



第一部分

证券与证券市场

第一章 证券及其分类

证券是用以证明或设定某种财产权利的书面凭证，它包括三大类：有价证券、证据证券和凭证证券。我们所讨论的主要是有价证券中的资本证券，它是各类财产所有权或债权债务凭证的通称，持有者借以证明并获得持券人相应的权益。证券的种类很多，就有价证券来说包括以下两种。

货币证券：货币证券是指可以替代货币使用的有价证券，主要为各类商业票据，如期票、汇票、支票和本票。所谓票据（Instrument）是指以支付一定金额为目的，用以抵消债权债务关系的信用工具；商业票据指以信用方式进行商品买卖时，由公司、企业或个人签发的、并由出票人无条件支付或委托他人无条件支付的有价证券。它是商业信用工具，也是债权人以商业信用方式出售商品后，为保证其债权而持有的一种证明其债权债务关系的凭证，属于货币证券的范畴。由于货币证券不是本书研究的重点，故从略。

资本证券：资本证券是指能按期从发行者处领取收益的权益性凭证。主要有股票、债券和认股权证等。

第一节 股票及其分类

股票是股份公司发给股东以证明其进行投资并拥有股份资本所有权的有价证券。其实际意义是，企业按其净资产的价值分成若干相等的份额，称为股份。股票是股份的外在形式。股票作为一种所有权证书，最初是采取有纸化印刷方式的，如上海的老八股。在这种有纸化方式中，股票纸面通常记载着股票面值、发行公司名称、股票编号、发行公司成立登记的日期、该股票的发行日期、董事长及董事签名、股票性质等事项。随着现代电子技术的发展，电子化股票应运而生，这种股票没有纸面凭证，它一般将有关事项储存于电脑中心，股东只持有一个股东账户卡，通过电脑终端可查到持有的股票品种和数量，这种电子化股票又称为无纸化股票。目前，我国在上海和深圳交易所上市的股票基本采取这种方式。谁持有了公司的股票，就证明持有人在公司投了资，入了股，并能以企业主人的身份收取该公司的股息、红利，并拥有该公司的一部分所有权。股票，作为一种最重要的资本证券，它具有不返还性、风险性和流通性三大特点。所谓不返还性，是指投资者一旦从股份公司购买股票以后，不能向股票发行公司退股，只能在二级市场投资者之间相互转让；所谓风险性，是指股票购买者可能承担股价下跌、甚至公司破产的风险；所谓流通性，是指股票可以市场交易随时变现。

一、普通股和优先股

股票可以从不同的角度划分为很多不同的种类，最基本的是普通股和优先股。

（一）普通股

普通股股票是股份公司发行的无特别权利的股票，是一种最基本、最普通的股票。普通股股票同时具备收益证券（指股东为对发行公司要求利润分配而持有证券）和支配证券（投资者为支配公司而持有证券）的权利。拥有普通股股票的股东拥有四项权益：经营管理与决策的参与权、公司盈利分配权、剩余财产分配权和优先认股权。

（二）优先股

所谓优先股，是相对于普通股而言的，是指股份公司发行的优先于普通股分派股利和公司剩余财产的股票。优先股是一种特别股票，它与普通股有许多相似之处，但又具有债券的某些特征。但从法律的角度来讲，优先股属于自有资金。一般说来，优先股股息在股票发行时就已经确定，即按约定的股利率支付股利，不享受公司公积金的权益。但是，在股东大会上，优先股股东无表决权，除非公司已经长期没有发放股息和红利时，优先股股东才能在股东会上行使表决权，对重大事项参与决策。在我国上市公司中，只有天目药业（600671）一家公司含有优先股。在股市中，对优先股有“沉默的入股人”之称。所以，股市中的所谓“优先股票并不优先”，就指的是这层含义。随着优先股应用的广泛，优先股又分若干种类，主要有：

1. 累积优先股（Cumulative Preferred）与非累积优先股

当一个公司当年无能力支付股息时，累积优先股的股息可以累计起来作为过期欠息；股东有权要求公司在支付普通股红利前支付所有过期的累计股息。但如果公司没有能力还清，累积优先股的股东没有合法的优先权。

2. 可调息优先股（A Justable Rate Preferred）

顾名思义，可调息优先股是不付固定股息的优先股。它又包括货币市场可调优先股和拍卖式可调优先股。前者指发行公司可根据市场利率同期性地调整其股息；后者除了具备以上特性外，还有一个附加条件：即发行公司提出的股息率，股东可以接受，也可以拒绝。如果股东拒绝，公司只有两种选择：一是升高股息、直到股东接受；另一是以面值将该次发行的可调优先股赎回。

3. 可转换优先股（Convertible Preferred）

可转换优先股是指股东有把他的优先股转换成同一公司的普通股的权利。

4. 可收兑优先股（Callable Preferred）

可收兑优先股股票给发行者一种选择的权利，允许发行者以面值（发行价）或稍高于面值的价格从股东手里收回优先股。

二、周期类股票与防御性股票

（一）周期类股票

周期类股票是指公司经营状况的变动与国民经济周期的波动密切相关的产业或公司的股票。典型的周期类产业包括汽车制造业、原材料工业、房地产业和银行业等。在美国市场上通用汽车公司（GM）几十年来一直是作为衡量股市动向的风向标。

（二）防御性股票

防御性股票（Defensive Stocks）是指历次经济衰退期及股票市场熊市阶段都具有较强抗跌性的一类股票。一般说来，这类股票都通常具有较低的收入与价格需求弹性，如基本生活用品、基本医疗服务和其他公用事业类股票等。

三、成长类股票与康复类股票

（一）成长类股票

成长类股票是指业绩持续成长速度高于整个国家经济及其所在行业增长水平，并且股本有很大扩张空间的公司所发行的股票。这类公司一般处于新经济产业。其中有被誉为“优质成长股票”的一族又被称为“一次性决策股票”。即对这类股票投资人可以在最初买入时进行一次性决策，此后一直持有。特别需要指出的是，实际上成长性的界定十分困难，常常会遇到成长“陷阱”或成长断层。20世纪60~70年代，大约有50多家上市公司属于华尔街公认的“优质成长股票”。表1-1列出了几种大家比较熟悉的股票。

表 1-1 几种华尔街“优质成长股票”

股票名称	股票代码	中文名称	综合年收益率(%)	
			1972~1993年	1993~1997年
Philip Morris Cos. Inc.	MO	菲利普·莫里斯	19.48	10.04
Gillette Co.	GS	吉列	16.23	27.57
Pepsi Co. Inc.	PEP	百事可乐	16.20	13.93
CocaCola Co.	KO	可口可乐	14.25	20.54
McDonald's Co.	MCD	麦当劳	13.96	14.03
Disney Walt Co.	DIS	迪斯尼	13.10	17.77
General Electric Co.	GE	通用电器	12.77	27.89
3M	MMM	3M	9.65	13.79
Citicorp	CCI	花旗	8.94	39.30
Eastman Kodak	EK	柯达	4.89	7.85
IBM	IBM	IBM	2.86	17.40
Xerox Corp	XRX	Xerox	2.06	22.82
50家优质成长股平均			8.73	14.37
道-琼斯工业指数			11.35	16.36

资料来源：波涛：《证券投资理论与证券投资战略的适用性分析》，经济管理出版社1999年版，第190~191页。

（二）康复类股票

康复类股票是指公司经营曾陷入严重困境，但经过内部或外部（被收购兼并、控股等）艰苦奋斗又走出或即将走出困境的上市公司股票。这类股票属于突发性成长的一类股票，但极

难把握，并有较高风险，可能更适合于职业投资家操作。

四、蓝筹股

在海外股票市场上，投资者把那些在其所属行业占有重要支配性地位、业绩优良、发展稳定、股本规模大、红利优厚的大公司股票称为蓝筹股。蓝筹股公司一般具有稳定的盈利记录、能够定期分派优厚的股息红利、公认为业绩优良、在所属行业内占有重要甚至支配地位。蓝筹股一直是境外成熟证券市场的支柱和领头羊，它在股市中的地位，犹如超大型集团公司对于 GDP 的贡献。股票市场上的蓝筹股并非与生俱来。一只蓝筹股从它开始产生到被市场广泛认可，通常要经历一个漫长的成长周期。相关研究发现，一只真正的蓝筹股从它开始产生到被市场广泛认同，通常要经历企业创始人的认同阶段、市场研究人员认同阶段、机构投资者认同阶段、个人投资者认同阶段、基金认同阶段等几个阶段。成熟证券市场上蓝筹股一般具备如下特征：

(1) 蓝筹股公司具有较好的盈利水平，投资回报相对稳定。

(2) 蓝筹股公司具有较大的企业规模。蓝筹股公司一般具有巨大的股本规模，任何机构购买相当数量也不会对市场产生冲击。

(3) 蓝筹股是股市上的“不倒翁”。由于蓝筹股所具有的优良业绩和巨大市值，使其在股票市场上发挥出“定海神针”的功效。尤其在股市低迷时期，蓝筹股更是成为机构投资者和各类基金重点吸纳的对象。

(4) 蓝筹股公司具有极高的品牌价值。

(5) 蓝筹股公司具有可预测性。在市场上被广为接受的蓝筹股，一般已经度过了它主要的高成长期，进入高成长的后期阶段，甚至是盈利的稳定阶段。它的基本面比较明朗，未来的发展一般具有可预测性。

(6) 蓝筹股公司具有阶段性和时效性。随着产业的转型和经济发展的变化，蓝筹股公司也会经历从成长到衰退的生命周期，其绩优只能是一段时期的绩优，不可能长期都是绩优。国外证券市场上蓝筹股的表现充分说明了这一点。据统计，1917 年的 100 家最大公司中，目前只有 43 家公司股票仍在蓝筹股之列，而当初“最蓝”、行业最兴旺的铁路股票，如今完全丧失了入选蓝筹股的资格和实力。

第二节 债券及其分类

债券是社会各类经济主体向投资者出具的、承诺按一定利率支付利息、到期还本付息的债权债务凭证，是历史上最早发行的证券。与股票不同，它是社会各类经济主体，如政府、企业和金融机构等，为筹措资金而向债券投资者出具的、并承诺定期支付一定利息和到期偿还本金的债权债务凭证。作为有价证券，债券基本要素包括票面价值、票面利率、偿还期限（包括还本和付息方式）和发行主体等。

一、债券的种类

（一）按发行主体分为公债、企业债券、金融债券和国际债券

（1）公债。指政府为筹措财政资金，凭其信誉按照一定程序向投资者出具的，承诺在一定时期支付利息和到期偿还本金的一种格式化的债权债务凭证，它包括国债和地方政府债券。与其他债券不同、公债享受免税待遇。

（2）企业债券。指公司、企业发行的一种债券。

（3）金融债券。指由银行和非银行金融机构为筹措长期资金而发行的债务债权凭证。

（4）国际债券。指一国政府、金融机构、工商企业或国际性组织为筹措中长期资金，在国外金融市场上发行的、以外国货币为面值的债券。

（二）按有无担保抵押分为信用债券、担保债券和抵押债券

（1）信用债券。指仅凭债务人的信用发行的，没有抵押品作担保的债券，如国债等。

（2）担保债券。指有第三者担保偿还本息的债券。

（3）抵押债券。指以抵押财产为担保所发行的债券。

（三）按利息支付方式分为付息债券、贴息（贴水）债券、到期一次性还本付息债券和累进利率债券

（1）付息债券。指附有各种息票的中长期债券，发行公司凭从债券上剪下来的当期息票支付利息。

（2）贴息（贴水）债券。指按低于债券面值的价格发行，到期不另支付利息的债券。

（3）到期一次性还本付息债券。指在债务期间不支付利息，只到债务期满后按规定的利率一次性向持有人还本付息的债券。

（4）累进利率债券。指随着债券期限增加，其利率累进增加的债券。

（四）按可否转换成股票分为可转换债券和不可转换债券

可转换（公司）债券一般是上市公司发行的可以按照一定条件转换成股票的债券，买入这类债券既可以定期领取利息，又可以在股价上涨时转换成股票卖出，所以是一种投资、投机两相宜的金融产品。我们怎么投资这个品种呢？首先必须认真研读《募集说明书》，重点关注其利率、期限、转股价格等要素。其中，利率反映了投资者每年可以领取的利息金额，多数可转债的期限是5年；还要注意转股期限，也就是什么时候可以转换成股票，多数可转债都是在发行半年后可以转股；转股价格是指投资者可以按什么价格转换成股票^①。判断可转债的投资价值一方面是看债券收益率的高低，另一方面是看其股票的价格走势，如果股价走势强劲，则可转债往往也有较大的获利空间。

如即将发行的国电转债，初始转股价格是10.55元，即一张百元面值的可转债可以按10.55元的价格转换成股票，转换比例约为 $9.48 \times (100 \div 10.55)$ 。在具体操作时，买卖可转债与股票基本相同，但需要注意的是，可转债的买卖单位是“手”，1手等于1000元面值。如要想买入1万元面值的可转债，输入的数量是“10手”。

二、债券的性质与结构

（一）债券的主要特征

债券有六个主要特征，在债券投资决策中起着十分重要的作用，它们是：

（1）确定的到期期间（Term to Maturity）。

（2）确定的票面利率（Coupon Rate）。

（3）早赎条款（Call Provisions）。在国外，很多公司债券都附有早赎条款。即允许发债者在债券到期之前以略高于面值的价格提前收回债券。

（4）税收特性。如国债的无税特性等。

（5）流动性。流动性是指投资者在价格上不作任何大的让步条件下迅速出售某项资产的能力。

（6）违约的可能性。这里主要通过较权威评级公司，如标准·普尔和穆迪公司对债券进行评级，以确定债券的信用等级（Bond Ratings）。

（二）债券的结构

债券主要有三大结构^①，它们是：

（1）市场价格结构（Yield Structure）：利用债券到期收益率来描述和评判性质不同债券的市场价格结构。

（2）期限结构（Term Structure）：不同到期日的所有债券的收益率组成了债券的期限结构。

（3）风险结构（Risk Structure）：不同违约风险的所有债券的收益率构成了债券的风险结构。

三、债券定价

在债券市场上总会存在着一些定价不当的债券，即一些债券的价值高估，而另一些债券的价值被低估。人们总希望构建一种债券定价模型，以便利用公开的信息来确定定价不当的债券。为了把这种认识转化为实际的债券买卖行为，需要一种分析方法。其中一种方法涉及到根据现有市场的条件和债券特性，将债券的实际到期收益率与投资者认为合理的到期收益率进行比较。如果某一债券的实际到期收益率高于合理的到期收益率，那么则称该债券定价偏低，因而值得购买；反之，定价偏高，因而可以卖出（甚至卖空）。

另一种方法是投资者可以估算该债券的“内在价值”，并将其与该债券的市场价格相比较，从而决策是买还是卖。收益资本化定价方法是确定定价不当债券的常用方法。它是建立在投资者预期持有债券所获得的现金流量折现值的基础上的。在债券定价时，有6个主要因素起着相当重要的作用：即离到期日的时间长短、票面利率、早赎条款、税收待遇、流动性以及违约的可能性。典型债券现金流特征主要有两种：一是承诺向投资者定期支付利息；二是承诺向

^① [美] 夏普：《投资学》，中国人民大学出版社1998年版，第291页。

投资者在规定的到期日支付一次总金额（包括本金和未支付利息）。因此，债券的内在价值计算模型比较简单，在进行债券投资的决策中可能遇到以下四种情况。

- (1) 购买新发行债券，一直到还本付息时。
- (2) 购买新发行债券，中途抛出。
- (3) 中途购入，一直到还本付息时。
- (4) 中途购入、中途抛出。

由于它是一个简单的现金流量法问题，我们很容易对其投资价值或投资收益率进行评价。下面仅将第四种情况做一介绍：即中途购入，保持一段时间再中途出售；其持有期为中途出售期减去中途购入期；持有期收益率为：

$$\text{持有期收益率} = \frac{(\text{中途售出价} - \text{中途购入价}) \div \text{持有年限}}{\text{中途购入价}} \times 100\%$$

第三节 基金及其分类

一、基金与基金定价

投资基金是一种由不确定多数投资者出资汇集而成一定规模的信托资金，它通过发行基金证券，集中投资者的资金，交由基金托管人托管（确保持券利益的金融机构），由基金管理人管理（凭借专业知识进行资金运用的金融机构），获得收益后由投资者按出资比例分享的一种投资工具。基金在组织结构、投资管理以及制度规范等方面都遵循着严格统一的制度构成原则：从组织结构看，基金采用的是一种委托理财的资金组织形式，由基金投资人、基金管理人和基金托管人三方通过委托代理关系形成组织结构。从投资管理模式看，采用的是以构建投资组合、研究驱动型投资模式，即先通过市场研究、行业研究、公司研究、金融工程研究等，提供资产配置和品种选择的依据，再由基金经理最终实现组合构造。

投资基金是适应证券市场的发展和投资者的需要而产生的一种利益同享、风险共担的集合投资形式。它与股票、债券一样都是金融投资工具。基金证券作为一种有价证券，是指由基金发起人向社会公开发行的、表示持有人按其所持份额享受资产所有权、收益分配权和剩余资产分配权的凭证。它既具有收益功能，又有增值功能，但又具有自己的特点。主要表现在：

- (1) 持券人不参加基金运作，发起人与管理人、托管人之间完全是一种信托契约关系；
- (2) 投资基金规定有一定的存续期，期满即终止。也可以提前终止或延续；
- (3) 封闭式基金（Closed-End Fund）在存续期内不得随意增减基金券，而开放式基金（Open-End Fund）则不然。

投资基金与投资股票、投资实业一样，都要进行价值评估，即投资价值的判断。理论上讲，不管基金的投资价值，还是股票的投资价值，甚至可拓展到任何经营性资产的投资价值，毫无例外地都取决于其预期的收益和进行贴现时所采用的折现率、计算期。但基金定价模型与股票和债券的定价模型又存在不少差异，主要有：

第一，在基金价值判断中，必须严格区分投资标的的市场价格与投资主体的投资价值的界限。有些投资者认为，股票的投资价值不等于净资产，而主要投资方向为封闭式证券投资基金

金，其投资价值基本上与其净资产相当。这是基金价值判断思路的误区之一。与一个企业的投资价值不在于其厂房设备及其流动资产的价值，而在于其新创造的附加值及该公司企业的发展前景一样，基金的投资价值，也不在它所拥有的股票（仅是基金经理公司的投资标的）本身的投资价值，而在于基金经理公司（投资主体）通过运用资产，挖掘价值被市场低估的证券品种（即价值发现）、通过操作（投资品种的动态组合）并使市场接受（即价值回归），从而取得资产的增值来体现其投资价值。2003 年就是一个很好的例子，基金在大熊市的情况下依然获得超过 20% 的净值增长率，不仅挖掘出大盘蓝筹股的成长价值，形成了一个局部牛市，还最终带动大盘整体上升。尽管在某一时刻不同投资主体可能持有相同品种及其组合证券，而且这些证券的投资价值也是相同的，这并不能说明拥有这些证券的投资主体的盈利水平将是相同的。因此，我们在判断基金的投资价值时，千万不能混淆了投资标的的市场价格与投资主体的投资价值的界限，从而在基金价值判断中得出错误的结论。例如，我们手中的长虹或海尔股票与某基金经理公司手中的长虹或海尔股票的投资价值一样并不重要，重要的是我们操作这些股票所得收益的大小，它最终影响到该投资主体（基金）的投资价值。例如，1996 年，一些机构投资者挖掘出其价值长期被市场所低估的四川长虹和青岛海尔，因此持有并运用其资金实力和操作技巧，使其价值得到回归。不难设想，不同的投资者尽管当时持有具有相同投资价值的长虹与海尔股票，但这种股票对不同的投资者的贡献是大不相同的。对于已发现长虹的投资价值，并有能力使市场认可的机构来说，其持有所获得的收益将远远高于一般的投资者。因为后者一般在其价位由 7 元涨到 10 元时大都获利了结了，而机构投资者却在 50 元、60 元，甚至更高的价位上才逐步抛出。

第二，与投资股票一样，买基金也是买未来。即买拥有大批专门知识和经验的专家的基金经理公司操作，买规模经济所取得的减少风险、增加收益的绩效，买基金的主营业务的行业成长性及由此带来的收益的成长性以及证券投资中的投机价值等，这就是我们愿意以高于其净资产的价格买入基金的理由所在。在基金价值判断中，如果认为若基金公司在操作中没有“跑赢大势”，就不值得以高于其净资产的价格进行投资，这实际上也是一种认识的误区。与生产性公司企业一样，基金收益的好坏，是否具有成长性，除了基金管理者的管理水平外，还与宏观经济环境与行业（此处，笔者将从事证券投资作为一个行业来看待）特性有关。

那么基金的投资价值与股票的投资价值的判别有无差别呢？当然有，主要有两种。首先，由于收益的波动性所造成的风险程度不同，由此引起对投资价值测算时所采用的折现率不同。一般说来，对于有一定知名度（名牌）、占有一定市场份额、行业发展前景明朗、主营业务收入稳定或多样化经营的公司企业，其收益的波动性相对较小；而将有价证券作为主要投资手段的基金来说，对经济环境比较敏感、证券市场的波动性大、投机气氛较浓，故相对风险较大。因此，在假定收益相同的情况下，所测算的基金的投资价值要稍小于股票的投资价值。其次，对于封闭式基金，都有一定的寿命期。如果期限不能延长，相对于无限期的股票来说，其收益流就少，当然其测算的投资价值就小。一般说来，如果其限期尚存 10 年甚至 15 年以上，对投资价值的影响较小。

二、基金的分类

投资基金于 1868 年在美国最早出现，第一次世界大战后，投资基金曾在美国流行。但真正意义上的发展是在 20 世纪 80 年代以后。目前世界各地的基金发展很快，而且品种繁多。按

照不同的分类标准，可以划分很多种类型。

（一）按投资基金的组织形态分类：契约型基金和公司型基金

1. 契约型投资基金（Contract Fund）

契约型投资基金是直接依据信托法理，利用信托契约结合投资人、管理人和保管人三者之间的关系，通过发行受益凭证而组建的投资基金。即根据一定的信托契约原理组织起来的代理投资制度，也就是由委托者、受托者和受益者三方订立信托投资契约，由经理机构（委托者）根据契约运用信托财产进行投资，由受托者（银行等）负责保管信托财产，而投资成果则由投资者享有的一种基金类型。契约型投资基金中投资人、管理人和保管人之间保持怎样的法律结构，各国有不同的设计，但主要有两种模式：分离模式和非分离模式。

（1）分离模式。分离模式是指通过两个契约关系来规范当事人之间的权利和义务。分离模式又有两种情况：第一种情况中当事人的契约关系为：一是管理人与投资人的关系由信托契约来规范；二是保管人与管理人的关系由保管契约来规范。采取这一模式的典型国家是德国。这一模式虽然赋予了保管人广泛的监督权，以便防止利益冲突和权力制衡，但该模式的法律构造是有欠缺的。依信托法理，信托财产由受托人保管运作。而在上述模式中，保管人实际持有信托财产，却被排除于信托契约及信托关系之外，仅与管理人之间存在民事契约关系，有悖信托法理。对投资人的法律保护不周延。投资人与保管人无直接的法律关系，当保管人滥用其保管权时，投资人无法直接利用诉权保护自身利益。第二种情况以英国的契约型基金最为典型。在英国的基金立法中，受托人（保管人）和受益人（投资者）可以被现成地纳入信托关系中，而管理人的法律地位只能置于信托关系以外。在英国基金实践中，投资人通过购买凭证的投资行为成为信托关系的委托人，保管人以自己的名义保管基金，他们之间为信托契约关系；保管人将管理基金的权力赋予管理人，他们之间为非信托契约关系。根据以上分析，该模式中当事人间的契约关系为：一是投资人与保管人之间的关系由信托契约来规范；二是投资人与管理人之间存在非信托契约关系，管理人基于投资人的授权负责管理、运营基金财产。

在这一模式中，信托契约的签章主体为管理人和保管人，但实际上存在两个契约关系。其优点在于，管理人和保管人之间的权益关系可以由信托契约来确立，投资人与保管人之间的自益信托关系也与信托法理较为契合。但问题在于，保管人作为受托人只是消极地持有财产，信托财产（基金）的实质管理权却由与信托关系无关的管理人行使，这点与信托法理相悖。

可见，上述两种分离模式的两种契约关系中，均有一种是投资者与其中某一主体的自益信托关系，却将第三方主体排除于信托关系之外。

（2）非分离模式。非分离模式是指通过一个信托契约来规范当事人之间的权利义务关系。日本是采用该模式的典型国家。该模式的整体构架是以信托契约为核心，结合基金投资人、管理人和保管人，而形成三位一体的关系。管理人在募集基金后，以委托人身份与作为受托人的保管人，签订以基金投资人为受益人的信托契约。

虽然这种模式简化了基金当事人之间的法律关系，并且将三方当事人均纳入信托关系，但从法律上看，这种模式的问题有：依据信托法理，委托人必须是财产的原始所有人，而在契约型投资基金，管理人对于所募集的“基金”显然不享有所有权。因此，将不属于自己的财产以委托人的身份与受托人设定信托关系，有悖信托法理。依信托法理，作为受托人的保管人有为信托目的而积极管理和处分信托财产的义务，而实际上保管人只是消极地持有财产。这导致了信托关系的错位，直接引致对投资者利益保护不周延，也使得以此为目的的基金监管不

力，因此这种模式严重违背信托法理，也不利于保护投资者的利益。

由此可见，分离模式与非分离模式均存在缺陷。为了使契约型基金更契合信托法理，对投资者的保护更周延，应将契约型基金的构造放入由一个信托契约约束的自益信托框架。也就是说，投资人、管理人和保管人是同一信托契约的当事人。在法律地位上，交付资金的投资人既是委托人，同时也是受益人；至于管理人和保管人，由于一方投资、运用财产而不持有信托财产，另一方持有信托财产却无实质管理权，二者都不能单独成为信托法上的受托人，只能将二者合二为一，成为同一个信托契约的受托人。需要注意的是，管理人与保管人并非信托法上的共同受托人，他们只是承担受托人的不同职责，二者分工不同，只有将二者合二为一才能形成完整的受托人。同时，为了防范信托关系滥用和利益冲突，基金立法和规则又进而赋予保管人监督权和保管人与管理人之间的相互解任请求权。这样，更有利于使由保管人和管理人合二为一构成的受托人，能更忠实地履行受托人的义务，完善地保护投资者的利益，这是与信托法理相一致的。

这样，整个信托契约，由投资人为一方当事人（委托人），与管理人和保管人为另一方当事人（共同受托人）签订，投资人的应募行为为信托契约的设定行为，受益人是委托人自己（自益信托）。管理人与保管人可基于信托契约进而订立规范相互权益关系的保管契约。这样契约型基金的构造才能与信托法理完全相吻合，从而对投资者的保护也更为周延。

2. 公司型基金 (Corporate Fund)

公司型基金与契约型基金不同，不是按照一定的信托契约，而是具有共同投资目标的投资者，按公司法组成以盈利为目的、投资于特定对象（如股票、债券或实业等）的股份制投资公司进行营运。即借用公司的外壳来组织和运作基金的法律机构。一般是首先由发起人按公司法组织投资公司，通过向社会公众发行投资基金股份来创立的投资基金。投资人购买投资公司的股份后，即成为基金投资者和投资公司的股东；投资公司募集基金后，绝大多数并非自行管理和保管，而又分别委托投资顾问、保管机构来经营、保管基金，以利于权力制衡，从而保护投资者的利益。其运作模式具有明显的信托化倾向。

3. 契约型基金与公司型基金的不同点

公司型基金与契约型基金的不同点可以归纳为以下几点：

(1) 资金的性质不同。契约型基金的资金是信托财产，公司型基金的资金是公司法人的资本；

(2) 投资者的地位不同。契约型基金的投资者作为信托契约中规定的受益人，对基金如何运作与重要投资决策通常不具有发言权；公司型基金的投资者作为公司的股东有权对公司的重大决策进行审批，发表自己的意见。

(3) 基金运营依据不同。契约型基金依据基金契约运营基金，而公司型基金则依据基金公司章程运营基金。

(二) 按投资基金受益凭证可否赎回分类：封闭式基金和开放式基金

1. 封闭式基金

封闭式基金是指发起人在基金设立时，限定了基金单位的发行总额，资金筹足后，便将其封闭起来，在一定时期内不再接受新的投资的一种基金。基金单位的流通采用在证券交易所上市的办法，投资者不得中途向发行人要求赎回，要想变现，只能通过证券经纪商在二级市场上进行竞价交易。对于封闭式基金，由于基金规模已经受到限制和封闭，一经发行上市后在封闭

期内不可能再有任何更动，所以基金规模就失去了调节供需平衡的功能。基金价格的变化既反映出其所含股票的价格涨落，又要反映市场上供求双方的力量对比，同时受到双重因素的制约。当投资者蜂拥而至时，基金规模无法扩张，只能以价格上涨来抑制需求，使基金处于“溢价”状态（Premium），即市价高于净资产；反之，特别是处在熊市时，人们对股市看淡，基金的净资产也随着股市的下跌而不断缩水时，投资者纷纷撤资，而基金规模又不能收缩，导致价格下跌，使得基金处于“折价”状态（Discount）。按照投资理论，尽管在封闭期内有时表现为溢价，有时表现为折价，但到封闭期满或接近期满时，其价格应与净资产值相同。所以由此衍生出一个选择封闭式基金的投资法则：只在折价基金中进行筛选和分析，而不涉及那些价格超过净资产的基金。这样，当基金价格与净资产值由歧异（Divergence）走向聚合（Convergence）时，特别是在牛市中，它的双重效应将会使投资者不仅能够得到股票增值的收益（投资收益），而且还能够得到由于供求关系发生变化而带来的投机收益。

2. 开放式基金

开放式基金的实质是投资委托人与投资管理之间不固定投资期限长度的投资委托契约，并具有两大特征：一是基金份额可随市场供求关系逐日变动；二是基金价格在不考虑交易成本的情况下始终等于每份基金的净资产（Net Assets Value）。一般说来，开放式基金在基金设立时，对基金的规模和期限都没有固定的限制，可视经营策略和实际需要连续发行，投资者可随时购买基金证券或将所持基金证券转卖给发行者以赎回现金。契约型开放式基金一般称之为“单位信托基金”公司型开放式基金在美国又称“共同基金”。从国际基金市场发展动向看，虽然共同基金与单位信托基金同时并存，但由于共同基金更能体现保护投资者权益，因此共同基金有代替单位信托基金的趋势^②。

3. 封闭式基金与开放式基金的差异

封闭式基金与开放式基金的主要区别可以归纳为：

（1）期限不同。封闭式基金有固定的存续期限（通常在5年以上，如10年、15年等），开放式基金没有固定期限。

（2）发行规模限制不同。封闭式基金在招募说明书中注明基金规模，在存续期内未经法定程序认可，不能再增加发行。开放式基金没有规模限制，投资者可随时提出认购或赎回申请，基金规模随之变动。

（3）交易方式不同。封闭式基金的基金单位在存续期内不能赎回，只能通过证券经纪商在二级市场上进行交易。开放式基金的投资者则可以在首次发行结束一段时间（例如3个月）后，进行赎回交易。

（4）交易价格的形成机制不同。封闭式基金价格的形成是由市场确定，受供求关系影响，常出现溢价或折价现象；开放式基金的交易价格则取决于基金单位的净资产值，不直接受市场供求关系影响。

（5）对基金管理人的激励与约束机制不同。投资者对封闭式基金管理人的约束是一种“软约束”，而开放式基金的投资者对基金管理人则是硬约束。因为如果投资者对开放式基金

美国共同基金是美国证券市场上非常重要的投资品种，种类繁多。按投资规模和特征分类，可分为九大类：大型综合企业型基金（Large Blend）；大型成长型基金（Large Growth）；大型价值型基金（Large Value）；中型综合企业型基金（Mid-cap Blend）；中型成长型基金（Mid-cap Growth）；中型价值型基金（Mid-cap Value）；小型综合企业型基金（Small Blend）；小型成长型基金（Small Growth）；小型价值型基金（Small Value）。

何小锋：《投资银行学》，中国发展出版社2002年版，第79页。

人管理业绩不满意，他可以将其投资于基金的资金赎回，最终可以导致开放式基金解体；相反，封闭式基金的投资者如果对基金管理人不满意，他们只能“用脚投票”，导致基金在二级市场的价格下降，而不能将投资从管理人手中赎回。

(6) 基金的投资策略不同。封闭式基金由于没有赎回压力，所募资金可以全部用于投资；而开放式基金为应付赎回，必须保留一部分现金或投资一些变现能力强的资产。

(三) 按基金的募集方式不同分类：私募基金和公募基金

与我们前面讨论的公募基金不同，私募基金是指通过非公开方式、面向少数机构投资者募集资金而设立的基金。它的销售和赎回，都是基金管理人通过私下与投资者协商进行的，又可以称为向特定对象募集的基金。从国外的情况来看，对冲基金一般是按照私募基金的方式运作的。私募基金与公募基金的区别主要有：

(1) 募集方式不同。私募基金是通过非公开方式募集的基金。在美国，共同基金和退休金基金等公募基金，一般是在公开媒体上做广告以招徕客户。而对冲基金在吸引客户时，不得利用任何传播媒体做广告，其参加者主要是通过在上流社会获得的所谓“投资可靠消息”，或者直接认识某个对冲基金的管理者的形式。

(2) 募集对象不同。私募基金募集的对象是少数特定的投资者，圈子小、门槛高。在美国，具有非常严格的规定：以个人名义参加，最近 2 年个人年收入至少在 20 万美元以上；以家庭名义参加，家庭近两年的收入至少在 30 万美元以上；以机构名义参加，其总资产至少在 100 万美元以上，等等。而公募基金面向广大的公众，没有什么严格的要求。

(3) 信息披露要求不同。一般说来，公募基金对信息披露有非常严格的要求，其投资目标、投资组合等信息都要披露。而私募基金的要求则低得多，而且政府监管也相对宽松。因此，私募基金的投资更具隐蔽性，运作也更加灵活，因此获得高回报的概率较高。这也是发达国家的私募基金更具吸引力的重要原因。

(4) 管理机构与激励机制不同。私募基金的发起人、管理人必须以自有资金投入基金管理公司。基金运作成功与否，与自身利益密切相关。从国际目前通行的做法看，基金管理者一般要持有基金 3%~5% 的股份。一旦发生亏损，这部分将首先被用来支付。这一机制较好地解决了公募基金与生俱来的管理人利益约束弱化、激励不力的问题。

(四) 对冲基金

对冲基金 (Hedge Fund)，从字面意思来讲就是避险基金，又称套利基金、套头基金。它是流行于美国的一种私人投资体制下的有限合伙企业 (Limited Partnership)，是一种形式简单、费用低廉、隐蔽灵活的私人投资管理方式。经过几十年的演变，对冲基金已成为一种新的投资模式的代名词，也就是以最新的投资理论为基础，利用极其复杂的金融市场操作技巧，并充分利用各种金融衍生产品的杠杆效应，承担高风险，追求高收益的投资模式。在过去的 10 年里，全球对冲基金市场发展非常迅速。

对冲基金的投资策略包括一般投资基金所不具备的对冲套利操作。即利用期货、期权等金融衍生工具以及相关不同股票进行买空卖空、风险对冲等操作技巧进行避险或套利。第一家对冲基金是由 Alfred W. Jones 经营的，该基金成立于 1949 年 1 月 1 日，开始在纽约交易。进入 20 世纪 90 年代以后，对冲基金迎来了发展的黄金时期。据花旗银行估计，截至 2003 年 9 月，全球正在运作的对冲基金有 5000 余只，他们管理着近 7000 亿美元的资产。到目前涌现了

许多著名的对冲基金，如乔治·索罗斯（George Soros）领导的“量子基金”（Quantum Group）和朱利安·罗伯森（Julian Robertson）领导的“老虎基金”（Tiger Management）。据预测，今后 5~10 年间，美国的对冲基金还将以每年 15% 的速度递增。

对冲基金成立的原意是减少风险，让基金在股票市场下跌时也可赚取利润。不同于一般投资者的策略是：该基金一般在购入某几种股票的同时又卖空另外几种股票；而被卖空的股票是为基金经理所看淡，预计价格会短期下跌的，故此基金可以从市场借来股票抛空，当股票价格最终下跌时，基金再以较低价格回购股票，偿还给借出股票的机构，从中赚取差额利润。经过几十年的演变，对冲基金已失去了其初始的风险对冲的内涵，已成为一种新的投资模式。即基于最新的投资理论和复杂的操作技巧，利用各种金融衍生产品的杠杆效用，承担高风险、追求高收益的投资模式。对冲基金的基本特点可归纳为以下几个方面。

1. 投资活动的复杂性

近年来结构日趋复杂花样不断翻新的各类金融衍生产品如期货、期权等逐渐成为对冲基金的主要操作工具。这些衍生产品本为对冲风险而设计，但因其低成本、高风险、高回报的特性，成为许多现代对冲基金进行投机行为的得力工具。对冲基金将这些金融工具配以复杂的组合设计，根据市场预测进行投资，在预测准确时获取超额利润。或是利用短期内市场波动而产生的非均衡性设计投资策略，在市场恢复正常状态时获取差价。

2. 投资效应的高杠杆性

典型的对冲基金往往利用银行信用以极高的杠杆借贷（Leverage）在其原始基金量的基础上几倍甚至几十倍地扩大投资资金，从而达到最大程度地获取回报的目的。对冲基金的证券资产的高流动性，使得对冲基金可以利用基金资产方便地进行抵押贷款。一个资本金只有 1 亿美元的对冲基金，可以通过反复抵押其证券资产，贷出高达几十亿美元的资金。这种杠杆效应的存在，使得在一笔交易后扣除贷款利息，净利润远远大于仅使用 1 亿美元的资本金运作可能带来的收益。同样，也恰恰因为杠杆效应，对冲基金在操作不当时往往也面临超额损失的巨大风险。

3. 筹资方式的私募性

对冲基金的组织结构一般是合伙人制，基金投资者以资金入伙，提供大部分资金但不参与投资活动；基金管理者以资金和技能入伙，负责基金的投资决策。由于对冲基金在操作上要求高度的隐蔽性和灵活性，因而在美国对冲基金的合伙人一般控制在 100 人以下，而每个合伙人的出资额在 100 万美元以上。由于对冲基金多为私募性质，从而规避了美国法律对公募基金信息披露的严格要求。由于对冲基金的高风险性和复杂的投资机理许多西方国家都禁止其向公众公开招募资金，以保护普通投资者的利益。为了避开美国的高税收和美国证券交易委员会的监管，在美国市场上进行操作的对冲基金一般在巴哈马和百慕大等一些税收低、管制松散的地区进行离岸注册并仅限于向美国境外的投资者募集资金。

4. 操作的隐蔽性和灵活性

对冲基金与面向普通投资者的证券投资基金不但在基金投资者、资金募集方式、信息披露要求和受监管程度上存在很大差别，在投资活动的公平性和灵活性方面也存在很多差别。证券投资基金一般都有较明确的资产组合，即在投资工具的选择和比例上有确定的方案，如平衡型基金指在基金组合中股票和债券大体各半，增长型基金指侧重于高增长性股票的投资；同时，共同基金不得利用信贷资金进行投资，而对冲基金则完全没有这些方面的限制和界定，可利用一切可操作的金融工具和组合，最大限度地使用信贷资金，以牟取高于市场平均利润的超额回

报。由于操作上的高度隐蔽性和灵活性以及杠杆融资效应，对冲基金在现代国际金融市场的投机活动中担当了重要角色。

（五）指数基金

指数基金是一种以证券市场某一标的指数作为跟踪对象的基金。指数基金对指数的跟踪表现在两个方面：一是指数基金所购买的证券是标的指数样本公司的证券；二是指数基金购买的比例与样本公司证券市值在标的指数总市值所占的比例一致。由此可以看出，指数基金是一种复制标的指数构成的消极型基金。从理论上讲，指数基金的运作方法较简单，只要在确定了一个标的指数之后，就可以完全根据该指数的构成来确定购买对象和购买比例，被动地构造投资组合，并保持这种组合长期不变。不过，由于市场中存在交易成本和指数跟踪时滞等因素，任何类型的指数基金并不能与标的指数的收益保持高度一致。正因为如此，指数基金仍然需要专业的基金管理人来进行管理。

世界上第一只指数基金构建于 20 世纪 70 年代，时任美国先锋集团董事长的约翰·博格向董事会提交了一份关于创立一种绝对低成本的共同基金。即通过购买 SP500 指数中相同比例的所有股票，获得指数收益。经过测算，这种基金的运行费用约为 0.5%（管理费每年 0.3%，交易费每年 0.2%）。进入 20 世纪 80 年代以后，随着美国股市的逐步繁荣，指数基金才开始为投资者所认识和接受。在 90 年代以后，指数基金获得了长足发展。1994~1996 年，美国指数基金取得了非常可观的收益，同期股票市场上超过 90% 的股票基金收益增长率都低于标准普尔 500 的指数增长率，而以标准普尔 500 作为标的指数的指数基金投资收益远远超过了一般类型的股票基金投资收益。正是由于这种投资收益的明显差异使得指数化投资策略备受市场的关注，从而指数基金也得到了迅猛发展。

目前，美国的股票指数基金主要有如下类型：第一类是综合指数基金。它可以获取整个市场的平均收益，是一种非系统性风险充分分散化的投资基金，如美国的道-琼斯工业平均指数或标准-普尔 500 等就是综合型指数基金的理想标的；第二类是按照板块或行业分类的局部指数型基金。该类指数基金以某种市场指数作为跟踪对象，此时指数基金所获取的投资收益与局部板块指数收益或行业指数收益相匹配；第三类指数基金是按照投资目标进行区分的指数基金。比如价值型指数基金或成长型指数基金；第四类指数基金则是上面几种类型的有机综合。比如说混合指数基金，则是将上面的行业板块或区域板块进行复合后作为标的指数，所建立的基金就是混合型指数基金。

上证 180 指数增强型基金是由华安基金公司推出的中国资本市场上第一个开放式指数基金。所谓上证 180 指数基金是指基金产品采用全复制方法跟踪上证 180 指数，投资于组成上证 180 指数的股票比重不低于基金资产净值的 90%，力求利用基金净值的 100% 进行标准化投资，其收益率目标力求达到所跟踪指数的增长幅度，实现与中国资本市场同步增长。所谓增强型，就是在被动跟踪指数为基本投资方针的基础上，实施有限度的积极投资，以期达到对指数的有效追踪和适度超越。

指数基金的优势主要表现在三个方面：

第一，管理费用降低。由于指数基金采取的是跟踪指数的指数化投资策略，基金管理人不必对股票的选择和投资时机的把握进行分析和研判，因此可以大大减少管理费用。同时，指数基金在较长时间内采取的是持有策略，所以其交易成本也远远低于其他类型的非指数型基金。

第二，可以很好地降低市场非系统性风险。

第三，程式化交易减少人为干预。指数基金运作不是频繁地进行主动性投资。指数基金管理人的主要任务只是保证指数基金的组合构成与之相适应，有效地控制跟踪误差。

第四节 衍生证券

一、期货与期货种类

(一) 期货

所谓期货 (Futures)，一般可以认为是“按照期货交易所交易规则、双方当事人约定，同意于未来特定时间，依特定价格与数量等交易条件买卖商品，或于到期结算差价的契约”。也称标准化了的期货合同 (即期货合约)。期货合约 (Futures Contracts) 是关于买卖双方在将来某个约定的日期 (交割日, Delivery Date)，以签约时约定的价格 (期货价格)、交换某一数量的某种物品的标准化协议。在实际操作中，为了方便交易、降低交易成本，这种契约是由交易所规范的标准化设计，并只能从交易所购得。契约双方当事人对于期货契约的条款，仅能接受而无进一步交涉的余地，惟一仍可商议的是价格，而价格则是在交易厅内以竞价方式决定的。金融期货合约的内容应包括：

(1) 标准化交易单位。即交易所规定的每张期货合约所包含的交易数量；期货合约的交易以“手”计算，一张合约称一手，交易必须按“手”的整数倍进行。如美国芝加哥商品交易所 (CBOT) 玉米期货合约的交易单位是 5000 蒲式耳，即一张玉米期货合约表示的数量。美国 5 年期国库券的期货合约的交易单位为 10 万美元；中国的国债期货的交易单位为面值 1000 元；S&P 指数的交易单位为 500 美元 × 指数等。

(2) 标准化的交割地点。

(3) 标准化的交割期。包括交割月及最后交易日。

(4) 标准化的质量等级。规定进行实物交割时应具有的品质与要求。

(5) 标准化的交割方式。

上海证交所推出的国债期货合约内容，见表 1-2。

表 1-2 上海证交所推出的国债期货合约内容

项 目	内 容
交易所	上海证券交易所
交易单位 (手)	2 万元面值
交割月份	3 月、6 月、9 月和 12 月
最小报价单位	0.01 元/百元面值
国债标的	如 1992 (3 年) 券 (327 国债) 等

标准化是期货合约与远期合约的根本性区别。如果除去标准的特征，期货合约与远期合约没有什么区别。