



经济管理学术文库·经济类

基金业绩评价及其影响的实证研究

An Empirical Study of
Mutual Fund Performance and Its Impact

王 鹏 / 著



经济管理出版社
ECONOMY & MANAGEMENT PUBLISHING HOUSE

国家社会科学基金一般项目“区域风险、适度分权与地方金融体系”
西南科技大学科研基金资助成果“我国开放式基金资金流量研究”



经济管理学术文库·经济类

基金业绩评价及其影响的实证研究

An Empirical Study of
Mutual Fund Performance and Its Impact

王 鹏 / 著



经济管理出版社
ECONOMY & MANAGEMENT PUBLISHING HOUSE

图书在版编目 (CIP) 数据

基金业绩评价及其影响的实证研究 / 王鹏著. —北京: 经济管理出版社, 2015.8
ISBN 978-7-5096-3991-7

I. ①基… II. ①王… III. ①证券投资—基金—研究—中国 IV. ①F832.51

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2015) 第 239306 号

组稿编辑: 杨国强
责任编辑: 杨国强 张瑞军
责任印制: 司东翔
责任校对: 张 青

出版发行: 经济管理出版社
(北京市海淀区北蜂窝 8 号中雅大厦 A 座 11 层 100038)

网 址: www.E-mp.com.cn
电 话: (010) 51915602
印 刷: 北京九州迅驰传媒文化有限公司
经 销: 新华书店
开 本: 720mm × 1000mm/16
印 张: 11.25
字 数: 151 千字
版 次: 2015 年 11 月第 1 版 2015 年 11 月第 1 次印刷
书 号: ISBN 978-7-5096-3991-7
定 价: 48.00 元

·版权所有 翻印必究·

凡购本社图书, 如有印装错误, 由本社读者服务部负责调换。

联系地址: 北京阜外月坛北小街 2 号

电话: (010) 68022974 邮编: 100836

前 言

自从 2001 年 9 月第一只开放式基金——华安创新成立以来，我国的基金业经历了快速的发展。目前，证券投资基金已经发展成为我国资本市场上最重要的机构投资之一。基金作为一种投资理财工具，其业绩到底如何，基金的业绩对基金本身有什么影响等问题一直是理论界和实务界关心的重要话题。本书由基金业绩评价出发，分别从基金投资者、基金管理公司以及基金经理的角度研究基金业绩对证券投资基金的影响。

第二章回顾了与本书相关的文献，包括基金业绩及其持续性相关文献、资金流量相关文献、基金经理更换相关文献、基金投资风格相关文献以及基金经理风险选择行为相关文献。

第三章分析了我国基金业的发展现状，包括我国基金业的发展历程、基金的数量和规模、基金产品的种类和结构、基金的市场影响力、基金行业的市场集中度以及基金投资者的结构等情况。分析发现：我国证券投资基金的数量在不断增加，但是基金对股票市场的影响力从 2008 年开始却在逐年下降；基金行业的竞争程度在不断加强，但是市场分化明显，市场集中度依然处于较高水平；开放式基金的投资者以个人投资者为主，并且以 10 万元以下的小额投资为主，开放式基金投资者的年龄段占比最多的是 40~50 岁。

第四章对我国开放式股票方向基金在 2005~2010 年的业绩进行了评价，主要考察基金能否战胜市场、基金的业绩来源于技术还是运气以及基金业绩是否具有持续性三个问题。研究发现，如果与基金自身

规定的业绩比较基准进行比较，除 2009 年之外，其他年份大部分基金都能够战胜自身规定的业绩比较基准。通过构建基金投资组合，研究发现，无论是等权平均基金组合还是价值加权基金组合都能够获得显著为正的风险调整收益。对单只基金进行回归发现，绝大部分基金的 Fama-French 三因子 Alpha 都为正，有超过 36% 的基金的三因子 Alpha 在 5% 的水平上显著为正，说明基金总体上能够战胜市场。接下来，我们运用自助模拟法区分基金的业绩来源于技术还是运气，结果表明不论是业绩表现好的基金还是业绩表现不好的基金，其业绩都来源于技术而非运气。最后，对基金业绩的持续性进行研究发现，基金业绩在短期（3 个月）内具有持续性，但在长期（1 年）内不具有持续性。

第五章研究了基金业绩对资金流量的影响。本章主要检验我国基金业是否存在“赎回异象”，基金的历史业绩与资金流量之间是否存在非线性关系，明星基金是否能够带来超额的资金流入。研究发现，基金滞后年度的回报率对基金业绩有显著为正的影响，投资者总体而言是“追逐业绩”，而非“反向选择”，所谓的“赎回异象”并不存在。投资者在选择基金时既看重绝对业绩也重视相对业绩，然而投资者对基金的风险并不敏感。进一步，我们利用分段回归和虚拟变量回归模型进行研究，发现资金流量与基金滞后年度回报率之间存在一种非线性关系，业绩排名靠前的基金（明星基金）能够带来超额的资金流入，而业绩排名靠后的基金业绩对资金流量的影响不显著。我们用不同的业绩衡量指标和不同的明星基金定义方法进行稳健性检验，主要结论依然成立。此外，我们还发现，基金经理更换对资金流量有显著的负面影响。

第六章利用开放式股票方向基金的季度数据，研究了基金的历史业绩对基金经理更换的影响以及基金经理更换前后基金业绩的变化。研究发现，基金过去的绝对业绩对基金经理更换没有显著影响，但相对业绩对基金经理更换有显著影响。具体而言，基金过去的相对业绩越差，基金经理被更换的概率越大。对基金经理更换前后的业绩变化

进行研究发现，过去相对业绩表现较好的基金在基金经理更换之后，业绩明显变差了，而过去相对业绩表现较差的基金在基金经理更换之后，业绩明显提高了。

第七章研究了基金业绩与基金投资风格的持续性。我们使用 Fama-French 三因子模型识别基金的投资风格，研究发现，开放式股票方向基金的投资风格主要表现为大盘成长型。基金在各年度之间的大盘/小盘风格持续性较好，而价值/成长风格持续性较差。基金总体上并不具备风格择时能力，过去的业绩对基金的大盘/小盘风格的持续性没有显著影响，但是对基金的价值/成长风格的持续性有一定影响。适当地改变大盘/小盘风格，适当地保持价值/成长风格有利于提高基金未来的业绩。

第八章利用 2005~2010 年开放式股票型和混合型基金的数据，研究了年度业绩排名对基金经理冒险行为的影响。研究发现，年中业绩排名靠后的基金经理（输家）在下半年提高组合风险的程度大于年中业绩排名靠前的基金经理（赢家）。对基金经理的冒险行为是否会导致更好的业绩进行研究发现，总样本的结果表明基金在下半年提高组合的风险并不能导致下半年更好的业绩。分样本回归结果显示，在牛市中，基金提高组合的风险对下半年的业绩没有显著影响；但在熊市中，基金提高组合的风险对下半年的业绩有显著的负面影响。即基金经理的冒险行为不但不能提高基金下半年的业绩，而且在熊市中，反而会降低基金下半年的业绩。

第九章系统地总结了本书的主要研究结论和研究启示，归纳了本书的局限性与不足，并指出了进一步研究的方向。

本书的主要创新点有以下几个方面：

第一，本书对我国开放式股票方向基金在 2005~2010 年的业绩进行了系统评价，并利用自助模拟法区分基金业绩是来源于技术还是运气。研究发现，我国所有开放式股票方向基金整体上能够战胜市场，所有基金的业绩都来源于技术而非运气。

第二，本书使用规范的研究方法，丰富了资金流量与基金业绩关系这方面的研究文献，推翻了一直以来认为我国基金业存在“赎回异象”的结论，支持了肖峻和石劲（2011）的研究结论，即总体上我国的基金投资者依然“追逐业绩”，而非“反向选择”。与肖峻和石劲（2011）不同之处在于，本书还发现我国基金市场的资金流量与基金业绩之间存在的是一种非线性关系，即业绩排名靠前的明星基金能够吸引超额的资金流入。

第三，与以往文献主要研究封闭式基金经理更换问题不同的是，本书详细研究了开放式基金的基金经理更换问题，考察了基金的历史业绩对基金经理更换的影响，以及基金经理更换前后基金业绩的变化。

第四，本书利用 Fama-French 三因子模型识别基金的投资风格并对基金的投资风格持续性进行了研究。国内还没有文献使用该方法来研究基金的投资风格持续性问题。此外，与国内大部分文献研究基金的市场择时能力不同，本书研究了基金的风格择时能力。

第五，现有文献对基金经理冒险行为研究的文献相对较少。已有的研究要么研究的是封闭式基金，即使研究开放式基金也存在样本偏小，方法单一的问题。本书详细研究了基金业绩排名对基金经理冒险行为的影响，并进行了各种稳健性检验。此外，更重要的是本书还研究了基金经理冒险行为对基金未来业绩的影响。

目 录

第一章 导论	1
第一节 研究背景及意义	1
第二节 逻辑结构和研究内容	4
第三节 研究方法与贡献	6
第二章 文献综述	9
第一节 基金业绩及其持续性相关文献	9
第二节 资金流量相关文献	15
第三节 基金经理更换相关文献	23
第四节 基金投资风格相关文献	26
第五节 基金经理风险选择行为相关文献	30
第三章 我国基金业的发展现状	41
第一节 我国基金业的发展阶段	41
第二节 基金的数量和规模情况	42
第三节 基金产品的种类和结构	43
第四节 基金的市场影响力	45
第五节 基金行业的市场集中度	46
第六节 基金投资者的结构	47

第四章 基金业绩评价 (2005~2010 年)	51
第一节 数据和模型	51
第二节 基金能否战胜市场	52
第三节 技术还是运气	56
第四节 基金业绩持续性	59
第五节 本章小结	61
第五章 基金业绩与资金流量	63
第一节 引言	63
第二节 数据和研究方法	66
第三节 实证结果	71
第四节 稳健性检验	79
第五节 本章小结	85
第六章 基金业绩与基金经理更换	87
第一节 引言	87
第二节 数据和研究方法	89
第三节 实证结果	95
第四节 基金经理更换前后基金业绩的变化	103
第五节 本章小结	105
第七章 基金业绩与基金投资风格的持续性	107
第一节 引言	107
第二节 基金投资风格的识别方法	109
第三节 基金投资风格的持续性研究	112
第四节 基金投资风格发生转变的原因	118
第五节 投资风格转变的结果：对未来业绩的影响	122

第六节 本章小结	123
第八章 基金业绩与基金经理的冒险行为	125
第一节 引言	125
第二节 文献回顾和研究假说	128
第三节 数据和变量定义	132
第四节 实证结果	134
第五节 稳健性检验	143
第六节 本章小结	146
第九章 研究结论、启示与本书的局限	149
第一节 研究结论	149
第二节 研究启示	151
第三节 本书的局限	152
参考文献	155
后 记	167

第一章 导论

证券投资基金作为资本市场上最主要的机构投资者受到学术界和实务界的广泛关注。学者们在如何评价基金的业绩、基金的行为及其对市场的影响等方面进行了大量研究，本书从基金投资者、基金管理公司以及基金经理的角度，研究基金的业绩以及影响，试图更好地、更加系统地理解我国基金投资者、基金经理以及基金管理公司的行为。本章为全书的导论，我们首先介绍本书的研究背景和研究意义，然后说明本书的逻辑结构和研究内容，最后指出本书的研究方法与贡献。

第一节 研究背景及意义

一、研究背景

1998年3月，契约型封闭式基金金泰和基金开元的成立标志着我国证券投资基金进入了规范的发展阶段。自2001年第一只开放式基金——华安创新证券投资基金成立以来，我国的证券投资基金得到了快速的发展。据中国证券业协会统计，截至2011年12月31日，已发行基金的66家基金管理公司旗下共有基金914只。基金管理公司管理的基金资产份额总规模为26464.65亿份，管理的基金资产净值总规模为21879.79亿元。在这14年的发展历程里，我国基金经历了2001~

2005 年的五年熊市，也经历了 2006~2007 年的牛市，更经历了 2008 年市场暴跌之后的持续震荡。经过 10 余年的发展，证券投资基金已经发展成为我国资本市场上重要的机构投资者，受到理论界和实务界的广泛关注。随着我国经济的发展，居民收入的不断提高，越来越多的个人和家庭开始关注投资和理财。证券投资基金具有集合投资、分散风险和专家理财的优势，因此受到投资者的青睐。据 2007 年《中国证券报》对 14800 位受访者所做的一项调查显示，83% 的受访者表示证券投资基金是他们投资理财的首要选择。又据中国证券业协会发布的《基金投资者情况调查分析报告》（2010）发现，投资者选择基金的重要参考因素是基金的历史业绩以及业绩排名，除此之外还有基金管理公司的品牌。市场中各种基金评级机构和各大网站都会对基金的业绩进行排名。那么，基金的历史业绩或者业绩排名对证券投资基金会产生什么样的影响？带着这个问题，我们开始了本书的研究和探索。

二、研究意义

本书主要研究基金的业绩及其影响，核心部分是第四章到第八章。在第四章我们对基金在 2005~2010 年的业绩进行评价，包括基金能否战胜市场、基金的业绩来源于技术还是运气以及基金的业绩是否具有持续性等问题。然后，第五章到第八章分别从基金投资者的角度、基金管理公司的角度以及基金经理的角度研究了基金的业绩对证券投资基金的影响。本书的研究具有重要的理论和现实意义。具体而言：

第一，对于基金投资者而言，投资者把资金交给基金管理公司管理，目的是希望能够获得相应的投资回报，那么投资者是否能够从基金那里获得超越市场的投资回报？基金的业绩是否具有持续性？如果基金的业绩具有持续性，那么投资者就可以根据基金的历史业绩选择基金。如果基金的业绩不具有持续性，那就说明投资者根据历史业绩或业绩排名而选择基金的决策是非有效的。此外，由于我国基金经理更换的频率较高，基金经理更换会对基金的业绩产生什么样的影响？

这些都是基金投资者关心的重要问题。本书的研究能够帮助投资者解答这些问题。

第二，本书的研究能够帮助我们理解投资者的行为。对投资者行为的研究一直是学术界研究的重要内容。国外的研究发现，基金投资者是“追逐业绩”的，即历史业绩越好，资金的净流入量越多。然而，长期以来学者们都认为我国基金投资者的行为是非理性的，当基金业绩表现较好时，大量投资者却选择了赎回，即存在“赎回异象”。那么所谓的“赎回异象”是否真的存在呢？基金的历史业绩如何影响基金投资者的选择？

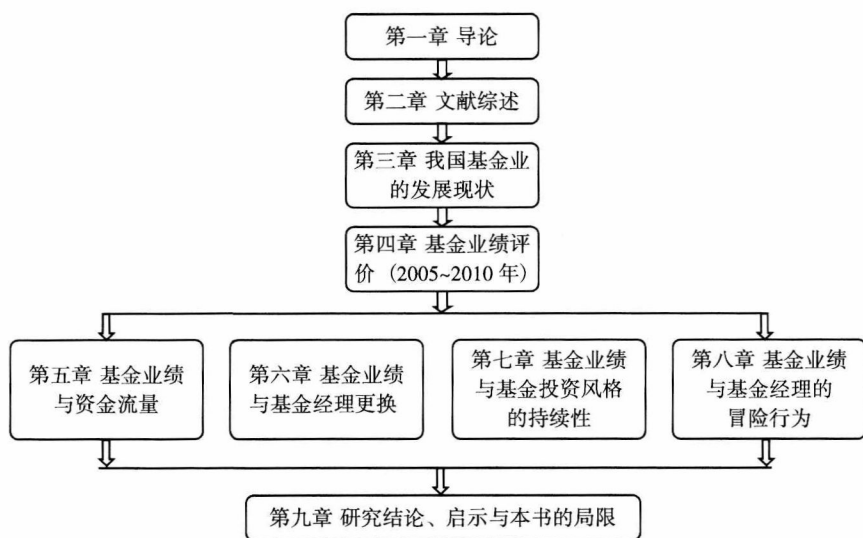
第三，对基金管理公司而言，当前我国基金管理的收费模式是固定费率制，即基金管理公司根据基金的规模按固定比例提取管理费用，因此基金的规模越大，基金管理公司的收入越高。那么如何才能吸引投资者购买本公司的基金呢？本书的研究发现，基金的业绩是投资者选择基金的重要参考因素。因此，对于基金管理公司而言应该努力提高基金的业绩和业绩排名。

第四，基金经理更换作为基金管理公司的一种内部治理机制是否有效？基金的历史业绩是否会影响基金经理的更换，基金经理更换前后基金的业绩会发生什么样的变化？这些问题是投资者关心的问题，同时也是基金的监管部门关心的问题。

第五，从基金经理的角度来看，基金经理面对投资者的选择和基金管理公司的公司治理，基金的业绩排名会对基金经理行为产生什么样的影响？对这个问题的研究有助于我们理解基金经理的行为，对于基金管理公司和基金的监管部门制定相应的激励及约束机制都有重要的意义。

第二节 逻辑结构和研究内容

一、逻辑结构



二、研究内容

本书共包括九章，各章的主要内容如下：

第一章：导论。本章介绍了本书的研究背景和研究意义，阐述了本书的逻辑结构和研究的主要内容，最后指出了本书的研究方法与贡献。

第二章：文献综述。本章回顾了与本书研究内容相关的文献，包括五个方面的文献：一是基金业绩及其持续性的相关文献；二是资金流量相关文献；三是基金经理更换相关文献；四是基金投资风格相关文献；五是基金经理风险选择行为相关文献。

第三章：我国基金业的发展现状。本章简单介绍了我国基金业的发展现状，包括六个方面：一是我国基金业的发展阶段；二是基金的数量和规模情况；三是基金产品的种类和结构；四是基金的市场影响力；五是基金行业的市场集中度；六是基金投资者的结构。

第四章：基金业绩评价（2005~2010 年）。本章对开放式股票方向基金在 2005~2010 年的业绩表现进行了评价，主要研究以下三个问题：第一，基金总体上能否战胜市场；第二，基金取得的业绩来源于技术还是运气；第三，基金业绩是否具有持续性。

第五章：基金业绩与资金流量。本章利用 2005~2010 年的普通股票型和偏股混合型基金的数据检验了基金的历史业绩对资金流量的影响。关心的问题是：投资者是“追逐业绩”还是“反向选择”？所谓的“赎回异象”是否真的存在？资金流—业绩之间的关系是一种线性关系还是非线性关系？明星基金具有“明星效应”吗？

第六章：基金业绩与基金经理更换。本章利用 2005~2010 年股票方向基金的数据研究了基金业绩对基金经理更换的影响以及基金经理更换前后基金业绩的变化。基金经理作为基金的直接管理人，负责投资策略的实施和具体的资产组合配置，因此基金的业绩在很大程度上取决于基金经理的能力。基金经理更换作为基金管理公司的一种内部治理机制是否能够有效地发挥作用？基金经理的更换与基金的历史业绩之间是否存在关系？如果存在，是什么样的关系？基金经理更换之后基金的业绩会发生什么样的变化？

第七章：基金业绩与基金投资风格的持续性。本章首先介绍了基金投资风格的识别方法，然后利用 Fama-French 三因子模型研究了我国基金投资风格的持续性问题，检验了基金的历史业绩对基金投资风格持续性的影响以及基金投资风格的转变对基金未来业绩的影响。

第八章：基金业绩与基金经理的冒险行为。在相对业绩排名的激励机制下，基金之间存在为了争夺业绩排名而展开的业绩竞赛。那么相对业绩排名这种激励机制是否会导致基金经理的冒险行为呢？本章

利用 2005~2010 年开放式股票型和混合型基金的数据，研究了年度业绩排名对基金经理冒险行为的影响，以及基金经理冒险行为对基金未来业绩的影响。

第九章：研究结论、启示与本书的局限。本章总结了本书的主要研究结论和研究启示，归纳了本书的局限与不足，并指出了进一步研究的方向。

第三节 研究方法 with 贡献

一、研究方法

本书属于实证研究，因此，研究方法以实证研究为主。首先根据研究的问题，构建相应的计量模型，然后利用相关的统计和计量方法进行检验。用到的统计和计量方法主要包括分组检验、普通最小二乘法（OLS）、固定效应模型、Logit 和 Probit 回归模型，自助模拟法（bootstrap）等。具体而言，研究基金的业绩来源于技术还是运气时，我们使用了自助模拟法。研究基金业绩持续性时，先分组，然后用普通最小二乘法进行时间序列回归。研究资金业绩与资金流量关系时，使用了固定效应回归模型进行回归。研究基金业绩对基金经理更换的影响时，使用了 Logit 和 Probit 模型。考察基金经理更换前后基金业绩变化时，用到了分组检验的统计方法。研究基金经理的冒险行为时，用到了二维分组列表法和分组检验等统计方法以及普通最小二乘法进行回归。

二、本书的贡献

本书的贡献包括以下几个方面：

第一，本书对开放式股票方向基金在 2005~2010 年的业绩进行了系统评价，并对我国基金的业绩来源于技术还是运气进行了分析。研究发现，我国的基金总体上能够战胜市场，基金的业绩主要来源于技术而非运气。这也证明了我国资本市场的非有效性。与国外市场相比，我国的基金拥有更多的机会能够战胜市场。进一步，利用分组回归的方法，检验了我国基金业绩的持续性，研究发现，我国开放式股票方向基金的业绩在短期内具有持续性但在长期内不具有持续性。

第二，本书利用 2005~2010 年所有普通股票型基金和偏股混合型基金的数据，使用规范的研究方法，研究了基金的历史业绩对资金流量的影响。本书的研究丰富了资金流量与基金业绩关系的研究文献，推翻了一直以来认为我国基金业存在“赎回异象”的结论，支持了肖峻和石劲（2011）的研究结果，即总体上我国的基金投资者依然“追逐业绩”，而非“反向选择”。同时，我们还发现，我国基金市场的资金流量与基金业绩之间存在一种非线性关系，即业绩排名靠前的“明星基金”能够吸引超额的资金流入。此外，我们还研究了基金经理更换对资金流量的影响，总体而言，基金经理更换对资金流量具有负面影响。

第三，现有文献对基金经理更换的研究主要集中于封闭式基金，由于我国封闭式基金的数量并不多，因此存在样本量偏小的问题。开放式基金与封闭式基金的不同之处在于开放式基金的投资者可以随时赎回，因此相比封闭式基金，开放式基金的基金经理会面临更大的压力。本书利用开放式股票方向基金 2005~2010 年的数据，研究了基金历史业绩对基金经理更换的影响以及基金经理更换前后基金业绩的变化。研究发现，基金的相对业绩对基金经理的更换概率有显著为负的影响，而基金的绝对业绩对基金经理的更换概率没有显著影响。此外，我们还发现，基金的风险以及基金成立时间的长短对基金经理的更换概率也有显著影响。进一步，我们研究了基金经理更换前后基金业绩的变化，研究发现，之前相对业绩表现不好的基金在基金经理更换之