

第一章 证券投资基金的概念

第一节 证券投资基金的概念

所谓证券投资基金注⁽¹⁾ 即是将非特定众多投资者的小额资金汇集成巨额资金(基金)然后交由证券投资专家进行风险回避式的分散投资,运用后的利得将根据出资额分还给投资者的一种制度。

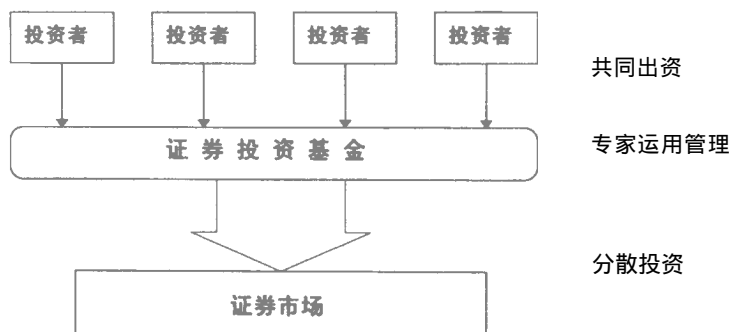
就此而言,可以说证券投资基金是为那些不具有专业知识和经验,没有时间或能力,不能或不愿直接进行证券投资的一般投资者提供的投资方式。它为众多没有足够资金进行风险回避式分散投资的弱小投资者,提供了有效的有价证券投资手段。

除了投资基金管理公司要扣除代理业务所应得的报酬外,运用的结果(包括利得或利损)将一切归属投资者。因此,投资基金也是一种证券投资的代理方式。

由此可见,投资基金的原则可概括为五句话:积少成多、专家运作、回避风险、分散投资、责任自负。

投资基金制度并非一成不变、概出一统,而是因国家、时代不同而形态各异。就具体结构而言,随着各国证券市场的历史进程、市场经济的成熟程度、社会结构的不断变迁而发生着多种多样的变化。可以预料今后仍将不断变化下去。然而,在这些变化中可以找到共同的特征,即投资基金所具有的普遍性质。

图 1-1 证券投资基金概念图示



美国经济学家斯泰纳 (William Howard Steiner^{注(2)}) 曾经说过“,所谓投资基金 即是众多的投资家共同出资 资金的管理者 据此进行比投资者本人运用时更安全、更有利的投资,运用成果 归投资者享有的一种投资方式。换言之 投资者通过投资基金 可以最大限度地利用其所拥有的资金”。这段话极其明确地表述了 投资基金所具有的普遍性质。

斯泰纳将投资基金的普遍性质归纳成以下几点：

- (1) 汇集众多投资者的资金而成基金；
- (2) 运用这一基金进行有价证券投资；
- (3) 专家代替众多投资者运用基金；
- (4) 运用原则是：为回避风险而对多种证券牌名进行分散投资；
- (5) 纯粹以投资为目的，绝无通过收买股票而控制特定企业的企图。

实际上，从世界各国的制度、机构等情况来看，本书所要论

及的领域使用“投资基金”这一专有名词是否妥当，是有争议的。目前，由于各国所使用的说法各异，因此很难给这一范畴下一个统一的定义。例如，在德国、法国等欧洲大陆各国广泛使用“投资公司”（德语 Kapitalanlagegesellschaft、法语 Compagnie d'investissement）一词，其中含有“合作”和“共有”的概念。然而在美国、英国、加拿大、澳大利亚等安格鲁萨克逊系各国及日本，一般使用“投资信托”，（Investment Trust、Investment Trust Company）一词。“信托”一词体现了法制性和经济性的概念。不过美国规范这一领域的专门法规却称作《投资公司法》（Investment Company Act），所以美国的投资基金在法律上并非依据于“信托”概念。从亚洲各国的情况看，日本和韩国广泛使用“投资信托”一词，在基于信托概念方面与欧洲大陆各国相似，然而在香港、台湾则除了“投资信托”外，还使用“投资公司”和“投资基金”的称呼。

尽管世界各国对“投资基金”体系的称呼有所不同，但对商品的称呼则广泛使用“基金”（Fund）一词。如果根据现实情况寻找一个妥协点的话，我们认为将以后要提及的公司型投资基金称作“投资公司”，将契约型投资基金称作“投资信托”比较适当。但是本书的目的并不是要讨论这一问题，所以在以后的论述中，如无特殊必要将使用最常用的说法“投资基金”。

另外，由于日本广泛使用“投资信托”一词，所以我们在介绍法定的名称、商品或其他固有名词时也随之使用了“投资信托”这种说法。

第二节 证券投资基金的性质

本节将就前节所列举的投资基金所具有的普遍性质，逐个探

讨其在社会经济中的作用。

1. 积少成多组成基金

投资基金的资产是由众多一般投资者的出资构成的。其形态不论是股票 还是信托受益凭证“众多出资形成巨大基金”这一点是共同的。

这里所说的一般投资者，并不仅限于个人。但是由于投资基金是所谓专家代理证券投资方式，所以对于并不需要专家代理的投资者来说是毫无意义的。在社会中除了拥有雄厚资金、丰富经验的投资者之外，还有大量既无雄厚资金，又无专业知识，更无信息和调查能力的中小投资者。对于这部分中小投资者来说，投资基金实在是最适当、最便利、最有效的参与有价证券投资的方式。

实际上，即使是那些资金雄厚的投资者，如果不具备证券投资的专门知识，他们也往往要借助投资顾问或者加入投资基金。

2. 长期投资式的资产运用

投资基金是代理证券投资的一种方式。这里所说的投资 (Investment)，除了获取利息收入 (Income gain)，即所谓有价证券定期收入，以及资本收益 (Capital gain)，即所谓资本的价格增值之外，还包括回避因通货膨胀而引发货币贬值所造成的实际资本损失之目的，即以实际资本的保值为目的，将资金长期投入现存的有价证券。因此投资与投机 (Speculation) 不同 投资的目的是在保值的同时优先获取定期性的利息或分红；投机的目的则是通过短期买卖获取差价利益 即优先“赚取”。因此投机不拘泥本金的保值，而偏好铤而走险。社会对投资基金的要求不是伴随着冒险的“投机”，而是尽量安全地实现资产保值基础上的投资。

尽管如此，这里所说的投资并非一旦取得证券后便绝不再出

售式的永久持有，也不否定通过买卖取得利益。只要未发生妨碍其实现目的的情况，其持有将继续下去。其投资目的受到妨碍或本金保值受到威胁时，理所当然地将处理手头持有的证券。这也是实现资本保值目的的手段。所以此时的买进卖出并非投资的本来目的，而称之为实现资本保值目的的二次行为。投资基金所从事的投资就是上述意义上的投资，而且非此不为。

3. 遵循信托精神的专家式运用

投资基金也是遵循信托精神的一种代理证券投资方式，尤其是为一般投资者代劳。从各国投资基金的宗旨、历史及过去、现在投资基金的顾客来看，都反映了这一点。

所谓“信托”即是“财产的所有者（委托者）将其财产的管理、处置权授与受托者，受托者遵循一定的信托目的，为委托者管理、处置财产的一种法律关系”。受托者与委托者之间是一种很强的信任关系。因此，作为投资基金的职业精神，从业者必须忠实于信托目的，为之尽心竭力，克尽职守。

在市场经济社会中的投资基金顾客，既不是事业家，也不是投机者，他们是通过基金谋求稳定的增值和坚实的收益的投资者或曰股东。同叫股东，但这些股东与资本主义初期阶段的“资本家”在内涵和性质上有根本的不同。这些投资者是另有职业的弱小大众投资者。他们在自己的工作中辛辛苦苦，倾注了全部的时间和精力，而在投资上只能用很小的时间和精力，甚至一些人完全没有时间和精力进行证券投资。同时他们还是在资金上势单力薄的投资者，无法独立像大投资者那样进行分散投资。

由此可见，中小投资者与大投资者相比在许多方面是很不利的。投资基金就是通过信托的形式来消除这些不利因素。

有鉴于此，投资基金的运用和管理在本质上具有很强的服务性，即职业管理人代替外行投资者进行投资管理，所得利益全部

归投资者所有。投资基金的管理者只收取提供服务所应得的手续费。投资基金的运用和管理机构必须对投资者负责，安全、有效地运用投资者委托的资产，不允许把基金作为自己的营利手段。为投资者以外的第三者谋取利益的行为则是违约行为。投资基金方式的根本是投资者与受托运用者的信任关系，所以首先要求受托者对投资者的绝对忠实。可见，投资基金方式是具有极强公共性质的。

4. 回避风险式的分散投资

一般来说，有价证券投资的高收益期待很大，同样其蓄含着的风险也多种多样。要尽量回避这些风险，获取稳定的收益，必须在选择投资对象的股票、债券、确定投资的时机时进行缜密的调查研究。同时为了保证资产的安全，还必须根据风险回避的原则，分散投资对象和投资时机。

然而，所有这些对于一般投资者来说是极其困难的。这里就产生了对由专门机构进行风险分散投资的社会需求，投资基金便应运而生。

由于从众多投资者手中集中起来的基金金额相当庞大，所以有可能在运用中对牌名、时机等分散投入。从投资基金加入者的角度来看，投资基金的一个突出的优点是，本来只有巨额资金才能涉足的有价证券风险分散投资，在有了投资基金后，小额资金也可以问津了。

概括讲，投资基金方式在依靠专家管理、保证投资的有效有利的同时，还通过分散投资手段防止不测事件的发生，以保证资产的安全。

5. 以纯粹的投资为目的

投资基金以“参加”企业经济活动为目的。参加有“参加经

营'和'参加收益'两种形式。“参加经营”形式在持股公司和融资公司中常可见到，其目的在于支配或统括企业。然而投资基金则仅仅是以“参加收益”为目的。投资基金的目的是，取得投资对象（有价证券等）产生的成果（利息、分红等的证券定期收入和投资对象价格增值资本收益）绝不以通过取得股票来支配特定企业为目的。关于这一点，在投资基金的信托契约、定约等，或各国的法规中都有明确规定，这是与持股公司等性质上的根本不同。

第三节 证券投资基金的意义

具有前述特性的投资基金方式，对证券市场和社会经济的发展发挥着极为重要的作用。其积极作用来自多方面。本节主要列举投资基金在国家宏观经济中的几点重要意义。

1. 保护投资者不受通货膨胀的影响

投资基金在代替一般投资者进行证券投资的同时，还要保护投资者的资金。其中除了在证券市场的变动中随时妥善处理资产外，更重要的是在货币贬值时，保护投资者不受通货膨胀的影响。

通货膨胀是经济社会中的必然产物。银行、信托公司、保险公司乃至国家也无法免受其害。在当今的世界经济中，伴随着经济发展，通货膨胀也不可避免地同时存在。因此，如果不能在通货膨胀中保护民众的储蓄和财产，民众的经济利益在通货膨胀中受到损害，民众便会失去对经济发展的信任。因为他们的财产所具有的实际价值在经济发展中被吞噬掉了。

投资基金正是在通货膨胀中保护大众财产的守护神。投资基金制度的发展在一定意义上讲，是源于对经济发展的期待和对通货膨胀的回避。从历史上看，投资基金在欧洲大陆各国兴起也都是和通货膨胀密切相关的。而且，投资基金培养了大众的长期投资意识，这也是因为投资基金具有回避通货膨胀的作用。

另外，投资基金作为储蓄机构或利殖机构，与银行、信托公司、保险公司在本质上的不同也就在于此。其他金融机构是优先保证本金，投资基金则不仅限于此，它要在货币贬值、物价腾贵的状况下，争取获得投资对象增值时的收益。这种在维持财产价值的同时谋求财产增值的特性是投资基金存在的理由和使命。

2. 向产业界顺畅提供资金的途径

从国家宏观经济角度看证券市场的作用，首先是政府部门和民间企业可以通过证券的发行，筹措到长期稳定的资金；发行后的证券可以顺畅地在证券市场中流通。这正是市场经济所不可缺少的。为了使证券市场有效发挥作用，最重要的是让尽量多的资金，特别是大众家计生活中结余的那部分小额储蓄，能够源源不断地、直接或间接地流入证券市场。

然而，由于证券交易单位太大，牌名种类繁多，个人储蓄性资金，特别是占绝大部分的小额资金，难以顺畅地进入证券市场。换言之，弱小的小额投资者很难驾驭证券投资。

对于投资者来说，投资证券市场的长处在于可以分享社会经济发展所带来的利益。投资基金则能够最大限度地发挥这一长处，消除横在一般投资者与证券市场之间的障碍，架起联系的桥梁，使以一般投资者为主的小额资金能够间接投资于证券市场。

简言之，投资基金存在的意义在于使不能直接投资于证券市场的小额资金得以间接进入证券市场，并在使资金顺畅流入资金市场的同时，向一般投资者提供了新的储蓄手段，促进了个人金

融资产的形成。

3. 通过流通市场完善发行市场

既然投资基金是证券投资代理的一种方式，那么其根本的使命是在流通市场 在发行市场的作用就是附带的。忽视这一点 就会把投资基金等同于融资公司或承销公司。

有人认为，投资基金是投资于已发行完毕的证券，因此并未作用于产业资金的筹措。这种看法是错误的。持这种看法的人不仅没有认识到发行市场与流通市场的关系，而且没有理解投资基金的使命。

从根本上讲，证券市场的作用是促进经济发展中的基础部分“资本积累”即促进以固定资本为中心的经济的发展。那么作为资本市场的发行市场则是“实现从货币向资本的形态转变的媒介”。在流通市场，市场将对已在发行市场发行的证券，根据经济形式进行投资价值的再评价。结果是，在流通市场上的股票，其投资价值将在买卖中受到再评价，并随之从发行时的最初投资者转向另一投资者，接着还会不断移向下一个投资者，这实际上是意味着一种产业资本供给者的转换过程。股票的发行是以这种流通市场的存在为前提的。正是有了这种流通性和资本供给者的转移 股份制度才能发展。一个国家的产业也会随着股份制度的发展而发达起来。股市如果失去了流通性和资本供给者的转移，股份制也就会从根本上崩溃，发行市场也就无法存在了。换言之，发行市场不可能单独成立，是伴随流通市场而存在的。因此说，将发行市场与流通市场分离来看的观点在理论上是站不住脚的。

由此来看，认为投资基金只在流通市场起作用，无助于产业资本筹措的观点，显然是形而上学式的、没有理论根据的。当然，发行市场与流通市场既是相辅相成的，又是相对独立的。投资基金并非直接在发行市场上起作用，那样就背离了投资基金的本来

使命。

我们在第十章将要介绍的长期债券投资基金创立时的状况就清楚地说明了这一点。

4. 健全证券市场的辅助作用

投资基金的宗旨既然是在流通市场中发挥作用，当然有对证券市场的完善与稳定做贡献的责任与使命。这一点是投资基金管理者及与投资有关的各方要铭刻在心的。

投资基金对证券市场究竟是稳定因素还是扰乱因素，对此的争论过去有，现在也有。通过对历史事实的回顾和研究，我们可以得出结论说，投资基金是稳定证券市场的重要力量。当然，不能否定在暂时或局部情况下，投资基金成为变动因素的事实。但是，以长期和全局的观点看，投资基金最终还是起到了稳定市场的作用。这一点从发达国家证券市场的发展史中可以得到明确的答案。不过，我们在这里特别要强调的是投资基金对证券市场的健全和完善所起的作用。

一般来讲，在证券市场的初创期，不论是哪个国家，其股票市场都曾经是投机获利、操纵行情的场所。在证券交易所的历史中，操纵市场、欺诈巧取、买空卖空的事例层出不穷。这种市场经济发展中的黑暗面在任何国家都毫无例外。

那么，在变投机市场为投资市场，使证券市场从一部分资本家、投机家跳梁的场所转变成为人民大众投资的市场，将股票从投机、支配手段转变成为利殖、储蓄手段的过程中，投资基金是完成这一转变的原动力。投资基金是投资的工具，而不是投机的工具。

如上所述，投资基金在投资时，是在严密调查的基础上，以长期稳定的投资为目的的。以往证券市场中曾经历过以“证券市场中的结构性变化”、“股市的结构性变化”及“投资革命”等新

词汇所代表的几次革新性大变革，其原动力就是投资基金。不仅是日本，几乎在所有投资基金历史较长的国家都可以看到这一现象。

5. 促进社会利益的再分配

随着投资基金的发展，人民大众可以通过投资基金以股票和债券的方式间接向产业提供资金，间接拥有企业。这样便实现了非支配下的企业所有社会化，促进了基于民主原则的收入平等和社会资产再分配。投资基金制度的社会经济意义就在于其直接发挥着上述“证券民主化”的作用。

投资基金的基本经营政策中具有如下特点：长期投资、共同投资、分散投资、禁止投机、禁止承销、禁止控股支配企业等等。同时还以回避通货膨胀为重要职责。这一切都是基于投资基金的性质和资本保值经营理念的。投资基金是代替投资者进行证券投资的方式，同时还是保护这些投资资产的机构。这也是投资基金的经营政策所决定的。

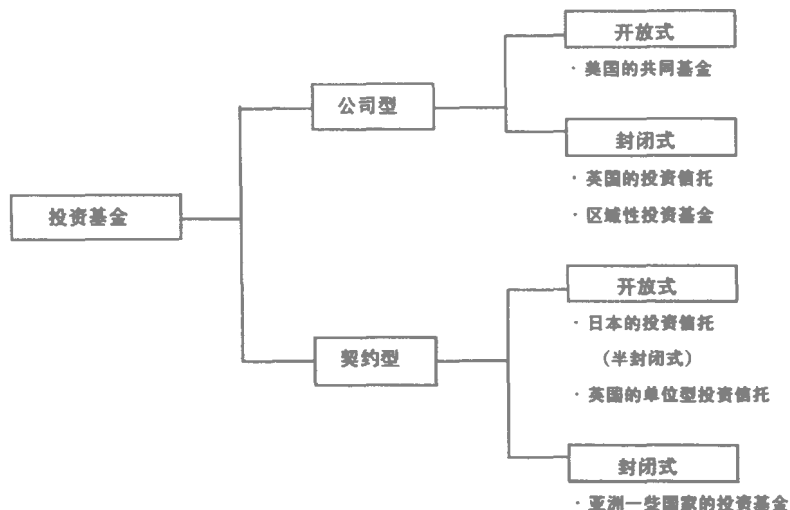
投资基金通过帮助人民大众向企业投资并分享由此产生的企业利润，促成全社会成员之间更广泛意义上的利益再分配。

第四节 证券投资基金的形态分类

世界上存在着各种各样形态的投资基金，其种类、结构因各国的历史背景、社会经济的发展阶段及法律制度体系不同而各异。

要理解本书所介绍的日本式投资基金的结构，首先需要从概念上了解世界上现存的主要形态。那么，通过对主要种类、形态的初步认识，又会帮助读者进一步理解投资基金。从这个观点出发，我们下面笼统地介绍一下投资基金的主要形态。

图 1-2 现存投资基金的形态分类



1. 契约型和公司型

投资基金根据其成立的法律形态分成契约型和公司型两大类。

契约型投资基金是依据信托契约成立的。这种形态的投资基金由以下三方构成：委托者——对信托财产进行管理和运用；受托者——对信托财产进行保管 受益者——信托财产的投资者。投资基金依据规定当事三方权利和义务的《信托契约》进行运营。委托者和受托者之间缔结信托契约，并发给受益者表明对此信托享有受益权的“信托受益凭证”。英国的单位型证券投资信托 (Unit trust) 就属于这一类。日本的投资基金则全部是这种契约型。

契约型投资基金本身并不具有法人资格，投资者的出资金全部置于受托者的管理下，信托财产的所有者也名义上是作为财产

管理者的受托者。委托者代替投资者就信托资产的投资内容向受托者发出运用指示。受托者则根据指示将信托财产投资于有价证券。遵守指示是受托者的义务。因此委托者也被称作运用者或管理者。

公司型投资基金则是依据公司法(或商法)以一般股份公司的组织形式建立的。换言之,是以投资于有价证券为经营目的而建立的股份公司,其发行的股票由投资者取得,投资者即是股份公司的股东。因此也有人把公司型投资基金称作“投资公司”。美国的共同基金(Mutual fund)、英国的投资信托^{注(3)}(Investment trust)等就属于这种公司型。

公司型投资基金一般由以下几部分构成:即从事投资活动的“投资公司”;为投资公司的投资活动提供咨询的“投资顾问公司”;管理投资公司资产的“管理公司”;保管投资公司资产的保管公司以及投资基金的投资者“股东”。与一般公司一样,公司型投资基金每年召开一次股东大会。基金的投资者作为股东,可在股东大会上发表意见,行使表决权。

2. 开放式与封闭式

投资基金还可依据其设立方式分成开放式和封闭式两种。投资者有权在基金设立后追加投资或要求赎回信托受益凭证,投资基金规模因此增减的方式称之为开放式。与此相反,封闭式则原则上不允许设立期间增减资产。

开放式投资基金的投资者可以随时根据基金的单位资产净值追加认购或要求赎回基金单位。这里所说的单位资产净值,是指根据基金投资组合中的有价证券的市价算出的基金单位净资产价格,即每一基金单位的平均市价。开放式投资基金由于投资者的追加认购和解约赎回,资产总是在不断变化。因此,当有投资者大量追加认购时,基金必须买入新的有价证券,发生投资者大量

解约赎回时，基金又必须将持有的有价证券卖出，以确保足够现金用于支付。美国的共同基金、英国的单位式证券投资信托以及日本的证券投资信托都属于开放式证券投资基金。

与此相反，封闭式投资基金则不能追加认购和解约赎回，没有资金的流进流出，投资基金的资产不发生变化。投资者可以在证券流通市场中卖出受益凭证收回现金。所以投资基金的资产额与投资者的动向无关。这时受益凭证的价格是根据其在交易所或店頭市场的供求关系决定的。受益凭证的价格高于基金资产净值时称为溢价状态，低于时称为折价状态。英国的投资信托和美国的封闭式投资公司是这种封闭式投资基金的典型。

3. 其他分类

对于投资基金还有其他分类。例如，从资金的运用、管理角度可分类成固定型（最初买入的证券不论市价如何变动都不再换购）管理型（运用者根据市场情况自由进行组合证券的买卖）及介于二者之间的限定管理型（在一定的限度内进行买卖）。

此外，根据投资对象的不同，又可分为广泛分散投资于股票、债券的全面投资型，只投资于债券的债券型，或者在股票中的特定行业投资的指定型等等各具特色的投资基金类型。

实际上，投资基金在受益凭证的发行、基金的管理等各方面是由各种形态、方式组合交织在一起的，每个基金都各具特色，很难截然分清。这说明了投资基金涉及的范围极为广阔。

注释：

(1) 本书所论及的范围限于证券投资基金，因此为了叙述的方便，书中也使用了“投资基金”、“基金”的字样，其概念不包括风险投资基金或专项基金等证券投资基金以外的基金形式。

(2) William Howard Steiner 著述《Investment Trust, Amer-

ican Experience . 1929》。

(3) 英国的投资信托在创立之初是契约型。但因法院于 1879 年判定该种方式在法律上不妥，此后改组成公司型至今。因此称作“ Investment trust(投资信托)”只是沿袭了当时的习惯，实际在法律上并非信托的概念。

第二章 证券投资基金在日本的发展

第一节 证券投资基金的产生

1. 证券投资基金在欧美的产生

据称，世界上最早的证券投资基金是 1868 年在英国设立的“外国及殖民地政府投资信托”（Foreign and Colonial Government Trust）。这个投资基金一直持续到今天仍在运作，到 1994 年 11 月为止还在东京证券交易所挂牌上市。其后虽然由于诸多原因，这个最老牌的投资基金退出了东京证券交易所，但继续在伦敦上市交易。

当时，在产生第一个投资基金的英国，产业革命带来了财富的迅速积累。在这种社会背景下，以中小资产者为主的投资者强烈希望有一种在低风险下获得稳定收益的投资方式。同时，世界各国又期待着来自英国的资金。于是，难以独立向海外投资的众多中小投资者们便开始了共同出资，聘请海外投资专家代理海外投资的业务。

在第一次世界大战后国内资本充裕的美国，于 1920 年从英国引入投资基金制度，从此投资基金作为产业资本的资金源，在美国获得了极大的发展。此后 1929 年发生的世界性经济危机也殃及到投资基金。这次危机使人们认识到保护投资者的问题，于是 1940 年在美国诞生了保护投资者利益的美国投资公司法（U. S. Investment Company Act of 1940）。以此为转机，获得法律保障和规范的证券投资基金迎来了蓬勃发展的新时代。

2. 证券投资基金在日本的产生

在日本,1937年7月成立的“藤本有价证券投资组合”是最早的证券投资基金雏形。但它并非信托意义上的投资基金,而是民事法上的组合概念。即每个组合成员的出资构成组合的共同财产,组合成员间通过协商决定共同财产的运用。然而在现实中,这种协商式的运用是极为困难的。当时组合的中介商“藤本证券经纪公司”(大和证券公司的前身)既是组合的成员,又是组合的干事。因此,藤本证券经纪公司积极地主持了组合财产的运用。但是这种一家公司作为代表积极主持组合财产运用的行为类似信托业务,在当时招致信托公司等金融机构的反对,政府管理部门也表示了关注,于是组合于1940年7月5日停止了活动。

以“投资信托”的名义正式建立起投资基金是翌年1941年11月。当时,正值第二次世界大战期间,受日趋紧张的国际形势影响,东证股票行情急剧下跌。为了稳定股票市场,证券业界决定尽快建立投资基金制度。建立之初,证券业界向政府管理当局递交的“投资信托批准申请书”中列举了以下四理由:

- (1) 吸收大众的零散资金转向直接投资;
- (2) 吸收社会购买力,促进国民储蓄以抑制通货膨胀;
- (3) 实行证券民主化;
- (4) 增强社会上对债券和股票的消化能力,以稳定市场,提高证券投资安全。

当时投资基金的信托期间为3年或5年,运用者的运用自由度受到极大的限制,即所谓限定管理型的投资基金。这种投资基金的特点之一是证券公司对损失的部分进行补偿。即以年率千分之八收取信托报酬,期满偿还时再收取资产增值部分的十分之一,若资产负增值时,补偿损失部分的十分之二。原本意义上的投资基金是运用者只收取一定数额的报酬,资产运用的损益完全属于