基金经理更换对其的解释力很低, 所以基金业绩表现为“此好彼坏”; (2)基金业绩在横截面上的差异主要由基金经理特征不同带来, 战略性和战术性资产配置的贡献程度不高, 这带来了基金业绩的“同涨同跌”。

关键词: 资产配置; 股票基金; 基金业绩; 投资风格

作者简介: 唐松莲, 女, 上海交通大学安泰经济与管理学院博士生, 研究方向: 机构投资者行为研究。

中图分类号: F830.39

文献标识码: A

A Evidence from "Good or Bad" and "Raise or Down" Phenomenon of China's Fund Performance

TANG Songlian

Abstract: Many people concerned "good or bad" and "raise or down" phenomenon of china's fund performance. We use different models to find out the underlying reason. Models are all based on the database of 61 stock funds in June 2004 to March 2008. The major findings include:(1) Fund performance in the time-series' changes mainly decided by the strategic asset allocation, tactical asset allocation and fund managers change's explanation to fund performance is low, they bring "good or bad" phenomenon ;(2) Funds performance's different in Cross-section are mainly brought about by fund managers, Strategic asset allocation and tactical asset allocation's contribution to fund performance is low, that is why "raise or down" phenomenon.

Key words:

引言

股市的风云变幻磨练着证券投资基金(以下简称“基金”)。在我国股市经历牛熊市交替过程中, 同一基金业绩的“此好彼坏”、不同基金业绩的“同涨同跌”引人关注。如在 2007 年牛市行情中, 基金整体基本“跑赢大盘”, 2008 年市场进入熊市, 经过风险调整后, 上半年跑赢大盘的基金不到 10%(巴曙松, 2008)^[7]。面对这种情况, 所有资本市场的关注者都在反思这背后的原因。

作为集合理财产品, 基金业绩很大程度上取决其投资决策。基金公司投资决策可分为两大步: 投资决策委员会的资产配置¹和基金经理的决策², 这两种投资决策的交互作用带来了我国基金业绩的“此好彼坏”和“同涨同跌”。基金业绩的研究历来就是微观金融理论关注的重点, 我们根据其研究现象的不同, 将其归纳为两条主线: 第一条主线是研究同一基金业

绩在时间序列上“此好彼坏”现象的。在国外研究中，最早形成体系的是 Brinson, Hood and Beebower(1986, 简称 BHB)的研究，他们发现战略性资产配置对基金业绩时间序列上变动的贡献程度是 93.6%。Brinson, D.singer and Beebower(1991, 简称 BDB)重新验证 BHB(1986)的结论，发现几乎相同的结论，战略性资产配置对基金业绩的贡献程度为 91.5%。我国学者蒋晓全、丁秀英(2007)^[8]发现在我国这种贡献程度为 81.29%。基金经理对基金业绩在时间序列上作用的现有研究，主要采用事件研究法，观察基金经理离职前后基金业绩的变化。Khoran(1996)^[1]发现基金经理变更与业绩间负相关，陆家骝、王茂斌(2007)^[9]也得到了类似的结论。

第二条主线是研究不同基金业绩在横截面上“同涨同跌”现象。最著名是 Ibbotson 和 Kaplan(2000, 简称 IK)的研究成果，他们对美国养老基金 10 年期收益率和共同基金 5 年期收益率进行分析，发现战略性资产配置对共同基金和养老基金在横截面上收益率的贡献分别是 40%和 35%。王征(2005)^[10]发现这种配置对我国股票型基金收益率在横截面上的解释力只为 7%。Joseph H. and Golec(1996)开创了研究基金经理对横截面上基金业绩影响的先河，发现基金经理的学位、年龄、任期和受教育年限等特征对基金业绩具有解释力。随后的研究者，如 Khorana(2001)^[11]发现好的院校毕业的基金经理的业绩要高于一般性院校毕业的基金经理的业绩。Israelsen(1998)^[6]得到任期越长的基金经理管理的基金业绩越佳的结论。李豫湘等(2006)^[11]发现年轻、投资经验丰富的基金经理所管理基金的业绩会好一些。

上述国内外的研究为我们进一步研究提供了很好的理论模型和实证方法，然而，现有文献也存在些不足，如现有的研究都只仅仅解释“此好彼坏”和“同涨同跌”两种现象中的一种或某一种的一部分，无人将基金的决策过程纳入到一个体系来进行系统的研究；在研究基金经理对基金业绩的影响时，大都采用回归方法来检验两者间的相关性，对基金经理对基金业绩的贡献度的大小无人涉及。基于此，本文选择了 61 家股票型基金在 16 个季度数据，主要类研究两大类的问题：第一类是研究同一基金业绩在时间序列上“此好彼坏”现象，包括战略性、战术性资产配置和基金经理变更对其的影响；第二类是研究不同基金业绩在横截面上“同涨同跌”现象，同样也包括战略性、战术性资产配置和基金经理特征对其的影响。

研究设计

一 指标设计

1. 研究“此好彼坏”现象的指标

为研究同一基金业绩在时间序列上“此好彼坏”现象。需分别测度基金实际收益率序列、基金战略性资产配置收益率序列、基金战略性积极资产配置收益率序列和基金经理的变更指标。

(1)基金实际收益率序列 TR_{it} 等于各类别资产的实际比例 $W_{i,j,t}$ 和实际收益率 $R_{i,j,t}$ 的乘积之和，即 $TR_{it} = \sum_{j=1}^2 W_{i,j,t} R_{i,j,t}$ ，这里， i 表示基金公司； j 表示资产类别，主要包含股票、债券与货币性资产三类，当 $j=1$ 表示投资于股票资产，当 $j=2$ 表示投资于债券或货币资产； t 表示季度。其中，基金公司 i 在季度 t 投资于股票资产的实际比例为： $W_{i,1,t} = \frac{\text{股票资产市值}}{\text{基金资产总市值}}$ ，同理，基金公司 i 在季度 t 投资于债券与货币资产的实际比例为：

$W_{i,2,t} = \frac{\text{债券与货币资产市值}}{\text{基金资产总市值}}$ ；基金在资产 j 上的实际收益率 $R_{i,j,t}$ 是这样计算的：对开放式基金，使用季度单位基金净值增长率来代替；对封闭式基金，使用季度基金规模总净值增长率代替。

(2)基金战略性资产配置收益率序列 $PR_{i,t}$ 等于战略性资产配置比例 $\bar{W}_{i,j}$ 与战略性资产配置收益率 $R_{i,j,t}$ 的乘积之和，即 $PR_{i,t} = \sum_{j=1}^2 (\bar{W}_{i,j} * R_{i,j,t})$ 。其中，战略性资产配置比例 $\bar{W}_{i,j}$ 等于基金各

季度实际配置比例 $W_{i,j,t}$ 的算术平均值，即 $\bar{W}_{i,j} = \frac{1}{16} \sum_{t=1}^{16} W_{i,j,t}$ ，那么，战略性资产配置中股票的

比例 $\bar{W}_{i,1}$ 等于基金各季度股票资产的实际配置比例 $W_{i,1,t}$ 的算术平均值，即 $\bar{W}_{i,1} = \frac{1}{16} \sum_{t=1}^{16} W_{i,1,t}$ ；

战略性资产配置中债券与货币资产的比例 $\bar{W}_{i,2}$ 等于基金各季度债券与货币资产的实际配置

比例 $W_{i,2,t}$ 的算术平均值，即 $\bar{W}_{i,2} = \frac{1}{16} \sum_{t=1}^{16} W_{i,2,t}$ ；战略性资产配置收益率 $R_{i,j,t}$ 是资产类别 j 在

各季度的战略性资产收益率，参照王征(2005)^[9]和蒋晓全、丁秀英(2007)^[4]的研究，在本文中，股票资产在各季度的战略性收益率采用“中标 300 指数”(代码为 SH816000)的季度收益率；债券资产在各季度的战略性收益率采用“中信国债指数”(代码为 SH816020)的季度收益率。

(3)基金战略性积极资产配置收益率序列 $TNS_{i,t}$ 等于各类别资产的实际比例 $W_{i,j,t}$ 和战略性资产收益率 $R_{i,j,t}$ 乘积之和所形成的时间序列，即 $TNS_{i,t} = \sum_i W_{i,j,t} * R_{i,j,t}$ ，其中， $t=1, 2, 3 \dots T$

为样本期长度， $T=16$ ；各类别资产的实际比例 $W_{i,j,t}$ 和战略性资产收益率 $R_{i,j,t}$ 的计算过程分

别见指标(1)和(2)基金实际收益率序列 $TR_{i,t}$ 和基金战略性资产配置收益率序列 $PR_{i,t}$ 的计算过程。

(4)基金经理更换(BG)：据张美霞(2007)^[6]的研究，基金在该季度存在基金经理更换时取 1，否则取 0。

2. 研究“同涨同跌”现象的指标

研究不同基金业绩在横截面上“同涨同跌”现象，需分别测度基金实际季度累计收益率、基金战略性资产配置季度累计收益率、基金战略性积极资产配置季度累计收益率、基金经理年龄、基金经理从业时间、基金经理的学历和基金经理的从业背景指标。

(1)基金实际季度累计收益率 $TR_i = \sqrt{(1+TR_{i,1}) (1+TR_{i,2}) \dots (1+TR_{i,T})} - 1$ ，其中， $t=1, 2, 3 \dots T$, T 为样本期长度， $T=16$ ；

(2)基金战略性资产配置季度累计收益率 $PR_i = \sqrt{(1+PR_{i,1}) (1+PR_{i,2}) \dots (1+PR_{i,T})} - 1$ ，其中， $t=1, 2, 3 \dots T$, T 为样本期长度， $T=16$ ；

(3) 基金战略性积极资产配置季度累计收益率 $TNS_i = \sqrt[3]{(1+TNS_{i,1})(1+TNS_{i,2}) \dots (1+TNS_{i,T})} - 1$, 其中, $t=1, 2, 3 \dots T$, T 为样本期长度, $T=16$;

(4) 基金经理年龄 (NL), 以开始任职该基金经理时的年龄为准。李豫湘等(2006)^[14]发现年轻的基金经理所管理的基金业绩相对较好一些;

(5) 基金经理从业时间 ($CYSJ$), 即基金经理从事证券或基金行业的工作时间; Israelsen(1998)^[6]发现任期越长的基金经理管理的基金业绩越佳;

(6) 基金经理的学历 (XL), 目前基金经理的学历有为博士、硕士和学士, 根据 Khorana(2001)^[1]的研究, 分别给予 3, 2 和 1 的赋值;

(7) 基金经理的从业背景 ($CYBJ$), 即基金经理任职该基金经理前的从业经历。在统计数据中发现, 基金经理的从业背景一般是研究员、投资经理、基金经理助理或者基金经理, 如基金经理在任职前是基金助理或其他基金的基金经理, 取值 1, 否则取 0。

二 计量模型

建立面板数据(panel data)模型来检验同一基金业绩在时间序列上“此好彼坏”现象。计量模型如下:

$$TR_{i,t} = a_i + b'X_{it} + g_i + m_{it} \quad (1)$$

其中, i 表示基金, t 表示时间。 u_i 是面板回归的个体成份(individual component), 在固定效应假设中, u_i 是常数; 在随机效应假设中, u_i 服从正态分布 $N(0, \sigma_u^2)$; u_{it} 是面板回归的异质成份(idiosyncratic component)。为分别度量战略性资产配置、战术性资产配置和基金经理对基金业绩在时间序列上的贡献, 模型(1)中的 X 分别表示 $PR_{i,t}$ 、 $TNS_{i,t}$ 、 $TNS_{i,t}$ 和 BG 。

对式(1)的估计方法有多种, 如组内估计(或固定效应估计)、组间估计、随机效应估计、可行的广义最小二乘估计(FGLS)等。其中, 组内估计忽略了样本随截面变动的信息; 组间估计忽略了样本随时间变动的信息; 而随机效应估计能同时处理样本随截面变动和随时间变动的所有信息, 它是组内估计和组间估计的加权平均。我们采用了豪斯曼检验(Hausman Test), 当满足面板回归的个体成份对回归自变量的条件期望为零, 可以使用随机效应估计。当固定效应估计、组间估计和随机效应估计均不显著, 且面板回归的个体成份对回归自变量的条件期望为零时, 使用FGLS能获得无偏、一致的模型估计结果。

采用横截面数据回归检验不同基金业绩在横截面上“同涨同跌”现象。度量战略性资产配置、战术性资产配置和基金经理对横截面上基金业绩贡献程度的计量模型分别如下:

$$TR_i = a + b_1 PR_i + e_i \quad (2)$$

$$TR_i = a + b_2 TNS_i + e_i \quad (3)$$

$$TR_i = a + b_1 TNS_i + b_2 NL_i + b_3 CYSJ_i + b_4 XL_i + b_5 CYBJ_i + e_i \quad (4)$$

计量模型(2)的解释力是战略性资产配置对不同基金业绩变化的贡献程度。战术性资产配置对基金业绩的贡献程度等于战略性积极资产配置对基金业绩的贡献程度减去战略性资产配置对基金业绩的贡献程度, 也就是说模型(3)减模型(2)的解释力得到的是战术性资产配置对基金业绩贡献程度。模型(4)中, 加入描述基金经理特征的变量: 年龄、从业时间、学历和从业背景, 模型(4)减模型(3)的解释力就为基金经理在横截面上对基金业绩的贡献程度。

实证结果与分析

一、样本选择、数据来源及描述性统计

我们从沪深两市 2003 年 12 月 31 日前成立的基金中³,按照如下标准筛选分析样本:(1)剔除指数型基金、增强指数型基金、债券型基金、保本型基金和货币型基金,研究对象是股票型基金;(2)基金规模在 5 亿元以上。按照该标准,进入研究范围的基金有 82 家,其中,封闭式基金 28 家,开放式基金 54 家。由于我国封闭式基金于 2007 年开始了“封转开”,在 54 家中开放式基金中,有 21 家是由“封转开”转化而来,故最终样本为 61 个。

研究期间为 2004 年 6 月~2008 年 3 月,主要是基于以下考虑:(1)满足基金成立后运作时间至少在 3 年,以获得足够多分析数据;(2)我国开放式基金的大力发展是在 2003 年后,且 2003 年后基金才开始重视资产配置在投资管理中的作用;(3)2003 年以前,基金运作过程中存在融资融券等行为,导致资产配置中“股票市值”和“债券和货币资金市值”占基金总市值的比例之和大于 100%的异常现象。

本文使用的数据中,资产实际配置比例和实际收益率都来源于基金的季报、中报、年报和净值报告,这就使得我们研究的最小周期是季度。从 2004 年 6 月~2008 年 3 月,共 16 个季度。股票和债券的基准指数数据来自于中信指数网站;其它数据来自于 CSMAR 数据库和各基金公司网站。

表 1 给出了主要变量的描述性统计。基金实际收益率的均值都略大于战略性资产配置收益率和战略性积极资产配置收益率,但其标准差要小于后者,且不同基金业绩间的差异远小于不同时期基金业绩的差异,不同基金业绩间可能存在较高的相关性,这也初步验证了我国基金的业绩可能会“此好彼坏”和“同涨同跌”。从基金经理的特征来看,基金经理更换的频率较高,且基金经理更换的组内标准差远大于组间标准差,说明不同时期的基金经理更换相当频繁;我国基金经理的平均年限为 36.89 岁,绝大部分基金经理均具有硕士以上学历,且具有 8 年以上证券基金从业时间。基金经理各个特征变量的标准差都不大,说明我国基金经理的个人特征具有同质性。

变量	样本	均值	标准差
实际收益率 TR	总体	0.0675	0.1349
	组间		0.0133
	组内		0.1343
战略性资产配置收益率 PR	总体	0.0605	0.1523
	组间		0.0062
	组内		0.1521
战略性积极资产配置收益率 TNS	总体	0.0651	0.1546
	组间		0.0082
	组内		0.5437
基金经理更换 BG	总体	0.1557	0.3628
	组间		0.0771
	组内		0.3546
基金经理年龄 NL	总体	36.8904	3.8547
基金经理从业时间 $CYSJ$	总体	8.3381	2.6359
基金经理学历 XL	总体	2.0277	0.3655

基金经理从业背景	总体	0.5205	0.4998
----------	----	--------	--------

二、实证结果

1. 同一基金业绩的“此好彼坏”

从豪斯曼检验(Hausman Test)的结果来看,回归(1)、(2)和(3)的计量模型的相伴概率 p 值分别为 0.926、0.823 和 0.786,即 Chi-sq 统计量的检验值都小于 0.1,接受检验原假设,可以采用随机效应模型进行回归。

从回归(1)的结果来看,战略性资产配置对基金业绩在时间序列上的贡献程度是 74.72%,也就是说同一基金业绩在季度之间的变化,绝大部分是战略性资产配置的变化带来的。回归(2)中,战略性积极资产配置对基金业绩在时间序列上的贡献程度是 75.79%。而战术性资产配置对基金业绩的贡献程度等于战略性积极资产配置对基金业绩贡献程度减去战略性资产配置对基金业绩贡献程度,故战术性资产配置对基金业绩的解释力=75.79%-74.72%=1.07%。回归(3)是在回归(2)的基础上,加入基金经理变更变量,但基金经理变更的 t 统计量不显著,而且回归(3)的整体解释力相对于回归(2)没有增加,仍是 75.79%,说明基金经理更换并没有带来基金业绩的变化。

可见,基金业绩在时间序列上的变化主要是战略性资产配置带来的,也就是说,基金业绩在季度之间的变化主要是其投资组合中股票和债券配置比例的变动带来的。而债券的价格一般比较稳定,那么,股票市场的价格趋势决定了基金业绩的走势,而目前我国股市“牛”、“熊”间频繁的交替必然会带来基金业绩在时间序列上的“此好彼坏”。

表 2 资产配置和基金经理在时间序列上对基金业绩的贡献

	回归(1)	回归(2)	回归(3)
常数项	0.2363**	0.2337**	0.2518**
战略性资产配置收益率 PR	0.0144**		
战略性积极资产配置收益率 TNS		0.0139**	0.0139**
基金经理更换 BG			0.2518
Number of obs	976	976	976
Number of groups	61	61	61
Ad-R ²	0.7472	0.7579	0.7579
Wald	2783.78**	2947.72**	2945.84**
Hausman Test	0.926	0.823	0.786

注: 1. “Wald”是对模型整体拟合效果进行检验的统计量,检验模型所有参数是否同时为零。“Hausman Test”是Hausman模型设定检验,用来检验模型是否存在随机效应; 2. *、**分别表示z统计量在10%和5%水平下的显著。

2. 不同基金业绩的“同涨同跌”

表 3 列示了战略性资产配置、战术性资产配置和基金经理对基金业绩在横截面上差异的贡献程度,他们分别是 1.26%、5.15%和 77.68%。可见,根据 IK(2000)^[8]的研究,战略性资产配置对美国共同基金和养老基金的贡献程度分别是 40%和 35%,其远远高于资产配置对我国不同基金之间业绩差异的贡献程度。

但加入描述基金经理特征的变量:年龄、从业时间、学历和从业背景后,回归模型对基

金业绩的解释力大大提高，基金经理特征的解释力达到 77.68%，说明我国基金业绩在横截面上的差异主要是由基金经理具有不同特征带来的。从表 1 的描述性统计来看，我们基金经理个人特征的差异化并不明显，其学历、年龄和从业时间都表现出同质化，而且国内学者刘成彦等(2007)^[12]的研究表明，我国基金经理行为存在明显的“羊群效应”，基金经理本身特征的同质化和行为的羊群性就决定了我们不同的基金业绩之间不会存在明显的差异化，会表现出“同涨同跌”现象。

表 3 资产配置和基金经理在横截面上对基金业绩的解释力

项 目	解释力 R ²
战略性资产配置对我国不同基金业绩差异的解释力	1.26%
战术性资产配置对我国不同基金业绩差异的解释力	5.15%
基金经理对我国不同基金业绩差异的解释力	77.68%
战略性资产配置对美国共同基金业绩差异的解释力(IK, 2000)	40%
战略性资产配置对美国养老基金业绩差异的解释力(IK, 2000)	35%

结论与启示

本文以 2003 年 12 月 31 日前成立 61 家股票型基金，在 2004 年 6~2008 年 3 月间的 16 个季度数据，采用不同的计量模型分别检验了造成我国基金业绩“此好彼坏”和“同涨同跌”现象的原因。主要发现有：(1)基金业绩在时间序列上变动主要由战略性资产配置决定，我国股市“牛”、“熊”间频繁的交替必然会带来基金业绩在时间序列上的“此好彼坏”；(2)不同基金在横截面业绩差异主要由基金经理带来，而基金经理本身特征的同质化和行为的羊群性就决定了我们不同的基金业绩之间不会存在明显的差异化，会表现出“同涨同跌”现象。

同一基金业绩在时间序列上变动主要是由战略性资产配置决定,说明各个基金对宏观和政策因素对市场影响的判断基本趋同,资产配置的分化并不明显，那么，在资本市场中引入更加灵活的市场交易机制和风险规避机制、丰富基金的品种是非常必要的。

不同基金业绩在横截面上差异主要由基金经理决定。说明在我国资本市场，基金经理容易通过信息分析来获取超额收益，那么，基金经理的能力的不同会带来选股收益率的差异。那么，制定科学的基金经理任职资格标准、合理的基金经理选拔和考核机制迫在眉睫。

[基金项目：本文为国家自然科学基金项目“机构投资者的持股行为、治理角色与上市公司信息披露”(项目批准号70772061)的阶段性研究成果。感谢上海交通大学安泰经济与管理学院胡奕明教授，湖南大学会计学院的刘桂良教授为本文提出的宝贵意见]

注释

¹资产配置(Asset Allocation)是指投资者确定其全部资金在各种可投资的资产类向上分配比例的过程，可分为战略性资产配置策略(Strategic Asset Allocation, 简称为 SAA)和战术性资产配置策略(Tactical Asset Allocation, 简称为 TAA)。战略性资产配置策略是指基金为了实现长期投资目标而决定不同资产类型之间进行配置的投资决策；战术性资产配置策略是投资者通过选时(Market Timing)主动地调高或者降低不同资产类型的配置比例。

²基金决策流程如下：首先，基金的投资决策委员根据基金契约，对基金各种资产的配置比例进行设定，并明确投资方向，向专家咨询委员会咨询后，将决策意见下达基金管理小组，即资产配置；然后，基金管理

部门(基金公司的管理层和基金经理)按照投资决策委员会的既定方针和原则,在分析研究部门和金融工程部门研究报告的基础上,判断市场走势,适时地下达交易指令,进行证券组合运作,当然上述的投资决策过程是动态。

³要求研究样本选在 2003 年 12 月 31 日之前,是因为我国基金的建仓周期一般为成立以后的 3 个月,在此期间各类资产的持仓比例可能会有较大幅度的变化,并且基金不对外公布净值和投资组合报告。

参考文献:

- [1] Khorana A. Top Management Turnover: An Empirical Investigation of Mutual Fund Managers [J] . Journal of Financial Economics, 1996, 40-56
- [2] Roger G. Ibbotson and Paul D.Kaplan. Does Asset Allocation Policy Explain 40, 90, or 100 Percent of Performance? [J]Financial Analysts Journal, 2000,11: 26 – 33.
- [3] Golec,Joseph H., The Effects of Mutual Fund Managers' Characteristics on Their Portfolio Performance, Risk and Fees[J], Financial Services Review ,1996,5: 133-148.
- [4] Khorana A. Performance Changes Following Top Management Turnover: Evidence from Open - Ended Mutual Funds[J] . Journal of Financial and Qualitative Analysis, 2001, 36: 34-56
- [5] Kon,S.J, The market-timing performance of mutual fund managers, Journal of Business[J],2000, 56(3).
- [6] sraelsen, Risk-Adjusted Performance of Mutual Funds', New England EconomicReview[J],1998,9:34-48 456-478.
- [7]I 巴曙松、陈华良、王超.2008 年中国基金与资产管理行业发展报告[M].中信出版社, 2008, 9-12..
- [8] 蒋晓全、丁秀英.我国证券投资基金资产配置效率研究[J].金融研究, 2007, 2, 89-97.
- [9] 陆家骝、王茂斌.什么决定了基金经理的更换[N].证券市场导报 2007,3:22-28.大学学报, 2007, 9: 34-39.
- [10] 王征.资产配置对基金收益率的贡献度分析——来自中国市场的经验数据[J], 经济科学, 2005, 4: 80-89.
- [11] 李豫湘、程剑、彭聪.基金经理个人特性对基金业绩影响的研究[J].价值工程, 2006, 2: 21-27.
- [12] 刘成彦, 胡枫, 王皓, QFII 也存在羊群行为吗? 金融研究, 2007, 10, 111-121