

第一篇

证券投资基金

第一章

证券投资基金概述

证券投资基金以其专家理财、风险控制等优势，深受广大中小投资者的青睐，在世界金融市场上发挥着越来越重要的作用，而投资基金本身亦成为重要的金融产品。本章将就投资基金的起源、发展历程、基金的不同种类以及基金对经济发展的作用等内容作详细介绍。

第一节 投资基金的起源、 发展和现状

一、世界基金业的起源和发展状况

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，居民剩余财富的增长是基金产生的最基本的经济条件。其次，投资技术的复杂化和投资的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。从基金的发展历史来看，基金产生于市

场经济较为发达的资本主义发展时期。

（一）投资基金的起源

18 世纪的产业革命与海外扩张为英国积累了大量的社会财富，使其国民收入大幅增加，居民储蓄迅猛增长，国内资金出现了过剩的局面。国内存贷款利率的低水平和投资收益率的不断下降迫使其剩余资金到海外寻求投资出路，以实现资本的保值与增值。

1863 年，伦敦金融联合会和国际金融会社成立了第一批私人投资信托；1867 年，苏格兰成立的投资信托开始向股东提供贷款基金，投资于全球各稳步发展的企业所发行的有价证券。1868 年成立的英国“海外和殖民地政府信托”，是第一个公众投资信托基金。它以投资于国外殖民地的公司债为主，总额达 48 万英镑，信托期限为 24 年。从该基金的实际运作情况看，投资者得到的实际回报率达 7% 以上，远远高于当时 3.3% 的英国政府债券利率。

19 世纪 70 年代，受当时债务危机的刺激，英国出现了依据 1879 年《英国股份有限公司法》建立起来的公司型基金，而且取消了对投资者支付事先确定股利的条款。

（二）投资基金在美国的迅速发展

虽然美国在 1893 年成立了第一家封闭式基金“波士顿个人投资信托”，但美国基金业的真正发展是在第一次世界大战之后。自 1924 年组建了第一家开放式互惠基金“马萨诸塞投资信托基金”之后的几年中，美国基金业迅猛发展。1929 年基金资产高达 70 亿美元，为 1926 年的 7 倍。20 世纪 30 年代，受大萧条的影响基金的发展陷入了低谷。1933 年美国公布了《联邦证券法》，1934 年公布了《联邦证券交易法》。尤其是 1940 年公布的《联邦投资公司法》详细地规范了共同基金的组成及管理要件，为基金投资者提供了完整的法律保护，从而奠定了美国共同基金规范发展的基础。二战之后，美

国的共同基金出现了高速成长的势头。

（三 投资基金扩散到世界各地

基金专业化管理、分散投资的优势在二战后很快扩散到世界各地。其中，日本 1948 年颁布了《证券投资公司法》并于 1951 年颁布了《证券信托法案》联邦德国于 1957 年颁布了《投资公司法案》。20 世纪 60 年代，很多发展中国家开始借鉴发达国家基金发展的经验，基金在发展中国家迅速普及。

（四 基金的品种、投资者结构深刻变化

20 世纪 70 年代以来，在以美元为中心的固定汇率制瓦解、全球通货膨胀率上升之后，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 1 850 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 年代初之后，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的介入，过去以中小投资者为主的投资者结构开始出现机构化的趋向。

二、世界基金业的现状

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 年增长了 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得分配占增长额的 56%。共同基金资产增长的大部分归因于升高的股票价格。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，相当于 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% 上升到 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。尽管下降的速率比货币市场基金低，但债券基金本身的份额也有所下降。

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 个国家以及中国台湾地区、香港地区投资基金总值为 7 348 亿美元。从基金的类型来看，契约型的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有绝对优势；从投资基金的投向来看，中国香港地区、台湾地区和菲律宾的股票基金所占比重较大，达到 50% 以上；而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。

三、我国基金业的发展和现状

我国的基金业务起源于 20 世纪 80 年代末。1987 年中国新技术创业投资公司与汇丰集团、渣打集团在香港联合发起了“中国置业基金”，直接投资于珠江三角洲周边的乡镇高科技企业。其后，中银集团、中信公司也分别在 90 年代初在境外募集设立了基金。

我国基金的真正起步是从 1991 年开始的。1991 年 8 月“珠信投资基金”和“南山风险投资基金”经中国人民银行珠海分行批准设立，1992 年，中国人民银行批准设立的“淄博投资基金”是我国第一

家规范化的公司型封闭式基金。1992年下半年至1993年上半年,中国国内出现了投资基金一哄而上的局面。据统计,截至1993年底,我国国内共发行基金73个,总额达50亿元人民币。从1993年下半年起,随着国内宏观调控力度的加大,国内基金的审批也处于停顿状态,基金的发展进入了调整期。

1997年我国《证券投资基金管理暂行办法》出台随后,5家证券投资基金发行上市并成功运作,中国基金业迎来了一个规范发展的新时期。

四、基金的发展对宏观经济和证券市场的积极作用

作为投资者与证券发行人之间的金融中介,基金已成为资本市场和信贷市场的重要角色,并对全社会长期资本的形成起到了关键性作用。具体表现为以下几个方面:

(一) 基金在“储蓄—投资—资本”转换过程中的重要作用

以美国为例,通过共同基金的净股票购入量,7年之间增加了13倍,即从1990年的130亿美元增加到1997年的1850亿美元。1997年,共同基金已稳居股票市场最大的买主地位。实际上,如果加上封闭式公司型的投资基金和契约型投资基金,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,至1996年底,美国的投资基金已持有美国上市公司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%。

(二) 货币市场基金大大活跃了货币市场和短期债券市场

20多年来,货币市场基金的迅速成长有力地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单位成为信贷成本降低的直接受益者。

（三）基金在债券市场的活动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纪录，更为全球的公司提供了 657 亿美元的资金。仅从 1983 至 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）货币市场基金的产生和发展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不仅可投资于商业票据、银行承兑及可转让定期存单等，且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。

正是由于货币市场基金作为新兴的金融创新工具对存款银行形成了巨大的竞争压力，美国国会才逐步放弃了 Q 条例，以使存款银行能向客户提供有竞争力的存款利率。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 20 世纪 80 年代末美国国会开始放宽对银行、证券分业经营的限制，诸如像 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发展奠定了基础。

五、基金对投资者的利弊

与直接投资相比，普通投资者通过投资基金进行投资具有集中小额资金发挥规模优势、费用低廉、利用基金管理人的专家理财优势提高投资效率、控制投资风险、服务完善等优越性，因而投资基金在全球得到了飞速发展。但是，投资基金对投资者也有不利之处。

（一）承担基金管理人的代理风险

由于基金资产的管理者是基金管理人，所以基金管理人的专业素质尤其是职业道德对基金的业绩影响较大。当基金管理人利用基金资产为自身或他人谋取利益，而不是为基金投资者寻求最佳投资机会时，基金投资者的利益将会受到损害。

（二）基金投资限制

基金在进行投资时，会受到诸如投资范围、投资比例等的限制，不如普通投资者自行投资灵活。所以，在行情下跌时，投资基金的表现可能会差于大盘；而在股市上涨时，基金由于受持股比例的限制，获利也可能小于投资者自行投资股票的收益。

（三）费用

投资者通过基金投资，在购买基金时须支付基金销售费用，在基金的日常运作中须支付诸如管理费、托管费等费用，这些费用会对基金投资业绩起到侵蚀作用。

第二节 基金的类别

一、按组织架构划分：公司型和契约型

（一）契约型基金

契约型基金也称信托型基金，它是根据一定的信托契约原理，由基金发起人和基金管理人、基金托管人订立基金契约而组建的基金。基金管理公司依据法律、法规和基金契约负责基金的经营和管理操作；基金托管人负责保管基金资产，执行基金管理人的有关指令，办理基金名下的资金往来；投资者通过购买基金单位，享有基金投资收益。英国、日本和中国香港、台湾地区的基金多属契约型基金，我国颁布的《证券投资基金管理暂行办法》所规定的基金也是契约型基金。

（二）公司型基金

公司型基金是具有共同投资目标的投资者，根据公司法组成的投资于各种有价证券等特定对象的股份制投资公司。公司型基金通过发行股份的方式募集资金，是具有法人资格的经济实体。基金持有人既是基金投资者又是公司股东，按照公司章程的规定，享受权利、履行义务。公司型基金成立后一般委托特定的基金管理公司管理基金资产。美国的基金以公司型基金为主体。

就两类基金的共性而言，它们的组成和运作均基于“基金管理机构与基金保管机构绝对分开”的原则，基金管理公司只负责基金的管理和操作，不实际接触基金资产；基金保管人则依据基金管理公司的指示办理基金名下的资金往来。

（三 基金的组织形式对基金的影响

1. 基金法人资格的差异对基金运作的影响。契约型基金不具有法人资格，而公司型基金本身就是具有法人资格的股份有限公司。就此而言，首先，公司型基金的组建涉及的方面较多、组建程序较为复杂；其次，契约型基金的投资者之间的联系较为松散；再次，公司型基金作为法人在运用债务杠杆方面具有更大的空间和灵活性。最后，契约型基金的设立与解散均比较方便。

2. 在基金组织架构的层次上，与契约型基金相比，公司型基金多了基金公司这一层次。此外，基金公司投资者作为公司的股东，有权对公司的重大决策进行审批和发表意见；而契约型基金的投资者与基金管理公司是一种信托契约的关系，对基金的运作通常不具有发言权。

从我国目前发展证券投资基金的政策思路和倾向来看，证券投资基金的募集对象是个人投资者。鉴于国内个人投资者的自身素质和实际情况，他们往往没有足够的知识和精力去关注基金的运作，因此，基金公司自身通常并不具备证券投资的能力，而需要委托基金管理公司对基金的投资进行管理。然而，公司型基金在组织架构上则多了一个层次，但基金公司的董事会和股东会却徒有其表，无助于改善基金的实际运作。从法律上看，公司型基金的四个关系人之间形成了三个独立的法律关系，法律关系过于复杂；同时，由于投资人与管理人和托管人并无直接的法律关系，一旦管理人和托管人损害了投资者的利益，投资人在法律上无法对他们直接提起诉讼，投资人的利益难以得到有效的保护；而契约型基金主体之间的权利、义务关系是比较明晰的。此外，公司型基金经营成本也相对较高。相比较而言，契约型基金反而是一种更有效率的组织形式。当然，对于主要投资于未上市公司股权的产业投资基金和投资于高新技术产业的风险投资基金，考虑到基金投资的对象和机构化的投资者结构，采取公司型的组织形式更为可取。

二、按是否可以赎回划分：封闭式和开放式

开放式基金是指基金设立后，投资者可以随时申购或赎回、基金规模不固定的基金；封闭式基金是指基金规模在发行前已确定，在发行完毕后和规定期限内规模固定不变的基金。

由于开放式基金随时面临投资者赎回的压力，使得基金资产相对封闭式基金来说不稳定。基金资产的稳定性会对基金的投资战略产生重要影响，如开放式基金的管理人往往需要保留较大份额的流动性和变现性较强的资产，且投资理念相对短期化，而封闭式基金则有条件投资于一些变现性相对较差、投资期限较长的资产。

开放式基金与封闭式基金的另一个重要的区别在于基金买卖的价格形成方式不同，前者的买卖价格是以基金单位的净资产为基础，而封闭式基金的买卖价格取决于市场的供求状况，存在随行就市的特点。价格决定方式的差异决定了基金的市场价格和基金净资产关系的不同，封闭式基金的价格可能高于基金净资产，也可能比基金的净资产低，但是随着封闭式基金到期期限的临近，基金的价格会不可避免地趋近基金的清算值即基金的净资产。

世界投资基金的发展历程基本上遵循了由封闭式基金逐渐转向开放式基金的发展规律。在基金业兴起之初，封闭式基金是基金业的主要形式。但是，由于允许投资者随时以基金净资产值购买或赎回基金单位，与封闭式基金相比，开放式基金具有三方面的优势：基金投资人通过赎回基金单位的方式能“用脚投票”，对基金管理人形成直接的监督约束机制；投资人手中的增量资金流向业绩优良的基金，能推动基金市场优胜劣汰的进程，从而形成对基金管理人的激励机制（基金管理人的报酬与基金净资产挂钩）；基金随时公布净资产值并以净资产值为基础交易提高了基金运作的透明度，有助于基金的规范运作。因此，随着金融市场的成熟与金融自由化的深入，开放式基金在二战以后逐渐成为基金业发展的主流。就我国的情况来看，当金融管制逐步放松、基金投资者的投资理念逐渐成熟之后，开

开放式基金能更好地适应基金市场规范发展与快速成长的要求，开放式基金将成为基金业发展的主流。

三、按投资对象划分 股票基金、债券基金、货币市场基金等

（一）股票基金

股票基金是以股票为主要投资对象，是基金主要的投资种类，其具体投资对象包括普通股和优先股（国内目前没有优先股），按其投资风格又可细分为资本增值型、成长型和收入型。

（二）债券基金

债券基金主要以政府公债、市政债券、公司债券等债券品种为投资对象。债券基金一般情况下定期派息，除高收益债券基金外，债券基金的风险和投资回报率通常比股票基金低。

（三）货币市场基金

货币市场基金是指投资于短期货币工具如一年期以下的国库券、商业票据、银行大额可转让存单等有价值证券的基金。货币市场基金的投资风险小，投资安全性和流动性高，投资成本低。

按照基金投资的不同行业还可对基金进行划分，如有专门投资高科技企业的高科技股票基金，有侧重投资于某一行业股票的行业基金。同时，随着国际金融市场的逐渐一体化，还可按基金投资的不同地域进行区分，如专门投资新兴市场证券市场的新兴市场基金等。除了上述基金之外，按投资对象的不同，基金还包括指数基金、期货基金、期权基金、贵金属基金、认股权证基金等种类。

基金业按投资对象进行细分，一方面推动了专业分工的深入，从而提高了整个基金业的投资回报率、降低了投资风险；另一方面，也给投资者提供了越来越丰富的投资选择，满足了不同投资风格和风

险偏好的投资者多样化投资的需求。

不同投资对象的基金所占份额受宏观经济指标如通货膨胀、利率以及货币市场和资本市场走势的影响而不断变化。国际基金业尤其是美国基金业的发展经历了货币市场基金所占份额不断上升，随后又逐步下降的过程。

20 世纪 70 年代以前，美国的共同基金以投资股票和债券为主。70 年代初期，货币市场共同基金的产生使小型投资者能参与到短期利率高，且过去只有大型机构和有钱人才能进入的货币市场中来，共同基金的资产分布开始发生变化。70 年代末，随着短期利率的迅速上升，货币市场基金大受欢迎。到 1983 年，股票基金占基金总资产的 25.2%，债券 - 收益基金占 13.6%，应征税货币市场基金占 55.5%，免税货币市场基金占 5.7%。80 年代以后，尤其是随着 90 年代股市行情的高涨，货币市场基金的份额开始下降，股票和债券基金的份额开始上升。到 1997 年股票基金和债券 - 收益基金占基金总资产的份额分别为 53.5% 和 23.6%，货币市场基金的份额则下降为 22.9%。

应当注意的是，基金在进行投资时，一定要遵守基金招募说明书中对投资对象的限制，即不能超出预定的投资对象。这是因为不同投资对象的投资风险程度是有很大差异的，投资者在选择投资基金时，是根据自己的风险承受能力和基金所约定的投资风险来进行决策的。如果基金不能遵守对投资对象的承诺而随意投资，基金的投资风险可能会超出投资者的承受能力，损害基金投资者的利益。

第二章

投资基金类型的比较

第一节 公司型基金与契约型基金的比较

一、公司型基金和契约型基金的比较

(一) 二者的法律依据不同

公司型基金根据有关国家的公司法成立，因此基金公司具有法人资格。公司型基金除了两个当事人，即基金公司及其股东外，其他方面的当事人之间的关系与契约型基金一样；基金公司及其股东之间的权利与义务以及基金的运作必须遵守公司法和公司章程的要求；基金公司如果本身不是管理公司，则基金公司与基金管理公司之间也需要通过委托管理契约来进行规范。

契约型基金根据有关国家的信托法组建，基金本身不具有法人资格。契约型基金有三个当事人，即委托人、受托人（代理人）和受益人，他们之间的权利与义务以及基金的运作遵守信托法的规定。

（二）二者依据的章程契约不同

公司型基金经营信托财产凭借的是公司章程、委托管理契约和委托保管契约等文件。而契约型基金则凭借信托契约来经营信托财产。

（三）二者发行的凭证不同

公司型基金组织公司的信托财产是通过发行普通股票筹集起来的。前者既是一种所有权凭证，又是一种信托关系；后者反映的仅仅是一种信托关系。

（四）投资者的地位不同

公司型基金的投资者即基金公司股东，他们有权对公司的重大决策进行审批，发表自己的意见，并以股息形式获取投资收益；契约型基金的投资者是信托契约的当事人，通过购买受益凭证获取投资收益，对基金如何运用所做的重要投资决策通常不具有发言权。由此可见，公司型基金的投资者比契约型基金的投资者权利要大一些。

（五）二者的基金融资渠道不同

公司型基金由于具有法人资格，可以向银行借款，因此有利于公司扩大资产规模，使公司的发展有雄厚的资本作为保证。契约型基金因不具备法人资格，一般不通过向银行借款来扩大基金规模。

（六）二者的基金具体运作不同

公司型基金募集资金在发售证券方面有很多优势，可以迅速将股票销售完毕。这当然要对承销商和经销商支付一定费用。投资者办理股票移交手续后即成为股东。对于契约型基金而言，投资者只要向基金管理公司购买受益凭证，即可成为该基金的受益人。在基金营运中，公司型基金同一般股份公司一样，除非根据《公司法》到了

破产清算阶段，一般情况下基金公司都具有永久性，这有利于公司稳定经营。从宏观经济角度看，基金公司不随意成立和终止，故而有利于一个国家证券市场的稳定和国民经济的平衡发展。由于契约型基金依据信托契约建立和运作，随着契约期满基金营运自然终止，因此不利于基金的长期经营。

就两类基金的共性而言，无论是公司型基金还是契约型基金，都涉及到四个方面当事人：基金受益人和基金投资人（公司型基金的投资人包括基金公司的投资人和基金公司两个层次）、基金管理人即基金管理公司（有的基金公司本身即是管理公司）、基金保管人即基金保管公司，以及基金代理人即承销公司。它们统称为基金组织的四要素，在基金的运作过程中发挥着不同的作用。

就不同基金组织形态而言，其本身并无优劣上下之分，从世界基金业的发展趋势看，公司型基金除了比契约型基金多一层基金公司组织外，其他各方面都有契约型基金趋同化的倾向。因此，中国在发展投资基金过程中对究竟是发展公司型基金还是发展契约型基金尚无必要进行过多的争论，关键是看何者适合中国的国情。事实上，不同类型的投资基金有着不同的风险收益状况，宜采用不同的资金募集方式，选择不同的基金组织形态。

二、事业制、公司制与合伙制的比较

国际上创业资本有限合伙公司大多采取的是有限公司合伙制（Limited Partnership）。或许是受制度变迁过程中路径不同的影响，目前我国的创业资本基本上采取较为独特的事业制机构和公司制机构的形式。

（一）事业制机构

在我国，事业制机构实际上是政府的一个机构。由于多年来政府一直是权力和信息最集中的地方而且信誉较高，所以事业制机构