

学校编码: 10384

分类号_____密级_____

学 号: 200015101

UDC _____

学 位 论 文

证券投资基金的评价体系及实证研究

Security Investment Fund Evaluation System and Empirical Study

方 雁 南

指导教师姓名: 李常青 副教授

申请学位级别: 硕 士

专 业 名 称: 工商管理(MBA)

论文提交日期: 2003 年 11 月

论文答辩时间: 2003 年 12 月

学位授予单位: 厦 门 大 学

学位授予日期: 2003 年 月

答辩委员会主席: _____

评 阅 人: _____

2003 年 11 月

证券投资基金的评价体系及实证研究

方雁南

指导教师：李常青
副教授

证券投资基金的评价体系及实证研究

方雁南

指导教师：李常青
副教授

内 容 提 要

基金的评价的重要性是随着基金种类的繁多和基金投资价值的体现，而日益受到关注的。在基金的评价领域，一直以来都比较注重于基金业绩的评价。而实际上出于对基金运作合理性和投资者不同投资需求的需要，基金风格的划分和对基金管理公司的评价也应该成为评价体系的一部分。本文即是为了构建一个适合于投资者，尤其是中小投资者，的基金评价体系而进行的尝试。因此，在本文中基金的评价体系包括基金历史业绩的评价、基金风格的划分和基金管理公司的评定三个组成部分。

在评价的实证研究中本文以定量为主。在对基金业绩评价中，从指标的适用性和公平的原则出发，采用相对风险调整收益指标法对基金的业绩进行评价。在对基金风格的划分中，以事后的指标分析为主。由于基金的数量太少，对于基金的类型只进行三种划分，价值型、平衡型和成长型。本文的目的是为了给投资者在进行投资决策时提供一个参考，从评价的结果中对基金的未来业绩进行投资预测是本文的一个重要部分，也是投资者最为关注的部分。这就不可避免地牵涉到基金的业绩是否具有持续性的问题，这也是本文的一个研究要点。由于基金管理公司内部运作和法人治理结构的实际情况并未对外披露，本文对这方面的实证研究只能留待时机的成熟。

通过对于国内 33 只证券投资基金 100 周（两年多）数据的实证研究，来管窥中国基金行业的内在规律，我们得出如下结论：（1）证券投资基金相对风险调整收益指标的排名和平均资产收益率指标的排名并没有明显区别，二者的高达 0.984626 相关系数表明投资基金的风险和收益并没有得到很好的配比。（2）目前国内的证券投资基金不管他们对自己的风格差异如

何标榜，实际上大多数都是价值型、或平衡型基金，这可能是因为在考察期间中国证券市场处于大幅向下调整的过程中，导致各只基金的投资策略实际上趋于一致。（3）基金相对业绩在短期内（一年以内）没有明显一致的持续性，在较长的时间上（1年半和两年内）则表现出了一定的持续性。

（4）本文研究的业绩模型在实际的预测中能起到较好的指导投资的作用，当然这其中也有很多偶然的因素起作用。

关键词：证券投资基金；实证研究；业绩评价；风格划分；
业绩持续性。

Abstract

The importance of the rating of security investment fund has appeared while sorts of the fund are rich and the value of the funds is paid attention to. In the field of evaluation the fund ranking of the performance is always a focus. But from the needs of perception of the rationalization of the fund operation and different demands of investors, the classification of the funds and evaluation of the company managing the funds must be the parts of the system of evaluation of security investment funds. The paper is a try in this field for the investors, especially middle and small investors. The system of evaluation includes 3 parts: the evaluation of historical performance of the funds, the classification of the styles of the funds, the evaluation of the management company.

In the study, the main method of the paper is in quantum. From the adaptation of the index and the rule of fair play, the paper adopts the relatively risk-adjusted index for the evaluation of the funds. the classifying the styles of the funds are doing by behindhand analysis. Because the number of the funds is rare, we classify the styles only by three: value, balance, and growth. From the results of the evaluation prediction of the trend of the funds' price is the important part of the paper for the aim at providing a guide to investment. The prediction will involve the problem whether the performance of the funds persist, this is also a key point of the paper. Because the inner operation and the governance of the management company are not reported publicly, the evaluation of the company cannot be done.

We have drew below conclusions from the empirical study of one hundred week data of the 33 funds:

1. The lists of the sort of relatively risk-adjusted index and averagely return of asset

index are not obviously different. Their relevance index is 0.984626 high, it imply the return and risk of the funds are not corresponding.

2. No matter the funds say their styles are different, most of the funds are value and balance funds in fact. The long declining market maybe result to the same investment strategy.
3. The persistence of the short-term performance of the funds is not obvious. It appears in the longer term (one and half year and two year).
4. The model can provide a relative good guide for investment, notwithstanding other casual factors may work in the study.

Key Words: Security Investment Fund; Empirical Study; Performance Evaluation; Style Classification; Performance Persistence.

目 录

引 言	1
第一部分 中国投资基金的发展和投资基金评价的重要性	2
第一节 投资基金简介	2
第二节 中国证券投资基金的发展历程和投资基金评价的重要性	6
一、中国证券投资基金的发展历程	6
二、确立科学、实用的证券投资基金评价体系的重要性	7
第三节 本文的论述体系和研究重点	8
一、评级体系的概括	8
二、研究的重点	9
第二部分 证券投资基金评价方法、评价体系及风格划分	11
第一节 基金评价的理论和方法综述	11
一、基金业绩的评价	11
二、基金的业绩来源分析	14
三、基金业绩持续性的研究	17
第二节 基金的风格分类研究	18
一、基金的风格分类研究	18
二、股票基金的分类比较	19
三、基金的风格与基金实际投资操作的关系	21
四、基金的风格对投资者投资决策的影响	22
第三节 国内外现有基金评价体系简介	22
一、国外现有基金评价体系简介	22
二、国内基金评价体系简介	26

第三部分 面向投资者的基金评价体系的建立及其实证研究	31
第一节 面向投资者的基金评价体系的建立	31
第二节 投资基金评价体系的实践——中国证券投资基金评价的一个 实证分析	35
一、样本的选择	35
二、基金的比较基准	37
三、基金公司业绩的一个比较	40
四、基金投资风格的分析	45
第四部分 基金业绩持续性的实证分析和投资预测	50
第一节 中国基金业绩持续性的研究	50
第二节 投资预测	53
主要参考文献	57
后 记	59

引 言

本文写作完成时，正值《中国证券投资基金法》草案获得通过，而基金业整体仍处于大幅调整的状态，尤其是封闭式基金，基本上都处于极高的折价水平，可以说现今正是中国基金业挑战和机遇并存的重大转折关头。在这个非常的时候，衷心地希望本文能为中国基金业发展尽一些绵薄之力。不过由于作者的水平和精力有限，中国证券投资基金资料的收集又比较困难，这篇文章能否真的有点用，也就很难说了。

本文从构建一个独立、客观、公正、实用而又全面、系统的基金评价体系出发，确定了一个适合于中国投资者，尤其是中小投资者的评价体系。包括对于基金业绩的评价，对于基金风格的划分，和对于基金公司综合素质的评价。

本文主要从定量的角度，对基金的业绩和投资风格，进行了分析比较研究，得出了一些结论。

由于国内的基金还比较少，对于投资风格的量化，其数据的收集很困难，在这方面的研究一直是以定性的、事前的研究为主，本文的尝试希望能起到一个抛砖引玉的作用。

另外，对于基金业绩的研究，本文坚持以实用为主，采用了类似国外的比较成熟的做法，对基金的业绩进行比较研究，希望能为投资者做出投资决策时，在模型上提供一个参考。

基金相对业绩的持续性的研究也是本文的一个立足点和重点。评级的最终目标是指导投资，通过对两年多的基金数据的研究，本文对 2003 年 4 月 13 日以后的基金走势进行了预测。

最后在这里，也祝愿中国的证券市场和基金行业，能够健康快速地发展。

第一部分 中国投资基金的发展和投资基金评价的重要性

第一节 投资基金简介

投资基金（Investment Fund）是金融信托的一种表现形式，是我国特有的作为集合分散资金、集中投资的统一称谓。在国外，投资基金的概念有不同的提法。比如在美国被称为“共同基金”，或“互惠基金”、“投资公司”，在英国被称为“单位信托基金”，在日本、韩国和我国台湾、香港等地被称为“证券投资信托基金”。

将投资与基金结合起来从字面上来理解，投资基金就是指以投资为特定目的而集合起来的货币。这是对投资基金的一种最基本的也是最宽泛的理解。按照这一理解，投资基金涵盖的范围太广，它不仅包括共同基金、单位信托基金，而且包括养老基金（Pension Fund）和保险基金（Insurance Fund）等其他基金形式。然而，根据人们的约定俗成，投资基金特指共同基金和单位信托基金以及封闭型投资公司，而不包括养老基金和保险基金以及其他基金。

综合以上观点，可以给投资基金定义如下：**投资基金是一种证券信托投资方式，是一种间接金融工具和中介金融机构，以金融资产为专门经营对象，以投资即资产的保值、增值为根本目的，通过专门的投资管理机构集合具有相同投资目标的众多投资者的基金，根据证券组合投资原理将基金分散投资于各种有价证券、期货、期权、权证、房地产、贵金属等），并通过独立的托管机构对信托财产进行保管，投资者按出资比例分享其收益并承担风险。**

那么为什么人们不自己对金融资产进行投资，而要把财产交给投资基

金来管理呢？

这是因为进行证券投资，需要一定的资金、投资的经验及技巧以及充裕的时间。而这并不是每个投资者都能够具备的。因此，对于众多投资者来说，投资基金或许是最佳的选择。

投资基金具有以下优点：

1、小额投资

投资基金的起点金额很低，投资者可以方便灵活地加入基金。

2、风险分散

我们知道由于非系统性的风险的存在，仅投资于少数几种或某一种股票的风险是很大的，万一所持有的股票因公司经营不善而价格暴跌，将会使投资者血本无归。而持有投资基金则几乎不会发生这样的情况，因为基金总是将资金分散投资于各种股票和证券。例如，我国现行的《证券投资基金管理暂行办法》第三十三条规定：1个基金持有1家上市公司的股票，不得超过该基金资产净值的10%；同一基金管理人管理的全部基金持有1家公司发行的证券，不得超过该证券的10%；1个基金投资于国家债券的比例，不得低于该基金资产净值的20%。基金一般均持有数十或数百种股票，因此不会因为某一种或几种股票的暴跌就招致致命的损失。

3、专业管理

基金的操作均是由专业精通的基金经理或投资顾问来进行的。与一般投资者不同的是，他们经验丰富，对国内外的经济形势、行业动态、上市公司的情况较为了解，并与证券市场、经纪人有密切的联系。因此，他们所经营的基金投资回报率通常较高。投资者购买基金，就可以轻松地获取较高的回报。

4、流动性强

基金良好的流动性表现在两个方面：

首先，投资者买入或卖出基金份额的时间较短，非常迅速和方便。其次，由于基金的盘子相对于一般的股票而言非常大，投资者大量地买卖不致引起基金价格的波动，而招致无谓的损失。这对于大额的投资者来说非常有利。

5、费用低廉

由于基金投资者买卖有价证券时，常常是大量的。由于证券交易的佣金是不固定的，大额的交易者可以向有相当优惠，这使得基金的单位佣金极为低廉。特别是考虑到经常性的反复交易，优惠佣金的优越性就更加突出。

6、较高的回报

由于专业的管理，基金的长期回报一般高于政府债券和高等级的公司债券的回报率。

由于具有上述的不可替代的优点，使基金受到了众多投资者的青睐。即使是机构投资者或大型的公司，也常常涉足基金，将暂时不用的资金投资于基金，以尽可能多地获取收益。

此外，对于国家来说，投资基金有利于促进金融改革和金融市场的发展投资，有利于激发公众的投资热情，引导储蓄向投资转化。例如，美国的家庭金融资产中，大部分均是证券类资产尤其是基金，储蓄只占很小的比例。另外，投资基金作为专业化管理的理性机构投资者也有助于遏制市场上的过分投机行为，成为证券市场的主要稳定力量，有利于证券市场的稳定发展。

基金按照不同的方式可以划分为很多种基金类型。由于篇幅所限，本文只介绍几种主要的分类。

投资基金按组织形态可以划分为公司型基金和契约型基金。

公司型基金（Corporate Fund）依公司法成立，通过发行基金份额将集

中起来的资金投资于各种有价证券。公司型基金本身就是一个股份公司，与通常的股份公司在组织结构上是一样的，所不同的只是基金公司经营的是证券资产，而不是各种产业和贸易。

契约型基金（Contract Fund）是经主管机关批准的在由基金管理公司和保管人订立信托契约的基础上，公开发行基金凭证募集投资者的资金而成立的。基金管理公司是基金的发起人，通过发行基金受益凭证将资金筹集起来组成信托财产，并根据信托契约进行投资。投资者即受益凭证的持有人，他通过购买受益凭证投资于基金，并根据其购买份额分享投资利益。基金的受益凭证是一种有价证券和基金的财产权证明。

我国的基金目前的都是契约型基金。由于公司型基金相对于契约型基金更重视对投资者的保护更有利于证券市场的稳定，因此如何对我国的证券法、公司法进行修改，使公司型基金的运作更有法律依据，引导我国的基金转向公司型基金也是我国今后立法的一个主要目标。

基金按交易方式分还可以分为封闭式基金和开放式基金。两者之间的主要区别在于基金发行份额是否能够赎回或者说基金资本规模是否可以变动。封闭式基金的投资者持有的基金份额不能被赎回，因而资本总额是固定不变的；而开放式基金的基金份额是可赎回的，因而资本总额是可变的。开放式基金的投资者可以随时直接向基金管理公司购买，封闭式基金的投资者必须根据这类基金所处的不同阶段采用不同的购买方式。在封闭式基金港发起成立时，投资者可以向基金经理公司或经销机构按面值或规定价格购买；发行完毕或基金已经上市交易后，投资者只能通过经纪商在证券市场上按市价买卖。因此，开放式基金的流动性要高于封闭式基金。开放式基金买卖的价格直接反映其净资产价值，不会出现折价现象。而封闭式基金的买卖价格却随时根据市场的供求关系变化而变化。因此封闭式基金的投资风险要大于开放式基金。

第二节 中国证券投资基金的发展历程和投资基金评价的重要性

一、中国证券投资基金的发展历程

1998年，是中国新基金业诞生的元年。弹指之间中国的证券投资基金已有五年的历史。

截至2003年5月31日，已经成立的基金有75只基金，其中开放式基金21只，封闭式基金54只，基金总资产达到1500多亿元，正在发行的基金有6只（均为开放式基金）。

5年多来的基金发展历程，可以概括为四个阶段：1998年3月，国泰、南方两家基金管理公司正式成立，成为新基金史上富有标志意义的事件。这是中国证券投资基金规范发展的试点阶段；市场开始认同基金的投资理念，始自1999年的“5·19”行情，1999年至2001年中，两年的大牛市造就了基金业的第一次辉煌，但也遭受了诚信方面的讨伐，这期间一大批老基金改制规范为新基金；2001年中至2002年中，股市大幅调整，基金业绩剧烈下滑，基金业遭遇信任危机，这期间第一批开放式基金开始成立；2002年下半年至今，管理层超常规发展投资基金的思路付诸实施，基金业迎来了新一轮的扩容高潮，基金业的发展突飞猛进。

这一期间，获批开业或筹建的基金管理公司达到18家（其中合资基金管理公司6家），超过之前成立的基金管理公司总家数（17家），发行成立的开放式基金有16只，正在发行的6只。这一阶段不但基金管理公司和基金的数量都上了一个台阶，同时基金业的发展也呈现出了新的特征：

开放式基金获得了迅速发展 自从银河基金管理公司发行最后一只封闭式基金银丰以后，之后新发的基金均为开放式基金，我国基金业从此走上以开放式基金为主的发展道路。

基金业对外开放步伐加快 随着第一家合资基金管理公司招商基金管

理公司的正式开业，基金业的对外开放拉开序幕，现在共有 6 家合资基金管理公司获准开业或筹建。

基金产品创新层出不穷债券型、指数型、系列基金、保本基金等陆续出现，基金产品线得到极大丰富，投资者的选择范围也扩大了，对基金业的发展起到了很大的促进作用。

二、确立科学、实用的证券投资基金评价体系的重要性

基金业在中国取得了极大的发展，但是基金的发展是否真的有利于中国的资本市场的成熟和成长呢？

从管理层对基金的发展的初衷来看，本是利用基金专家理财的特点，来吸引中小投资者回避市场风险，并通过改变资本市场投资主体的结构，来减少市场的投机成分，增加市场的理性，提高市场的效率。但从目前的基金投资人结构看，这一效果并不明显。在人民币存款利率逐渐降低的背景下，城乡居民银行储蓄余额仍然以较快的速度增长，基金中机构投资人占了较大的比重。这里很重要的原因之一就是缺少第三方的专业的基金评价机构提供令人信服的独立、客观、公正、全面、系统地评价以实现对小投资人投资的指导。而机构投资者凭借其自身的信息和人才优势，可以更科学地对基金的投资作出选择。因此，构建一个由第三方独立、客观地评价基金公司管理水平的基金评价体系变得十分迫切和重要。虽然各种评级机构日益涌现，一些券商、基金公司、保险公司有了自己的基金评级部门。例如银河证券、中信证券、平安保险、天相公司、中国科学技术大学等都设立了自己的评级指标和初步的评级体系。但这些评级体系大多过分注重业绩的评价，而忽视了对基金管理公司的评价和对基金投资风格的分析，而基金管理公司的基本素质和基金投资风格的划分正是基金业绩持续性的根本保证，并且很多评价由于并非完全为独立的第三方，其客观性和权威性都值得怀疑。一个适合于投资者包括中小投资者的评价体系，应该是实

用和简单的，众所周知，在基金评价领域，复杂的评价指标并不一定就是有效的，科学而又简单、实用易为广大投资者接受的方法，才是最有生命力的。例如，国外的晨星公司，其对于基金业绩的评价对于基金的投资者是十分有影响力的，但是其基金业绩评价体系中最有效的，并用之以进行星级评定的相对风险调整指标却是简单而实用的。

独立、客观、公正的基金评价体系对投资者来说则是一个进行投资决策和风险控制参照指标，可以使基金信息的传递更加准确；对基金管理公司来说，客观的基金评价体系有助于改善基金的治理机制，使公司的组织结构更加符合基金运作的需要；对监管层来说，客观的基金数据可为监管提供更好的依据，使监管措施更有力，更到位；从更深层次的意义讲，资本市场的功能在于优化社会经济资源。通过客观的基金评级体系，引导投资者将有限的资源配置给最优秀的基金公司，对社会而言才是有效率的。据统计，2002年，美国97%的新增资金都流向了评出的前3名基金，英国则有65%的新增资金流向评级前3名的基金，德国则是60%的资金在前3名基金。由此可见，构建一个第三方的独立、客观、公正、全面、系统的基金评价体系，即是建设一个透明的高效的基金信息传递机制，这是十分必要的，其影响和作用也将是十分巨大的。

这也是本文最初的写作动机。笔者希望通过对于基金的评价方法的概括和对国内外基金评价体系的介绍，建立一个适合中国投资者，尤其是中小投资者，的全面、系统、实用的基金评价体系。

第三节 本文的论述体系和研究重点

一、评级体系的概括

如前文所说的本文是希望建立一个适合投资者，尤其是中小投资者参

Degree papers are in the "[Xiamen University Electronic Theses and Dissertations Database](#)". Full texts are available in the following ways:

1. If your library is a CALIS member libraries, please log on <http://etd.calis.edu.cn/> and submit requests online, or consult the interlibrary loan department in your library.
2. For users of non-CALIS member libraries, please mail to etd@xmu.edu.cn for delivery details.

厦门大学博硕士学位论文摘要库