

基金的起源与发展

基金是一种利益共享、风险共担的集合投资方式，即通过发行基金单位，集中投资者的资金，由基金托管人托管，由基金管理人管理和运用资金，以获得投资收益和资本增值。

作为一种金融投资方式，基金的产生有其社会历史条件和社会需求。首先，居民的剩余财富增长，有了比较普遍的投资欲望，基金由此应运而生。其次，投资的复杂化、规模化以及投资方式的社会化，形成了对投资的专业化需求。

第一节 基金起源

基金的出现与世界经济的发展有着密切的关系。在 19 世纪的英国，工业革命和产业调整极大地刺激了生产力的发展，

经济获得了高速增长，社会财富和国民财富迅速增加。为了谋取更多的利润，他们竞相进行新的投资。鉴于英国国内的投资成本不断提高，这些投资者开始将注意力转向国外，以便在劳动力相对低廉得多的境外市场寻找合适的投资机会。在当时的英国，向境外，特别是向殖民地投资成为一种社会时尚，并且得到了英国政府的鼓励和扶持。可是，任何投资都是有风险的，尤其是向遥远的海外投资，风险就更大，而且由于地域、人文及语言等诸多障碍，使得大多数投资者无法直接进行海外投资。在这种情况下，有人提出了将众人资金集中起来，委托专职人员进行经营和管理，以便减少投资风险的构想。这一构想很快便得到了政府和社会的认可与赞许。不久，英国政府批准成立了一家海外投资实体，由投资者集体出资、专职经理人负责管理和运作。为确保资本的安全和增值，还委托律师签订了文字契约。这样，一种新型的信托契约型间接投资模式便由此产生了。这个海外投资实体便是世界出现的首家“投资基金海外及殖民地政府信托”（The Foreign And Colonial Government Trust），它成立于 1868 年。这家基金与现代意义上的基金相比，还不那么规范和完善。从本质上来看，它更类似于股票，它没有期限，不能退股，也不能兑现，投资者在购买了基金后只能按期获得分红和股息。但它毕竟在许多方面为现代基金的产生奠定了基础。所以，金融史学家们均将它视为现代基金的雏形。

随着世界经济的进一步发展，从 20 世纪初开始，基金业在欧美国家受到了越来越广泛的注意，被越来越多的投资者所接受和利用。早期的基金投资最多的对象往往是金融市场上回报较高的有价证券，这似乎为日后的基金投资定了基调。从此，有价证券始终是各国基金的主要投资对象。第一次世界大战结束以后，欧美国家的经济获得了一段相对稳定的发展，证券业在这些国家里也得到了相应的发展，随之而来的是基金业的广泛兴起。1921 年 4 月，美国组建了国内第一个共同基金组织“美国国际证券信托基金(International Securities Trust of America)”，但稍后至 1924 年由 200 名哈佛大学教授出资 5 万美元在波士顿成立的“马萨诸塞投资信托基金”则更具现代面貌。到 1930 年底，在基金发源地的英国正式注册运作的基金公司已达 200 多家。在投资基金业发展史上值得一提的是，1931 年出现了世界首家以净资产值向投资者赎回基金单位的基金，为日后开放型基金开创了先例，丰富了基金的内容和运作形式。1934 年英国成立了一家名为“海外政府契约信托”(The Foreign Government Bond Trust)的新的基金。在这家基金的信托契约中，除明确写明基金公司应以净资产值赎回基金单位外，还指出该基金为灵活的投资组合，从而显示出世界投资基金业的发展已进入成熟阶段。第二次世界大战之后，各发达国家的政府更加明确地认识到投资基金业的重要性，以及它对稳定金融及证券场所起的作用，从而大大提高了对投资基金业的重视程

度。各国政府根据本国金融业的发展状况和传统习惯，相继制定了一系列有关法规，对投资基金业加强了监管。像美国政府就对国内的投资基金业进行了多次改革，先后制定了公司法、证券投资信托法、投资公司法案，以法律的形式明确了基金的宗旨、作用，以及运作规范，为投资基金业的发展提供了良好的外部条件。美国股市 1929 年大幅下泻时，仅有 19 种开放式共同基金。11 年后，联邦政府通过 1940 年投资公司法案，管辖整个共同基金行业，当时市场内有 85 项共同基金，资产总值约 5 亿美元。20 年后，即 1960 年，共同基金数目已达 200 个，其资产总值接近 200 亿美元。到了 1990 年，共同基金业的资产首次达到 1 万亿美元，可供投资者选择的基金达 3100 多个。1996 年，共同基金资产更是超过了传统的金融产业——商业银行业的资产，成为第一大金融产业。最新资料显示，美国共同基金资产已突破了 5 万亿美元大关。全球则超过 7 万亿美元。据有资料可查的 22 个国家或地区的基金资产增长情况统计，从 1991 年到 1998 年全球基金平均年增长率为 13.3%。投资基金与其他金融行业相比而言具有不同的特征。在海外金融领域多行业竞争共同繁荣的局面由来已久，在国内目前情况下，为避免金融风险过于集中银行的情况，政府加快了金融资本市场的开拓与发展，为此就必须适当扩大居民的非银行投资。其中主要的是居民直接参与证券投资，而基金投资方式是证券投资的最佳方式，由于其具有方便投资、专家管理、

分散风险和规模经济等独特优势，现已经成为风靡全球的大众投资方式。投资基金在国内的经济发展中应有一个较高的定位，它有利于改变我国目前不尽合理的投资结构、金融结构和产业结构，有利于储蓄转化为投资和提高金融市场的竞争性，从而提高金融市场的效率，充分发挥金融市场的资源配置作用。

第二节 基金的品种投资者

结构发生深刻变化

20 世纪 70 年代以来，美元固定汇率瓦解，全球通货膨胀率上升，货币基金应运而生。据统计，到 80 年代初，美国货币市场基金占美国基金总资产的 $3/4$ 左右，约为 1850 亿美元，其比例达到了历史最高峰。之后，抵押证券基金、高收益债券基金、国际基金、地方政府债券基金等新的基金品种也不断涌现，基金品种不断丰富。

80 年代中、后期，基金的投资者结构也在发生深刻的变化。随着银行、其他信托机构、养老基金、保险公司等机构投资者的资金介入，以中小投资者为主的投资者结构开始出现机构化的趋向。

目前，世界基金市场主要集中在美国、欧盟和以日本为代表的亚太地区。

美国的基金市场是全球最大的基金市场。美国共同基金资产 1997 年增长 27%，达到 4.5 万亿美元。其中，投资的资产增值加上作为再投资的股息以及资本利润分配占增长额的 56%。共同基金资产增长的主要原因是股票价格的上升。在总计 4.5 万亿美元的共同基金资产中，股票共同基金的资产值为 2.4 万亿美元，债券及收入型共同基金的资产值为 1.03 万亿美元，货币市场共同基金的资产值为 1.06 万亿美元。

1997 年中期，包括欧洲基金公会 (FEFSI) 成员在内的 19 个国家的基金总资产，相对于 1996 年同期总计增长了 19%，达到了 1.7 万亿欧洲货币单位，相当 1.9 万亿美元。其中，股票基金占欧盟基金资产的份额持续上升，由 1992 年底的 17.4%、1996 年底的 26% 上升至 30% 的水平，而货币市场基金的份额持续下降，由 1992 年底的 40% 下降至 24.9% 的水平。

亚太地区是世界第三大基金市场。截至 1996 年底，包括澳大利亚、韩国、马来西亚、新西兰、菲律宾、泰国和日本在内的 7 个国家以及我国台湾地区、香港地区投资基金总值为 7348 亿美元。从基金的类型来看，契约型基金比公司型基金更为常见。从投资基金的规模来看，经济越发达的国家和地区，投资基金的绝对规模越大。如日本、韩国、澳大利亚以及香港地区的投资基金绝对规模超过了 400 亿美元。从新兴市场投资基金的组织形式来看，契约型和开放式基金占绝对优势；从投资基金的投向来看，香港地区、台湾地区和菲律宾的股票基金

所占比重较大，达到 50% 以上；韩国和日本的债券基金较为发达；货币市场基金中日本占有较大的比重。

第三节 基金在资本市场中正起着越来越大的积极作用

作为投资者与证券发行人之间的金融中介，基金已经在资本市场和信贷市场成为举足轻重的角色，并对全社会长期资本的形成起到了关键性的作用。具体表现为以下几个方面：

（一）在“储蓄——投资——资本”的转换过程中起着核心作用

以美国为例，通过共同基金的净股票购入，从 1990 年的 130 亿美元增加到 1997 年的 1850 亿美元，7 年之间增加了 13 倍。1997 年，共同基金已稳居股票市场最大的买主地位，成为股市名副其实的顶梁柱。如果再加上封闭式公司型的投资基金和契约型投资基金，则投资基金所购买的股票数量将更大。按照经合组织金融统计所估算的数据，截至 1996 年底，美国的投资基金持有美国上市公司 12% 的股权，加上养老基金和保险基金持有的股权，整个基金业已持有美国上市公司股权的 40%，是股市中不可取代的主力军。

（二）大大活跃了货币市场和短期债券市场

近 20 年来，货币市场基金迅速成长，大大促进了货币市场和短期债券市场的繁荣。作为短期商业票据市场、银行承兑市场、公开市场的主要支撑者，投资基金提供的资金为商业部门增加了短期筹资的选择机会，有效地降低了商业部门的借贷成本，并使小型和中型商业企业成为信贷成本降低的直接受益者。

（三）在债券市场为公司提供了更多的借款机会，并降低了借款成本

1993 年，仅美国的共同基金就购买了美国和其他国家公司债券发行总额的将近 $1/3$ ，这不仅创下了基金行业的一个记录，更为全球的公司提供了 657 亿美元的资金。仅从 1983~1993 年，美国的共同基金对全球公司债券的购买量就从 27 亿美元增加到 657 亿美元，10 年之内增长了 20 多倍。除公司债券市场之外，投资基金在市政债券市场、抵押贷款市场的活动都大大地降低了筹资成本。

（四）货币市场基金推动了银行业的金融革命

为了限制商业银行的恶性竞争，美国国会对商业银行存款利率规定了上限，这就是所谓的 Q 条例。在货币市场基金出现之前，美国个人投资者往往难以进入货币市场，获得高于 Q 条例的收益。1971 年出现的货币市场基金投资于商业票据、银行承兑及可转让定期存单等，只要求很低的最小投资额，从而为个人投资者从货币市场获得高于 Q 条例的收益打开了道

路。

作为新兴的金融创新工具，货币市场基金对存款银行形成了巨大的竞争压力，迫使美国国会逐步放弃了 Q 条例。此外，基金介入货币市场给存款银行的利润乃至生存造成了较大的冲击，导致 80 年代末美国国会开始放宽对银行、证券分业经营的限制，诸如 JP 摩根这样的银行开始介入证券行业。可以说，70 年代以货币市场基金为代表的基金业的兴起，极大地冲击了传统的银行业，竞争的压力导致限制性法规的取消、银行业金融工具的创新以及银行业务领域的扩展，从而推动了银行业的革命。

（五）抵押协会担保基金加速了资产证券化的进程

抵押协会担保基金主要投资于政府国民抵押协会、联邦国民抵押协会和联邦住宅贷款抵押公司发行的证券。该基金拓宽了证券化抵押贷款市场，为资产证券化的深入准备了必要的条件。

第四节 从“封闭”到“开放”

从某种意义上来说，世界基金发展史就是从封闭式基金走向开放式基金的历史。最早的英国基金和初期的美国基金都是封闭式基金，但 1924 年 3 月 21 日美国波士顿的马萨诸塞金融

服务公司设立的马萨诸塞金融投资信托基金，拉开了开放式基金的序幕。

近年来，投资基金在全球范围内呈现出迅猛发展之势。到目前，全球投资基金的资产规模已超过 10 万亿美元，其中美国拥有 70%以上，欧洲各国占近 20%，日本拥有约 10%，其余则分散于世界各地。

在基金业最发达的美国，1940 年开放式基金的资产约为 44.7 亿美元，封闭式基金的资产为 61.3 亿美元，两者之比为 0.73 : 1，到 1993 年，开放式基金的资产规模猛增至 1.8 万亿美元，封闭式基金的资产则仅为 900 亿美元，两者之比达到 20 : 1，到 1999 年底，开放式基金与封闭式基金的规模比较更为悬殊，前者达到 6.8 万亿美元，后者不到 1600 亿美元。

英国的情况也与此相类似。1999 年底，开放式基金的规模占其基金总资产的比例已超过 80%。

在日本，20 世纪 90 年代以前，单位型基金(类似于封闭式基金)占绝大多数，追加型基金(等同于开放式基金)属于从属地位；但 90 年代后，情况发生了根本性变化，追加型基金资产达到单位型基金资产的两倍左右。

现在，中国的香港、台湾等地的投资基金也大都是开放式的。投资基金从封闭式到开放式的变迁，及世界上开放式基金已成为基金主流的事实，昭示着我国投资基金的发展方向。

国外开放式基金的迅速发展，无不与各国政府的政策支

持相关。如在对付巨额赎回问题上，国际上通行的做法是对赎回行为进行一定的限制，以利于基金管理人對基金的管理。在美国和中国香港，基金投资者单个交易日要求赎回的份额超过基金净资产的 10% 时，基金管理人可以根据授权，限制基金投资者的赎回要求。同时在融资安排上，允许开放式基金进行借贷，以备赎回时的支付需求，为基金管理人进行资产结构的调整提供必要的时间。税收制度的安排也有利于开放式基金的发展。

如在美国，政府通过立法和税收优惠的措施，鼓励个人将退休金投资于基金，这种以税收优惠为导向的基金投资制度，极大地促进了开放式基金规模的扩张。1999 年底，退休基金所持有的开放式基金资产达到 2.5 万亿美元，占共同基金资产总额的 36%。

随着开放式基金资产规模的不断扩大，国外开放式基金的发展呈现出一些新的趋势。主要表现在以下几个方面：

1. 投资基金在金融市场中的地位和影响力不断上升。美国共同基金业近几年来发展迅速，特别是 1990 年以来，随着美国经济的稳步增长及其股市的屡创新高，共同基金的资产规模以高于 25% 的年增长率增长。1999 年底，美国共同基金的资产达到 6.8 万亿美元时，美国商业银行的总资产为 6 万亿美元，共同基金一举取代了一直处于统治地位的商业银行，成为美国金融市场上的第一大金融中介。

投资基金对金融市场甚至全球经济的影响力，往往通过基金管理公司对大众投资方向的引导而得以发挥。如摩根士丹利国际公司编撰的指数，被全球基金经理人视为投资基准。据美林／盖洛普的调查结果，北美和亚洲 90% 的基金经理人将其指数作为投资基准，在欧洲，这一比例也超过 50%。MSCI 指数的每一次调整都可以引起相关股票的升降起伏，形成著名的“摩根效应”。2000 年 8 月 18 日，MSCI 宣布调整指数，权重增加的美国电讯和信息技术类股票价格即刻上扬；在日本，被剔除出指数的 16 只股票则全部下跌。投资基金的动作成了人们投资的风向标，极大地影响了资本市场。

2. 基金投资结构发生深刻变化，投资于股票的基金大受欢迎。20 世纪 90 年代以前，美国基金业的投资对象以货币市场为主，90 年代以后直至现在，由于股市的长期走牛，美国基金资产中投资股票市场的比例越来越大，投资于货币和债券市场的比例在减少。瑞典基金市场的最新统计数据也显示，2000 年的上半年，瑞典上市的股票基金吸纳了全国资本市场 69% 的资金，而混合基金和债券基金分别只吸纳 18% 和 13% 的基金资本。

3. 在美国，机构投资者所拥有的共同基金资产和账户比例，近年来一直呈稳步上升的势头。1990 年，机构投资者在共同基金中的资产占共同基金资产总额的 33.95%，1999 年上升到 45.6%。特别是个人退休保险基金计划，使美国基金业获

得了期限非常长的长期资金来源，成为基金业和股票市场稳定发展的重要保证。

4. 投资基金品种不断创新。70 年代，美国共同基金只有 5 种类型 361 只；到 1999 年底已发展到 33 种 7000 多只。如免税基金、成长基金、平衡基金、不动产按揭基金、指数基金等等。

不同组合的基金充分满足了各种不同投资者的需求，同时也成为金融市场不断变革和金融产品不断创新的强大推动力。

5. 市场竞争更加激烈，基金集中化程度加剧。在开放式基金的条件下，基金经营的好坏直接影响到基金的规模甚至生存。

为了增强资本实力，提高竞争能力，抵御风险并降低成本，许多基金管理公司选择了兼并、收购或者上市，不断集中成为基金行业的一种趋势。客户的全球化，要求基金公司提供更多元化的服务，而基金业的集中使得这种多样化服务成为可能。以美国为例，前 10 位基金管理集团管理的基金资产高达 5 万亿美元，占全球基金资产总额的一半。最近的一起并购案是瑞士联合银行(UBS)以 122 亿美元收购了美国佩因·韦伯(Paine Webber)证券和基金管理公司，从而大大拓展了其业务范围。

第五节 未来基金的发展趋势

1992 年 7 月，美国证券交易委员会提出建议，修改《1940 年投资公司法》中对开放和封闭二式基金的某些规定。其宗旨是，让封闭式基金的股东有赎回股金的更大自由度，同时又让开放式基金可适当投资于流动性相对较差的对象。这样取长补短，互相靠拢，可以给操作者更大的自由度，广大的股东也能因此而获益。

依据上述建议，全封闭可以改成半封闭，绝对封闭可以改成相对封闭，改变后的封闭基金将定期接受股东赎回股票的要求。至于如何“定期”，可定为每 3、6、9、12、24 个月不等。

实际间隔时间视具体情况，即可能与需要的平衡来决定，不必过分拘泥。3、6、9、12 个月的做法，主要是便于广大股东记住和安排，也同证券交易中的交割习惯(如期货、期权)比较一致。无论如何，便利股东是十分重要的。此外，这个期限还要以书面醒目的形式及时告诉股东。

封闭式基金的股票在封闭期间不能赎回，但是可以流通，比如在二级市场上买卖和市场外转让，其价格大都要打个折扣，即所谓折价交易，折扣大约在八五折和九五折之间。至于为什么要打折扣，原因比较复杂，比如封闭期间市场变化的风

险和一级市场上市时的经纪人佣金等开支。虽然有关法律规定，转让和赎回价可以按基金的资产净值计算，但实际上几乎都打折扣。上述建议则要求按赎回决定的最后期限之后第一个交易日收盘时基金的资产净值计算。

封闭式基金的股票可以在二级市场上买卖和转让，其价格不要求同资产净值一致，这就给操纵价格作弊提供了机会。例如：用溢价或大数额从知情人或关系户手中回购，让基金吃亏，有关人员得利；压低市场价格吸纳，然后炒高价格后售出。尤其是在基金发行新股的时候，炒高价格，进少出多。结果是基金的资产变化很小，但是发行和售出的份额增多，稀释了每份的净资产，损害了股东的利益。据统计，1927~1935 年，美国封闭式基金及其关联公司回购了 4.72 亿美元的证券，占其同期发行和售出证券的 12%。为此，美国证券法规禁止在基金发行期间基金及有关利益人员又买又卖。

封闭式基金股票的发行和赎回也按资产净值来定价，这就同开放式基金的做法一致，只是赎回日期的频率远不及开放式基金而已。进而言之，有了资产净值作为定价的标准，又有一定频度的赎回期，就减少了市场操纵的风险，增加了封闭式基金发行在外的股票的流动性，增强了股东持有的信心。赎回固然是基金股东的权利，但是封闭式基金之所以要封闭，主要是不希望股东过早过频地抽回投资，不希望因此而必须随时准备大量的现金或者准备现金资产，从而失去取得更大投资回报

的机会；也不希望有太多的操作的制约。赎回量过大，而售出发行量不足，则有可能使基金处于十分不利乃至失败的境地。建议在这方面也有考虑。基金可根据赎回期频度和数量组合的结构，规定每次赎回占总量的百分比，最低限度定在 5%，小于 5% 恐怕就难以给股东和市场必要的信心；最高限度为 25%，超过了这条线，恐怕会对基金操作以太大的不利影响，而且也难以同开放式基金相区别。这个比例是以美国的历史情况作参照的。在许多情况下，定期赎回的比例在 4% 和 7% 之间，最高也有超过 30% 的。万一股东提出赎回的数量超过了基金定出的百分比，则可考虑按整体比例大家平均削减一点。当然，也可考虑对小数量(例如低于 100 股)的要求实行全额赎回，也可以允许股东提出要么全赎要么不赎的要求。甚至也可以对预定赎回比例限量放宽一点，如 2% 建议中的封闭式基金股票赎回时大约收赎回金额的 2% 左右作为手续费。这是因为办理赎回的整个过程会有种种开销。例如有时基金的现有现金不足，借贷资金要付利息。这些开支如果不向赎回者收取的话，就会由尚存的股东（即基金）来承担，减少他们握有股票的资产净值，是欠公平的。其实，开放式基金的股票赎回一般也是要收手续费的。有些“无佣金基金”的赎回手续费定得比较高，就是使股东易进难出。那些明确不收赎回手续费的基金，大部分以其他方式得到补偿，或者股东的投资已达较长年限而得以“豁免”。

作为国家管理机构对股民的保护，一个方面就是对基金投资内容应有所要求，应合理地控制其资产组合的风险和流动性，而风险和流动性在很大程度上是相关连的。封闭式基金也不例外。只是因为其封闭的性质，在基金资产的流动性方面没有明确的规定。现在建议它更开放一点，要定期做好准备赎回一部分股票，资产的流动性要求就提高了。建议要求封闭式基金“迅速”地把现金交割到股东赎回者的手里。“迅速”指的是 5 个交易日，一般说来就是 7 天。流动性也就以此为标准。首先，这类封闭式基金在任何时候都握有可以在 7 天左右变现的一定数量的资产，这些资产变现时的价值大约应与计算这些投资时的估价相一致，而这些资产价值总数量应是定期赎回股票最低限度的 150%。其次，在基金向股东发出通知（即接受赎回要求最后日期的 20 天以前）时，基金应握有足以满足同意赎回总数量 150% 的 7 天中可变现的资产。前面一条是对基金投资组合资产总的流动性要求，后面一条是为了应付可能出现的市场突然变化，并给基金操作者以取舍选择的可能。

无论如何，对这类封闭式基金资产流动性的要求，远比对开放式基金要低。开放式基金也需遵守“7 天标准”，但涉及的资产高达开放式基金总资产的 85%，而封闭式基金改革后流动性最高也不过是总资产的 25% 的 150%，即 37.5%，建议开放式基金的改革不在于总资产的 85% 的规定，而是把交割期 7 天放宽到 31 天，这样对它的资产流动性要求也大大放