

北京工商大学财务与会计学术前沿论丛

Frontier Academic Collection on Finance and Accounting of Beijing Technology and Business University

证券投资基金评价体系

——理论·方法·实证

The Performance Evaluation System of Security Investment Funds
Theory · Approach · Examination

■ 唐欲静 / 著



经济科学出版社
Economic Science Press

北京工商大学财务与会计学术前沿论丛

Frontier Academic Collection on Finance and Accounting of Beijing Technology and Business University

证券投资基金评价体系

——理论·方法·实证

The Performance Evaluation System of Security Investment Funds
Theory · Approach · Examination

■ 唐欲静 / 著



经济科学出版社
Economic Science Press

图书在版编目 (CIP) 数据

证券投资基金评价体系: 理论·方法·实证 / 唐欲静
著. —北京: 经济科学出版社, 2006. 11

ISBN 7-5058-5810-6

I. 证… II. 唐… III. 证券投资-基金-经济评价-体系 IV. F830.91

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2006) 第 104564 号

责任编辑: 莫霓舫

责任校对: 王肖楠

版式设计: 代小卫

技术编辑: 邱 天

证券投资基金评价体系

——理论·方法·实证

唐欲静 著

经济科学出版社出版、发行 新华书店经销

社址: 北京海淀区阜成路甲 28 号 邮编: 100036

总编室电话: 88191217 发行部电话: 88191540

网址: [www. esp. com. cn](http://www.esp.com.cn)

电子邮件: [esp@ esp. com. cn](mailto:esp@esp.com.cn)

高等教育出版社印刷厂印装

880 × 1230 32 开 6.375 印张 170000 字

2006 年 11 月第一版 2006 年 11 月第一次印刷

ISBN 7-5058-5810-6/F·5071 定价: 15.00 元

(图书出现印装问题, 本社负责调换)

(版权所有 翻印必究)

总 序

在人类管理实践的过程中，财务与会计学术前沿研究一直起着很重要的导向作用。财务与会计学术前沿问题是财务与会计研究的探索点和制高点，这些问题具有下列基本特征：（1）基础性，其作用在于填补某一领域的空白；（2）关键性，其作用在于对某些问题取得重大的突破；（3）深刻性，其作用在于能揭示财务与会计事件的内在规律；（4）复杂性，其作用在于能从纷繁复杂的财务与会计事件中理清思路，理出头绪，化繁为简；（5）前瞻性，其作用在于高瞻远瞩，预测未来。由于上述基本特征，我们可以说，攻克财务与会计学的难题就意味着财务与会计学的革命，意味着创新，意味着对专业发展的贡献。

北京工商大学财务与会计学术前沿论丛是一系列当代财务与会计领域里的前沿性论著，这套丛书是由北京工商大学会计学院一批中青年教授和博士在其研究课题、博士论文或博士后研究报告的基础上修订完成的，是一套充满着求实创新与改革发展气息的论丛。他们的研究内容和所形成的每一

项研究成果，都体现了财务、会计改革对我国社会主义市场经济运行的回应，也充分显示出对财务与会计学术领域迫切需要研究与解决问题的理论创新。因此，本套丛书具有十分重要的理论意义和实践价值。

本套丛书的特点：（1）学术性强。本套丛书作为北京工商大学会计学院的研究力作，不仅传承传统，更是紧盯现实，十分注重严密的逻辑推理和论证，它从财务与会计的复杂现象中抓住本质，把握规律。每本书都对经典文献进行了回顾和评论，在前人研究的基础上对财务与会计的现状和发展趋势做出了进一步的探求，进而深化和丰富了主流理论的实务。（2）注重方法论的运用。在财务与会计前沿的研究中，方法论的规范化是十分重要的。当新的理论被提出时，必须严格检验那些依照这个理论的逻辑推演产生的结论是否与所要解释的经验事实相一致。如果一致，就是不被证伪的，这个理论暂时就可以被接受；如果不一致，这个理论就必须受到修正或摒弃。（3）理论研究和政策建议相结合。国外经济理论研究的平台是发达国家已经存在的市场经济状态，其重点也在于分析均衡市场中的可能性及现实性，但对于像中国这样的发展中国家，理论研究平台与国外有很大距离，我们的市场正在形成中，人们的经济行为不能简单地用代表性行为人来给定，所以，在经济没有完全市场化的环境中，中国经济问题的研究特别要突出中国特有的政治、制度、环境等背景和特征。同时，中国正处于大变革时期，政策层面的变革将对未来中国经济产生深远的影响。因此，理论从实践中来，也必须回到实践中去，为国家的经济发展和改革提供政策支持正是本丛书之特征所在。

有抱负的青年学者们勇于探索、积极实践的精神是令人欣慰和赞赏的。他们以更宽泛的视野和更积极的态度投身于中国现实问题的研究中，其论题涉及会计、审计、财务管理、税收等多个领域，同时，他们的研究还打破学科界限，融合管理学、经济学和金融学等多学科

知识，力图实现对问题的整合性研究，这正是当代科学探索的一种新范式。北京工商大学会计学院团队将以不懈的努力为财务、会计领域的改革与创新做出贡献。

北京工商大学副校长 谢志华博士

2006年10月26日

序

投资基金公司是证券市场上重要的机构投资者之一。在“超常规发展机构投资者”的政策指引下，我国证券投资基金业经过近7年的发展，基金规模迅速扩大，基金品种不断创新，于是，对基金绩效的评价也就越来越为广大投资者所关注。

早在20世纪60年代，西方经济学家就注意到投资组合中的风险和收益的关系问题，并试图通过有效的方法加以度量，于是产生了投资组合绩效评价理论和方法。此后，各种绩效评价方法被广泛运用于共同基金的研究中，其中，以资本资产定价模型为核心，从简单的对风险和收益的计算发展为对风险调整收益的计量，而后又形成了对基金收益来源的考察和对业绩持续性评价的研究，从而形成了西方一套较为完整的证券投资基金评价理论体系。

我国证券投资基金评价业刚刚起步，对基金评价体系的研究还处于探索阶段，无论是在理论上还是在实践中都有待突破的重要课题。本书是唐欲静同志在其博士论文的基础上

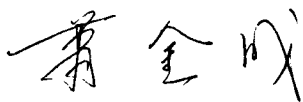
修订完成的。她在攻读博士学位期间，对此问题进行了比较深入、系统的研究。为了从实践中汲取更多的知识和经验，她还去基金管理公司进行了较长时间的实地调研和考察，获取了研究所需的第一手资料，为深入研究和评价系统的构建奠定了良好的基础。在本书中，唐欲静立足于证券投资基金业以及基金评价业的发展，对证券投资基金评价理论和方法进行了梳理和总结，通过对中外投资基金评价体系的比较研究，找出我国现有基金评价体系的缺陷和不足，指出中国基金评价还处于借鉴国外基金评价理论和模型进行实证研究的阶段，同时认为，现有基金评价体系基本上都是基于历史业绩分析基础上的单一的基金业绩评价系统。鉴于中国证券投资基金的生存和发展具有特殊的制度背景和复杂的人文、市场环境，基金业绩往往表现出非稳定性，基金投资风格趋同而且易变，同时，基金经理频繁更换，基金信息披露制度还不十分健全，所以，对基金业绩的深层次原因和未来业绩稳定性的关注，应远远大于基金业绩本身的评价。而单一的业绩评价体系无法全面反映基金业绩的真实水平和实际运作状况，难以适应我国证券投资基金发展的特殊要求，因此，有必要建立起更加完善的证券投资基金评价体系，从多个层面和多种角度反映基金整体绩效水平。

唐欲静在其构建的证券投资基金评价体系中包括了以下几方面内容：一是对基金投资风格做出评价，考量基金的风险收益特征，为不同风险偏好的投资者提供投资依据；二是对基金历史业绩做出评价，考量基金的实际投资价值，同时提供业绩反馈，形成对基金管理人的外在压力；三是对基金管理公司做出评价，考量基金管理公司的运作状况和管理水平，挖掘基金业绩背后的深层次原因；四是对基金业绩持续性做出评价，考量基金业绩的稳定性和基金评价的有效性。

证券投资基金评价体系的建设和是一个复杂的系统工程，除了建立

起科学、合理的评价方法和评价技术外，还需要相关制度环境的建设和完善的配套措施。

我认为本书进行的探索具有理论价值和实践意义，从中反映出作者勇于创新的科学精神，对此我表示欣慰和鼓励。虽然此书尚有许多需要完善之处，相信本书会对基金评价工作带来不小的帮助，读者阅读本书也会有不小的收获。借为此书写序之机，我对本书的出版表示衷心的祝贺！

A handwritten signature in black ink, consisting of stylized Chinese characters, likely '邱金成' (Qiu Jin).

2006年8月1日

前 言

1997年11月，国务院发布《证券投资基金管理暂行办法》以后，中国证券投资基金步入了规范化发展的轨道。此后，证券投资基金出现了前所未有的增长态势。截至2005年底，共有基金公司52家，持有基金资产总规模4797亿元，净值总额4691.16亿元。其中，开放式基金169只，基金资产份额4056.86亿份，基金资产规模4179.20亿元，占全部基金资产总规模的87.12%，净值总额3869.05亿元，占全部基金净值总额的82.48%；封闭式基金54只，基金资产份额817亿份，基金资产规模618.8亿元，占全部基金资产总规模的12.88%，基金净值总额合计822.11亿元，占全部基金净值总额的17.52%。在基金规模快速膨胀的同时，基金品种创新也呈现加速趋势。除了股票型基金、债券型基金、平衡型基金外，还推出了货币市场基金、保本基金、交易所交易基金（ETF）、上市交易型基金（LOF）等。在“超常规发展机构投资者”的战略指导下，近年来我国证券市场的机构投资者队伍迅速壮大起来，目前，以证券投资基金为代表的机构投资者正在取代券商成为证券市场的主要参与者。随着证券投资基金的规模化发展，投资基金

在国民经济中的地位不断增强。从1998~2005年,基金资产净值与流通市值的比重由2.09%提高到44.13%,与国内生产总值(GDP)的比例也由0.15%提高到2.56%。可以说,证券投资基金在开辟投资渠道、倡导理性投资、促进资本市场乃至整个国民经济的发展中发挥着越来越重要的作用。

随着证券投资基金规模不断扩大、种类不断增加,以及投资者队伍的日益壮大,对证券投资基金全面、合理、科学的评价就成为基金业发展中的一个关键性环节。而在这个环节中,基金评价的过程和结果都需要一个完整、科学的体系来充分反映和描述,通过分析基金的历史业绩和投资风格,对基金投资操作过程和实际运作结果做出合理评价,帮助投资者进行有效的投资决策,同时为基金管理人提供业绩反馈,对其形成市场化的外部约束力量。相对于我国基金业的快速发展,基金评价仍然处于滞后状态,基本是以单纯的基金业绩作为衡量的标尺,不足以全面反映基金业绩的实际状况和未来业绩的可持续性和可预见性。因此,有必要建立一套完整的基金评价体系,对基金业绩和基金的实际运作状况进行整体考量,从而对基金进行全面、准确、合理的评价。应当说,一个完整、科学的证券投资基金评价体系对于投资者、基金管理公司、基金评价中介机构和证券监管部门等都具有十分重要的意义。

第一,从基金投资者的角度来说,由于证券投资基金的资产管理权和收益权分离,基金投资者和基金管理人之间存在着明显的信息不对称。投资者在进行投资决策时,通常需要对各个基金进行比较,从中选择最适合自己的投资需求的基金。然而在基金实际投资过程中,投资者往往只能比较清楚地看到自己所投资基金的收益状况,而对于在基金投资过程中所承担的风险并不了解。基金评价的主要目的是为了帮助投资者了解基金在过去一段时间内的投资收益情况及其在获取投资收益的同时所承担的风险,帮助他们综合评价基金管理人在过去一段时间内取得的投资成果,分析基金管理人的投资管理能力,在此基础上形成对基金未来表现的合理预期。

第二,从基金管理人的角度来说,同类基金之间相对评价和排名有利于基金管理人了解业内竞争对手的投资策略、投资绩效,了解公司在业内的竞争地位;针对基金本身的投资风格界定、投资业绩的测量和分解、投资组合结构的分析和评价,为基金管理人在过去一段时间内投资策略的实施效果提供反馈信息,使其了解基金业绩的来源和投资策略的有效性,为其动态调整投资组合提供决策参考。

不难看出,以业绩评价为桥梁,投资者与基金管理人之间形成互动的关系,尤其是机构投资者与基金管理人之间对业绩评价标准的形成需要经历不断的调整和修正。基金管理人为实现机构投资者所订立的业绩评价指标而构建投资组合,而机构投资者则通过调查、面谈等形式对基金管理公司的整体实力、对不同类型基金的投资管理思路和过程、基金组合的构建、交易原则、风险控制,以及基金相对于基准指数的业绩表现等方面进行了解,以便对基金管理人能否实现既定的投资目标进行评价。

第三,对于基金市场的其他参与者而言,科学的基金评价系统的建立和推广,可以帮助市场中各个参与者更加公正全面地了解不同基金的特点和运作结果,基金托管银行和基金销售公司更科学地选择自己的业务目标,市场监管机构从保护投资者利益的角度出发也会对如何恰当地使用绩效衡量指标加以规范,更好地通过政策和基金审批引导市场。对于从事基金评价的中介业务机构而言,通过系统深入地研究基金业绩评价的理论问题,不断增加技术含量,促进证券投资中介业务专业化发展的广度和深度。

第四,对于理论研究者而言,目前我国证券投资基金业绩评价理论研究尚处于启蒙阶段,主要是引进和学习西方发达国家的先进经验,无论从评价的客观条件、制度建设,还是评价技术的含量等都有待零的突破,因此该课题研究具有重大的理论和现实意义。

第五,客观公正地评价证券投资基金,对于建立公平、公正、公开的市场秩序,提高基金管理效率,强化证券市场融资能力等都具有迫切的现实意义。在国外,基金销售常常利用权威基金评价机构的评

价结果作为基金销售的依据,尤其是在基金持续营销的阶段,基金评价常常与基金销售相联系。过去,由于封闭式基金占主导地位,基金管理费又都早涝保收,基金生存没有压力,业绩好坏对其没有制约。但随着我国基金业的快速发展,特别是开放式基金的推出,基金规模的不断扩大和竞争日益加剧,越来越多的基金管理公司开始注重持续营销,而持续营销的前提必须是业绩突出,因此,科学合理的基金评价体系就成为关键。片面、不准确的评价不仅会导致投资者损失,而且基金管理公司的生存也会受到威胁。

总之,党的十六大提出全面建设小康社会的目标,我国经济总量要在未来20年翻两番。要实现这一战略目标,需要大量的、持续的、符合国家产业政策资金投入。为促进这一目标的实现,党的十六届三中全会明确提出,要大力发展资本市场,扩大直接融资。《国务院关于推进资本市场改革开放和稳定发展的若干意见》也要求,“继续大力发展证券投资基金”,“使基金管理公司和保险公司为主的机构投资者成为资本市场的主导力量”。大力发展证券投资基金,提供更多储蓄替代型的基金品种,有助于分流储蓄资金,扩大直接融资比重,改变金融风险过于集中在银行系统的现状,促进社会资源的优化配置。因此,深入研究证券投资基金评价体系,对于促进基金管理公司提高效率、赢得市场人气、支持基金行业发展、化解金融风险、加快我国证券市场稳定发展等,都具有十分重大的理论和现实意义。

证券投资基金评价体系在中国还是一个新兴事物,国内已有一些学者和专业人士开始涉足这一领域的研究,但目前研究成果和文献还比较零星、散乱、不系统,主要表现在以下两方面:一方面,重基金历史业绩的评价而轻基金投资风格的分析;重基金业绩的衡量而轻影响基金业绩深层次原因的分析;重针对机构投资者的评价而轻面向中小投资者的基金评级,重基金业绩的历史评级而轻基金的后续评价和跟踪。另一方面,基金评价所使用的评价方法和指标各不相同,还存在较大分歧,因而难以形成体系。

本书在对国内外主要研究成果和文献进行介绍的同时,还对其进行总结归纳和对比分析,设计出一套针对我国特殊的市场状况的证券投资基金评价系统。其中,对于重要评价指标的选取提出了自己的设想和建议。与以往研究相比,本书具有以下几方面特色:

(1) 首次将基金管理公司的评价纳入证券投资基金评价体系中。对基金管理公司的评价采用定量分析法,给出了具体的评分标准和分值设定,并将其纳入证券投资基金的综合评价当中,从而构建了我国完善的证券投资基金评价体系。

(2) 分析了我国证券投资基金所处的深刻的制度背景和特殊的市场、人文环境,强调建立我国证券投资基金评价体系时更应注重影响基金业绩的深层次原因,进而反映基金业绩的持续性和稳定性。

(3) 本书还指出,证券投资基金评价体系的构建是一个复杂的系统工程,需要相应的配套措施和制度环境的建设。因此,笔者从基金评价主体的建立、盈利模式的寻求、基金评价工作规范的建立、基金评价业的扶持等几方面提出了相关政策建议,明确指出证券监管部门和基金公会在基金评价业发展和基金评价体系配套措施建设中应有的地位和应发挥的作用。

然而,在现实的经济条件下,本书也存在一些无法克服的缺欠和不足,主要表现在以下方面:

(1) 对基金绩效的考察一般要求至少应有3年以上的数据资料和足够多的样本基金数量,但中国证券投资基金发展历史较短,尤其是开放式基金运作时间超过3年的基金屈指可数。在本书的实证研究中,所能选取样本期跨度只有30个月,而达到这一跨度的样本基金数量只有5只,因此存在研究期限过短、数量过少的问题。

(2) 各种业绩评价方法和模型都是建立在一定假设基础上的,而这些假设条件在现实中很难达到,因而存在技术上处理的难题。而且,由于我国证券投资基金信息披露制度不健全,有些方法和模型在实际运用时还缺乏相应的数据支持。

(3) 对基金管理公司的评价和基金业绩持续性的考察有时还需要掌握更加详细而确切的资料,甚至包括公司的内幕信息,同时还必须依赖评价人员丰富的经验而做出判断。但由于主客观条件的限制,本书的研究仅限于所有可获得的公开资料。

金融市场异常复杂,任何基金评价都是基于历史资料和数据基础之上的,即使像晨星评级这样的权威体系也无法做到精确的预测。因此,笔者所提出的证券投资基金评价体系也并非完美,但有助于其他研究者拓宽研究视角,并为其提供一些思路和建议。

唐欲静

2006年7月25日

目 录

第1章 导 论 / 1

- 第一节 证券投资基金概述 / 1
- 第二节 证券投资基金市场的发展概况 / 5
- 第三节 证券投资基金评价业的发展
现状与变革趋势 / 16

第2章 证券投资基金评价体系的理论发展 / 26

- 第一节 证券投资基金评价的理论基础 / 26
- 第二节 证券投资基金评价的研究领域和研究方法 / 39
- 第三节 研究成果及其争议 / 58

第3章 证券投资基金评价体系比较研究 / 70

- 第一节 国外投资基金评价体系介绍 / 70
- 第二节 我国投资基金评价体系的现状 / 83
- 第三节 比较分析：中外投资基金评价体系的
差异及其原因 / 92

第4章 构建我国完善的证券投资基金评价体系 / 98

- 第一节 我国证券投资基金业的特殊性与复杂性 / 99
- 第二节 构建证券投资基金评价体系的基础工作 / 103
- 第三节 我国证券投资基金评价体系设计 / 113
- 第四节 我国基金评价体系设计的困难 / 139

第5章 我国证券投资基金评价体系的实证应用 / 142

- 第一节 研究对象及资料来源 / 142
- 第二节 基本收益率的计算与确定 / 144
- 第三节 实证研究结果与分析 / 146
- 第四节 结论 / 157

第6章 研究结论及政策建议 / 159

- 第一节 主要结论 / 159
- 第二节 加快我国证券投资基金评价体系建设的
配套措施和政策建议 / 161

参考文献 / 172

后 记 / 181