

主 编：江云龙  
副主编：肖兴正 易勤华

# 证券投资基金 运作与管理



江西人民出版社

# 证券投资基金运作与管理

主 编 江云龙  
副主编 肖兴正 易勤华

江西人民出版社



## 图书在版编目(CIP)数据

---

证券投资基金运作与管理/江云龙 主编

—江西南昌:江西人民出版社,1998.10

ISBN7-210-02036-5

I.证…

II.江…

III.投资基金,证券—经济

IV.F2

### 证券投资基金运作与管理

主编 江云龙

江西人民出版社出版发行

南昌大学(北区)印刷厂印刷 新华书店经销

1998年10月第1版 1998年10月第1次印刷

开本:850×1168毫米 1/32 印张:10.625

字数:310千 印数:1—2000册

ISBN7-210-02036-5/F·281 定价:20.00元

---

江西人民出版社 地址:南昌市新魏路17号

邮政编码:330002 电报挂号:3652 电话:8511534(发行部)

(赣人版图书凡属印刷,装订错误,请随时向承印厂调换)

---

参编人员(按姓氏笔画为序)

马跃进 方红亚 卢 越 江云龙  
李宏业 张力生 肖兴正 陈华玲  
易勤华 罗序铭 熊志琴

# 资本市场深化:中国经济 面临的重要任务

(代序)

吴晓求

中国的资本市场在国民经济中所起的积极作用日益显著。越来越多的有识之士已经认识到,一个发达的资本市场对下一个世纪中国经济发展具有举足轻重的作用,是中国经济继续维持较高成长性的强大推动器。资本市场的深化,已经成为中国经济体制改革和经济发展未来一个较长时期内面临的最重要的问题之一。

## 一、中国资本市场深化的理论支点

中国资本市场的深化,是中国市场经济进一步发展的内在要求,是一种不以人们主观意志为转移的必然趋势。

1. 中国居民收入呈现出明显的资本化趋势,这一趋势使中国资本市场发展和深化具有了最坚实的经济基础。

改革开放以前,中国居民的收入,就其性质来说,基本上属于消费性收入,即这种低收入只供现期消费,没有资本形成的功能。投资或资本形成主要是靠政府财政来完成的。改革开放以来,随着居民收入在国民收入中比重的提高,居民收入的性质开始发生根本性变化。这时的居民收入就不仅仅是消费性收入,而是一种包含着具有资本形成功能的收入。随着居民收入在国民收入中比重的提高,这种居民收入资本化比例也越来越大,趋势越来越明显。如果说改革开放以前,政府是储蓄和投资的主体,那么,现在居民个人已日益成为储蓄和投资的主体。

由国民收入分配格局的深刻变化所引发的居民收入的资本化趋势,对经济体系的影响是深刻的、全面的:(1)它要求经济体系中储蓄向投资的转化渠道必须是多元的、通畅的;(2)要求经济体系必须提供或形成数量丰富的、品种多元化的、流动性较强的资产,这主要是金融资

产；(3)要求逐步形成一个具有一定流动性的资本市场。上述三个方面，是居民收入资本化过程实现的基本条件，是储蓄有效地转化为投资的前提。

中国居民收入越来越明显的资本化趋势，是中国资本市场发展和深化最坚实的经济基础。

2. 中国金融结构的实质性改善必须依赖于中国资本市场的发展和深化。

中国的经济体制，经过 20 年的改革，虽然在相当多的方面发生了深刻变化，经济体制的市场化色彩也愈来愈明显，但是，到目前为止，至少在两个领域仍没有实质性的变化：一是国有企业的运行机制；二是金融体制和金融结构。虽然我们建立了中央银行体制，虽然我们也试图把银行商业性业务与政策性业务从机构上加以分立，虽然我们对整个金融体系的运作采取了分业管理，以防范出现严重的金融体系风险，但是，所有这些都从根本改善中国的金融结构，也没有从根本上消除金融体系风险出现的温床。我们认为，中国的金融结构过于古典，而这种过于古典的金融结构又是建立在不完整的甚至是扭曲的信用体系基础上的，所以，它不可避免地潜伏着一种累积性的金融风险。这种金融结构在自然生长着累积性金融风险的同时，也严重地阻碍了金融资本与产业资本的融合，减缓并降低了资本转化的速度和效率。中国的金融结构似乎只有形式的变化，而没有功能的改善。这样的金融结构与中国市场经济的发展和现代化进程是不相适应的，无力担当下一世纪中国经济发展的推动器的角色。

要从根本上改善中国的金融结构，拓宽储蓄向投资的转化渠道，提高资本形成的效率，降低金融体系风险，使其真正发挥优化资源配置，促进资本流动的功能，就必须发展和深化中国的资本市场。发达的、有足够深度的资本市场，是改进中国金融结构的根本出路。

3. 中国企业资本形成方式或资本注入方式正在慢慢地发生深刻的变化，这种变化必然要求我们深化资本市场。

中国企业的资本注入方式经历了三个发展阶段：第一个阶段是改革开放以前的财政拨款方式；第二个阶段是改革开放以来到 1996 年的

以银行贷款为主的间接融资方式；第三个阶段是1996年以来直接融资比重逐渐增大的方式。可以预见，虽然在一个相当长的时期内，间接融资仍然是中国企业资本形成的主要来源，但其在融资格局和资本来源的比例上将逐步下降，则是一个不可逆转的趋势。企业资本的形成和扩张，将越来越依赖于资本市场，特别是证券市场。直接融资市场和间接融资市场是推动下一世纪中国经济发展的不可缺少的两个轮子。

深化资本市场，虽然从表面上看，将直接改变中国企业的资本来源，改变资本的注入方式，但其实质意义远不止于此。更重要的意义还在于，通过资本注入方式的改变，可以有效地改变国有企业的运行机制，提高企业的资本运营效率。

4. 深化资本市场，可以改变金融风险结构，进而，降低金融体系乃至整个经济体系的运行风险。

金融风险的分类有多种，但有两种分类对我们的研究极有价值：一种是按风险的影响范围来分，金融风险可分为金融体系风险（或者说体系性风险）和金融投资风险（或者说投资性风险）；另一种是按风险的性质以及产生的原因来分，可分为体制性的累积性风险和市场性的非累积性风险。我们认为，我国目前要特别防止金融体系风险，因为这种风险影响到整个金融体系的安全。

由于我们的资本市场不是很发达，我国的金融风险结构较为单一，主要表现为一种体制性的累积性风险。这种体制性的累积性风险有三个基本特征：一是这种风险是由缺乏市场约束力的体制和经济主体之间不完整的甚至是扭曲的信用关系造成的；二是这种风险呈现出一种“累积性”，资产盈利能力低，不良资产有增无减；三是这种风险不是通过市场机制来逐步化解，而是经常运用非市场性手段进行强行化解。体制性的累积风险对经济体系，特别是对金融体系的安全运行具有很大的破坏作用，对整个经济体制有极大的腐蚀性。这种风险积累到一定程度以后，完全有可能演化成金融体系风险。

为了防止金融体系风险的出现，基本的思路是：逐步改善目前过于单一的金融风险结构，消除累积性风险产生的体制基础。要实现这一目的，根本的途径只有一条，即加快发展和不断深化中国的资本市场，

尤其是证券市场。唯有如此,才能使中国经济体系中的资产结构和投资主体真正实现多元化,从而使风险主体多元化,实现风险结构的转移和风险性质的改变。

证券市场作为现代金融体系的重要组成部分,存在风险是正常的、必然的。一般来说,证券市场的风险通常表现的是一种投资性风险(投资主体的投资风险),即非体系性风险(通常不影响金融体系的安全)。更为重要的是,这种投资性风险在正常情况下是一种非体制性的、可以被市场逐步化解的风险,因而,不存在风险的累积过程。发展和深化证券市场,一个非常重要的目的,就是试图实现风险主体和风险结构的转移,使体制性累积风险部分地转变成非体制性的市场风险。这种风险结构的转移和风险形态的变化,是金融体系进步和金融结构改善的重要标志。

应特别强调的是,证券市场的风险,虽然在正常情况下表现的是一种非体制性的、市场可以消化的风险,但是,如果我们不遵循市场规律,人为地、主观地过度干预(包括刻意打压和有意哄抬)这个市场,那么,证券市场的风险也会演变成累积性风险。其直接后果是,引起证券市场的巨大震动,破坏证券市场的流动性,损害证券市场的效率。

在中国,由于发展和深化资本市场,特别是证券市场有利于改善金融体系的风险结构,因而,我们不应过份地夸大证券市场的风险,不能只看到证券市场所存在的非体制性市场风险,而看不到这种非体制性市场风险对传统的体制性累积风险的替代效应。如果我们强调证券市场的风险,是想让投资者谨慎从事,那是完全正确的,但如果把这种风险夸大到让投资者望而却步,感到恐惧的地步,那就有问题了。

## 二、怎样深化中国的资本市场,特别是证券市场

既然资本市场对中国居民收入资本化过程的实现,对从根本上改善中国的金融结构,逐步改变资本的形成方式,彻底化解传统金融风险等都有关键作用,那么,如何发展和深化中国的资本市场就显得特别重要。

中国资本市场经过几年的努力,虽然有一定发展,但从总体上看,市场形态还是很初级的,市场结构处在非常粗放的状态,缺乏应有的深



度和弹性。目前,发展中国资本市场最关键、最核心的问题是市场深化。没有市场的深化,就不可能有市场的成熟和发达,市场的功能也就永远只能停留在筹资的水平上,优化资本结构、提高资源配置效率、促使资本有效流动也就永远只能是一种空想。

我们认为,深化中国资本市场,应当从以下几个方面加以考虑:

1. 必须尽快建立完整的、市场化的资本市场运行规则和准则。

也许由于传统管理理念的深远影响,也许由于时间太短、经验不足的缘故,中国资本市场现行的运行规则和准则,充满着计划经济的精神。可以设想,这种充满计划经济精神的市场运行规则和准则与高度市场化的资本市场是多么地格格不入。这两种格格不入的东西碰到一起,受损害的只能是资本市场本身。从这个角度就不难理解中国资本市场为什么会会出现“拉郎配”,中国证券市场为什么“垃圾股”泛滥,“过度包装”盛行。中国资本市场的运行规则和准则所透出的计划经济精神,在股票发行和上市环节得到了淋漓尽致的表现。

不对中国资本市场的运行规则和准则进行根本的改革,就不会有市场的深化。当务之急需要进行根本改革的运行规则和准则是:股票发行的额度管理、首长选股和行政审批;股票的市场进入标准和规则;交易主体资格确认的程序和规则;违规、违法行为的认定标志;监管的随意性和主观性等等。

我们所要建立的资本市场运行规则和准则,首先必须充分体现市场经济的精神。这些充分体现市场经济精神的运行规则和准则,首先必须包括:发行与上市的市场准入制度,信息披露的动态监控和事后检查,违规、违法行为的量化标准,市场兼并的效率准则和自主原则等。

2. 必须扩大市场流通总规模,提高市场的内在价值。

市场流通规模的扩大和内在质量的提高,是市场深化的必经之路。市场规模的扩大,应当注意保持适当的速率和频率。我们既不能毫无根据地不顾市场的承受力盲目扩张,更不能顾虑重重而停止不前。我们始终认为,就中国证券市场而言,20%左右的市场规模扩张速度是恰当的、必要的。

在市场规模扩张的同时,要对市场内在价值的提高给予特别的关

注。当前,要特别防止为争取股票发行额度而出现的“过度包装”。“过度包装”就是造假,是“垃圾股票”的始作俑者,对中国证券市场的健康发展具有极大的破坏作用。我们不能因为一时的筹资需要而损害这个对中国未来经济发展具有重要作用的市场。为了提高市场的内在价值,一方面,我们要真正形成“吐故纳新”的淘汰机制;另一方面,必须对“过度包装”造假行为的责任人,包括上市公司、券商、各类中介机构给以严厉惩处。

3. 必须逐步增加上市品种和数量,既要使现有的市场品种如股票(A、B)、债券(国债和企业债)、基金等更加丰富,又要研究、开发并在条件成熟、时机适当时推出一些新的投资品种,如可转换公司债、金融债权证券等,还可以研究一些衍生性金融工具。

随着市场经济的发展,特别是资本市场的发展,企业的融资形式和融资性要求越来越多样化,这一趋势对金融工具创新的要求愈来愈迫切。我们不能因为近几年来国际金融市场,特别是国际资本市场由于衍生金融工具的应用而引发了一系列重大事件就简单地否认金融工具创新的必要性。在现代经济社会,金融活动的多样化趋势,客观上要求金融工具必须不断地创新。金融工具的创新与金融市场的深化,在某种意义上说,是等价的。

中国的金融结构之所以没有实质性的变革,市场形态之所以长时期处在粗放的状态,缺乏应有的深度,其中一个极为重要的原因就是传统金融工具创新不够,单一且呆板的金融工具满足不了日益多样化的融资需求。我们认为,建立在需求多样化基础上的金融工具的创新,应当是中国金融体制改革的一项重要内容。

4. 必须对投资主体结构重新进行制度安排,以提高投资者抗击市场风险的能力,增强市场恢复流动性的机能。

《证券投资基金管理暂行办法》的颁布,为中国资本市场特别是证券市场的发展注入了新的活力和动力,为投资主体结构提供了新的制度框架。证券投资基金对证券场所起的推动作用除了主要表现为:(1)为证券市场注入了一笔相对稳定的资金;(2)为证券市场提供了一些新的金融产品;(3)为投资组合和专家投资机制创造了必要的条件等

之外,更主要的意义可能还在于,为改善以中小投资者为主体的投资者结构提供了新的制度安排。我们认为,以中小散户投资者为主体的投资者结构和以此为基础而形成的营业部体制,是无论如何也适应不了21世纪中国证券市场发展的,也是难以与国际市场接轨的,这样的市场结构缺乏基本的稳定力量,因而是相当脆弱的。证券投资基金的发展,意味着证券市场的交易体制会发生这样的变动趋势:营业部体制→经纪人体制方向的发展;投资者以中小投资者为主体→规范意义上的机构投资者为主体的方向变动。投资者结构和交易体制的上述变动趋势,无疑有助于提高市场在突变情况下恢复流动性的能力。

5. 必须使利率维持在一个适当低的水平上,执行相对低的利率政策。

利率是直接影响资本市场深化的直接的的决定性因素。高利率势必严重阻碍资本市场的发展和深化。适当低的利率水平,是中国资本市场得以深化的基本政策前提。经过1996年的两次利率下调和1997年的三次利率下调,中国的利率水平已经到位,中国资本市场深化的基本政策环境开始具备。

(作者系中国人民大学财政金融学院副院长、教授、博士生导师)

# 目 录

<b>第一章 证券投资基金概述</b> .....	(1)
第一节 证券投资基金的产生及其发展 .....	(1)
第二节 证券投资基金的性质和特征 .....	(5)
第三节 证券投资基金的分类 .....	(11)
第四节 发展证券投资基金的意义和现实基础 .....	(28)
<b>第二章 证券投资基金的组建</b> .....	(36)
第一节 证券投资基金的发起和设立 .....	(36)
第二节 证券投资基金公司的章程和信托契约 .....	(38)
第三节 证券投资基金的组织 .....	(53)
第四节 证券投资基金的发行和认购 .....	(57)
<b>第三章 证券投资基金的运作</b> .....	(62)
第一节 投资目标 .....	(62)
第二节 投资政策与投资工具 .....	(66)
第三节 证券投资基金的购回与转让 .....	(74)
第四节 证券投资基金的运作方法和技巧 .....	(77)
第五节 证券投资基金的信息披露 .....	(84)
<b>第四章 证券投资基金的管理</b> .....	(90)
第一节 证券投资基金的价格管理 .....	(90)
第二节 证券投资基金的财务管理 .....	(101)
第三节 证券投资基金从业人员的管理 .....	(108)
第四节 证券投资基金的绩效评价体系 .....	(111)

<b>第五章 证券投资基金的投资计划</b> .....	(120)
第一节 证券投资基金投资计划的内容 .....	(120)
第二节 制定投资计划的基础分析依据 .....	(126)
第三节 制定投资计划的技术分析依据 .....	(134)
第四节 制定投资计划的组合投资理论分析依据 .....	(139)
第五节 证券投资基金投资计划的执行 .....	(148)
<b>第六章 证券投资基金的营销</b> .....	(154)
第一节 证券投资基金的营销观念 .....	(154)
第二节 证券投资基金的营销环境 .....	(159)
第三节 证券投资基金的目标市场细分及选择 .....	(165)
第四节 证券投资基金的营销组合 .....	(176)
<b>第七章 证券投资基金的风险规避</b> .....	(186)
第一节 证券投资基金风险的种类与特征 .....	(186)
第二节 证券投资基金风险的识别 .....	(190)
第三节 证券投资基金投资的组合管理 .....	(194)
第四节 证券投资基金风险规避的策略选择 .....	(201)
第五节 证券投资基金市场的监管 .....	(205)
<b>第八章 证券投资基金的法律制度</b> .....	(212)
第一节 证券投资基金的基础法律关系 .....	(212)
第二节 投资基金当事人 .....	(221)
第三节 基金行为的法律规范 .....	(229)
第四节 证券投资基金监管和基金法律责任 .....	(236)
<b>第九章 海外证券投资基金的运作和管理</b> .....	(242)
第一节 美国的共同基金 .....	(242)
第二节 英国的投资信托和单位信托 .....	(248)
第三节 日本证券投资信托 .....	(253)

第四节	香港单位信托基金·····	(261)
第五节	台湾证券投资信托·····	(268)
<b>第十章</b>	<b>我国证券投资基金发展展望·····</b>	<b>(275)</b>
第一节	我国证券投资基金的发展历程·····	(275)
第二节	我国证券投资基金的发展策略·····	(289)
第三节	我国证券投资基金的发展战略·····	(301)
<b>附录一</b>	<b>证券投资基金管理暂行办法·····</b>	<b>(313)</b>
<b>附录二</b>	<b>关于加强证券投资基金监管有关问题的通知·····</b>	<b>(323)</b>
<b>参考文献</b>	·····	(327)
<b>后    记</b>	·····	(328)

# 第一章 证券投资基金概述

证券投资基金是随着证券市场的发展而产生的,至今已有一百多年的发展历程。它以其方便投资、专家管理、分散风险和规模经济的独特优势,吸引了广大中小投资者参与证券市场,成为当今风靡全球的新兴投资方式。我国在建立社会主义市场经济的过程中,大力发展证券投资基金具有十分重要的意义。

## 第一节 证券投资基金的产生及其发展

### 一、证券投资基金的起源

证券投资基金是一种满足投资者追求高额利润和资本安全的金融工具,它是随着证券市场的出现而产生的。一般认为,证券投资基金起源于英国。

19世纪初,英国产业革命成功,生产力得到了巨大的解放和发展,社会和个人财富迅速增长,国内资金显得十分充裕。于是,许多投资者将目光投向海外市场,以谋求资本的最大增值。一些不法欺诈分子,利用投资者的这股海外投资热情,以及他们缺乏国际投资知识,无力自行经营的弱点,趁机组建所谓的投资公司,诱使投资者购买其股票,在股票售出之后,即宣告破产倒闭,以骗取投资者的钱财,大量的中小投资者由此受骗上当,大大增加了投资风险。

针对这种情况,英国政府于1868年在伦敦设立了“国外及殖民地政府信托基金”,委托具有专门知识的代理人代办投资并分散风险,让中小投资者一样享受投资的收益,该基金是世界上第一家较为正式的证券投资基金。

由于当时,英国的殖民地和工业品贸易遍及全世界,该基金主要是购买外国和殖民地公司的股票,再卖给因工业革命而兴起的中产阶级。

其投资多以国外殖民地的公司债为主,投资的区域较广,可以说凡是英国的殖民地都有其投资。

在证券投资基金运作初期,英国的投资信托并非公司组织,而是“契约型”投资基金。它们采取合作方式经营,即在投资者与代理投资者之间通过信托契约的合作型态,规定各个当事人应享有的权利和义务,代理人接受委托,非专职地管理和运用这些基金的资产。直到1837年,被称为“投资之父”的罗伯特·佛莱明在丹地市创办了“苏格兰美洲信托”组织,专门办理美洲新大陆的铁路投资业务,聘请专门的管理人对基金进行专门的管理,投资基金才开始成为由专业管理人操作的赢利性业务。到1890年,英国营运的证券投资基金已有101家,这些基金有一个共同点,就是均以对外投资为目的,并以公债作为主要投资对象。尽管这些早期的证券基金投资对象比较单一,但它已体现出了其追求投资盈利并注重资本安全的经营特征。

1879年,英国颁布了《股份有限公司法》,该法令的颁布是基金历史上的一个重大转折点。以前的契约型投资信托相继依法转换成为股份有限公司组织,早期的这些投资股份公司,其发行在外的受益凭证数目固定不变,也不向投资者买回或再卖出,投资者欲售出或买进,只能在市场上进行,其价格是依市场供求关系来决定的。这也就是所谓的封闭型基金。证券投资基金始于封闭型基金,以后才有开放型基金。

## 二、证券投资基金的发展

第一次世界大战以后,美国经济获得了一个巨大发展的机会。国内经济空前繁荣,国民收入大幅增长,从而大大刺激了美国的国内外投资活动。不仅资本家热衷于从事证券投资,普通大众也开始热衷于从事证券投资活动。随着经济的大幅度增长,经济活动也日趋复杂,一些投资者难以判断经济动向,投资的风险在不断增加。在此背景下,英国的投资信托制度被引入到美国。1921年4月,美国组建了第一家基金组织——“美国国际证券信托”。其经营运作方式也是依照英国的投资基金。

1924年3月21日,波士顿成立了“马萨诸塞投资信托基金”,它由哈佛大学200名教授出资5万元美元组成。其管理机构是“马萨诸塞



金融服务公司”，宗旨是为投资者提供专业化的投资管理。与以往基金不同的是，基金公司必须按基金的净资产值持续地出售股份给投资者，或者随时准备赎回它发行在外的股份。它被认为是开放型基金的始祖，真正具有现代意义的第一家美国证券投资基金——共同基金。该基金一经推出，就受到投资者的欢迎，其发展也比较快。在运行的第一年，其资产值增为 39.4 万美元。在以后的几年中，证券投资基金在美国得到了迅速发展。在 1926 年至 1928 年的三年间，美国的公司型投资基金，已经多达 480 家，到了 1929 年底，投资基金资产高达 70 亿美元，为 1926 年的 7 倍。

1929 年由美国首先爆发然后遍及全球的经济危机中，股市崩溃，投资者和投资基金也厄运难逃，许多投资基金纷纷倒闭，特别是封闭型基金受害更深，只剩下十多家勉强维持。投资者开始对投资机构产生不信任情绪，证券投资基金相对处于一个低谷时期。

为了复苏经济，保护投资者利益，刺激投资，美国联邦政府和证券管理委员会制定了一系列法律和规章制度，以规范证券投资行为，加强对经济、金融、股市的宏观管理。1933 年颁布了《联邦证券法》，1934 年颁布了《证券交易法》等。为了规范投资基金的运作，1940 年美国还成立了投资公司委员会（即现在的投资公司学会），制定了一部《联邦投资公司法》。该法案详细地规定了证券基金的结构及管理要点，其中包括有关财务公开及董事和监事的任命，经理公司的选择以及销售和宣传方式等方面的规定；并通过定期对基金活动的检查来保护投资者的利益，为投资者提供了比较完整、严格的法律保护，美国的证券基金也因此有了较大的变化。它们大多采用股份公司的组织形式，由原来的封闭型基金为主演变成为以开放型基金为主，投资行为逐步开始规范化。此后，证券投资基金都被置于严格的管制和监督之下。

第二次世界大战以后，美国经济出现了强劲的发展势头，金元帝国的地位开始形成并得以巩固。证券投资者的信心开始恢复，逐步由储蓄保值型转向增长型投资，投资公司尤其是开放型公司再度开始活跃。到了 70 年代，由于连续的通货膨胀，投资者仍然倾向于高收益、高流动性而且安全的金融资产，这样，美国的证券基金更是以爆发性的速度成