

第一部分

证券投资基金基础知识

第一章 证券投资基金的基本概念

本章将对证券投资基金的概念进行严格界定，说明证券投资基金如何区别于一般意义上的投资基金，如何区别于股票、债券等基本证券，其运作如何区别于其他证券投资。本章将通过对证券投资基金三个基本关系体系（组织关系体系、资产管理体系、市场关系体系）的分析，说明基金运作中涉及的与各方当事人相关的基本关系。

本章最后将对比说明国内外市场上常见的基金产品的市场类别与品种类别。

在现代金融市场中，证券投资基金是一种重要的金融工具。2000年，全球开放式基金总资产达到12.1525万亿美元，其中美国开放式投资基金的资产总额达到了7.2691万亿美元^①，不仅大大超过了国债、股票、公司债券等证券的发行面值总额，而且超过了商业银行的存款总额和贷款总额。证券投资基金已是现代证券市场中必不可少的金融产品。要了解和把握证券投资基金，首先要了解和把握证券投资基金的基本规定和内在关系。

^① U. S. A. ICI 2001 Mutual Fund Fact Book.

第一节 证券投资基金的内涵和特点

本节将重点说明证券投资基金如何是基金总范畴的一种特定形式；说明证券投资基金证券（和组织）如何区别于一般意义上的投资基金证券（和组织）如何区别于股票、债券等基本证券；说明证券投资基金运作与其他证券投资相比的独特特征。

一、基金

基金 (Fund)是一个内容相当丰富的概念。在国际社会中，“基金”一词的含义大致有以下四种：

其一 在资金关系上 基金是指专门用于某种特定目的并进行独立核算的资金。其中，既包括各国共有的养老保险基金、退休基金、救济基金、教育奖励基金等 也包括中国特有的财政专项基金、职工集体福利基金、能源交通重点建设基金、预算调节基金等。基金的资金来源大致有下述几种方式：财政性直接拨款、强制性缴纳、社会性募集、自愿性捐款等。

其二 在组织性质上 基金是指管理和运作专门用于某种特定目的并进行独立核算的资金的机构或组织。这种基金组织 可以是非法人机构 如财政专项基金、高校中的教育奖励基金、保险基金等)可以是事业性法人机构 如中国的宋庆龄儿童基金会、孙冶方经济学奖励基金会、茅盾文学奖励基金会 美国的福特基金会、霍布赖特基金会等)也可以是公司性质法人机构。在公司性法人机构中 可以是合作性公司、有限责任公司、股份有限公司 也可以是实行有限合伙制的机构 如

创业投资基金)

其三 在组织关系上 基金 或基金公司 有时是指基金持有人机构 (如发起设立某只基金)有时是指基金管理人机构 ;有时是指由两个以上机构通过一般契约方式所形成的资金委托—代理关系 ,有时是指由两个以上机构通过信托契约所形成的资金信托运作关系。

其四 ,在证券市场上 ,基金有时专指投资基金证券。例如 当投资者说‘买入 或卖出 基金 ’时 其真实的含义是指买入 (或卖出)投资基金证券 有时则特指基金管理人运作基金资金的行为。

二、证券投资基金

证券投资基金是基金总范畴中的一种形式。它遵循基金的一般规定 ,又有着自己独特的规定。要了解和把握证券投资基金 ,首先需要了解和把握证券投资基金中的以下一些基本概念。

1. 投资基金证券

投资基金证券 简称基金证券 是指投资基金组织为募集资金以实现特定投资目的而向社会公开 或特定投资者 发行的、证明持有人按其持有份额享有资产所有权、收益分配权和剩余资产分配权及其他权益的一种证券类凭证。从这一定义中可以看出 ,投资基金证券有以下三个相互关联的界定 :

第一 ,投资基金证券是投资基金组织发行的一种证券类凭证 因此 它属证券市场的现象。与此相比 那些不通过发行证券凭证来募集资金的现象 ,如一些创业投资公司通过投资者直接投资入股而实现资金集中 ,就不属于证券市场范畴。

第二，这种基金证券是为募集资金以实现特定投资目的而发行的，资金募集后有着明确的投资对象和投资目的，因此它属于投资基金范畴。与此相比，那些虽通过发行证券来募集资金却缺乏明确投资对象和投资目的的现象，如商业银行通过发行大额定期存单来募集资金但缺乏明确的投资对象和投资目的，就不属于投资基金范畴。

第三，这种证券的持有人按其持有份额享有资产所有权、收益分配权和剩余资产分配权及其他权益，表明了这种证券属投资类证券范畴。

2. 证券投资基金证券

证券投资基金证券简称证券基金，是指证券投资基金组织为募集资金以投资于证券市场、实现证券投资目的而向社会公开（或特定投资者）发行的、证明持有人按其持有份额享有资产所有权、收益分配权和剩余资产分配权及其他权益的一种证券类凭证。从这一定义中可以看出，证券投资基金证券与投资基金证券的基本区别就在于，前者明确规定了投资领域——证券市场，而后者没有明确规定投资领域。因此，投资基金证券既包括了证券投资基金证券，也包括货币市场投资基金证券、产业投资基金证券、创业投资基金证券等。

3. 投资组织

投资组织简称投资基金，是指按照共同投资、共享收益、共担风险的基本原则和股份有限公司的某些原则，运用现代信托关系的机制，以基金方式将各个投资者彼此分散的资金集中起来以实现预期投资目的的投资组织制度。这一定义有以下五层含义：

第一，共同投资、共享收益、共担风险，是投资基金的基本

原则。投资基金的资金来源于众多投资者(个人和机构),这些投资者将资金投入投资基金,自然形成了共同投资的结构,而投资基金的运作既有收益也有风险,这些收益和风险理应由投资者承受。因此,共同投资、共享收益、共担风险,就成为投资基金的基本原则。

第二,投资基金中贯彻着股份有限公司的一些基本原则。在金融市场中,投资者的权益大致上可分为股权性权益和债权性权益两种。投资者将资金投入(而不是借给)投资基金,他们所拥有的权益属股权性权益,如他们有权参加基金持有人会议,有权就基金运作的有关重大事项进行审议表决,有权参加基金收益的分配,有权参与基金的剩余资产分配,等等,因此,投资基金贯彻着股份有限公司的一些基本原则。

第三,投资基金中运用着现代信托关系。投资基金组织(不论是公司型还是契约型)自己并不运作基金中的资金,而是通过信托关系,将这些资金委托给基金管理人(投资顾问公司、基金管理公司或类似机构)运作,并由基金托管人(一般为商业银行)负责基金资产的管理和监督基金管理人(对基金资金的使用。这种信托关系,是投资基金存在与发展的重要保障机制,也是投资基金在组织上不同于股份有限公司的一个典型特征。

第四,投资基金是一种资金有着专门用途并实行独立核算的组织。投资基金的资金用途通常有着比较明确的规定。这种规定,或由有关法律法规规定,或由基金章程规定。例如,证券类投资基金主要投资于证券市场,其份额一般不低于资金总量的 70%;产业类投资基金主要投资于产业部门(可投资于证券市场的份额通常不超过资金总量的 30%)。另一

方面 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的资产相混 也不能以这些资金为抵押 或担保 来获得自身资产运作所需的借款。

第五, 投资基金是一种投资组织制度。从投融资角度看, 投资基金组织 既不同于股份有限公司和一般的工商企业 也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机构 因而 是一种独特的投资组织形式。

上述五个方面内容是构成投资基金的五个基本要素, 也是投资基金在设立、运作和发展中应始终予以重视和坚持的五项基本规定。

4. 证券投资基金组织

证券投资基金组织 简称证券投资基金 是指按照共同投资、共享收益、共担风险的基本原则和股份有限公司的某些原则 运用现代信托关系的机制 以基金方式将各个投资者彼此分散的资金集中起来投资于证券市场以实现预期投资目的的投资组织制度。从这一定义中可以看出, 证券投资基金组织与投资基金组织的基本区别就在于, 前者明确限定了投资领域——证券市场, 而后者则规定了更加宽泛的投资领域, 因此 投资基金组织既包括证券投资基金组织 也包括产业投资基金组织、创业投资基金组织等。

5. 投资基金单位

投资基金单位 是计量投资基金持有人权益数量、投资基金证券发行数量和交易数量的一种技术标准。它类似于计量股票或股权的“股”。在中国目前条件下 每一证券投资基金

单位为 1 元人民币。

三、证券投资基金的特点

证券投资基金与股票、债券等同属证券范畴 都具有将社会上彼此分散的资金集中起来的融资功能。但证券投资基金与股票、债券等基本证券又有着以下明显的区别：

第一，来源不同。股票来自于经济活动中的商业性投资关系 在一般情况下 投入股份有限公司中的资金形成对应的股份 股东成为公司资产的所有者 债券来自于经济活动中的商业性借款关系 在一般情况下 借款有着明确的还本付息期限；而证券投资基金则是“股票、债券或其他资产的组合”^①。因此 证券投资基金以股票、债券或其他资产 如活期存款 的存在为基础，并通过组合这些金融工具的权益而形成。从这个意义上说 证券投资基金是股票、债券等基本证券的派生证券。

第二 权益不同。股票以股东权益为核心内容 股东虽拥有资产所有权、收益分配权和剩余资产分配权 但只要公司继续经营 股东就不可抽资退股收回投资本金 债券以债权债务关系为核心内容，债权人虽可按期获得利息收入和本金偿还，但难以参与债务人的资金运作收益分配 因此 各有长短。证券投资基金一方面有着股票的特征，强调基金持有人大会是证券投资基金的最高权力机构，基金持有人拥有资产所有权、收益分配权和剩余资产分配权等权益 另一方面有着债券 或

^① 参见 [美] 兹维·博迪、罗伯特·C. 莫顿著：《金融学》 中国人民大学出版社 2000 年版 第 47 页。

其他债权性金融工具的特征 强调基金证券或基金组织有着明确的还本机制或还本期限。由此 与股东、债权人相比 基金持有人拥有更多可选择的权益。

第三 特性不同。股票作为股权凭证 反映着公司内部股东与董事会、董事会与经理层之间的资金委托—代理经营关系 债券 或其他债权契约 作为债权债务凭证 反映着两个以上主体 包括独立法人和自然人 之间的资金借贷关系 其中, 债权人在一般情况下无权干预债务人的资金运作行为。与此不同 基金证券作为一种特定的投资凭证 既是投资者的所有权证书, 又反映着基金持有人与基金管理人之间的资金信托运作关系 受资金信托运作关系制约 基金持有人不能以股东身份直接干预基金管理人的资金运作行为, 但经基金持有人大会同意可更换基金管理人。

证券投资基金与产业投资基金 包括创业投资基金 同属投资基金范畴 有着一系列共同点。例如 它们均是以投资为主要运作内容的组织, 既通过募集过程来集中基金资金又贯彻着资金信托关系, 既有股权关系又有债权关系, 等等。但是, 证券投资基金与产业投资基金又有着以下明显的区别:

第一, 投资者不同。产业投资基金的投资者主要是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有限的多数(几十人至一二百人) 证券投资基金(除对冲基金外)的投资者既包括各类法人机构也包括一般的自然人, 因此 每只基金的投资者人数通常没有上限制约 可高达几万人乃至几十万人。

第二, 投资对象不同。产业投资基金主要投资于实体经济部门中企业或项目, 而证券投资基金集中投资于证券市场

中的各种可交易证券，其中，国债投资基金主要投资于国债，股票投资基金主要投资于股票。

第三 管理方式不同。产业投资基金的管理人 在一般情况下 侧重于对投资项目 或目标企业 的管理 它们虽不强调参与投资项目 或目标企业 的日常经营管理 但常常要求在目标企业的董事会至少有一个席位，并对重要的议决事项拥有一票否决权。与此不同 证券投资基金的管理人 在一般情况下 侧重于对投资证券的组合管理 它们更多的是从市场角度对上市公司 或其他证券发行人 的运作进行约束。

第四，获利方式不同。产业基金的经常性投资收益主要来源于每年的股利分配 在一定条件下 也可通过转让股权等途径而获得投资回报。而证券投资基金的主要收益来自于证券的买卖价差 在一般情况下 利息、股利等收入只占其收益来源的较小部分。

第五 投资风险不同。产业基金投资于实体经济部门 其投资风险主要来自于被投资企业或项目。证券投资基金投资于证券市场，其投资风险不仅来自于上市公司等证券发行人，而且来自于证券市场。由于证券市场 尤其是股票市场 的运作受到众多因素影响，所以，投资风险相当复杂且变化不定。

四、证券投资基金的运作特点

在现代金融市场中，与一般的个人投资者或机构投资者相比，证券投资基金的运作具有如下一些相互联系的特点：

第一 规模较大。资金规模较大 是证券投资基金的一个重要特点。在美国，一只证券投资基金的规模可高达几百亿美元；在中国，目前每只证券投资基金的规模一般在 20 亿元

至 30 亿元，大大高于单个工商企业、证券公司及个人的证券投资规模。

第二，专业运作。在资金规模较大的条件下，要保障证券投资的有效性并获得满意的收益，证券投资基金通常交给专业水平较高的管理人。基金管理人组织中，专职证券分析人员、富有证券组合经验的专业人员和富有证券市场经验的专业操作人员协同工作，能够比较有效地克服单个工商企业、证券公司或个人在证券投资中的信息分析不足、市场理解不足、操作技能不足等缺陷，从而保障证券投资的有效性和收益水平。

第三，组合投资。受资金规模大和证券市场投资的制度制约，同时，为了有效分散投资风险，管理人在运作中通常将资金同时投入十几种乃至几十种证券中，并特别注意各种证券在金融特性、价格走势、市场风险、收益预期、持有时间、持有比例等方面的配比组合关系。另外，管理人在运作中还根据证券市场及其他条件的变化，结合对已有信息的分析和长期运作经验，适时地调整所持证券的组合状况，从而既积极分散投资风险，又努力为基金持有人谋取投资收益。

第四，长期收益较好。通过集中基金投资者的资金，证券投资基金实现了由管理人进行的集中投资，由此使得证券投资的交易成本明显低于各个投资者分别投资于证券场所耗费的交易总成本。管理人在专业人员的运作下运用组合投资方式展开证券投资，有利于分散投资风险，保障基金持有人的收益。特别是在管理人的市场竞争中，各个管理人都努力提高业务能力、降低基金管理费用、提高基金运作效率，从而促使基金持有人的收益进一步提高。几十年来，证券投资基金持

有人的收益率普遍高于同期银行存款利率、同期国债和同期公司债券的利率，甚至有些时候还高于同期股市的平均收益率。

但是 正如任何事物总是有利必有弊一样 证券投资基金在运作中也明显存在一些不足。主要表现在以下几方面：

第一 投资领域的局限性。在现实经济中 最有发展潜力的企业并不都是上市公司，最有增长前景的项目并不一定通过发行证券来募资，最具增长潜力的资产也不见得就是股票、债券等证券 如古董、艺术品、纪念钱币等。而证券投资基金的特性决定了资金只能投资于证券，不能投资于实体经济部门或其他市场。由此 在一个确定的时间内 证券投资基金的收益率有时不是各种投资（包括实体经济部门投资）中最高的。

第二，追逐收益的局限性。证券投资基金的主要收入来自于证券的买卖价差，随着证券市场规范程度的提高和机构投资者之间竞争性的强化，证券交易的买卖价格波动有着趋于平缓的态势 在这种条件下 管理人要通过证券买卖价差来获得基金运作收入有着相当大的难度。而基金收益的一年一度的分配、管理人之间的竞争又迫使基金管理人必须尽力寻求投资机会、拿出令人满意的经营业绩 由此 基金管理人承受的收益水平压力日趋加大。

在追逐收益的过程中，一些基金管理人努力说服基金投资者，变短期证券投资为长期证券投资，争取长期收益最大化。但也有一些管理人为追逐收益而不顾他人利益最后跌得头破血流。在追逐收益中 基金管理人可能铤而走险 引致极端后果。

第三，专业分析的局限性。对各种有关证券市场的信息进行分析处理是基金管理人的优势，但基金管理人得到的任何信息都是不完整和滞后的，在这一基础上进行的分析预测均存在着不准确性和风险性。同时，每个基金管理人的信息分析预测又比较容易受到同行其他分析师（尤其是知名分析师）的影响。在这种背景下，再发生下述几种情形，则优势很可能转化为劣势：一是不重视信息的完整性，侧重选择短期获利信息，忽视长期利空信息的制约性；二是忽视独立判断，简单根据市场主流信息操作；三是不重视实体经济部门的业绩情况，一味追求高“潜力”。

第四，既得利益的局限性。在公募条件下，证券投资基金的持有人相当分散，此时，如若社会信用制度不健全、证券市场制度和基金监管体系不完善、基金管理人是不重视遵守诚信原则，就很容易发生基金管理人是不重视基金持有人权益而简单按照自我意向展开运作的现象，甚至发生基金管理人为自身利益而伤害基金持有人权益的现象。而基金管理人按照证券投资基金净资产的一定比例收取管理费，基金资产的盈亏与基金管理人的管理费收入相关度不高，又使得一些基金管理人只顾明哲保身而不为基金持有人谋取可得的收益。虽说法律法规上规定基金持有人可以选择或更换基金管理人，但基金持有人过于分散，难以形成统一意见，要更换基金管理人相当困难。更何况，在相当多场合基金管理人的投资运作损失（包括机会损失）究竟是市场变动、操作失误所引致，还是违反基金持有人利益要求所引致，是难以分清的。

第二节 证券投资基金的运行机制

本节将重点说明证券投资基金的三个基本关系体系：

1. 组织关系体系 由持有人、基金组织、管理人、托管人通过信托关系构成的组织关系体系；
2. 资产关系体系 由基金资本、资产、各类费用、收益及分配等各类关系构成的资产关系体系；
3. 市场关系体系 基金在其发行、流通、营运及投资过程中与各类市场参与者发生的基本关系体系。

一、证券投资基金的组织体系

证券投资基金 在组织体系上 是由基金持有人、基金组织、基金管理人、基金托管人等通过信托关系构成系统。

基金持有人，是指投资购买并持有基金证券的个人或机构。在权益关系上 基金持有人是基金资产的所有者 对基金享有资产所有权、收益分配权和剩余资产分配权等法定权益。

基金组织 在公司型基金中 是一个有形的机构 通常设有基金持有人大会、基金公司董事会及其他办事机构。其中，基金持有人会议是基金公司最高权力机构，董事会负责对日常重大事项作出决策。在契约型基金中，基金组织是一个无形机构。虽然有关法律法规规定，基金持有人大会是证券投资基金的最高权力机构 但在契约型基金中 基金持有人难以集中开会 也就难以落实各项法定权力。所以 在实践中 许多人认为，基金组织在相当多场合只是一种名义上的存在。

基金管理人 是管理和运作基金资产的机构 其主要职责

是进行基金资产的投资运作 负责基金资产的财务管理 促进基金资产的保值增值及其他与基金资产有关的经营活动。基金管理人可以是一个专门从事基金资产管理运作的独立法人机构 如中国的证券投资基金管理公司 也可以是一个独立法人机构中专门从事基金资产管理运作的部门。如美国的投资顾问公司 既从事证券投资基金资产的管理运作 即充当基金管理人)又从事其他投资银行业务。

基金托管人 又称基金保管机构 通常由商业银行等金融机构承担 其主要职责是 保管基金资产 监督基金管理公司在基金投资运作中的各种资产活动, 办理基金资产变动的有关事宜 如每日每单位基金净资产的核算、配发投资收益、办理基金证券和证券交易的过户手续等)

信托关系, 是指委托人基于对受托人的信任将其财产权转移给受托人, 受托人以自己的名义为受益人的利益或特定目的管理或处分财产的行为关系。在证券投资基金组织体系中 基金组织是信托关系中的委托人(在公司型基金中 基金公司是委托人; 在契约型基金中, 投资者一旦购买了基金证券 也就具有了委托人的身份)基金管理人 是信托关系中的受托人, 基金托管人是信托关系中的基金资产监护人。

由于在信托关系中 委托人一旦与受托人达成协议 将财产转移给受托人管理, 在法律上, 就视这些财产为受托人所有, 委托人不能超越信托协议的规定干预受托人对财产的运用、管理和处分。基金持有人为了保障自身的利益 促使基金管理人信守职责 防止资产损失和收益损失 又委托基金托管机构 从维护基金持有人的权益出发 负责保管基金资产 并监督基金管理人对基金资产的投资运作。这种运用资产托管

机制来制约信托资产运作的关系 在一般的信托关系中 是不存在的，因此，它构成了投资基金信托关系中的一个基本特点。

在基金组织体系中，《基金章程》或《基金契约》、《基金信托契约》和《基金托管契约》等文件 具有法律效力 对维护基金组织关系和基金持有人权益，至关重要。

《基金章程》或《基金契约》是规范基金设立、发行、运作及各种相关行为的法律性文件，其中公司型基金采用《基金章程》的形式 而契约型基金则采用《基金契约》的形式。其内容包括 基金类型和规模、基金证券的发行与上市（或转让）、投资方向及有关规定、基金持有人的权益、基金管理人和托管人及其他当事人（如会计师、律师等）的职责和权益、资产估值与信息披露、基金收益分配政策、基金组织的终止和清算 等等。

《基金信托契约》是规范公司型基金和基金管理人之间的资产信托关系、各自职责和权益及其他有关事宜的法律性文件。其内容包括 信托期限 基金组织和基金管理人的各自职责和权益 运作费用和管理费用 资产运作的有关界定 财务账目的处理，基金收益分配及基金持有人的其他权益，等等。契约型基金不使用《基金信托契约》而直接使用《基金契约》来规范基金与基金管理人之间的关系。

《基金托管契约》是规范基金组织和基金托管人之间的资产托管关系、各自职责和权益及其他有关事宜的法律性文件。其内容包括 基金资产构成，托管期限和方式，基金组织和基金托管人的各自职责和权益，托管费用，投资项目的清算事项 资产估算和统计 信息披露 等等。

证券投资基金的组织体系，可用图 1-1 简单表示。