



光明学术文库

我国开放式基金问题研究

陈灵 著

光明日报出版社

本书系北京市哲学社会科学“十五”规划项目成果

我国开放式基金问题研究

陈 灵 著

光明日报出版社

图书在版编目(CIP)数据

我国开放式基金问题研究/陈灵著. —北京:光明日报出版社,
2003

ISBN 7-80145-802-8

I. 我… II. 陈… III. 证券投资—基金—研究—
中国 IV. F832.51

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2003)第 076507 号

※

光明日报出版发行

(北京市永安路 106 号 邮政编码:100050)

电话:63082436

北京通州运河印刷厂印刷

全国各地新华书店经销

※

880×1230 毫米 1/32 印张: 12 字数:308 千字

2003 年 9 月第 1 版 2003 年 9 月第 1 次印刷

ISBN 7-80145-802-8/F

定价:28.00 元

序 言

从2001年9月份华安创新基金设立以来，我国开放式基金的运作已经有了一年多的历史，屈指算来，目前在市场上已有17只开放式基金。与世界上一些发达国家和地区相比较，我国开放式基金的发展速度应当说已经不算慢了，但是，自2001年年中以来，我国证券市场经历了一段漫长的逐级下挫、调整徘徊的时期，股指从2245点的高位一路下滑，最低几乎击穿了1300点。在这样的一个市场大背景下，原本应当是闪亮登场的开放式基金却表现得不尽如人意，差不多所有开放式基金的净资产值都跌到了发行价以下。这就给开放式基金在我国的发展前景蒙上了一层阴影。但是，从一个历史发展的长周期来分析判断，开放式基金由于其自身特有的优势，必将成为投资基金发展的主流，并在今后证券市场的运作中发挥巨大作用。对此我坚信不疑。

开放式基金的出现和发展，已经有近百年的历史了。目前，在欧美、日本等国家以及我国台湾和香港地区，开放式基金无论在数量上还是在资金量上，都已大大超过封闭式基金，成为证券市场上投资的主力。开放式基金之所以能够取得这样的快速发展，与开放式基金本身内在的制度优势密切相关。与封闭式基金相比较，开放式基金具有筹资规模大、使用期限长、价格决定公开合理等特点，正是由于这些特点，决定着开放式基金在基金领域中的主导地位。正如现代化生产依赖着以股份制为标志的现代企业制度一样，开放式基金的出现，将为资本市场不断走向繁荣提供持续的资金动力源泉。然而，也正是由于开放式基金的上述特点，决定着在其发展进程中，客观存在着异于其它金融投资工具的风

险。这些风险概括起来，可以分为因投资于金融场所具有的投资风险、因基金管理公司等原因引起的系统性运作风险和因开放式基金特有的委托—代理制度所引起的委托—代理风险。因此，在促进开放式基金不断发展的过程中，如何防范和及时化解风险，是一个摆在我们面前需要认真研究探讨的大课题。

进入 21 世纪以来，在中国，开放式基金呈现出蓬勃发展的局面，但相对于数量、规模迅速扩张的势头来说，国内相关的理论探讨则显得相对滞后。就目前现有的研究情况而言，是介绍国外情况的多，研究国内状况的少；规范分析的多，实证分析的少；理论探讨的多，务实操作的少。就整体研究的水平来说，还处于初级起步阶段。这种状况是令人十分担忧的。2001 年 11 月，中国已经成功加入世界贸易组织，未来几年之内，国外大的金融机构和投资基金将全面进入中国市场，竞争格局的形成已成大势所趋。如果我们几年之内在理论探讨和实务操作方面不能有大的进展的话，届时我们将处于一个非常困难的境地。总而言之，基于我国目前金融市场的情况，应从各个方面大力加强对开放式基金的研究，以努力改变理论指导严重落后于市场实践的现象。

从开放式基金发展的客观要求来看，以下几方面的问题应当引起我们的注意：

一、国际上发达国家和地区开放式基金发展过程中的主要经验，尤其是 20 世纪 80~90 年代以来英美等国以及我国台湾和香港地区开放式基金发展的成功经验。

二、全面总结和分析中国开放式基金运作过程中的市场条件、宏观外部环境以及相应的法律体系，其中包括我国金融市场的发展状况、上市公司经营情况的改善、政府财政及税收政策的调整以及我国涉及开放式基金的法律法规体系的改革完善情况。

三、研究和分析开放式基金自身的运作机制问题，包括基金的申购赎回机制，基金产品的设计与营销，开放式基金在证券市场中的投向和投资选择问题等等。

四、分析和研究开放式基金在运作过程中风险形成的特殊性以及防范和化解风险的有效手段。

五、在开放式基金运作的实践过程中，逐步建立起一整套科学合理的投资效果评价体系。

六、在开放式基金运作的实践基础上，逐步建立和完善切实有效的监管体系以及预警系统，以保证开放式基金在运作过程中的安全及保障投资者的利益。

上述这些方面的问题如果能够在理论与实践结合的基础上得到令人比较满意的解决，则我国开放式基金的发展将跨入健康发展的快速轨道。

中央财经大学陈灵研究员主持的北京市哲学社会科学“十五”规划项目《我国开放式基金问题研究》从2001年项目立项起到现在已经有一年多的时间，在这期间，正好是我国开放式基金从设立到迅速发展的时期，实践中提出的种种问题急需我们在理论上进行严谨的论证，以找出解决的方法。陈灵研究员的这一研究课题，正是紧紧抓住了这个亟待解决的问题，从我国开放式基金的理论及实务层次入手，就上述五个方面的问题，进行了较为深入的探讨。这是近期我所看到的有关开放式基金专题研究中最为贴近市场实际情况的研究成果。应用经济学研究的价值就在于它的实践性以及解决现实问题的有效性，从这个角度来判断，陈灵、贺强、刘桓等专家学者所完成的这一研究成果，其价值及重要性也正在于此。

科学研究的本质及核心在于不断创新，我希望能够有更多的专家学者关注开放式基金问题，为我国金融证券市场以及整个国民经济的发展提出更多更好的意见和建议。

徐宏源

2003年1月18日

前 言

《我国开放式基金问题研究》是北京市哲学社会科学“十五”规划项目的研究课题。

从世界金融业发展的大趋势来看，传统商业银行的地位不断受到挑战，而以投资基金为代表的其他金融门类则迅速增长。投资基金业已经逐渐发展成一个与银行业、保险业鼎足而立的重要金融门类。以美国为例，20 世纪初，商业银行几乎拥有美国 100% 的金融资产，1952 年，其资产下降为 48%。到 1999 年，其资产进一步下降为 27.21%。与此同时，投资基金的资产则迅速增长。1994 年，投资基金（含封闭式和开放式基金）的资产只占 19.5%。到 1999 年，投资基金的资产占比上升为 31.85%。从 1994 年至 1999 年五年间，商业银行下降 8.54 个百分点，而投资基金却上升了 12.35 个百分点。

从投资基金的发展历史看，初期都以封闭式基金为主，开放式基金处于从属地位，但开放式基金的增长速度远快于封闭式基金。同样以美国为例，1940 年，开放式基金与封闭式基金两者资产之比为 0.73/1。1972 年，两者之比为 9.26/1。1989 年，两者之比为 18.3/1。到 2000 年末，两者之比为 51.79/1。

从 1940 年到 2000 年的 60 年间，开放式基金净资产增长了 1558 倍，而同期封闭式基金净资产仅增长约 22 倍。特别是 20 世纪 90 年代以来，开放式基金进一步得到了迅猛发展。1990 年开放式基金净资产余额为 23554 亿美元，而到 2000 年末，开放式基金净资产余额已跃升至 121525 亿美元，十年间平均每年增长 17.83%。从某种意义上说，由于开放式基金独特而优越的制度设

计,使得其已经成为国际投资基金业的主流,世界投资基金发展史就是一部从封闭式基金走向开放式基金的历史。

在我国,证券市场建立的时间不长,由于发展过快和发展不完善,在一定程度上存在着暴涨暴跌和过度投机的问题。此外,我国证券市场的投资者以中小散户为主,他们不仅投资规模很小,而且缺乏投资经验,存在很大的盲目性,他们的利益极易受到损害。在这种情况下,我们必须大力要发展机构投资者,特别是要大力发展投资基金。

我国投资基金业是在 20 世纪 80 年代后期开始起步的,在 2001 年以前,我国的基金全部采用了封闭式基金的形式,这与我国当时的证券市场发育程度比较低的状况是分不开的。

封闭式基金的建立与发展对我国证券市场的良性运行起到了积极的作用,但是我们也不得不看到,封闭式基金的实际运行效果与当初的设想有较大差距,出现了频繁的关联方交易与基金黑幕现象。封闭式基金的持有人、管理人与托管人没有形成真正的互相制衡的关系,基金持有人难以对基金管理人实行有效的制约,基金管理人存在较大的道德风险,基金持有人的利益经常受到损害。这些问题说明,封闭式基金制度在我国证券市场发育不完善、监管体制不健全的状况下,存在着一定的缺陷。

而在开放式基金制度下,由于投资者可以根据基金业绩的状况随时进行申购与赎回,可以采取用脚投票的办法对基金管理人进行有效的制约,因此形成了比较合理的激励与约束机制,显示出了特有的优势。所以,在我国大力发展开放式基金应当是一种比较好的选择。

值得欣慰的是,自从 2001 年 9 月,管理层批准了第一只开放式基金——华安创新基金以来,到目前为止,在很短的时间内,我们已经连续设立了十几只开放式基金。特别是在 2002 年 8 月和 9 月,仅仅两个月的时间,我们就推出了 8 只开放式基金。开放式

基金的迅速发展,充分体现了管理者稳定证券市场,保护广大中小投资者利益的良苦用心。但是由于开放式基金在我国还是一个新生的事物,我们对开放式基金的运作与监管还缺乏经验,这使我们在发展开放式基金的过程中不可避免地存在着这样或那样的新问题。因此,积极借鉴国外的先进经验,对开放式基金展开全面而深入的研究就显得十分必要。

在我国基金业进入新的大发展时期,我们申报了《我国开放式基金问题研究》的课题,本课题于2001年6月获得北京市哲学社会科学规划办公室的立项批准。本课题在深入阐述开放式基金理论和借鉴国外发展开放式基金经验与教训的基础上,对我国的开放式基金进行了全面系统的研究,分析了我国开放式基金在实际运作中存在的具体问题,提出了一些具有建设性的意见,并形成了许多创新性的观点。

本课题的内容分为4篇共13章,第一篇是理论与发展篇,共有5章。首先对投资基金的基本理论进行了阐述,重点分析了开放式基金的制度特点。在此基础上,介绍了发达国家、亚洲国家和地区开放式基金发展的历程,分析了开放式基金成为国际基金业主流的内在和外在原因。最后,研究了我国基金业的发展进程及规范化问题。

第二篇是运作与机制篇,共有3章。本篇重点就以下问题进行了深入研究:第一,对开放式基金的申购与赎回问题进行了研究,结合我国开放式基金运作的实际情况,对影响基金申购与赎回的因素、基金费率问题、巨额赎回问题进行了全面的分析;第二,对开放式基金的产品设计与营销问题进行了研究,分析了开放式基金营销的金融市场背景,并着重对基金的产品问题进行了深入探讨,提出了符合我国国情的基金产品创新与营销的合理建议;第三,研究了开放式基金的投资策略和投向问题,对我国股票市场的有效性进行了定量分析和实证检验,分析了股票市场风险和

投资组合的关系,提出了基金投向选择的思路。

第三篇是风险与监管篇,共有3章。本篇主要从开放式基金的风险管理、监管模式和基金税收管理等三个方面进行了探讨。首先,采用VaR方法等定量分析的手段,对开放式基金的风险及市场风险管理的问题进行了量化研究,然后对我国基金的流动性风险形成机理进行了分析,并对我国开放式基金的流动性风险测量进行了实际论证。然后,从我国证券市场的特点出发,对开放式基金所面临的特有风险进行了分析和探讨,提出了风险防范的方法。其次,总结了开放式基金监管的国际经验,研究了符合我国国情的基金监管模式,并就完善相关法律法规提出了具体建议;再次,研究了开放式基金税收的特殊性,详细介绍了我国有关法规在基金税收方面的具体规定,指出了我国目前在基金税收政策方面存在的主要问题,提出了完善基金税收的原则和完善基金税收的具体措施。

第四篇是效应与评价篇,共有2章。第一,分析了开放式基金在市场经济国家的一般经济效应,然后着重论述了我国推出开放式基金后对金融结构、储蓄转化投资机制、商业银行、证券市场、货币市场、货币政策操作等方面所产生的影响;第二,对开放式基金业绩评价体系问题进行了研究,分析了国外开放式基金业绩评价体系,在量化研究的基础上,对我国开放式基金的业绩进行了实证分析,提出了构造我国客观、公正的开放式基金业绩评价体系的基本构想。

本课题采用了如下的研究方法:

1. 理论与研究与实证研究相结合,侧重实证分析的方法。本课题从国外及国内相关理论的分析入手,结合我国十二年来证券市场的实际状况进行深入研究,并重点对基金业的发展状况进行归纳和概括,寻找出开放式基金在新的市场环境下的客观运行轨迹。

2. 定性研究与定量研究相结合,以定性分析为先导,定量分

析为支撑的分析方法。本课题以证券市场和开放式基金发展为主线,展开了深入研究。首先对开放式基金运行的经济政策环境、开放式基金在我国的运行特点、运作机制及风险特征等问题进行了定性分析。其次,在定性分析的基础上,采用定量分析的方法,对开放式基金的投向、风险控制及评价体系等方面进行了深入的量化分析。

3. 常规研究与创新研究相结合,侧重创新研究的方法。开放式基金是证券市场中一种重要的投资工具和金融组织形式,在国外已经相当成熟和发达,但是在我国还是一个新生事物。因此,本课题采用了大量证券市场研究以及国外基金研究的常规方法,通过消化吸收与大胆创新,将这些方法移植到我国开放式基金的研究之中,在开放式基金的风险控制、投向选择及评价体系等问题的研究上形成了独特的创新方法。

本课题主要创新之处在于以下几个方面:

1. 第一次将开放式基金制度与其他金融中介制度进行了全面的比较分析;
2. 对开放式基金的发展趋势及其动因进行了深入研究;
3. 联系实际对我国基金业的发展进行了科学的阶段划分;
4. 对于我国开放式基金的巨额赎回问题进行了超前研究;
5. 对我国开放式基金的产品设计进行了创新研究;
6. 通过我国股票市场的有效性实证检验,对我国开放式基金的投资选择问题进行了创新研究;
7. 对我国开放式基金的流动性风险及特有风险进行了重点研究,提出了具有建设性的意见;
8. 在国内首次较全面地探讨了开放式基金的税收及其管理问题;
9. 结合国外经验与我国开放式基金运作的实际状况,探讨了构建我国开放式基金业绩评价指标体系的问题,提出了一些具有

创新性的设想。

10. 对全国人民代表大会《基金法（草案）》提出了具有创建性的意见。

开放式基金在我国设立的时间不长，在我国的运作还不够规范，投资者对开放式基金的认识很不充分，监管者对开放式基金的监管缺乏经验。在这种情况下，本课题对我国开放式基金的实际发展状况进行深入的理论分析和概括，揭示我国开放式基金运作的特点，探寻开放式基金运行的规律，具有重要的理论价值。

本课题在研究过程中，得到北京市哲学社会科学规划办公室和中央财经大学科研处的资助和大力支持，在此表示深深的感谢！

本课题由陈灵主持，课题组主要成员有贺强、刘桓、王琪和段卫平等同志。

陈 灵

2003 年元月 10 日于北京太月园

目 录

理论与发展篇

第一章 开放式基金的基本理论研究	(3)
第一节 投资基金业的产生与发展	(3)
一、投资基金的概念	(3)
二、投资基金的优势	(4)
三、投资基金的产生与发展	(4)
第二节 投资基金的结构	(6)
一、基金经营机构	(6)
二、基金托管机构	(7)
三、投资者	(8)
第三节 投资基金的基本划分	(9)
一、按法律地位划分	(9)
二、按投资地区划分	(11)
三、按受益凭证是否可赎回划分	(12)
第四节 投资基金的运作	(14)
一、投资基金的投资	(14)
二、基金的财务	(17)
三、基金的收益及分配	(20)
第五节 开放式基金的内涵和分类	(22)
一、开放式基金的概念	(22)
二、开放式基金的分类	(24)
第六节 开放式基金的制度分析及与其他金融中介制度	

的比较	(27)
一、开放式基金的制度分析	(27)
二、开放式基金制度与其他金融中介制度的比较	(29)
第七节 开放式基金发展的必要条件	(31)
一、完善的法律监管体系	(31)
二、发达、成熟的证券市场	(32)
三、完善的风险防范措施	(33)
四、客观、高效的基金评估体系和发达的基金经理人 市场	(34)
第二章 欧美国家基金业发展的状况及分析	(36)
第一节 美国基金业发展的状况及分析	(36)
一、美国共同基金的起源和发展	(36)
二、20 世纪 90 年代以来美国共同基金的发展特点和 趋势	(38)
三、共同基金的种类及其投资目标	(44)
四、共同基金的结构	(48)
五、共同基金业的监管和税收	(51)
六、共同基金的运营费用及收费	(53)
七、共同基金的持有人分布及其特点	(55)
八、共同基金与退休金市场以及教育储蓄市场的 关系	(57)
第二节 欧洲基金业发展的状况及分析	(62)
一、欧洲基金业的起源和发展	(62)
二、欧洲基金业的现状、分类和发展趋势	(64)
三、欧洲基金业的一体化进程	(67)
第三章 亚洲国家和地区基金业发展的状况及分析	(74)
第一节 日本基金业发展的状况及分析	(74)

一、基金的类型及特点	(74)
二、日本开放式基金的运作	(77)
三、日本开放式基金的监管	(78)
第二节 我国香港特区基金业的发展状况及分析	(81)
一、基金的类型	(81)
二、香港特区开放式基金的特点	(83)
三、开放式基金的运作	(85)
四、开放式基金的监管	(87)
第三节 我国台湾省基金业的发展状况及分析	(90)
一、基金的类型及特点	(90)
二、开放式基金的运作	(92)
三、基金的监管	(93)
四、国际开放式基金发展模式对我国的启示	(93)
第四章 国际基金业的发展趋势及原因	(96)
第一节 国际基金业的发展趋势	(96)
一、开放式基金已成为国际金融市场中重要的金融组织	(96)
二、开放式基金是国际基金业的主流	(97)
第二节 开放式基金成为国际基金业主流的原因	(100)
一、开放式基金内在机制上的优势	(100)
二、市场环境变化等外部原因	(105)
第五章 我国基金业发展的阶段及其规范化问题研究	(110)
第一节 我国基金的产生及初期发展阶段(1987—1993年)	(110)
一、我国基金的产生	(110)
二、基金初期发展阶段存在的问题	(111)
第二节 基金公开上市交易阶段(1993—1998年)	(111)

一、本阶段基金发展的情况	(111)
二、本阶段基金发展的主要特点	(112)
三、本阶段基金存在的主要问题	(112)
第三节 封闭式证券投资基金发展阶段(1998—2001 年)	(113)
一、我国封闭式证券投资基金发展情况	(113)
二、封闭式证券投资基金与老基金的区别	(114)
三、封闭式证券投资基金发行上市的重大意义	(115)
四、发展封闭式证券投资基金面临的问题	(115)
第四节 开放式基金发展阶段(2001 年以后)	(118)
一、我国开放式基金的发展现状	(118)
二、我国发展开放式基金的必要性和现实条件 分析	(123)
三、在不完善的市场中开放式基金的局限性	(127)
四、如何完善、发展我国开放式基金	(128)

运作与机制篇

第六章 开放式基金申购与赎回问题研究	(133)
第一节 开放式基金申购、赎回及运作费用	(133)
一、开放式基金的申购和赎回	(133)
二、开放式基金的运作费用	(139)
第二节 我国开放式基金的申购与赎回	(144)
一、我国法律法规中关于申购与赎回的规定	(144)
二、我国开放式基金对申购、赎回及运作费用的具体 规定	(146)
第三节 关于我国开放式基金申购、赎回问题的研究及 对策	(150)
一、关于影响开放式基金申购与赎回因素的研究 ...	(150)

二、我国基金费率问题研究	(153)
三、关于巨额赎回的研究	(160)
第七章 开放式基金的产品创新与营销	(165)
第一节 开放式基金的产品创新与设计	(165)
一、基金产品创新的理由	(165)
二、基金产品设计模式	(166)
三、美国开放式基金产品创新及设计	(167)
第二节 开放式基金的营销概述	(168)
一、“热身”营销	(168)
二、正式销售	(169)
三、建立良好的客户服务体系	(170)
四、建立稳健的营销管理队伍	(172)
第三节 我国开放式基金产品的创新与设计	(172)
一、我国开放式基金的产品创新	(172)
二、我国开放式基金的产品设计	(184)
第四节 我国开放式基金销售问题研究	(188)
一、我国开放式基金营销的金融市场背景	(188)
二、我国开放式基金销售渠道探索	(190)
三、如何树立开放式基金品牌	(194)
四、开放式基金客户资料系统的建立与维护	(199)
第八章 我国开放式基金的投资策略及投向问题研究	(201)
第一节 资本市场中的两种基本投资策略	(201)
一、市场有效性理论与实证研究	(201)
二、资本市场中的两种基本投资策略	(203)
第二节 开放式基金的资产配置策略	(206)
一、开放式基金的风险	(206)
二、开放式基金的资产配置策略	(207)