

学校编码: 10384

分类号 _____ 密级 _____

学号: 15620070153717

UDC _____

厦 门 大 学

博 士 学 位 论 文

中国股票型证券投资基金
非系统性风险补偿研究

A Study on Compensation for Non-systematic Risk
Taking

by Chinese Equity Funds

刘立立

指导教师姓名: 何孝星教授

专业名称: 投 资 学

论文提交日期: 2010年 月

论文答辩日期: 2010年 月

学位授予日期: 2010年 月

答辩委员会主席: _____

评 阅 人: _____

2010年 月

厦门大学学位论文原创性声明

本人呈交的学位论文是本人在导师指导下,独立完成的研究成果。本人在论文写作中参考其他个人或集体已经发表的研究成果,均在文中以适当方式明确标明,并符合法律规范和《厦门大学研究生学术活动规范(试行)》。

另外,该学位论文为()课题(组)的研究成果,获得()课题(组)经费或实验室的资助,在()实验室完成。(请在以上括号内填写课题或课题组负责人或实验室名称,未有此项声明内容的,可以不作特别声明。)

声明人(签名):

年 月 日

厦门大学学位论文著作权使用声明

本人同意厦门大学根据《中华人民共和国学位条例暂行实施办法》等规定保留和使用此学位论文，并向主管部门或其指定机构送交学位论文（包括纸质版和电子版），允许学位论文进入厦门大学图书馆及其数据库被查阅、借阅。本人同意厦门大学将学位论文加入全国博士、硕士学位论文共建单位数据库进行检索，将学位论文的标题和摘要汇编出版，采用影印、缩印或者其它方式合理复制学位论文。

本学位论文属于：

1. 经厦门大学保密委员会审查核定的保密学位论文，
于 年 月 日解密，解密后适用上述授权。

2. 不保密，适用上述授权。

（请在以上相应括号内打“√”或填上相应内容。保密学位论文应是已经厦门大学保密委员会审定过的学位论文，未经厦门大学保密委员会审定的学位论文均为公开学位论文。此声明栏不填写的，默认为公开学位论文，均适用上述授权。）

声明人（签名）：

年 月 日

厦门大学博硕士学位论文摘要库

摘要

众所周知，随着我国投资基基金业规模的不断扩大，股票型证券投资基金已经成为了我国机构投资者乃至资本市场上最重要的组成部分。同时，一个较严峻且急迫的问题摆在了理论界和实务界面前。作为资本市场“主力军”之一的股票型证券投资基金，是否具备非系统性风险补偿能力？本文的研究就是围绕这个问题展开。

本文从基金非系统性风险与非系统性风险补偿的视角出发，通过考察基金非系统性风险的绝对补偿、横向和纵向的相对补偿三个方面，得出结论：第一，在2002至2008年的样本期间，我国股票基金平均而言具备非系统性风险的绝对补偿；第二，我国股票型基金具备非系统性风险的横向和纵向相对补偿；第三，由于申购赎回等因素的影响，我国开放式基金的非系统性风险横向和纵向相对补偿能力弱于封闭式基金。

在对我国股票型基金非系统性风险补偿估计的基础上，本文考察了基金的非系统性风险补偿的效率。风险补偿效率研究是对风险补偿估计的延续。通过静态数据包络分析、动态数据包络分析以及Tobit影响因素回归，得到了以下结论：首先，我国股票型证券投资基金普遍承担了过大的风险规模，而这种风险规模并未带来相应的效率提高；同时，基金风险补偿效率分化现象存在一定的周期性；其次，我国股票型基金在样本期间的非系统性风险补偿效率基本处于增长的状态；第三，影响纯技术效率与规模效率的统计因素相似。在绝大部分样本年度中，基金资产规模因素正向显著影响纯技术效率与规模效率，而管理层报酬因素负向显著影响纯技术效率与规模效率。

在定量分析之后，本文采用定性分析的方法作为补充，具体分析影响我国股票型证券投资基金非系统性风险补偿的主要因素。其中，分析的角度主要有四个方面：第一，外部市场环境；第二，基金内部治理结构；第三，法律与监管体系因素；第四，社会环境因素。通过对这四个方面的分析，本文提出了一系列相应的对策建议，以期提高基金的非系统性风险补偿能力。

关键词：股票型基金； 非系统性风险； 风险补偿

厦门大学博硕士学位论文摘要库

ABSTRACT

As the size of Chinese investment fund industry continues to expand, the equity funds have already become the most important institutional investors in the capital market of our country. Meanwhile, a more severe and more urgent problem is put in front of theory and practice. As the "main forces" of capital market, do the equity funds have the compensation when they take non-systematic risk of their portfolios? This study fully addresses this problem.

Our empirical analysis is based on two perspectives, the one is about non-systematic risk, and the other one is about the compensation. We examine the compensation for non-systematic risk taking from three levels. Our empirical results suggest that, non-systematic risk not only get compensated absolutely at the most time of sample period, but also get compensated at cross-sectional and longitudinal levels. Another finding is that, because of influence of the purchase and redemption of shares, close-ended funds are better than open-ended funds in terms of compensation for non-systematic risk.

Based on the estimation of the compensation for non-systematic risk taking by equity funds, we examine the efficiency of the compensation for non-systematic risk. Efficiency estimation is an extension of the risk compensation estimation. We use three models to estimate the efficiency, including static DEA model and dynamic DEA model and Tobit model. Our results suggest that, first, the risk scale taking by home equity funds is oversized, and such kind of risk scale cannot promote the efficiency of the non-systematic risk compensation; meanwhile, the different efficiency among home equity funds shows periodically. Second, during the sample period, the efficiency of the non-systematic risk compensation of Chinese equity funds increases basically. Third, the influencing factors on pure technical efficiency and scale efficiency are statistically similar. In the majority of the sample years, the fact of fund's assets positively impacts on the pure technical efficiency and scale efficiency, and the management fees of funds negatively impact on the pure technical efficiency and scale efficiency.

After the quantitative analysis, we use the method of qualitative analysis as a supplement. We discuss about the facts which impact on the compensation for non-systematic risk taking by equity fund in home stock market, and find that there

are four major aspects: first, the external market environment; second, the fund's internal structure; third, the law and supervisor system; fourth, social environmental factors. Through analysis of these four respects, this paper has put forward a series of policy suggestions to enhance the fund's ability of compensation for non-systematic risk taking.

Key Words: Equity Fund; Non-systematic Risk; Compensation

厦门大学博硕士论文摘要库

目 录

导 论.....	1
第一节 概念确定	1
一、基金非系统性风险.....	1
二、基金非系统性风险补偿.....	2
第二节 选题背景与选题意义	3
一、选题背景.....	3
二、选题意义.....	4
第三节 研究框架	8
一、研究目标与方法.....	8
二、研究内容与论文结构.....	9
第四节 本文的特色与不足	11
一、研究特色.....	11
二、研究不足.....	11
第一章 文献综述	12
第一节 传统基金绩效研究	12
第二节 基金业绩的持续性	14
第三节 基金投资能力研究	15
一、参数方法.....	15
二、非参数方法.....	18
三、业绩分解模型.....	19
四、业绩归属模型.....	20
第四节 基金主动投资程度及风险的度量	21
第五节 数据包络分析	22
第二章 基金非系统性风险补偿度量与分析	24
第一节 引言	24
第二节 模型设定与样本	25
一、实证模型的构建.....	25

二、数据样本.....	28
三、变量的构建与描述.....	29
第三节 实证检验	32
一、我国股票基金非系统性风险的估计.....	32
二、基金非系统性风险的绝对补偿.....	34
三、基金非系统性风险的横向相对补偿.....	36
四、基金非系统性风险的纵向相对补偿.....	37
第四节 对实证结果的再讨论	41
第五节 本章小结	43
第三章 基金非系统性风险补偿效率的实证分析.....	45
第一节 主要模型的介绍	45
一、效率度量的概念.....	45
二、静态数据包络分析.....	49
三、动态数据包络分析.....	53
第二节 静态截面数据包络分析的实证结果	57
一、实证结果及各统计数值.....	57
二、实证结果分析.....	58
第三节 动态面板数据包络分析的实证结果	69
一、实证结果.....	69
二、实证结果分析.....	71
第四节 非系统性风险补偿效率影响因素分析	74
一、效率影响因素.....	74
二、实证分析.....	75
第五节 本章小结	79
第四章 影响非系统性风险补偿的因素分析与对策建议.....	81
第一节 影响非系统性风险补偿因素分析	81
一、外部市场环境因素.....	81
二、基金内部治理结构因素.....	88
三、法律与监管体系因素.....	91

四、社会环境因素.....	95
第二节 对策建议	96
一、外部市场环境的建设.....	96
二、完善基金内部治理结构.....	104
三、加强法律与监管体系.....	107
四、完善社会环境因素.....	111
第三节 本章小结	113
第五章 全文总结	114
附 录.....	117
参考文献.....	134
致 谢.....	141

厦门大学博硕士学位论文摘要库

CONTENTS

Introduction.....	1
0.1 Definition and Conception	1
0.1.1 Non-systematic Risk Taking by Funds	1
0.1.2 Compensation for Non-systematic Risk Taking by Funds	2
0.2 Background and Significance of Subject	3
0.2.1 Background of Research.....	3
0.2.2 Meanings of Research.....	4
0.3 Structure and Main Contents	8
0.3.1 Research Objections and Methods.....	8
0.3.2 Research Contents and Structures.....	9
0.4 Innovation and Deficiency.....	11
0.4.1 Research Innovation	11
0.4.2 Research Deficiency	11
Chapter 1 Literatures Review	12
1.1 Traditional Research of Fund Performance.....	12
1.2 Persistence of Fund Performance.....	14
1.3 Research of Fund's Investment Abilities.....	15
1.3.1 Parameter Method.....	15
1.3.2 Non-parametric Method.....	18
1.3.3 Performance Decomposition Model	19
1.3.4 Performance Attribution Model.....	20
1.4 Active Investment and Risk Estimation.....	21
Chapter 2 Estimation of The Compensation for Non-systematic Risk of Funds.....	24
2.1 Introduction.....	24
2.2 Model and Sample	25
2.2.1 Empirical Model	25
2.2.2 Sample	28
2.2.3 Variables and Description	29
2.3 Empirical Analysis	32
2.3.1 Estimation of Non-systematic Risk	32
2.3.2 Absolute Compensation for Non-systematic Risk	34
2.3.3 Cross-sectional Compensation for Non-systematic Risk.....	36
2.3.4 Over-period Compensation for Non-systematic Risk.....	37
2.4 Further Discussion on Empirical Results	41
2.5 Conclusion	43

Chapter 3 Empirical Research of The Compensation Efficiency ..	45
3.1 Introduction of Main Models.....	45
3.1.1 The Concept of Efficiency Measurement	45
3.1.2 The Static Data Envelopment Analysis.....	49
3.1.3 The Dynamic Data Envelopment Analysis	53
3.2 Empirical Results of Cross-Section Data Envelopment Analysis.....	57
3.2.1 Empirical Results and The Statistical Data.....	57
3.2.2 Analysis of Results	58
3.3 Empirical Results of Panel Data Envelopment Analysis	69
3.3.1 Empirical Results.....	69
3.3.2 Analysis of Results	71
3.4 Impacting Factors of Compensation Efficiency.....	74
3.4.1 Impacting Factors	74
3.4.2 Empirical Analysis and Results	75
3.5 Conclusion	79
Chapter 4 Analysis of Impacting Factors on Compensation and	
Policy Suggestions.....	81
4.1 Analysis of Impacting Factors on Non-systematic Risk Compensation	81
4.1.1 The External Market Environment	81
4.1.2 The Fund's Internal Structure.....	88
4.1.3 The Law and Supervisor System	91
4.1.4 Social Environmental Factors.....	95
4.2 Policy Suggestions.....	96
4.2.1 Construction of External Market Environment	96
4.2.2 Improvement of Internal Structure of Mutual Funds.....	104
4.2.3 Strengthen The Law and Supervisor System.....	107
4.2.4 Improvement of Social Environmental Factors.....	111
4.3 Conclusion	113
Chapter 5 Summary	114
Appendix.....	117
References.....	134
Postscript	141

导论

第一节 概念确定

在展开对我国股票型证券投资基金^①非系统性风险补偿问题的探讨前，笔者先界定两个概念。首先，什么是证券投资基金的非系统性风险；其次，什么是证券投资基金的非系统性风险补偿。

一、基金非系统性风险

本文所界定的基金非系统性风险是指股票型基金投资组合的非系统性风险，即通过构建模型，剥离基金投资组合中系统性风险后的风险。诚然，我国证券投资基金的非系统性风险有很多类型，例如基金经理人的道德风险、基金的操作风险、交易过程出错风险等。但是，绝大部分的基金非系统性风险存在不可度量的问题，这也就为相关的定量研究带来困难。

本文选择基金投资组合的非系统性风险作为研究对象是基于以下三点：

首先，基金的投资组合的非系统性风险是最受投资者关注的风险。基金投资者在选择投资标的中，最为关心的是其在基金投资过程中的风险与收益配比问题。而基金日常运作中，其最主要的非系统性风险即来自投资组合的非系统性风险。

其次，投资组合的非系统性风险在一定程度上量化反映了基金的其他非系统性风险。正如前文提及的，基金绝大部分的非系统性风险无法量化考察。但是，这些非系统性风险会很大程度地表现在基金投资组合的非系统性风险上。以基金经理人道德风险为例，当基金经理为其相关利益人进行利益输送时，基金的投资行为就会表现出低价卖出、高价买入、高位接仓等问题，而这些问题就相应地会表现到基金投资组合的非系统性风险中，即出现基金股票持仓的非系统性风险较高，而收益却很低下。

^① 本文所指的股票型证券投资基金是特指公募性质的主动型股票投资基金。由于我国的被动型股票投资基金的非系统性风险较小，因此不列入研究范围中。方便起见，全文中若无特别说明，则基金及证券投资基金均指我国公募性质的主动型股票投资基金。

再次，投资组合的非系统性风险高低是考察基金经理人投资能力最好的标的。基金的投资组合风险是基金经理表现其投资能力的最好舞台。合理有效地控制非系统性风险，在一定风险条件下，最大程度的获取收益，是一个优秀的基金经理人具备良好投资能力的重要表现。

综上所述，本文界定，研究对象中基金非系统性风险即为基金投资组合的非系统性风险。同样地，下文若无特别说明，基金非系统性风险即指股票型基金投资组合的非系统性风险。

二、基金非系统性风险补偿

笔者认为，所谓的证券投资基金非系统性风险补偿，是指基金经理人在投资过程中，承担一定程度的非系统性风险下，应获得相应匹配的投资收益。换句话说，就是指当基金投资组合中存在非系统性风险时，其必须带来正的超额收益^①；当投资组合的非系统性风险越大，其获得的超额收益也必须越高。当投资组合的超额收益为负或者与其非系统性风险不相匹配时，则认为基金经理人不具备非系统性风险补偿能力。

举个简单的例子，有两只股票型证券投资基金 A 与 B。基金 A 选择的投资组合为波动很小的大盘蓝筹股组合，而基金 B 选择的投资组合为波动性很大的小盘成长股组合。一般情况而言，大盘蓝筹股组合的非系统性风险要低于小盘成长股组合的非系统性风险。那么，基金 B 必须获得高于基金 A 的超额收益，以弥补其投资组合的高风险。如果基金 B 的投资组合超额收益为负或者低于基金 A 的投资组合的超额收益，那么，则认为基金 B 不具备非系统性风险补偿能力。

换个角度而言，在证券市场上，投资者可以利用充分分散化投资来消除非系统性风险，从而获得系统性风险收益。同时，投资者也可以承担较高的风险，即非系统性风险来期望获得高于市场平均水平的收益。大量研究表明，证券投资基金的风险收益（业绩）来源于两个部分：一是系统性风险收益，二是非系统性风险收益。也就是：

基金单位业绩 = 单位系统性风险收益 + 单位非系统性风险收益

基金经理人通过自身的投资能力，使得证券投资基金在获得系统性风险收益

^① 此处的超额收益是指剥离了系统性风险收益后的收益。

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.

厦门大学博硕士论文摘要库