

证券投资 基金运行论

何孝星 著



清华大学出版社

证券投资基金运行论

何孝星 著

清华大学出版社

北 京

内 容 简 介

本书立足于中国基金业的发展现状,借鉴国外基金业发展的最新动态和趋势,归纳整理国内外基金的最新研究成果,并融合作者的主要研究成果和多年教学体会,从证券投资基金的内、外部两个方面,着手研究和揭示证券投资基金的运行方式和规律,提出进一步规范发展我国证券投资基金的战略思考。

本书按照“基础知识—投资理论—基金内部运行—基金外部运行—最新发展趋势”的逻辑顺序来写作。适合从事基金研究和实务工作的证券投资分析和研究人员、基金业监管人员、企业集团财务管理人员、证券从业人员、机构与个人投资者的参考读物,也可作为高等院校经济类、管理类本科生、研究生和 MBA 的教学与科研使用。

版权所有,翻印必究。

本书封面贴有清华大学出版社激光防伪标签,无标签者不得销售。

图书在版编目(CIP)数据

证券投资基金运行论/何孝星著. —北京:清华大学出版社, 2003

ISBN 7-302-07183-7

I. 证… II. 何… 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 077240 号

出 版 者:清华大学出版社

<http://www.tup.com.cn>

社 总 机:010-62770175

地 址:北京清华大学学研大厦

邮 编:100084

客户服务:010-62776969

组稿编辑:杜春杰

文稿编辑:钟志芳 马 丽

封面设计:秦 铭

版式设计:茹桂兰

印 刷 者:北京密云胶印厂

发 行 者:新华书店总店北京发行所

开 本:185×230 印张:28 字数:506 千字

版 次:2003 年 9 月第 1 版 2003 年 9 月第 1 次印刷

书 号:ISBN 7-302-07183-7/F·611

印 数:1~4000

定 价:34.80 元



作者简介

何孝星，福建省福州市人，1955年12月9日生。现任厦门大学金融系教授，出版过《投资基金理论与实践》等5部专著。曾先后在《经济学动态》、《金融研究》、《投资研究》等全国公开刊物上发表论文94篇，6次获得省部级以上学术成果奖，主持承担三项国家及教育部科研项目课题，参与一项自然科学基金项目，主持承担一项省级社科课题项目研究。

何孝星教授在证券投资价值分析与投资方法、投资基金理论与实践、公司股份制改制与上市、产权购并理论与操作等方面有着较为深入的研究和实践，其多项成果为政府部门和金融机构及企业所采纳。

前 言

1991 年中国诞生了两家证券交易所，标志着中国证券市场试点工作的全面启动。以此为契机，中国证券投资基金也进入了试点工作，其标志是 1991 年 10 月“武汉证券投资基金”和“深圳南山风险投资基金”的设立。随着各项改革试点工作的全面推进，各地政府大干快上，经过 1992 年、1993 年后，全国出现了经济明显过热现象，通货膨胀率达到了两位数以上，市场融资利率达到了 20%~30%。因此，1994 年下半年，我国开始出台治理整顿金融市场秩序等一系列措施来抑制经济过热现象，以实现经济软着陆。1995 年 5 月 22 日国务院证券委员会（简称证券委）召开了第五次会议，6 月 15 日召开了全国证券期货监管工作会议，提出了中国证券市场要在“以规范促进发展、通过发展求得规范、发展才是硬道理”这一战略思想指导下，一方面要稳步发展市场规模，一方面要开始着手解决深层次问题。进而提出了证券市场发展的八字方针，即“监管、法制、自律、规范”。在这样一种背景下，中国证券投资基金也进入了规范整顿时期，证券投资基金发展一度放慢。至 1997 年 10 月《证券投资基金管理暂行办法》出台前，全国共发展了投资基金 72 只，募集资金 66 亿元。但由于是试点阶段，人们对投资基金的性质、功能、作用等认识不足，又没有一部法律、法规对投资基金的设立、管理、托管等环节进行约束，而当时的证券市场也还是试点阶段，没有办法为证券投资基金的规范发展提供良好的基础。因此，这个阶段，投资基金的运作很不规范，分不清是证券投资基金还是产业投资基金。很多人仅仅把它理解为一种投融资工具，甚至是地方政府项目的融资工具，因此，证券市场上也把基金当作股票来炒作，非常不规范，说不上是真正意义上的证券投资基金。

经过两年的治理整顿后，我国经济基本实现了软着陆。但与此同时，国有企业，尤其是中小型国有企业在市场化改革中，由于体制的原因，在市场竞争中逐渐败下阵来，亏损面不断扩大，经此次调整后，许多国有企业都陷入了困境，就业面临严峻的形势，给经济快速增长蒙上了一层阴影。为了解决我国经济发展中的这一主要矛盾，我国政府重新审视了证券市场的作用，提出要以现代企业制度改造国有企业，因此要大力发展证券市场，充分发挥资本市场的融资功能，为国有企业解困。对证券市场的这一历史定位虽然仍然不准确，但以此为契机，证券市场开始进入了快速发展时期。

众所周知,在西方成熟的证券市场中,机构投资者是证券市场最主要的投资者,它们对证券市场的稳定发展起着举足轻重的作用。而机构投资者中,规模最大,影响力最强的就是证券投资基金,证券投资基金也是民众最信得过的投资理财组织。因此,发展证券市场必须发展证券投资基金。在此背景下,1997年10月,中国颁布了《证券投资基金管理暂行办法》,宣告证券投资基金开始进入规范发展时期。1998年3月,金泰和开元两只基金的设立,标志着具有真正意义上的证券投资基金时代的到来。此后,我国证券投资基金迎来大发展时期,从封闭式基金到开放式基金,从成长型基金到价值型基金,从指数型基金到系列基金,从股票基金到债券基金,证券投资基金的种类创新层出不穷;相应地,证券投资基金的法律法规也渐成体系,《投资基金法》也正在酝酿出台;老基金也在新法规的框架内进行了清理、改制和扩募,至今已全部完成规范化的整顿和改制工作;证券投资基金的规模不断扩大,不只是基金总规模的扩大,单只基金规模也越来越大,目前,我国证券投资基金的规模已达到了1300多亿元,占沪、深两市流通市值的10%左右,有些基金规模达到了50亿元以上,证券投资基金成了中国证券市场中最重要机构投资者,并逐渐发展壮大为一个独立的行业——基金业。

虽然中国证券投资基金的发展取得了可喜的成就,但就其占全国的金融资产的比例来说仍然很小,2002年底,我国储蓄存款突破10万亿元,证券投资基金占储蓄存款的比例才只有1.3%,而至2000年底,美国证券投资基金占美国家庭金融投资的比例已达到49%。显然,我国这种高储蓄率的金融资产结构给银行经营造成了很大的压力,对整个金融体系的安全构成了很大的威胁。而证券投资基金具有将储蓄资金转化为产业资金的重要功能,因此,为了化解金融体系风险,充分发挥资本市场的资源配置功能,目前和今后,大力发展证券投资基金都将是我国的必然政策选择。这就要求证券投资基金监管者、证券投资基金从业人员、基金投资者要更完整、更深刻地理解证券投资基金作用、运行原理等系统性知识,社会上也迫切期望高等财经院校开设证券投资基金课程,培养证券投资基金专门人才。同时,证券投资基金从业人员也迫切期望除了能系统地了解证券投资基金的基础知识和投资管理理论外,还能系统了解国内外证券投资基金的管理和运行知识。

基于上述背景,笔者认为有必要将自己多年的证券投资基金教学实践和研究成果进行归纳总结,结合国内外基金的最新研究成果,系统地阐述证券投资基金的运行原理和实务,并对中国证券投资基金的发展和管理提出自己的见解,以期为中国证券投资基金的发展尽一点绵薄之力。

笔者给证券投资基金下的定义是:证券投资基金是指按照共同投资、共担风险、共享收益的基本原则,运用现代信托关系的机制,通过发行证券投资基金单位,将投资者

的分散资金集中起来投资于有价证券以实现预期投资目的的一种投资组织。即证券投资基金是一种投资组织,由其发行的基金单位是一种有价证券,是一种投融资工具,它具有将储蓄资金转化为产业资金的作用。既然证券投资基金是一种投资组织,它就必须独立核算,并有自己的、按信托原则运行的方式和规律。正是基于这样一种认识,笔者认为从证券投资基金运行这个新视角来研究我国证券投资基金的规范发展是非常有意义的,而这就是本书的立论基础。

笔者认为随着我国经济的快速发展和经济体制改革的深化,社会闲散资金和保险资金急剧膨胀,为证券投资基金的快速发展提供了充足的资金来源,但是资本市场的扭曲发展又使得可供证券投资基金选择的投资品种甚少,难以满足巨额资金的投资需求,从而限制了基金的发展。而我国加入 WTO 后,规范化、市场化、国际化是证券投资基金的必然发展趋势。在这样一种新形势下,我国证券投资基金将如何发展就成了我们要研究的重大课题。本书紧紧扣住上述立论基础,立足我国基金业的发展现状,借鉴国外基金业发展的最新动态和趋势,归纳整理国内外基金最新研究成果,融合本人《我国证券投资基金业绩评估体系的构建与实证研究》(教育部人文社会科学研究项目立项课题)主要研究成果和多年的教学体会,从证券投资基金的内、外部两个方面,着手研究和揭示证券投资基金的运行方式和规律,指出要进一步规范发展我国证券投资基金,一要正确认识证券市场和证券投资基金的功能和作用,为证券投资基金定好位;二要规范发展股票市场,为证券投资基金的运作提供空间;三要切实保护投资者权益,加强证券投资基金监管,完善证券投资基金治理结构等若干论点。

本书按照“基础知识—投资理论—基金内部运行—基金外部运行—最新发展趋势”的逻辑顺序来写作,全书分为 12 章:第 1~2 章介绍证券投资基金的历史、特点、基本形态、种类等基础知识;第 3 章阐述投资组合理论、资本市场理论、套利定价理论等证券投资理论;第 4~8 章讨论基金设立、上市、申购、赎回、治理结构、信息披露、费用、税收、会计等基金内部运行问题;第 9 章讨论如何评价基金业绩,并对我国基金业绩做实证研究;第 10 章讨论证券投资基金监管体系;第 11 章系统回顾我国证券投资基金运行轨迹,并对其作出客观评价和反思;第 12 章对我国证券投资基金的运行模式进行系统前瞻。

本书力求体现以下特色:

(1) 突出体系的完整性。国内外关于基金方面的文献很多,但是国内现有关于基金的专(译)著在内容和体系上,大部分侧重于介绍基金业基础知识或实务操作等方面的知识,而系统地对证券投资基金的运行和管理的涉及不多。本书在讲解基金基本知识的基础上,增加了基金治理结构、基金监管、基金投资、基金信息披露、基金费用、基金

评价体系等章节，完善了基金理论与实务的相互衔接，填补了国内基金研究方面的一些空白。

(2) 突出时代感，反映国内外基金业的最新发展动态和趋势。随着经济一体化和金融全球化，基金的投资理论和手段、基金的种类等日益复杂化和多样化，这虽然为投资者提供了更多适合自己投资偏好的选择空间，但也使基金业绩评价变得更加困难，加大了投资者的选择难度，这就要求监管当局对基金业的监管要更加注重时效性和艺术化，及时化解基金业的风险。本书力求将国内外基金业的上述最新内容吸收进来，如中外合资基金管理公司、QFII 和 QDII 制度、《投资基金法》等，从而使本书更具有时代感。

(3) 突出基金管理特性。证券投资基金及其市场能否规范和健康运行，很重要的一点就是要加强对证券投资基金运行过程的有效控制，即加强基金微观和宏观管理，因此本书从基金管理角度研究基金的运行，重点研究了基金管理公司的管理、基金的治理结构、基金的绩效评价、基金的监管、基金的信息披露等方面的内容。

本书在写作过程中，力求遵循从基础知识到理论、从理论到实务、从实务到热点难点、从微观到宏观以渐进展开研究的逻辑顺序，尽可能使之成为在国内研究基金的书籍中理论相对完善，体系相对合理，及时反映基金行业最新发展现状和趋势，面向高校师生及基金从业人员和投资者的重要参考书，同时也为制订基金发展政策和法律法规及基金市场监管部门提供了重要参考，使之具有较高的学术价值。

在本书付梓出版之际，我首先应当感谢我的两位学生——于宏凯、朱奇峰，他们为本书的出版做了大量的工作，包括资料收集、整理、数据验算、模型建立等。我还得感谢清华大学出版社的王俊峰先生、李华君先生，他们对本书的及时出版提供了极大的支持和帮助；感谢编辑杜春杰女士，她对本书的出版付出了大量心血和关怀，作了大量具体工作，令我十分感动。最后应当衷心感谢在本书写作过程中给予支持及提供各种信息、资料和宝贵意见、建议的学界同仁和朋友！

何孝星

2003.7.28

目 录

第 1 章 证券投资基金概论	1
1.1 证券投资基金的概念与特点	1
1.2 世界证券投资基金的发展历程	7
1.3 证券投资基金的功能与作用	21
第 2 章 证券投资基金类型	27
2.1 契约型基金和公司型基金	27
2.2 开放式基金和封闭式基金	33
2.3 股票基金、债券基金、混合基金和 货币市场基金	43
2.4 在岸基金和离岸基金	54
2.5 私募证券投资基金和公募证券投资基金	57
2.6 基金的其他类型	64
第 3 章 证券投资基金资产管理理论和策略	68
3.1 证券投资基金的投资范围	68
3.2 投资组合理论、资本市场理论和套利理论	74
3.3 证券投资基金的投资策略综述	92
3.4 证券投资基金的积极管理策略和消极管理策略	95
3.5 基金投资行为分析	99
第 4 章 证券投资基金运行管理	104
4.1 证券投资基金当事人	104
4.2 证券投资基金的发起设立	109
4.3 证券投资基金的发行与上市	115
4.4 证券投资基金的终止与清算	127

第 5 章 证券投资基金治理结构	130
5.1 公司治理结构与证券投资基金治理结构的比较	130
5.2 公司型证券投资基金的治理结构	135
5.3 基金管理公司的治理结构	143
5.4 契约型基金治理结构	149
5.5 我国证券投资基金治理结构的优化途径	158
第 6 章 证券投资基金信息披露管理	163
6.1 信息披露管理的内涵、原则和意义	163
6.2 美国关于证券投资基金信息披露的有关规定	165
6.3 我国证券投资基金信息披露的有关规定	167
6.4 我国证券投资基金在信息披露中存在的问题及其规范意见	172
第 7 章 证券投资基金费用和税收	178
7.1 美国共同基金费用及其变化趋势	178
7.2 美国共同基金费用的监督	194
7.3 基金费用对收益的影响	200
7.4 我国基金费用现状及改革方向	204
7.5 基金税收	210
第 8 章 证券投资基金会计	222
8.1 证券投资基金会计概述	222
8.2 基金资产、负债和所有者权益	228
8.3 基金收入、费用和利润	245
8.4 证券投资基金财务报告	251
第 9 章 证券投资基金业绩评价	267
9.1 基金收益的衡量	267
9.2 投资基金的风险	268
9.3 基金业绩的实证研究	270
9.4 晨星公司基金评级体系	283

9.5 我国基金投资策略和投资理念分析	292
9.6 中国证券投资基金业绩的实证研究	312
第 10 章 证券投资基金的监管	326
10.1 证券投资基金监管概述	326
10.2 证券投资基金监管机构	328
10.3 证券投资基金监管的法律框架	334
10.4 对证券基金管理公司（投资顾问）的监管	339
10.5 美国 1940 年投资公司法案与共同基金监管	351
10.6 基金监管的国际化	354
第 11 章 中国证券投资基金运行轨迹及其评价	360
11.1 中国国家基金的运行轨迹与评价	360
11.2 中国公募证券投资基金的运行轨迹及其评价	364
11.3 中国私募证券投资基金的运行轨迹与评价	386
第 12 章 中国证券投资基金运行前瞻	393
12.1 中国证券投资基金运行的外部环境前瞻	393
12.2 中国证券投资基金运行模式前瞻	405
12.3 中国私募证券投资基金发展前瞻	412
附录 A 证券投资基金管理暂行办法	417
附录 B 开放式证券投资基金试点办法	426
参 考 文 献	432

第1章 证券投资基金概论

20世纪80年代末90年代初,我国开始了国内证券投资基金试点工作,但较规范的证券投资基金直到1998年以后才出现,此后,证券投资基金无论在种类上还是在规模上,都呈现出快速发展的势头。随着证券投资基金实践和创新的不断深入,人们对证券投资基金的认识也不断清晰,因此,虽然证券投资基金的原理变化不大,但不同时期的书籍对证券投资基金基础知识的理解和表述就会有所不同。这种理解和表述上的差异,必然会影响人们对证券投资基金其他问题的认识。由于正确理解证券投资基金基础知识是研究证券投资基金的基础,因此,本书在研究证券投资基金运行管理前,有必要根据作者十多年的证券投资基金教学经验和在证券市场的实践,将证券投资基金的概念、特点、功能、作用、类别以及其在证券市场中的地位等基础知识和投资理论进行系统地阐述。

1.1 证券投资基金的概念与特点

1.1.1 证券投资基金的概念

目前理论界和实务界对证券投资基金的概念主要有两种理解,一种认为证券投资基金是一种投资工具,一种认为是一种投资组织。从投资者角度来说,证券投资基金就像股票、债券一样,是一种投资工具,实际上,这是把证券投资基金理解成证券投资基金单位了,是口语化的结果,因为人们在买卖证券投资基金单位时往往简称为买卖“xx基金”。从法理上说,证券投资基金应该是一种实行独立核算的投资组织。只有把它理解为一种投资组织,我们对证券投资基金的管理和运作的研究才具有实际意义,才能真正促使证券投资基金进行规范化运作,促

进证券市场的规范化发展。如果只偏重于将证券投资基金作为一种投资工具来研究,那么就有可能出现类似于在我国证券市场过程中,长期偏重于研究股票的融资功能,而忽视研究上市公司的运作与治理的现象,使得证券市场畸形发展,积重难返。因此,本书给证券投资基金下的定义是:证券投资基金是指按照共同投资、共担风险、共享收益的基本原则,运用现代信托关系的机制,通过发行证券投资基金单位,将投资者的分散资金集中起来投资于有价证券以实现预期投资目的的一种投资组织。这一定义有以下五层含义:

1. 它是一种专门投资于股票、债券等有价证券的投资基金,即它的投资领域主要限于证券市场。根据证券投资基金的有关法律法规或基金章程规定,证券投资基金投资于证券市场的份额一般不低于资金总量的70%。而投资基金的投资领域更加广泛,它既包括证券投资基金,也包括产业投资基金、创业投资基金。

2. 证券投资基金设立的基本原则是共同投资、共担风险、共享收益。根据投资原理,只要是投资就必须承担相应的风险和享有相应的收益,证券投资基金是一种集合众多投资偏好相同的投资者进行共同投资的组织,因此投资者必须为此承担同样的风险,享受同样的收益。因此,证券投资基金的收益是不固定的。

3. 现代信托关系是证券投资基金运行的基础。证券投资基金是在现代信托关系的基础上建立的一种组织,它的运行本质就是“受人之托,代人理财”,即众多投资者将资金集合成立一家证券投资基金组织,然后以信托关系将这些资金委托基金管理人(或投资顾问公司)进行运作,并委托基金托管人(一般为商业银行)管理基金资产和监督基金管理人对基金资金的使用。这种信托关系是投资基金运行和发展的重要保障机制。

4. 它是通过发行证券投资基金单位募集资金的。证券投资基金单位是一种代表基金持有人所有权证的有价证券,在性质上类似于股票,因而它具有可交易性。证券投资基金通过发行基金单位募集资金,投资者通过认购证券投资基金单位享有相应的参与权、收益权、剩余资产分配权等基金持有人的权益。

5. 证券投资基金是一种独立核算的投资组织。投资基金的资金虽然委托给基金管理人运作,但基金管理人应单列账户,进行独立核算,不能将这些资金与自身资产相混,也不能以这些资金作为抵押(或担保)来获得自身资产运作所需的借款。因此,证券投资基金是一种既不同于股份有限公司和一般的工商企业,又不同于商业银行和一般的非银行金融机构,它是一种专门将社会上的分散资金集中起来进行投资的独立核算机构,是一种特殊的投资组织形式。

上述五个方面是证券投资基金的基本要素,在证券投资基金发起设立、运作

和发展过程中必须始终予以坚持。

1.1.2 证券投资基金单位的特点

证券投资基金单位与股票、债券等都属于有价证券范畴，都具有将社会闲散资金集中起来的融资功能，但它们之间又存在着以下明显的区别：

1. 来源不同。股票来自于经济活动中的商业性投资关系；债券来自于经济活动中的商业性借贷关系；而证券投资基金单位是以股票、债券或其他资产的存在为基础，因此，证券投资基金单位是股票、债券等基本证券的派生证券。

2. 代表的权益不同。股票是代表股权的凭证，股东按投入的股份数享有资产所有权、收益分配权和剩余资产分配权，但股东在公司存续期内不得撤资；债券是代表债权的凭证，债权人可按期获得本金的返还和利息收入，但不能参与收益分配；证券投资基金单位是代表基金持有人持有基金份额的凭证，基金持有人可据此享有基金所有人的权利（类似于股票）；同时由于开放式基金具有可赎回性，封闭式基金具有明确的存续期，基金持有人在一定情况下可以撤资，所以它又具有某些债券方面的特征。

1.1.3 证券投资基金与产业投资基金、风险投资基金的比较

证券投资基金与产业投资基金(Industry funds)、风险投资基金(Venture funds)在投资对象、资金来源、运作模式、投资风险、收益实现方式等方面都有显著的区别。

1. 投资对象不同。证券投资基金的投资对象是各类有价证券，如股票、债券、银行存款、票据、外汇、期权期货和认股权证等原生金融工具和衍生金融工具；产业投资基金主要以企业或项目为投资对象；风险投资基金的投资对象是处于创业期但尚未上市的新兴中小型企业，尤其是新兴高科技企业。

2. 资源来源不同。证券投资基金资金来源于各类法人机构和一般的自然人，对投资者的上限没有作限制，可高达几万人甚至几十万人；产业投资基金资金主要来源于独立法人机构和一些富人，因此，每只基金的投资者人数通常为几十人到一二百人；风险投资基金的资金则更是来源于从事风险投资的法人机构和一些富人，可以说是富人的游戏天堂，每只基金的投资者人数就更少了。

3. 获取收益方式不同。证券投资基金的主要收益来自于证券的买卖价差,利息、股息等收入中只占其收益的一小部分;产业投资基金的收益主要来自于每年的股利分配,在一定条件下,也可通过转让股权等途径获得投资回报;风险投资基金的收益主要来自于投资成功后的股权转让收益。

4. 运作模式不同。证券投资基金主要是进行证券投资组合管理,一般不介入上市公司的运作;产业投资基金则侧重于对投资项目(或目标企业)的管理,虽不强调参与投资项目(或目标企业)的日常经营管理,但常常要求拥有一个董事席位,并具有一票否决权;风险投资基金主要是进行高科技风险项目筛选和管理,目的是将其培育上市后,从二级市场中退出,获取高额的投资回报。

5. 投资风险不同。证券投资基金的风险主要来自于影响股票价格变动的系统性风险;产业投资基金风险主要来自于被投资企业或项目的经营风险和行业风险;风险投资基金的风险主要来自于项目筛选的失误以及证券市场的变化,其风险相对较高。

1.1.4 证券投资基金的运作特点

与一般机构投资者或个人相比,证券投资基金在运作上有着鲜明的特点:

1. 资金规模大。证券投资基金规模一般比较大,在我国新发行的证券投资基金一般都在20亿元以上,而在美国,一只证券投资基金的规模可高达几百亿美元,大大高于一般机构投资者或个人的证券投资规模。

2. 证券投资基金可通过证券组合投资降低投资风险。风险分为系统性和非系统性风险,与公司有关的风险称非系统性风险,与市场有关的风险称系统性风险,非系统性风险可以通过投资组合来降低,而系统性风险则不行。对个人投资者来说,由于资金少,只能购买一、两种股票,万一选择的股票不对,持有的股票价格惨跌,就有可能血本无归,很难做到分散投资,承担的风险就相对较大。由于投资基金汇集了许多投资者的资金,资金总额非常庞大,因而它可以做到分散投资,通过投资组合规避非系统性风险,并可以根据经济形势的变化不断地进行变动投资组合,以做到风险最小化,收益最大化。人们曾对美国90只投资基金在1970—1974年的表现进行研究,发现投资基金收益率季节性变化的90%起因于系统性风险,因而非系统性风险对投资基金收益不起主要影响作用。

3. 证券投资基金具有专业化的管理。证券投资基金通常由专业化的投资机构

负责管理,如基金管理公司、商业银行、投资顾问公司等。在基金管理公司中,专职的证券分析人士、证券投资组合专业人员和专业操作人员协同工作,通过专业化的管理和科学的投资决策机制,能较好地弥补个人投资者和一般机构投资者信息分析不足、操作技能不足等缺陷,为投资者带来更好的回报。

4. 通过证券投资基金进行证券市场投资可降低交易成本。第一,证券投资基金的资产规模庞大,是券商重点争取的机构投资者,可获得比一般投资者高得多的佣金折扣;第二,我国投资者来自于证券投资基金红利收入目前可以不交个人所得税,但来自于股利、债券利息收入要征收个人所得税;第三,证券投资基金比个体投资者的信息更灵通,可降低交易中的信息不对称成本;第四,个体投资者委托专业机构理财后,可以腾出精力干好本职工作,有利于降低机会成本。

5. 证券投资基金可介入更多的投资领域。有一些市场和投资领域是一般投资者不便或不能进入的,如证券回购市场、银行间拆借市场、国外证券市场等,但证券投资基金作为一种金融机构,则被允许进入上述市场进行操作,从而使其投资领域远大于一般投资者,有利于其降低风险,增加收益。

1.1.5 证券投资基金运作的局限性

1. 风险规避的局限性。如前所述,证券投资基金可以消除非系统风险,但对系统风险则无能为力。系统风险是指因市场环境变化导致所有证券价格的波动。市场环境包括宏观经济形势、特定产业的发展状况、政府采取的财政政策和产业政策、利率、汇率等,一旦市场环境变化,所有企业的经营都会受到影响,从而导致该企业的股票或债券价格出现波动。当证券市场的系统性风险开始释放时,包括基金在内的所有投资者都无法幸免,“覆巢之下,安有完卵;”如NASDAQ指数在20世纪90年代中期至90年代末涨幅惊人,对该市场进行投资的基金的盈利水平也是一飞冲天,管理人经常被媒体吹捧为“明星经理人”。但随着全球经济下滑和企业对电子产品采购需求的减少,在NASDAQ上市的企业盈利水平大幅下降,对该市场进行投资的所有基金的资产急剧缩水,无一幸免。再如,由于受国有股减持、加强监管以及证券市场各种“黑幕”的影响,从2001年下半年开始到2002年底,我国股市从2200点一路下跌到1500点以下,这段时期内,几乎所有股票都大幅度下跌,我国所有证券投资基金的资产也都大幅缩水,损失市值约120亿元,几乎所有封闭式基金的净值都跌破面值,好多基金市值只有0.6~0.8元。

另外，基金在投资中出现策略失误也会导致基金资产蒙受重大损失。通常人们认为基金是专业理财，可以提高收益并且降低风险，但实际情况并非完全如此。且不论基金管理人的道德风险问题，经理人的选股能力、对大势的研判能力也是参差不齐。市场中的热点在不断地轮换，基金经理人无法准确地预测下一个市场热点，投资领域没有永远的胜利者。在美国，能保持长期高水平业绩的基金并不多见，只有极少数管理人被称为“明星经理人”。在某年业绩排名靠前的基金在次年往往出现业绩滑坡。而在我国，“基金黑幕”事件和“银广夏”事件，充分说明了基金经理人的不道德行为会使基金持有人损失惨重。所以说，证券投资基金只能在一定程度上降低风险。

表 1-1 展现的是美国 1982—1992 年，每年的前 20 名基金在次年的平均排名。例如，将排名第一的基金在次年的排名依次相加，然后除以 10 年计得出表中的次年排名。我们看到年度冠军在次年的排名是 100 名，年度亚军在次年的排名是 383 名。由此可见，基金的业绩在各年的排名情况变化很大。

表 1-1 1 年期前 20 名股票型基金之排名

第 1 年排名	次年的平均排名	第 1 年排名	次年的平均排名
1	100	11	310
2	383	12	362
3	231	13	271
4	343	14	207
5	358	15	271
6	239	16	287
7	220	17	332
8	417	18	348
9	242	19	310
10	330	20	226

资料来源：John C. Bogle (1994). Bogle on Mutual Funds— New Perspectives for the intelligent Investor. New York, IRWIN, P88

2. 投资领域的局限性。证券投资基金在设立时要在招募说明书中明确证券投资基金的投资目标、投资范围等问题，以利于投资者选择适合自己的证券投资基金，同时投资目标和策略也是证券投资基金在日后运作中应当追求的目标和应遵循的准则，从另一个角度说，这限制了证券投资基金的投资领域。应该说，上市