

剑桥经济文库

证券投资基金 业绩评价研究

杨飞虎 著



中国财政经济出版社

蛟桥经济文库

证券投资基金业绩

评价研究

The Research on the Achievement Appraisal of the Security Investment Fund

中国财政经济出版社

图书在版编目 (CIP) 数据

证券投资基金业绩评价研究 / 杨飞虎著. —北京: 中国财政经济出版社, 2008.4

(蛟桥经济文库)

ISBN 978 - 7 - 5095 - 0576 - 2

I. 证… II. 杨… III. 证券投资 - 基金 - 经济评价 - 研究 - 中国 IV. F832.51

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2008) 第 036609 号

中国财政经济出版社出版

URL: <http://www.cfeph.cn>

E-mail: cfeph@cfeph.cn

(版权所有 翻印必究)

社址: 北京市海淀区阜成路甲 28 号 邮政编码: 100036

发行处电话: 88190406 财经书店电话: 64033436

北京财经印刷厂印刷 各地新华书店经销

880 × 1230 毫米 32 开 8.5 印张 207 000 字

2008 年 4 月第 1 版 2008 年 4 月北京第 1 次印刷

定价: 25.00 元

ISBN 978 - 7 - 5095 - 0576 - 2/F·0472

(图书出现印装问题, 本社负责调换)

《蛟桥经济文库》编委会

主办单位：江西财经大学经济学院

顾问：伍世安 廖进球

主编：王秋石

副主编：陈富良 许统生

编委：（以姓氏笔画为序）

王文群 江建强 毕正华 李新建 陆长平

但承龙 张进铭 袁庆明 康静萍 龚立新

熊俊 廖卫东

序 言

江西财经大学所在地南昌昌北经济技术开发区蛟桥镇因相传蛟龙窟于下罗西溪桥下而得名，意含蛟龙得水、腾飞长空之义，比喻有才华的人抓住机会即可大展宏图，成就卓越。

江西财经大学经济学院拟通过“蛟桥经济论坛”、“蛟桥经济评论”、“蛟桥经济文库”、“蛟桥经济沙龙”等学术平台打造“蛟桥经济”品牌，探讨欠发达地区经济发展问题，并期望能形成稳定的以研究欠发达地区经济发展规律为特色的“蛟桥经济”学者群和流派。“蛟桥经济论坛”是我院一年一度专题性的、多位专家与学生互动式的大型学术研讨会；“蛟桥经济评论”是我院主办的学术作品，也是“蛟桥经济论坛”研讨会论文的汇集；“蛟桥经济文库”是我院各学科点经济学研究性专著和课题报告的文汇；“蛟桥经济沙龙”是我院日常开展的学术探讨和交流的平台。现已举办了三届“蛟桥经济论坛”、出版了两期“蛟桥经济评论”、第一辑“蛟桥经济文库”的四本专著已交印出版，第二辑文库的专著也在编审之中。

“蛟桥经济文库”的作者，都是学有专长的中青年学者，或者是苦读十多年获得博士学位的青年学人。“蛟桥经济文库”的选题，主要含有宏观经济、微观经济、产权制度与经济发展等学科领域，但特别关注“制度与发展”问题。我国是世界上最大的发展中国家，也是国内地区发展很不平衡的国家之一。20世纪90年代以来，我国地区经济发展差距的扩大引起人们的普遍关注，江西作为经济欠发达地区其经济、社会发展问题已凸显重要。

“蛟桥经济文库”的最终宗旨，主要探讨欠发达地区具有的优势及存在的劣势，探寻欠发达地区经济发展过程中的规律和轨迹，探索改善欠发达地区资源配置效率及优化经济结构的有效途径，为欠发达地区新经济增长点培育及发展模式的选择提供新的思路和视角，为欠发达地区缩短差距、实现赶超战略提供有力的智力支持。但在建库初期，涉猎广泛，衷心希望该文库的出版能得到学术界同行与广大读者的批评、支持和认可。

王秋石

目 录

第一章 导论	(1)
一、选题背景及意图	(1)
二、世界证券投资基金的发展历程	(7)
三、我国证券投资基金的发展历程及其评价	(16)
四、主要内容与逻辑结构	(30)
第二章 证券投资基金业绩评价研究的理论基础	(39)
一、投资组合理论：决定基金资产中风险证券的最优组合	(39)
二、资本市场理论：基金业绩评价模型构建的理论基础	(49)
三、套利定价理论：研究基金投资组合的无风险套利	(56)
四、有效市场理论：研究基金业绩与市场效率的关系	(63)
第三章 现代西方证券投资基金业绩评价理论研究及实践	(69)
一、现代西方基金业绩评价理论及其文献回顾	(69)

二、基金收益和风险的衡量·····	(75)
三、西方基金业绩评价理论模型研究·····	(79)
四、证券投资基金业绩综合评价的 DEA 方法 ·····	(95)
五、美国晨星公司基金业绩评价体系及对我国的借鉴意义·····	(101)
第四章 我国证券投资基金业绩评价理论研究及实践·····	(113)
一、我国证券投资基金业绩评价理论研究回顾·····	(113)
二、我国证券投资基金业绩评价理论研究及实践综述·····	(118)
三、我国开放式证券投资基金业绩评价研究缺陷及不足·····	(125)
四、我国证券投资基金业绩评价理论研究及实践存在的主要问题·····	(132)
第五章 我国证券投资基金业绩评价体系的构建·····	(141)
一、借鉴国际经验构建我国基金业绩评价体系·····	(141)
二、基金业绩评价基准研究·····	(147)
三、基金分类体系研究·····	(152)
四、基金业绩评价指标体系研究·····	(158)
五、基金业绩评价机构研究·····	(168)
六、我国证券投资基金业绩评价体系框架设计·····	(173)
第六章 我国证券投资基金业绩评价实证研究·····	(177)
一、研究样本及数据来源的说明·····	(177)
二、样本基金的实证分析·····	(182)
三、研究结论·····	(200)

四、对实证研究的有关说明·····	(202)
第七章 提升我国证券投资基金业绩的对策建议·····	(205)
一、推进证券市场制度创新,提升证券市场效率·····	(205)
二、适时推出股票指数期货、期权,实现基金业绩稳定 增长·····	(211)
三、加大力度提升上市公司质量,确保基金业绩可持续 增长·····	(214)
四、建立成熟高效的基金经理人市场·····	(218)
五、发展科学公正的基金业绩评价行业·····	(222)
六、提升证券投资基金的国际化竞争能力·····	(227)
七、鼓励证券投资基金海外投资·····	(232)
附录1 中国封闭式证券投资基金一览表·····	(239)
附录2 中国开放式证券投资基金一览表·····	(242)
参考文献·····	(247)
后 记·····	(260)

导 论

第一节

选题背景及意图

20 世纪 90 年代以来,投资基金业在世界范围内获得了空前发展,对经济社会的影响越来越广泛和深远。在美国,由于投资基金业的冲击,商业银行在现代金融业中的主导地位开始动摇。美国商业银行资产在金融资产总额中所占比重从 1990 年的 30% 下降到 1999 年的 22%, 然而 1999 年美国养老基金的资产占美国金融资产总额的比重高达 29%, 开放式共同基金占金融资产总额的比重也达到 22% (与商业银行的资产持平)。^① 投资基金业的迅速崛起使商业银行面临前所未有的压力和挑战,甚至在一定程度上威胁着商业银行生存。特别是货币市场基金的大力发展,已成为商业银行存款业务非常好的“替代品”。微软公司总裁比尔·盖茨预言,传统的商业银行如不进行有效创新,可能成为 21 世纪即将消亡的恐龙。

^① “Schools Brief 3: Moved Men in Institutions”, The Economist, November 6th, 1999, p93.

著名经济学家滋维·博迪指出，银行是一个十分脆弱的体系，未来金融体系模式可能是养老基金和共同基金来承担银行曾经行使过的功能。^① 为了应付商业银行业的危机，发达国家商业银行主动介入基金业领域，积极拓展基金业务。如在 1996 年，美国商业银行业在共同基金总资产中的份额就已达到 40%^②，德国目前几大商业银行管理着 90% 以上的基金。^③ 投资基金业与商业银行业的交叉与融合成为国际金融业的发展潮流和趋势。

中国证券投资基金业伴随着中国经济社会的制度变迁而诞生，其规范发展始于 1997 年 11 月《证券投资基金管理暂行办法》的颁布实施。1998 年金泰和开元两只证券投资基金的发行拉开了中国证券投资基金业大发展的序幕。短短 9 年间，中国证券投资基金业获得了举世瞩目的超常规发展，截止到 2006 年 6 月 30 日，市场上 51 家基金管理公司旗下管理着 267 只基金，基金业管理的资产净值总额高达 5103 亿元。其中股票方向基金规模为 3389.96 亿元，货币市场基金的资产净值规模为 1243 亿元，其余为各种混合基金，基金资产净值约占同期沪深两市 A 股流通市值总和的四分之一。目前从低风险的货币市场基金和银行保本基金，到为开放式基金与封闭式基金接轨做出铺垫的 LOF 基金，以及可以让投资者参与指数交易，并首次提供套利机会的 ETF 基金，国际上主流的基金品种在国内证券市场均已粉墨登场。到目前为止，股票型基金、混合型基金、债券型基金、货币市场基金四大基金类别的产品全部到

① 廖理等：《探求智慧之旅——哈佛、麻省理工著名经济学家访谈录》，北京大学出版社 1999 年版，第 91—103 页。

② 江其务主编：《中国金融：世纪之交的探索》，经济科学出版社 2001 年版，第 618 页。

③ “基金业发展与立法比较研究”课题组：“基金业立法和基金业发展研究报告”，《经济社会体制比较》，2001 年第 3 期，第 26—29 页。

位,保本基金、指数基金、伞形基金、上市开放式基金等一些特殊基金产品也相继面世。基金产品系列的完善,为投资者提供更多样选择。2005 年底我国储蓄存款高达 14.11 万亿元,证券投资基金资产占储蓄存款比例仅仅 4% 左右,而 2000 年底,美国证券投资基金占美国家庭金融投资的比例已高达 49%^①,可见我国证券基金业仍然有广阔的发展前景。

随着我国经济社会的飞速发展及市场化改革的深化,社会闲散资金和保险资金急剧膨胀,为证券投资基金的快速发展提供了充足的资金来源,但是我国证券市场的畸形发展又使得可供证券投资基金选择的投资品种屈指可数,难以满足巨额资金的投资需求,从而限制了基金的发展。中国证券投资基金生存的土壤及投资的主战场——中国证券市场,长期蕴藏着深刻的危机。中国证券市场由于历史定位的错误(如市场发展的目的是为国企改革脱困服务而不是优化资源配置)及制度性缺陷(股权分置导致上市公司 2/3 的股权为非流通股,流通股仅占总股本的 1/3),导致中国股票市场远远没有体现出优化资源配置效应,没有体现出“财富效应”,没有起到经济晴雨表作用,只见量的粗放扩张。从中国股市诞生以来,非流通股股东控制的上市公司由于流通 A 股市价的涨跌对其影响不大,其利益取向就是尽可能高地从流通股股东手中圈钱,把公司治理、长期规划、公司利益最大化弃之不顾。许多公司上市初衷就是从流通股股东手中骗钱,虚假包装、欺诈上市、恶意圈钱,欺诈、鱼肉流通股股东事件层出不穷,花样年年翻新,然而经营业绩令人大跌眼镜。中国股票市场已成为资金黑洞和财富黑洞,成为巨大的“老虎机”,不仅众多中小流通股股东损失惨重,就连曾经执市场之牛耳、雄霸天下的大型机构投资者如万国证券、君安证券、中经开、南方

^① 何孝星著:《证券投资基金运行论》,清华大学出版社 2002 年版,第 2 页。

证券、德隆系等巨无霸一个个被这个市场消灭。2004 年成为中国证券公司的破产年，其破产家数之多、亏损数额之巨、影响范围之广都可以用触目惊心来形容。在恶劣的市场环境下，作为证券市场最大的机构投资者，证券投资基金发挥着定海神针似的稳定市场作用，如果没有占沪深 A 股流通市值总和 1/4 的证券投资基金的鼎力参与，很难想象中国证券市场特别是股票市场将会是什么境地。我国证券投资基金的发展历程充分表明，基金业的发展与壮大，有利于塑造理性投资理念，推动证券市场的健康稳定发展和金融体系的健全完善。2003 年 10 月《证券投资基金法》的颁布和实施及 2006 年中国股权分置改革的初步成功，是中国基金业和证券市场发展历史上的重要里程碑，标志着我国基金业进入一个崭新的发展阶段，必将对中国证券投资基金业以及资本市场和金融业的健康发展带来深远的影响。

勿庸讳言，加入 WTO 后，规范化、市场化、国际化已是我国证券投资基金的必然发展趋势。我国证券投资基金在市场体制不健全、国内市场化还没有完全到位的情况下，就要面临全球化的挑战；在发展不成熟的情况下，就需面临规避风险（尤其是世界金融风险）的考验；我国基金管理公司在产权关系不够明晰、经营机制不够完善、市场主体地位还没有完全确立的情况下，就要面临国际基金公司的竞争；在本土发展战略还没有完全建立的情况下，就要面临实施国际化发展战略的严酷现实。因此在我国，发展和规范证券投资基金业的任务更为艰巨和迫切。^① 从国际经验上看，对基金业绩的正确恰当的评价不仅是引导投资者选择基金的重要参考依据，也是引导基金业正确发展的重要约束性手段和制度保障。因为

^① 孙超：“我国投资基金业发展战略研究”，《工业技术经济》，2003 年第 3 期，第 114—115 页。

良好的基金业绩评价指标体系有助于在制度环境上促进基金管理公司不断提高自身的经营管理水平。当前基金业绩评价业在发达国家证券市场上具有举足轻重的地位,基金评级机构与股票评级机构、债券评级机构一起成为资本市场信用评级的三大支柱。^①基金业绩评价对基金行业发展的影响巨大,如美国基金业绩评价在推动美国基金业健康、快速发展的过程中发挥了重要作用,这些作用集中表现在普及基金知识、帮助投资者理性投资、促进基金信息的有效传播与利用、发挥对基金管理公司的监督、提高投资者对基金投资的信心等方面。

当前我国证券投资基金发展迅速,基金规模不断扩大,基金品种不断丰富^②,与此同时,投资者的差异也开始显现,投资需求日

① 李清芬、方治刚:“我国基金产业国际化对策分析”,《当代经济研究》,2003年第7期,第58—62页。

② 银河证券基金研究中心初步统计数据显示,截至2007年底,中国证券市场上363只基金资产净值达32754.03亿元,较2006年底的8564.6亿元增加282%。华夏、博时、嘉实管理基金资产规模均超过2000亿元,居前三位。

具体来看,329只开放式基金资产净值为30432.59亿元,占全部基金资产净值的92.91%;34只封闭式基金资产净值为2321.44亿元,占比由2006年底的18.96%下降至2007年底的7.09%。其中,130只开放式股票型基金资产净值为16564.94亿元,占全部基金资产净值的50.57%,较2006年底增加11个百分点;17只指数型基金资产净值为2056.37亿元,占比为6.28%;58只开放式偏股型基金资产净值为6238.41亿元,占比为19.05%;24只平衡型基金资产净值为2230.8亿元,占比为6.81%。31只债券基金资产净值为671.4亿元,占比为2.05%。

从基金公司来看,公募基金资产管理规模最大的的是华夏基金,达2479.92亿元,资产净值市场占比为7.57%;博时基金由2006年底的第五位升至第二位,资产管理规模为2215.85亿元;嘉实基金管理基金资产净值也超过2000亿元,达2069.77亿元。

工行仍是托管基金最多的银行,共托管84只基金,托管资产净值市场占比达29.69%;建行托管68只基金,市场占比为22.85%;中行位居第三,托管56只基金,占比为17.37%。

数据来源:余喆:“363只基金资产净值达3.27万亿元”,《中国证券报》2008年1月3日, <http://finance.qq.com> 07:31。

趋多样化。在这种情况下,迫切需要科学公正的基金业绩评价体系,全面反映基金的风险收益特征,为投资者提供客观、公正的分析和评论,也为监管部门提供监管的参考。特别是开放式基金的推出及飞速发展,更需要建立全新的基金业绩评价体系。为适应基金业发展的需要,我国部分证券机构先后推出自己的基金业绩评价体系。虽然这些评价机构为早期的基金业绩评价创造了条件,但它们大多是由证券公司或者利益相关机构所设立,而证券公司又是多数基金和基金管理公司的发起人。它们与相关机构之间无法割裂的利益关系,与基金业绩评价机构应有独立性、公正性和客观性原则形成了冲突,难以对基金业形成有效的外部约束并赢得市场公信力。^① 本书通过规范分析与实证分析,定量分析与定性分析相结合的研究方法,根据我国国情及当前证券投资基金业现状,借鉴及吸收当前西方基金业绩评价理论研究及实践成果,构建计量经济模型,运用翔实的数据和资料,借助统计分析软件,以求客观公正地分析和评价中国证券投资基金的业绩,并在此基础上对如何提升我国证券投资基金业绩提出相应的政策建议。

开展本课题研究具有重要的理论意义和实践意义。第一,可以对基金业形成强大的外部约束和激励。客观、准确和独立的基金业绩评价可以对基金管理公司和基金经理形成强有力的外部约束和激励,鼓励和约束他们从基金投资者的利益出发管理基金和做出投资决策,为投资者寻求最大的投资效益。第二,为基金投资者决策提供有用的信息。基金业绩评价可以使普通投资者了解各基金在某个投资期间的风险收益等信息,知晓不同种类基金的投资风格,为他们选择基金提供一定的参考依据。第三,提升证券投资基金业的整

^① 陈爱学、刘传葵:“借鉴国际经验建立本土化的基金评价业”,《2004 中国基金前沿报告》,经济管理出版社 2004 年版,第 85—95 页。

体效率。通过基金业绩评价,引导基金资产从运营效率低下的基金流向运营效率优良的基金,通过市场化的方式来奖优汰劣,运营效率低下的基金管理公司或基金管理人将逐步被市场淘汰,从而提升整个行业的运营效率。第四,使基金监管当局更有效地了解和监管基金业市场。基金业绩评价可以为基金监管当局提供基金投资决策和绩效的信息,通过这些信息可以了解基金市场和证券市场的实际情况、基金的投资效果等,从而更好地制定基金的品种创新、监管等方面的政策和法规。

第二节

世界证券投资基金的发展历程

为了更好地理解证券投资基金,有必要先回顾一下证券投资基金的发展历程。证券投资基金起源于 19 世纪 60 年代的英国,迄今为止经历了 140 多年的历史,完成了创立、发展、成熟三个发展阶段。^①

一、证券投资基金创立阶段(19 世纪 60 年代至 20 世纪 20 年代)

19 世纪 60 年代,随着第一次产业革命的成功,英国生产力水平大大提高,资本积累增加,成为世界上最富有的国家,英国资本大量地流往欧洲大陆和美国。1868 年,英国政府出面组织了专门投资于美国、欧洲大陆和殖民地国家证券的世界上第一个证券投资

^① 何孝星:《证券投资基金运行论》,清华大学出版社 2003 年版,第 7—21 页。

基金，即“国外及殖民地政府信托基金”。设立者明确宣布，该基金的宗旨在于：“运用共同资金分散投资于国外及殖民地政府发行的债券，借以分散投资风险，使中小投资者能和大额投资者一样享受投资利益。”该基金由熟悉海外经济和市场的专家负责操作管理，持有 18 只证券。发行时每个受益凭证的面值是 100 英镑，销售费用是 3%，管理费用是 0.25%，保底年收益率是 7%。

1873 年苏格兰人弗莱明（Robert Fleming）在 Dundee（丹地）设立了第二家证券投资基金——“苏格兰美国投资信托”（Scottish American Investment Trust）。“苏格兰美国投资信托”向投资者发行受益凭证 3000 单位，每一单位 100 英镑，筹集的资金用于向美国的铁路进行投资。弗莱明将受益凭证的保底利率定为 6%，吸引了许多投资者踊跃投资。

“国外及殖民地政府信托基金”与“苏格兰美国投资信托”有着如下几个特征：一是资金来源国内机构投资和个人投资者；二是主要投资于外国和殖民地国家的证券；三是实行保底收益率；四是由专业人士管理和运作基金资产；五是属于契约型的投资基金，投资者与代理管理者之间通过信托契约确定双方的权利义务关系。

当时的投资信托基金都以公债作为投资对象的主要原因是：一是当时的股份有限公司还很不完善，其信用还很薄弱，缺乏可以作为投资对象的股票；二是伦敦证券交易所上市的证券几乎全部是国内外的债券，只有少量的股票；三是伦敦证券市场是当时国际证券市场的中心；四是对外进行债券投资的利息比对内投资要高出许多。

1873 年美国爆发了第四次经济危机，许多企业陷入了债务危机甚至破产，一些公司债券到期无法兑付，这使得英国证券投资基金管理机构难以再以固定利率制向投资者提供回报。因此，一些基金管理机构开始将证券投资基金的固定利率改为收益共享、风险共担的浮动收益制。1879 年以后，随着股份有限公司法的实施，一些证