中国证券报 CHINA SECURITIES JOURNAL

基金研究报告

深度报告/专题研究

作者：高道德、王紫薇、李蕴奇

基金分红对基金持有人和基金管理人业绩的影响

【摘要】：

基金分红，关乎着基金持有人的切身利益。随着管理人在宣传材料中愈发强调基金产品/基金公司过往的分红金额，投资者也为账户突然多出的一笔钱感到欣喜，基金分红被大众视作一件好事，而鲜有人关注其背后意味着什么。

此外，基金分红使得单位净值发生调整，随之市场上出现了多种多样的收益率计算方法，不同计算方法背后的含义可能有所不同，如未清楚各种计算方法背后的逻辑，可能导致沟通中各方理解不一致，或出现收益率这一概念的误用、错用甚至滥用等现象。

基于这一背景，我们撰写本文旨在捋清楚两件事：一是明确基金投资中收益率计算的思路和方法；二是探讨基金分红对基金持有人和基金管理人业绩的影响。

首先，我们从收益率的原始定义出发，对其核心思想“收投比”进行理解，并将其应用于生活中十分常见的投资案例，探究投资场景中管理人业绩与投资者收益率的度量方法。事实上：若投资者在整个投资过程中资金未发生增加或退出，其收益率可基于每日收投比连乘计算得到。此外，因未发生资金变化的投资者完全享有管理人在此过程所创造的业绩，其收益率可用于度量管理人业绩。

进一步，我们将推演得到的收益率度量方法应用于基金分红这一细分场景，探讨基金分红场景下管理人业绩和持有人收益率的度量方法，以及二者的差异情况。我们发现：（1）于基金管理人而言，基金分红对基金管理人业绩没有影响。当基金发生分红时，度量基金管理人业绩的方法并不需要发生改变，仅除权日当天收投比因分红资金的拨出发生调整；（2）于基金持有人而言，若基金持有人选择分红不再投资，其收益率将受到分红时点的影响，即：高位分红有利于基金持有人，低位分红不利于基金持有人。

我们认为：管理人应意识到分红行为对于持有人利益的影响，坚持“持有人利益为先”的原则，用好这一工具，引导投资者在高点赎回，而不是在低点离场。

谨请参阅尾页重要声明

引言

基金分红，指的是基金管理人将净资产的一部分以现金的方式派发给基金持有人，派发的这部分原本就是基金净值的一部分。从当前的分红政策来看，于多数基金而言，基金管理人在基金分红及分红时点选择上具有较大的主动权。于基金持有人而言，当所持有的基金发生分红时，其可以对分红方式（现金分红/红利再投资）进行选择。根据《证券投资基金运作管理办法》，若投资者未指定分红方式，则默认收益分配方式为现金分红。由此我们可以发现，除基金合同规定情形下必须触发的分红行为之外，基金持有人在基金分红中属于被动接受方，且在其未进行主动操作的情况下，现金红利的派发方式默认为现金分红，即被动取回部分资金。

针对这一行为，市场上存在各种各样的讨论，例如“分红越多的基金收益能力越好吗”“短期分红多的基金一定是好基金吗”等等，这些讨论让我们意识到基金持有人及相当多的基金从业人员对这一问题的理解存在偏颇，我们认为有必要对这一行为及其可能造成的影响进行研究，引导基金管理人在分红行为的决策及时点的选择上坚持践行“持有人利益优先”原则，也让基金持有人能够客观看待基金分红行为，在投资决策上更加理智。

基金投资的目的是获得投资收益，从而实现资产保值增值，所以分红对相关方“收益率”的影响是本文关注的重点。基于此，本研究将围绕分红行为导致的“收益率”的变化情况来对基金分红行为展开讨论。

一、什么是收益率？

（一）收益率计算的核心思想是“收投比”

首先，我们回到收益率最原始的定义：收益率指的是投资者在一笔投资中获得的收益与投入之比。同时我们知道，从一笔投资中获得的收益为期末收入与期初投入之差。在实际投资中，于投资者而言，“收入”为期末得到的钱，“投入”为期初投入的钱，这两部分资金的变化更直观，也更好理解。因此在计算收益率时，我们常采用“收投比”这一更易于理解的思想进行推演。

“收投比”这一概念看似简单，在使用过程中却常常容易犯错。例如：在计算基金持有人收益率时，直接使用累计单位净值进行计算，却忽视了基金投资是按照单位净值进行申购的；投入使用单位净值，而收入使用累计单位净值，导致

收入与投入出现错配等等。这些错误出现的本质原因，是对“收投比”的理解不够透彻导致了运用过程中未正确识别投资中投入及其对应的收入。因此，使用“收投比”计算收益率时，一定要明确：“投”指的是在一笔投资中的实际投入，“收”指的是该笔投入所对应产生的收入。

知道了收投比，如何计算收益率？假设一笔投资的投入为10 元，收入为 15 元，则它的“收投比”为：$15/10 = 150\%$；同时，我们还可以采用另一种计算方法，即先计算该笔投资的收益为：$15 - 10 = 5$ 元，则其收益率为$5/10 = 50\%$。通过这一案例的计算，我们可以非常清楚的看到“收投比”与“收益率”之间的关系，即：收益率=收投比-1。

（二）基金投资中的收益率：管理人业绩与持有人收益率

基金投资是一种间接的证券投资方式。基金管理公司通过发行份额，集中投资者的资金，由基金管理人管理和运用资金，从事股票、债券等金融工具投资。我们可以看到，在这一过程中，存在两种“投资者”角色，即：基金持有人是基金的投资者，其投资的对象是基金；基金管理人是二级市场（如股票市场、债券市场等）的投资者，其投资的对象是各类金融投资工具。因此，在谈论基金投资中的收益率时，首先需要明确是度量管理人的投资管理业绩（下文称“管理人业绩”），还是度量持有人的基金投资收益（下文称“持有人收益率”）。不同的研究对象和使用场景，对应的收益生成过程不同，“收投比”的度量方式也存在不同。

二、一种投资场景中管理人业绩与投资者收益率度量方法探究

在这一部分，我们将通过一个生活中十分常见的投资案例对投资场景中管理人业绩与投资者收益率的度量方法进行探究，为后文基金分红这一细分场景下管理人业绩及持有人收益率的度量提供思路。

现有两位投资者 A、B 分别将资金交由同一管理人管理，其中 A 投资者在期初投入 10 元，且在整个投资过程中资金没有增加或退出；B 投资者在期初投入 90 元，在投资过程中资金发生增加或退出。

第一天，管理人将两位投资者的合计投入 100 元用于开展投资，获得 20 元收益，这 20 元收益按照投入资金比例分配给两位投资者，其中 A 投资者应分得 2 元，

B 投资者应分得 18 元，当日 A、B 两位投资者的收入分别为 12 元、108 元。同时，B 投资者于第一天结算完成后取回 10 元，余下的 98 元在第二日继续参与投资，A 投资者的资金未发生退出，即 12 元继续投入第二天的投资...依此类推，每日投资结束后，管理人将按照当天投入资金的比例将收益进行分配，若投资者资金发生增加或退出变动，则意味着次日参与投资的资金发生相应变化。基于这一投资过程，我们可以将管理人、投资者 A、投资者 B 的当日投入、当日收入、当日盈亏及当日收投比情况汇总得到下表[1]：

		第一天	第二天	第三天	第四天	第五天
管理人	当日投入	100.00	110.00	130.00	155.00	125.00
	当日收入	120.00	150.00	150.00	130.00	140.00
	当日盈亏	20.00	40.00	20.00	-25.00	15.00
	当日收投比	1.20	1.36	1.15	0.84	1.12
投资者 A	当日投入	10.00	12.00	16.36	18.88	15.84
	当日盈亏	2.00	4.36	2.52	-3.05	1.90
	当日收入	12.00	16.36	18.88	15.84	17.74
	当日收投比	1.20	1.36	1.15	0.84	1.12
投资者 B	当日投入	90.00	98.00	113.64	136.12	109.16
	当日盈亏	18.00	35.64	17.48	-21.95	13.10
	当日收入	108.00	133.64	131.12	114.16	122.26
	当日收投比	1.20	1.36	1.15	0.84	1.12
	当日追加/取回	-10.00	-20.00	5.00	-5.00	

在这个投资场景中，我们该如何度量管理人的业绩和投资者的收益率呢？该投资场景中涉及到 3 个相关方，即管理人、投资者 A 和投资者 B。因投资者 B 在投资过程中资金发生增加或退出，其收益率的度量须引入资本加权收益率这一更为复杂的计算方式进行计算，在此我们不进行讨论。接下来，我们将分别对投资者 A 的收益率（即投资过程未发生资金变化的投资者收益率）及管理人的业绩的度量方式进行探讨。

[1] 注：表中数据保留小数点后两位，部分数据为四舍五入后数据。

（一）资金未发生变化时，投资者收益率可基于每日收投比连乘计算[2]得到

因投资者 A 在投资过程中未发生资金的增加/退出，我们将以这一视角作为切入，讨论投资过程资金未发生变化情形下投资者收益率的度量方法。站在投资者 A 的视角，我们可以看到，投资者 A 在期初投入 10 元，该笔资金经投资过程发生的盈亏，在期末变成 17.74 元，且其在期末所获得的收入完全由期初的投入产生。由此，我们可以通过“收投比”公式计算得到投资者 A 在该投资区间内的收益率为：

$$r^{(a)} = \frac{\mathrm{P}_{\mathrm{m}}^{(\mathrm{a})}}{\mathrm{P}_{0}^{(\mathrm{a})}} - 1 = \frac{17.74}{10} - 1 = 77.4\%$$

其中$\mathrm{m} = 5$是投资考察期内的交易日数，$\mathrm{P}_{0}^{(\mathrm{a})}$为投资者 A 的期初投入，$\mathrm{P}_{\mathrm{m}}^{(\mathrm{a})}$为投资者 A 的期末收入。对该公式进行拆解，我们可以得到：

$$r^{(a)} = \frac{\mathrm{P}_{\mathrm{m}}^{(\mathrm{a})}}{\mathrm{P}_{0}^{(\mathrm{a})}} - 1 = \frac{17.74}{10} - 1 = \frac{12}{10} \cdot \frac{16.36}{12} \cdot \frac{18.88}{16.36} \cdot \frac{15.84}{18.88} \cdot \frac{17.74}{15.84} - 1$$

即投资者 A 的收益率公式可演变为：

$$r^{(a)} = \frac{\mathrm{P}_{\mathrm{m}}^{(\mathrm{a})}}{\mathrm{P}_{0}^{(\mathrm{a})}} - 1 = \frac{\mathrm{P}_{1}^{(\mathrm{a})}}{\mathrm{P}_{0}^{(\mathrm{a})}} \cdot \frac{\mathrm{P}_{2}^{(\mathrm{a})}}{\mathrm{P}_{1}^{(\mathrm{a})}} \cdot \frac{\mathrm{P}_{3}^{(\mathrm{a})}}{\mathrm{P}_{2}^{(\mathrm{a})}} \cdot \frac{\mathrm{P}_{4}^{(\mathrm{a})}}{\mathrm{P}_{3}^{(\mathrm{a})}} \cdots \frac{\mathrm{P}_{\mathrm{m}}^{(\mathrm{a})}}{\mathrm{P}_{\mathrm{m}-1}^{(\mathrm{a})}} - 1$$

$$= \mathrm{S}_{1}^{(\mathrm{a})}\mathrm{S}_{2}^{(\mathrm{a})}\mathrm{S}_{3}^{(\mathrm{a})} \cdots \mathrm{S}_{m}^{(\mathrm{a})} - 1 = (1 + r_{1}^{(a)}) \cdot (1 + r_{2}^{(a)}) \cdots (1 + r_{m}^{(a)}) - 1$$

其中，$\mathrm{S}_{i}^{(\mathrm{a})} = \frac{\mathrm{P}_{\mathrm{i}}^{(\mathrm{a})}}{\mathrm{P}_{\mathrm{i}-1}^{(\mathrm{a})}}$为投资者 A 在第 i 日的收投比，$r_{i}^{(a)}$为投资者 A 在第 i 日的收益率，$\mathrm{i} = 1,2,3,\ldots,\mathrm{m}$。这说明若投资者在投资过程资金未发生增加/退出，则投资者收益率可基于每日收投比连乘计算得到，这恰好也就是每天资产的生成模式。

（二）资金未发生变化的投资者收益率可用于度量管理人业绩

我们知道，投资者 A 在投资过程中资金未发生变化，且完整享有该投资区间内管理人所创造的业绩，因此采用投资者 A 的收益率来度量管理人的业绩是合理的。即，管理人的业绩$r^{(M)}$可基于投资者 A 每天“收投比”连乘计算得到，即：

$$r^{(M)} = r^{(a)} = \mathrm{S}_{1}^{(\mathrm{a})}\mathrm{S}_{2}^{(\mathrm{a})}\mathrm{S}_{3}^{(\mathrm{a})} \cdots \mathrm{S}_{m}^{(\mathrm{a})} - 1$$

另外，从表中我们可以看到，无论对于哪个角色而言，在每天的投资过程中，参与投资的资金都是不变的（资金的增加或退出只能发生在投资市场开盘前和收盘后），

[2] 计算方法为：收益率=每日收投比连乘-1

因而管理人、投资者 A、投资者 B 每日的收投比是完全相等的，即

$$S_i^{(a)} = S_i^{(M)} = S_i^{(b)}$$

其中$S_i^{(M)}$，$S_i^{(b)}$分别为第 i 日管理者和投资者 B 的收投比，$i = 1,2,3,\dots,m$。因此，计算公式中的“投资者 A 的收投比”可替换为“管理人的收投比”，即管理人的业绩$r^{(M)}$为：

$$r^{(M)} = S_1^{(M)} S_2^{(M)} S_3^{(M)} \cdots S_m^{(M)} - 1 = (1 + r_1^{(M)}) \cdot (1 + r_2^{(M)}) \cdots (1 + r_m^{(M)}) - 1$$

其中$r_i^{(M)}$为管理人第 i 日的收益率，$i = 1,2,3,\dots,m$。

基于以上，我们可以得到：在投资过程中，若投资者的资金未发生增加或退出，其收益率可通过计算投资区间的“收投比”或者各子阶段收投比的乘积得到；同时，因未发生资金变化的投资者完全享有管理人在此过程所创造的业绩，其收益率与管理人业绩完全一致，采用未发生资金变化的投资者收益率度量管理人业绩是合理的，且各子项可以依据管理人的“收投比”计算得到。

三、基金分红场景下管理人业绩与持有人收益率的差异分析

在第二部分，我们已通过一个较为普遍的投资案例引入投资场景中管理人业绩与投资者收益率通用的度量方法。本部分将上文所得到的度量方法应用于基金分红这一细分场景中，讨论基金分红场景下管理人业绩和持有人收益率的度量方法，以及二者的差异情况。

假设C_i为基金运作在第 i 日的投资投入，V_i为基金运作第 i 日的投资收入，则第 i 日基金管理人的收投比$S_i^{(M)} = \frac{V_i}{C_i}$。在基金资产运作的过程中，基金资产每日收盘结算后均会根据当日份额折算出单位净值并对外披露（即基金资产V_i=每份额基金资产v_i*基金份额n_i），当日 15:00 之前的申赎将在收盘后根据当日单位净值折算成基金份额。由此，我们知道，在每日基金资产开展投资的过程中，其基金份额是保持不变的。也就是说，基金资产每日收投比$S_i^{(M)}$与每份额基金的收投比$S_i^{(Mp)}$是一致的。即：

$$S_i^{(M)} = \frac{V_i}{C_i} = \frac{v_i \cdot n_i}{c_i \cdot n_i} = \frac{v_i}{c_i} = S_i^{(Mp)}$$

其中，c_i为每份额基金的投入，v_i为每份额基金的收入，n_i为基金份额数，$i = 1,2,3,\dots,m$。这个结论表示，计算每天的收投比可使用总资产净值，也可使用每份额基金净值（又称：基金单位净值）。实际中用后者计算的情形比较多，这是

因为基金单位净值每日[3]披露，可获得性更强。

在基金未发生分红、拆分的情况下，基金单位净值能够代表每份额基金资产。而当基金发生分红时，每份额基金资产由两部分组成，一是基金单位净值，二是单位现金红利。现有一只基金 Fund，初始单位净值为P_0，开始管理运作后，其第一至五天的单位净值分别为P_1、P_2、P_3、P_4、P_5，并于第三天（分红除权日）每单位分红d_3（如下表所示）。

	第一天	第二天	第三天	第四天	第五天
单位净值	P_1	P_2	P_3	P_4	P_5
单位分红			d_3		

基于这一背景，我们分别对基金管理人业绩和基金持有人收益率的度量方法进行讨论。

（一）基金管理人业绩度量：除权日当天收投比因分红资金的拨出发生调整

此处，我们需要思考的是如何计算基金管理人从第一天到第五天的业绩？根据二（二）的讨论，管理人业绩可由收投比累乘得到，因而此处我们须对每日的收投比情况进行计算。

每份额基金的收投比具体情况如下：第一天的收投比为$\frac{P_1}{P_0}$, 第二天的收投比为$\frac{P_2}{P_1}$, 第四天的收投比为$\frac{P_4}{P_3}$，第五天的收投比为$\frac{P_5}{P_4}$，那么，第三天（分红除权日）的收投比该如何度量呢？此处，我们需要进一步明确除权日当天实际参与投资的资金及其所产生的收入。根据证监会颁布的《证券投资基金信息披露编报规则第 1 号<主要财务指标的计算及披露>》文件中的规定，我们可以看出：分红部分资金须在除权日早晨（即开盘前）拨出，不能参与当日的投资。这样的算法，应该是为防止出现流动性风险。具体点说，在发生分红的情况下，管理人须在除权日早晨将分红资金d_3从原定投入P_2 中划出，将余下的P_2-d_3部分资金用于投资，并获得收入P_3。由此，我们得到除权日当天的收投比为$\frac{P_3}{P_2-d_3}$。基金管理人各天的收投比如下表所示：

[3] 此处指的是每个交易日。

	第一天	第二天	第三天	第四天	第五天
单位净值	P_1	P_2	P_3	P_4	P_5
单位分红			d_3		
管理人收投比	$\frac{P_1}{P_0}$	$\frac{P_2}{P_1}$	$\frac{P_3}{P_2-d_3}$	$\frac{P_4}{P_3}$	$\frac{P_5}{P_4}$

明确每一天的收投比之后，根据二（二）中推导出的管理人业绩的度量公式，我们可以得到管理人的投资管理业绩$r^{(M)}$为：

$$r^{(M)}=\mathrm{S}_1^{(\mathrm{M})}\mathrm{S}_2^{(\mathrm{M})}\mathrm{S}_3^{(\mathrm{M})}\cdots\mathrm{S}_m^{(\mathrm{M})}-1=\frac{P_1}{P_0}\cdot\frac{P_2}{P_1}\cdot\frac{P_3}{P_2-d_3}\cdot\frac{P_4}{P_3}\cdot\frac{P_5}{P_4}-1$$

其中$\mathrm{m}=5$是投资考察期内的交易日数。

基于以上分析，我们可以发现到，当基金发生分红时，度量基金管理人业绩的方法并不需要发生改变，只是因分红行为需要提前预留拨出分红资金，这将会减少除权日当天实际用于投资的资金，进而影响除权日当天的收投比计算。由此，我们可以得到投资考察期内基金有多次分红的一般情形下，基金管理人业绩的度量方法为：

$$r^{(M)}=\mathrm{S}_1^{(\mathrm{Mp})}\cdot\mathrm{S}_2^{(\mathrm{Mp})}\cdot\mathrm{S}_3^{(\mathrm{Mp})}\cdots\mathrm{S}_m^{(\mathrm{Mp})}-1$$

其中，m是投资考察期内交易日数，$\mathrm{S}_\mathrm{i}^{(\mathrm{Mp})}$是第i日基金管理人收投比，若基金未发生分红，则当日收投比为：

$$\mathrm{S}_\mathrm{i}^{(\mathrm{Mp})}=\frac{\mathrm{P_i}}{\mathrm{P_{i-1}}}$$

若基金发生分红，则除权日的收投比为：

$$\mathrm{S}_\mathrm{i}^{(\mathrm{Mp})}=\frac{\mathrm{P_i}}{\mathrm{P_{i-1}}-\mathrm{d_i}}$$

$\mathrm{i}=1,2,\cdots,m$

（二）高位分红有利于基金持有人，低位分红不利于基金持有人

我们将视角转向基金持有人，对基金发生分红情况下持有人收益率的度量方法进行探讨。当基金发生分红时，基金持有人可选择现金红利或分红再投资。通常情况下，基金分红这一举动主要是基于管理人对于基金运作的考量，例如认为市场处于高位或控制规模等。因此，我们可以认为，基金管理人做出基金分红这一决策的目的，是想要让投资者拿回部分资金。基于此，我们将着重对持有人选

择现金红利（即分红不再投资）这一情况展开讨论。

1、持有人分红不再投资的收益率度量

若基金 Fund 持有人 C 选择现金红利，则在该投资过程中，其投入为P_0，收入由两部分组成：期末单位净值P_5和期间现金分红d_3，由收投比公式我们可以计算得到持有人 C 的投资收益率$r^{(c)}$为：

$$r^{(c)}=\frac{P_5+d_3}{P_0}-1$$

按此思路我们可以知道，投资考察期内基金有多次分红的一般情形下，若持有人均选择分红，则其期末收入为期末单位净值及期间合计分红两部分组成，即其持有人 C 投资收益率 $r^{(c)}$的度量方法为：

$$r^{(c)}=\frac{P_m+d_1+d_2+\cdots+d_m}{P_0}-1$$

其中，m是投资考察期内交易日数，d_i为 i 日的单位分红额，若没有分红就为 0，$\mathrm{i}=1,2,\cdots,m$。

2、持有人分红不再投资的收益率度量及其与管理人业绩的差异分析

我们知道，管理人在分红决策上具有较大的主动权，而持有人多数时候处于被动接受方。那么，管理人所做出的分红决策，对持有人的收益率造成何种影响？接下来，我们将通过比较二者的收益差异对这一问题展开讨论。

首先，我们来看，若基金未发生分红，持有人本该获得的收益率应该是什么样的？在基金未发生分红的情形下，持有人在投资过程的资金未发生增加/退出，即期初所投入的资金完整享有管理人在投资区间内所创造的业绩。同时，我们已经知道，基金分红行为本质上不影响管理人的业绩。所以，此处我们可以将管理人的业绩视为在未分红情形下投资者的投资收益率，即如果基金不分红，投资者本该获得的投资收益率。

也就是说，在上述投资过程中，持有人 C 本该享有的投资收益率$r^{(c\prime)}$应为：

$$r^{(c\prime)}=r^{(M)}=\frac{P_5}{P_0}\cdot\frac{P_2}{P_2-d_3}-1$$

因发生分红，持有人 C 选择现金红利（即分红不再投资），其实际收益率$(r^{(c)})$为：

$$r^{(c)} = \frac{P_5 + d_3}{P_0} - 1$$

如果这一分红行为提高持有人的收益率，则

$$r^{(c)} > r^{(c\prime)}$$

代入简化后得到：

$$P_2 - d_3 > P_5$$

这也就是说，如果管理人在除权日早晨拨出分红资金之后到期末期间的投资管理业绩为负，则说明基金分红这一决策帮助持有人将部分资金取出，减少基金下跌带来的损失，有助于提高持有人的收益率，即基金分红这一动作使得持有人的收益率高于管理人的业绩；反之，若$P_2 - d_3 < P_5$，则说明管理人在除权日早晨拨出分红资金之后到期末期间的投资收益率为正，持有人因部分资金未参加投资而导致未完整享有管理人所创造的业绩，即基金分红这一动作使得持有人的收益率低于管理人的业绩。

将$P_2 - d_3 > P_5$变形为$P_2 > P_5 + d_3$，此公式表示当分红除权日前一日单位净值高于期末单位净值加上期间单位分红额，基金分红这一动作使得持有人的收益率高于管理人的业绩；反之有$P_2 < P_5 + d_3$，即分红除权日前一日单位净值低于期末单位净值加上期间单位分红额，基金分红这一动作使得持有人的收益率低于管理人的业绩。

简言之，高位分红有利于基金持有人，低位分红不利于基金持有人。

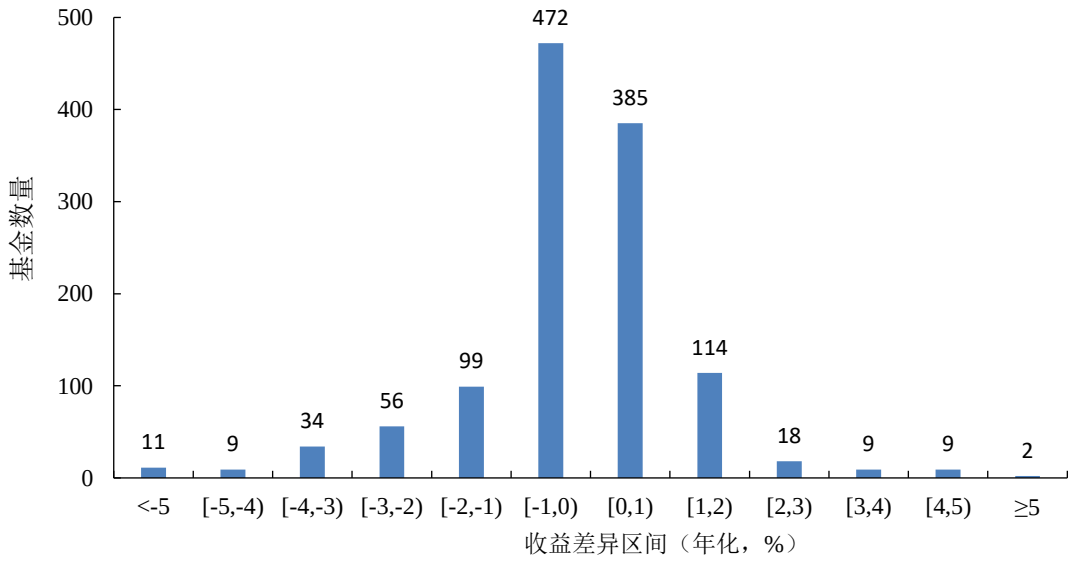
不过要注意的是，高位或低位是分红时点相对于考察期末时点的净值表现而言的，若考察期末时点发生变化，其判断结果可能会随之发生变化。

分红相当于持有人赎回。若基金未发生分红，持有人的资金未发生增加/退出，持有人能够完整享有管理人所创造的业绩，二者是完全一致的。当基金发生分红时，持有人默认选择现金红利，则意味着持有人的部分资金将在管理人所选择的特定时点退出投资，这一变化受后市市场涨跌影响，或好或坏。若后市出现上涨，则意味着退出部分资金错失了后市上涨的潜在收入，持有人的收益率将低于管理人的业绩；若后市出现下跌，则意味着退出部分资金躲过了后市下跌的潜在损失，持有人的收益率将高于管理人的业绩。

➢ **案例分析：**

为了对上述结论进行验证，我们对基金市场过往的分红行为所造成的收益差异进行回顾分析：我们计算了基金市场所有发生过分红的股混型基金的管理人业绩及持有人分红不再投资收益率，并计算得到二者的收益差异（持有人分红不再投资收益率（年化）-管理人业绩（年化），简记为持投收益率差，考察期末是 2024/8/20），绘制得到下图。

图 1：股混基金持投收益率差分布图



数据来源：Wind，中证报基金研究。收益率计算截止日为 2024/8/20。

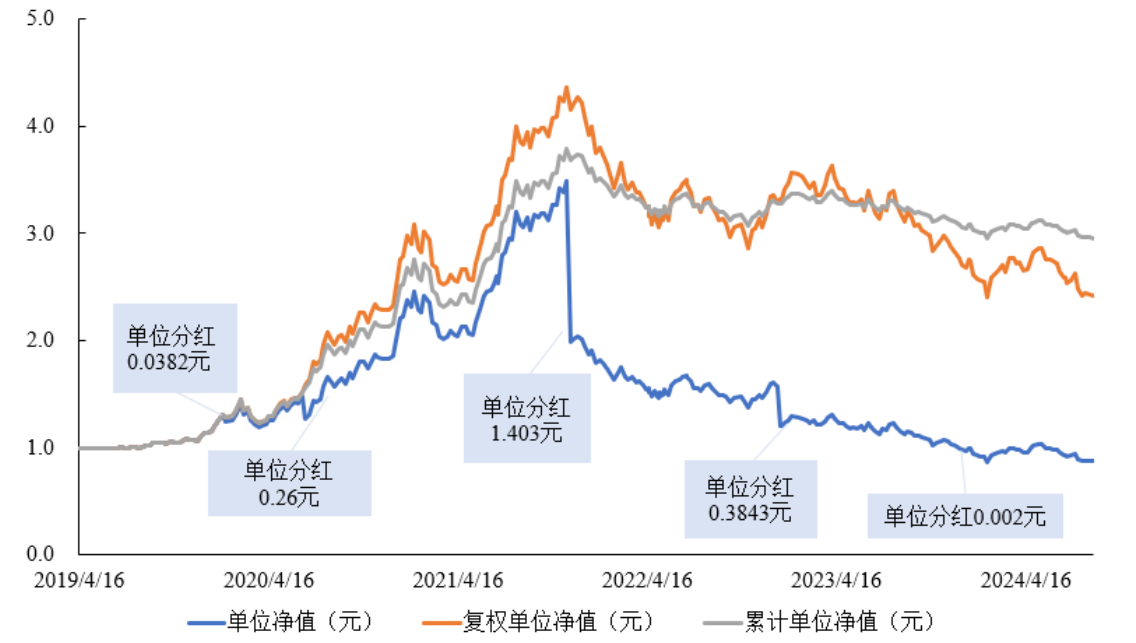
由该图，我们可以非常清楚的看到，各基金持投收益率差有正有负，有大有小，部分基金的持投收益率差甚至超过 5%，这是相当可观的。这也说明，管理人分红时点的选择确实对持有人的收益率造成了影响，导致持有人的收益率与管理人的业绩出现差距；且在比较极端的情况下，可能导致持有人的收益率与管理人的业绩出现较大的差距，其影响不容小觑。

前面阐述过，基金管理人在做分红决策时，应尽力做到高位分红。我们将通过两个基金分红的案例（考察期末是 2024/8/20）来再次说明这一点。

✧ 基金 A 自成立以来共分红五次，其中最大规模的分红发生在 2021/11/19。当时该基金净值到达高位，管理人的分红决策帮助和提醒持有人取回部分资金，减少持有人在后市下跌过程中的损失。同时，我们计算得到，该基金自成立以来管理人的业绩（年化）为 18.40%，持有人分红不再投资的收益率（年化）为 22.49%。二者的持投收益率差为正，这一案例也再次验证，管理

人在基金净值处于高位时做出分红决策，帮助/引导持有人取回部分资金，能够减少其在下跌过程中的损失，进而有效保护持有人的利益，使得持有人获得高于管理人业绩的收益率。

图 2：基金 A 的净值和分红情况



数据来源：Wind，中证报基金研究。数据区间：截至 2024/8/26。
注：基金 A 自成立以来，累计单位净值增长了 195.72%，该增长率可视为投资者自期初开始持有，并全部选择现金分红所实现的收益率；复权单位净值增长了 141.53%，该增长率可视为期初至今管理人的投资管理业绩。

✧ 基金 B 自成立以来发生一次分红。结合基金的净值走势来看，该基金发生分红后，基金净值明显增长，也就是说，基金 B 的管理人所做出的分红决策，使得持有人的部分资金退出投资，导致持有人未完整享有基金净值上涨过程的收益。然而，当基金净值出现大幅上涨并达到高位时，该管理人并未采用基金分红的方式帮助/引导持有人取回部分资金。最后，我们通过计算得到该基金成立以来管理人的业绩（年化）为 18.09%，持有人分红不再投资的收益率（年化）为 15.37%，二者的收益差异为负，即该管理人在低位分红、高位却不分红的行为使得持有人损失基金上涨时的收益，下跌过程的损失却未减少，持有人未能够完整享受到管理人所创造的投资收益，因而持有人的投资收益率低于管理人的业绩。

图 3：基金 B 的净值和分红情况

数据来源：Wind，中证报基金研究。数据区间：截至 2024/8/26。
注：基金 B 自成立以来，累计单位净值增长了 457.5%，该增长率可视为投资者自成立日开始持有，并全部选择现金分红所实现的收益率；复权单位净值增长了 637.87%，该增长率可视为成立日以来管理人的投资管理业绩。

（三）管理人业绩并不等同于持有人分红再投资的收益率

1、持有人分红再投资的收益率度量

此处我们想要探讨的问题是，假若持有人并不希望取回资金而选择了分红再投资，这一情况下持有人是否能够完整享有管理人所创造的业绩，即分红再投资收益率是否等同于管理人业绩？

当持有一份基金 Fund 的投资者 B 选择分红再投资，意味着在这个投资过程中，未发生资金退出，因此我们仍可通过计算每份额基金资产的收投比来度量基金持有人的收投比[4]：

	第一天	第二天	第三天	第四天	第五天
单位净值	P_1	P_2	P_3	P_4	P_5
单位分红			d_3		
管理人收投比	$\frac{P_1}{P_0}$	$\frac{P_2}{P_1}$	$\frac{P_3}{P_2-d_3}$	$\frac{P_4}{P_3}$	$\frac{P_5}{P_4}$
持有人 B 收投比	$\frac{P_1}{P_0}$	$\frac{P_2}{P_1}$	$\frac{P_3+d_3}{P_2}$	$\frac{P_4}{P_3}$	$\frac{P_5}{P_4}$

[4] 注：依据基金分红公告，若投资者选择分红再投资，则分红资金将在除权日依据当天单位净值进行份额折算。

同时，根据二（一）我们可以计算得到持有人 B 的收益率 $r^{(b)}$为：

$$r^{(b)} = \mathrm{S}_1^{(\mathrm{b})}\mathrm{S}_2^{(\mathrm{b})}\mathrm{S}_3^{(\mathrm{b})}\cdots\mathrm{S}_m^{(\mathrm{b})} - 1 = \frac{P_1}{P_0}\cdot\frac{P_2}{P_1}\cdot\frac{P_3+d_3}{P_2}\cdot\frac{P_4}{P_3}\cdot\frac{P_5}{P_4} - 1$$

$$= \frac{P_5}{P_0}\cdot\frac{P_3+d_3}{P_3} - 1 = \frac{P_5\cdot（1+\frac{d_3}{P_3}）}{P_0} - 1$$

可以看到，持有人 B 的期初投入为P_0，期末收入为P_5（$1+\frac{d_3}{P_3}$）。$\frac{d_3}{P_3}$指的是除权日当天持有人的分红金额d_3按照除权日当天的单位净值P_3完成了份额折算。分红再投资的情形下，于持有人而言，基金的份额发生了变化，因此其期末的收入为期末单位净值乘以调整后份额。

由此我们可以得到，投资考察期内基金有多次分红的一般情形下，若每次分红持有人均选择分红再投资，则于该持有人而言，每一次分红都意味着一次份额的调整，其期末收入为调整后份额与期末单位净值的乘积，根据收投比公式得到基金持有人 B 的收益率 $r^{(\mathrm{B})}$的度量方法为：

$$r^{(B)} = \mathrm{S}_1^{(\mathrm{B})}\mathrm{S}_2^{(\mathrm{B})}\mathrm{S}_3^{(\mathrm{B})}\cdots\mathrm{S}_m^{(\mathrm{B})} - 1 = \frac{P_m}{P_o}\left(1+\frac{d_1}{P_1}\right)\cdots\left(1+\frac{d_i}{P_i}\right)\cdots(1+\frac{d_m}{P_m}) - 1$$

其中，m是投资考察期内交易日数，d_i为 i 日的单位分红额，若没有分红就为 0，$\mathrm{i} = 1,2,\cdots,m$。

前面我们分别讨论了分红不再投资和分红再投资情形下持有人收益率的计算方法，可以注意到，分红再投资实际上相当于分红金额转换成基金份额。基于这一事实，就可推导得到在投资考察期内发生多次分红，持有人在部分分红时点选择分红再投资，而其余分红时点选择分红不再投资的收益率的计算公式。由于表达式比较复杂，就不在此文列示。

2、持有人分红再投资与管理人业绩的差异分析

前文已经得到，若 Fund 基金的持有人 B 选择分红再投资，其投资收益率 $r^{(B)}$为：

$$r^{(B)} = \mathrm{S}_1^{(B)}\cdot\mathrm{S}_2^{(B)}\cdot\mathrm{S}_3^{(B)}\cdots\mathrm{S}_\mathrm{m}^{(B)} - 1 = \frac{P_1}{P_0}\cdot\frac{P_2}{P_1}\cdot\frac{P_3+d_3}{P_2}\cdot\frac{P_4}{P_3}\cdot\frac{P_5}{P_4} - 1 = \frac{P_5}{P_0}\cdot\frac{P_3+d_3}{P_3} - 1$$

同时已知，在这个投资过程中，管理人的投资管理业绩为：

$$r^{(M)} = \mathrm{S}_1^{(\mathrm{M})}\cdot\mathrm{S}_2^{(\mathrm{M})}\cdot\mathrm{S}_3^{(\mathrm{M})}\cdots\mathrm{S}_n^{(\mathrm{M})} - 1 = \frac{P_1}{P_0}\cdot\frac{P_2}{P_1}\cdot\frac{P_3}{P_2-d_1}\cdot\frac{P_4}{P_3}\cdot\frac{P_5}{P_4} - 1 = \frac{P_5}{P_0}\cdot\frac{P_2}{P_2-d_3} - 1$$

很明显，二者并不完全一致，这说明持有人分红再投资收益率不等同于管理人业

绩。进一步，我们对二者的区别与联系进行探究。若 $r^{(\mathrm{B})} > r^{(M)}$，则：

$$\frac{P_5}{P_0} \cdot \frac{P_3+d_3}{P_3} - 1 > \frac{P_5}{P_0} \cdot \frac{P_2}{P_2-d_3} - 1$$

简化后，得到：

$$P_2 - d_3 > P_3$$

反之，若 $r^{(\mathrm{B})} < r^{(M)}$，则可以得到：$P_2 - d_3 < P_3$。这说明，持有人分红再投资收益率与管理人的业绩主要区别在于除权日当天“收投比”的不同。于管理人而言，其需要在早晨（开盘前），将分红资金划出，并不参与实际投资；而于持有人而言，分红现金于收盘后获得，即将其视为除权日当天收入的一部分。这一差异将导致二者收益率的不同：若除权日管理人的业绩为正，则管理人的业绩将大于分红再投资的投资者收益率；若除权日管理人的业绩为负，则管理人的业绩将小于分红再投资的投资者收益率。

以上分析得出的结论是：管理人业绩并不等同于持有人分红再投资的收益率（特殊情况除外[5]）。

四、管理人应以持有人利益为先，善用“分红”双刃剑

我们通过研究发现：“基金分红”犹如一把双刃剑，若管理人能够把握好分红时点，在高位进行分红，帮助/引导持有人将部分资金取出，将能够帮助持有人减少基金在下跌过程的损失，有助于提高持有人的收益率；若管理人在低位分红，持有人将因部分资金未参与上涨过程的投资而导致其未能完整享有管理人所创造的业绩，使得持有人的收益率低于管理人的业绩。

资产管理行业的基石是“信任”，持有人将资金托付给管理人，给予管理人足够的信任。管理人作为投资领域的专业人士，应意识到分红行为对于持有人利益的影响，并坚持“持有人利益为先”的原则，用好这一工具，引导投资者在高点赎回，而不是在低点离场。

【致谢】

本文为中证报基金研究团队在“收益率”问题上的讨论成果，感谢丁国栋博士在概念讨论上的“死磕精神”，让真理得以越辩越明。同时感谢王予清在案例分析部分的数据支持，让文章的结论得到加强验证。

[5] 此处的特殊情况指的是：除权日当天管理人业绩为 0。

风险提示与免责声明

本报告原始数据来源于市场公开信息，此报告仅做数据统计，不涉及指标排名，不做投资参考之用，本公司对这些信息的准确性及完整性不做任何保证。在任何情况下，本报告所载的信息或做出的任何建议、意见及推测并不构成任何投资建议，也不构成对所述金融产品、产品发行或管理人做出任何形式的保证。投资者应自行决策，自担投资风险。本报告对基金产品的研究分析不应被视为对所述基金产品的评价结果，本报告对所述基金产品的客观数据展示不应被视为对其排名打分的依据，任何个人或机构不得将我方基金产品研究成果作为基金产品评价结果予以公开宣传或不当引用。