

# 上市公司 及证券投资基金绩效评价 ——方法与实证

梅国平 著

中国商业出版社

# 上市公司 及证券投资基金绩效评价 ——方法与实证

梅国平 著

中国商业出版社

图书在版编目(CIP)数据

上市公司及证券投资基金绩效评价/梅国平著.-北京:

中国商业出版社,2002.8

ISBN 7-5044-4681-5

I.上… II.梅… III.上市公司-经济效果-经济评价-研究  
IV.F276.6

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2002)第 057871 号

责任编辑:常 勇

封面设计:程其铝

中国商业出版社出版社发行  
(100053 北京广安门内报国寺 1 号)

新华书店总店北京发行所经销

北京星月印刷厂 印刷

\*

880×1230 毫米 32 开 3.5 印张 84 千字

2002 年 8 月第 1 版 2002 年 8 月第 1 次印刷

定价:13.00 元

\* \* \* \*

(如有印装质量问题可更换)

本书由复旦大学应用经济学  
博士后站资助出版

# 序

公司绩效评价是上市公司管理的一项重要内容,是国外学术界近年来关注的一个焦点问题。而基金评价对我国证券投资基金业而言,意义尤为突出。在一个成熟的市场上,证券投资基金是居民财富构成中最主要的部分,这可能也是我国证券市场发展的一个方向。但是,作为一种代客理财工具,委托—代理问题是基金业面临的一个突出问题。一个独立、客观的基金业绩评价体系可以形成对基金经理的外部约束和激励,进而有助于我国投资基金业的健康发展。因此,上市公司及证券投资基金绩效评价的研究,意义重大。

摆在读者面前的这部专著《上市公司及证券投资基金绩效评价:方法与实证》,是梅国平同志在其博士后研究报告的基础上修改而成的。他的博士后研究报告(中期)曾获得专家委员会的一致好评。在他的新作问世之际,我作为其博士后联系导师,与作者一同分享着收获的喜悦。

在其博士后报告的选题及写作过程中,我对作者提出了如

下几点要求：一是要有较高的起点和理论层次，力争使研究成果达到较高水平；二是要针对我国国情，注意借鉴国外研究成果，有所突破，有所贡献；三是要选择有利于发挥自身优势的问题进行研究。在充分酝酿的基础上，作者制定了详细的写作计划并努力实践，期间付出了不少的心血，取得了一些很好的结果。

综观梅国平同志的这部新作，具有以下特色：第一，作者在占有大量中外文献、深入掌握已有研究成果的基础上，对上市公司绩效评价及证券投资基金评价的相关研究作了清晰明了的综述；第二，该书用大部分篇幅介绍了作者自己的创造性实证研究成果，特别是利用数据包络分析方法对证券投资基金进行评价，富有新意；第三，作者在进行实证研究时，运用了大量的数学模型和多元统计方法，反映了作者厚实的数量分析功底和能力。

当然，该书也有不足之处。我希望作者以此书为新的起点，继续刻苦钻研，做出更大贡献！

高汝熹

2001年冬于复旦大学

# 目 录

|                                           |      |
|-------------------------------------------|------|
| 第一章 国内外有关上市公司绩效评价体系述评 .....               | (1)  |
| 一、国外有关上市公司绩效评价体系述评 .....                  | (1)  |
| 二、我国企业绩效评价体系述评 .....                      | (4)  |
| 第二章 我国上市公司绩效综合评价指标体系的建立<br>及评价方法的确定 ..... | (11) |
| 一、绩效综合评价指标体系的建立 .....                     | (11) |
| 二、绩效综合评价方法的确定 .....                       | (15) |
| 第三章 绩效指标 EVA 有用性的实证检验 .....               | (32) |
| 一、研究背景 .....                              | (32) |
| 二、EVA 对公司市场价值的影响 .....                    | (34) |
| 三、基于我国上市公司的实证检验 .....                     | (36) |
| 第四章 证券投资基金评价体系的基本框架 .....                 | (39) |
| 一、基金评价的意义 .....                           | (39) |
| 二、基金评价中各种通用指标的简单讨论 .....                  | (40) |
| 三、基金评价中市场风险测度的新指标 .....                   | (47) |

|                                  |      |
|----------------------------------|------|
| <b>第五章 投资组合绩效的风险调整评价指标</b> ..... | (54) |
| 一、投资组合绩效的风险调整评价(测度)指标 .....      | (55) |
| 二、投资组合绩效的风险调整评价指标比较分析 .....      | (60) |
| 三、构建综合评价指标 .....                 | (64) |
| 四、实证分析 .....                     | (65) |
| 五、对风险调整评价指标缺点的几点评论 .....         | (67) |
| <b>第六章 基金业绩评价的 DEA 方法</b> .....  | (73) |
| 一、基金评价方法:数据包络分析 .....            | (73) |
| 二、样本选择与数据说明 .....                | (75) |
| 三、计算结果 .....                     | (76) |
| <b>第七章 基金的股票选择能力及市场时机选择能力</b>    |      |
| <b>评价模型</b> .....                | (79) |
| 一、证券选择能力评价模型 .....               | (80) |
| 二、市场时机把握能力评价模型 .....             | (82) |
| 三、实证检验 .....                     | (89) |
| <b>参考文献</b> .....                | (95) |

# 第一章

## 国内外有关上市公司绩效评价体系述评

### 一、国外有关上市公司绩效评价体系述评

公司绩效评价已成为上市公司管理的一项重要内容，并且是国外学术界近年来关注的一个焦点问题。ABI 通讯数据库的统计资料表明，在 1994 年至 1996 年的三年间，国外就有 3600 多篇关于绩效评价的文章发表。1996 年，仅在美国每两个星期就有一部关于绩效评价的著作问世。

#### (一) 关于绩效评价指标的选取

企业绩效评价指标选取的演进历程揭示了从单纯财务指标到包含非财务指标的综合指标，从单一指标到多维指标的发展方向。

##### 1、单纯的财务指标

20 世纪五六十年代，由于顾客需求大于供给，企业的主要任务是以最低的成本生产出尽可能多的产品，以实现利润最大化为战略目标。因此，主要评价指标有：

(1) 会计利润率，即净资产收益率 (ROE) 或总资产收益率 (ROA)。这两个指标都是根据公司一定时期的净利润计算的，其优点是数据容易获得，缺点是忽略了企业资产价值随时间变化而发生的变化以及所有者权益的机会成本。

(2) 经济增加值 (EVA)。经济增加值是公司经过调整的营业净

利润减去公司现有资产经济价值的机会成本后的余额，这个指标弥补了会计利润率的上述缺陷，但其存在的问题是不能反映公司初始投资的现金补偿。

(3) 补偿投资后的增加值 (IRVA)。IRVA 是公司自由现金流量减去资本耗费后的余额，这个指标弥补了经济增加值的上述缺陷，但计算较为复杂。

(4) 杜邦财务分析指标体系 (见本章图 1)。该体系从净资产收益率出发，按照影响因素依次设置总资产收益率、权益乘数、销售利润率、总资产周转率、成本结构、资产结构、流动资产结构等指标，从不同方面对公司绩效进行综合分析。

进入七八十年代以后，随着卖方市场向买方市场的转变和市场竞争的加剧，企业管理的重心也逐步由成本管理向客户管理发展，单纯地以财务指标作为绩效评价指标的弱点暴露无遗。

传统的财务指标存在下述缺陷：(1) 鼓励短期行为，为了获取短期利润最大化，企业决策者常常推迟资本投资，从而造成企业发展后劲不足；(2) 缺乏战略性考虑，无法提供产品质量、顾客响应度和柔性等方面的信息；(3) 鼓励局部优化，而不是全局最优化；(4) 鼓励管理人员千方百计地最小化标准偏差，而不是寻求持续改进的方案；(5) 无法提供有关“顾客需求什么”、“竞争对手是如何运作的”等方面的信息，为企业决策提供的支持十分有限；(6) 只能提供历史绩效信息，无法预测未来的绩效发展状况，应用的范围受到限制。

此外，经济学家也反对使用会计数据评价企业绩效，因为它忽略了机会成本和货币的时间价值。

## 2、引入非财务指标

鉴于财务指标自身存在的缺陷，越来越多的学者倾向于引入

非财务指标。他们认为，相对于财务指标，非财务指标具有如下优点：评价更加及时、准确，易于度量；与企业的目标和战略相一致，可以有效地推动企业的持续改进；具有良好的柔性，能够适应市场和企业周围环境的变化等等。尽管如此，非财务指标也有其缺点：即数量过多，企业很难选择适合自己的评价标准。

## (二)关于绩效评价方法

以美国为代表的西方国家很早就开展了对上市公司的评价，并且在世界上具有较大的影响。

以下分别就美国的《财富》(《FORTUNE》)和《商业周刊》(《BUSINESS WEEK》)对上市公司进行评价的方法作简析。

《财富》杂志从1955年开始，按年销售总额(Sales)大小对全美上市公司进行排名，排出全美年销售额(Sales)最大的500家上市公司。一年一度的排名已成为该杂志的一大特色。随着《财富》杂志对上市公司分类排名的不断改进，目前还形成了多项指标排名系列。

《商业周刊》是美国出版业巨头之一“McGrawHill”公司属下的一家以财经报道为主的综合性国际出版刊物，在全球有着广泛的影响。该周刊十多年来一直致力于对上市公司的评价和排名，既有单指标排名，又有综合评价排名。单指标排名根据按美元计价的上市公司市价总值大小排出全球市价总值最大的1000家上市公司。而综合评价排名对纳入标准普尔(Standard & Pool's)500指数中的500家上市公司进行综合评价并加以排名，将前50名上市公司作为“《商业周刊》最佳50家上市公司”。《商业周刊》的综合评价方法是根据8个指标来对上市公司进行综合评价的。这8个指标分别是：一年来的总收益、三年来的总收益、一年来的销售总额增长率(%)、三年来的销售总额增长率(%)、一

年来的利润增长率(%)、三年来的利润增长率(%)、净利润和净资产收益率(%)。综合评价方法是对这8项指标分别进行评审,每个指标按取值大小进行排名,取值最大的20%取A级,其次20%的取B级,以次类推,最后的20%取E级。各上市公司的总得分是其8个指标的评级分之和。

## 二、我国企业绩效评价体系述评

### (一)我国现行的企业绩效评价体系简介

我国(不包括港、澳、台地区)的证券交易所是在1990年以后才恢复建立起来的。上市公司从当初的十多家发展到现在的千余家。我国证券市场虽然起步较晚,但发展势头较猛。有关上市公司综合评价和排名的研究起点较高。

自1996年5月3日起,中国诚信证券评估有限公司与《中国证券报》就已每年联合开展深沪两市的上市公司经营业绩综合评价的研究。根据各上市公司公开披露的有关资料,通过对上市公司当年的盈利水平、发展速度和财务状况三方面6个指标(包括净资产收益率、资产总额增长率、利润总额增长率、负债比率、流动比率和全部资本化比率)分别进行考核,然后按各指标的重要性不同确定各指标在综合评价时的权重。各上市公司的经营业绩综合评价总得分是各上市公司单项指标得分乘以该指标的权重的乘积之和。

在国内证券界有相当影响力的《上市公司》杂志从1999年开始进行了“沪市50强上市公司”评选活动,采用主营业务收入、净利润、总资产和市值4个指标。先计算4项指标的单项得分,根据单项指标由大到小对沪市全部参选上市公司进行单项排名,

表 1 中国诚信公司业绩评价财务指标体系

| 指标 | 净资产<br>收益率 | 资产总额<br>增长率 | 利润总额<br>增长率 | 负债<br>比率 | 流动<br>比率 | 全部资本<br>化比率 |
|----|------------|-------------|-------------|----------|----------|-------------|
| 权重 | 55%        | 9%          | 13%         | 7%       | 7%       | 9%          |

资料来源：诚信公司主编《中国上市公司基本分析》P. 641

前 50 名单项排名数即为该公司该项指标得分，51 名及以后得分均为 51 分。如单项排名第 10 名的单项得分即为 10 分。然后计算综合得分，4 项指标的单项得分加总即为该公司综合得分，根据综合得分由小到大对沪市全部参选上市公司进行排名。最后评选出“沪市 50 强上市公司”。

1999 年 6 月，财政部、国家经贸委、人事部、国家计委联合颁布了企业绩效评价指标体系，该体系设计了 8 项基本计量指标，16 项修正计量指标和 8 项评议非计量指标。这 8 项评议指标的設置改变了我国传统的完全以财务指标来评价企业绩效的状况，在探索建立科学规范的企业绩效评价体系，推动我国企业评价体系与国际接轨的道路上迈出了可喜的一步。但是，该评价体系在最终给企业综合评价计时，财务指标所占的权数为 80%，评议指标（即非财务指标）的权数仅占 20%。

## （二）有关评论

### 1、关于评价指标

理论界认为，目前公司财务业绩评价指标体系本身存有以下几方面的缺陷或局限性：

（1）未考虑资本成本的因素，从而导致经营利润的计算不正确在计算 ROA、ROE、ROI 和 EPS 时所用的净收益（Net Income）

表2 财政部等四部委联合颁发的企业效绩评价体系

| 评价内容     | 权数  | 基本指标      |     | 修正指标(±)   |    | 评议指标(±) |
|----------|-----|-----------|-----|-----------|----|---------|
|          |     | 指标        | 权数  | 指标        | 权数 |         |
| 一、财务效益状况 | 42  | 净资产收益率    | 30  | 资本保值增值率   | 16 | 略       |
|          |     | 总资产报酬率    | 12  | 销售(营业)利润率 | 14 |         |
| 二、资产运营状况 | 18  | 总资产周转率    | 9   | 存货周转率     | 4  |         |
|          |     | 流动资产周转率   | 9   | 应收账款周转率   | 4  |         |
| 三、偿债能力状况 | 22  | 资产负债率     | 12  | 流动比率      | 6  |         |
|          |     |           |     | 速动比率      | 4  |         |
|          |     | 已获利息倍数    | 10  | 现金流动负债比率  | 4  |         |
| 四、发展能力状况 | 18  | 销售(营业)增长率 | 9   | 总资产增长率    | 7  |         |
|          |     | 资本积累率     | 9   | 固定资产成新率   | 5  |         |
| 合计       | 100 | ×         | 100 | 100       | ×  |         |

均未考虑资本成本的因素。因此,有些企业从财务报表和一些评价指标上看似乎是盈利,但如果将资本成本因素考虑进去,这些貌似盈利的企业就发生了实质性的亏损,这是因为他们并未创造出高于资本成本的价值增值所致。

## (2) 对现金流量指标的关注不够

传统财务业绩评价指标关注的焦点是资产负债表、损益表的有关项目,对现金流量表中的有关现金流量指标,如净现金流量、经营活动净现金流量等指标却关注甚少。

我们知道,现金流动的信息更能体现财务报告的目标,因为与特定企业关系最直接的财务信息的可能使用者,一般地说,关心的是企业创造有利的现金流动能力。投资人、债权人、雇员、顾客和经理们,对企业创造有利的现金流动能力具有共同的利益。

资产负债表反映的是企业特定时点上的财务状况，因此它在提供流动性信息方面是不完整的；损益表提供的是在权益发生制条件下企业所实现的当期收益，在提供流动性信息方面也是缺乏的；而现金流量表反映的是特定报告期内企业的现金流量，然而它在提供预测未来现金流量信息方面是不充分的。因此，财务业绩的评价应是现金流量表、损益表与资产负债表有关指标项目的联合和综合。

### (3) 缺乏知识与智力资本方面的评价指标

缺乏知识与智力资本方面的业绩评价指标不能不说是财务业绩评价指标体系的一大缺陷。我们知道：农业经济是以自然资源为基础的经济，工业经济是以资本为基础的经济，“新经济”是以知识的智力资源为基础的经济。在信息时代，知识和智力在企业的竞争优势和核心竞争力的形成与保持中，在企业经营目标的实现上发挥着日益重要的作用。微软公司的有形资产与公司的市场价值之间的巨大差额，不能不说是知识与智力资本发挥的作用所致。其它如 NEC 等高科技产业，其公司的股价均高于传统的产业也都说明了这一点。因此，如果财务业绩评价指标体系缺乏对知识与智力资本业绩的评价指标，则它是不健全的业绩评价指标体系。

还有的学者认为，用于评价企业偿债能力的指标不宜作为财务业绩评价指标。理由是：业绩评价的实质是对所得与所费进行比较，所得越大，所费越少，则企业经营业绩越好，反之，则企业经营业绩越差。偿债能力属反映企业财务状况的指标，与企业经营业绩评价没有直接的联系，也就是说，偿债能力良好，如资产负债率或流动比率适宜，说明企业的变现能力强，而不能直接说明企业的经营业绩良好。但偿债能力指标，可以从某一方面说

明企业为什么会产生既有的财务业绩。因此，它应属企业财务分析指标，是对企业的财务业绩做出的分析说明。传统财务指标体系中的这种缺陷，是由于我们将财务业绩评价指标体系和财务分析体系混为一谈所致。

## 2、关于评价方法和评价体系

我国在 1999 年 6 月 1 日由财政部等四部委颁布了《国有资本金绩效评价规则》。这一规则主要是从财务效益状况、资产运营状况、偿债能力状况和发展能力状况四个方面，通过基本指标、修正指标和评议指标，运用统一的评价标准值作为评价的基础，采取了多层次指标体系层层递进的评价方法，对国有企业的经营业绩进行全面的评价，建立了较完整的指标体系，以综合评价代替了单一评价。这是我国首次由政府权威部门颁发的既包括财务指标和定量指标，又涉及到非财务指标和定性指标的一整套较为科学、完整的企业经营绩效评价体系，对于正确评价企业经营绩效具有重要的作用。

该《规则》的业绩评价体系存在的一个较突出的问题就是指标之间缺乏独立性。从业绩的评价方法来看，所采用的功效系数法、综合评价法实质上是一种加权的加法合成，它要求各种评价指标之间应是相互独立的。然而，从评价体系中所应用的财务指标来看，相关性较强（这里的相关性是指指标之间的相乘或涵盖关系），缺乏指标间应有的独立性。

例如，在图 2 中，总资产报酬率=销售利润率×总资产周转率。这说明：企业要提高总资产报酬率水平，可有两条途径，或者是通过提高销售利润率水平，或者通过加速资金周转。由此可知，第一，销售利润率与总资产周转率是处于同一层次的两个指标；第二，不能认为是通过提高利润率水平的途径要优于提高资金周

转率水平的途径。但是，在国有资金绩效评价指标体系中，将总资产报酬率与总资产周转率放在同一个层次上，而将销售利润率放在另一个层次上，并且，从给定的权数上来看，总资产周转率的权重为 9，销售利润率的权重为第二层次上的 14。国有资金绩效评价指标体系中的权数确定似乎主观性太大。

图 1 杜邦财务分析指标

