



中国证券投资基金的 业绩控制：理论与实践

曹小清 / 著

中国证券投资基金的业绩控制： 理论与实践

曹小清 / 著

经济科学出版社

责任编辑：解 丹
责任校对：徐领弟 董蔚挺
版式设计：代小卫
技术编辑：潘泽新

**中国证券投资基金的业绩控制：
理论与实践**

曹小清/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)

天津新华印刷一厂印装

690×990 16 开 12.25 印张 250000 字

2003 年 11 月第一版 2003 年 11 月第一次印刷

印数：0001—2000 册

ISBN 7-5058-3815-6/F·3118 定价：22.00 元

(图书出现印装问题，本社负责调换)

(版权所有 翻印必究)

**献给我慈祥、
亲爱的外祖母**

——陈树芹女士

内 容 简 介

由于基金数据的易获得性及其业绩对吸引投资者的重要性，投资基金的业绩控制一直是国际学术界和工业界讨论的热点。遗憾的是，直到 20 世纪 90 年代末，这一领域的研究在中国投资基金业仍是一块空白。尽管个人及机构投资者对基金业绩的兴趣在不断增加，但是有关研究恰当的基金业绩评估控制模型的文献却不是很系统完整；并且在 1998 年以前，建立一套业绩测量、分析、评估和控制系统的研究也还没有提到议事日程上。

为了满足这一需求，我们于五年前开展了一项课题研究，目的是建立模型，从管理控制角度（即以基金管理公司为出发点）测量、分析、评估和控制基金业绩。为了达到这一目的，我们首先对基金业绩的测量与评估、管理控制和有效市场理论做了全面的理论回顾；继而，对中西基金业绩评测的异同进行了比较；同时我们还对基金业绩进行了实证考查（即用各种指标测量中国基金业绩并排名），我们还对中美基金经理进行了问卷调查，以发现驱动基金业绩的真正动力。基于这些理论与实证发现，我们从管理控制角度建立了一系列模型，用于控制投资管理过程和各种业绩驱动力。例如，利用平衡计分表的方法作为测量控制基金业绩的一种手段。

本书的主要理论贡献是根据中国的特定经济环境建立了业绩控制模型。因为基金的业绩评估控制理论都是建立在成熟的市场经济体制中，而中国正处于转型的经济体制，如何使这些理论适用于中国是本书的主要贡献。

本书还具有实用价值。中国加入世贸组织后，将成为未来非常有潜力的金融市场。与此同时，基金管理公司也会和外国投资者共享这块经济舞台。紧迫感会促使他们采用先进的业绩控制系统来与境内境外的投资者抗衡。我们的研究成果对中外投资者在中国管理基金方面提出了许多有用的建议。

我们的研究显示，中国的基金行业发展迅速，基金管理公司的内外环境变化大、挑战多。希望我们的探索性研究能够帮助基金管理公司乃至整个行业有效达到目标，增强适应性并提高收益和控制风险的能力。

鸣 谢

经过四年的努力，我终于获得博士学位，顺利地答辩了。在过去的四年中，我始终对这项研究充满兴趣和信心，并坚持不懈的将它按时完成了。我的成功离不开众人的指导、支持与鼓励。我想借此机会向大家表示我的衷心感谢。

首先，我要感谢我的第一导师 Jan Bilderbeek 教授，感谢他给我提供了一个实现我的梦想的机会——获得最高学位。我还要感谢他给我自由选择研究课题的机会，使我有机会研究在当时还基本没有被学术界触及的课题——中国投资基金的业绩控制。

中国经济的飞速发展和金融市场各种融资工具的诞生使我坚信，我在做一件非常有探索性、挑战性并能为中国基金填补空白的事。随着研究的进一步深入，我越来越被该研究所涉及的投资理论与实践蕴含的深刻哲理所吸引，并成为我前进的巨大动力。五年前，中国在基金方面的学术研究还很少，我的父亲主动承担起为我搜集资料的任务，几年来坚持不懈，使我在感激之余只想用我的书作为对他最好的回报。

良好的计划是成功的开始。我还要感谢我的导师们（Prof. Dr. Jan Bilderbeek, Prof. Dr. Albertus Bruggink, Dr. Jeroen Weimer）引导我制定研究计划，指导每一份进度报告并探讨关键问题，这些都使我获益匪浅。我从中学到了如何科学的、尖锐的、逻辑性的阐述我的学术观点。

除了我的导师们，我的研究工作还得到了许多认识与不认识的同行人无私的帮助，他们的学术及实践见解为我克服研究道路上的障碍提供了宝贵的经验。特别是我在问卷调查中得到了美国及中国基金经理的大力支持，从而使我的问卷调查回收率高达

50%，提高了我的实证统计研究的可信度。我特别要感谢中国的基金管理公司，10家管理公司中的9家回答了我的问卷调查。我在两次实地考察中采访了许多总经理、基金经理和研究人员并得到他们的热情接待和大力配合。虽然我不能一一公布他们的名字，但我想告诉大家，你们的贡献都记在我的脑海里并反映在本书的每一个角落。

在此，我还要感谢所有的答辩委员会成员，感谢他们对我四年的研究工作提出建议和评价。他们是：Prof. Dr. Elroy Dimson, Prof. Dr. Jan van de Poel, Prof. Dr. Marc Wouters, Prof. Dr. Arun Bagchi, Prof. Dr. Wouter van Rossum.

最后，我想感谢我的家人对我的支持、理解和鼓励。特别是从小把我抚养大的慈祥的外祖母，她的爱和善良伴随了我一生，并成为我积极向上、努力奋斗的动力。遗憾的是，十三年前我出国前八天地与世长辞了，再没有机会看到我现在是多么幸福，取得了多么大的成就。但我相信，她老人家在天之灵一定会欣慰无比。我还想对我的两个小宝贝 Carel 和 Candy 说，你们是最聪明漂亮可爱的孩子，你们带给了妈妈无比的幸福和自豪。希望你们能像妈妈那样执著追求完美的人生。愿你们的所有美梦都成真。

曹小清

2002年8月于 Enschede



第1章 引言 命题 研究方法与总结	1
1.1 引言	1
1.2 投资基金	3
1.3 投资管理	9
1.4 投资基金的业绩	12
1.5 本研究的动因	13
1.6 问题的提出	15
1.7 研究方法	18
1.8 总结	22
第2章 投资基金业绩控制的理论回顾	24
2.1 简介	24
2.2 投资组合理论	24
2.3 投资基金的业绩控制	35
2.4 有效市场假设	41
2.5 结论	47
第3章 中西投资基金业绩测量的比较	48
3.1 引言	48
3.2 基金业绩测量文献回顾	49
3.3 业绩评估指标比较	51
3.4 总结	62
3.5 结论	62

第4章 中国投资基金业绩的实证研究	64
4.1 引言	64
4.2 文献回顾	65
4.3 业绩测量模型	67
4.4 研究方法	69
4.5 数据	76
4.6 研究结果	77
4.7 总结和讨论	91
4.8 结论	93
第5章 中国基金业绩的驱动力	94
5.1 引言	94
5.2 文献回顾	95
5.3 命题及研究的问题	97
5.4 研究方法	98
5.5 主要研究结果	99
5.6 讨论与结论	106
5.7 总结	108
第6章 中国投资基金业绩控制理论模型的构建	110
6.1 引言	110
6.2 管理控制理论回顾	110
6.3 构建模型要考虑的因素	113
6.4 中国投资基金的业绩控制系统	116
6.5 总结	145
第7章 实证发现及对研究模型的反馈	146
7.1 引言	146
7.2 实地调查的内容	146
7.3 实证发现	147
7.4 修改平衡计分表	149
7.5 修改研究模型	152
7.6 总结	155

第 8 章 总结、研究贡献及建议	156
8.1 引言	156
8.2 对本研究的评估	156
8.3 本研究的贡献	158
8.4 对未来研究的建议	161
8.5 总结	163
中文参考书目	164
英文参考书目	166

|第| / |章|

引言 命题 研究方法 with 总结

1.1 引言

本研究始于1998年2月。当时，中国“新型”证券投资基金^①尚未问世。所谓“旧”基金乃小型民间机构，主要是作为筹措资金的渠道，以发展生产和提高社会福利。由于从业人员管理资产的知识贫乏，经验不足，加上有关部门监督不利，结果投资基金招来众多非议，几乎成了操纵市场和投机的代名词。结果自然是众多投资基金倒闭。而且，中国人民银行也因此于1993年下令暂停投资基金的建立。

随着中国经济改革的深入以及证券市场的规范化，投资基金在经过一段时间的沉寂之后取得了重大突破。在《中国证券投资基金暂行管理办法》^②出台后，第一家新型证券投资基金于1998年3月27日正式上市。截止到2000年11月，共有10家基金管理公司，管理着30家新型证券投资基金，总资产达540亿人民币左右。

当时，对于中国投资基金业绩控制的理论研究可谓一鳞半爪，这是构成本研究的主要内部动因（理论需要）。随着个人与机构对投资基金回报的兴趣的不断增加（实际需要），有关基金业绩测量方法理论依据方面的文献却少得可怜，而且，有关如何开发一个恰当的测量、分析和评估体系以控制中国投资基金业绩的研究也一直没有列入议事日程。而实际上人们非常需要对这些理论和实际需求的研究。比如，作为基金业绩的惟一衡量尺度，净资产价值定期发表在大部分金融报刊和网站上，并根据基金的净资产值对基金进行

① 本研究的主题是中国国内证券市场的新型证券投资基金。上述基金均为《中国证券投资基金暂行管理办法》（以下称《办法》）颁布实施以后投放市场的。

② 1997年11月14日，国务院下属的中国证券管理委员会出台了上述《办法》。此办法颁布前上市的基金为“旧”基金，此办法颁布后上市的基金为“新”基金。

排名。这样做的结果势必给投资者带来错觉，使他们竞相购买净资产值高的基金。投资者常常问及的问题如下：基金的质量可否仅凭其净资产值一项来衡量？基金业绩的波动性有多大？净值背后的动因有哪些？基金业绩的好坏与基金经理的精明和老练有关吗？有没有其他方法可以对基金的业绩进行比较，从而使我们可以自行做出投资决定？净值回报与我们承担的风险成正比吗？或者说净值回报率值得我们去承担巨大的风险吗？

上述现象也引起了政府官员的重视。如中国证券监督管理委员会首席顾问梁定帮（2001）就曾经说过：“中国现行的业绩评估标准仅仅是一个业绩指标，它不可能完全反映出一个基金真实的、全部的业绩。而且，它使得基金经理一味追求高绝对回报（即净值回报），完全不顾及潜在的风险。更有甚者，它误导了投资者，让他们以为高净值回报率是基金业绩优良的象征。对基金业绩的评判应该是多方面的，除高净值回报率以外，其他因素，如风险、未来增长等，均应考虑在内。因此，出台一个综合业绩测量/评估体系势在必行。”

中国证券管理委员会副主席史美伦（2001）也提到，“作为市场与投资者之间的桥梁，中介机构在把投资者的资金引向（投放）市场方面起着重要作用。正因如此，他们有责任履行代理义务来保护投资者委托给他们的资金。中介机构的健康运作是任何证券市场稳定的关键。然而，我们许多证券和基金管理公司无论是在基金管理，还是在公司治理方面都还大有改进的余地。”

我们的研究即是希望能够填补该领域理论和实践两个方面的空白。研究的对象是中国新型证券投资基金，研究的目的是从管理控制的角度开发一些新的模型以测量、分析和评估中国新型证券投资基金，从而达到对基金业绩的控制。本书第1章勾勒出整个研究的概貌。1.2节解释了投资基金的定义，1.3节阐述了投资基金业绩，1.4节讨论了投资管理的方方面面，1.5节说明了本研究的动因，1.6节提出了研究课题，1.7节重点描述了本研究中有方法论的诸多考虑，1.8节对整个研究项目进行了归纳总结。

1.2 投资基金

1.2.1 投资基金的定义

翻开文献不难发现，有关投资基金的定义五花八门。类似或相近的术语有共同基金和单位投资基金（unit investment trust）等。有关定义如下：

——投资基金是一种金融工具。他们从投资者手中接过资金用以购买诸如股票和债券之类的资产。最终，投资者对投资基金所购买的金融资产以及它可能带来的收益拥有某些权益（Sharpe 等，1998）。

——所谓“共同”基金指的是，该基金的所有回报除去各种费用之后，为该基金的所有股东所共享。它是一种金融工具：一个公司或财团通过它把大家的资产集中到一起，共同投资。实际上，投资者购买某个基金，而该基金又投资于各种各样的证券。几乎所有基金都是某个基金家族的一个组成部分，即由同一投资顾问管理的一组基金（Pozen，1998）。

——单位信托基金，是把资金投资到某个投资组合中并在基金封闭期始终持有（Bodie 等，2001）。

——共同基金是指一家投资公司把投资目标相同的投资者的资金集聚到一起。该基金聘用一位专业基金经理，把上述资金投放到各种类型的证券上，如股票、债券或其他金融市场工具上。如大多数公司一样，共同基金也发放基金单位。当你投资到某种基金时，你就拥有了该基金组合的一部份份额。至于份额的大小要看你所持有基金单位的多少。作为投资者，你最终可能通过三种方式获利，即红利、资金增长和市值的正面变化（Karp，1998）。

尽管名称和定义有所不同，但投资基金有一点是共同的，那就是，它是一种投资工具，它把个人和机构的零散资金集聚在一起，通过专业基金经理，把这些资产投资到股票、债券或货币市场工具上。

为统一起见，本书大部分章节将一直采用“投资基金”这个术语。另外，本研究の対象仅限于证券投资基金。^①

^① 这样做的目的是与工业投资基金区分开。工业投资基金把资产投资到工业领域，如能源或交通等，而证券投资基金则是把资金投资到金融资产上，如股票和债券等。

1.2.2 投资基金的历史

投资基金一直是金融市场的一道风景线，其历史比大多数投资者想像得还要长。事实上可以追溯到 19 世纪的欧洲，尤其是在英国。当时，苏格兰商人为了追求更多的商业回报，就把他们的资产集中起来，成立了投资信托公司，这就是今日共同基金的前身。其中部分资产最终到达了美国，为美国南北战争后国家的复苏和发展助了一臂之力（Karp, 1998）。尽管很多学术文献均把 1868 年成立于伦敦的外国殖民政府信托公司视为人类历史上第一个真正的共同基金，但其实成立于 1816 年的荷兰“团结”公司（Eendraagt Maakt Macht，意即“团结就是力量”）才是共同基金的真正雏形（Otten 和 Schweitzer, 2002）。在美国，纽约股票信托公司于 1889 年首次对公众发行。这些早期的投资公司大都类似于今天的封闭式基金。他们售出一定数额的基金单位，基金的价格随供求关系的变化而波动（Pozen, 1998）。

经过一个多世纪的演变，封闭式基金从传统的各国有别的基金变成了针对某些领域或某种特殊目的的基金。20 世纪中叶，在伦敦股票交易市场上市的基金有 470 家，市场总资产将近 800 亿美元（Dimson 和 Marsh, 2001）。英国封闭式基金几乎全部投资在股票上。与其形成鲜明对比的是，美国的投资基金则一分为二，一部分投资到股票上，一部分投资到债券上。表 1-1（Dimson 和 Marsh, 2001）展示了封闭式基金市场的概貌，区分了股票和债券，并把每一类又细分为国内基金和国外基金。

表 1-1 封闭式基金市场的概貌（Dimson 和 Marsh, 2001）

基金类型	基金分类	公司数目		行业资产（10 亿美元）	
		美国 ^①	英国	美国	英国
股票基金	国内	50	205	24	30
	国际	72	149	13	50
	均为股票基金	122	354	37	80
债券基金	国内	346	0	89	0
	国际	27	0	9	0
	均为债券基金	373	0	98	0

注：美国公司的数目为 2000 年初的数字。

1924 年在美国成立的麻省投资信托公司标志着现代投资基金的开始。它一开始是一个由 45 种股票组成的投资组合，总资产达 5 万美元（Pozen,

1998)。这是人类历史上第一个开放式投资基金。它引入了一些全新的概念,给投资公司和投资业带来了一场革命,即可以不断推出新的基金单位并可根据市场价格随时赎回。

美国是世界上最大的投资基金市场。投资基金在20世纪40年代和50年代开始走红。1940年,美国共有基金不到80家,总资产也仅仅5亿美元。20年后,基金总数上升到160家,总资产高达170亿美元。1980年,基金总数为564家;1997年初,上升为约7000家;1999年1月,一跃达到了12000家,其中4000多家基金在全球发行。共同基金作为最受欢迎的投资公司,其资产在20世纪80年代增长了10倍,达到了1万亿美元;截止到1999年6月,上升为6万亿美元。投资基金在1985~1995年这10年间,成了增长率最高的金融工具。关于共同基金资产的飞速增长,见图1-1(Jones, 1994)。

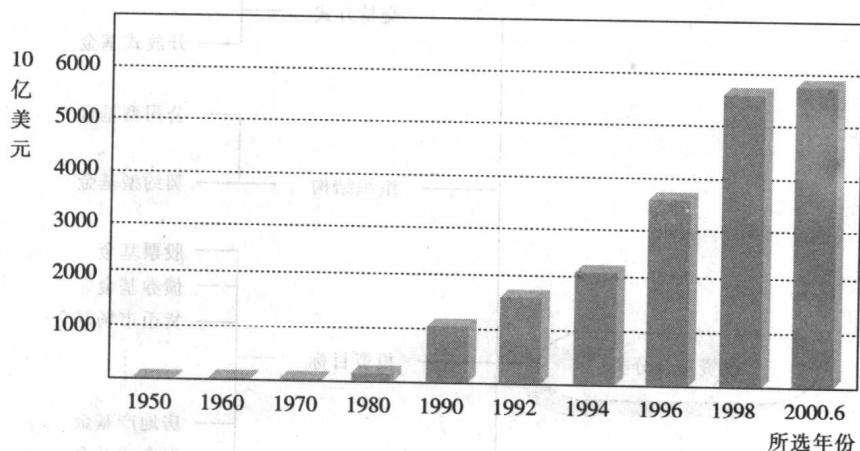


图1-1 美国投资基金资产增长图 (Jones, 1994)

与此同时,资产分布方面也出现急剧的变化。20世纪50年代和60年代,谈到投资基金,人们普遍会想到股票投资,另外有少许债券作为投资组合的稳定因素。然而,到了80年代中期,货币市场基金占了总资产的40%左右,原因很简单:利息相对高而且有继续走高的趋势,而且股票价格相对走低。股票基金仅占总资产的20%左右。到了1999年初,形势完全发生了变化。股票基金占总资产的54%,而债券基金和收入型基金仅占21%(Jones, 2000)。

由于欧洲各国投资基金无论是在投资目标、法律监管还是在管理方面都

各不相同，因此，要总结出一个基金市场的统一标准实非易事。因此，本研究中欧洲投资基金仅用来与中美两国投资基金的普遍特点进行比较（详见第三章）。在其他地方，均以美国投资基金为代表对基金的业绩进行评估和控制研究，这是因为，基金业绩评估和控制研究的理论和实践均源自于美国，而且被世界各国所承认。

1.2.3 投资基金的分类

投资基金种类繁多。可根据组织结构、交易方式、投资目的以及投资方式等分为不同类型。如图 1-2 所示，就交易方式而言，投资基金可分为开放式基金和封闭式基金：所谓开放式基金，就是以净资产值发行或赎回其基

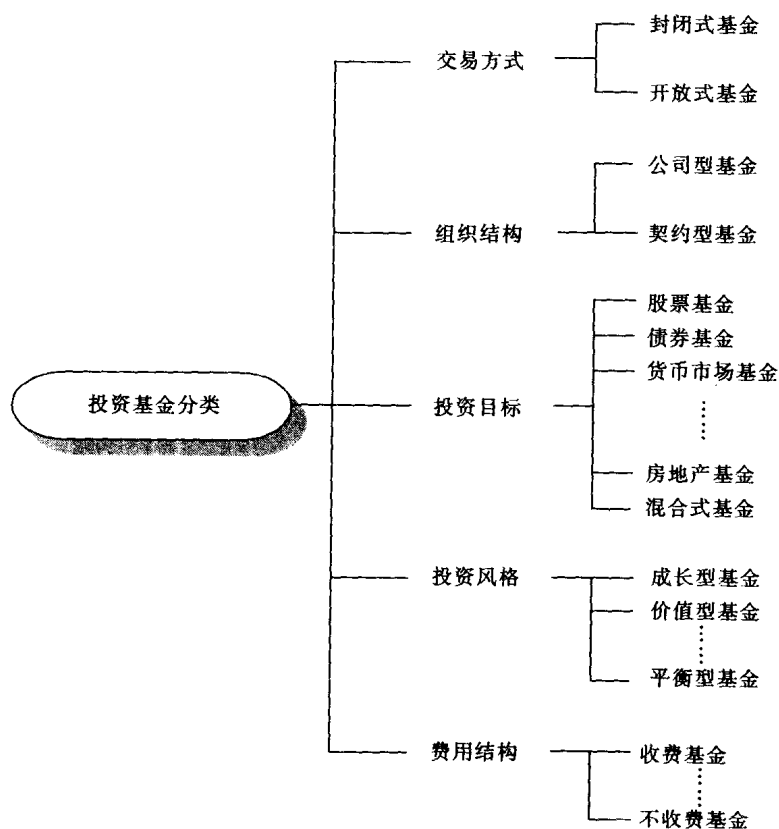


图 1-2 投资基金分类图

金单位；而封闭式基金，其交易的价格可以不同于其净资产值，其基金单位也不一定以净资产值购买或赎回。就组织结构而言，投资基金可分为公司型基金和契约型基金：公司型基金属于投资公司，上有董事会，董事会聘请某个公司（管理公司）代为管理公司的资产；契约型基金则是根据股东（投资者）与基金管理公司之间的具体委托协议达成的，其股票是由基金管理公司而不是投资公司发行，这是契约型基金与公司型基金之间的区别。对于无论哪种基金而言，基金管理公司都要与保管人（一般而言是某家银行）签订合同，以确保资产保管完好无误。图1-3和图1-4描述了上述两种形式的组织结构。

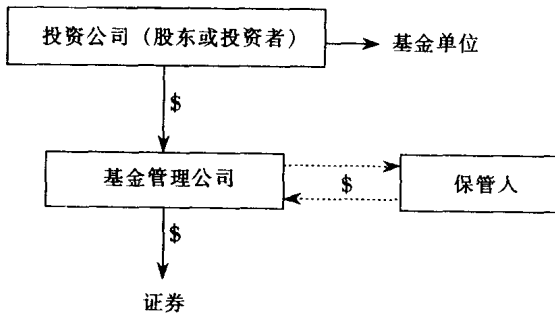


图1-3 公司型投资基金

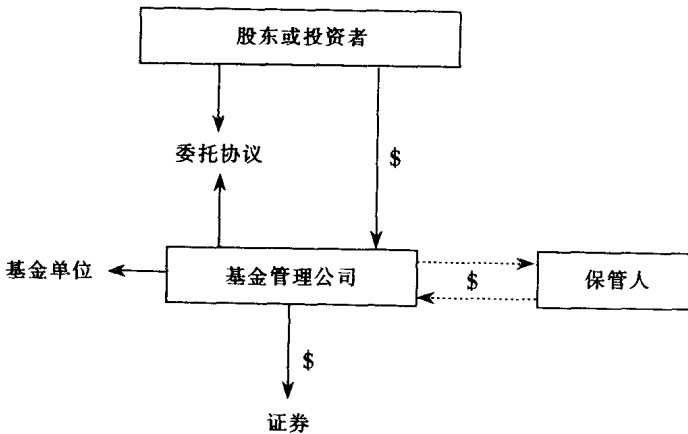


图1-4 契约型投资基金

就基金的投资目的而言，它可以是股票基金，也就是说，它投资的对象仅仅是股票而已；它也可以是债券基金，它所投资的对象也仅仅是债券；它