共同基金

胡猛 虞陆 向嘉华

法律与经济
青苹果电子图书系列

共同基金

胡 猛 虞 陆 向嘉华 著

序一

这本书是胡猛、虞陆、向嘉华的一部新作。在我为之作序之时,想要说的是,从年龄看,三人中胡猛只有 32 岁,可他在美国和国内的资本市场进行实践和研究,已有十余年的经历。可谓年龄不大,经历不浅。

四年前,他曾经著有《证券投资基金实务》一书,深入浅出地把美国的证券投资基金的运作做了介绍。当时国内的基金业还没有起步,我作为中国基金业开始起步的主导者之一,对当时国内基金方面的书籍如此缺乏感到遗憾,而胡猛的那本书,确给了我们很好的启发。同时也为业界人员提供了很好的参考。现在,历史已经走到了今天,我国的基金业已经有了一个很快的发展,数十个封闭性基金在健康发展,开放性基金已经推出。可是,比较而言,我国的基金市场还显得十分幼小和不足。面对国内的高储蓄和居民金融资产投资单一的现状,面对人口老龄化与社会保障服务体系的建立和完善,人们对中国基金业的发展前景日益看得十分重要。

人们都知道,在资本市场发达的美国,居民在银行的传统业务已越来越多地为基金业务所覆盖,美国总人口的 30% 或三分之一的家庭金融资产投资于共同基金。可见,在美国的经济生活中,基金已成为广大居民选择投资的主要工具。去年,根据国务院领导同志的指示,我们在研究构造社会保障体制

的时候,其中除了筹资机制、分配机制外,特别要有一个管理机制,以保证退休养老基金保值增值。因此,一个健康的、完备的资本市场是必不可少的,而基金投资则是配套社会保障制度化的最好手段。所以,我一向倡导要大力培育发展证券投资机构,在规范化的基础上,继续发展基金业,完备资本市场的建设,为我国的经济发展服务。我也建议胡猛先生写一本更专业、更深入的介绍美国共同基金的参考用书。现在,他们这本《共同基金》的书终于面世了,为此深感欣慰,特作推荐。

共同基金(mutual fund)是一种起源于美国的公司型的投资载体。虽然不同于英国的契约型的单位信托基金,也不同于国内的契约型的证券投资基金。但其在管理上之完善是值得国内基金从业者和监管者学习的。目前国内基金从业者对从“封闭式”走向“开放式”普遍有一种顾虑和茫然,由于共同基金均为开放式基金,所以美国的共同基金运作模式很值得大家借鉴,特别是基金的治理结构,投资组合的选择和基金的销售渠道几个方面。比如,在基金的销售问题上,目前国内有个别基金的销售不如预期理想,于是喝倒彩之声四起。其实,即便在美国,基金和任何一种商品一样需要推广和营销,需要对销售渠道有定量、定性的分析,并制定相应的销售策略,而非简单地刊登招募说明书而已。另外,我建议胡猛等作者把美国的1940年《投资公司法》和1940年《投资顾问法》翻译出来,作为附录。因为我发现近来报刊上不断有人言及并引用上述两个法律,但断章取义者多,歪曲原意以致误导读者和投资者的也不少。我希望读者能真实地了解美国的《投资公司法》和《投资顾问法》,以便于在借鉴学习当中,正确理解,指导实

践。在第十六章讲到了基金和退休金的关系,这也是国内基金监管人士和保险界人士在苦思冥想的,如果我们参考一下美国的做法,我相信大家会豁然开朗。当然,借鉴美国共同基金的运作决非照搬,在发展我国的证券市场坚决反对搞外国本本主义,一定要洋为中用。

胡猛先生 90 年代初大学毕业后即投身于国内证券市场,小有成就后赴美深造,从业于美国 RJF 证券公司。1997 年回国,一直在证券行业,边实践、边研究,其积累的投资和管理经验是很可贵的。他在实践中亲自运作,把分析研究和投资决策紧密地结合起来,又不断地在理论上进行总结、提炼,这使得他有能力也有条件坚持著书。最近,他打算从哲学的角度来研究投资和投资管理,我希望他不久的将来,能有一本《投资哲学》问世,以奉献给社会。

陈耀先

序二

伴随着我国市场经济的发展和对外开放的扩大,金融业中的基金产业将有广阔的发展前景。在中国大陆,基金业的发展方兴未艾,但规模偏小,品种单一,投资理念趋同,收益持续性较差,未能得到广大投资者的认同。

我国现已加入 WTO,相信实力雄厚、经验丰富的众多国际基金管理机构将以各种方式进入我国市场参与角逐,这使得基金管理公司在竞争环境、投资理念、人力资源、内部管理等方面都面临严峻挑战。如果不加快基金业的国际化和市场化步伐,培育我国基金管理公司自身的市场竞争力,那么,这一孕育巨大潜力的市场必将向外国基金管理机构拱手相让。因此培育一批高素质的基金经理队伍,并加强对广大投资者教育,使其对开放式基金有全面、客观、正确的认识迫在眉睫。开放式基金在我国尚处于起步阶段,在投资运作、客户服务体系、法律法规体系的理论和实践方面仍处于探索阶段。为此,学习国外共同基金业的成功运作实践经验并加以借鉴,将对规范我国基金业发展、壮大机构投资者力量、促进证券市场的持续健康发展、形成理性投资理念大有裨益。该书的作者是从美国归国的基金界专业投资管理人士,他们在海外积累了丰富的基金行业经验,并带回了大量一手材料。

该书系统全面地介绍了国外共同基金业的发展历程、组

织体系、监管规则、销售体系、投资策略、基金业绩评价和法律法规体系,涵盖了共同基金运作的许多现实性问题。全书结构体系清晰,便于读者根据自身知识基础和需要有选择地阅读。既适合专业人员作为投资管理运作实践的指导和参考,也可以作为普通投资者深入了解共同基金的工具。

我相信《共同基金》一书的问世,一定会得到有关理论研究者、基金管理公司和投资者的关注,对普及广大投资者的共同基金知识、丰富基金行业从业人员的理论知识和实践经验,发挥重要的推动作用。

王连洲

2001

目 录

第 1 篇 共同基金概述

第 1 章 共同基金起源与发展 2

投资管理专家将募集起来的基金投资于各种上市公司的股票、公债、公司债券、金融债券等有价值证券上,也可以投资于期货、期权、黄金或其他贵金属甚至产业上,但不管投资什么,都是希望基金的资产能不断地成长壮大,能给投资者带来较为丰厚的收益。

第 1 节 共同基金的基本含义	2
第 2 节 共同基金的起源与发展	4
第 3 节 共同基金在世界范围发展情况	8
第 4 节 共同基金对整个金融业的重要作用	10
第 5 节 投资共同基金的利弊	12

第 2 章 共同基金分类 14

根据基金是否可以赎回,共同基金可以分为开放型和封闭型两种。封闭型基金早于开放型基金,这已为各国基金发展历史证实。在证券投资基金初创阶段,人们总是希望基金运作更具稳定性,加上缺乏良好的市场环境,因此封闭型基金最先出现。

第 1 节 开放型和封闭型基金	14
第 2 节 公司型和契约型基金	18
第 3 节 成长型和收益型基金	22
第 4 节 基金类型的细分	27

第 3 章 共同基金的经营机构及当事人之间的法律关系 33

根据各国有关法律规定,凡是共同基金,无论是公司型,还是契约型,一般都有三方当事人,即共同基金管理机构、共同基金托管人和共同基金受益人。

第 1 节 共同基金的经营机构	33
第 2 节 共同基金当事人之间的经济法律关系	40

第 4 章 基金的收益和税收 44

基金通过证券投资获得收益,并将基金的收益分配给基金持有者。从税收的一般原理来说,基金作

为产生利润的机构,应当缴纳所得税,基金持有人通过收益分配获得基金的投资利润,也应当缴纳个人所得税。

第 1 节 基金的收益	44
第 2 节 基金的税收	45
第 5 章 共同基金的公司治理结构	50

共同基金通常采取的是公司或信托的组织形式。与公司相似,每一基金都有自己的董事会,负责监督其业务的运行以及确保公司政策得到实施。但是共同基金与其他大多数商业组织不同,其董事会的构成以及董事的职责都远远超过了其他公司的董事。

第 1 节 1940 年《投资公司法》的相关规定	50
第 2 节 共同基金的公司治理结构	51
第 3 节 共同基金董事的职责	54
第 4 节 基金份额的销售	61
第 5 节 关联交易、独立性和有效性	62
第 6 章 技术进步在共同基金中的作用	67

互联网为投资分析家们提供了更为方便的服务,他们可以通过互联网直接访问获得华尔街的研究资料,不必像原来那样需要通过传真或邮寄方式

才能获得这些资料。交易商可以通过个人电脑直接获得实时市场报告,同时通过计算机实现全球范围的交易。

第 2 篇 共同基金投资管理

第 7 章 投资组合管理概述 73

投资组合管理的目的是按照投资者的需求,选择各种各样的证券和其他资产组成投资组合,然后对投资组合进行管理和调整,以实现投资目标。投资者的投资需求往往根据期望受益和风险偏好来定义,所以投资组合管理者的任务则是在承担一定风险的条件下,使投资回报率实现最大化。

第 8 章 资产配置策略 84

资产配置就是将所要投资的资金在各大类资产中进行分配,它是基金管理公司进行投资时首先要碰到的问题。资产配置包括选择资产类别、确定各类资产在投资组合中的适当比重以及进行适时管理调整资产的种类和比重。

第 1 节 系统化的资产配置策略 84

第 2 节 便捷式资产配置策略 91

第 9 章 证券组合选择 99

当我们把 N 个有风险证券进行组合时,即分别投入不同比例的资金时,能够得到无穷多个证券组合,它们的期望收益和标准差各不相同,这是因为投入每种证券的资金比例的组合可以有无穷多组。

第 1 节 证券投资组合理论 99

第 2 节 引入无风险证券后的证券组合选择 111

第 10 章 股票选择战略 125

预测股票是否有吸引力时可能利用来自不同来源的信息。当各种信息来源都有预测内容并且是相互补充时,我们应该采用综合预测,即把这些单个预测在一种最优化方式下结合起来,以便实现最佳预测效果,提高预测的准确性。

第 1 节 股票的投资与选择 125

第 2 节 投资组合的构建 127

第 11 章 股票投资策略 139

不同的投资风格之间一般没有绝对的优劣之分。随着经济形势和外部环境的变化,不同投资风格相对收益会发生转变。一段时间有利的投资风格,在另一段时间会变得不利;而一段时间不利的投资风

格,在另一段时间会变得有利。

第 1 节	股票投资策略的分类	139
第 2 节	股票投资风格	142

第 3 篇 共同基金相关问题

第 12 章	基金销售渠道分析	166
--------	----------------	-----

随着基金分销渠道数量的增加、方便性的增强以及共同基金数量的激增,如今的投资者可以从众多投资机会中进行选择。由于投资者购买基金的途径是共同基金营销的重要组成部分,所以共同基金公司必须了解分销渠道在投资者基金申购行为中所发挥的作用,尤其要掌握分销渠道的演变进程。

第 1 节	目前基金分销渠道的使用情况	172
第 2 节	基金分销渠道随时间的演变	178
第 3 节	使用销售渠道的动因	185

第 13 章	共同基金的费用	192
--------	---------------	-----

“没有免费的午餐”这一道理也同样也适用于基金服务业。如果你从经纪商或其他基金销售人员那里获得有关选择基金和管理投资组合的咨询建议服

务,那么你必须以某种方式支付服务费。

第 1 节	基金及其持有的费用种类	192
第 2 节	其他费用与经常性开支	204
第 3 节	标准费用表	207
第 4 节	共同基金费用的变化趋势	209
第 5 节	正确地理解规模经济	211

第 14 章 共同基金业绩评估

213

事实上风险资产的收益却是“白噪声”的,这无疑会使这个问题复杂化。为了避免这种错误,我们就必须定出该种业绩评估指标的“显著性水平”,以确定其是否可靠地反映了组合的实际获利能力。

第 1 节	收益率的计算	213
第 2 节	风险调整的基金收益率指标	216
第 3 节	业绩评估实例	230
第 4 节	资产组合成分变化的业绩评估指标	235
第 5 节	市场时机	236

第 15 章 共同基金的监管

242

封闭式基金和其他一般公司一样一次性地向公众发行固定数量的基金单位。而开放式基金则持续地按照当前的资产净值和投资者要求不断发行和赎回基金单位。

第 1 节	1940 年《投资公司法》的适用范围	242
第 2 节	基金活动的监管	243
第 3 节	管理和控制	245
第 4 节	基金份额的销售和费用	248

第 16 章 美国的退休计划和基金业..... 251

作为基金的销售渠道之一,退休金计划(Retirement Plan)兼具机构性和零售性。其机构性表现为基金单位首先是由雇主购买,由雇主来决定通过退休金计划雇员们能够得到哪些基金或基金复合体(Fund Complex)。

第 1 节	退休金计划(Retirement Plan)简介	251
第 2 节	401(k)计划	258
第 3 节	基金管理公司在 401(k)计划市场的集中程度	268
第 4 节	基金管理公司对退休计划参加者的教育	270
第 5 节	退休计划的有关法律和法规	277
第 6 节	基金个人退休账户市场的出现和发展	283

第 17 章 机构投资者:并不愿意积极参与公司事务

288

在公司经营业绩下滑或股东们对投票决议有很大争议时,管理人员应该尽早与机构投资者进行讨论。在其他大多数情况下,管理人员可以通过向投资者们

证明公司将在长期取得良好业绩并设计能提高投资者长期价值的方案来避免机构投资者积极干预公司的事务。

第 1 节	成本—收益分析	288
第 2 节	积极参与争取什么	291
第 3 节	对机构投资者积极参与的方式排序	293

附录

附录一：先锋集团的发展历程	300
附录二：指数基金的发展历程	333
附录三：对冲基金	359
附录四：1940 年《投资公司法》15U. S. C80a—1	376
附录五：1940 年《投资顾问法》15U. S. C80b—1	507

第 1 篇

共同基金概述

第 1 章 共同基金起源与发展

第 1 节 共同基金的基本含义

一、共同基金概念

共同基金在美国称为 Mutual Fund,其基本内涵在于将众多投资者的资金聚集起来,交由专门投资机构经营管理,投资于各种不同的投资领域,投资收益按投资比例分配给原投资者,投资经营管理机构从中获取相应的报酬,实现投资资金与投资能力的有效组合。共同基金一致的特色在于:集体投资,专家管理,分散风险,共同受益。

投资管理专家将募集起来的基金投资于各种上市公司的股票、公债、公司债券、金融债券等有价值证券上,也可以投资于期货、期权、黄金或其他贵金属甚至产业上,但不管投资什么,都是希望基金的资产能不断地成长壮大,能给投资者带来较为丰厚的收益。

二、共同基金与债券、股票的区别

共同基金的管理运营机构通过发放受益凭证来募集资金,投资者则提供资金于基金运营机构,并换取受益凭证。债券是债务人向债权人承诺于指定日期支付一定利息和偿还本金的有价证券,包括政府公债、国库券、企业债券、金融债券等,其特点是收益相对固定、风险小。债券反映的是一种债权债务关系,不发生所有权的转让。

股票是股份公司签发的证明股东所持股份的所有权凭证,是公司的股份形式。投资者通过购买股票成为发行公司的所有者,按持股份额获取经营收益和享有重大决策表决权。因此,股票反映的是一种产权关系,而共同基金反映的是一种信托关系。具体来说,共同基金是金融信托的一种。金融信托是指经营金融委托代理业务的信托行为,它以代理他人运用资金、买卖证券、发行债券、股票、管理财产等为主要内容。共同基金主要是为投资者尤其是中小投资者投资于有价证券开辟了新道路。

它们的收益和风险情况不同。债券一般预先规定了利率,到期后还本还息,其收益是固定的,投资者风险承担较小;股票的收益则要看发行股票的公司经营效益如何,收益是不定的,投资风险较大;而基金一般不投资于某个固定企业,而是选择效益好的多个企业进行投资,另外还投资于一些看好的债券、股票,因此,它有可能获得比债券更高的收益,同时又避免一般股票所具的高风险。专家管理与风险分散,投资组合是

共同基金不同于常规证券和股票投资的显著区别。

它们的价格决定因素不同。在宏观政治、经济环境一致的情况下,开放式基金的价格主要决定于资产净值,封闭式基金由于大多在证券交易所挂牌,所以它还受市场供求情况的影响;而影响债券价格的主要因素是利率变动;股票的价格则受供求关系的影响巨大。

三者的投资方式不同。与股票、债券投资者不同,证券投资基金是一种间接的证券投资方式,基金的投资者不直接参与有价证券的买卖活动,不直接承担投资风险,而是由专家具体负责投资方向的确定、投资对象的选择。

虽然几种投资工具有以上的不同之处,但是它们之间存在着一些联系。基金、股票和债券都是有价证券,对它们的投资均为证券投资。基金份额的划分类似于股票,股票是按股划分,计算其总资产。

第 2 节 共同基金的起源与发展

基金的起源,可追溯到 19 世纪的英国,当时英国刚刚经过产业革命,工商发达,生产力提高,其殖民地和贸易遍及全世界。由于国内资金积累过多,苦无出路,许多人想将资金投资于海外,谋取更高的资金报酬,因而有大量资金涌入美国新大陆和亚洲落后地区。但投资者本身缺乏国际投资知识,个人也难以到国外进行投资管理,于是,由政府出面组成投资公司,委托具有专门知识的代理人代为投资,并分散风险,让中

小投资者和大型投资者一样享受到国际投资的丰厚报酬。这种集合众人的资金委托专家经营的投资方式,很快就得到投资者的热烈回响。

1869年所组建的国家“海外和殖民地政府信托”组织,是大家公认设立最早的投资基金机构,专以分散投资于国外殖民地的公司债券为主,1890年,英国运营的投资信托基金达101家。

共同基金则起始于美国。约在1920年,美国一些投资者开始注意到共同基金这种投资方式。1921年4月美国设立第一家投资基金——美国国际证券信托基金,1924年3月21日成立第一支现代意义上的投资基金——马萨诸塞投资信托基金。目前美国已经形成以商业银行为主体的存款机构,以共同基金为主体的投资机构和人寿保险公司机构三足鼎立的金融业格局。而且,共同基金的重要性在持续上升,在1989年这三类金融机构的资产所占比重分别为57.7%、27.6%和14.7%,到了1993年这一数据变为46.4%、37.7%和15.9%。

共同基金投资在美国的兴起与发展与股票市场的风风雨雨有关。在经济大萧条时期,美国股票市场上风波迭起,使整个投资圈陷于一片恐慌和困境之中。这段时间是美国证券投资市场运营与管理的最混乱时期,共同基金也不例外,投资基金几乎全部倒闭。1940年,美国政府制定了《投资公司法》,详细规定了投资基金组成及管理的法律文件,这一法案奠定了美国共同基金的发展基础。根据这一法案,投资者的利益得到保障,被认为是投资者的保护神。

1940年的《投资公司法》稳定了人们的投资信心。随着第二次世界大战后美国经济的全面高速增长,公众手中能用于投资的余款日渐增多。然而,曾经发生过的股市风险不免使许多美国人心有余悸,在这种情况下,许多小资本投资者尤其是缺乏足够的投资运作技巧,或者没有足够的精力去管理自己的投资组合的投资者,在费用处于可以接受的情况下,趋向于雇佣专业人员对其投资进行咨询与管理。在这种情况下,共同基金以其专家管理、分析投资的特点而使社会看好,使得共同基金投资的业务获得了迅速发展良好外部条件。

1950年时美国的共同基金资产仅25亿美元,1990年时已增至10669亿美元,1999年7月底美国共同基金数目达到6684支,管理净资产总额达到60306亿美元。基金股东账户由1950年的90万增加到1996年的1.36亿。1997年,美国有37.4%的家庭拥有共同基金,投资于基金的资产占其金融资产的1/3。目前,美国共同基金市场不论在基金数量、投资者人数还是在基金资产总值上,都高居世界第一。

美国共同基金市场有以下几个特点:

(1)基金法规完善。美国基金业由证券交易委员会监管。美国的基金法主要包括1940年《投资公司法》、1940年《投资顾问法》、1933年《证券法》和1934年《证券交易法》等。美国基金法规非常严密、周全,这在一定程度上促进了基金业的发展。

(2)以公司型基金为主。1940年以后,根据《投资公司法》,美国的共同基金均要求以公司形式注册。每个基金在法律意义上都是一个具备法人资格的公司,有其董事会和股东,

而股东就是共同基金的持有者。

(3)以开放式基金为主。30年代大萧条中,封闭式基金的投资者损失惨重,大部分被终止或改造为开放式基金。此后美国的开放基金迅速发展,封闭式基金逐渐萎缩。目前美国的基金大部分为开放式基金(1997年约占93.5%),一般情况下共同基金也仅指开放式基金。

(4)种类繁多。美国共同基金数目之多,种类之全,规模之大,是其他任何国家和地区不可比拟的。投资者可以根据其对基金投资目标、方向和性质的不同偏好在6000多支共同基金中选择。

(5)共同基金为投资者提供全面的服务。在美国,共同基金的发展已相当成熟。金融创新的促进以及现代电讯设备的使用,使基金为投资者提供服务的全面性领先于其他国家和地区。主要的服务包括投资顾问服务、基金间交易账户和支票服务等。

(6)个人投资与机构投资者共同参与。共同基金之所以受到公众的欢迎,其根本原因就是它较好地解决了众多投资者复杂多变的投资市场中没有能力解决的投资组合问题。今天共同基金投资已不限于普通的个人投资者,许多机构投资者也加入到共同基金投资的行列。1999年,美国共同基金资产的38%来自机构投资者,机构投资者的数量接近10%。其中由两类主要机构投资者——信托银行和退休基金可以在他们的投资组合中购买共同基金股份,共同基金中机构投资者所占份额迅速增大。

第 3 节 共同基金在世界范围发展情况

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,此外随着全球经济一体化进程的推进,在发展中国家基金业也有了迅速的发展。

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,债券及收益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%上升为 30%的水平,而货币市场基金的份额持续下降,由 1992 年底的 40%下降为 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,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。

在当今国际投资市场日趋多变和复杂的环境下,共同基金投资显示出其强大的生命力,不仅为发达国家所关注,并且为越来越多的发展中国家所采用,20 世纪 60 年代开始,很多发展中国家和地区从欧美各国共同基金市场的发展中得到启发,特别是有一定证券市场发展基础的亚洲发展中国家和地区纷纷效仿,积极推动本国、本地区共同基金事业的建立和发展。如印度,1960 年引入共同基金,1961 年国内共同基金数目就达 1203 家之多。70 年代以来,亚洲四小龙崛起,诸多半工业化国家或发展地区,共同基金事业更是兴旺发达。据统计,到目前为止,韩国共同基金投资者占总人口的 10%;在香港,截至 1997 年底共有 46 家投资管理公司、788 个投资基金,基金资产总值约为 638.59 亿美元;台湾的投资基金诞生于 1983 年,时间虽短但发展速度很快,经历了组建有外资股份的基金管理机构并在岛外募集资金,投资于岛内证券市场,设置“指定用途信托基金”,以及推出投资岛外证券市场的国际基金等发展过程,并取得了很大成就。截至 1997 年底,台湾投资基金共有 156 个,基金资产总值为 163.81 亿美元。南美一

些国家如智利、巴西等国共同基金在 70 年代末 80 年代初也开始有了发展。

第 4 节 共同基金对整个金融业的重要作用

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的作用,这具体表现为以下几个方面:

1. 在“储蓄—投资—资本”的转换过程中起着举足轻重的作用

以美国为例,通过共同基金的净股票购入 7 年之间增加了 13 倍,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,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,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%。

2. 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。

3. 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。

4. 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。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。

5. 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 5 节 投资共同基金的利弊

通过投资基金进行投资比普通投资者直接投资而言,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的发展。但是,投资基金对投资者也有不利之处。

1. 承担基金管理人的代理风险

由于基金资产是由基金管理人进行管理,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。

2. 共同基金投资限制

共同基金在进行投资时,会受到诸如投资范围、投资比例

等的限制,投资不如普通投资者自行投资灵活。所以,在行情下跌的时候,投资基金的表现可能会比大盘差,而在股市上涨的时候,基金由于受持股比例的限制,获利可能赶不上投资者自行投资股票的收益。

3. 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 2 章 共同基金分类

第 1 节 开放型和封闭型基金

根据基金是否可以赎回,共同基金可以分为开放型和封闭型两种。封闭型基金早于开放型基金,这已为各国基金发展历史证实。在证券投资基金初创阶段,人们总是希望基金运作更具稳定性,加上缺乏良好的市场环境,因此封闭型基金最先出现。到了 20 世纪 20 年代,证券市场上投机活动开始猖獗,许多封闭型基金也参与了投机与欺诈活动。在 1929 年经济大危机中许多封闭型基金纷纷倒闭,此后开放型基金开始在证券市场上逐渐取得主要地位。

一、开放型基金

开放型基金又称追加型基金,是指没有特定的存续期限,基金规模不固定,可以随时根据市场供求情况发行新份额或被投资人赎回的投资基金。为预防各投资者中途停止投资,抽回资金,开放式往往从所筹资金中拿出一定比例(如 10%)以现金资产形式存放。开放型基金在共同基金中为主要部分,在

美国开放式基金约占共同基金总数的 90%。

二、封闭型基金

封闭型基金是相对于开放式基金而言的。它是指基金在设定时就事先确定资本额度,发行期满后,基金就封闭起来,基金的份额总数及资本额度就此固定下来,不能随意增减。基金的收益凭证可申请在证券交易市场挂牌上市。投资者要想认购或赎回基金持份,则要通过证券经纪商在证券交易所竞价买卖。所以封闭型基金十分类似于普通股票,基金持份的买卖价格在一定程度上由市场供求状况决定,并不一定等于基金的单位净资产值。

三、开放式与封闭型基金比较

开放式基金和封闭式基金的主要区别如下:

1. 基金单位的买卖方式不同

封闭式基金发起设立时,投资者可以向基金管理公司或销售机构认购;当封闭式基金上市交易时,投资者可以委托券商在证券交易所按市价买卖。而投资者投资于开放式基金时,他们则可以随时向基金管理公司或销售机构申购或赎回。

2. 基金单位的买卖价格形成方式不同

封闭式基金因在交易所上市,其买卖价格受市场供求关系影响较大。当市场供小于求时,基金单位买卖价格可能高于

每份基金单位的资产净值；当市场供过于求时，基金价格则可能低于每单位的资产净值。而开放式基金的买卖价格是以基金单位的资产净值为基础计算的，可直接反映基金单位资产净值的高低。

3. 买卖费用不同

在买卖封闭型基金时需要缴纳相同比率的手续费及证券交易税，这与买卖开放式基金不一样。加上买卖封闭型基金一般要通过证券商进行，因而买卖封闭型基金的费用要高于开放式基金的费用。

4. 投资对象不同

封闭型基金可以让投资者在较为封闭、资金流动性不高的市场进行投资；开放式基金则适合在规模较大，资金流动性较高的市场进行投资。开放式基金一般分散投资于多个市场，它的最低投资额较少，适合小额投资者；封闭型基金的最低投资额较大，适合机构或个别投资者。

5. 投资策略不同

由于封闭式基金不能随时被赎回，其募集得到的资金可以全部用于投资，这样基金管理公司便可以制定长期的投资策略，取得长期经营绩效。而开放式基金则必须保留一部分现金，以便投资者随时赎回，而不能把资金全部用于长期投资，一般投资于变现能力强的资产。

6. 管理难度不同

就投资者的角度看，开放式基金较为灵活，但管理难度较大；封闭型基金管理难度较小，筹集的资金相对稳定，但对投

资者来讲较为死板。开放式基金在资产管理上比封闭式基金有更高的要求。它要求市场部门、研究部门、操作部门等各方面的统一协调,是一个智囊团的操作理念。开放式基金的成功运作要求有公正、完善、有效的激励机制,各方面职能更加细化,各个职能部门的联动效应也更加明显,基金经理的作用不再像封闭式基金那样表现得那么突出,市场销售、金融创新开发和定量分析的作用将日益突出。

当前,在金融业比较发达的国家和地区,开放型投资公司的数量远远超过封闭型公司,主要原因是开放型公司灵活性大,容易满足市场的需求。但近几年来,封闭型投资公司又有复苏迹象,特别是证券基金事业刚起步的发展中国家,由于各项金融制度不很完善,同时为了防止外来资本的突然涌入或大量流出而对正在发展中的资本市场造成破坏,故一般先采取封闭型。事实上,这两种类型的共同基金并不是互不相容的,它们是可以互相转化的。一般说,如果封闭型投资基金的收益凭证上市已满3年,且市价低于净资产价值的29%时,经投资者大会讨论通过,可转为开放型投资基金,投资者可要求基金管理公司按净资产价值买回手中的持有份额,这样投资者可以赚到市价与净值的差额。反过来,开放型投资基金的规模过大时,基金管理公司可暂停新的受益凭证发放,这时的开放型投资基金类似于封闭型基金。

第 2 节 公司型和契约型基金

按共同基金的法律地位进行分类,各国的共同基金基本上可分为公司型基金和契约型基金两大类:

一、公司型基金

所谓公司型基金是指通过组建基金股份有限公司的形式成立基金投资管理公司。投资者通过认购公司股票的形式设立基金。基金本身即为股份公司型的投资管理公司,投资者为公司股东。投资管理公司是基金投资的主体。它设有董事会,负责制订基金投资政策,并选聘基金投资的经理人;基金的资产存放于托管人,托管人为基金资产设立独立账户,分别保管、定期检查;公司股票的募集和销售可由创办投资管理公司的机构承担,也可委托专门的承销机构充当承销人。这样公司型基金的产权配置表现为,基金的所有权转归投资管理公司名下,投资管理公司基于自己的授权,有权向经理人发出运用基金的指示,并监督基金的运作;投资者转让资金所有权后,获取投资管理公司的股权,可从基金分配股利,并于基金运作期满后分配基金剩余资产,在基金运作期间行使表决权;经理人拥有对基金的使用权和处分权,可以在不违背基金章程的前提下,根据投资行情的变化,决定基金的投向及结构;托管人则占有基金的全部资产,并依经理人的指示调配基金资产。

二、契约型基金

契约型基金以信托契约为基础,通过发行受益凭证设立基金,该基金至少涉及经理人、信托人和投资人三个当事人。契约型基金的设立首先必须要有合格的信托契约,然后通过发行受益凭证募集投资人的资金。因此,信托契约是契约型基金设立与营运的首要条件和必备文件。该契约是经理人在筹建基金时与信托人所签订的,用以规定经理人、信托人及投资人之间权利义务关系的文件,其作用相当于一家公司的章程,由此对投资人提供保护。在契约型基金中,经理人发行受益凭证(或基金单位),并负责所筹资金的具体投资运作。信托人(受托人)是基金资产的名义持有人或保管人,依据基金设立时的信托契约和经理人的批示调配、分配、处分和保管基金资产,负责基金受益凭证的购回、清算、交割和过户等工作,监督经理人按契约履行职责以及其投资活动的公正与合法。信托人的基本职责是确保信托契约载明的投资人的各项权益。投资人(受益人)是普通投资者,他们凭所订购的受益凭证,实际持有基金资产,投资人有权按信托契约的规定参加持有人会议,参与决定信托基金管理及发展的方针政策等重要事项,有权从基金分配利益,并享有于基金运作期满后要求信托人返还剩余资产的权利。

契约型基金又可细分为两种类型:

1. 单位型

单位型信托投资基金的设定是以某一特定货币总额单位

为限筹集资金,组成一个单独的投资基金管理公司。当某一特定货币总额的资金筹集工作结束后,投资者若想再参加基金投资,就只能参加委托者新设置的另一个单位型信托投资基金。该基金往往规定一定的限期,期限终止,信托契约也就解除,退回本金与收益。信托契约期限未满,不得解约或退回本金,也不得追回投资。

2. 基金型

基金的规模和期限没有固定限制,基金的筹资和投资活动没有一个单位一个单位独立的区分,而是综合为一个基金。代理投资机构根据其持有的债券、股票的市场价格,计算出基金中每一份受益凭证的净值,加上管理费、手续费等因素,公布受益证券的买价和卖价,原投资者可以以买价把受益证券卖给代理投资机构,以解除信托契约,抽回资金;也可以卖价从代理投资机构那里买入受益证券,予以投资,建立信托契约。

三、公司型与契约型基金比较

1. 法人资格不同

公司型基金本身就是具有法人资格的股份有限公司,而契约型基金不具法人资格。

2. 法律依据不同

公司型基金是按公司法组建的,必须制定公司章程来规范公司的经营和各方当事人之间的权利义务关系,而契约型

基金是按信托法组建的,其经营活动和权利义务关系由基金契约来约束。

3. 证券发行差别

公司型基金既可以发行普通股,又可发行公司债和优先股,投资者为股东,可参加股东大会行使表决权。而契约型基金则只发行受益凭证。

4. 融资渠道不同

公司型基金在资金运用状况良好,业务开展顺利,又需要增加投资组合的总资产时,可以以公司名义向银行借款,而契约型基金一般不向银行借款。

5. 投资者地位不同

契约型的投资者购买投资信托的受益证券,是契约关系的当事人,投资者即受益人,对资金如何运用没有发言权;公司型的投资者购买投资公司的股票,投资者成为投资公司的股东,以股息形式取得收益,投资者可以作为股东参加股东大会,有权对公司的重大决策进行审批,发表自己的意见。

6. 机构组成不同

公司型基金有四个当事人:经理公司、投资公司、承销公司和托管人。而契约型由委托方、受托方和受益方三方构成。其中委托方创设基金,发行基金证券,负责基金的投资决策和运用。受托方根据信托契约规定,管理和保管基金资产及相应的会计核算。受益方即基金证券的持有人,享有投资收益。

7. 基金运营不同

公司型投资基金像一般的股份公司一样,除非依据公司

法破产、清算,否则公司一般都具备永久性。而契约型投资基金依据基金契约进行运作,契约期满后,基金运营随之终止。

第 3 节 成长型和收益型基金

依照美国投资公司研究中心(ICI)的分类,基金的基本类型其实只有两种,分别是积极追求资本利润的成长型基金,以及注重获取稳定经常性收入的收益型基金。其余的则是这两种类型的混合。

一、成长型基金

这是目前共同基金市场里数量最多的基金类型,操作目标是在追求长期稳定增值,深受投资者欢迎。主要投资的对象多是经营绩效良好、股价有长期增值潜力的大型绩优股,追求的利润以资本利得为主,股利收入仅占小部分。成长型基金也就是投资于成长股票的基金。成长股票是指其股市价格预期上涨速度快于一般公司的股票或快于股市价格综合指数的股票。由于这些股票的上市公司通常收入用于再投资,实现资本增值,成长基金因此将获得利益。成长型基金又分为稳定成长基金、积极成长基金和新兴成长基金。

1. 积极成长基金

积极成长基金也叫高成长基金、资本增殖基金、最大成长基金或高高基金(Go-go Funds),是基金类型中最富冒险性

的基金,由于操作的主要目标是资本利润极大化,因此具有高风险、高回报的特性。投资收益主要来自股票买进卖出间的资本差额,当期收入不是重要考虑对象。基金一般投资于有高成长潜能的股票。有的也投资于冷门行业、新行业、营运状况目前艰难的公司的股票,以期将来股价大涨,或应用操作选择权等投资策略来获利。

一般来说,基金的经理在作投资决策时,限制比较少,他可以把基金的资金来做股票的买空卖空。由于这种基金的波动很大,因此投资者在选择基金时,最好能估量一下这种基金在股市处于空头时的表现如何,以及了解基金经理的能力,还应当了解这种基金受股市影响的程度。

2. 稳定成长型基金

这类基金一般不从事投机活动,如借款或利用股票价格暴涨之际进行短期买卖等。当证券市场出现异常时,这种基金将采取股票或股票指数期权交易来回避风险,确保收益。

3. 新兴成长基金

这种基金和积极成长基金一样,追求的是成长,而不是即期收入。投资的重点是新行业中有成长潜力的小公司或有高成长潜力的行业(如高科技)中的小公司。所以这种基金又称小公司基金。这种小公司的股票比一般大公司或老公司的股票更有好的表现。新兴成长基金价格波动很大,所以这类基金的投资者必须愿意承担较大的风险。

二、收益型基金

收益型投资基金是以能为投资者带来高水平的当期收益为投资目标的一种投资基金。其投资对象主要是能带来稳定收入的各种有价证券。这样做的结果,一方面使该基金保证了投资者的投资目标的实现,降低成本遭受损失的风险;另一方面也使基金丧失了投资于风险较大但具有成长潜力的有价证券的机会,削弱了基金发展能力。当然,这类基金也不排除获得资本利得的可能。

对于重视当前收入的投资者来说,为确保基金的稳妥收益,不妨将资本分散投资于收益型投资基金与货币市场基金。这样做的好处是当市场利率降低时,银行储蓄利率也要降低,投资于收益型投资基金可以带来比储蓄高得多的收入。这时投资者应将资本大部分投资于收益型投资基金,小部分投资于货币市场基金。相反,当利率上升、通货膨胀也高时,投资者应将大部分资本投资于货币市场基金,少量投资于收益型投资基金,才能既保本又有较高的利息收入。收益型投资基金一般较适合于保守型投资者或退休人员。这是因为这类投资者往往对风险的承受能力低或无力承受,只想快投资快见效,并且还希望保住本金。

收益型投资基金可以划分为如下两个类型,即固定收益型投资基金和股票收益型投资基金。

1. 固定收益型投资基金

这类基金主要以债券、可转换公司债等稳定收入作为主

要收益来源。但是,即使基金都以上述投资对象为主进行投资组合,仍不能完全消除投资风险,即当基金资产因利率、汇率变化而发生损失时,基金的收益也会受到影响。这时基金管理公司为避免上述损失,有时也进行金融期货或选择权交易。

2. 股票收益型投资基金

这类基金的投资对象多是股利分配较优厚的普通股票,有时也包括一些公司债券和政府公债在内。该基金通过优厚的股票收入或债券收入以保证基金收益的高水平。投资于该类基金的投资者在追求收益稳定的同时,还注重是否可以赚取资本利得,因此该类基金在进行投资决策时多以上述投资对象为主,以寻求资本成长潜力。与此同时,该类基金也面临较大的投资风险,特别是在股市波动剧烈时,容易使本金遭受损失。相比较而言,固定收益型投资基金较注重当前收益,风险小,但不利于资本成长;而股票收益型投资基金多注重长远收益,风险较大。

三、成长和收益并重基金

除了成长型和收益型基金外,其余基金则是这两种类型的混合,主要有两种基金:成长及收益型基金和平衡基金。

1. 成长及收益型基金

这种基金既追求资本利润,又重视利息及股利收入。投资管理机构多将资金投在股息较多而成长前景尚佳的上市公司股票上。在具体操作策略上,成长及收益型基金采取较为保守

的投资策略,比较适合资金不多,风险承担能力较弱的小额投资者。

2. 平衡基金

这类基金的操作目标,是希望能够兼顾长期资本成长与稳定收益。与成长及收益型基金相近。但不同的是,成长及收益基金的投资对象主要还是股票,平衡基金则是分散投资于股票和债券。通常,平衡基金限定债券的持有比例不得低于某一百分比,如 20%~50%,使这部分资金投资,可滋生定期利息收入,而将剩余部分资金投资于股票以追求资本利润。平衡基金的优点是股市走下坡时,表现比专门买股票的基金好,但相对的,当股市走高时,成长也不如股票基金。它是属于比较平衡的投资。

表 2-1 成长型基金与收益型基金特性比较

	成长基金	收入基金
目标	重视资本增长	强调基金单位价格的增长
基金投资工具	投资风险较大的金融市场,如股票市场中升值潜力较大的小型公司、二三线股,甚至是未上市股票	投资在资本增值有限的市场上,如有息证券、优先股、可兑换债券、公司及政府债券,以及存款证等资本市场工具
基金资产分布	持较小量现金,资金大部分投到投资市场。牛市时,甚至进行借贷投资,即向银行借贷,使投资额增大	现金持有量较大,资金投资项目亦偏向短期投资工具或投资区域多元化,以分散投资风险,形成不同种类的投资组合

续表

	成长基金	收入基金
基金派息情况	为加速基金价格上升,通常不会直接派息给投资者,而是将股息重新投入市场,以获得更高的回报	按时将股息派给投资者,成为他们投资于基金的固定收入来源

在金融市场发达的国家,成长型投资基金在整个金融市场中居主导地位,而且该类基金发展也较快。例如,1981年至1986年,美国成长型投资基金数增加了115支,达到260支;而收入型投资基金只增加了57支,共有114支。1976年至1986年的10年间,成长型投资基金的投资收益增长了371.2%,而收入型投资基金的投资收益增长了256.81%。

第4节 基金类型的细分

在基金分类中,如果依投资对象,投资地区以及投资目的进行细分,我们又可以把共同基金分为以下各种不同类型。

一、货币市场基金

货币市场基金是指投资于货币市场上短期有价证券的一种基金。该基金资产主要投资于短期货币工具,如国库券、商业票据、银行承兑票据,银行定期存单、政府短期债券、公司债

券等短期证券。

货币市场基金最早于 1972 年在美国出现。在美国货币市场基金按风险大小可以划分为三类：(1) 国库券货币市场基金，主要投资于国库券、由政府担保的有价证券等。(2) 多样化货币市场基金，就是我们通常所说货币市场基金，通常投资于商业票据、国库券、美国政府代理机构发行的证券、可转让存单、银行承兑票据等各种有价证券。(3) 免税货币市场基金，主要投资于短期融资的高质量的市政证券，也包括市政中期债券和市政长期证券。免税货币基金的优点是可以减免税收，但通常比一般的货币市场基金的收益率低（大约低 30%~40%），税率不高时投资者选择该基金并不划算。

货币市场基金于传统的基金相比具有以下特点：

(1) 货币市场基金于投资于股票的基金最主要的不同在于基金单位的资产净值是固定不变的，通常是每个基金单位 1 元。投资该基金后，投资者可以利用收益再投资，投资收益就不断累积，增加投资者所拥有的基金份额。比如某投资者以 100 元投资于某货币市场基金，可拥有 100 个基金单位，1 年后，若投资报酬率是 8%，那么该投资者就多 8 个基金单位。总共 108 个基金单位，价值 108 元。

(2) 流动性好、资本安全性高。这些特点主要源于货币市场是一个低风险、流动性高的市场。同时投资者可以不受到期日限制，随时可以根据需要转让基金单位。

(3) 投资成本低。货币市场基金通常不收取赎回费用，并且其管理费也较低，货币市场的年管理费用大约为基金资产净值的 0.25%~1%，而传统的基金年管理费率为 1%~2%。

(4)货币市场基金均为开放式基金。货币市场基金通常被无风险或低风险投资工具,适合于将资本短期投资生息以备不时之需,特别是在利率高、通货膨胀率高、证券流动性下降、可信度降低时,可使本金避免遭受损失。

二、政府公债基金

政府公债基金是债券基金中的一种,根据基金的规章,这种基金的资金只能投资于直接或间接由政府担保的有价证券,包括国库券、政府公债、以及政府机构发行的其他债券。由于这类基金均受政府的直接或间接担保,因此具有极高的安全性。投资者投资于这类基金,主要是获取当期收入。虽然这种基金具有安全性,但是其股份的价格也是有波动的,这是由于债券本身的价格是随市场利率的波动而波动的。具体来说,政府公债基金可分为政府公债,即专门投资于政府财政部发行的国库券、政府公债和政府其他机构发行的债券;政府所属抵押协会基金,主要是获取证券所在的利息。

三、公司债券基金

这种基金通常把60%以上的资金投资于公司债券。主要是获取当期收入。以同样的到期期间而言,公司债券付的利息一般比政府公债高,并且投资人购买债券的最低限额,政府公债比公司债券要高。但是公司债券的信用风险比政府债券要高。

四、普通股基金

普通股基金是采用最广泛的一种基金形式,基金的大部分资金都投资于普通股票上,只有一小部分资金投资于短期政府债券或商业票据上,以方便资金周转和适应选择投资的时机。普通股票的投资目标侧重于追求资本利润和长期资本增殖。按其投资分散化的程度可分为一般普通股基金和专门化基金。前者指必须把其 75% 以上的资产分散投资于各类普通股票上,后者是指把资产投资在某个部门、行业、地区以及“特殊情况”公司的普通股票上。

五、黄金基金

以黄金或其他金属生产及相关产业的证券为主要投资目标的基金。基金经理根据不同阶段,对各种金属企业证券的投资比例作搭配,并长期追踪金属品价格、金属矿业公司的经营状况,并使投资基金利润最大化。通货膨胀率高时,连保守的投资者都会投资黄金基金。

六、特殊性基金

是专门投资于某个特定的行业或经济部门的基金,该基金也是为了吸引对某种特定行业有兴趣的投资者。一般投资目标是高技术行业、保险部门、金融行业或零售服务业的基

金。特殊基金的优点是可以获取资本利润,获利能力高,不足之处是风险不够分散,波动性大,需要时间留意行情变化,而且特定行业并不一定能够在未来兴起。

七、国家基金

以一国为特定投资对象而设立的一种封闭型基金。这种基金的特点是,采用证券信托投资方式,基金的发行、配售所筹资金专门投资于特定对象国,基金发行后则在国际证券市场上公开上市交易。近年来,这种基金被发展中国家和新兴的发达国家所采用,成为他们利用外资的一种极好的形式。

八、国际基金

这是把投资人的钱带到世界各地投资的一种基金。通过国际基金运作,投资人不必局限本国的经济发展、景气动向,可以凭借国际的宏观眼光,寻找全世界有潜力的金融市场或金融商品,追求利润。缺点是,投资人必须支付较高的费用,另外必须考虑币值的变动,以免赚了资本利润却赔了汇兑损失。

为了便于读者比较和分析各种基金的特点,我们用下表对各种基金作一比较。

表 2-2 各种基金特点比较表

投资目标	用途	优点	缺点
货币市场基金	当期收入,利息通常比银行存款高可代替银行存款	风险低、弹性大、资金流动性高。有的可免税	没有长期成长机会,多数收入要课税
政府公债基金	当期收入	本金安全性高,流动性高	股份价格也会变动,可能损及本金
公司债券基金	当期收入	收益率比政府公债基金高,基金分散投资于各处债券,可降低风险	利率上升时有损失本金风险
黄金基金	防止通货膨胀	比直接拥有黄金风险小,有股利收入	波动性大,金市稳定不够
特殊性基金	供对某些特定行业有兴趣的投资者投资	获利力高	风险分散不够,波动性大,需时时留意行情
国际基金	追求成长并带来少许收入	高通货膨胀时有保本甚至赚钱机会	有中度的风险会损及本金,有汇兑风险

第 3 章 共同基金的经营机构及 当事人之间的法律关系

第 1 节 共同基金的经营机构

一、投资公司

1. 投资公司的产生与发展

投资公司就是运用大量个人投资者的资金进行一揽子证券投资,以获得个人单独投资很难获得的利益的公司。通过经营大量集合资金,投资公司可以用很少的单位股份支出给每一个投资者提供个人证券形式的股本。投资公司的实质即为基金股份公司,也就是为组建基金而专门成立的金融性股份公司,它的性质与普通股份公司一样,即其收入在大量发行的有价证券中加以分配并分散风险,投资公司发行的证券在证券市场上可以买卖,其价格根据投资公司的资产决定,并受证券市场供求规律的影响。但是,投资公司与普通股份公司不同之处在于投资公司经营的是证券投资信托业务,它通过自身

发行普通股票募集投资者的资金,投资者为公司股东,公司设董事会,负责制订基金投资政策,管理证券资产,并选聘投资顾问和公司经理。一个投资公司的实权往往掌握在公司的创办机构手中。如投资银行的业务公司、投资咨询公司、经纪商和保险公司等。公司的所有事务包括行政、财会、股票销售和投资管理一般都有自己的工作人员负责。

投资公司在19世纪初叶起源于欧洲,在19世纪末叶发展到美国,至20世纪20年代投机狂热时期,这种投资公司在美国相当流行;1940年,美国颁布《投资公司法》后,投资公司得到了很大发展,成为美国一支相当大的金融力量。

2. 投资公司的职能

投资公司的职能可以概括为以下几点:(1)以特殊形式广泛筹集社会公众的零散资金,通过投资于各种证券形成经济发展所需要的长、短期资金,有利于国民经济的发展;(2)充分发挥其专业职能,可以通过其所拥有的经验丰富、精力充沛的证券投资业务专门人才,为个人投资者提供各项咨询、服务工作;(3)作为特殊的投资中介机构分散一定的投资风险,避免个人投资者所固有的缺陷;(4)作为机构投资者,能够按照国家宏观调控政策对证券市场上的股市交易秩序进行有效的制约,以便于证券市场的管理;(5)在新的金融形势下,能利用自身的业务特点,根据新金融事业发展需要进行开拓性的金融业务创新,不断创造出新的投资工具,尽可能地吸收社会闲散资金,通过有效的宏观管理,对经济发展起到促进作用。

3. 投资公司的类型

投资公司按组织形式可以分为以下几种类型：

(1) 封闭型投资公司。即公司的资本规模是固定不变的，基金发行期满后就封闭起来，不再增加股份。封闭型投资公司的证券是在证券市场上购买和出售的，在一定的时间内具有稳定性。这种类型的股份不是经常连续不断地出售，股份的偿还也不是见票即付。

(2) 开放型投资公司。这种类型的投资公司是指该类型投资公司的资本规模不是完全固定的，其股份是根据公司资产净值加上手续费不断以证券形式发行，公司股份偿还是依据资产净值实行见票即付的方式。

(3) 单位信托投资公司。它是指该公司可以受托人的名义购买那些即将支付股息的大宗股票，购买后加以储存。然后凭借这些股票再向外发行小面额的证券。该公司以受托人的名义收到企业大宗股票的股息时，则应将大部分股息按比例分配给购买它所发行的小面额证券的持有者，同时保留少量费用作为手续费，持有单位信托投资公司股份的股东们可以按净资产值取得一定的收益。

二、基金经理公司

1. 基金经理及其符合条件

基金经理公司也称为基金管理公司，是基金的委托公司，与基金的信托资产有直接的信托责任，负责基金具体的投资

管理与日常操作。作为基金经理公司,需要具有一定的条件,各个国家和地区也有不同的法规,通常要依照该国和地区的证券信托法规,经政府证券交易管理部门审核,其审核的内容包括公司是否具有一定的资本实力和良好的证券经营业绩,是否具有经营管理基金的专门人才和良好的投资计划等。审核合格并取得核发执照者才有资格作为基金经理公司受理基金管理业务。

2. 基金经理公司的职责

基金经理公司为基金的委托公司,其职责主要有以下方面:(1)设计与制定基金的信托条款、明确投资者与基金间的权利和义务,并报政府有关管理部门批准;(2)与基金托管人签订投资信托业务契约,设定信托基金,并明确经理公司与托管人的经营、保管基金的合作事项及各自的职责;(3)受理基金受益凭证的募集,发行或委托发行由托管人确认的基金受益凭证;(4)制订信托基金的营运方针和投资策略;(5)支付基金收益的分配和本金偿还;(6)制作有关基金的财务报表,并定期公布;(7)制作基金的报告书和公开说明书等。

3. 基金经理公司的退任

为了更好地得到投资效果,对一些已经获准从事基金投资信托的公司在没有担负其应有的信托职责时,予以退任。一般来说,当下列任何一种情况发生时,就可以以书面形式通知任免经理公司:(1)经理公司清盘,破产或已委托接管人接管其资产;(2)基金的托管人以及董事有良好及充分的理由,认为转换经理公司是符合持有人利益的,并必须以书面说明其

理由；(3)就信托单位来说，代表最少 50% 已发行单位的价值的持有人（经理公司持有的单位除外），向托管人送交书面要求，要求任免经理公司；(4)基金的监察委员会撤回对经理公司的批准；(5)基金章程中规定的其他状况等。

任免经理公司的决定，必须由托管人或基金公司的董事会通知监察委员会，同时托管人或基金公司的董事会必须尽快委托新经理公司，而新经理公司必须获得监察委员会核准。

三、基金托管人

1. 基金托管人及其资格

为了充分保障基金投资者的权益，防止信托资产被挪作它用，有必要建立基金托管人来监督负责该项事务。基金的托管人一般由兼营信托业务的金融机构来担任，如商业银行、储蓄银行以及信托投资公司等。同样，对基金托管人的资格也有一定的要求：(1)经主管机关批准的法人金融性机构；(2)一定数量的净资产；(3)持有某家上市公司的股份有一个最高限额；(4)不得兼任某家上市公司的董事或经理；(5)托管人与经理公司之间的相互持股有一个最高限额，并且不得互相兼任董事或经理；(6)托管人的账目必须独立核算等。

2. 基金托管人的职责

基金的托管人根据信托契约所规定的权利和义务，具体行使合法的职责。由于各基金契约对此规定各有不同，但下列的内容是任何基金必须包含的：(1)设立独立的基金专用账

户,对基金的所有信托财产和证券投资资产进行妥善保管;(2)依照信托契约和经理公司的指示,分配、处分基金资产所投资的证券组合;(3)处理基金受益凭证的购回及鉴证事宜;(4)监督经理公司的投资管理,如发现违反信托契约规定,可向证券管理部门呈报;(5)对受托管经理基金资产的经营好坏及盈亏不负责任;(6)审查投资信托基金各类公开性文件等。

3. 托管人的退任

一般情况下,基金的托管人不予退任,只能在特殊情况下基金的托管人才可以退任。而且托管人在退任前必须委托出新的基金托管人,新的托管人有关人选事先必须获得监察委员会批准。否则,现有的托管人不能退任。老的托管人退任期就是新的托管人接任期。

四、承销机构

基金的设立需要募集投资者的资金,并向认购基金的投资者发行基金单位,这就是基金的募集和销售,从事这项工作的机构则称为基金承销公司。基金承销公司因各国或各地区的情况不同而稍有不同。在美国,大多数基金的受益凭证即基金单位的发行都是经过当地经纪商行和交易商批发,然后分散零售给投资者,有些大的投资公司一般都有自己所控制的承销公司。因此,其基金单位的募集与销售往往由兼营基金业务的投资咨询公司、证券经纪商和投资银行业务公司代销。

在日本,基金的承销公司称为指定证券公司,这些证券公司根据证券交易行的规定,取得大藏省的核发执照,然后根据

基金信托契约的指定,从事基金券的承销业务。在新加坡、台湾等地,基金券的募集与销售一般都由经理公司或其附属机构及其指定的承销机构办理。

基金承销公司除办理基金券的募集与销售外,在信托契约允许下,还可履行其他职责,如对投资受益人发放基金投资利润,基金本金与收益的支付等。

五、投资顾问(Investment advisor)

基金经理公司在操作基金营运时,由于缺乏经营经验或对一定地区的投资环境和状况缺乏了解,往往聘请有经验的基金经理人或声誉卓著的投资机构和金融财团参与管理,以有效取得基金资产的投资效益,并减少投资风险,经签定顾问契约后,这些经理人或机构就成为基金的投资顾问。

作为投资顾问,通常对国内外经济金融形势、产业发展、市场动态、上市公司业绩有深入的调研能力,并对证券投资、基金管理、财务咨询及服务等方面极具经验与声誉,从而为基金管理提供以有价证券投资为主的专业性管理咨询业务。

目前,一些发展中国家和地区的基金经理公司,由于证券投资信托业务发展时间短,经验少,因而往往找国外著名的基金经理参与管理;而一些国际性的海外基金,特别是有特定投资对象的“国家基金”,由于缺乏对投资国家或地区经济、产业状况的深入了解,则一般要聘请当地著名的金融、咨询机构担任投资顾问。

第2节 共同基金当事人 之间的经济法律关系

一、共同基金的当事人

根据各国有关法律规定,凡是共同基金,无论是公司型,还是契约型,一般都有三方当事人,即共同基金管理机构、共同基金托管人和共同基金受益人。

1. 共同基金的管理机构

共同基金的管理机构在契约型共同基金中称为投资信托委托公司,在公司型共同基金中称为基金管理公司。尽管其称谓在不同类型的基金中不同,但其职能相差不大,即主要充当基金的发起人、管理者和经理人。从法律意义上讲,它又相当于委托人,具体说来,其主要职能有以下几点:(1)申请成立共同基金并发布基金公开说明书;(2)委托投资信托销售公司发行受益凭证,募集资金;(3)依信托契约将基金的资产和现金委托给受托人保管;(4)根据投资目标、对象、市场状况作出投资决策,并向受托人发出买卖证券的指示;(5)对基金资产的运用情况作出年度报告及说明书公之于众;(6)分配投资收益及偿还本金;(7)基金财产的解约;(8)基金财产计算、公告、每日基准价格的计算等。

2. 共同基金的托管人

基金的托管人相当于信托契约的信托人,也是受托人,一般是由信托公司或经营信托业务的信托银行担任,它主要开展的业务如下:(1)信托资产的保管与计算;(2)负责投资项目的清算;(3)负责基金买卖证券的交割、清算与过户;(4)审核基金账目,保护投资人的利益;(5)监督经理人按契约履行职责,监督经理人的投资活动公正与合法;(6)审查投资信托基金各类公开性文件;(7)信托人如相信有停止或暂时停止赎回单位的严重危险,及时通知主管机关等。

3. 共同基金的受益人

共同基金的受益人就是持有共同基金股份或基金受益凭证的人,是共同基金的投资者。共同基金的受益人持有的股份若为记名有价证券,则都登记在共同基金的受益人名册中,记名式的股份受益凭证经过签字背书转让后,也要将受让人记载于受益人名册中。基金的受益人在进行基金的投资活动中,主要拥有下列权利和义务:(1)通过基金管理公司买入基金券,成为受益凭证持有人或股东,按首先约定的条件向基金交纳一定销售费、管理等。(2)投资者可以向基金管理公司查询有关资料,如公开说明书,财务报告,保管人情况及基金券的买卖价等。(3)投资者可以要求基金管理公司赎回其所持受益凭证或在证券市场上出售其所持股份。(4)投资者不能拥有基金持有的投资项目,如基金持有若干 A 公司股票,则基金投资者中介持有基金的发行单位,而不是 A 公司股票。(5)投资人不能干预基金的投资策略和投资组合,若不满意基金的

表现或不同意基金的政策,他只能卖出其所持有的受益凭证或股份。(6)投资者有权分享基金投资产生的效益,包括股息、利息、资本利得等。

二、当事人间的经济法律关系

一般说来,基金管理公司与托管人之间有一种“永久性的法律关系”,这种法律关系反映在基金契约里。所谓的永久性法律关系只是同投资人与证券经理人、信托人之间的“暂时性的法律关系”相区别。投资人因购买股份或受益凭证,而与证券投资经理人发生法律关系,因股份或受益凭证买回而脱离这种法律关系,所以称之为“暂时性法律关系”。而证券投资经理人与信托保管人之间的法律关系,则是始于投资信托契约的缔结,终于该契约的终止和解除,法律关系的内容载明于契约上,要想变更必须经过一定的法律程序。因此,这种法律关系相当稳定,称之为“永久性的法律关系”。

1. 管理机构与托管人之间的经济法律关系

基金的管理机构与托管人之间的经济法律关系,主要体现在管理机构的证券投资信托人与基金信托保管人之间签定的保管契约,即信托关系契约,但至今为止,在世界上几乎所有的国家和地区,都没有提供合理规范的信托关系而仅仅是一种委任的契约关系。

2. 基金管理机构与受益人间的经济法律关系

基金管理机构与受益人间的经济法律关系主要体现在管

理机构的证券投资经理人和投资基金受益凭证持有人之间,在公司型基金组织中,证券投资信托人与投资受益人之间的经济法律关系是公司股东之间的关系,投资受益人依照公司法的规定行使股东权利。在契约型证券投资信托组织中,在有信托法律条件下,属信托关系,在没有信托条件下,实际上只有一种委托关系。

3. 投资受益人与信托人之间的法律关系

由于证券投资契约是由证券投资经理人与信托人签订的,所以受益人与信托人之间不存在直接的法律关系。如信托人应为全体投资受益人的利益行使其职责,或者信托人对于证券投资经理人的指示,具有审查权。在没有信托的条件下,将投资受益人列为信托契约的当事人之一,是为了确保投资受益人的信托财产权的一种权宜之计。

第 4 章 基金的收益和税收

第 1 节 基金的收益

基金收益的主要来源有利息收入、股利收入、资本利得等。

1. 基金的利息收入

基金的利息收入主要来自于银行存款和基金所投资的债券。

2. 基金的股利收入

基金的股利收入是指开放式基金通过在一级市场或二级市场购入并持有各公司发行的股票,而从公司取得的一种收益。股利一般有两种形式,即现金股利与股票股利。现金股利是以现金的形式发放的,股票股利是按一定比例送给股东股票作为红利。

3. 基金的资本利得收入

任何证券的价格都会受证券供需关系的影响,如果基金能够在资本供应充裕、价格较低时购入证券,而在证券需求旺盛、价格上涨时卖出证券,所获价差称为基金的资本利得收

入。

资本利得在基金收益中往往占有很大比重,要取得较高的资本利得收入,就需要基金管理人具有丰富、全面的证券知识,能对证券价格的走向做出大致准确的判断。一般来说,基金管理人具有较强的专业知识,能掌握更全面的信息,因而比个人投资人更有可能取得较多的资本利得。

随着基金收益的增长,基金的单位资产净值会上升,基金会对其投资人进行收益分配。当然,投资人也可以采用赎回的方式来实现自己的投资收益。

开放式基金分配可采用两种方式:

(1)分配现金。即向投资者分配现金,这是基金收益分配的最普遍的形式。

(2)再投资方式。再投资方式是将投资人分得的收益再投资于基金,并折算成相应数量的基金单位。这实际上是将应分配的收益折为等额的新的基金单位送给投资人。许多基金为了鼓励投资人进行再投资,往往对红利再投资收取较低申购费或免收申购费。

当然,不同基金将在各自的招募说明书中明确规定自己的收益分配原则及方式,为投资人提供投资参考。

第2节 基金的税收

基金通过证券投资获得收益,并将基金的收益分配给基金持有者。从税收的一般原理来说,基金作为产生利润的机

构,应当缴纳所得税,基金持有人通过收益分配获得基金的投资利润,也应当缴纳个人所得税。但是,基金投资有其特殊性,无论是基金本身还是基金持有人,收入的来源都是基金资产,基金只是一种集合投资的方式。若对基金本身征税的话,势必会造成对基金持有人的双重税收。所以,各个国家和地区一般都对基金在符合一定条件下的情况下免税,而对基金持有人通过基金分配获得的收入和通过基金买卖获得的收入应依法征税。至于基金的其他当事人,如基金管理公司、基金托管人、投资顾问公司,它们从基金提取的费用构成它们作为法人机构的营业收入,所以必须缴纳营业税和所得税。

一、美国共同基金的所得税

按照美国联邦税法的规定,共同基金的投资收入被批准具有转手性质,意思是说共同基金的所得税只需投资者交纳,而不必由基金本身承担。只要满足某些要求,投资者的收入就被视为转手收入。在大多数情况下,这个要求是至少 90% 的收入都被分配到基金份额持有人的手中。此外,基金所出售的持有期少于 3 个月的证券,其基金收益不得大于毛利的 30%。而且基金必须满足分散化要求,即至少有 50% 的资产是现金、政府证券和多样化证券。事实上,要达到转手的标准,需要满足的要求还不仅仅是 90% 的收入分配一项。因为,为避免分项课税,基金必须将该年度收入的 98% 分配出去。

基金的短期资本利得、长期资本利得及红利被转手后都为投资者所获得,就像是投资者直接赚取的收益一样。投资者

需要依据收入的类型及投资人自己的税率等级按一定的比率交税。对于散户来说,转手投资收入有一个重要的不利因素,如果投资者自己管理资产组合,那么他就能自主决定变现资本利得或损失的时机和种类,因此通过适当地选择变现时机,投资者可以有效地管理自己的税赋。但当投资与某个共同基金时,投资者将无法控制销售投资组合中证券的时机,这样就削弱了其管理税赋的能力。

具有高资产组合置换比率的基金往往具有税收无效率的特点。置换比率实质资产组合的交易量与其资产的比率,它衡量的是资产组合每年“被置换”的比例。置换率高意味着不断地实现着资本的所得或损失。因此投资者不能确定资本利得实现的时间,无法全面地规划税赋。按照联邦的最新税法,如果共同基金分配较少的股利,并尽可能地长期持有资本收益,那么投资者只需支付非常低的税收。这说明低置换率的投资组合可以减少投资者的税收负担。

二、我国有关基金税收的规定

1. 营业税

(1)以发行基金方式募集资金不属于营业税的征税范围,不征收营业税。

(2)基金管理人运用基金买卖股票、债券的差价收入,暂免征收营业税。

(3)金融机构(包括银行和非银行金融机构)买卖基金的差价收入征收营业税;个人和非金融机构买卖基金单位的差

价收入不征收营业税。

2. 印花税

(1)基金管理人运用基金买卖股票按照 0.4‰ 的税率征收印花税。

(2)对投资者(包括个人和企业,下同)买卖基金单位,暂不征收印花税。

3. 所得税

(1)对基金从证券市场中取得的收入,包括买卖股票、债券的差价收入,股票的股息、红利收入,债券的利息收入及其他收入,暂不征收企业所得税。

(2)对个人投资者买卖基金单位获得的差价收入,在对个人买卖股票的差价收入未恢复征收个人所得税以前,暂不征收个人所得税;对企业投资者买卖基金单位获得的差价收入,应并入企业的应纳税所得额,征收企业所得税。

(3)对投资者从基金分配中获得的股票的股息、红利收入以及企业债券的利息收入,由上市公司和发行债券的企业在向基金派发股息、红利、利息时代扣代缴 20% 的个人所得税,基金向个人投资者分配股息、红利、利息时,不再代扣代缴个人所得税。

(4)对投资者从基金分配中获得的国债利息、储蓄存款利息以及买卖股票价差收入,在国债利息收入、个人储蓄存款利息收入以及个人买卖股票价差收入未恢复征收所得税以前,暂不征收所得税。

(5)对个人投资者从基金分配中获得的企业债券差价收

入,应按税法规定对个人投资者征收个人所得税,税款由基金在分配时依法代扣代缴;对企业投资者从基金分配中获得的债券差价收入,暂不征收企业所得税。

4. 其他相关税

对基金管理人、基金托管人从事基金管理活动取得的收入,依照税法的规定征收营业税、企业所得税以及其他相关税收。

第 5 章 共同基金的公司治理结构

第 1 节 1940 年《投资公司法》的相关规定

1940 年《投资公司法》是美国约束共同基金及其董事行为的基本联邦法律。该法规定了共同基金的公司治理结构 (Corporate Government) 框架及其运作方式。值得引起关注的是,该法包含了保护投资者利益的条款,这在其他金融机构的约束性法案中尚无先例。该法规定了共同基金董事的具体职责。另外,美国监管共同基金的政府机构证券交易委员会在 1940 年《投资公司法》下发布了许多法规条文,规定了共同基金董事的其他职责。

根据 1940 年《投资公司法》的规定,共同基金董事的职责是:监管资金的运营,协调股东和投资顾问或管理公司之间的利益冲突。为了使董事会的职责得以强化,至少应有 40% 的董事会成员是独立的或外部董事。这些要求结合起来就使得保护投资者利益成为共同基金运作的核心内容。

为了使该监管体系更加强大,投资公司管理委员会采纳了顾问团建议的一系列行之有效的措施。该顾问团是由投资公司的独立董事和资深行业经理组成。

第 2 节 共同基金的公司治理结构

由于共同基金一般没有自己的职员,其业务通常都是由基金雇用公司进行的。例如,该基金的组合投资是由一位投资顾问管理的,该顾问通常还同时代表基金履行其他行政管理活动。基金的承销商将基金股份直接或者通过经纪人公司间接的卖给投资者。基金的过户代理人处理基金股份的买卖交易,由监管人来保管基金的资产,并将其分散保管以保护股东的利益。基金通过其董事会与这些经济主体进行契约协商,由他们为其股东提供服务。

共同基金通常采取的是公司或信托的组织形式。与公司相似,每一基金都有自己的董事会,负责监督其业务的运行以及确保公司政策得到实施。但是共同基金与其他大多数商业组织不同,其董事会的构成以及董事的职责都远远超过了其他公司的董事。

1. 董事的类型

共同基金董事可以是利益相关人或独立人。利益相关董事通常是基金投资顾问的雇员。相反,独立董事不能与该基金的顾问或承销商有任何明显的关系。这样,独立董事就可对其基金的管理进行独立审核。

2. 独立董事(Independent Directors)

《投资公司法》规定,至少有 40% 的基金董事不得与该基

金、其投资顾问或其主承销商有任何从属关系。当主承销商与投资顾问有从属关系时(通常情况下它们是有从属关系的),在董事会中独立董事必须占到多数。实际上,几乎所有的基金董事都有半数以上的独立董事。

独立董事必须符合投资公司法案下所规定的各项具体条件。投资顾问的雇员或其直系亲属、注册经纪人公司的雇员或拥有其 5% 股权的股东以及在近期内曾与基金的法律咨询机构有关系的人都不能出任独立董事。

独立董事通常都是杰出人士,来自商业,政府机构或学术团体等不同领域,他们大多颇有建树且经验丰富。这样的人士符合独立董事的职位要求,因为可以预见他们将诚实地代表基金及其股东进行独立判断。

独立董事在共同基金的监管过程中起到了异常重要的作用。近年来,SEC(证券交易委员会)赋予董事更大的职责去保护投资者的利益。这表明 SEC 对其监管体系充满信心。

3. 董事会的种类

多数投资顾问都同时管理若干不同的共同基金,每一基金都有自己的投资政策和策略。这种现象通常被称作“基金综合体”(Fund Complex)或“基金家族”(Fund Family)。共同基金综合体大多采取了合并董事会结构(Pooled Board Structure),即由同一组人对该基金家族中的所有基金进行管理。

当基金的规模很大时,基金综合体可以采取分层董事会结构(Clustered Board Structure)。在这种结构下,不同的董事监管不同的基金类别,例如全部投资于股票或债券的基金等。

采取合并或分层董事会结构的原因之一是为了避免重复代表或讨论那些许多基金所面对的共同问题,例如为其股东服务或审计事务等。

4. 委员会的种类

鉴于基金董事会所管理的事务过于繁杂,董事会通常会成立各种委员会处理特别事务。除全体董事会议之外,这些委员会一年召开若干次会议。独立董事在董事会的比例较高,在某些情况下,委员会全部由独立董事担任。

尽管法律中没有规定,行业惯例要求基金组织设立审计委员会(Audit Committee)以监管其财务报表和基金的内部控制。许多基金组织还设立了公司管理委员会(Corporate Governance Committee)来处理与独立董事相关的事项。该委员会通常都由独立董事组成。例如,若某基金组织提出一项12b-1方案(这是一种根据基金资产征收的费用,用来抵补销售人员费用或基金的营销费用),SEC要求只有独立董事才可以选择和委任独立董事。其他董事会还考虑和采纳了有关强制引退、股东权益和董事会评估等方面的政策。

5. 董事长(The Lead Director)

基金董事会将指派一名董事长以提高董事会的工作效率。董事长负责安排董事会议程,确保董事会收到来自管理层关于重要议题的报告。董事长是基金与其董事会顾问团体以及基金审计部门的主要联系人。若董事长为独立董事,则董事长在有关基金管理方面的讨论中可以代表其他独立董事的意见。

6. 会议频率

州法要求共同基金董事会与其他类型的公司董事会一样必须定期召开例会。在例会上,董事可以获悉有关基金的运作事项、提出问题、进行商讨以及投票决定重要议题。多数董事会每季度召开一次例会,尽管有些董事会较为频繁。除了出席全体董事会议外,独立董事经常私下碰面讨论和解决特殊问题。

第 3 节 共同基金董事的职责

因为共同基金董事本质上是为股东利益服务的,因此法律为董事制定了较严格的行为准则。其行为应与一个合理谨慎的人在相同情况下所采取的行为一致;或者与其在运用自有资金时所采取的行为一致。律师称之为信托。其含义是:董事有权获悉提交董事会商讨的各种事项的适当信息,并行使其“商业判断”职责。它需要董事忠实诚信的履行其职责。董事会会在适当的情况下可以寻求外部咨询机构或其他专家的协助以履行其职责。

尽管有些公司的董事的职责大同小异,SEC 为共同基金董事制定了具体的职责。从下面可以看出共同基金董事的职责影响深远。

1. 基金董事的职责

授权发行证券;

宣布股利；
选举官员；
任命委员会；
在委员会任职；
审计委员会；
提名委员会；
召开股东大会；
在必要时采用及修改规章制度；
选择独立从业的公共会计师；
批准兼并或其他交易活动；
审核登记报告；
(包括招股说明书)；
审查代理报告；
处理特殊情况；
接管方面的事宜；
处理监管法规方面的问题；
批准投资咨询和转咨询协议；
批准承销和分销合同。

2. 批准与过户代理人、托管人签订的服务协议

处理由于公司与服务提供方某某之间签订的合同所引起的争端和索赔；

批准外国托管协议；
批准证券保管方；
批准核算资产净值的时间；
批准证券估价的规程。

3. 批准下列程序和活动

与附属单位的主要交易；

承销；

附属经纪人的交易；

回购协议；

借出证券。

4. 批准保险协议

诚实保证；

批准投资目标和方针；

批准道德法则；

监视衍生工具投资；

监视投资组合的流动性；

确定选择与投资组合中的证券相联系的代理的方针；

监督基金管理人的私人投资活动；

批准 12b-1 计划；

批准多等级安排。

5. 货币市场基金

监控投资组合的结合摊销信用质量和估价

6. 封闭式基金

批准借入资金活动；

批准股份的赎回；

在合适情况下,批准封闭基金转化为开放式基金；

批准发行新的基金份额。

法律上也要求董事们对基金要忠实耿耿。董事必须行为

正直,在出现利益冲突时要以基金和股东的利益为重。由于董事肩负着这个重任,即使是他的家属也不应从事与基金相互竞争的活动,也不能从基金的运营中获取任何不公平利益。

7. 投资组合管理

监督基金是证券基金委员会的最重要的责任之一。董事的责任可以分为五个方面:业绩评价、审批协议、审批费用、基金股份的定价和监督投资组合管理和与遵守法规方面的相关问题。

8. 业绩评估

董事要不断地评估基金的投资绩效。这并不是说要董事要审查证券组合经理买卖某个特定证券的决策。恰恰相反,董事们必须从总体的角度出发来评价基金的业绩,同时董事们还要考虑到这个基金的投资目标、战略和风险等因素,这些因素在基金的招募说明书中都有列示。例如,如果某支基金的业绩要比其他可比基金好或差,那么董事们应该研究其非正常业绩的产生原因。同时,董事们有责任确保基金管理人在实现基金的业绩目标时遵守为该基金制订的方针。

9. 批准合同

根据投资公司法的规定,基金与其咨询人员的关系必须由书面的合同规定。由于这种关系事关重大,因此董事们在这一合同中具有重要的责任。例如,董事会必须每年审批或者续签一次顾问合同。董事会有权随时终止该合同,但要在 60 天前发出通知,才不会受到任何惩罚。独立董事对顾问合同承担特殊的责任。每年,独立董事中的多数必须亲自参加一次专门

会议,以审批通过或者是续签顾问合同。

在批准或续签顾问合同前,基金董事们通常要花大量的时间来审核投资组合经理的投资策略、投资业绩和投资方针,审核的焦点集中在重要的事宜上,诸如长期投资业绩、投资组合经理人控制和监视风险的成败以及支付给投资顾问的服务费等。

10. 批准服务费

董事在批准或续签顾问合同时,服务费是一个重要的考虑因素。董事要确保股东们支付的服务费水平的合理性,而且,要保证股东们能够用支付的服务费换取相应的价值。

为了实现这一目的,股东们要考虑许多因素,包括提供的服务种类及质量、顾问的成本、顾问通过实现规模经济的程度以及与其他基金的服务费相类比的情况。

证券交易委员会主席阿瑟·莱维特对董事在服务费方面的责任总结为:“董事们不必一定保证基金支付最低的服务费,但是他们一定要确保服务费处于一个合理的区间。”

董事们也要对与基金分销商及其他提供服务的单位签订的合同和支付给他们的费用进行审查和表决。

11. 监督顾问的软钱方针

(Adviser's Soft-dollar Policies)

董事们还要审查基金对软钱(Soft-dollar)的使用情况。通过运用软钱,一些基金管理人包括共同基金的投资顾问利用其客户的证券交易佣金从证券交易商那里获得研究和相关服务,这是从客户的利益出发的行为。董事对基金投资顾问使用软钱的情况进行审查,这是其审查投资顾问合同的一部分。

他们之所以这样做是因为如果不采取这种做法,那么通过软钱获得的服务就必须由投资顾问自己来支付。

12. 对基金的股份进行定价

董事们要监控基金股份的定价。法律要求共同基金每个营业日至少确定一次基金股份的价格。股份的价格(资产净值)是这样计算的:把基金证券组合中的各种证券的价值减去负债然后除以基金发行在外的份额。一些证券很容易估价,因为市场上有它们的报价。但是有些证券可能没有市场价格。在这种情况下,基金必须为它们确定一个公平价格。由董事会来对投资顾问采用的估价政策进行审查和批准。董事们必须确定在工作日中对基金股份基金股份定价的具体时间,并批准这一时间的变更。而且,如果定价中出现严重的错误,董事会要负责采取补救措施。

董事们必须处理的一个问题是基金组合中那些难于出售的证券,即非流动证券。证券交易委员会规定共同基金持有的非流动证券比例为15%,货币市场为10%。董事们通常要审批基金针对非流动证券的方针。

13. 监督和遵守法规

1992年证券交易委员会的一份报告中指出,董事们不应该管理基金的日常交易活动。但在现实中,基金顾问或行政长官通常让法规事务官员(Compliance Official)来检查遵守法规的情况。这种检查是许多管理基金的规章中所要求的。董事也经常依赖法规事务官员来履行其监督职责。但是这并不能减轻董事们在遵守法规方面的特别责任,法规事务官员可

能直接对董事会负责,提醒董事们需要采取哪些纠正措施。

14. 投资政策和限制

每一个基金都必须在其招股说明书中说明其投资政策和限制,这样目前和潜在投资者才能明了该基金可能进行的投资和其努力实现的目标。董事们要对基金进行监督确保其确实遵守声明的投资政策和限制。

15. 规范基金雇员的个人投资

与其他任何金融机构不同的是,基金必须实施伦理规章(Codes of Ethics)。伦理规章管理基金雇员的个人投资。这一规定的目的是为了确保这些雇员不会不公平地利用在基金的职务之便为自己谋私利。基金董事会有责任保证该基金实施伦理规章。

证券管理委员会通过了一项制度扩大了董事的责任,它要求董事会明确地通过该基金的伦理规章,并且要审查其顾问和主承销商的规章。该规定还要求基金的管理层、顾问和承销商每年至少向基金的汇报其道德规章管理方面的事务。事实上,目前许多董事接到定期的与伦理规章相关的报告。

16. 技术问题

目前,共同基金行业和其他一些行业对重要技术问题越来越重视。因为计算机系统影响到基金运营的与多方面,包括证券组合管理和股东服务。这些方面出现的问题可能会对股东造成严重的不利影响。证券交易委员会要求所有投资顾问和共同基金提交其处理两千年问题措施的报告。基金董事有责任监督顾问和其他服务供应方,以确保这些重大的问题得

到解决,并确保在技术和运营控制方面进行充足的资本投资。

17. 董事的报酬

共同基金要对董事的尽职尽责支付报酬。董事会制定一个自己的报酬标准。不同于公司董事,共同基金董事没有期权或其他类似的收益。根据管理实业公司 1998 年的调查,共同基金董事的平均总报酬从 6500 美元(服务于规模小于 10 亿美元的基金)到 86000 美元(服务于资产规模大于 250 亿美元的基金)不等。

平均说来,董事的薪酬占到基金总资产一个基点的 1/3。比如,一家基金公司的总资产为 100 亿美元,它可能须为所有下属基金的所有董事支付 330000 美元($10000000000 \text{ 美元} \times 0.000033$)。

第 4 节 基金份额的销售

一支基金的销售安排在投资者看来是极为重要的。认识到这一点,《投资公司法》规定了独立董事有关批准承销合同的具体义务和职责。

1. 12b-1 费用(12b-1 Fees)

美国证监会 12b-1 规则中允许共同基金支付基金销售费用,如广告、营销推广以及支付给雇佣投资顾问的服务费。基金董事在这些花费的支出上有几项约束。

通常,董事会一般要确定这些开销可以为基金及其持有

者带来收益,继而制定 12b-1 费用的标准,之后开始监督其执行。

共同基金在推销上的任何支出都必须符合经大多数独立董事批准的书面计划。全体董事会成员以及独立董事至少每年一次进行投票更新该书面计划。而且独立董事可以在任何时候免责地终止 12b-1 计划。

2. 股份分级(Share Classes)

近年来,一些共同基金提供不同“级别”的股份已经愈来愈普遍。每一级别的股份都对应有不同的费用和销售安排。

例如,一支基金可能有“A级”股,在购买时收取销售费用或佣金;还有“B级”股,在赎回时收取销售费用;而“C级”股则每年收取“水平”销售费。在同一基金下,持股人拥有不同级别的股份,为满足个性化需求,不同的投资者在支付销售费用上也有不同的选择权。

董事们必须要通过一个描述基金级别构成的计划,其中包括销售费用在不同级别的股票上如何被分配。这个计划的任何一点变动也必须被董事会的大多数成员通过(包括独立董事的大多数)。这个计划必须被董事们证明是最能反映每个级别的股东乃至整个基金的最大利益的。

第 5 节 关联交易、独立性和有效性

管理共同基金的核心是禁止与“关联人士”(Affiliates)进行交易,所谓关联人士,也就是基金的投资顾问或其他与基金

有密切联系的商业机构或个人。这种规定体现了《投资公司法》保护投资者利益的一个至关重要的途径。一些与关联人士的交易是被明令禁止的。还有其他一些情况,这种交易被禁与否要参照美国证监会法规,这些法规旨在改善投资环境以保护投资者利益并要求基金董事采取有利于保证基金平稳的操作程序并适时更新。

举例来说,某一支基金的董事会,包括大部分独立董事,必须在基金进行如下活动时采取一定的操作规程:在交易中基金从承销辛迪加那里购买证券,而此基金的投资顾问(或其关联人)正是辛迪加中的某一成员;同在一组基金综合体内的各个基金之间进行证券买卖以及基金的关联经纪公司从中收取佣金的证券买卖。

在任何一种情况下,董事会必须在必要时批准对操作规程的变更,并至少每一季度都要确定上一季度制定的操作规程约束下的交易确实与那些规程相符。

一、独立性和有效性

共同基金业的联合监管体系已经成功地使本行业免受丑闻的沾染。每一位董事都负有保证持股人最高权益的责任。这种责任构成了共同基金董事在维护投资者利益中所应发挥作用的核心。美国证券委员会在1992年的年报中总结道:“投资公司的董事会成员所发挥的监管功能,特别是独立董事的监管功能,以最小的成本使投资者的权益得到最大的保护。”

二、日臻完善

美国证监会近日正在关注独立董事的特有作用和职责。证监会主席阿瑟·李维特也呼吁基金业与证监会联合以进一步提高基金董事的效率。投资公司协会(The Investment Company Institute)也对“关于基金董事最佳方案的顾问协会”(Advisory Group on Best Practices for Fund Directors)的成立做出了反映。

顾问协会推荐了一系列政策和措施,这些政策和措施远超过法律法规的要求,它们的出发点旨在提高投资公司独立董事效率以及从总体上提高基金董事会的效率。该协会认为,这些措施将能够保证基金董事会继续高效地维护美国共同基金投资者的最高权益。

三、建议

以下所列的是由顾问协会(Advisory Group)提出、美国联邦储备委员会投资公司董事会协会(the Institute's Board of Governors for Investment Company Boards of Directors)批准的最优措施方案。

该顾问协会建议:

投资公司所有的董事中至少有 2/3 为独立董事。

基金的前任经理、董事、投资顾问、主要承销商或其他相

关内部人士不能担任基金的独立董事。

新的独立董事由在任的独立董事提名和选举。

由独立董事来制定在基金董事会任职的合理薪酬。

基金的董事被要求投资于其所在董事会的基金。

独立董事要拥有合格的投资公司法律顾问,此人须独立于投资顾问和其他有关本基金的服务机构;在面对需要特别专人咨询的问题时,独立董事享有向基金独立审计员及其他专家咨询的特别职权。

独立董事须每年进行一次关于有关经营、财务和与顾问、主承销商、其他基金服务机构及附属人员之间关系的问卷调查。

投资公司董事会设立的审计委员会全部由独立董事组成。审计委员会每年至少一次会见基金的独立审计员。这种会面是在没有基金管理人员出席的情况下进行的。这样,委员会可以确保每年有一次不受管理层约束的总结汇报。委员会起草书面章程规定其职责和权力。

独立董事在没有管理层参与的情况下会面,研究关于基金的顾问、承销方面的合同以确认它们都是恰当可行的。由全体独立董事任命一个或几个“首席”独立董事。基金董事会将由于董事、经理的错误、疏忽而获得保险赔偿金及(或)基金做出的补偿。该补偿足以确保独立董事的独立性和有效性。

投资公司董事会通常采取基金复合体中的全部基金的单一董事会形式或同属于一基金复合体的几支基金的联合董事会,而不是每一支基金都有其对应的专门董事会。

基金董事会在董事退休的问题上要采取合理的政策。

基金董事会定期对董事会的工作进行评价。

对新的基金董事进行恰当的指引,所有的基金董事都应跟上本行业和管理体系发展的步伐。

第 6 章 技术进步在共同基金中的作用

技术是推动共同基金业发展的一个重要动因。技术进步带来的结果是：(1)提高了基金公司顾客服务的质量；(2)丰富并改进了基金经理们获得的信息；(3)实现了处理交易量爆炸性增长的能力；(4)技术进步还使基金业引入了一系列新产品。基金业在技术上进行大规模的投资后，自动处理系统取代了费用高昂的手工劳动，同时由于计算机硬件和通讯的价格在日益降低，使得技术的发展降低了基金的费用。

一、基金业技术发展的历史回顾

在过去几十年中，共同基金业增长飞速并发生了翻天覆地的变化。而技术正是促使基金业飞速发展的最重要因素之一。60年代到70年代，技术的进步体现在计算机主机系统和在线交易处理的出现以及电信技术方面。主机系统和在线交易处理使共同基金发起人能够管理投资者的交易纪录并且实现了过户代理内部化。电信技术的发展为800电话系统的建立奠定了技术基础，并且实现了对来电进行全天24小时的线路导向处理，将其转给各类服务代理商。这些代理商通过电话向投资者提供信息并处理投资者的交易指令。

80年代，语音回应系统得到了不断完善。该系统与顾客

数据库和交易系统相连,逐步实现了顾客自助交易。为了迅速反映交易情况,实时数据处理取代了交易日结束后才进行数据批处理。日内定价即在同一交易日内多次计算并公布基金单位的资产净值得以现实。人们在 80 年代多次预测基金业将会停止应用主机,但是在交易量的增长和 401(k)计划的发展壮大的推动下,主机的应用却越来越广泛。其原因是交易量的增长和 401(k)计划的发展对隔夜数据压缩提出了很高的要求,而这正是主机所擅长的工作。同时个人计算机取代了公司雇员桌面上的傻瓜型终端。而且部门的客户—服务器系统开始取代传统的主机系统。到了 80 年代后期开始用局域网和国内广域网把这些多层系统连接起来。这些网络实现了各种客户服务职能的集成化,由此带来了业务流程的自动化。

在 90 年代,使用方便但难于管理的部门计算机系统演变成为企业服务器,它是基于 UNIX 操作系统的大型计算机,它具有强大的稳定性和容量,成为新一代主机。主机本身价格逐步下跌,其职能转变为存储大型数据库。在台式机方面,图形用户界面使计算机应用变得更为简便,员工无需太多培训就能够使用个人电脑及应用程序。

随着分级式数据库为更加合理的数据库构架所取代,应用程序运用数据变得更为灵活。单独一套数据库管理能够进行跨越多个计算机平台的巨额交易处理和数据分析工作。随着计算机存储部件价格的下降,数据仓库成为可行,数据仓库为结合分析的业务处理提供了信息基础。

随着开发和维护系统开支技术总成本中的比重日益上升,人们对能够支持开发过程的新技术越来越关注。但是,负

责实现自动化的程序人员的工作本身却是劳动密集型的。被称之为第四代语言(4GLs)的新系统开始得到应用。这些系统使程序员能够运用图形化用户界面和数据表代替手工编制命令代码。但是直到 90 年代末,第四代语言(4GLs)功能仍然不够强大,不能应用到大量核心应用程序中。

个人计算机得到了广泛的运用,但是直到国际互联网的普及才使其成为共同基金业的一个重要的渠道。自 1995 年起,联网个人电脑上的网络浏览器成为越来越多的投资者获取信息并进行交易的重要媒介。但是目前有三个因素阻碍投资者运用互联网来进行交易:(1)使用方便的互联网网站较少;(2)互联网连接的可靠性和速度问题;(3)人们为其交易的安全性存在疑虑。

新技术的发展正在逐步消除这些阻碍因素。共同基金的发起人建立了第二代网站,这些网站能够提供的信息组织逻辑性更强、内容更具实用性而且浏览更加简化。ISDN、有线电视和卫星连接等高速通讯方式正在取代连接速度缓慢的调制解调器拨号上网方式。数据传输编码标准的提高也使投资者对应用互联网来进行金融交易更加放心。

互联网为基金业务的拓展提供了宝贵的机会,并给在证券业占据统治地位的公司带来了挑战。小基金发起人可以不用进行大量的投资就可以建立自己的网站,为投资者提供网上交易服务。新技术使佣金和其他费用在逐步降低。这样基金业的整体利润率在下降,这对大公司是有利的,因为它们能够利用其规模实现规模经济效应。互联网到底能不能够增强现有金融机构的地位还是会让一些新进入者迅速崛起占据统

治地位,仍然需要事实来说话。

二、技术进步与投资分析

技术的进步不仅丰富和改善了共同基金发起人提供给投资者的服务,而且使基金业的投资专家们获益匪浅。在70年代,计算机计算和处理能力的新发展使他们能够利用统计分析软件包结合更加及时的市场信息提高投资分析能力。80年代,投资分析家们可以从多个渠道更及时地获得金融数据。通过为分析金融模型提供效率更高的技术,电子表格和更快的数据传输使研究过程发生了重大变革。到了90年代,共同基金的投资顾问可以获得大量服务来辅助资金管理工作。这些服务包括市场数据、分析软件包、通过光盘和SEC的Edger系统获得电子版公司财务资料。互联网为投资分析家们提供了更为方便的服务,他们可以通过互联网直接访问华尔街的研究资料,不必像原来那样需要通过传真或邮寄方式才能获得这些资料。交易商可以通过个人电脑直接获得实时市场报告,同时通过计算机实现全球范围的交易。

三、展望未来

随着科技的不断发展,它将对共同基金行业产生更为重要的影响。虽然无法准确预测将来,但可以预见今后技术的发展方向如下:

语音识别系统的成熟将使语音回应系统的功能更为强

大,使用更加方便。将来语音回应系统将能识别人的语言,不必再让用户通过按键来下达指令,通过直接说话系统就能相应地识别用户的指令并做出回应。

独立于操作平台的计算机语言如 Java 的出现,将解决目前十分普遍的不兼容问题。用这些语言编写的应用程序可以在包括基金持有人台式机的任何平台上运行。新编程系统生产效率的提高将会掀起一场新的自动化浪潮,进一步降低共同基金业的成本。

国际互联网将与用户所使用的其他通讯媒介结合起来。这样宣传基金的电视节目的结尾可能会邀请用户开立账户。通讯宽带将会大大提高上网速度,而上网价格也会下降,这将大大提高互联网的速度和普及率。用户可以随时上网,而不必考虑其费用和速度问题,他们将能方便迅速地得到各种信息。

第 2 篇

共同基金投资管理

第7章 投资组合管理概述

投资组合管理的目的是按照投资者的需求,选择各种各样的证券和其他资产组成投资组合,然后对投资组合进行管理和调整,以实现投资目标。投资者的投资需求往往根据期望受益和风险偏好来定义,所以投资组合管理者的任务则是在承担一定风险的前提下,使投资回报率实现最大化。

投资组合管理是由资产配置、调整各大类资产类型的资金分配权重和在各同种资产类型中选择具体投资工具三个步骤组成。资产配置是把各种主要资产类型混合在一起,以便在风险最低的条件下,使投资获得最高的长期回报。投资组合管理者以长期投资目标为出发点,为提高回报率时常审时度势改变各主要资产类别的权重。例如,如果一个投资经理判断在未来一段时期内股票市场的期望回报率优于债券的总体走势,则可能把投资组合的权重由债券向股票转移。随着理论和技术的发展,在投资组合管理中开始逐步利用上市公司的财务数据、宏观经济数据、定量分析工具和财务学理论。

目前,美国有大量的投资管理机构为客户提供投资组合管理服务,这些客户包括个人投资者、共同基金(Mutual Fund)、大型退休金计划、保险公司和银行,这类投资管理机构一般称为投资公司(Investment Company)。这些投资管理机构的投资分析方法和投资组合管理方式各具特色,表现了

不同的投资风格和投资理念。有的投资管理机构运用清晰明确、始终如一系统化投资管理策略；有的只是运用灵活多变的投资理念和经验；有的投资管理机构只是定性地处理不确定性问题；有的则运用统计模型来估计风险进行量化管理；有的进行积极的投资管理；有的则通过指数化投资进行消极投资管理。这些投资风格适应了不同投资者的需要，但总体上说，投资组合管理业务倾向于更注重量化分析和积极管理投资组合。统计数据表明，在投资组合管理中，运用系统方法管理投资组合的机构在不断地扩大共同基金的市场份额，这主要是因为系统方法能够更有效地反映顾客需求和实现投资目标。

一、投资对象

长期投资组合投资者主要投资于股票、债券和货币市场工具三种资产。同时，衍生金融工具的发展也为投资管理机构提供了重要的投资工具。期货、期权、互换和含期权性质的可转换债券、股权等工具为投资管理者提供了重要的套期保值手段。

按照不同标准可以对股票进行分类。如按照股票价格影响因素和内在属性，可分为能源型、增长型、周期型和价值型。按照资本规模大小可以分为大盘股和小盘股。按发行公司的所在地可以分为国内股、新兴市场股和主要发达国家市场股票。选择不同类别的股票就构成了不同的投资风格，同时也构成了各式各样不同类型的股票基金。在美国股市上，股本总额

在 10 亿美元以下的股票一般被列为小盘股。随着经济全球化的发展,人们对国际投资的兴趣正日益高涨,首先是主要的证券市场 and 较为发达的市场,例如日本和英国。而且随着新兴工业化国家如韩国、墨西哥和泰国金融市场的开放,这些地区也开始成为国际证券投资的热点。

通常把债券也划分成几个类型。政府债券(也被泛称为国库券)通常是没有信用风险的,因此在没有通货膨胀的条件下用国库券的利率代表无风险收益率。公司债券是另一类债券,通常按照各种不同的信用等级或风险可再进行细分,最高质量的公司债券是 AAA 级债券,而 Baa 级债券则是投资机构所能接受质量的最低水准。高收益或“垃圾”债券类别带有很高信用风险,不过它对于某些投资者仍具有吸引力。抵押支持证券一直在不断地增长,它也吸引了某些投资者。最后,通过投资国际债券可以进一步实现投资的多样化。

货币市场工具是第三个资产类型。在开发资产配置时,它给投资者提供了选择的余地,特别是对于短期投资活动更是如此,其中国库券(Treasury Bills)代表短期类别中质量最高的子类型,而且流动性也最高。定额存单(Certificates Deposit, CD)和商业票据(Commercial Paper)具有一定的信用风险,不过它们的回报率比国库券高,而且一般而言也是具有相当好的可变现能力。作为短期至中期投资工具的各种担保投资契约(GIC),是由保险公司发售的,在固定的期限内提供担保的固定回报。与其他备选工具相比,担保的投资契约一般具有较高的回报率,尽管也具有信用风险,当短期利率较高时,此类资产对投资者,特别是对确定出资计划(Defined-con-

tribution Plans)具有相当强的吸引力。由于开放式基金需要准备一定的现金应付投资者的赎回压力,由于货币市场工具具有极强的流动性,并且能够提供一定的融资,它们也成为共同基金的一种重要投资工具。

二、风险—回报率相互替换

在为投资组合的配置选择资产类型时,投资者需要考虑资产类型的潜在回报率和风险这两个方面的因素。从经验估计人们清楚地认识到,从长期的角度来看长期的风险和回报率之间存在很强相关性。资本市场理论表明回报率与风险之间应该存在着系统的对应关系。这一理论表明在有效的市场上是证券应该按照证券市场线所描绘的那样进行定价,即高风险必须以高回报来补偿,反之,低风险则相应地伴随着低回报。

风险是由资产收益的不确定性引起的。某种风险的收益率的波动越强说明其收益率的不确定性也就越大。因此,在投资分析中一般运用资产收益率的方差来描述风险。而以各种根据情况出现的概率为权数计算的期望收益率作为资产的回报率的度量。

同时在分析投资者的效用时,一般只考虑风险和收益率这两个因素,并且假定投资者是风险厌恶者。即给定同样期望收益率的两种资产,投资者将会选择风险较低的一种。

三、市场有效性

如前所述,不同类型资产间风险与回报率的相互替换存在一种资本市场关系。给定一种资产配置,投资者就会期望获得与投资组合风险相称的回报率。为了提高投资组合的回报率,投资者可以在主要的资产类型间调整权重或在资产类型内选择那些高于平均收益的证券或者同时采取这两种方法。但是不管用什么方式,提高投资组合的收益率要依赖于市场确定证券价格的程度,这种程度是由市场效率所决定的。

一个有效的市场是这样一种市场,价格与价值相符合(价格反映价值)。而一个完全有效的市场是这样一种市场,其中价格在任何时刻都与价值相符合,只有在新信息出现时价格才发生变化。由于信息是不可预测的,而且其到来将是随机性的,因而生成的证券价格模式将具有随机序列特征。因此,测试市场是否有效的一种方法是检验证券价格是否随时间随机变化。

有效性的基本假设是证券存在一种客观的均衡价值,而且价格趋向于均衡价值。这一假设意味着投资者是理性的,所以其购买或出售行为将使证券价格趋向于其内在价值。而且,我们认为调整到均衡的速度将依赖于信息的可利用性和市场的竞争性。高度竞争且又有众多掌握完全信息的参与者的市场,将会使证券的错误定价快速地调整到均衡状态;而参与者数量有限又只是具有很不完全信息流的市场则可能要经历一个相当缓慢的调整过程。

市场有效性分为三种形式：弱形式、半强形式和强形式。弱形式的有效性表现在，现行的价格完全反映包含价格的历史结果所反映的信息；即投资者无法利用价格历史数据来预测未来价格走势。有效性的半强形式体现在所有公开的可用信息都被反应在证券价格中，这些信息不仅包括证券价格序列信息，还包括公司财务报告信息、经济状况的通告资料和其他公开可用的有关公司价值的信息，公布的宏观经济形势和政策方面的信息，因此得到和分析这些信息也不能带来额外收益。强形式的有效性是最大程度的市场效率概念，在这种形式下，所有信息包括私人资料或内部资料，还有公司的可用资料都在证券价格中反映出来，投资者即使拥有内部信息的也不能经常保证获得超过平均的投资回报。

有关市场有效性的初始测试结果总的来说是支持这一假设的，可是近来的研究发现了值得注意的非有效性情形，即所谓市场的异常，而且市场有效性的程度不是固定不变的，而是随着时间的变化而变化。例如，众所周知当期权和期货市场刚开发时，其盈利机会是相当普遍的，但随着时间的推移，许多错误的定价已经逐渐地纠正了。对市场效率各种研究所得出的普遍结论是：市场是有理性的，证券的价格随着时间的变化达到均衡，不过即使对发育十分良好和积极的市场也不是完全有效的。

投资决策过程的各参与者逐步形成一种关于市场有效性是基于信息的观点是重要的。对于投资者来说，在改变资产类型权重和选择证券过程中确定哪些资源应予积极争取时，市场有效性是一种至关重要的因素。投资经理在开发战略和设

计投资过程中,市场有效性也是首要的决定性因素。投资顾问需要有一种基于信息的观点,以便给投资者提出合理的建议和选择管理人员。业绩评估者和顾问一样也需要在有效市场的背景下评价投资业绩的显著性。

四、投资组合管理理论及应用

投资学理论的突破、数据库和分析工具的发展是促使投资组合管理的系统方法发展和成长的三种最主要的动力。其中最根本、最主要的动力当数在 40~50 年前出现的坚实的财务学和经济学理论基础的指导下开发出的投资战略、模型和技术,而相应的财务、金融和经济数据库的不断建设,计算机硬件和软件的快速更新换代,强有力的统计工具的开发等,则为测试和运用这些投资模型和技术提供了实现手段。

表 7—1 列出了财务学研究中五个最重要的、具有深远意义的理论突破。这些理论在概念上是十分简单的,但其实用性非常强。它们对投资管理的实践产生了深远的影响。例如,投资组合理论产生了正式的确定的资产配置的实践。事实上每一个主要的投资计划发起人都要进行这样的评估,他们或者单独进行,或者在已开发了适当的资产管理模型的计划顾问的帮助下进行。投资组合理论的原则,既为全球投资分析提供了原动力,又给出了分析框架。

表 7-1 理论的重大发现及其应用

理 论	应 用
投资组合理论	资产配置
资本市场理论	风险收益权衡 投资组合分析 业绩衡量
证券估值	红利折现模型 证券资本市场线
市场有效性	积极/消极策略 多指标估价模型
衍生证券估值	投资组合保险 指数期货

资本市场理论不仅提供了评价风险—回报相互替换特征的有用且可运作的框架,而且还激发了投资组合分析客观基础的发展,并且改进了基金业绩评价的方法。投资经理,主要的计划发起人和领先的投资顾问,已经把这些方法应用到改善目标的设定和投资过程的控制等方面。

在证券估值理论方面,研究人员得出了如红利折现模型(DDM)和证券市场直线理论。利用这些模型,投资者可对各种单个证券的内在价值做出客观的评估,以发现被低估或高估的证券,从而为投资和构造套利组合提供分析的基础。关于市场有效性的研究已经导致积极投资方法和消极投资方法的开发,进而鼓励了更强有力的估值方法的开发和应用。最后,衍生工具定价模型已经产生了各种与期权和期货有关的战略,这大大扩充了投资工具和策略的范围。

五、数据库

在上述五个重大的理论的推动下开发了大量财务、金融经济数据库。这些数据库(例如 60 年代早期的普通股票价格

和回报率的数据的开发)反过来又能够测试理论的有效性,同时又成为开发新的理论和分析技术的工具。关于股票回报率的客观数据的开发历史虽然不过 30 年,却取得了巨大的成果,这要归功于理论发现产生的巨大推动力。

自从开发出普通票的价格和回报率的数据库以来,数据库逐步引入了大量多类型财务、金融和经济度量方法和指标。计算机技术和高速电子通信技术的快速发展提供了数据传输和进行有效数据处理的手段。

数据库的运用方式多种多样。表 7-2 列举了按不同准则对数据库进行的分类以及投资者使用数据的各种方法。

表 7-2 财务、金融和经济数据库分类

1 按数据类型分类 a. 市场价值 b. 回报率 c. 基础数据(盈利、红利等) d. 经济数据(GNP、CIP) e. 综合数据(市盈率、股息收益率等)
2 按分析周期分类 当前数据 历史数据 期望数据
3 按范围分类 个别证券 部门/产业 市场 资产类别

历史数据提供了正确观察有关事物关系的能力,而目前数据为正在进行的运作所需要,期望的数据提供了进行深入分析的基础。各成分证券的数据对于各自的分析研究是十分

重要的,而且能够整合起来在更大的范围内进行综合比较。投资者可以按照部门、市场或资产类型来评价这些数据。

六、分析工具

在给出理论框架和适当的数据的情况下,统计技术、计算机和软件共同构成了投资组合管理的“分析工具”。利用分析工具可以客观、有效地评价财务和经济数据在投资组合管理过程中的适用性。通过运用统计技术和计算机软件能够测试最新开发的投资组合管理战略和方法是否有效。最后,这些分析工具可以有效地评价投资组合管理是否成功。

回归分析通常用来测试各种方法的切实可行性,还可用来为各种模型建立结构。多元分析技术,例如因素分析(Factor Analysis)和判别分析(Discriminant Analysis)对于评价价格行为、经济数据或其他有助于评估金融市场结构的基础因素是一种有用工具。成熟的时间序列分析始创于 Box—Jenkins 模型和与之相关的 ARIMA 模型。这一领域的最近创新包括 ARCH(自回归异方差)模型,该模型成为评价模型结构稳定性的一种工具,并提供了对随时间变化模式进行建模的真知灼见。

七、结论

总之,美国的投资组合管理正在朝着利用量化分析手段,进行系统化管理的方向发展,其原因是这种方法能够提出明

确的投资目标,而且在实际运作过程中能够很好地实现这些目标,因此便于满足各类投资者的需求。随着投资组合管理理论不断发展,计算机分析工具和数据库实用性的不断增强,将会有越来越多的投资管理机构采用定量分析来努力挖掘改进投资组合回报的机会。

第 8 章 资产配置策略

资产配置就是将所要投资的资金在各大类资产中进行分配,它是基金管理公司进行投资时首先要碰到的问题。资产配置包括选择资产类别、确定各类资产在投资组合中的适当比重以及进行适时管理调整资产的种类和比重。资产配置策略(Asset Allocation Strategy)包括系统化资产配置策略与便捷式资产配置策略。系统化资产配置是一种全面、系统的资产配置过程,须经历预测各大类资产的收益、估计投资者的效用函数、资产配置组合的最优化选择等多个步骤。便捷式资产配置则省略了某些步骤,其中有购买并持有策略、固定比例策略、组合保险策略等类型。

第 1 节 系统化的资产配置策略

资产配置过程的目的是在投资组合中以某种方式将资产配置在一起,以满足投资者在一定风险水平上回报率最大的目标。这个过程包括四个核心要素。首先,投资者需要确定投资组合中合适的资产;第二,投资者需要确定这些合适的资产在持有期间的预期回报率;第三,在对回报率和风险做出估计后,运用最优化技术找出在每一个风险水平上能提供最高回

报率的投资组合混合；最后一步是在可容忍的风险水平上选择能提供最优回报率的投资组合（在有效性前沿上）。

估计证券间风险—回报率关系的基本方法有两个：第一个历史外推法，它假设未来与过去相似，我们可以根据资产收益率和风险的历史数据推测未来情况；另一个方法是情景法，它包括建立适当的经济情景，并估计各情景下的回报率和风险。通常，运用情景法预测选择的时间范围为3~5年。根据过去预测未来隐含的假设预测范围是无限的。

一、历史外推法

我们首先通过对过去资料的分析描述未来。表8-1中列出了三类资产普通股、长期债券和国库券1926~1993年的回报率和风险。这里的回报率是已实现回报率，其中包括收益和资本利得；而风险是回报率的标准差和各类资产之间的相关性。

表8-1 三类资产的回报率和风险

资产类别	回报率	标准差	相关系数		
			股票	债券	国库券
股票	10.30	20.50	1.00		
债券	5.0	8.70	0.14	1.00	
国库券	3.7	3.30	0.05	0.24	1.00

资料来源：SBBI, 1994 年报, 纽约, Ibbotson 协会, 芝加哥

从表中可以看出,股票的回报率最高,短期国库券的回报率最低,债券介于两者之间,收益率标准差衡量的风险水平高低顺序与收益率高低相一致,满足高风险必须用高期望收益来补偿的一般市场规律。股票和国库券在整个期间几乎是零相关,与债券轻微正相关;而国库券与债券为中度正相关。

为进一步运用历史数据对未来进行观察,我们可以将过去 64 年细分为六个时期。第一时期为 1929~1933 年,这一时期的特征是极度的通货紧缩,经济毫无复苏迹象;第二时期为 1934~1938 年,这一时期也是通货紧缩期,但经济有复苏迹象;第三时期为 1939~1945 年,这是严格经济控制期,价格和利率均由法定机构制定;第四时期 1946~1965 年为持续稳定繁荣期;第五时期 1966~1980 年,通货膨胀开始加剧,实际增长减缓;最后一个时期 1981~1993 年,通货膨胀减缓。

表 8—2 说明了股票、债券和短期国库券在这六个期间的业绩。表的上端表明了六个历史阶段的资本市场环境及其发生频率。发生的频率由特定市场环境持续时间占全部 64 年的百分比确定。

表 8—2 1929~1933 年间的资本市场历史情况

时期	1929~1933	1934~1938	1939~1945	1946~1965	1966~1980	1981~1993
经济环境特征	无恢复	恢复	经济控制	繁荣期	通货膨胀加速	通货膨胀减缓
概率	0.08	0.08	0.11	0.31	0.23	0.20
平均年回报率(%)						

续表

时期	1929~1933	1934~1938	1939~1945	1946~1965	1966~1980	1981~1993
股票	-6.70	15.30	11.50	15.00	5.60	14.30
债券	6.20	7.80	3.50	2.30	4.60	14.10
国库券	1.90	0.20	0.20	1.90	5.70	7.50
消费者价格指数	-5.00	1.30	3.90	2.90	6.00	4.10

从表 8—2 可以看出,股票在经济没有恢复的通货紧缩初始阶段和通货膨胀期间业绩很差,而在伴随经济恢复的通货紧缩期间、经济繁荣期间(1946~1965 年)及通货膨胀缓和(1981~1993 年)期间,业绩非常好。债券的收益率在两个通货紧缩期间相对较高,在 1938~1980 年间的三个阶段业绩相对较差,在通货膨胀减缓期间(1981~1993 年)债券的收益率又出现了上升。

由表中的数据可以看出,在不同时期各类资产收益率与其长期收益率之间存在着很大的差异。在预测各大类资产的收益时,我们可以在掌握目前和今后的经济形势的基础上,把上述相应历史时期的收益率数据作为预测资产收益率的参照。

二、情景预测法

确定证券回报率并进行风险评价的另一个方法是情景

法。情景法与历史法的区别在于两种预测方法在预测过程中的分析难度和预测时间范围不同。历史外推法蕴含着无限的预测期间,而情景法则需要确定具体的预测期间。通常,预测者将选择一个中等预测期间,即3~5年。情景法比利用历史外推法所要求的预测技能更高,但当经济环境条件发生了很大改变时,情景法可以体现出更高灵活性方面优势。

情景预测法的过程一般有四个步骤:(1)分析当前和今后的经济环境,预测经济环境会出现哪些可能的情景。比如,经济可能会出现以下五种情景,分别是高增长/低通胀、反通货膨胀、通货紧缩、通货再膨胀、滞胀。(2)预测各种情景下各类资产的可能收益率和风险。(3)估计上述各种情景可能发生的概率。(4)在前面各步骤得出结果的基础上,一个情景发生的概率为权重,通过加权平均的方法,综合估计出各类资产的收益和风险。

表8-3说明了运用情景预测法得出的各资产类别(股票、债券和短期国库券)在各情景下的持有期回报率。债券和国库券之间的收益率呈现反方向变动趋势。在高增长/低通胀的经济情景下,股票表现出绝对和相对最高的回报率。股票的回报率依未来经济环境是反通货膨胀还是通货膨胀而有明显的差异。在反通货膨胀情景下,股票与债券高度相关;但在通货紧缩情景下,股票的业绩与债券差异非常大。与短期国库券类似,股票在通货再膨胀环境中的业绩较好,但在滞胀环境中的业绩非常差。总的来说,股票业绩变动趋向独立于债券和短期国库券。

表 8—3 经济情景和资产类别回报率

情景	预测回报率(%)			国库券
	概率	股票	债券	
高增长/低通胀	17	8	4	0.35
反通货膨胀	12	12	2	0.30
通货紧缩	2	15	1	0.05
通货再膨胀	10	4	5	0.20
滞涨	4	4	5	0.10
期望回报率	12.1	8.4	3.6	1.00
标准差	14.00	7.00	3.00	

通过以各情景发生的概率为权数对各种情景下的各类资产的回报率进行加权可以得到它们的预期回报率。表 8—4 说明了三类资产的相关性。情景法的标准差和相关系数是运用通常的标准差和相关系数公式结合每一个情景发生的概率得出的。

表 8—4 各类资产回报率的相关性

	股票	债券	国库券
股票	1.00		
债券	0.20	1.00	
国库券	0.05	-0.70	1.00

三、估计投资者的效用函数

这里,我们假定投资者都是厌恶风险的,而且投资者的效

用只与资产组合的收益和风险这两个因素有关。这样效用和预期收益呈正向变动,而和预期收益率的方差呈反向变动。由于不同投资者对于某一投资组合的预期收益率和风险承受能力各不相同,因此该投资组合给不同投资者所带来的效用也各不相同。一般来说某个投资者 K 的效用函数可以简洁地表示为:

$$U_{pk} = R_{pk} - \frac{\delta_{pk}^2}{\tau_{pk}}$$

其中 U_{pk} 表示资产组合对资者 K 的预期效用, R_{pk} 表示投资者 K 对该投资组合 P 的预期收益率的期望值,而 τ_{pk} 表示投资者 K 对投资组合的风险承受能力。

四、确定最优化资产配置

为了实现投资者效用最大化,需要把各类资产组合的有效边界与投资者的等效用曲线结合起来,找到二者的切点,从而确定最优资产配置。

这相当于求解以下条件约束下的最大化问题:

$$\begin{aligned} \text{MAX} \left\{ R_p - \frac{\delta_{pk}^2}{\gamma_k} \right\} \\ R_p = \sum_{i=1}^n X_i R_i \\ \sigma_p^2 = \sum_{i=1}^n \sum_{j=1}^n X_i X_j \sigma_i \sigma_j \rho_{ij} \end{aligned}$$

第 2 节 便捷式资产配置策略

但是,在运用上述系统化的资产配置方法中,如果出现了预测数据的变化则需要进行全面系统化的调节过程,这显然是不切合实际的。为了提高资产管理的业绩,及时利用各种市场机会,在实践中,许多基金管理公司采用便捷式的资产配置策略。其中包含四种一般方法。它们是购买持有策略、固定比例策略、组合保险策略和战术性资产配置策略。购买持有策略是确定恰当的资产混合,并在诸如 3~5 年的适当持有时间保持这种混合,这种方法被称为购买并持有法。对长期再平衡而言,它是消极型的。有长期计划水平并满足于系统化资产配置的投资者可以发现这是一种最适当的资产配置方式。这种方法带来的交易成本和管理费用是最小的,但存在预测不准或不能反映环境变化的风险。

另外三种方法是积极型的,并且需要对投资组合定期地再平衡并伴随相应的交易。固定比例法是按长期保持投资组合中各类资产的恒定比例而设计的。例如,投资者可能希望股票与债券的长期混合保持 60/40 的比例,为维持这种混合,要求在资产相价格变化时,进行定期再平衡和交易。第二种市场时机选择(即战术性资产配置)可以被看做是固定型混合法的一个变种,因为这种方法试图通过从高估价资产到低估价资产的再配置而相对改变资产价值。这些再配置战略以估值评价为基础,而不仅仅是一种机械法则,它们可能对提高资产配

置效果提供更多的机会。第三种策略是投资组合保险策略。这种方法最具动态性,所需的再平衡和交易的程度最高。这种方法的目的是在获得股票市场的预计高回报率的同时,限定下跌风险。有效地实施这种类型的方法可能是一个重大的实践问题。

每一种方法都有明显特征,并能给予投资者带来特定收益。然而,并没有哪一种方法明显优于其他方法。我们所看到一种方法的优势在很大程度上取决于所面临的市场环境类型和投资者的风险特征。一种方法可能特别适合于易变性的期间,但不适合于一种强烈趋向性市场。因为长期市场特征会变化,所以,采用的方法应适时变化。当然,确定即将发生的市场环境类型是一个很困难的任务。对投资者最有价值的是选择最适合其长期投资类型的方法。

一、购买并持有策略

购买并持有策略的特征是:购买初始资产混合,并在长时间持有这种混合。不管资产相对价值发生怎样的变化,这种策略都不特意进行积极地再平衡。它是一种便于操作和分析的简单策略。为说明这种策略类型和其他策略类型,我们将运用类似于曾经描述过的不同期权策略属性的收益图。其目的是,通过收益图将该策略的长期投资组合业绩与同期的股票市场业绩联系在一起。

图8-1显示了一个购买并持有策略的收益图。该策略是70%股票和30%货币市场工具(70/30混合)的混合。当股票

市场水平是 100 美元时,全部投资组合的价值也为 100 美元。需注意的是,投资组合的价值是股票市场价值的增函数,并且投资组合价值与市场价值之间的关系是线性的。直线的斜率取决于投资于股票的数量,本例中,直线的斜率为 0.7。股票市场的价值每增加 1 美元,投资组合的价值增加 70 美分。投资组合的最低价值用的截距表示,本例中,截距是货币市场工具的价值 30 美分,它表明了该投资组合下跌风险(即股票市场价值等于零)。

同时,需注意的是,该策略的提高潜力是无限的。该策略可分享股票市场不断上升所带来的收益。相应地,投资于股票的最初百分比越大,当股票业绩优于货币市场工具时,购买并持有策略的业绩将越好;当股票业绩劣于货币市场工具时,购买并持有策略的业绩越差。

最后,需要注意的是,投资组合中各资产类别的相对权重将随着市场的变化而改变。在较高的市场水平上,股票的百分比权重将较大;而在较低的市场水平上,股票百分比权重将减少,这是没有再平衡的所引起的。

二、固定比例策略

与购买并持有策略相比,固定比例策略保持投资组合中各类资产的固定比例。例如,有一个 60/40 的股票与货币市场混合。为保持这一混合,投资者需要在股票市场变化时,对投资组合进行再平衡。当股票市场价值上涨时,股票在投资组合

图 8—1 购买并持有策略的投资组合价值变动图

中的比例将上升,所以,投资者需要在股票市场上繁荣昌盛时卖出股票并且再投资于货币市场;反之,当股票市场下跌时,股票的投资组合中所占的比例将变小,投资者需要减少在货币市场的资产,并且再投资于股票。

图 8—2 表明,与购买并持有策略的线性价值变动模式相比,在股票市场上涨时卖出股票和在股票市场下跌时买进股票的过程所得出的投资组合价值变动是一条曲线。在较高的市场水平上,固定比例策略的回报率低于购买并持有策略。因为在股票市场上涨时,固定比例策略通过卖出股票减少了有较高回报率的资产所占的比例。在较低的股票市场水平上,固定比例策略的回报率减少,这是因为在股票市场下跌时,该策略反而购入股票。换句话说,当市场表现为持续的上升或下降趋势时,固定比例策略将差于购买并持有策略。并且在出现长熊市的情况下这种策略的损失将会逐步增加。

图 8—2 单边走势的情况下固定比例策略的投资组合价值变动图

然而,固定比例策略在市场出现由熊市变为牛市的行情逆转时可能获利。为便于说明,我们假设市场从 100 美元下降到 80 美元,在该点,固定比例策略投资者通过购买股票进行再平衡,但购买并持有策略不做任何事情。如果市场回复到 100 美元的初始水平,购买并持有投资者将处在与从前同样的位置。但固定比例策略投资者将处在一个更高的水平。采用固定比例策略的投资者通过在较低价格水平上再平衡已增加了股份。现在,在当前 100 美元的价格水平上,投资者比以前拥有更多的股份。

图 8—3 通过两个策略的收益图形说明了这一相反效果。直线 AB 表明了实施购买并持有投资者的投资组合价值。在点 B,投资组合价值降低到 80 美元;但当市场繁荣并恢复到初始的 100 美元。购买并持有投资者的收益图形是一条上升或下降的简单直线。相反,对固定比例投资者而言,支付直线的斜率每次都会发生变化,再平衡改变了持有股票的数量。本

例中,当市场衰退时,两种类型投资者的投资组合价值均沿着直线 AB,但在 B 点再平衡可拥有额外的股份;当市场上升时,实施固定比例策略的投资者的投资组合价值沿着更陡峭的直线 BC 上升。

图 8—3 两个策略下的收益图

三、投资组合保险策略

便捷式资产配置第三种方法是投资组合保险法。恒定比例投资组合保险(Constant—proportion Portfolio Insurance CPPI)是投资组合保险策略的一种简化形式。这一简化投资组合保险策略的一般形式为:

股票金额 = K (全部投资组合价值 - 最低价值)

在运用这一策略时,首先要确定希望投资组合维持的最低价值水平。全部投资组合价值与最低价值之间的差异表示对最低价值提供有效保护的保护层。这里的乘数 K 为大于 1 的常数。

假设一个投资组合的价值为 100 美元,希望的该投资组

合最低价值维持在 75 美元。所以,开始的保护层为 25 美元。假设乘数为 2,我们得出在股票上的初始投资为 50 美元。(2 × 25 美元的保护层)并提出 50/50 的股票与货币市场工具的混合。假设股票市场有 20% 的下跌,投资者的股票价值从 50 美元降低到 40 美元,投资组合的总价值将为 90 美元。在该点,保护层将为 15 美元(90 美元 - 75 美元)。因此,运用 CPI 规则(2 × 15 美元),可得出适当的股票头寸为 30 美元。为得到所希望的股票头寸,投资者需卖出 10 美元的股票,并将其收入投资于货币市场工具。反之,当市场上升时,应通过减少货币市场工具的作额来购买股票。

作为一般的投资组合保险策略 CPPI 策略的设计方式是,在股票下跌时将其卖出,在股票上涨时将其买进。在 CPPI 策略下,即使在严重衰退的市场,也能期望投资组合运行得至少与最低价值一样好。该种策略是在股票价格下降时,越来越多的投资于货币市场工具。当投资组合价接近最低价值时,不需要进行任何投资组合调整。当然,这是假设在股价走低期间,投资者能适时进行再平衡,在股票市场的急剧降低或缺乏流动性时这种策略的收益可能会受到一定的影响。

图 8-4 说明,在运用 CPPI 策略的投资组合的价值表现为一条曲线。在市场高涨或低迷的极端情况下,相对于购买并持有策略而言,CPPI 策略表现要优越得多。在市场高涨情况下,该策略通过在市场上不断购买更多数量的股票而有效地运用了杠杆放大作用;相反在市场下跌时该策略通过乘数效应相应更快地减少了股票,与购买并持有策略相比,该策略减少了市场下降所带来的损失。

当市场出现行情逆转或箱形整理时,CPPI 策略运作相对较差,这是由于该策略需要在市场下降时卖出股票,在市场反弹时再购买股票,市场上升要求买进股票,而随着市场回复到初始水平卖出股票。与固定比例策略不同,CPPI 策略将在较高的价格上购买更少的股份,并以较低的价格上卖出更多的股份,导致在该期末的投资组合净值比固定并持有策略低。

图 8-4 CPPI 策略的价值变动图

可见,每一种策略都有其显著的特征,任何策略都不是最优的。它们的优势在很大程度上取决于所面临的市场环境类型和投资者的风险偏好特征。由于股市的行情会发生变化,所以应该根据行情变化来适时调整选择的策略。

第 9 章 证券组合选择

第 1 节 证券投资组合理论

建立证券组合是由马可维茨最早于 1952 年发表的一篇文章中提出的。证券组合理论构成了现代投资分析的核心,同时它也是资本资产市场定价理论的基础,因此学习投资学必须掌握证券投资组合理论。

一、假设前提

证券投资组合理论是建立在一系列假设的基础上的:

首先,我们假设的是投资者在进行证券投资决策时,只考虑证券或证券组合的两个特性即期望收益率和收益率的标准差。这里,用期望收益率代表证券组合的收益,标准差代表证券组合的风险。

而且,给定某个期望收益率,投资者总是选择风险最小的证券或证券组合,而给定某一风险水平时,投资者总是选择期望收益率最大的证券或组合。而上一章我们已经介绍了证券及证券组合的期望收益率和收益率标准差的含义及计算方

法,本章将应用到这些基本知识来进行证券组合的建立和构造有效边界。

这里分析的投资收益是在一定时期内的持有期收益。我们假定投资者在期初 t_0 拥有一笔钱用 w_0 来表示,用它来投资于公开交易的证券,在某个期间结束 t_1 时其投资的证券的市场价值及持有证券期间所获得的现金或现金等价物收入用 w_1 表示。则其投资的持有期收益为:

$$\gamma_p = \frac{w_1 - w_0}{w_0}$$

当我们把 N 个有风险证券进行组合时,即分别投入不同比例的资金时,能够得到无穷多个证券组合,它们的期望收益和标准差各不相同,这是因为投入每种证券的资金比例的组合可以有无穷多组。但是,当我们把以上假设引入证券组合选择(Portfolio Construction)问题时会发现,并不是所有组合都是投资者满意或将会选择的。下面我们将引入投资组合两个重要的概念:有效集和可能集。

二、有效集

首先我们假设不存在无风险资产,也不存在借款进行购买证券投资即信用交易的机会。这时购买的证券都存在风险,即标准差都大于 0,而且投资者只能用自有资金来进行投资。接下来假设投资者可以按相同的利率水平借入和贷出任意数

量的资金,我们来看这时有效边界会发生什么变化

有效集理论是证券组合选择的核心。所谓有效集或有效边界是指满足以下两个条件的证券组合构成的集合:

(1)集合中的组合在不同风险水平下,能够使期望收益率实现最大化。

(2)在不同期望收益率水平上,能够使风险实现最小化。

而可能集是指由 N 种证券所构成的所有证券组合构成的集合。如果我们用图形来表示可行集和有效集,则可以用横轴表示证券组合收益率的标准差、纵轴表示期望收益率。图 9—1 中的阴影部分代表可能集或可行域,曲线 AB 上的点所代表的组合代表有效集。

图 9—1 有效集和可行集

从图 9—1 中可以看到点 A 所代表的证券组合在所有组合中风险(标准差)最小,即 A 点是对现有证券进行组合所能得到的最低风险组合,而 B 点代表最高风险组合。曲线 AC 上的组合虽然是可行集,但是如果过曲线 AC 上的某一点画一条垂线,会发现它和垂线上的其他可能证券组合具有相

同的风险但期望收益却小于其他组合,所以曲线 AC 上的点不满足有效集的条件。同样道理,我们可以发现在给定期望收益时对于曲线 BC 以内的所有组合,在 AB 曲线上总能找到某一点使其期望收益等于阴影内的组合但风险却小于这些组合,因此投资者只会选择 AB 曲线上的点,而不会考虑非有效集上的组合。总之,我们可以说有效集是投资者可能会选择的证券组合,而可能集是所有的可能投资组合。

在得到了有效边界后,投资者就能根据自己的风险偏好来选择 AB 曲线上的某一点作为他的最优投资组合。而投资者对风险和收益的偏好必须用无差异曲线来反映。这里要引入无差异曲线的概念。

三、无差异曲线

无差异曲线上的点所代表的投资组合能够为投资者带来相同的效用,它可以反映出投资者对风险和收益的偏好。我们以横轴证券组合收益率的标准差和期望收益率分别为纵轴和横轴,画出无差异曲线。见图 9-2。

在图中的每条无差异曲线上,各个点所代表的组合给投资者带来的效用是相同的。而且无差异曲线的斜率总是正的,这是因为我们假定投资者是厌恶风险的,因此对于风险更大的证券组合,要使其和风险相对较小的组合处于同一条无差异曲线上,即它们为投资者带来的效用是相同的,则应使其具有更大的期望收益率来作为补偿。图中三条无差异曲线对应的效用之间存在如下关系: $U_3 > U_2 > U_1$ 。而且任意两条无差

图 9-2 无差异曲线

异曲线是不能相交的。假设 I_1 和 I_4 相交于 X 点, 则 I_1 上的每一点和 I_4 上的每一点的效用都相同。但是我们会发现 X 点左侧的 I_4 曲线位于 I_1 曲线上的上方, 即这些点对应的效用并不相等, 这会产生自相矛盾的结论, 因此两条无差异曲线是不能相交的。越靠左上方的无差异曲线对应组合的效用越大。而且在任何两条无差异曲线之间都可以在做出一条无差异曲线, 它的效用介于前两条无差异曲线之间。

在得到无差异曲线以后, 我们就需要把图 9-1 和图 9-2 结合起来分析, 从而为各个对风险和收益偏好不同的投资者分别确定其最优投资组合。见图 9-3。

在图 9-3 中, 我们画出了某个投资者的一组无差异曲线。D 点是无差异曲线和有效边界的切点, 它是最优投资组合, 因为有效集上的其他证券组合都位于无差异曲线 I_2 的下方, 即其他证券组合的效用都要小于 D 点所代表的组合。而比 I_2 曲线位置更高的无差异曲线 I_1 虽然能为投资者带来更

大效用,但是它和有效边界没有交点,所以 I_1 曲线上的点所代表的证券组合是不能实现的。

图 9-3 选择最优投资组合

然后我们可以改变无差异曲线的位置和形状,使其代表另一个投资者的风险和收益偏好。我们会发现最优组合的位置将会发生变动。见图 9-4,此时最优组合为 E 点,可见由于各投资者的偏好不同,最优组合会有所不同。投资者 2 较投资者 1 更喜欢冒险,因此他将选择具有更高风险和更高期望回报的 E 点作为最优组合。

我们现在以两种证券的组合来说明有效边界的形状。假设有两种证券 A 和 B,它们的期望收益率分别为 $E(r_1)$ 和 $E(r_2)$,投入 A 和 B 的资金比例分别为 w_1 和 w_2 ,其中 $w_1 + w_2 = 1$ 。用 $E(r_p)$ 和 σ_p^2 来表示组合的期望收益和方差。

$$E(r_p) = w_1 E(r_1) + w_2 E(r_2) = w_1 [E(r_1) - E(r_2)] + E(r_2) \quad (\text{公式 } 9.1)$$

$$\sigma_p^2 = w_1^2 \sigma_1^2 + w_2^2 \sigma_2^2 + 2\rho_{12} w_1 w_2 \sigma_1 \sigma_2 \quad (\text{公式 } 9.2)$$

图 9-4 更喜好风险投资者的组合选择

1) 如果 $\rho_{12}=1$, 则:

$$\sigma_p^2 = (w_1\sigma_1 + w_2\sigma_2)^2 \quad (\text{公式 9.3})$$

$$\text{即 } \sigma_p = w_1\sigma_1 + w_2\sigma_2 = w_1(\sigma_1 - \sigma_2) + \sigma_2 \quad (\text{公式 9.4})$$

我们把公式 9.4 整理后带入 9.1 约去 w_1 可以得到一条直线方程

$$E(r_p) = [(\sigma_p - \sigma_2)/(\sigma_1 - \sigma_2)](E(r_1) - E(r_2)) + E(r_2)$$

2) 同理当 $\rho_{12} = -1$ 时, 由公式 9.2 我们会得到:

$$\sigma_p^2 = (w_1\sigma_1 - w_2\sigma_2)^2$$

如果 $w_1\sigma_1 > w_2\sigma_2$,

有 $\sigma_p = w_1\sigma_1 - w_2\sigma_2 = w_1(\sigma_1 + \sigma_2) - \sigma_2$

带入 9.1 约去 w_1 可以得到以条直线的方程:

$$E(r_p) = [(\sigma_p + \sigma_2)/(\sigma_1 + \sigma_2)][E(r_1) - E(r_2)] + E(r_2)$$

如果 $w_1\sigma_1 < w_2\sigma_2$,

$$E(r_p) = [(-\sigma_p + \sigma_2)/(\sigma_1 + \sigma_2)][E(r_1) - E(r_2)] + E(r_2)$$

如果用图形来表示有:

图 9-5 两种证券在不同收益相关系数下有效组合的形状

当 $|\rho_{12}| < 1$ 时, 组合构成一条曲线。当 $\rho_{12} = -1$ 时, 代表组合的点构成了一条折线。我们可以看到当两种证券的收益相关系数为 -1 时, 可以构造一个组合使其风险为零, 期望投资收益介于单个证券的期望收益之间, 即图中的 C 点表示的组合。

从图 9-5 中我们可以看到, (1) 证券收益相关系数越低, 越能通过组合分散风险; (2) 两种证券的风险不大于连接它们的线段所表示的组合所对应的风险。

接下来我们说明如何来确定最小方差组合, 假设有 N 种证券, 它们的期望收益和方差—协方差矩阵用向量和矩阵来表示如下:

$$W = \begin{bmatrix} W_1 \\ W_2 \\ W_3 \\ \vdots \\ M \\ \vdots \\ W_N \end{bmatrix} \quad \bar{r} = \begin{bmatrix} \bar{r}_1 \\ \bar{r}_2 \\ \bar{r}_3 \\ \vdots \\ M \\ \vdots \\ \bar{r}_N \end{bmatrix}$$

那么我们可以用矩阵运算来表示对这些证券进行投资组合所得:

$$E(\bar{r}_p) = \sum_{i=1}^n W_i r_i = W' \bar{r} = (W_1, W_2, \dots, W_N) \begin{bmatrix} \bar{r}_1 \\ \bar{r}_2 \\ M \\ \bar{r}_N \end{bmatrix}$$

$$VC = \begin{bmatrix} \sigma_{11} & \sigma_{12} & \Lambda & \sigma_{1N} \\ \sigma_{12} & \sigma_{22} & \Lambda & \sigma_{2N} \\ \Lambda & \Lambda & \Lambda & \Lambda \\ \sigma_{N1} & \sigma_{N2} & \Lambda & \sigma_{NN} \end{bmatrix}$$

到的期望收益和风险状况。

我们要求的实际上是一个最小化问题, 运用拉格朗日方程。我们来求解:

$$\sigma_p^2 = \sum_{i=1}^n \sum_{j=1}^n W_i W_j \sigma_{ij} = W' VC W$$

$$I = \begin{bmatrix} 1 \\ 1 \\ 1 \\ M \\ 1 \end{bmatrix}$$

$\min(0.5W'VCW)$ ① (St $W'I=1$ 其中:

$$L = 0.5W'VCW + \lambda(1 - W'I)$$

我们对上式分别对 W 和 λ 求导,使其为零得到:

$$L_w = VCW - \lambda = 0$$

$$L_\lambda = 1 - W'I = 0$$

求解后得到:

$$W_p = \frac{VC^{-1}I}{I'VC^{-1}I}$$

$$\sigma_p^2 = \frac{1}{I'VC^{-1}I}$$

$$\bar{r}_p = W_p' \bar{r} = \frac{I'VC^{-1}\bar{r}}{I'VC^{-1}I}$$

下面我们来举一个例子来说明,如何选择投资比例可以使组合的方差达到最小即图 9-1 中的 A 点如何确定。

已知两支股票的收益分布情况如下:

① 这里之所以要把目标函数乘以 0.5 完全是为了计算方便,它不会影响结果,根据求真求导公式我们有 $\frac{\partial X'AX}{\partial X}$,所以讲目标函数乘以 0.5 有利于方便计算。

概率	x_i	y_i
0.2	11%	-3%
0.2	9%	15%
0.2	25%	2%
0.2	7%	20%
0.2	-2%	6%

可以求得：

$$E(X) = \sum p_i x_i = 0.2(0.11 + 0.09 + 0.25 + 0.07 - 0.02) = 0.1$$

$$E(Y) = \sum p_i y_i = 0.2(-0.03 + 0.15 + 0.02 + 0.20 + 0.06) = 0.08$$

同理可以求得：

$$\text{Var}(X) = 0.2(0.11 - 0.10)^2 + 0.2(0.09 - 0.10)^2 + 0.2(0.25 - 0.10)^2 + 0.2(0.07 - 0.10)^2 + (-0.02 - 0.10)^2 = 0.0076$$

$$\text{Var}(Y) = 0.00708$$

这两支股票收益的协方差为：

$$\text{COV}(X, Y) = E[(X - E(X))(Y - E(Y))] = 0.2(0.11 - 0.10)(0.03 - 0.08) + 0.2(0.09 - 0.10)(0.15 - 0.08) + 0.2(0.25 - 0.10)(0.02 - 0.08) + 0.2(0.07 - 0.10)(0.2 - 0.08) + 0.2(-0.02 - 0.10)(0.06 - 0.08) = -0.0024$$

$$\text{于是可以得到 } \bar{r} = \begin{bmatrix} 10\% \\ 8\% \end{bmatrix} \text{VC} = \begin{bmatrix} 0.0076 & -0.0024 \\ -0.0024 & 0.00708 \end{bmatrix}$$

$$\text{VC}^{-1} = \begin{bmatrix} 147.3526 & 49.95005 \\ 49.95005 & 158.1752 \end{bmatrix}$$

$$\text{W}_P = \frac{\text{VC}^{-1}\text{I}}{\text{I}'\text{VC}^{-1}\text{I}} = \begin{bmatrix} 0.487 \\ 0.513 \end{bmatrix}$$

利用上面的公式求解得：

$$\sigma_p^2 = 0.0024565$$

$$\bar{r}_p = E(r_p) = 0.487(0.10) + 0.513(0.08) = 8.794\%$$

然后给定任意水平的 $r > \bar{r}_p$ ，我们可以通过求解如下的方程来求解有效组合。

$$\min(\text{W}'\text{VCW}) \quad \text{St} \quad \text{W}'\text{I} = 1 \quad \text{及} \quad \text{W}'\bar{r} = r$$

其中：

$$\text{I} = \begin{bmatrix} 1 \\ 1 \\ 1 \\ \vdots \\ \text{M} \\ \vdots \\ 1 \end{bmatrix} \quad \bar{r} = \begin{bmatrix} \bar{r}_1 \\ \bar{r}_2 \\ \bar{r}_3 \\ \vdots \\ \text{M} \\ \vdots \\ \bar{r}_N \end{bmatrix}$$

这样给定任何一个收益率水平我们都可以通过求解以上问题来找到相应的有效组合。

第 2 节 引入无风险证券后的证券组合选择

一、证券的组合

接下来我们将引入无风险证券,无风险证券的最典型代表是政府发行的国库券。无风险证券收益的方差为零,同时它与任何风险证券的相关系数也为零。同时假定可以按照同一无风险回报率借入和贷出资金,这样投资者可以突破资金的限制来进行无风险和风险证券的投资。我们先举一个简单的例子。有一种风险证券 X,它的期望收益率为 $E(R_x)=12\%$, 收益率的标准差 $\sigma_x=0.05$ 。通过对该种证券投入不同资金比例可以创造出无限种新的组合。我们用 W_{RF} 表示投资于无风险证券的资金比例,则投资于风险证券的比例即为 $1-W_{RF}$ 。用 RF 表示无风险利率。这时该组合的期望收益和标准差将可表示成如下形式:

$$E(R_p) = W_{RF}RF + (1 - W_{RF})E(R_x) \quad (\text{公式 9.5})$$

$$\sigma_p = (1 - W_{RF})\sigma_x \quad (\text{公式 9.6})$$

由公式 9.6 得 $1 - W_{RF} = \sigma_p / \sigma_x$

我们把它带入公式 9.5 进行整理,消去 W_{RF} 会得到如下结果

$$E(R_p) = RF + [E(R_x) - RF]\sigma_p / \sigma_x \quad (\text{公式 9.7})$$

以 $E(R_p)$ 为纵轴,以 σ_p 为横轴,可以看到公式 9.3 表示

一条以 RF 为截距、 $[E(R_x) - RF]/\sigma_x$ 为斜率的一条直线。而且其斜率不会随着投入两种证券的资金比率而发生变动,即该直线的位置不会发生移动。见图 9-6。

图 9-6 无风险证券和一种风险证券的组合

在 P 点即为 $W_{RF} = 0$ 时的情形,即把资金全投入风险证券 X,这时证券组合的期望收益率和标准差为证券 X 的期望收益率和标准差。在 A 点期望收益率为无风险收益率 RF ,而标准差为 0,这是因为该点对应的 $W_{RF} = 1$,即把资金全部投入无风险证券。直线上 P 点右上方的点是通过按照无风险利率借入资金而得到的组合,这时 $W_{RF} < 0$ 而且 $E(R_p) > E(R_x)$ 可见通过借入资金可以实现比原有证券更大的期望收益。而且我们会发现如果允许借入任何数量的资金,那么组合的期望收益率将会趋向于无穷大。当然,这里的斜率为正的条件是 $RF < E(R_x)$,这一条件在现实一般是能够成立的。因为一般情况下,风险证券具有信用风险,因此一般要有更高的回报率作为风险补偿。读者可以试想如果 $RF > E(R_x)$ 图 9-6 将会

变成什么样。

假设投资者有资金 1000 元,组合 A、B、C、D 中 W_{RF} 分别为、50%、10%、0%和 -25%,无风险利率为 5%,则投入无风险证券的资金为 500 元、100 元、0 元和借入 250 元。由公式 9.5 和公式 9.6 得到如下结果:

组合类别	组合 A	组合 B	组合 C	组合 D
$E(R_p)$	10%	11.6%	12%	13%
σ_p	0.025	0.045	0.05	0.0625

这些点都在直线 AP 上,该直线的斜率为:

$$[E(R_x) - RF] / \sigma_x = (0.12 - 0.08) / 0.05 = 0.8。$$

以上各点都满足直线方程:

$$E(R_p) = RF + [E(R_x) - RF] \sigma_p / \sigma_x$$

$$\text{即 } E(R_p) = 0.05 + 0.8 \times \sigma_p。$$

任何一个证券组合都可以看作一个单独的证券,因此下面我们可以把以上得到的结论进行推广,把任何一个证券组合和无风险证券组合起来。但由于我们在有效集中已经说明了,投资者只会选择那些有效边界上的组合,因此这里也只考虑有效边界和无风险证券的组合。结果见图 9-7。

其中曲线 AB 是市场上没有无风险证券时的有效边界,但在引入了无风险证券以后有效证券组合将变为直线 QE。它是经过点 Q(0, RF) 所做的原有效边界 AB 的切线, E 为切点。在 E 点的右上方投资者借入资金投资于风险证券, E 点

的左下方,投资者贷出资金或者是买入无风险证券。这里假设投资者对各个证券的收益的期望值都相同,并且每个投资者各种证券的方差—协方差矩阵都相同。则 E 点的组合应包括所有证券,且投入各个证券资金的比例为其价值占市场价值的比率,该组合被称为市场组合。E 点是不受投资者的风险—收益偏好影响的。直线 QE 即表示无风险证券和市场证券的组合。

图 9-7 引入无风险证券后的投资组合选择

为什么该切线即为新的有效边界呢? 只要运用有效边界的定义,这一问题很容易回答。因为在所有的投资者可能考虑的新的证券投资组合中,该直线能为投资者带来最大效用。而无风险证券和原有效集上的 E 点以外的其他点构成的组合,也是一系列直线,但这些直线都位于 QE 的下方,因此给出一定的风险水平, QE 下方的直线相应组合的期望收益都要小于 QE 上相应的组合,因此只有 QE 才是引入无风险证券后的有效集。

同理我们可以运用无差异曲线来确定最优投资组合,这

时最优投资组合为 M,它是借入资金投资于风险证券。在无法借入资金时最优投资组合为 N。

但值得注意的是,要分清期望收益和实际收益的区别。即使某一组合是投资者的最优投资组合,它也不一定能够为投资者带来最大的投资收益。最终收益到底是多大,仍要由各种证券的期末价格来决定。那么我们研究投资组合的意义何在?投资组合能够分散非系统风险。研究表明只要拥有十种以上的证券就基本可以消除非系统风险。下面我们来说明投资组合对降低非系统风险的作用。

二、系统风险和非系统风险

风险分为系统风险和非系统风险(Systematic Risk and Unsystematic Risk)。系统风险是同时影响资本市场上所有资产的收益的风险,它由国内外经济形势、政策和政治形势所引起,如利率风险、购买力风险、政治风险等。系统风险不能够通过资产组合来分散,故又称为不可分散的风险。系统风险涉及面大,往往会使股市中的所有股票发生较大幅度的波动。如1996年12月16日,《人民日报》发表了题为“正确认识当前的股票市场”的特约评论员文章,当日几乎所有股票都跌停,上证指数从1500点跌到900多点,深证指数从4500点跌到3000多点。又如美联储为了抑制通货膨胀的加剧,防止经济过热会提高贴现率,结果可能使股市发生全面下跌。1997年5月5日,我国证券管理委员会公布新股发行增加50亿,投资者以为利空出尽,结果股指不迭反升,不几日深证指数攀升至

6000 多点；证券管理部门联合有关部门接连出台了证券交易印花税从 3% 提高到 5%，提前公布 1997 年新股发行额度从 1996 年的 150 亿猛增到 1997 年的 300 亿，短短 4 日将深证指数从 6100 点打压到 5100 多点，跌去 1000 多点，致使许多股票跌幅近 30%。系统风险一般来源于宏观经济因素变化对市场整体的影响，因而亦称之为“宏观风险”。

非系统风险则基本上同某个具体的股票、债券相关联，而与其他有价证券无关，也同整个市场无关。这种风险来自于企业内部的微观因素，如企业公布的报表中如果盈利状况同市场上投资者的预期差距悬殊，或是公司进行重组或进行收购或成为其他公司的收购对象则可能引起该股股价的大幅波动。事件风险、破产风险、流通风险、违约风险等均属此类。

应付这两类风险的措施是不同的。对于系统风险，可采用分散投资来弱化甚至消除，令人遗憾的是分散投资丝毫不能改善系统风险，人们通常可以看到当股市面临全面崩盘或重大修正时，只有少数几支股票能够幸免于难。著名金融投机商索罗斯的量子基金在纳斯达克市场上网络股的巨幅下挫中同样也遭受了巨额损失。按照我们后面的结论，完全分散化可以消除非系统风险，同时系统风险趋向于正常的平均水平——市场整体水平。那么如何才能有效地降低系统风险呢？通常情况下进行套期保值交易，这也是为什么在我国在推行开放式基金的同时要推出股指期货的一个重要原因。因为基金在股票市场上的投资金额巨大，如果没有相应的期货市场来规避风险，一旦宏观经济情况不景气时会造成巨大的亏损，将不利于金融市场和社会的稳定。

从收益和风险的角度来看,系统风险可以带来收益的补偿,而非系统风险则不能得到收益补偿,因而投资者总是努力降低非系统风险。对于系统风险,人们则需根据自己的风险承受能力决定承担多大的系统风险以期获得相应的收益回报,因而投资者并不普遍采取措施来完全消除系统风险,而是通过投资选择使系统风险处于自己最满意的位置。

要衡量证券的系统风险和非系统风险,要引入回归分析。投资过股票的人都知道,大多数股票是随着大盘指数波动的,一般股票的股价会随大盘指数的上升而上涨,随大盘指数的下跌而下降。我们假设某一时期,某一上证交易所挂牌的股票的收益率和上海交易所成分股股指的涨跌幅度(即按造成成分股在股指计算方法的权重确定投资比率所构成的证券组合的收益率)存在如下关系:

$$r_i = \alpha_i + \beta_i r_m + \epsilon_i \quad (\text{公式 } 9.8)$$

其中 r_i 表示 i 股票的收益率, r_m 表示成分股股指收益率。学习过计量经济学的读者会觉得这个模型非常熟悉,这里运用的回归方程即为单变量线性回归方程,其中 ϵ_i 是一个期望为 0, 方差为 $\sigma_{\epsilon_i}^2$ 的搅动变量,它服从标准正态分布。并且有 ϵ_i 和 r_m 相互独立,即 $\text{COV}(r_m, \epsilon_i) = 0$ 。我们可以选取某支股票的一定时期(如 1 个月)的收益率和该时期内大盘指数的相应变动率为因变量和自变量,以某些时间段(如 20 个月)的数据为样本来进行回归。运用最小二乘法可以得到 α_i 和 β_i 的估计值。当然选取不同的时期内的样本会得到不同的 α_i 和 β_i 估

值,即 α_i 和 β_i 也是随机变量,但这并不影响我们进行分析。运用最小二乘法我们可以得到:

$$\beta_i = \sigma_{im} / \sigma_m^2$$

σ_{im} 表示股票 i 与股市指数收益率的协方差。

我们把公式 9.7 式两边同时取方差,由于 ϵ_i 和 r_m 相互独立,会得到:

$$\sigma_i^2 = \beta_i^2 \sigma_m^2 + \sigma_{\epsilon_i}^2$$

可见我们可以把证券的总风险分解为系统风险和非系统风险,为其中 $\beta_i^2 \sigma_m^2$ 即为系统风险,它是由市场指数的方差及 β_i 所决定,而 $\sigma_{\epsilon_i}^2$ 是非系统风险,它是由单个股票的特性所决定的,属于公司所具有的特定风险。

下面将说明进行证券组合时的系统风险和非系统风险情况。

我们在上面已经得到证券组合的期望收益率和方差的计算方法。即:

$$E(r_p) = \sum_{i=1}^n x_i r_i$$

$$\sigma_p^2 = \sum_{i=1}^n \sum_{j=1}^n w_i w_j \sigma_{ij}$$

我们可以把 $r_i = \alpha_i + \beta_i r_m + \epsilon_i$ 带入上式可以得到:

$$\sigma_p^2 = \beta_p^2 \sigma_M^2 + \sigma_{\epsilon_p}^2$$

其中:

$$\alpha_p = \sum_{i=1}^n w_i \alpha_i \quad \beta_p = \sum_{i=1}^n w_i \beta_i \quad \epsilon_p = \sum_{i=1}^n w_i \epsilon_i$$

$$r_p = \sum_{i=1}^N w_i (\alpha_i + \beta_i r_m + \epsilon_i) = \alpha_p + \beta_p r_m + \epsilon_p$$

$$\sigma_{\epsilon_p}^2 = \sum_{i=1}^N w_i^2 \sigma_{\epsilon_i}^2$$

可见对于证券组合来说,其风险也可以象单个证券那样分为两部分即系统风险和非系统风险。研究说明通过对 10~15 种证券进行组合,可以使非系统风险大大降低。但是系统风险却不会由于证券组合而发生很大的变化。从上面的公式中可以看到,证券组合的系统风险主要取决于它的 β 值,而它是构成组合的各个证券 β 值的加权平均值,其中的权数为各个证券的投资占用的资金比重。从直觉和经验来看,如果投资组合中某种股票在其公司利好消息的带动下股价上升,但同时另一家公司却因经营效益不佳、利润下降而使股价受挫。由于它们之间收益的相互抵消,最终将使投资组合的价值波动比单独投资于某支股票上要小的多。这就是我们常说的“不要把鸡蛋都放到一个篮子里”的道理。

下面我们来说明 β 系数的含义,根据定义 β 系数是一个衡量证券或组合与市场相关联程度的一个参数。根据前面的讨论, β 系数有几个方面的涵义。

首先, β 系数反映证券或证券组合对市场组合方差的贡献率即 $\beta_p = \text{COV}(r_p, r_m) / \sigma_m^2$,并据此获得期望收益的补偿。

其二,与第一个涵义相联系的是 β 系数用来表示单个证券或证券组合的系统风险同正常风险(市场整体风险)的关系。

系统风险 = $\beta_p^2 \times$ 市场组合风险

其三, β 系数作为证券或证券组合的特性线的斜率,它刻画了证券或证券组合的实际收益的变化对市场(市场组合)的敏感性程度。

$$r_p = \alpha_p + \beta_p r_m + \epsilon_p$$

当 β_p 的值大于 0 时, 证券组合的收益率与市场同向, 证券组合的收益率与市场是同涨同跌的, 因而其价格由市场交易的推动与市场行情(如指数)同涨同跌。

当 β_p 的值小于 0 时, 证券组合的收益率与市场反向, 在市场指数上涨时, 该证券或证券组合反而下跌; 而在市场指数下跌时, 反而上涨。在实际市场中与市场方向运动的证券并不多见。

当 $|\beta_p| > 1$ 时, 我们称该证券或证券组合为进取型的, 市场收益变化一个百分点, 则该证券或证券组合的收益将可能有超过 1% 的变化。 $|\beta_p|$ 值越大, 进取性越强。

而当 $|\beta_p| < 1$ 时, 我们称该证券或证券组合为保守型的, 市场收益变化一个百分点, 则该证券或证券组合的收益将很可能低于 1% 的变化。 $|\beta_p|$ 值越小, 组合对市场变化越不敏感, 因而越保守。越保守的证券越能抵御股灾的侵害。

现在我们证明随着组合中证券数量的增加, 组合的方差在缩小, 它趋向于平均协方差。现在我们来证明这一理论, 我们假设投入 N 种证券的资金比例相同, 即 $W_i = 1/N$ 。

$$\sigma_p^2 = \sum_{i=1}^n \sum_{j=1}^n w_i w_j \sigma_{ij} = \sum_{i=1}^n \sum_{j=1}^n \frac{1}{N} \frac{1}{N} \sigma_{ij} = \frac{1}{N^2} = \sum_{i=1}^n \sum_{j=1}^n \sigma_{ij}$$

我们可以把上面这个公式分解为用方差和协方差来表示:

$$\sigma_p^2 = \frac{1}{N^2} \sum_{i=1}^n \sum_{j=1}^n \sigma_{ij} + \frac{1}{N^2} \sum_{i=1}^n \sum_{\substack{j=1 \\ i \neq j}}^n \sigma_{ij}$$

我们假设所有单个证券中最大的方差是 L , 那么公式的前一部分总要小于或是等于:

$$\frac{1}{N^2} \sum_{i=1}^n \sum_{j=1}^n L = \frac{NL}{N^2} = \frac{1}{N}$$

可见随着 N 的增大,公式的前一项趋向于 0,因为:

$$\lim_{n \rightarrow \infty} \frac{1}{N} = 0$$

另一方面,公式的后一项不会趋向于 0。我们假设 $\bar{\sigma}_{ij}$ 为平均协方差,那么后一项为 $(N^2 - N)$ 个协方差项的和,每一项都等于 $\bar{\sigma}_{ij}$,即:

$$\frac{1}{N^2} \sum_{i=1}^n \sum_{\substack{j=1 \\ i \neq j}}^n \sigma_{ij} = \frac{1}{N^2} (N^2 - N) \bar{\sigma}_{ij} = \frac{N^2 - N}{N^2} \bar{\sigma}_{ij} = \frac{N - 1}{N} \bar{\sigma}_{ij}$$

当 N 趋向于无穷大时我们有:

$$\lim_{n \rightarrow \infty} \left(\frac{N^2 - N}{N^2} \bar{\sigma}_{ij} \right) = \bar{\sigma}_{ij}$$

随着我们建立的组合中所包含的证券数量的增加,就能实现多元化投资,从而使证券之间协方差对组合的方差的影响更为重要。美国经济学家 Fama 在 1976 年曾经用实际检验验证了以上结果。他随机地选取了 50 支在纽约股票交易所挂牌的股票,并利用 1963 年 7 月到 1968 年 6 月的各月数据计算出它们的标准差。然后他随机地选取了一支股票,它的收益率的标准差为 11%。然后,他又随机地选取另一支股票(也是随机选取的)把它们等比例地投资,结果发现标准差降到了 7.2%。这样,他逐步增加证券组合中的股票数直到组合中包括了全部 50 支股票。当选取 10~15 支股票以后,就能够实现风险分散,大大地降低组合收益波动性。而且组合收益标准差会迅速地降低到各个股票的平均协方差的水平,并且以此为极限不能够再下降。以上的例子说明当证券组合中的证券数

达到 15 个时就能够实现风险分散化了。

另一种观察单个证券风险的方法是考察其对组合总风险的贡献。通过对组合方差公式的两边对投入某一支证券的资金百分比求偏导,可以得到:

$$\frac{\partial \sigma_p^2}{\partial w_i} = 2w_i \sigma_i^2 + 2 \sum_{j=1}^n w_j \sigma_{ij}$$

我们再次假定,投入各个证券的资金比例相同,都为 $1/N$ 。随着证券数量的增加, w_i 趋向于零,同时 $\sum w_j$ 趋向于 1。因此,从上一公式可以看到,对于高度多样化的组合来说,较为准确地衡量某个证券对组合风险贡献程度大小的指标是它与组合中其他证券的协方差。我们将在下一章中看到,各证券对市场组合的风险贡献是其与市场组合的协方差。因此协方差,而不是方差才是单个证券风险的度量。

图 9-8

为什么方差作为风险的度量并不合适呢? 毕竟以期望效

用最大化为目标的投资者是根据组合的期望收益的方差来选择最优投资组合的。我们将在图 9—8 中找到问题的答案。在图中, I 点不是有效的组合, 因为它不在资产市场线上。结果尽管我们知道 I 组合的期望收益和方差, 但我们无法决定投资者持有该证券所要求的回报率。投资者可以选择一些其他具有相同收益率, 但方差低一些的证券或是证券组合, 即 K 和 J。因此我们不能通过运用我们掌握的有关该组合 I 的期望和方差来确定持有该组合时市场所要求从该证券中获得的收益率。在图中, K、J、I 三点代表的证券的方差各不相同, 但它们的期望收益率却相同, 都为 R' 。如果方差是风险的合适度量指标的话, 那么就意味着这三个风险程度不同的资产有同样的期望收益率, 这在一个较为有效的市场是不可能发生的情形。因为这会违背一价定律, 所谓一价定律是指, 在达到市场均衡时, 具有同样收益率分布的资产或资产组合, 其价格也应该相同。这是因为, 如果其价格不同的话, 投资者可以通过卖出价格高估证券而卖出价格低估的证券来实现无风险的套利活动, 直到最终其价格趋同, 市场才能够达到平衡。由于三个证券 I、J 和 K 的分布显然不同, 所以其价格显然不同。尽管我们知道 I、J 和 K 三种资产的期望收益和方差, 但是我们无法确定它们在市场达到均衡时期价格应该为多少。其原因是我们不知道它们与其他证券的联合分布。从上面的公式我们可以看到随着证券数量的增加, 单个证券对组合的风险贡献会降低到协方差风险的水平。因此, 可以无成本地规避和整个经济无关的那部分风险。任何理性的投资者都不会为可分散的风险支付额外的价格。相反, 由于协方差风险不能够被分散

掉,所以为了躲避此类风险,投资者必须为此付出额外的价格。正是由于协方差反映了单个证券对高度分散化投资组合的方差的贡献,所以它是资产风险的合理度量。

第 10 章 股票选择战略

第 1 节 股票的投资与选择

一、选择投资策略的三个基础层面

一般情况下,单支股票的可能回报可以来自三个层面的效应:(1)市场总效应;(2)行业效应;(3)公司的特别效应。相应地,这三方面效应的不确定性就引发了三类风险:(1)市场风险或系统风险;(2)行业风险;(3)特别风险。在选择投资策略时往往从这三个层面出发。

从第一个层面出发挖掘扩大收益水平的策略叫做跟随市场时机策略。采取这种策略的投资经理一般采取如下操作手法:当预测到上升的市场行情时,将现金转换为股票,同时把低 β 值的股票转换为高 β 值的股票,这样就提高了整个投资组合中的 β 系数,从而提高其投资组合的系统风险,这样可以获得比整个市场更高的收益率;相反,当预测股市将会下跌时,投资机构将出售股票,减少投资组合的 β 系数,从而降低其投资组合的系统风险,这样就可以使损失比整个股票市场

的跌幅小一些。只要预测正确,市场时机选择者可以战胜市场。当然,这种策略中业蕴含着较高的风险,当对整个市场行情的走向预测错误时,会导致投资组合收益率低于市场涨幅或损失超出市场跌幅。

对投资组合中资产种类及股票所属行业进行积极主动的调整和选择的战略被称为类别转换政策。采用这一战略时,需要估计各个行业的前景进行估计,使投资组合偏重于那些具有更乐观前景的资产类别或特别行业。如果一个投资机构对自己的预测行业前景的能力没有较大的把握,则可以在这个层面上采取消极战略,使投资组合中主要行业股票所占的权重与其在市场指数中所占权重保持一致,这实际上是更高层次上的指数化投资策略。

投资机构一般会在单支股票的选择上广泛采用积极战略,这样被认为具有较强潜力的股票在投资组合中所占权重比其市场指数中所占的权重大。而对潜力较差股票则持有比重比其市场指数中所占的权重小或根本不持有。但是为了实现投资的多样化分散单支股票的特有风险,投资机构通常持有多种股票。达到多样化投资目标的最有效方式是建立一个指数基金,这样投资组合只承担系统风险,组合的收益不受任何单个公司经营业绩的影响,只和总体大盘的涨落幅度相关。这是一种最为消极的投资管理方式,但是它的优点是不必花任何费用去研究分析个股,而且由于不必像其他策略那样调整投资组合,因此可以降低交易费用。

二、股票选择战略

综合起来在股票的选择上通常有三种策略：(1)对股票、类别和市场这三个收益率成分都完全保持被动；(2)对市场和类别成分保持被动，对股票选择主动；(3)对所有三个成分都采取主动决策。我们把这三种策略分别称之为：(1)完全消极策略或指数化投资策略；(2)纪律型股票选择策略；(3)完全积极策略。指数化投资一般不能提供高于市场指数的收益率，而且与市场收益率之间的偏离最小。而完全积极战略利用了全部三个收益率机会：市场时机选择、类别替换和单个股票选择。如果一个投资机构能够准确地把握以上三个层面的收益率机会，它取得的收益率将能够跑赢市场。但与此同时，这种策略将面临最大的收益率波动范围或风险。纪律型股票选择策略的预期收益率高于市场预期收益率，但低于完全积极战略。同时，该策略面临的收益率波动幅度将高于指数基金，但低于完全积极战略。

第 2 节 投资组合的构建

一、纪律型构建投资组合的原则

投资机构在做出收益率预测，并按预测能力对预测值进

行调整后,必须在投资组合中恰当地体现这些预测,投资机构需要制定一套非常明确的投资组合构建指导方针,并在一个严格控制的方式下实施投资组合的构建过程。这个过程是非常重要的,因为一般情况下投资经理只有较小的有限预测能力,如果不系统化地安排投资组合构建过程,那么这种较小的预测能力会被交易成本等因素和环节耗散殆尽。投资机构在构建投资组合过程中应遵循三个指导方针:第一,投资组合的市场风险应和反映整个市场变动的综合指数保持一致;第二,投资组合应在行业选择上保持多样化;第三,预测要尽量准确。这三个指导方针与修炼股票选择策略的战略目标是一致的,即在没有利用市场和类别成分收益率机会的情况下,仅依靠股票选择试图获得高于平均水平的业绩。

因为在纪律型股票选择策略(Stock Selection Strategy)中构建投资组合主要是依靠对股票吸引力的预测能力,所以应该控制与市场 and 行业类别相关联的风险。为便于投资与市场时机选择相关的风险,投资机构应该保持投资组合子资产中尽可能多地持有股票,即使现金头寸尽可能地少,最高也不应超过 2%。相应地,投资机构应该保持投资组合中股票部分的总体 β 系数为 1, 或者在 0.9~1.05 的范围内,以便于保持其市场风险与整个股票的市场风险保持基本一致。为了控制与行业相关的风险,投资组合应该尽可能实现分散化,不应该对某个行业过分偏向,这样才能实施纪律型股票投资策略,即只在单支股票上采取积极策略。

投资组合构建过程的第三个要求是确保投资组合中包括足够多种类的股票,即介于 60~90 之间。持有足够多种类的

股票有助于分散化,可以减少单支股票的特殊风险,而且,持有足够多种类的股票也与我们的预测能力很有限这一事实是一致的。我们期望自己的判断能产生平均效果,而不是每一个判断都能产生预期效果。持有的股票种类越多,意味着获得平均收益率的可能性越大。

二、投资过程设计

为成功地实施纪律型股票选择战略,必须提出具备应定的前提条件。首先,采用纪律型投资机构必须具有单支股票的预测能力;其次,该机构也需要一个系统的投资组合构建程序,以确保投资组合反映对单支股票的预测能力被恰当地反映在中;最后,该系统的长期运行意味着将对投资组合进行再平衡并发生与再平衡相联系的交易成本。投资机构需要考虑交易成本,并制定措施控制这些成本,以避免由于交易成本过高而侵蚀长期业绩。

预测股票是否有吸引力时可能利用来自不同来源的信息。当各种信息来源都有预测内容并且是相互补充时,我们应该采用综合预测,即把这些单个预测在一种最优化方式下结合起来,以便实现最佳预测效果,提高预测的准确性。后面将专门介绍综合预测法。

而且在考虑股票的风险时,我们必须运用多指数风险模型,这样才能克服单因素模型的局限性(有关多因素模型理论,读者可以参阅其他投资学书籍)。

给定估计综合收益率和多指数风险模型,我们可以运用

最优化技术,获得在最低风险条件下具有最高收益率的投资组合。最优投资组合一旦产生,就需要按最优模型中所表明的数量购买证券。

三、衡量预测能力

如前所述,采取积极的股票选择战略时假设具有预测股票是否具有吸引力的能力。衡量预测能力可以采用不同的技术,这里我们将要介绍信息系数法(IC)。这一方法的独特优势表现在以下几个方面:(1)便于确认投资经理股票选择和预测能力是否具有-贯性和稳定性;(2)便于区分股票选择能力与预测整个股票市场 and 行业板块走势的能力;(3)能利用多个信息来源来进行股票选择。

预测过程的第一步是对整个行业的股票从相对最具吸引力到相对最不具吸引力进行等级划分,这里等级划分的绝对数值并不重要,重要的是相对大小。然后观察其在随后期间的业绩,并根据所观察的结果,在相同的范围内将股票从业绩相对最好到相对最差进行等级划分。

然后,我们在预测等级 FR 和实际等级 AR 之间的建立一元回归模型。

$$AR = a + IC(FR) + e$$

其中, e 为随机搅动项,它满足期望值为零标准差恒定的正态分布。运用最小二乘法,我们可以得出 a 和 IC 的估计值。

IC 反映了实际等级和预测等级之间的相关性。当具有完美预测能力时,信息系数 IC 等于 1,常数项为零。另一个极端是完全缺乏预测的能力,此时 IC 为零,常数项 a 等于 AR 的平均值,误差项 e 的标准差等于 AR 的标准差,此时实际等级与预测等级完全不相关。一般情况下,IC 介于 0 与 1 之间。

四、综合预测

在预测股票的吸引力和收益率时可能利用来自不同来源的信息,而每种信息来源提供的预测能力是有限的,它们各自某个侧面反映了股票的特性和潜力,没有任何一种单一信息来源在每一个时期都能提供稳定的预测能力。综合预测法能够减少预测能力的波动幅度,并且能够提高预测力。它是把单个不同信息来源综合起来,构成一个多重信息源从而得出一个综合预测值。只有满足下列两条件时,这一方法才有效的。第一,各信息来源必须有预测内容,即有一个正 IC,没有预测内容的信息来源不能综合运用于提高预测能力;第二,各信息来源应该提供股票不同方面的信息,而不能仅提供其他信息来源所已经反映出的信息。实际上,当每个信息来源提供完全不相关的资料时(即当它们是零相关时),综合预测法的能够得到最好效果,这与多指数模型中各种影响单支股票收益率的因素之间的相关性越弱,那么回归效果越好的原理非常类似。

下面我们运用四个不同信息来源为例来说明如何使用综合预测法,其中每种信息来源的预测系数都为 0.4。这说明每

一个信息来源都有一定预测能力,而且所能提供的预测能力相同。为了方便起见,我们假设各信息来源相互独立,即不同信息来源相关系数为零。若各信息来源是相互独立的,那么将它们综合在一起的最优方式是以预测力为权数对各信息来源进行加权。这样,将四个信息来源合在一起将取得 0.4 的综合 IC 值。或者说,比仅依靠单一信息来源所产生的预测力高 1 倍。单个 IC 的综合与它们各自 IC 值的平方成比例,综合 IC 是全部 IC 被组合的平方根。即:

$$\text{综合 IC} = (0.22 + 0.22 + 0.22 + 0.22)^{1/2} = 0.44$$

当预测能力的各信息来源相关时(不完全独立),公式就不这么简单了,但原理通常是相同的。在这种情况下,需要根据不同信息来源的相关性,对综合 IC 进行调整,综合 IC 将随着不同信息来源正相关程度的增加而降低。所以,如果本例中的四个信息来源呈正相关,所得出的综合 IC 将小于 0.4。如果本例中的信息完全相关,综合 IC 将等于 0.2,即与单一信息来源的预测能力相同。在这种情况下,综合预测并没有用处。正如将相关系数为 +1 的证券组合在一起,不会产生风险分散效应。

五、收益率预测

一个投资机构一旦被评价为有预测能力(一个正的 IC),它面临的问题就是构建分析程序,构建方式是各支股票系统

地进行回反率预测。在这一过程中,投资机构首先通过证券分析获得单支股票的高估或低估的判断。这些判断需要被更加明确地表示为收益率预测,更准确地说,应被表示为扣除归因于市场和行业类别效应后的收益率。最后一步是按投资机构所拥有的预测能力水平对收益率预测进行调整。

为消除数量不同和偏差问题,投资机构可以使用等级系统,用不同等级表示对相对高估或低估程序的判断。例如,等级系统可以简单地由五个估值类别组成,用 1 表示最具吸引力,即股价被低估;用 5 表示最不具吸引力。

六、收益率分布

我们需要将等级分布转换为收益率分布。分析表明,在最近几年具有零均值(或期望值)的剩余收益率(与市场 and 类别无关)的标准差约为 18%。如果收益率呈正态分布,在一个典型年度,全部股票中的 2/3 将获得介于之间的收益率。或者说,1/6 的股票获取的收益率将超过 18%;1/6 的股票将有超过 18% 的损失。

我们可以运用五点的等级系统,将等级点转换为偏离平均值的标准差。对于这个等级分布,1.1 个等级点等于 1 个标准差。运用这个标准差意味着:等级为 5,距平均值有 2 个等级点,偏离平均值的标准差为 1.8,即 $2 \div 1.1$ 。同样,等级 4 或 2,距平均值有 1 个等级点,偏离平均值的标准差为 0.9,即 $1 \div 1.1$ 。类似地,等级为 3,偏离平均值的标准差为零。

当我们用收益率分布的标准差乘以转换后的等级时,可

得收益率的分布。等级为 1, 转换为 32% 的收益率(标准差 1.8 乘以收益率标准 18%); 而等级为 5, 转换为 32% 的损失(-1.8 标准差乘以收益率标准差 18%)。类似地, 等级为 2, 变成 16% 的收益率(0.9 乘以 18%); 等级为 4, 变成 16% 的损失(-0.9 乘以 18%); 等级为 3, 即平均等级转换为收益率是零, 这与我们对这个中间等级所预期的相同。从某种意义上说转换后的收益率分布提供了解释所得和所失的机会, 一个具有完美预测能力(IC 为 1)的投资机构, 将面对这个分布的全部可能机会。

图 10-1 等级和回报率分布

七、按预测能力调整收益率分布

如前所述,经验研究表明,对单支股票的预测能力是远非完美的,因此,不能用预测的收益率来代替实际收益率的分布,必须根据预测能力来调整收益率分布。投资经理可以根据其预测能力水平按以下公式调整收益率分布:

$$r = IC(fr) + e$$

其中 r 为实际收益率, fr 为预测收益率与预测公式表明, 股票收益率 R 由两部分组成: (1) 预测的 $IC(FR)$; (2) 预测中的误差 e 。误差项的期望值为零, 即 $E(e) = 0$, e 的方差 $= (1 - IC^2) \times \text{Var}(R)$ 。当 IC 值为 1 时, 误差项为零, 预测能力是完美的, 预测收益率和实际收益率之间呈现完全线性关系。另一方面, 当 IC 为零时, 没有预测能力, 预测收益率不能反映实际收益率, 实际收益率是独立于预测收益率的。

假设信息系数 IC 为 0.15, 运用 IC 调整来反映预测能力的不完美程度将会大幅度减少期望收益率。运用前面的公式并计算收益率的期望值。在误差项消失, 即 $E(e) = 0$ 时, 我们得到股票的期望收益率, 即:

$$E(R) = IC(FR) = 0.15(+32\%) = 4.8\%$$

按预测能力水平调整收益率分布将大幅度降低收益率分布的宽度。实际上, 运用 IC 调整将从最初有 18% 的标准差收缩为 2.7% 的标准差。最高等级股票(1级)现在的预期收益率

为 4.8%；等级为 2 的股票的收益率为 2.4%；最低等级股票（5 级）预计损失为 4.8%；等级为 4 的股票预计损失为 2.4%。有较大 IC 的投资机构面临较宽的收益率分布。

八、构建投资组合

在投资组合指导方针确定后，实施投资组合构建战略时有两个主要方法。一个是运用传统的约束形式，如行业指导方针、投资组合中包括的股票最低数量、持有单支股票的最大规模等。在目标被明确限定和过程被详尽描述时，这种方法是很有有效的，而且，它具有简单和运作成本最低的优点。

另一个方法是运用最优化程序。这些方法成本要高一些，而且更加复杂。运用这一程序的基础是合理的风险—收益率模型。这里多指数法是一种较为合理的风险—收益率模型。给定估计的收益率并运用多指数模型，最优化程序按下列方式运行。找出收益率最令人满意的那些股票；同时，将这些股票收益率机会与其风险进行比较，其目的是规避市场和类别风险，并尽量减少与获得高收益率目标相关的特殊风险。其结果应该能很好地实现投资组合目标，即在最低风险条件下获得高收益率的多种股票混合。

九、适时管理

适时管理是指持续对单支股票的收益率进行预测，并将其按适当的权重进行组合，编制股票收益率估计的最新一览

表。由于根据股票选择信息来源对公司未来前景的不断估值和股票市场价格的变化,这些估计很可能会发生变化。伴随着这些修正后估计的最优化,将产生不同的投资组合持有建议,它又意味着与再平衡(投资组合替换)相伴的交易和交易成本。确定最优再平衡周期是一个重要但很困难的任务。再平衡和替换太频繁可能会导致放弃证券的利润和发生过多的交易成本;再平衡周期过长可能地引起以前持有股票的盈利性所得的稀释。当然,理想的状态是建立这样一个再平衡周期,即在证券的最高点(相对于业绩)将其卖掉,并转向更具上涨潜力的证券。

投资机构应特别关注通过对不同信息来源 IC 值的持续检测来监视收益率估计过程,以确保不同信息来源持续提供有用的信息。不同信息来源将因其预测能力而表现为变动性。分析者在淘汰某个信息来源之前注意该信息来源预测能力下降可能是暂时的。分析者应确认预测能力的降低是否具有长期性、根本性。要衡量不同信息来源能否不断提供互补的信息来源或独立资料,应该淘汰掉那些倾向于多余或太多交叉的信息来源。

进行适时检测需考虑的第二个因素是交易成本。因为预测能力和交易成本是相互联系的。特别是有预测能力的投资应按预测采取行动,以充分利用业绩机会,其结果将增加交易及与之相伴的交易成本。投资机构拥有的预测能力越强,将越倾向与进行更多交易。当然,这也将承担更多的交易成本。不考虑交易成本可能会引起业绩的稀释。在极端情况下,会导致业绩在平均水平之下。

在这里,应该恰当确定交易成本水平并适时检测,以确保恰当的成本估计。例如,如果证明交易成本比原先估计的高,则在既定的预测能力条件下应降低周转水平;反之,如果证明交易成本比估计的少,投资机构将有更大的余地按预测采取行动。研究交易成本如何因股票的类别而异是有用的。为不同类别的证券确定不同的交易成本也是有益处的。例如,小额、低流动性股票比大额、交易活跃的股票承担的交易成本更高。

第 11 章 股票投资策略

第 1 节 股票投资策略的分类

股票是美国基金的重要投资对象,据统计,1996 年美国股票基金达 17501 亿美元,占美国共同基金市场的 49%,占全部股票市值的 17%。自 1926 年至 1988 年,S & P500 的年平均复合收益率为 10.0%,而同期长期债券的年平均复合收益率为 5.0%,现金等价物的年平均复合收益率为 3.5%。因此,股票是极富吸引力的投资工具,研究股票的投资策略对提高基金管理公司的投资管理水平具有重要的意义。

股票投资策略(Equity Investment Strategy)可以从总体上分为“自上而下”(Top-down)与“自下而上”(Bottom-up)两类投资方法。“自上而下”的投资是在选择股票时,先宏观,再中观,再到微观的依次进行考虑的投资过程。在宏观的层面上,投资者首先考察影响资本市场的各类因素,预测股票市场与其他投资市场的收益变化,然后决定进出股票市场的时机。决定进入股市后,在中观的层面上,投资者通过分析各细分市场的收益风险情况,选择有利的投资行业。在细分市场中,投资者还要在更微观的层面上选择个别股票作为投资对

象。“自下而上”的投资以直接选择有吸引力的个股为重点,而不过分关心股市大势、行业特征、细分市场的情况变化。

股票投资策略还可分为积极投资策略和消极投资策略两大类。当然,积极与消极之间并不存在绝对的分界岭。通常的情况是扬长避短,即在擅长的领域采取积极策略,在不擅长的领域采取消极策略。因此在绝对积极与消极之间,存在一积极和消极相互交织的股票投资策略的连续体。通常在考虑投资策略时,要进行选择的领域也有三个层面:(1)选择进出股票市场的时机;(2)选择细分市场即行业或投资风格;(3)选择个股。在每一个层面上,都可采取积极策略、消极策略、混合策略等三种策略。

选择进出股票市场的时机,实际上就是资产配置策略探讨的内容。当股票市场的相对吸引力发生变化时,投资者通常会改变资产配置状态,譬如增加对股票的投资,减少对债券的投资;或者减少股票的持仓量,而更多地持有现金等等。如上所述,资产配置策略实际上可以分为三种:最积极的是系统化的资产配置;最消极的是购买持有策略;介于两者之间的是固定比例策略、组合保险策略等。

选择细分市场或投资风格也有三种策略:(1)最消极的是不进行选择,即构造指数基金,购买整个市场。这一策略的理论依据是有效市场假说,因为在市场有效的前提下,最优的资产组合是市场组合。(2)比较积极的策略是选择并保持某一种投资风格,如只投资于价值股、成长股、小盘股、高新科技产业股等股票中的一种或多种。基金业发展要求基金经理形成独特而且明确的投资风格。这一方面是为了更方便地评估基金

经理的投资业绩,二是为了方便基金发起人根据形势变化在不同的基金经理之间配置资金。(3)在细分市场方面最积极的策略是在不同的投资风格之间进行转换。这要么是要求同一基金经理能进行不同风格的投资,要么是要求同一基金管理公司拥有不同投资风格的基金经理,通过不同经理所管理的金额,来改变整个公司的投资风格,以充分利用环境变化所蕴藏的机会。

选择个股也有积极与消极之分。(1)最消极的策略是在每个细分市场上不刻意选择某些个股,而是构造所选细分市场的指数基金,如跟踪小盘股的指数;(2)最积极的策略是对最富收益潜力的个股的积极选择与转换;(3)介于积极与消极之间的一种策略是购买并长期持有某些个股。另一种策略是同时在几个细分市场上投资,但在某些细分市场上进行积极的个股选择,在另一些细分市场上构造指数基金,这种策略相对于整个股票市场而言,除了在一些有吸引力或者擅长的细分市场上实行积极的投资外,还在剩余的领域构建指数。这样,在形势有利时,基金管理者可以从积极投资的领域获取超过整个市场的利益;在形势不利时,通过剩余领域的指数对整个市场相关领域的有效跟踪,基金管理者的业绩也不会偏离大势太多。

一个基金管理者在构思其股票总体投资策略时,可能在选择进出股市的时机的层面上实行消极策略,在选择投资风格的层面实行最积极的风格轮换,而在选择个股的层面进行消极的指数跟踪;另一个基金管理者在构思其股票总体投资策略时,则可能在选择进出股市的时机的层面实行积极策略,

在选择投资风格的层面实行最积极的风格轮换,而在选择个股方面采取积极与消极相结合的策略。由于上述三个层面都有三种可能的策略,因此,依积极与消极的程度不同,股票投资策略可以有 27 种。

第 2 节 股票投资风格

一、市场细分与投资风格

一般划分市场有多种标准。这些标准可以分为“自上而下”和“自下而上”两大类型。“自上而下”的方法,主要是按行业特征来划分股票类型。这样,可以把投票从大体上分成长型股票、周期型股票、稳定型股票与能源型股票。成长型股票是公司的预期收益增长率要高于一般公司的股票,如电子类公司、办公设备公司、医药供应公司的股票均属于成长型股票。周期型的股票是公司的收益对经济周期特别敏感的股票,在经济衰退时,这些公司的收益要比其他公司下降得更快;在经济高涨时,这些公司的收益也要比其他公司上升得更快。如金属类公司、机械公司、建筑业公司和一般的工业公司的股票均属于这类。稳定型股票是公司的收益对经济周期不敏感的股票,在经济发展期间比一般公司上升得慢。这些公司的盈利受通货膨胀的负面影响最大,但在通货膨胀放慢或是没有通货膨胀的时候,其盈利状况最好,这类股票的代表是如公用事

业、食品和饮料业、零售业、银行和保险等金融公司的股票。能源型股票是公司的收益虽受经济周期的影响,但受能源价格变化的影响更大的股票,其代表有煤业公司、原油公司。

“自下而上”的方法以单个公司的内在特征为分类标准。譬如按公司规模来分,股票可以分为大盘股、小盘股;按成长性与价格特征来分,股票可分为成长股、价值股;按系统风险的大小来分,股票可分为高 β 股、低 β 股,等等。表 11-1 列出了一些常见的分类。对这些不同的细分市场上某类股票的投资偏好,就构成不同的投资策略与投资风格。

表 11-1 一些常见的“自下而上”的细分类型

类 型	标 准
大盘股、小盘股	市值、销售收入、总资产
价值股、成长股	成长性、股票价格
高 β 股、低 β 股	β 值
高杠杆股、低杠杆股	负债比率
高质量股、低质量股	盈利能力、财务稳健性、管理水平
长持续期股、短持续期股	股息水平

不同的投资风格之间一般没有绝对的优劣之分。随着经济形势和外部环境的变化,不同投资风格相对收益会发生转变。一段时间有利的投资风格,在另一段时间会变得不利;而一段时间不利的投资风格,在另一段时间会变得有利。因此,坚持一种投资风格与随时变化在不同的投资风格之间进行转

换比较起来,在投资业绩上肯定会有差别。有研究表明,在1980年至1984年的15年间,威尔士5000(Wilshire 5000)指数的年复合收益率为13.98%;但如果在大盘股增长投资、小盘股价值投资、大盘股增长投资、小盘股增长投资等四种投资风格之间进行适当的转换,收益率将达到29.67%。相反,即使基金管理者能很好地坚持其投资风格,在选择个股方面做得非常出色,但倘若其投资风格“不合时宜”,或者不能进行适当的风格转换,其投资成绩也很可能会落后于大势。因而,在股票投资中,在不同的投资策略之间进行风格转换,将对投资业绩产生重大影响,毕竟基金管理公司的最终目的是为了基金投资者在承担一定风险的情况下,尽可能获得较高的回报。例如在科技股受到追捧之后,那些没有及时放弃高增长投资策略的基金损失惨重,从中我们可以看出转换投资风格的重要性。

二、投资风格

股票市场可以划分许多细分市场。同一细分市场中的股票具有相似的性质,在价格和收益变化上有着相似的表现。随着经济的波动,不同的细分市场中的股票,在收益上表现不一样。如果投资者专注投资某细分市场,他就会形成自己的投资风格。1992年,夏普(Sharpe)研究了一些基金的业绩后发现,基金组合收益的97%取决于其股票投资风格,只有3%来自于对个股的选择。这一发现激起了人们更深入地研究投资风格的兴趣,引起了人们对如何管理资产组合的重新思考。投资

风格不同,投资收益就会不同,基金的投资业绩很大程度上取决于其投资风格,这一发现本身就与夏普的 CAPM 模型及其有效市场假设矛盾。因为如果市场有效,各类信息会在瞬间反映到资产价格上,收益趋于平均化,每种投资风格的收益都会相同。而且,在资本资产定价模型中,投资收益只与系统风险有关,并不受投资风格的影响。因此,不同的投资风格产生不同的投资收益说明了市场存在定价上的无效。

目前,基金管理方面,越来越开始注重于投资风格的转换。这对传统的基金管理方式提出了挑战。在组织设置方面,单一投资风格的基金管理人已越来越多地感受到了其投资风格可能“不合时宜”的风险。因为如果环境对其投资风格不利,基金管理人所管理的资产份额不仅不会增加,反而会面临双重缩水(市场价值的减少与基金份额被投资者赎回)。所以,多投资策略的基金管理公司,会更适应竞争日趋激烈与复杂多变的基金业发展的环境。投资策略与投资风格的变换对单个基金管理人也是一大挑战。因为目前的趋势是要求基金经理培养并保持其独特的投资风格和策略,而且要精通几种投资策略和形成几种投资风格,对一个人来说也不是一件容易的事。解决这一难题的较好的方法是,基金管理公司要转换投资策略和风格,只需调整各基金经理所管理的资产的比例就行。随着基金业的发展,基金管理公司不断地发掘出更有投资潜质的细分市场,设计新的投资策略与投资风格,向基金计划发起人和基金购买者,提供代表不同投资策略与投资风格的基金产品供他们选购,这样就产生了基金家族。同一基金家族内的基金投资风格千差万别,即使投资者的偏好发生了转变,希

望转换基金时,也可以在同一基金家族内找到符合需要的基金,这样共同基金公司就不会因此而丧失客户或流失资产。事实上目前美国基金业通过内部增长、扩张和兼并,形成了资产规模巨大的几大基金家族,规模排在前十位的共同基金公司控制了80%的共同基金资产,其中的重要原因正是为了吸引更多投资者和利用转换投资风格带来的效益。

三、投资风格类型

在对股票进行了市场细分以后结合每种细分方法可以相应产生不同的投资风格;这里我们介绍增长投资与价值投资策略、大盘股和小盘股策略、绩优股票和绩差股票以及高 β 股票与低 β 股票的投资。

1. 增长投资与价值投资策略

判断股票是增长型还是价值型的比较常用的标准有:对于价值型股票,一般以低P/E(市盈率)、低P/B(价格与账面价值的比率)、低P/S(价格与销售收入的比率)、低P/CF(价格与现金流的比率)、较大的用股利贴现模型(DDM)估测出来的价值与价格的差额或高BV/MV(账面价值与市场价值比率)为评判标准;对增长型股票,一般以较高的预期收益增长率、较高的P/E(市盈率)、较低BV/MV(账面价值与市场价值比率)为评判标准。

(1) 增长投资策略。

增长投资策略是投资于收益增长超过平均水平的增长型股票的投资策略。这种股票之所以有吸引力,是因为超常的收

益增长不仅能支持股息的增长,还能使股票的持有者赢得很强的资本升值潜力。增长投资主要是投资于那些公司预期前景光明、正开始或者已经受投资大众追捧的股票。由于市场对它们的乐观预期,这些股票的价格通常都已开始上涨,有的甚至已高于其内的价值。增长投资之所以能够获利,是因为人们通常都会对具有光明前景、能保持持续增长的股票支付较高的价格。但如果增长型公司的前景开始变得不那么光明,或者不能保持大众所期望的持续快速增长,其股票价格就会迅速下降。因此,增长投资成功的关键是先于投资大众找到有增长潜力的股票,并且先于投资大众在公司境况发生负面转变前将股票售出。

增长投资策略有很多形式,其中根据对购买时机的不同把握,可分为合理价格的增长投资策略(Growth At Reasonable Price, GARP)和惯性投资策略(Momentum Investing)。

合理价格的增长投资策略进入的时机较早。它既考虑收益的增长,也考虑价格的高低。它希望在发现股票收益有增长潜力时,其价格还没有发生大的上升,即市场还没有对其收益增长潜力做出足够的反映。它通常采用 PEG(PE 为价格收益乘数,即市盈率;G 为收益增长率;PEG 即市盈率与增长率的比率,但这里的增长率是预期增长率,而且在计算 PEG 值的时候是采用预期增长率乘以 100,即增长率为 12%时,用市盈率除以 12 得出 PEG)作为判断是否进入的标准。PEG 较低的股票是比较理想的投资对象;PEG 较高则表明虽有好的增长,但价格已经充分反映了增长潜力,价格的上升空间已经不大了。采用这种策略的许多投资者,只有在股票的 PEG 指标

低于 1 的情况下才会介入。

采用合理价格的增长投资策略应该牢记的三点是：

- ①该策略结合了价值型投资和增长型投资理念；
- ②应该避免那些股价处于极端情况的股票，即不要去碰那些价格已经飞涨的股票和股价被深度低估的股票；
- ③应该遵循 PEG 指标低于 1 的原则。

由于该策略集中了价值型和增长型投资理念，因此在实际应用中难度很大。稍有不慎就会选择了那些表现非常平庸的股票，结果不能实现预期的收益。而且该策略的投资绩效往往受到市场条件的影响。如在 2000 年 4~5 月份时期，美国投资者对科技股大肆追捧，结果那些传统绩优股即使基本经营情况仍非常好，持续保持盈利增长，其价格也难以有所表现。

惯性投资策略通常假设股价和公司的盈余的增长就像惯性运动。如果没有额外的外力作用，收益增长的惯性运动不会停止。即使有负面的外力作用，由于惯性的存在，股价和盈余的增长势头也不会立即停止，一般还会比大众预期的持续更长的时间。同样的道理，一旦负面的外力发生了作用，收益的运动又会获得新的惯性，负面外力的影响也会持续比一般的预期更长的时间。因此，惯性投资策略努力发掘有超常价格和盈利增长的股票，即使这些股票的收益增长潜力已经被大众所认识，其价格已经有了较大的上涨，它也进行投资，因为它认为这一增长势头在惯性的作用下，还会比大众预期的持续更长时间，价格还会上涨。所以惯性投资策略偏好那些价格虽然已经高涨，但人们对它的增长预期依然显得保守的股票。同时，在允许卖空的市场中，对持续出现盈利或价格下跌的股

票,可以采取卖空策略,快进快出赚取高卖低买的收益。惯性投资策略认为不论公司的某一条利好消息和利空消息的出现都不是独立的,往往会伴随着更多相同性质消息的出现。比如在朗讯公司公布盈利情况预警之后,随后接连又公布了几次预警,结果其股价从70美元一路下跌到13美元。除了关注公司的股价和盈利情况变动以外,惯性投资理论往往发掘那些经营情况正在发生改善的公司,如公司改变经营策略或经营范围。

在实施惯性投资策略的过程中,通常参考如下因素来发掘投资对象:

①盈利增长率。即当公司的盈利比历史情况出现更快的上涨。

②出乎意料的盈利增长。即公司的盈利比分析家们预测的要更好。

③分析家的对公司预测的调整。即分析家们调高对公司的盈利预期。

④整体实力。即公司的股价上涨速度快于整体市场走势。

比较而言,合理价格的增长投资策略进入较早,其优点是收益增长潜力还未被大众认识,价格还没有明显上涨;其缺点是必须冒一个风险,即这一未被大众认识的潜力是否蕴藏着真正的增长?惯性投资策略进入较晚,其优点是通常较晚的进入时机,消除了判断是否蕴藏着真正的增长上的风险,但同时必须承担另一个风险,一旦公司的盈利出现下跌或未能达到投资者的预期,许多投资者会竞相抛出该股,股价的下跌速度会极快的。因此,而惯性投资策略的关键是把握正确的退

出时机,当公司的基本面发生根本性、永久性的损害,管理机构不力,或者价格发生疯涨时及时退出。当然,这种敏感的自我保护也可能是反应过敏。当公司只是暂时隐入困境时,投资者就会错过进一步享受增长的很好机会。因而惯性投资者往往需要具有明辨真伪、灵活机动的素质和当机立断的魄力。所以,惯性投资策略对公司基本面的负面变化非常敏感,稍有风吹草动就会做出反应。相对而言,正确把握退出时机对合理价格的增长投资策略来说就没有如此重要。合理价格的增长投资策略的关键是把握正确的进入时机,在形势不明朗时选中真正的增长型股票。只要选对了股票,由于进入早,在退出之前已经享受到了很长一段收益带来的好处,退出的早晚就显得关系不大。因此和惯性投资策略不同,合理价格的增长投资者通常没有必要对风吹草动反应过敏。相反,人们经常听到他们后悔退出太早,以至于与长线增长股擦肩而过。因此,如果说惯性投资策略主要担心可能退出太晚的话,那么合理价格的增长投资策略主要担心的就是退出太早。

惯性投资策略进入晚,而宁愿退出早,属于短线操作,其中的蕴含的风险较大。合理价格的增长投资策略进入早,而宁愿退出晚,在较长的时间内,赚取较长的一段增长带来的价格上升空间,惯性投资策略交易多,交易快,周转快,薄利多交;合理价格的投资策略交易少,交易慢,周转慢,厚利少交。在决策都非常准确、市场效率很高的情况下,这两种策略之间很难分出优劣。但由于在现实中决策不可能都非常准确,决策越多,时间越紧,决策越可能出错;而且市场运作效率也不是很高,由于交易费用与税负的存在,交易越多,费用越大,所以在

现实中,合理价格的增长投资策略可能就会优于惯性投资策略了。实证研究也表明,低 PEG 的股票往往能比高 PEG 的股票提供更高的报酬率。

增长投资策略要获得成功应该遵循如下的原则:

①收益增长率与价位并重。有效的增长投资策略应该既重视收益增长,又重视股票价格。许多有超常收益增长的股票往往早已受到了人们的追捧,其价格早已涨够,甚至于超过了其内在价值。对于这样的股票如果只看到其超常增长,看不到其过高的价格而贸然投资的话,其最终报酬不仅会低于其他增长型股票,还会低于整个大势。那些有很好的增长潜力而又被大众忽视的股票,其价格一般较低,由于“被忽视效应”的存在(人们对被忽视、不熟悉对象往往觉得风险大,需要很大的风险报偿;对于熟悉的对象如名牌,人们往往又愿意支付过高的价格),通常能提供很好的收益报偿。所以有效的增长投资策略应注重发掘以下四类股票:a. 有着很好的增长潜力,但还未引起大众注意,价格还未明显上涨的股票;b. 实际的增长前景比市场普遍的预期要高的股票;c. 虽然遇到短暂的挫折,价格陡然下落,但并未触及根本,增长前景依然光明的股票;d. 有增长潜力的价值型股票。

②定性分析更为重要。有效的增长投资策略既重收益增长,又重价位高低,因此增长预测与价位判断是增长投资策略的重要内容。增长预测主要预测股票收益增长率的高低与增长持续期的长短。持续的收益增长来自于幸运与能力的结合,两者缺一不可。这里面有两种情形:一是既有幸运,也有能力;二是幸运来自于能力。幸运主要是指公司要处于一个好的行

业当中。一个新兴的、高速成长的行业,是公司收益持续增长“沃土”,它能为公司的产品或服务提供广阔的需求,能使销售持续增长,并提供较宽的盈利空间。只有由此产生的增长才可能持久,其他靠抬价格、削减开支、资产运作、改变账目等方法得到的增长都难以持久。有能力主要是指公司在行业中具有较强的竞争优势,即相对于竞争对手、替代品供应者、入侵者、供应者、顾客等五种作用力具有竞争优势。其中比较重要的有:公司是否具有较强的新产品开发能力、销售能力、成本控制能力、科学的发展规划能力,公司的管理阶层是否富有长远的战略眼光,是否正直、诚实,是否为公司的发展鞠躬尽瘁。公司员工是否精诚团结、斗志昂扬、富有团队精神。要准确预测公司收益的增长前景,就必须比较全面、准确地把握上述的诸多方面。而把握这些情况,并非通过分析各类财务报表,进行定量方面的研究所能达到,必须进行调查研究,通过调查公司管理者、员工、竞争对手、顾问等对象,才能掌握情况,在个性化的分析后,才有所结论。

③综合运用 PEG 指标选择增长型股票。传统的判断价位高低的方法存在许多缺陷。比如运用 P/E(市盈率)、P/B(价格与账面价值的比率)、P/CF(价格与现金流的比率)评判股价的高低只是考虑了过去和现在,而未考虑将来的成长潜力,不适合于评判成长型股票的价位。最理想的评判方法是运用 DDM(红利贴现模型)估测出内在价值,再将它与价格比较。但这种方法实用性差。比较简便而且有效的方法是将 PEG(市盈率与收益增长率比率)进行纵横比较。其中,横向比较包括两类比较:一类是比较单支股票的 PEG 与整个增长型股票

的平均 PEG, 做出其相对值随时间变化的曲线。假如其相对值偏低, 则表明这支股票的增长潜力还没有被大众充分认识, 价格偏低。另一类是比较增长型股票的平均 PEG 与整个市场的平均 PEG, 做出其相对值随时间变化的曲线, 其中整个市场的平均 PEG 可以用某个具有代表性的股指的 PEG 来代替。如果目前的相对值偏低, 则表明市场对整个增长型股票的估价偏低, 增长型股票整体上有价格上升的潜力。纵向比较是做出市场平均 PEG 随时间变化的曲线, 通过比较各历史阶段的 PEG 来判断整个市场的价格是否被低估。通过综合判断, 如果发现价格偏低, 就可以考虑购买; 反之, 就不要购买, 考虑卖出。当然, 比较 PEG 的方法也是有缺陷的。它没有综合考虑收益增长的持续时间的长短和收益增长率的可能变化。可行的方法是将 PEG 中的 G 换成连续几年的平均 G, 或者根据增长的未来持续变化将 G 进行一些调整。

评判价位的高低是比较价值与价格。增长型股票的价值很大程度上取决于其增长性。因而评判股票收益增长的含金量是评判价位中的重要一环。由于公司管理层有操纵收益增长的动机, 投资者必须区分出管理层操纵收益的可能性, 估计出收益增长中可能包含的水分。投资者可以通过分析公司经营和财务状况, 来判断其收益增长的真实性和可持续性。如果公司的收益增长有很大一部分是来自于应收账款、存货的增长, 而现金流量却未发生相应增长的话, 公司收益的增长的真实性就很值得怀疑。

(2) 价值投资。

价值投资主要是投资于那些相对于其盈利能力和账面价

值来看股价被低估的股票。价值投资的重要特征是着眼于股票的内在价值,不受市场潮流和大众共识的影响。价值型股票的价格往往低于公司资产价值或根据未来收益贴现得到的理论价值,而且公司往往一贯具有优良的历史盈利和销售额记录。如果以后的事实证明投资大众的共识是错误的,或者受冷落的公司境况发生好转,原来的“便宜货”就会价格大涨,价值投资者就会获取超常报偿。因此,价值投资的关键是找到价值真正高于价格的股票,并且准确地把握市场共识发生转变时机。在整体股市处于熊市的情况下价值型股票的相对走势要优于其他类型的股票,所以又叫防御型股票。但是该策略投资的是价值被低估的股票而不是廉价的股票,如果股票非常便宜这可能是由于其基本状况糟糕引起的,因此采用价值投资应该注意分清低估与廉价股票。为了防止错误地购入由于基本状况发生了改变而受到抛弃的股票,可以运用 PEG 比率,只有该指标低于 1 时,才可以买入。有的价值型股票需要很长的时间其价值才能够得到市场的认可,因此运用这种策略往往需要有很强的耐心。

著名的股票投资家巴菲特是价值投资者的最杰出代表,他采用价值投资策略使其公司 Berkshire Hathaway 从最初每股 12 美元上升到 1999 年的 80 美元。

(3) 价值投资与增长投资之间的转换。

由于价值类股票和增长类股票相对业绩随环境的变化而变化,因而要跟随环境的变化相应转换价值投资和增长投资风格。当上市公司比较普遍地呈现出盈利增长时,价值型股票的业绩会更好。在此阶段,公司的增长率越高、越稳定,增长类

股票的价值较少被高估,导致其业绩比较低下,投资者应转向价值投资;在只有少数上市公司呈现盈利增长,而大部分公司的盈利出现下降并保持一直下降的势头时期内,增长投资的业绩会优于价值投资的业绩。

根据上述规律,在实践中投资者可以通过考察一系列因素,预测投资风格之间的相对业绩变化,从而有效地转换投资风格的。其中主要参考的因素包括收益增长的预期、通货膨胀、利率、收益率和股息支付率。

首先,投资者可以进行对未来收益增长的预期。如果对收益增长持悲观态度,投资者应转向增长投资;如果对收益增长持乐观态度,投资者应转向价值投资。

其次,投资者应考察通货膨胀的变化。当通货膨胀加速时,名义收益增长一般会迅速增加,原来陷入困境的公司也容易摆脱困境,因此投资者应转向价值投资。另外,在通货膨胀加速时,投资者会希望尽快地回收投资和追求短期收益,以充分利用名义收益率增加了的机会,由于价值投资一般比价值投资更偏好于获取更高的股利,所以尽早转换到价值投资的风格上来会比较有利。当通货紧缩时,投资者一般应转向增长投资。

利率水平对价值投资与增长投资相对业绩的影响与股票的持续期(Duration)有关。股票的持续期是最近才从债券分析中引入的一个概念。和债券的持续期一样,股票的持续期也表示股票价格对利率变化的敏感程度。持续期越长,股价对利率变化越敏感。典型的价值投资偏重于对低 P/E、低 P/B 股票的投资,这些股票一般支付股利;而增长投资一般更偏好于

有长期增长潜力的股票,这些股票一般很少支付股利。因此增长型股票一般比价值型具有更长的持续期,它更易受利率上升的影响,价格更易在利率上升时产生更大的下跌,而在利率下降时价格上涨幅度要更大一些。另外利率一般是在经济高涨时上升,这时公司破产的风险减小,更侧重于投资于陷入困境公司的价值投资,会比其他时间更容易获利。因此在利率水平上升时,价值投资风格会更有利。反之,在利率水平下降时,增长型投资策略则更具吸引力。

又次,投资者应考察债券收益率曲线斜率的变化。收益率曲线斜率的变化,能较准确地预示未来经济增长的变化。如果收益率曲线发生反转,即短期债券收益率高于长期债券收益率,这要么是货币当局为了抑制经济过热,而提高了短期利率;要么是投资大众预测到经济会衰退,而担心未来的利率会下降,结果更多地购买目前的长期债券,从而使长期债券的价格上升,收益率下降,但其结果都预示着经济增长会减慢。这时增长投资会变得有利。如果短期债券收益率低于长期债券收益率,这可能是货币当局为了刺激经济增长,而降低了短期利率,要么是投资者担心未来的经济增长势头太迅猛,利率会在贷款需求上升的压力下升高,结果售出长期债券,购买短期债券,从而使长期债券的价格下降,收益率上升,而相反推动短期债券的价格上升,收益率下降,不论原因如何,这种收益率的期限结构都预示着经济增长会加速,这时价值投资会变得有利。下表总结了增长类/价值类股票业绩和收益率曲线斜率之间的相互关系。

表 11—2 增长类/价值类股票业绩和收益率曲线斜率之间的相互关系

收益曲线	相对业绩表现	原因
平缓到转折	增长类股票优先	经济发展受到阻碍
转折到平缓	增长类股票优先	经济过于紧缩
平缓到陡峭	价值类股票优先	刺激经济
陡峭到平缓	价值类股票优先	过于宽松的经济环境

最后,投资者也可以注意股利支付率的变化。由于市场对股利变化非常敏感,上市公司一般不会轻易增加或削减股利,所以相对于公司的收益而言,股利的支付一般比较稳定,因而股利支付率的变化通常与公司收益的变化成负相关关系,即股利支付率上升通常是因为收益下降,股利支付率下降通常是因为收益上升。另外,股利支付率上升也很可能表明公司管理者不看好绩优公司未来的收益前景,因而不愿意将收益进行再投资。因此,当股利支付率普遍上升时,投资者一般应转向增长投资;反之,投资者一般应转向价值投资。

增长投资策略注重于公司股票收益的增长潜力,而价值投资策略注重于股票价值与价格的比较。因此,增长投资策略在分析公司股票时侧重分析公司的特质,着眼于未来。它主要通过分析公司所处的行业前景、公司的竞争优势地位、公司的经营管理水平、产品开发能力等许多定性而难以量化的方面,来对公司的未来进行主观的判断。这些方面都是一些比较“虚”的东西,增长投资策略就是要努力寻找出它们由“虚”变“实”的可能性。由于主观判断难免会有偏差,一些好像前景黯

然的公司常使人产生过于悲观的估计；而一些“极富想像空间”的公司又为泡沫的产生提供了可能。价值投资策略在分析公司股票时，侧重于分析公司的资产价值、负债水平、偿债能力、收益状况等一些定量的财务指标，来对公司的价值进行比较客观的判断。这些指标一般都属于比较“实”的东西。

增长投资策略一般在股票收益呈现很好的增长潜力时购买股票，并希望在最高点时将股票抛出，但它一般难以区分“收益开始下降”阶段是真的下降还是短暂下降。价值投资策略在公司境况不好，价格有可能跌破价值时，开始对公司股票产生兴趣，希望在最低点时购买股票，但它一般难以明确什么时候是最低点。同时，价值投资策略在股价上升、安全边际消失或不再足够大时，将股票售出。有利的投资一般都具有两个特点：①需要以正的收益增长来作为促使价格上升的重要动力；②重视买卖价格，努力做到低买高卖。要做到低买高卖通常需要逆向操作：对于价值投资来说，主要是在买时实行逆大众操作，即在大家都不敢买时的最低点处购买，同时避免买得太早；对于增长投资来说，主要是在卖时实行逆大家都抢着买时的最高点卖出，同时避免卖得太迟。

2. 绩优与绩差公司的投资

绩优公司与绩差公司是指质地较好与质地较差的公司。评判公司质量好坏的标准，一般是最近5年（或10年）公司收益和股利的稳定性和增长率的高低。以此为标准，通常可把公司按品质由高至低分成A+、A、A-、B+、B、B-、C、D等级别。

在投资领域长期有意无意地存在着一种误解：绩优公司

的股票一定能够实现较高的回报。事实上由于大众对绩优公司股票的追捧,绩优公司的高质量与美好的前景已经充分地反映到了其过高的股价当中,投资于绩优公司的股票,却不一定能比投资于绩差公司的股票获得更高的收益。事实证明,从长期来看,投资于绩差公司的股票往往比投资于绩优公司的股票更有利。

表 11—3 列出了 1986 年 2 月至 1994 年 2 月美国不同质地的公司股票的月平均收益率与风险。风险用标准差和出现负收益的百分比两种方式表示。如表所示,被评级为 C/D 的质地量差的公司,其股票收益率是 A+ 公司股票收益率的两倍多,而两者以出现负收益的可能性表示的风险之间,却没有太大差别。投资于绩差公司的股票,从长期来看不仅更有利,而且能获得经风险调整后的更高收益。

表 11—3 美国不同质地公司股票的月平均收益率与风险 单位: %

质量级别	平均收益率	标准差	负收益的百分比
A+	9.57	14.83	23.2
A	8.83	13.00	24.4
A-	10.59	12.46	20.9
B+	10.43	17.03	27.9
B	13.91	16.71	22.1
B-	12.29	17.48	25.6
C/D	19.28	27.66	25.6

资料来源: Merrill Lynch Quantitative Analysis.

投资于绩差公司的股票为什么能获得更好的收益? 这是否由于“小公司效应”起了作用? 因为统计表明, 通常公司规模

越大评级越高,规模越小评级越低,但进一步研究表明,绩差公司的股票的高收益并非由“小公司效应”引起,因为不同规格的公司中,都出现了绩差公司股票收益偏高的现象(如表 11-4 所示)。

表 11-4 1933 年美国不同规格、不同质地的 S&P 公司股票的收益率
单位: %

股票市值(百万 \$)	A+	A	A-	B+	B	B-	C/D
≥3 383	-4.2	7.1	14.0	16.9	34.0	26.6	28.2
1 350~3 383	1.4	0.0	0.5	19.3	25.4	32.1	45.9
666~1 350	-1.6	-4.6	2.5	13.5	28.1	21.0	39.9
255~666	19.4	2.0	13.6	4.5	17.0	39.0	33.6
<255	-	-6.3	6.0	7.8	12.1	12.0	20.9

资料来源: Merrill Lynch Quantitative Analysis.

绩差公司的股票收益偏高与其风险相对较高有关系,因为较高的风险理应得到较高的收益,但经风险调整绩差公司股票的收益依然偏高,这很可能是由以下几个原因引起的:

①绩差公司易受分析人员忽视。一般知名的绩优公司会受到分析人员的广泛关注。而绩差公司则易遭忽视(如表 11-5 所示)。这样人们由于对绩差公司缺乏足够的了解而不敢对绩差公司股票进行投资,但同时又出现对绩优公司的股票过度投资的现象。从而绩优公司的股票价格会被市场高估,收益变得相对较低;绩差公司的股票价格会被市场低估,收益变得相对较高;

②绩差公司股票缺乏流动性。许多投资者都习惯于对投资对象的流动性提出要求,基金管理公司等许多机构投资者不准投资于绩差公司股票,而只能投资于某一级别以上公司

股票的限制。这样也会出现市场对绩优公司股票投资过多,而对绩差公司股票投资过少的现象。结果使绩差公司股票收益偏高;③基金经理有一种不敢投资于绩差公司股票的倾向,如果基金经理因为投资于绩优公司的股票而导致失败,那么传统的观点会认为这纯属意外,情有可原;但如果基金经理由于投资于绩差公司的股票招致失败,极可能被认为水平太差,连该公司明显业绩很差的事实都看不到,或者过于冒险,不够谨慎,从而更可能会被基金计划发起人解雇。正因为如此,基金管理人宁可甘愿投资业绩的平庸,而不去冒险投资于绩差公司的股票,而给敢于投资于绩差公司股票的投资者制造了一个获取更高收益的机会。

表 11—5 市场对不同质地的公司关注程度

(以分析人中的平均人数衡量)

公司级别	平均分析人员的数量
A+	21
A	16
A-	16
B+	13
B	12
B-	9
C	9
D	2

资料来源: Merrill Lynch Quantitative Analysis.

当然,投资于绩差公司股票并非总能获得比投资于绩优公司股票更高的收益,两者的投资业绩也会随着环境的变化

而产生活动。一般而言,当经济形势高涨、公司盈利增长普遍加速时,绩差公司发生破产的可能性减小,其境况发生好转的可能性增加,投资于绩差公司的股票会变得更有利;当经济衰退、公司收益减少时,投资者会降低投资风险,而寻求更安全的投资,从而开始更多地投资于绩优公司的股票,绩优公司股票收益会增加。因此,由于上面的分析可知,当收益增长加快、通货膨胀加速、利率水平上升、收益率曲线变陡时,投资风格一般应转向对绩差公司股票的投资;反之,投资应转向对绩优公司股票的投资。

3. 大盘股与小盘股的投资

划分大盘股与小盘股一般以流通股份、股票市值、销售额、总资产等为标准,通过大盘股与小盘股业绩比较研究,人们发现,从长期来看小盘股的业绩要优于大盘股的业绩。但从短期来看,两者之间的相对业绩也随时间和环境的变化而产生波动。

小盘股长期业绩较优的现象与绩差公司股票业绩较优的现象有着相似的原因,它们都受到分析人员的忽视并且流动性较低。另外,法马(Fama)、法兰奇(Frech)等人1993年的研究表明,“小盘股效应”很可能是由小盘价值股引起。小盘股可分为小盘价值股与小盘增长股。他们研究了在纽约股票交易所(NYSE)交易的小盘股(主要是小盘价值股)与在全证券商自动报价系统(NASDAQ)交易的小盘股(主要是小盘增长股)的业绩,结果发现NYSE的小盘股的收益远远超过NASDAQ的小盘股收益。

由于小盘股的业绩与价值型股票,绩差公司股票的业绩之间有内在的联系,因而前面影响价值型股票与绩差公司股票的业绩的因素也对小盘股的业绩有相似的影响。当名义收益增长加速时,小盘股的收益倾向于超过大盘股的收益。普拉德夫曼(Pradhuman)与伯恩斯坦(Bernstein)的研究也证实当工业产值增加、通货膨胀加速、债券等级利差缩小、经济高涨时,投资者应转向小盘股投资。

4. 高 β 股票与低 β 股票投资

β 是单支股票或投资组合系统风险的一种度量指标。研究表明,小盘股、高增长股票、支付高股利的股票、绩差公司的股票、新兴产业和波动性较大行业的公司股票一般具有较大的 β 值。根据资本资产定价模型理论,投资于高 β 值的股票,由于承担较高风险应能获得较高的收益。但实践中并非完全如此。比如在90年代的大部分时间里,美国低 β 值的股票比高 β 值的股票有更好的表现。因此,根据 β 而采取投资策略,也应该结合经济和市场环境的变化而相应调整投资风格。一般而言,当经济向好、通货膨胀加速、名义收益增长加快时,证券市场线会变陡,基金管理者应转向对高 β 股票的投资;反之,应投资于低 β 值的股票。

根据市场走势的判断可以相应选择通过改变提高组合中持有的股票来改变整个组合的 β 值。在大势走强时,通常可以通过购入高 β 的股票来增加获利可能性,而在大势看淡时,相应地转换成低 β 值股票,这样就可以使市场行情下跌时投资

组合的损失小于市场指数的跌幅。

同时通过运用 β 值可以计算出,利用期货指数进行套期保值所需期货合约的数量,以及计算单支股票或投资组合经风险调整的收益情况,从而更好地评价投资绩效。可见 β 值是股票投资中一个非常重要的指标。

第 3 篇

共同基金相关问题

第 12 章 基金销售渠道分析

共同基金行业的重要特色之一是它对金融和市场环境复杂的变化具有敏锐的反应能力。由于共同基金为了适应投资者的需要,一直在不断地进行自我调整,扩大产品组合、服务、定价结构和分销方法,共同基金在金融机构中的地位日益提升。目前,基金业在整个金融行业中已处于领先地位,而对市场需求的积极反映是其成功的一个非常重要的决定因素。近年来,分销渠道的创新对共同基金业的发展起到了重要的作用。原来,各类金融机构只提供自己的产品:银行和储蓄机构提供支票和存款账户,证券公司提供股票和债券交易服务,而保险公司则提供各类保险产品。但近几年来,金融业出现了业务交叉、混业经营的现象。如今,金融机构出售的金融产品品种非常广泛。目前共同基金主要通过六大渠道来进行分销:全方位服务经纪商、折扣经纪商、保险代理、财务策划公司、银行和由共同基金公司直销。

随着基金分销渠道数量的增加、方便性的增强以及共同基金数量的激增,如今的投资者可以从众多投资机会中进行选择。由于投资者购买基金的途径是共同基金营销的重要组成部分,所以共同基金公司必须了解分销渠道在投资者基金申购行为中所发挥的作用,尤其要掌握分销渠道的演变进程。投资者如何选择基金、他们在基金申购过程中所得到的信息

和建议以及在基金分销地点所得到的服务对于基金业的成功至关重要。

研究表明基金的分销渠道在建立和维持客户关系中起着重要作用。它是顾客和基金之间的联系纽带。通过对美国基金投资者的渠道使用情况进行调查和分析,我们得出如下结论:

(1)投资者利用多种渠道购买共同基金,其中包括全方位服务经纪商、折扣经纪商、保险代理、财务策划公司、银行和由共同基金公司的直销渠道。但是这些渠道的使用频率是不同的。其中一半以上的受调查者从全方位服务的经纪商购买基金,另外还有一半以上的受调查者是通过直销渠道来申购共同基金。而只有不到 20%的受访者从其他分销渠道购买基金。可见通过加强宣传和促销活动,这些分销渠道可以使投资者认识到通过它们也可以购买到共同基金,从而增强自己的基金分销额和收取的佣金。

(2)投资者并不一定利用投资活动所采用的渠道来购买共同基金。折扣经纪商、保险代理、银行这些渠道的投资活动的利用率和申购基金利用率的差别尤为显著。可见这些渠道应该加强基金分销活动的宣传,使投资者认识到通过它们来申购基金其实非常方便。例如,有 62%的受访者表示他们的一部分金融资产投资活动是通过银行来进行的,但是只有 13%的受访者是通过银行来购买基金的。全方位服务经纪商这一渠道在投资活动和基金申购利用率上差别最不明显,有 60%的受访者通过这一渠道来投资家庭金融资产,一半以上的受访者也是通过这个渠道来购买共同基金的。

(3)大多数投资者不止利用一个渠道够购买基金。从折扣经纪商、保险公司和银行等渠道购买基金的投资者,最有可能使用多个分销渠道。其中,80%利用折扣经纪商、保险公司和银行等渠道购买基金的投资者不只使用一个渠道来购买基金。而利用全方位服务经纪商、财务策划公司和直销渠道的投资者中只有 2/3 购买基金时不止通过一个分销渠道。

(4)通过每种分销渠道所投资的共同基金资产也存在很大差别,这说明投资者对各种基金分销渠道的忠诚程度是不同的。全方位服务经纪商、财务策划公司和直销渠道的使用者通常通过这些渠道来投资共同基金。而折扣经纪商、银行和保险公司这些渠道的使用者则通常是通过其他渠道来进行大部分共同基金投资的。

(5)同时,投资者利用各种渠道购买的共同基金的数量也存在差异,这再次说明投资者对各种分销渠道的依赖和忠诚程度是不同的。当我们把投资者持有的全部基金按照其购买渠道来划分时,这种差别就更加明显。例如,财务策划公司渠道使用者平均持有 5 支基金,其中只有 3 支是通过财务策划公司购买的。而直销渠道和全方位服务经纪商这两个渠道的使用者平均持有基金数量都为 6 支,其中有 3 支是通过各自分销渠道购买的。折扣经纪商渠道使用者持有 7 支基金,其中只有 2 支时通过折扣经纪商购买的。保险和银行这两个渠道的使用者平均持有的基金数量分别为 6 支和 5 支,但是其中只有 1 支是通过保险和银行这两个渠道购买的。

(6)一些渠道比其他渠道更能吸引投资者再次利用它们来购买基金。从那些最近通过最初购买基金所利用的渠道来

购买基金的投资者所占的比例以及那些表示以后将从最近购买基金所利用的渠道的投资者的比例可以看出这一点。大多数最初从全方位服务经纪商、折扣经纪商、财务策划公司以及直销渠道来购买共同基金的投资者很有可能在最近购买基金是仍然利用这些渠道。但是,那些最初通过银行或保险公司介入共同基金投资的投资者最近进行基金投资时大多数会通过其他渠道。同时调查还表明最近通过全方位服务经纪商、折扣经纪商、财务策划公司以及直销渠道来购买共同基金的投资者,很可能仍然通过这些渠道购买下一支基金,而与此相反的是那些最近通过银行和保险公司这两个渠道购买基金的投资者很可能会选择其他渠道方式来购买下一支基金。

(7) 尽管许多投资者会继续使用原来的基金分销渠道,但是投资者倾向于转向直销渠道。大多数投资者第一次购买基金所采用的渠道是全方位服务经纪商,这类投资者的比例为41%,而第一次购买基金时采用直销渠道的投资者占受访者总数32%。32%的持有多支基金的投资者最近一次购买基金是通过全方位服务经纪商这一渠道的,43%的投资者是通过直销渠道来购买最近一笔基金。只有1/4的受访者表示在下次购买基金时将利用全方位服务经纪商这一渠道,而有一半以上的受访者表示将会利用直销渠道。

(8) 转向直销渠道的受访者大多为受过高等教育的男性投资者,他们的投资组合规模一般规模较大。这些人在投资时主要根据自己的判断,自主决策,他们对基金的价格非常敏感。研究表明接受过大学教育的男性在最近一次购买基金通过直售渠道的投资者比利用其他渠道的投资者中的比例要

大。最近一次通过直销渠道购买基金的投资者持有基金数量的中位数是 6。而最近通过其他渠道购买基金的投资者一般只持有 4~5 支基金。

(9)而且转向直销渠道的投资者往往是那些多渠道使用者。通过单渠道购买基金的投资者往往在下一次购买基金时仍然利用原来的渠道。调查表明 46%通过折扣经纪商渠道来购买基金的多渠道使用者在下一次购买基金时准备利用直销渠道,而通过折扣经纪商渠道来购买基金的单渠道使用者中仅有 4%打算下一次购买基金时转向利用直销渠道。这一结果表明各个分销渠道应该努力维持并加强与那些只利用该渠道购买基金的投资者之间的关系。能够较好地满足投资者需求的分销渠道往往能够防止投资者转向利用其他基金分销渠道。

(10)从单渠道使用者转向多渠道使用者往往是一个较长的缓慢过程。单渠道使用者中只有 11%在下一次购买基金时将会利用其他渠道。这表明共同基金的分销渠道有充足的时间来加强与利用自己购买基金的投资者之间的联系。

(11)只使用一个分销渠道来购买基金的投资者中有些人过去曾经是多渠道使用者。这意味者一些多渠道使用者决定把所有共同基金资产合并到同一分销渠道中。大约有 70%原多渠道使用者把共同基金资产合并到全方位服务经纪商或直销渠道。

(12)一些使用全方位服务经纪商的投资者几乎不可能转向直销渠道或其他渠道。通过分析受访者的财务需求和投资态度会发现 16%的受访者强烈依赖它们的财务顾问获取投

资建议和指导,有的投资者甚至依靠财务顾问做投资决策。这类依赖财务顾问的投资者中几乎有 3/4 是全方位服务经纪商的客户,而且将继续利用这一渠道进行投资。

(13)促使投资者选择某个基金分销渠道的因素有很多。但对投资建议需要、以往和分销渠道打交道的经历、费用高低以及便利性是渠道选择的最主要动因。利用全方位服务经纪商或财务策划公司渠道的投资者之所以选择这种渠道是因为能够获得投资建议和指导。而投资者之所以选择折扣经纪商和直销渠道是由于通过这些渠道可以减少费用和佣金支出。而银行渠道具有使用便利的优势,而投资者之所以通过保险代理商购买基金是由于他们与这些代理商之间存在长期的良好关系。

(14)受访者倾向于对自己利用的渠道给予较高评价,并认为这些渠道为他们带来了很大利益。这一点在全方位服务经纪商、财务策划公司和直销渠道中尤为明显。而利用折扣经纪商、银行和保险渠道的投资者则对这些渠道褒贬不一。大多数全方位经纪商和财务策划公司的投资者认为这两个渠道能够提供投资建议、信息、个性化服务以及便利性。多数直销渠道使用者认为这一渠道的收费较为合理,并且能得到信息和便利性。大部分折扣经纪商渠道使用者认为该渠道能够提供便利性,但是几乎没有人认为这个渠道具有合理的费用和充足的信息。部分保险渠道的使用者认为该渠道能够提供个性化服务和便利,但是绝大多数投资者认为它不能提供足够的投资建议和信息。一半以上的银行渠道使用者认为该渠道能够提供交易便利,但大多数基金投资者认为银行不能提供投

资建议、信息或个性化服务。

(15)目前,投资者购买非基金产品和基金投资通常运用不同渠道。因此,通过在利用基金分销业务过程中分销渠道与基金投资者建立起来的关系,各渠道可以向基金投资者交叉销售非基金投资工具。例如,保险销售代理可以向基金投资者同时销售人寿保险,而银行可以向基金投资者销售定期存单。

第 1 节 目前基金分销渠道的使用情况

目前大多数投资者至少从全方位经纪商和直销渠道购买一支基金。从折扣经纪商、保险代理、财务策划公司和银行等渠道购买基金的投资者所占的比例要小得多。大多数投资者购买基金时是通过多个渠道的,但是多渠道使用者主要集中在利用折扣商、保险代理和银行渠道购买基金的投资者中。因此这些渠道的使用者通过这些渠道购买基金的只是其全部基金投资的一个很小部分。而全方位服务经纪商、财务规划公司和直销渠道的使用者通过这些渠道购买基金至少占其全部基金投资的 70%。由于受访者购买非基金投资工具与购买基金的渠道通常不通,所以通过每种渠道进行的总投资要超过共同基金投资。其中差距在银行渠道最大,而在全方位服务经纪商和直销渠道中最小。

一、购买共同基金所利用的渠道

长期基金投资者使用各种分销渠道的频率并不相同。目前,大约有 52% 的投资者从直销渠道购买基金,51% 的投资者从全面服务经纪商购买基金。而从财务策划公司、保险代理、折扣经纪商和银行这些渠道购买基金的投资者只占 18%、15%、14% 和 13%。当然这些数据既包括单渠道也包括多渠道使用者,所以合计起来要超过 100%。其中大部分投资者使用多个分销渠道来购买基金。而使用经纪商、保险代理和银行渠道的投资者最可能是多渠道使用者,他们中间至少有 80% 是多渠道使用者。尽管通过全方位服务经纪商、财务策划公司和直销渠道购买基金的投资者中有许多也是通过多个渠道购买基金,但其中至少有 1/3 是通过单一渠道进行基金投资。使用单一渠可以作为投资者渠道忠诚度的度量。

尽管投资者利用多渠道非常普遍,但是投资者通常只利用两个渠道来购买基金。其中的例外是利用保险代理渠道的投资者,他们中有一半利用三个或更多渠道购买基金。41% 的银行渠道利用者通过三个以上渠道投资基金。而折扣经纪商和财务策划公司使用者中只有 1/3 通过三个或更多渠道投资基金。折扣经纪商、保险代理和银行渠道使用者通常持有通过全方位服务经纪商和直销商购买的基金。其中大约有一半的投资者同时使用直销渠道,另外有 40% 利用全方位服务经纪商渠道。全方位服务经纪商渠道使用者中最可能同时利用直销来购买基金。而财务策划公司渠道使用者同时利用全方位经纪商和同时利用直销渠道的可能性是相同的。

基金投资资产的中数为 \$ 50000,其中包括长期投资工具基金和货币市场基金,但是各种分销渠道情况会有所不同。表 12-1 表明全方位服务经纪商、折扣经纪商、财务策划公司和直销渠道使用者基金投资资产的中数为 \$ 60000。而银行和保险代理渠道使用者投资基金资产的中数分别为 \$ 52700 和 \$ 50000。同时该表也显示这些渠道的使用者通过每个特定渠道购买基金的金额占他们的总基金投资资产的比例也大相径庭。其中,直销渠道使用者利用该渠道购买的基金占全部基金投资的 80%左右,而银行渠道使用者利用银行渠道购买的基金只占总持有基金的 25%。

表 12-1 共同基金投资行为

	全方位服务经纪商渠道使用者	折扣经纪商渠道使用者	保险代理渠道使用者	银行渠道使用者	财务策划公司使用者	直销渠道使用者
总基金投资资产金额中位数	\$ 60000	\$ 60000	\$ 50000	\$ 52700	\$ 60000	\$ 60000
通过该渠道投资共同资产金额中位数	\$ 46200	\$ 24000	\$ 15000	\$ 13200	\$ 42000	\$ 48000
通过该渠道投资共同资产、占总资产的百分比	77%	40%	30%	25%	70%	80%

投资者购买共同基金的渠道通常还提供其他投资工具，如股票、债券、年金和单位投资信托。那么投资者是否利用共同基金分销渠道来购买其他非基金投资工具呢？调查表明投资者确实在通过单一分销渠道来分散他们的投资组合。但是正如投资者通过多个渠道来购买共同基金一样，他们在购买非基金投资工具时也是利用多个渠道。

大约 2/3 的全方位服务经纪商和保险代理渠道的使用者持有通过这些渠道购买的非基金金融工具。61% 的折扣经纪商渠道使用者同时持有通过这一渠道购买的非基金投资工具。一半以上的财务策划公司和银行渠道的使用者同时持有通过这一渠道购买的非基金投资工具。而由于从基金直销渠道能够获得的非基金投资工具的品种有限，所以只有 36% 的直销渠道使用者持有通过这个渠道购买的非基金投资工具。

通过各个道购买的非基金投资工具差别很大。例如，56% 的全方位服务经纪商同时还利用这个渠道购买股票，这个渠道的使用者中还有 45% 的投资者利用这个渠道购买债券。保险渠道的使用者中有将近 60% 利用这一渠道购买保险，有 26% 还利用保险渠道购买年金合约产品。一半以上的折扣经纪商渠道使用者同时利用这一渠道进行股票投资。利用银行渠道购买基金的投资者通过银行购买的非基金投资工具主要是定期存单和债券。尽管许多投资者利用他们购买基金的渠道购买其他投资工具，但是他们也转向利用其他渠道投资非基金金融工具。实际上除全方位服务经纪商渠道使用者以外的基金投资者都在寻求基金购买渠道以外的其他渠道购买非基金金融工具。这一现象在基金直销渠道尤为明显，这主要是

由于这个渠道提供的提供的投资品种非常有限。投资者通过基金分销渠道以外的渠道购买非基金投资工具反映出特定投资工具和渠道之间的传统关系。例如,人寿保险传统上是和保险代理商相结合,定期存单由银行发行,而股票和债券通常和全方位服务经纪商和折扣经纪商紧密联系在一起。由于大多数提供基金产品的金融渠道同时为顾客提供广泛的其他投资选择工具品种,所以通过其他渠道购买非基金投资工具的投资者为金融机构提供了交叉销售的市场机会,不应把他们忽视。

二、全部投资活动对渠道的使用状况

全部投资活动利用最多的投资渠道并不一定就是购买共同基金使用最多的渠道。62%的投资者通过银行或储蓄贷款机构进行投资,但是只有13%是通过银行这一分销渠道来购买基金。共有36%的投资者通过保险代理投资一部分金融资产,但只有15%通过保险代理商来购买基金。28%的投资者通过折扣经纪商进行资产投资,只有其中14%利用这个渠道购买基金。那些运用银行和折扣经纪商的投资者将会缩小全部投资和基金投资活动之间的渠道选择行为差异。分销基金产品的银行数量在逐年上升。无交易费方案的实行为折扣经纪商渠道清除该渠道吸引基金购买者方面一度存在的一个重要缺陷。不论如何,通过使投资者认识到银行、保险代理商和折扣经纪商也分销基金产品,这些渠道将会从中获利非浅,对于那些使用全方位服务经纪商和直销渠道的投资者来说,他

们的全部投资和基金投资之间的差别非常小,这说明共同基金在这两个渠道方面所做的宣传广告工作非常成功。大约有60%的投资者通过这两个渠道来进行部分投资,而有一半投资者利用这两个渠道购买基金。尽管财务策划公司这一投资渠道利用的程度远远没有全方位经纪公司和直销渠道应用广泛。但是投资者各种投资活动与基金购买活动对这一渠道的使用程度之间的差别非常小。21%的投资者利用财务规划公司进行投资活动,其中有18%是进行基金投资活动。

结合投资者的家庭资产来考察,我们可以发现通过全方位服务经纪商购买基金的投资者最为富裕。下表列出了各个渠道使用者所拥有的资产,以及通过相应渠道进行投资的资产情况。

表 12-2 各个渠道使用者的资产情况

	全方位服务 经纪商渠道 使用者	折扣经纪商 渠道使用者	保险代理渠 道使用者	银行渠道使 用者	财务策划公 司使用者	直销渠道使用者
家庭金融 资产的中 位数	\$ 178700	\$ 141200	\$ 117100	\$ 133100	\$ 140800	\$ 153500
通过该渠 道投资的 家庭金融 资产中位 数	\$ 107200	\$ 43800	\$ 23400	\$ 26600	\$ 70400	\$ 61400
百分比	60%	31%	20%	20%	50%	40%

第 2 节 基金分销渠道随时间的演变

大多数投资者第一次购买基金是通过全方位经纪商这个渠道,这一比例为 41%。有 32%的投资者第一次购买基金时直接通过基金公司渠道。但是,第一次购买基金通过全方位服务经纪商、折扣经纪商、财务策划公司和直销渠道这些途径的持有多支基金的投资者之中有一半在最近购买基金时是通过最初购买基金时所利用的渠道。类似地,大部分最近一次通过这些渠道购买基金的投资者打算在下一次购买基金时仍然利用原来的渠道。但是,研究表明投资者正在转向直售渠道。在持有多支基金的投资者中,最大一部分(43%)是通过最近是通过直销渠道购买基金的。而且一半的投资者在下一次购买基金时将利用直销渠道。

图 12-1 首次购买基金的渠道利用情况

考察投资者购买基金所利用渠道随时间流逝发生的变化对掌握投资者的行为非常重要。对投资者现在、以前和将来利用的基金分销渠道进行比较,可以发现投资者购买基金行为

的变化,基金管理人可以通过考察这些变化来制订营销策略。通过对曾经使用某些渠道的投资者和那些现在利用这些渠道的投资者进行比较,我们会发现投资者对基金分销渠道的使用是动态的而不是静态的。

通过图 12—2 我们可以发现对每个渠道来说,投资者过

图 12—2 各渠道使用情况的历史和现状的比较

去使用这些渠道的比例要高于现在的比例。同时该图还表明那些使用多渠道的投资者现在正转向使用他们所偏爱的少数渠道,有的投资者甚至只使用一个渠道。投资者过去使用基金分销渠道的模式和现在非常相似。曾经利用全方位渠道或直销渠道购买基金的投资者是曾经利用其他渠道投资者的三倍。从各个渠道过去和目前使用情况的差异,我们会发现那些曾经使用全方位服务经纪商和直销渠道的投资者比其他渠道使用者更可能仍然使用原来的渠道。例如,有 63% 的投资者过去曾经使用全方位服务经纪商现在有 51% 的投资者使用

该渠道购买基金。而使用银行这一渠道的投资者使用比例由23%下降为13%，几乎下降了一半。

通过研究可以发现另一个非常有趣的模式，多渠道使用者中有1/5转化为单渠道使用者。这些投资者大多持有大量的多样化共同基金。这一发现巩固了随着时间的流逝，投资者倾向于把基金资产合并到某个特定渠道之中这一理论。因此，各渠道的管理者不要认为通过本渠道投资的基金持有人资产是稳定长久的。表12-3说明了各渠道使用者对渠道使用所发生的变化。其中财务策划公司中，由多渠道使用者转化为单渠道使用者的比例最高。

表 12-3 渠道使用模式

	全方位服务 经纪商渠道 使用者	折扣经纪商 渠道使用者	保险代理渠 道使用者	银行渠道使 用者	财务策划公 司使用者	直销渠道使用者
从未通过 多渠道购 买基金的 单渠道使 用者百分 比	26	11	10	6	17	24
曾经是 多渠道使 用者的单 渠道使用 者百分比	14	9	8	10	16	14
多渠道使 用者目前 百分比	60	80	82	84	67	62

一、投资者第一次购买基金时渠道使用情况

大多数投资者第一次投资基金时是通过全方位服务经纪商或直销渠道。第一次购买基金通过全方位经纪商渠道的投资者比例最高为 41%。大约 1/3 的投资者第一次购买基金时直接向基金申购。与此形成强烈反差的是第一次购买基金通过其他渠道的投资者的比例只有 5%~9%。这些数据显示了 80 年代中期共同基金分销渠道的主要方式,这正是大多数投资者首次购买基金的时期。随着银行和折扣经纪商开始出售基金,通过这两个渠道首次购买基金的投资者将会越来越多。不论投资者首次购买基金是通过何种渠道,他们在以后购买基金时都有可能转向其他的渠道。这说明分销渠道必须满足顾客的需求,否则不满意将会把自己的投资转向其他分销渠道。

大多数折扣经纪商、保险代理、银行和财务策划公司渠道使用者在首次购买基金时是利用其他渠道的。例如,折扣经纪商渠道使用者中有 32% 第一次购买基金时通过全方位服务经纪商渠道,27% 直接通过基金公司。

大多数投资者首次购买基金时至少要购买一支长期基金。大多数投资者(55%)只购买一支股票基金。另外 12% 的投资者只买一支债券基金,有 24% 的投资者只购买一支货币市场基金,剩下的 9% 则购买了债券、股票和货币市场基金中的两支或全部。

大多数投资者 1985 年以前首次购买基金。但是各种渠道

的使用者首次购买的时间有些微小的差别。大多数折扣经纪商于 1983 年首次购买基金。而大多数财务策划公司、保险代理和直销渠道使用者是 1984 年开始购买。全方位服务经纪商和银行渠道使用者首次投资基金的时间是 1985 年。只有 10% 的投资者是在 1990 年以后才开始投资基金, 这表明大多数投资者是非常老练、积极的。

二、最近一次购买基金所使用的渠道

96% 的投资者从他们开始投资基金以来投资了多支基金。其余 4% 投资者只持有他们最初所购买的基金。正如大多数投资者是利用全方位服务经纪商或直销渠道来购买第一支基金, 多基金持有人最近购买基金时最可能通过这两个渠道。但是其中使用直销渠道的多基金持有人要稍微多一些, 其占全部多基金持有人的比例为 43%, 最近从全方位服务经纪商购买基金的投资者占全部多基金持有人的 32%。只有 11% 的投资者最近购买基金时通过其他四个渠道。首次投资基金时通过直销渠道的投资者有 2/3 在最近一次购买基金时仍然通过这一渠道。从全方位服务经纪商、财务策划公司或折扣经纪商渠道购买第一支基金的投资者中有一半以上最近购买基金时仍然通过这些相应渠道。这一结果表明这四个渠道能够吸引投资者重复利用它们来购买基金。但是调查表明银行和保险渠道在留住客户方面却没有这么成功。最初通过保险和银行渠道购买基金的投资者中, 仅有 34% 和 20% 在最近一次购买基金时分别采用这两个渠道。

表 12—4 最近购买基金的渠道使用情况

	全方位服务 经纪商渠道 使用者	折扣经纪商 渠道使用者	保险代理渠 道使用者	银行渠道使 用者	财务策划公 司使用者	直销渠道使用者
最近购买 基金所利 用的渠道 全方位服 务经纪商	64%	12%	20%	26%	16%	12%
折扣经纪 商	2%	39%	2%	6%	3%	2%
保险代理	3%	4%	34%	5%	2%	3%
银行	3%	2%	4%	32%	1%	3%
财务策划 公司	4%	5%	8%	5%	58%	4%
直销渠道	24%	38%	32%	26%	20%	76%

表 12—4 列出了目前各渠道使用者最近购买基金时渠道使用情况。从中我们可以明显地发现 76% 的目前多基金持有人最近一次购买基金时通过折扣经纪商这一渠道。而且值得注意的是, 64% 全方位服务经纪商渠道使用者最近一次购买基金时通过全方位服务经纪商这一渠道。这一比例在财务策划公司渠道使用者中为 58%。但最近一次购买基金通过折扣经纪商、保险代理和银行渠道的多基金持有人的比例只有 40%。实际上这些渠道时使用者, 最近一次购买基金所利用的是直销渠道。

尽管首次投资基金时购买长期基金的投资者占 75%, 但

是最近一购买基金时 90% 以上的投资者选择了至少一支长期基金。其中 2/3 以上的投资者最近一次购买的基金是股票基金。其余有 21% 购买了债券基金还有 2% 的投资者同时购买了这两种基金。只有 9% 的投资者最近一次购买基金时选择了货币市场基金。通过各个渠道所购买的基金种类构成差别不大。

三、购买下一支基金将使用的渠道

调查表明,一半以上的投资者在下次购买基金时将会直接向基金公司购买。另外有 1/4 投资者将会采用全方位服务经纪商渠道。剩下的 1/4 投资者将会通过其余四个渠道,其中将通过财务策划公司、折扣经纪商、银行和保险代理的投资者比例各为 11%、9%、3% 和 2%。而且,大多数投资者将仍然利用最近一次购买基金采用的渠道来购买下一笔基金。然而保险和银行渠道是其中的例外,大多数最近一次通过银行和保险渠道够购买基金的投资者下次不打算利用它们购买基金。这一发现进一步强调了满足基金投资者需求和期望是非常重要的。表 12—5 列出了各类渠道使用者在下次购买基金时打算使用的渠道。

表 12—5 下次购买基金时将使用的渠道

	全方位服务 经纪商渠道 使用者	折扣经纪商 渠道使用者	保险代理渠 道使用者	银行渠道使 用者	财务策划公 司使用者	直销渠道使用者
全方位服 务经纪商	49	6	20	18	16	6
折扣经 纪商	6	44	9	11	5	6
保险代理	1	2	14	2	1	1
银行	1	1	5	17	2	2
财务策 划公 司	7	8	9	7	45	3
直销渠道	36	39	43	45	31	82

从表 12—5 我们可以看出,下次购买基金最可能转向直销渠道的是目前正在使用银行和保险代理渠道的投资者。几乎一半的保险和银行渠道使用者下次购买基金将会通过直销渠道。只有 14%和 17%保险和银行渠道使用者下次购买基金时还利用原来的渠道。

第 3 节 使用销售渠道的动因

一、概述

大多数全方位服务折扣商和财务策划公司渠道使用者认

为这两个渠道能够提供以下服务：投资建议、个性化服务、信息和便利。通常这两个渠道的使用者使用这两个渠道的目的是为了获取咨询建议。合理的费用和佣金是直销渠道吸引投资者的两个最主要的因素。折扣经纪商渠道的使用者认为该渠道使用非常方便而且费用和佣金较为合理并且能提供较多信息。而绝大多数保险渠道的使用者则认为他们之所以使用该渠道是因为目前和保险代理商建立起了长期合作的关系，另外还有一些保险渠道使用者认为该渠道能提供个性化的服务和交易便利。而银行渠道的使用者则认为该渠道使用起来非常方便。

各个渠道提供以下几个特性的能力是不同的：

投资建议；

个性化建议；

合理的费用；

共同基金信息；

购买共同基金的便利性。

通过研究投资者选择某个特定渠道的主要原因并且掌握投资者对各种渠道的态度可以为市场定位提供宝贵的依据。对那些投资者评价非常高的特性，该渠道可以向潜在未来顾客进行积极的宣传介绍。各种渠道还可以利用那些受到较高评价但不是最重要的吸引动因的特性来实现差异化。某个渠道的在某个特性方面如果比其他渠道得到投资者更高的评价，那么该特性就可以成为这一渠道的宣传促销资本，并凭此形成胜过其他渠道的优势。

二、全方位服务经纪商渠道

推动投资者选择通过该渠道购买基金的主要原因是该渠道能够提供丰富的初始和后续信息。该渠道使用者的大多数(38%)认为丰富的初始和后续信息是吸引他们选择该渠道的主要原因。其余18%把他们使用该渠道的原因归结为他们和投资顾问个人或机构所存在的关系。还有11%的投资者希望通过这一渠道得到个性化的服务。投资者从投资顾问个人或机构得到的优质服务会诱使他们重复利用这一渠道并且还会向其他投资者推荐该渠道。9%的全方位服务折扣经纪商渠道使用者是由于其他人的推荐才使用该渠道的。

全方位服务经纪商渠道使用者认为该渠道能够提供许多好处,其中包括吸引投资者选择该渠道的最主要原因——投资建议。实际上投资者对该渠道在投资建议方面的评价很高。全方位渠道使用者对个性化服务和便利性的评价也较高,这意味着该渠道能够满足基金持有人所注重的服务需求。但是只有25%的投资者对该渠道的费用合理性给予较高评价。由于费用对使用该渠道使用者来说并不是一个非常重要的动因,所以从总体上来说这些投资者对该渠道的评价较高。其他渠道使用者对该渠道持有相似的看法。他们也认为该渠道在提供投资建议、个性化服务、信息和便利性方面比较成功,但在提供较为合理的费用方面做的较差。可以说吸引投资者的使用该渠道的原因并不是合理费用,而是该渠道的其他四个好处。

三、折扣经纪商渠道

低费用和便利性是投资者使用该渠道申购基金的关键因素。43%的投资者利用该渠道的原因是由于它收取的费用是最低的,甚至不收任何费用或佣金。另外12%的折扣经纪商使用者使用该渠道的最主要原因是该渠道提供的便利性。不到10%是由于其他原因而选择该渠道。折扣经纪商使用者认为该渠道使用起来非常方便,但是不能提供投资建议或个性化服务。其他渠道使用者同样也认为该渠道不能提供投资建议和个性化服务。除了全方位服务经纪商以外其他渠道使用者并不把折扣经纪商渠道和便利性和低成本联系在一起。由于通过全方位服务经纪商渠道购买基金的投资者对投资建议及和经纪人之间的关系非常重视,即使他们认为折扣经纪商渠道使用方便而且收费合理也不会使他们转向使用该渠道。

四、保险渠道

投资者之所以选择利用保险代理渠道来购买基金的一个最重要的原因是他们和保险代理之间建立起了长期的业务关系。另外还有大约16%的投资者之所以选择该渠道是由于他们可以从保险代理渠道获得初始和持续投资建议,另外还有8%的投资者说他们是由于别人建议而选择该渠道的。该渠道的使用者认为这个渠道具有方便性和提供个性化服务的优

点。利用其他渠道来购买基金的投资者认为这个渠道能够提供个性化服务,但是他们对保险渠道的个性化服务的评价不如使用保险渠道的投资者那样高。其他渠道使用者通常并不认为该渠道具有个性化服务、便利性、合理费用和提供共同基金信息方面的优势。

五、银行渠道

利用银行渠道的投资者使用该渠道的原因较其他渠道使用者更为复杂多样。由于没有一个突出的原因,所以这个渠道没有在基金投资者的头脑中建立起个性化服务特点。有1/4的投资者之所以选择这个渠道是由于它的便利性,投资者选择该渠道的另外一个重要原因是他们和银行存在长期的业务关系,18%的投资者是出于这个原因而通过银行来购买基金。个性化服务也对投资者决定选择银行渠道起了一定的作用,15%的投资者表示他们是出于为了个性化服务而选择通过该渠道来投资基金。但是大多数投资者认为通过银行渠道并不能够得到个性化服务。大多数银行渠道使用者同时还利用其他渠道来购买基金。利用其他渠道尤其是保险渠道的投资者认为银行渠道非常方便。但是其他渠道使用者对银行渠道的评价较低,这表明于其他传统渠道相比,银行渠道仍是一种初生的有待成熟的基金分销渠道。不使用银行渠道的投资者可能不了解银行提供的基金品种和相关服务。

六、财务策划公司

财务策划公司的使用者中有 34% 是由于投资顾问能够提供全面的初始和持续服务,这与全面服务经纪商渠道使用者非常相似。投资者与财务策划公司之间建立的关系也是他们选择该渠道的一个重要原因,有 21% 的投资者之所以选择这个渠道是由于这一考虑。另外该渠道使用者中 16% 由于为了获得个性化服务而选择此渠道,还有 13% 是由于其他人的推荐而采用财务策划公司渠道购买基金。该渠道使用者认为该渠道具有提供投资建议和个性化服务的优势。其他渠道使用者也认为该渠道也具有这方面的特性,但是认为该渠道的费用不够合理。

七、直销渠道

和折扣经纪商渠道使用者类似,大多数直销渠道使用者认为非常低甚至无销售费用是他们使用该渠道的首要原因。另外几乎 1/4 人是由于该渠道出售的基金具有丰厚的业绩而选择直销渠道。与此形成鲜明对比的是,其他渠道使用者中只有 10% 把基金的丰厚业绩表现列为他们选择那些渠道的首要原因。而且值得一提的是 16% 的直销渠道使用者选择该渠道的首要动因是其便利性。总之,使用直销渠道的基金投资者认为该渠道具有方便、低费用和能够提供大量共同基金信息和投资建议的优点,但是提供投资建议没有其他特性那样突

出。直销渠道的使用者通常得不到个性化服务,但是对他们来说个性化服务并不重要,因此不是其选择基金分销渠道的主要考虑因素。使用其他渠道的基金投资者认为直销渠道非常方便,而且能够提供大量共同基金相关信息。在他们对各种基金销售渠道(Distribution Channels)的费用合理性评价中,对直销渠道得到了最高的评价,这说明尽管他们不使用直销渠道,但是对它非常了解。

第 13 章 共同基金的费用

本章将主要介绍共同基金的费用。我们将从多个角度来分析基金的费用,这些角度包括基金持有人、基金、投资顾问和基金销售商。

第 1 节 基金及其持有的费用种类

一、根据支付者区分费用

作为本章的前言,我们将概述基金及其持有人的费用种类,以及基金管理公司及关联机构的收入。必须区分单个投资者所支付的费用和整个基金即所有基金持有人共同承担的费用。通常,与基金的销售和赎回相关的费用是由基金持有人在申购或赎回基金单位时支付的。而与基金管理和服务相关的费用是由基金以年费的方式支付的。但是这种一般规律存在一些例外情况,其中最重要的例外就是 12b-1 费。这种费用是由整个基金承担的持续性销售费用,金额为基金资产的某个百分比。

二、基金持有人直接支付的费用

销售费用是基金持有人个人承担的费用中最主要的一类。销售费用一般支付给基金的承销商,然后承销商要把销售费的大部分转移给帮助完成基金买卖交易的经纪商。而承销商一般是基金管理公司的关联方。SEC规定销售费最高不应超过8.5%,而在实际业务中销售费平均为4%~5%。在基金业务发展的早期,曾经有一段时期全部销售费用是由投资者在申购基金时全部付清的,因此销售费用曾经被称为前端费用(Front-end Load)。如果投资者把基金转换成同一基金复合体的另一支基金,那么大多数基金复合体会给投资者前端费用信贷优惠。在80年代期间,基金复合体(Fund Complex)开始收取后端销售费(Back-end Load)。这种销售费是投资者在赎回基金时才支付的。大部分后端销售费随着基金持有人持有基金时间的延长而降低。例如,1年后赎回基金则支付5%的后端费用、两年后后端费用下降为4%、3年后下降为3%、四年后下降为2%,五年后下降为1%,而以后赎回则不必支付任何后端费用。这种逐步降低的后端销售费也被称之为或有延缓销售费(CDSC: Contingent Deferred Sales Charge)。

此外,大多数基金对某类投资者给予销售费豁免优惠。例如,大多数基金对退休计划或者信托账户所购买的基金是不收销售费的。而且,大多数收取销售费的基金还对金额超过某个水平的大额申购给予销售费折扣,这个水平被称为突破点

(Breakpoint)。例如，一支销售费为 4% 的基金当申购金额高于 50 万美元时则销售费降为 2%，高于 100 万美元时就免收销售费。

三、由基金支付的费用

随着无销售费基金的出现和基金投资者对各种类型的销售费日益关注，美国证券交易委员会于 1980 年批准基金向基金承销商每年支付一种称为 12b-1 费的销售费。这笔费用不是由单个基金持有人来承担而是由整个基金负担，并从基金资产中扣除。12b-1 费和定期分期付款非常类似，它可以完全或部分替代销售费用来弥补销售基金的开支。12b-1 费一般为 25~75 个基点，有时还要加上 25 个基点的服务费。因此 12b-1 费最高为 100 个基点即基金资产的 1%。收取 12b-1 费的方案必须首先经过基金持有人的批准，而且每年还要提交基金的独立董事批准。在基金招募说明书的收费表中必须列明 12b-1 费的具体规定。

最近，基金业创造一种内部划分类别的新型基金。尽管各个类别基金单位的投资组合是相同的，并且由同一基金管理人管理，但是每种类别有各自的销售和服务安排，所以它们的支出是不同的。通常情况下，A 类基金单位要收取前端销售费用，但其 12b-1 费要相对低一些。而 B 类基金单位则不收前端销售费，但是却要收取 12b-1 费和或有延缓销售费形式的后端销售费。在 B 类费用安排情况下，基金的发起人通常要向销售基金的经纪商和交易商支付一笔佣金，然后再用几

年内收取的 12b-1 费来弥补这部分佣金开支。或有延缓销售费的设计出发点是为了保证基金发起人能收取足够的 12b-1 费,以防基金投资者在其支付的 12b-1 费还不足以弥补佣金开支时就赎回基金。

除了 A、B 两类基金单位外,基金发起人还推出了具有其他定价结构的基金单位类别。C 类基金单位有时被称为水平销售费型(level load)基金单位,因为它收取较高的 12b-1 费,而且如果投资者在 1 到 2 年内赎回基金则收取适中水平的延迟销售费。C 类基金单位通常不收取前端销售费,尽管基金发起人仍要向交易商或经纪商支付小额佣金。还有一种机构类(Institutional Class)或简称 I 类基金单位不收取任何销售费或 12b-1 费。这类费用安排是专门为账户资金规模巨大的机构投资者和向自己的顾客单独收取服务费的财务规划公司(Financial Planner)而设计的。

尽管销售费和 12b-1 费先交给基金承销商,但承销商要把收到的费用中的大部分转交给真正把基金销售给投资者的经纪商和交易商。经纪公司再把这些收费的一部分转移到负责代理各个投资者账户交易的个人销售代表手中。

12b-1 费是基金支出的其中一部分。最重要一部分支出是基金向基金管理公司支付的管理费。管理费必须由基金的独立董事定期审议,经多数通过后才能实施。另一项支出是过户代理费。该项费用是支付给和基金管理公司存在关联关系的过户代理商或外部过户服务提供者。基金的其他支出包括基金审计费、托管费、董事的报酬、登记费和征寻代理的开支。购买证券支付给经纪公司的佣金是计入基金投资组合中的证

券的成本,而不计入基金的费用支出。

平均起来,股票基金的管理费最高,债券基金的管理费次之,而货币市场基金的管理费最低。在许多基金复合体中,当基金资产超过某个水平即突破点时,用基点衡量的管理费将会相应下降。例如,某支股票基金的5亿美元以下的资产的管理费可能为70个基点,而超过这一水平的那部分资产的管理费为65个基点。这种突破点是独立董事和基金管理公司之间达成的协议,管理大规模资产比小规模资产更有可能获得规模效益。

一些共同基金的管理费是由基本费率和业绩费率两部分组成的,这种管理费安排主要出现在股票基金中。美国证券交易委员会规定,共同基金的业绩管理费必须参照客观的业绩衡量标准。而且,业绩费必须是对称的,即业绩费应该随着业绩相对于衡量标准升降,而且升降的幅度应该对称。例如,某只美国股票基金的基本管理费为65个基点,然后根据基金业绩相对于S & P500的好坏增加或扣减20个基点。而典型的私募投资公司(通常称为对冲基金公司(Hedge Fund))收取的管理费为资产的1%再加上业绩费。而业绩费通常为净收益的20%,而且对净投资损失没有惩罚,即不从基本管理费中扣减。

一些共同基金(主要是债券和货币市场基金)收费采取全包费方式(All Inclusive Fee)。在这种费用安排中,基金管理公司收取确定水平的单一费用,如50个基点,然后承担包括管理支出、过户代理和其他各种年费的所有费用。这种全包费用有效地把控制基金总成本所蕴含的各种风险和收益都从基

金投资者转移到基金管理公司身上。或者,基金公司可以选择把基金开支限定在某个水平以下,但不必象单一全包管理费安排那样把所有服务费都包括进来。这和全包费方式的效果基本一致,它的差别在于,可以无需经过基金持有人的批准即可改变支出上限,而管理费必须取得基金持有人的批准。

基金发起人为了引导基金投资者的投资行为或使其承担一部分基金开支对投资者征收其他种类的费用。有时,基金对在较短时间内(如 90 天或 6 个月)赎回基金的投资者收取赎回费(Redemption Fee)。这笔赎回费流入基金,用于弥补由于赎回基金单位的投资者的赎回交易给仍然持有基金的投资者带来的额外交易费用。类似地,一些指数基金对新投资者收取费用以弥补基金购买更多指数所包括的公司股票所带来的成本。此外,一些基金发起人对特定交易种类收取费用,如电话赎回或基金转换,或对特定种类的账户征收费用。

作为单个投资者的基金持有人可能要支付小额账户费。这种费用的设计目的是为了抵消为小额账户提供服务相对较高的费用,通常由投资者支付给过户代理商。例如,过户代理可能对在某一时点上金额小于 2500 美元的账户每年收取 12 美元的账户维护费。如果投资者在基金复合体的总资产合计超过某个水平如 5 万美元时就可以豁免这笔收费。为了鼓励投资者维持大额账户,大多数基金规定了最低初始投资额,如 2500 美元。而且,大多数基金有权力在投资者账户余额低于最低余额时提出要求,而且在规定时间如通知后 30 天,仍未能使账户余额满足最低要求时把账户注销,并将该账户余额返还给投资者。

四、美国共同基金的费用合理性的分析

人们对美国共同基金的收费是否过高争论很激烈。在过去十年中,尽管美国的基金资产增长飞速,但共同基金的平均费用率呈上升趋势。根据规模经济原理,基金资产的增加本应带来费用率的下降。目前,总支出中一个重要部分是 12b-1 费,它是销售费(Sales Load)的替代,用来弥补销售基金引起的开支。销售费费率从 8.5% 下降到 4%~5% 左右。而且,在过去十年中基金向投资者提供的服务也大大地扩展了。美国共同基金的收费是否过高这一引起争论问题的答案很大程度上取决于判断费用高低时所选择的标准。加拿大、欧洲和远东的共同基金总费用率要高于美国。但是美国基金的总费用率要高于资金管理经理向确定退休金计划收取的费用。美国基金发起人的利润率要高于其他行业,但和高科技产业和私人服务公司的利润率大体相当。

五、基金的销售方式

为了理解佣金的目的和影响,我们需要知道基金的销售途径。基金的基本销售途径有两种—通过销售中介和和基金公司直接销售。最常见的基金销售方式是通过销售中介。基金承销商担任批发商或分销商,把基金推销给经纪公司。这些公司再把基金通过其分支机构网点把基金出售给广大投资者。许多经纪公司也提供自己开发的基金品种。如 Dean

Witter、美林证券公司、佩恩伟伯公司(PaineWebber)和 Prudential 证券公司。这些公司还出售来自美国基金(American Funds)、Clonial、富兰克林(Franklin)、MFS、先驱者(Pioneer)和普特南(Putnam)基金公司的独立收费基金。独立基金与经纪公司或其他金融机构不存在附属关系。保险代理、财务规划公司和银行代表也参与基金销售工作。

只要基金投资者通过销售中介来购买基金,那么就要支付佣金,这些佣金大部分用于补偿那些销售人员或公司提供的投资咨询和交易服务。

通过直销方式销售的基金不通过任何中介而是由基金公司直接出售给投资者。基金公司通过邮寄、电话、银行电汇、营业场所、口头方式和宣传活动直接与潜在或现有投资者进行交易。购买无销售费基金的投资者自己进行基金研究和选择,而无需销售人员的辅助。

以前在付销售费基金和无销售费基金之间存在着明显的差别。前者通常对最初购买基金和随后的追加投资收取 8.5% 的前端销售费用,而后者不收取任何销售费用。但是,美国证券交易委员会 1980 年批准的 12b-1 费改变了这一现象。这两种基金之间差别开始变得模糊。

“没有免费的午餐”这一道理也同样适用于基金服务业。如果你从经纪商或其他基金销售人员那里获得有关选择基金和管理投资组合的咨询建议服务,那么你必须以某种方式支付服务费。在基金的招募说明书中详细地揭示了费用安排,投资者应该仔细加以分析。如今,美国证券交易委员会和全国证券交易商协会(National Association of Security Deal-

er),对基金收费制订了越来越多的上限规定。

六、成本归类

在选择基金时最重要的考虑因素是其取得高收益的潜力。我们都知道低费用往往能带来高利润,在基金业中意味着投资者能够得到更多的净收益。如果把高成本在多年中进行复合计算,其对利润的影响会更大。复成本率的只要发生很小的变动就会对长期累计的成本产生很大的影响。低成本的基金能够把投资者资金的更大一部分运用于投资。因此在其他条件相同的情况下,要对费用支出进行细致深入的研究,以确定管理最有效率的投资组合。

七、成本的种类

基金通常有四种相关基本费用,它们是:

(1)销售费用:包括前端销售费、后端销售费和按照资产计算的销售费用,即 12b-1 费。

(2)服务费用。服务费用由基金公司支付给经纪商和其他销售人员,以使投资者能够获得个人投资辅助服务,其中主要是投资建议。这笔服务费可以视为 12b-1 费的额外组成部分。

(3)管理和行政费。这类费用包括管理人的报酬和基金运营的其他费用,如托管费和过户代理费。

(4)与基金建立投资组合相关的证券交易费用。证券交易

频繁则这类费用越高。

八、前端销售费(Front—End Load)

顾名思义,前端销售费是由投资者申购基金时缴纳的。前端销售费的平均为4%~5%。假如你投入10000美元购买销售费为5%的基金,那么销售费用为500美元,占实际投资9500的5.26%。

投资者可以从专业报纸的基金报价中很容易地找到收取前端销售费的基金。这类基金的卖价(即 Offer Price)或要价(Asked Price),要比基金的每股资产净值(NAV)要高,每股资产净值也称为买价(Bid Price)。卖价是由基金的每股资产净值加上相应的前端销售费用得出的。

根据报纸上的报价中卖价和每股资产净值可以计算出最高前端销售费用。首先,把把卖价减去每股资产净值,在除以卖价就得到前端销售费率。例如,如果一支基金的卖价为20美元,NAV为18.80美元,则它的前端销售费为6%,即 $(20 - 18.8) / 20$ 。同样,每个星期华尔街日报都在其证券报价栏中刊登前端销售费的最高初始收费水平。

对于大额购买,当购买基金的金额达到规定的突破点时,这笔销售费用通常会下降。在申购金额小于最低突破点时,投资者要付全额的销售费。最低突破点一般为1万美元到10万美元。在基金的招募说明书中要列明各个突破点。有些基金当申购金额很大如100万美元时,就全部免收销售费。

如果基金不收取其他销售费用,那么也可以收取最高为

8.5%的前端销售费,但是所有基金的前端销售费都要低于这一最高限额。有些基金用 12b-1 费和后端销售费的某种组合来取代前端销售费。

九、持续性销售和服务费

美国证券交易委员会的 12b-1 条款允许基金每年收取一笔 12b-1 费来支付基金销售包括广告的开支。其依据是,通过收取这笔费用可以增加基金的可用资源用以积极地宣传推销基金产品从而吸引更多的资产,最终实现规模效益。对销售人员也可以支付 12b-1 费,作为其向基金持有人不断提供个人投资服务的报酬。

一些原来收取 8.5%前端销售费的基金在使用 12b-1 计划后降低甚至取消了前端销售费。在 1993 年之前,每年收取的 12b-1 费最高为 1.25%。但 1993 年 6 月以后,这一最高限额降为 0.75%。此外,每年可以向注册销售代表或其他专业销售人员支付不超过 0.25%的服务费,作为其提供投资咨服务的补偿。可见每年最多可以从基金资产中扣除 1%用于销售和服务支出。

同样,除非根据资产计算的服务费每年低于净资产的 0.25%,否则对于即使没有前端销售费和延缓销售费的基金,销售人员也不能把其作为无销售费用基金来推销。

目前,美国的共同基金大约有一半规定了某种形式的 12b-1 费安排。有人对这种费用安排提出了尖刻的批评。一位基金管理人指出,在 12b-1 费安排最大的缺点就是吸引新

投资者的开支是由原有基金持有人承担的。他质问到：“为什么这些投资者要承担广告费用呢？”毕竟，基金吸引新投资资金的最大直接受益者是基金管理公司，它可以收取更多服务费。作为一般规律，投资者应该避免那些 12b-1 费高于 0.5% 的基金，这个 0.5% 的 12b-1 费是销售费和服务费的合计。持有基金的时间越长，较高 12b-1 费给基金投资者所带来的负担就越重。大多数机构投资者决不染指收取 12b-1 费的基金。

十、或有延缓销售费

(Contingent Deferred Sales Charges)

那些通过中介机构或人员销售的基金往往把后端销售费或或有延缓销售费与 12b-1 费结合起来。这主要是为了有效地保证经纪商能够获得某种形式的佣金。如果投资者在许多年内始终持有基金单位，那么销售人员就可以通过向投资者提供服务不断收取服务费的方式来得到补偿未收取的佣金。但是如果投资者在短期内就将基金赎回，那么经纪人可以通过或有延缓销售费来取得补偿。

或有延缓销售费一般只在投资者购买基金后的 5 年内有效。当投资者长期持有基金时，这笔费用逐步下降最终消失。例如，1 年后赎回基金则或有延缓销售费为 5%，2 年后下降为 4%，以此类推直到 6 年以后消失为止。通常是根据初始投资金额来计算延缓销售费。但是如果基金的价格下降了那么也可以根据赎回所得金额来计算。

通过仔细阅读报纸上刊登的基金价格列表,我们可以找出那些收取或有延缓销售费和 12b-1 费的基金。在基金名称下面标有字母, r 代表收取延缓销售费或赎回费。 p 代表该基金收取 12b-1 费。 t 则代表既收赎回费又收取 12b-1 费。

后端销售费与赎回费是不同的。后端销售费仍属于销售佣金,只不过是在赎回时收取而不是在申购时收取。而赎回费是针对赎回行为本身而收取的一次性费用。有的基金在申购费收取上采用后端销售费的形式,同时另外收取赎回费。后端销售费由投资者支付给基金公司,而赎回费是由投资者支付给基金本身。

即不收取销售费(申购费),又持续性销售费加上销售服务费一起不超过 0.25% 的基金称之为无销售费基金(No-load Fund)。

第 2 节 其他费用与经常性开支

一、其他费用

有些基金还收取其他费用。以下是其中五种:

(1) 赎回费(Redemption Fees)。它是投资者赎回时,管理公司向投资者收取的略带惩罚性的费用,目的是为了抑制投资者在短期内将基金赎回。赎回费与或有延缓销售费的另一差别是,它通常只是赎回金额的一个很小的百分比,例如

1%，而且这一比率通常是固定的。相对于其他费用，这种费用并不常见。一些无销售费的基金收取小额的赎回费。

(2)股息再投资费(Fees on Reinvested Dividends)。大多数基金允许投资者把股息和资本利得按照基金的每股资产净值转换为基金单位，而不收取任何佣金。但是有些基金却对再投资股息收取费用。

(3)转换费(Exchange Fees)。通常，在同一个基金家族之间的基金进行转换无需缴纳任何费用，但是是一些基金公司每笔电话委托基金转换交易要收取5~10美元的费用。

(4)营业费用(Operating Cost)。基金管理公司是逐笔而不是一次性地扣除营业开支。只要你持有一支基金，就要分担基金的营业费用。

(5)管理费(Management Fees)。基金的管理费，又叫基金管理人投资顾问咨询费，是由投资顾问公司对其提供的证券分析和投资组合管理服务收取的。其数额一般按照基金净资产的一定比例，从基金资产中提取。基金管理费是基金管理人的主要收入来源，基金管理人的各项开支不能另外向基金或基金公司摊销，更不能向投资者收取。在美国，基金管理费通常按照每个估价日基金净资产的一定比例，逐日计算，定期(一般为逐月)支付。

在基金的招募说明书中，会详细说明基金的管理费用安排。大多数情况下，投资顾问公司会声明管理费费率将随着资产规模的扩大而降低。例如，某只成长型基金对1亿美元以下那部分资产收取0.7%的管理费，而对1亿到5亿美元之间的这部分资产则收取0.6%的管理费，对超过5亿美元的资

产只收 0.5% 的管理费。要尽量避开那些管理费用不随着资产规模的扩大而下降的基金,因为基金理应把资产规模增大所带来的规模收益分享给投资者。

基金的管理费费率与基金类别及不同国家或地区也有关系。一般而言,基金风险程度越高,其基金管理费费率越高,其中费率最高的基金为证券衍生工具基金,如认股权证的年费率为 1.5%~2.5%。最低的要数货币市场基金,其年费率仅为 0.25%~1%。香港基金工会公布的其他几种基金的管理年费率为:债券基金年费率为 0.5%~1.5%,股票基金年费率为 1%~2%。在美国等基金业发达的国家和地区,基金的管理年费率通常为 0.4%~1%。但在一些发展中国家和地区则较高。有的发展中国家的基金管理年费率甚至超过 3%,我国目前的基金管理年费率为 1.5~2.5%。

二、其他经常性开支(Other Recurring Expenses)

除了管理费、销售费和服务费以外,基金还要支出其他经常性费用。包括:

基金持有人服务开支;

托管费和过户代理费;

基金持有人报告费;

法律事务费;

审计费;

利息支出;

董事费。

当把 12b-1 费、管理费和其他费用加总以后就得到全部营业费用。把它除以基金的资产余额(通常是月平均资产)就得到非常重要的一个指标——费用率(Expense Ratio)。费用率是经常用来衡量基金成本的指标,费用率指一支基金每年所有的费用(不包括一次性基金持有人费用,即前端、后端销售费及赎回费),即前述基金营业费(包括 12b-1 费)与基金净资产之比。基金招募说明书应该披露以往的基金费用率。

一些基金公司为了提高基金的竞争力,而规定了其费用支出的上限。例如,投资顾问为了把管理费维持在 1% 的水平,可能把一部分管理费返还基金,这实际上是减免一部分投资咨询费。招募说明书、年报和中期报表中应该对此加以说明。新型小规模基金通常规定费用率的上限,而且这种规定可能是临时的。

第 3 节 标准费用表

美国证券交易委员会规定,基金收取的一切费用都应该在招募说明书前部的显著位置以表格的形式列示出来。从 1988 年以来编制费用表成为基金的法定义务,它是招募说明书中非常重要的一部分,投资者应该对其进行仔细的研究和分析。费用表分为三个部分:

- (1) 投资者交易支出汇总表;
- (2) 基金营业费用的详细类表;
- (3) 标准化模拟长期费用状况表。

下面是两支基金的费用表。这两支基金非常相似，差别仅在于 A 基金收取 6% 的前端销售费，而没有 12b-1 费。B 基金没有前端销售费但收取 0.75% 的 12b-1 费。由于有 12b-1 费计划，所以 B 基金的每年支出要更高一些。

表 13-1 招募说明书中的费用表示例

投资者交易费	A 基金	B 基金
申购时的最高销售费 (用占卖价的百分比表示)	6.00%	0
股息再投资的最高销售费 或有延缓费销售费	0	0
赎回费	0	0
转换费	0	0

年度营业费用	A 基金	B 基金
投资咨询费(管理费)	0.7%	0.7%
12b-1 费	0	0.75
其他费用	0.5	0.5
总营业费	1.3%	1.95%

如果假设每年收益为 5% 而且在各期年末赎回，则投资者 1000 美元的投资将支付的费用如下表：

表 13-2 投资支付费用表

	第一年	第三年	第五年	第十年
A 基金	\$ 72	\$ 99	\$ 127	\$ 207
B 基金	\$ 20	\$ 61	\$ 105	\$ 227

本例中假设每年为收益 5% 和投资额为 1000 美元,这是所有基金在其费用表中都采用的标准假设。统一假设条件将有助于方便地进行横向比较。从表 13-2 中我们可以发现 A 基金在前几年中的费用支出要高一些,但在后几年中,费用要比 B 基金低。到了第 10 年,B 基金的费用为 227 美元,而 A 基金只有 207 美元,可见随着投资时间的延长 12b-1 费的给投资者带来的费用负担将增加。假设 B 基金完全无销售费,即没有任何 12b-1 费用,那么费用率就下降为 1.2%。在第十年时,该基金的费用将由 227 美元下降为 145 美元。

第 4 节 共同基金费用的变化趋势

共同基金业近几十年中增长速度极为惊人。但是,费用率却在上升,这意味着投资者没有得到规模经济的效益。股票基金的平均费用率比 50 年代初期增长了近一倍。许多基金规模不断增长,但其费用率不但没有下降,有的甚至反而在上升。这似乎不符合逻辑,因为从理论上讲,由于规模经济的作用,更大规模的资产应该导致分摊到每个基金单位的支出下降。

下面列举了近些年来费用率上升的几个原因:

(1)越来越多的基金采用了 12b-1 费安排。在 1980 年以前没有这一费用,直到美国证券交易委员会批准该项费用安排以后才兴起了 12b-1 费。而 12b-1 费是计入基金费用科目的。

(2)管理费在上升。这种投资顾问咨询费用在基金费用开支中占有很大的比重。

(3)基金向投资者提供越来越多的服务,而这些服务需要耗费开支。基金公司为投资者提供通讯简报等培训材料、维护免费 800 电话的运行并且为越来越多的投资者提供其他便利条件和服务。一些基金公司还在一些城市建立了投资者中心,为投资者提供面对面的交易和咨询服务。

(4)基金开支率上升的最重要的一个原因可能是由于费用分析起来非常复杂。正是由于费用分析具有复杂性,有的基金公司不断提高收费和增加新的费用项目,而不为普通投资者所察觉。

近几年美国投资界人士对基金费用的历史趋势进行了广泛深入的讨论。人们观察到全部基金的加权费用率比十年前高。一些评论家的结论是基金管理公司变得越来越贪婪,它们趁着资金流入基金市场创下历史纪录这一时期不断提高收费。但是如果运用客观、全面、深入的分析方法,我们会发现这种结论是非常浅薄的。

人们之所以产生错误的结论是由于其缺乏对两个非常重要的概念和现象的了解:过去十年美国基金业发生了巨大的变化和基金业务的规模经济。

为了对费用变化趋势得出正确的结论和客观的评价,我们必须考虑到美国基金业在过去十年中所经历的翻天覆地变化。从 1988 到 1998 年基金业发生以下四个最重要的变化:

(1)新基金数量增长迅猛。美国的基金数量由 1988 年的 2000 多支基金上升到 1998 年的 10000 多支。

(2)全球股票基金和债券基金比国内基金提供管理和托管服务的支出要更高一些。支出高昂的全球股票基金数量的增长较其他基金更为显著。其占全部基金的数量由1988年的5.9%增加到1998年的13.4%，增长幅度居首位。

(3)很多收取前端销售费的基金转变为收取后端销售费的基金。基金投资者通过基金支付的12b-1费来支付中介咨询服务费。

(4)十年以前低费用率的货币市场基金占据基金资产的半壁江山，而股票基金只占基金资产的1/3。如今，收费相对较高的股票基金在全部基金资产中的比重已经上升至一半。而货币市场基金的比重则下降至1/4。

第5节 正确地理解规模经济

人们认为，基金业资产大幅度的增加应该带来基金行业整体费用率的下降，这就产生了对规模经济的错误理解。这种预期是假设整个基金行业存在着规模经济。而实际上，基金行业不存在规模经济的可能，是单个基金能够产生规模经济效应。一家基金公司资产规模的扩大不会引起另一家基金公司费用率的降低，相反其费用率还有上升的可能。同时，在基金管理公司层次上也并不存在规模经济效应。如果，一个出色的市政债券基金管理人扩大了其管理的股票基金的资产规模，那么市政债券基金的费用率也不可能受到很大影响。

只有在单个基金的层次才能实现规模经济效应。其来源

有两个：首先，其他营业费用，如托管费、董事费和法律事务费占基金资产的百分比会随着资产规模的扩大而下降。其次，把投资管理的支出分散在更大的资产规模上。但是，这并不是呈线形关系变动的。随着基金资产规模的扩大，基金公司通常增加投资分析师和投资组合管理人的数量。

基金业总资产规模的扩大只有在单个基金的平均资产规模显著扩大的基础上才有可能带来基金平均费用率的下降。但是，事实上情况并非如此。在过去十年中，尽管基金业的总资产增长了近 6 倍，但是基金资产的平均规模仅从 3.25 亿增加到 4.88 亿美元。因此，如果一支基金的资产规模按照这样的速度增长，那么其在规模经济效应的带动下引起费用率下降的可能性很小。

老基金产生了规模经济效应。1986 年以前就存在的老基金确实产生了规模经济效应。其中的原因是这些基金的资产规模增长更为迅速，它们的平均资产由 1986 年 3.25 亿美元上升到 1996 年的 11.8 亿美元。一些资产增长迅速的基金把规模经济带来的收益转移给了基金的投资者。

第 14 章 共同基金业绩评估

第 1 节 收益率的计算

计算投资收益的第一步确定考察的期限,不论是基金或其他投资工具,只有在同样的期限基础上,其绩效才有可比性。投资者在投入基金后,随着共同基金的净值波动,会有已实现损益和未实现损益的发生。基金净值在一定时间内的波动,就是衡量其收益的方法。另外如果持有期间发生股息分配,那么也应该记入收益,所以共同基金的收益率可以用下面的公式求得:

$$r_p = \frac{NAV_t - NAV_{t-1} + D_t + C_t}{NAV_{t-1}}$$

其中 D_t 表示现金付出款, C_t 表示资本增值付出款。这样计算出来的收益率如果期末与期初之间的时间间隔为 3 个月,那么它就叫做季收益率,如果期间为 1 个月,则为月收益率。它们都可以换算为年收益率,以便与其他金融工具的收益相比较。

把季收益率转换为年收益率时可以用两种方法,其中一种算法是把各季的收益率 r_1 、 r_2 、 r_3 和 r_4 简单相加,得到年收益率。即:

$$r=r_1+r_2+r_3+r_4$$

另一种求解收益率的方法即几何平均法的计算公式为:

$$r=[(1+r_1)(1+r_2)(1+r_3)(1+r_4)]^{1/4}-1$$

推而广之,如果 n 年($n>1$)内的收益率分别为 r_1 、 r_2 、 r_3 …… r_n ,那么年算术平均收益率就应该为:

$$r=(r_1+r_2+r_3+\cdots+r_n)/n$$

而几何平均法的计算公式则为:

$$r=[(1+r_1)(1+r_2)(1+r_3)(1+r_4)]^{1/n}-1$$

这种几何平均法计算出的收益率更为科学,因为它是假设可以把当期的本金和收益在各期末都按照下一期的收益率进行再投资。同理其他期间的收益率也可以按照上述两种方法调整成为年收益率。

但是这是计算基金的总体收益率,在计算单个投资者获得的收益率时,需要考虑到投入资金的增减变化。此时也有两

种方法来计算年收益率,它们是金额加权法和时间加权法,这样分别得出资金加权收益率和时间加权收益率,现举例说明。例如在期初投资者投入 100 美元购买了某支共同基金数量,等半年以后其持有的基金份额的价值下降为 96 美元,但是该投资者仍然看好该基金,于是投资者追加投入 5 美元,等到年末时所持基金的总价值仅为 103 美元,那么该投资者的资金加权收益率如下:

$$100 = -\frac{5}{(1+r)} + \frac{103}{(1+r)^2}$$

这样就得到半年期的收益率为 -0.98% ,把它转化为年收益率则为 $[1 + (-0.0098)]^2 - 1 = -1.95\%$ 。

计算时间加权收益率的方法如下:

前半年的收益率为:

$$(96 - 100) / 100 = -4\%$$

后半年的收益率为:

$[103 - (96 + 5)] / (96 + 5) = 1.98\%$,则转化为年回报率为:

$$(1 - 0.04)(1 + 0.0198) - 1 = -2.1\%$$

在上例中如果投资期间还有股息支付则应相应加在各期中,比如年中和年末投资者各分得了 2 美元和 2.2 美元的红利,则资金加权收益率为:

$$100 = -\frac{5}{(1+r)} + \frac{2}{(1+r)} + \frac{105.2}{(1+r)^2}$$

得到 $r = 0.709\%$,这样求出的是半年收益率,然后可以把它转化为年收益率 $(1 + 0.709\%)^2 - 1 = 1.42\%$ 。

第 2 节 风险调整的基金收益率指标

在投资组合的业绩评价中,最简单、最普遍的方法是与其它有类似风险的投资基金进行收益率的相互比较。例如,把高收益债券基金归为一类,增长型股票基金归为一类,等等。然后我们可以在每类中确定每个基金的平均收益,并根据各基金对比情况,给出一个在其所在类别中百分比的排序。例如,在由 100 个基金组成的大类里,第 9 名的管理者排序为 90%,它表示在本评估期内其业绩比 90%的竞争者要好。但是在同属一类的各个基金的风险水平并不一致,因此只在同一类基金类别中来比较各基金的收益率仍然真正反映各基金的优劣,所以有必要计算经风险调整的收益率水平。

两种考虑风险调整的业绩评估方法同时出现了,它们分别是均值——方差比值标准和资本资产定价模型(CAPM)。杰克·特雷纳(Jack Treynor)、威廉·夏普(William Sharpe)^①和迈克尔·詹森(Michael Jensen)立即认识到了CAPM在评估经营业绩上的特殊意义,随即,学者们掌握了一批业绩评估方法。经风险调整的业绩评估指标出现后,其普及却一度滞后,对此现象的一种解释是因为统计数字对业绩呈现出普遍负评价。在近似有效的市场上,分析家们很难完全抵消他们进行积极投资管理所带来的研究费用和交易费用,

^① William F Sharpe, "Mutual Fund Performance," *Journal of Business* 39(January 1966)

而事实上,无论利用是原始收益率指标还是经风险调整的收益率指标来衡量基金的收益,大多数专业基金管理者的业绩表现都低于标准普尔 500 指数。

下面是一些经风险调整的业绩测度指标。

1. 夏普测度: $(\bar{r}_p - \bar{r}_f) / \sigma_p$

夏普测度(Sharpe's Measure)是用资产组合的长期平均超额收益除以这个时期收益的标准差。它测度了对总波动性权衡的回报。

2. 特雷纳测度

与夏普测度指标相类似,特雷纳测度(Treynor's measure)给出了单位风险的超额收益,但它用风险指标是系统风险而不是全部风险。

3. 詹森测度: $\alpha_p = \bar{r}_p - [\bar{r}_f + \beta_p(r_M - \bar{r}_f)]$

詹林测度(Jensen's Measure)是建立在资本资产定价模型基础上的,它用到了资产组合的贝塔值和平均市场收益,其结果即为资产组合的阿尔法值,反映了投资组合的超常收益的大小。从严格意义上讲,阿尔法值并不是风险的度量指标,而是度量除市场风险以外其他因素对业绩的影响。所以,它表示的是经过风险调整的业绩。对于一种单独的股票来说,与公司或产业相联系的风险是经营风险或非系统风险。但是,对于进行了风险分散化投资的共同基金,测量了在给定风险水平,资产组合的管理效果。管理优良、营业费用合理适中且进行了分散化投资的共同基金的 α 值通常是正值,相反业绩差的基金在给定的风险水平下一般有负的 α 值。

4. 估价比率： $\alpha_p/\sigma(e_p)$

估价比率(Appraisal Ratio)这种方法用资产组合的阿尔法值除以其非系统风险,它测算的是每单位非系统风险所带来的非常规收益,前者是指在原则上可以通过持有市场上全部资产组合而完全分散掉的那一部分风险。

每一种指标都有其可取之处,由于各种经风险调整收益的指标在本质上是不同的,因此它们对于某一基金业绩的评估并不完全一致。

在一个特定的样本内其各数据如下:

表 14-1 特定的样本数据

项 目	资产组合 P	市场 M
平均收益率(%)	35	28
贝塔值	1.20	1.00
标准差(%)	42	30
非系统风险(%)	18	0

请计算市场与资产组合 P 的下列业绩评估测度指标:夏普制度;詹森测试(α 值);特雷纳测度;估价比率(假设此时国库券利率为 6%)。在何种测度指标上,资产组合 P 的表现要比市场好?

一、业绩的 M^2 测度

虽然夏普测度指标可以用来评价资产组合的业绩,但其数值含义却并不那么容易解释。比较上述问题中资产组合 M 和 P 的各项比率。可以得到 $S_P=0.69, S_M=0.73$ 。这就表明资产组合 P 的收益不如市场指数。但夏普测度指标中 0.04 的差异具有经济意义上的区别吗?我们常常比较收益差,但这些比率经常难以解释。

摩根斯坦利公司的李·莫迪格里安尼(Leah Modigliani)和他的祖父,上届诺贝尔经济学奖得主弗兰克·莫迪格里安尼(Franco Modigliani)改进了夏普测度指标。他们的方法被命名为 M^2 测度指标(即莫迪格里安尼的平方)。与夏普测度标类似, M^2 测度指标也把全部风险作为风险的度量,但是,这种收益的风险调整方法很容易解释为什么相对于不同市场的基准指数有不同的收益水平。

M^2 测度指标计算方法如下:假定有一个管理投资基金,当我们把一定量的国库券头寸加入其中后,这个经过调整的资产组合的风险就可以与市场指数(如标准普尔 500)的风险相等。比如说,如果投资基金 P 原先的标准差是市场指数的 1.5 倍,那么经调整的资产组合应包含 $2/3$ 的基金 P, $1/3$ 的国库券。我们把经过调整的资产组合称为 P^* , 那么它就与市场指数有着相同的标准差(如果投资基金 P 的标准差低于市场指数的标准差,调整方法可以是卖空国库券,然后投资于 P)。因为 P 和市场指数的标准差相等,于是我们只要通过比

较它们之间的收益率就可以来考察它们的业绩。 M^2 测度指标如下：

$$M^2 = r_{P^*} - r_M$$

在上述“问题”的例子中，P 具有 42% 的标准差，而市场指数的标准差为 30%。因此，调整的资产组合 P^* 应由 $30/42 = 0.714$ 份的 P 和 $1 - 0.714 = 0.286$ 份的国库券组成。它的期望收益率即为 $(0.286 \times 6\%) + (0.714 \times 35\%) = 26.7\%$ ，比市场指数的平均收益率少 1.3%，所以该投资基金的 M^2 指标为 -1.3% 。

图 14-1 资产组合 P 的 M^2

图 14-1 给出了 M^2 指标的一个图形表述。当我们把 P 与国库券通过适当比例混合的时候，就可以沿着 P 的资金配

置向下移动,直到调整后资产组合的标准差与市场指数的标准差一致。这时 P^* 与市场指数的垂直距离(也就是它们期望收益率间的距离)就是 M^2 指标。从图中可以看出,当投资基金 P 资金配置的斜率小于资本市场线的斜率时, P 的 M^2 指标就会低于市场,此时它的夏普测度指标也小于市场指数。

二、夏普测度

假定某投资者构建了一个资产组合并持有了很长一段时间。在这期间他没有调整该资产组合的构成。进一步假定所有证券以日计算的收益率具有固定不变的均值、方差及协方差。这样,资产组合的整体收益也具有其固定的均值和方差。也许这些假定相当不现实,但它们却能使得一些重要的问题变得很清楚。同时这些假定对于理解传统业绩评估的缺点也是相当重要的。

现在我们可以来评估投资者手中这个资产组合的业绩了。他是否选择了好的证券?其实这么简单的问题却已经包含了三层意思。首先,“好的选择”是和其他哪些选择比较?其次,在两个明显不同的资产组合之间进行选择时,我们应该采用何种合适的标准来评价它们呢?最后,假如我们找到了合适的评价标准,是否存在一种规则,它能把该资产组合的基本获得能力和随机性的好运气区别开?

如果投资者的偏好能用一个均值——方差效用函数来完全刻画,我们就能是到一个相对比较简单的评价标准。我们假设该投资者的效用函数为:

$$U = E(r_p) - A\sigma_p^2$$

这里 A 是个体风险厌恶的系数。采用均值——方差的偏好选择,投资者就会使夏普测度指标最大化(也就是比率 $[E(r_p) - r_f]/\sigma_p$ 最大化)。于是这种标准就会让投资者选择有效边界相切点的资产组合。现在摆在投资者面前的问题就变成了如何使他达到尽可能大的夏普测度。

三、在三种不同情况下选择合适的业绩测度方法

在对投资者的资产组合选择作出到底正确与否的判断前,我们应该知道这个资产组合是否是他的唯一的投资组合。如果不是,我们就还应该继续询问他其他的资产组合。资产组合评价标准的正确与否完全取决于该组合是否就是他所有的投资工具,或者只是他全部财富中的一部分。

1. 该资产组合代表投资者所有的风险投资

在这种最简单的情况下,我们只需确定投资者的资产组合是否具有最大的夏普测度。我们可以按以下四步进行分析:

(1)假设证券的过去业绩就是其未来业绩的代表,因此证券在投资者持有期中所实现的收益与投资者预期证券未来收益的特性是相同的。

(2)利用投资者持有期的收益数据来估计风险资产的有效边界。

(3)利用决策时的无风险利率找出最高夏普测度的资产组合。

(4)把投资者资产组合的夏普测度值与最佳资产组合的夏普测度值进行比较。

然而这种方法不仅需要一个大容量的数据库和较复杂的最优化技术,同时也把样本数据中存在的推导问题恶化了。我们不得不依赖于一些有限的样本数据来估计大量不同证券的均值和方差。上述程序的复杂性使得“资产组合是否为最佳”这一断言的可靠性大大降低,而且验证其是否正确也变得十分困难。那么是否存在一个次佳的选择方案呢?

我们很容易就会想到另一种方法,那就是找出投资者在决策时很可能会选择的一些资产组合,而且它们的为业绩必须是易于评价的,然后再把投资者的资产组合与这一可行集中的元素进行比较。在这个可行集中,最明显的一个元素就是投资者采用的消极投资策略,也就是投资于市场指数基金。其他的方案可以是专业的管理基金,它们评价的标准也是夏普测度指标。

总的说来,当投资者的资产组合就是他所有的投资时,与之比较的标准就应是市场指数或另一个特定的资产组合。业绩评估其实就是把实际的资产组合与待比较组合的夏普测度指标进行比较。

2. 投资者的资产组合采取与市场指数基金混合的积极投资策略

在这种情况下我们该如何估计最优的混和比率呢?如果把投资者的组合资产组合记为 P , 市场指数基金记为 M 。当两部分混合达到业绩最优时,混合资产组合 C 的夏普测度指标 S_C 为:

$$S_c^2 = S_M^2 + \left[\frac{\alpha_p}{\sigma(e_p)} \right]^2$$

这里 α_p 表示该积极资产组合的非常规收益, $\sigma(e_p)$ 表示可分散化的风险。由于这个比值给出了整体资产组合夏普测度的改善, 所以它就成了资产组合 P 正确的业绩评估指标。

为了让这个结果更直观, 我们可以回忆单指数模型:

$$r_p - r_f = \alpha_p + \beta_p (r_M - r_f) + e_p$$

如果 P 是公平定价的, 那么 $\alpha_p = 0$, 且 e_p 就是可分散化的风险。而如果 P 没有被公平定价, 那么 α_p 就不再为零。事实上, α_p 就是期望的非常规收益。持有 P 与市场组合的混合资产就会带来一定的收益 α_p , 同时也带平一部分不可避免的非系统风险 $\sigma(e_p)$ 。因此, 比值 $\alpha_p / \sigma(e_p)$ 就是资产 P 本身收益—成本比值。这个业绩评估指标有时也称为估价比值。

$$AR_p = \frac{\alpha_p}{\sigma(e_p)}$$

3. 投资者的资产组合只是他所有投资资金中的一部分

如果投资者是公司的财务主管并管理着公司的养老基金, 那么这种情况就会发生了。他现在可以把整个基金划分为几个部分, 然后分给一些投资主管。但他为了能重新调整基金的投资去向以期能提高今后的整体业绩, 他就必须评价每一

个独立的财务经理的业绩。那么现在正确的业绩评估指标应该是什么呢？

如果除了 P 以外的那部分资产组合（也就是被其他经理管理的那部分基金）大致与市场指数基金相当，我们就可以使用上面的估价比值法。但事实上其他基金的管理者往往都会违背这个假设。也许投资者也同样会说：“你是否想到我也正尽我全力去超越消极的投资策略呢？”

但是我们仍可以通过 P 的阿尔法值来估计一个风险已完全分散基金的业绩情况。尽管 α_P 并不是资产组合 P 业绩评估的全部指标，但至少它还是可以告诉投资者关于组合 P 对公司的整体投资收益所做贡献的信息。但确实存在着一个更好的解决方案，那就是特雷纳测度。

假定现在 P 的阿尔法值为 2%，另外一个具有 3% 阿尔法值的资产组合 Q，是否应该把部分管理者 P 的资金抽调给 Q 资产组合的管理者呢？

于是就有根据相关数据制成的表 14-2，然后有据此结果的图 14-2。注意我们是在期望收益—贝塔平面（而非期望收益—标准差平面）上描出 P、Q 两点，这主要是因为我们假定 P、Q 只是总基金中众多子资产组合元素中的两个，因此，非系统风险就在很大程度上得到分散，最后只剩下贝塔作为其合适的风险测度指标。图中证券市场线（SML）与 P、Q 的距离就是 α_P 与 α_Q 的值。

表 14-2 期望收益与资产组合

名 称	资产组合 P	资产组合 Q	市场
贝塔	0.90	1.60	1.0
超额收益 $(\bar{r} - \bar{r}_f)$	11%	19%	10%
阿尔法 ^①	2%	3%	0

① 阿尔法 = 超额收益 - (贝塔 × 市场超额收益) = $(\bar{r} - \bar{r}_f) - \beta(\bar{r}_m - \bar{r}_f) = \bar{r}[\bar{r}_f + \beta(\bar{r}_m - \bar{r}_f)]$

图 14-2 特雷纳测度

假设组合 Q 可以被国库券所混合, 如果我们把 W_Q 的比例投资于资产组合 Q, 那么在国库券中的投资比例为 $W_F = 1 - W_Q$, 于是最终资产组合 Q^* 的阿尔法值和贝塔值就会由 Q 的阿尔法值、贝塔值及比例 W_Q 来决定:

$$\alpha_{Q^*} = W_Q \cdot \alpha_Q \quad \beta_{Q^*} = W_Q \cdot \beta_Q$$

因此,所有如此生成的资产组合 Q^* 就都可以在连接原点与 Q 点的直线上找到。我们把这条线称为 T 线,其斜率即为特雷纳测度。

这也显示出了资产组合 P 的 T 线。 P 的 T 线显然更陡,尽管它的阿尔法值较低,但它应该是一个更佳的资产组合。对于任一给定的贝塔值, P 与国库券的混合资产组合会比 Q 与国库券的混合资产组合有更大的阿尔法值。

为了更明显地看到这一点,假设我们通过把 Q 与一定比例的国库券混合而成资产组合 Q^* ,它的贝塔与 P 相等。我们可以解出混合比例 W_Q :

$$\beta_{Q^*} = W_Q \beta_Q = 1.6 W_Q = \beta_P = 0.9$$

$$W_Q = 9/16$$

因此,资产组合 Q^* 的阿尔法值为:

$$\alpha_{Q^*} = (9/16) \times 3 = 1.69\%$$

它显然要小于资产组合 P 的阿尔法值。

换句话说,在第三种情况下该资产组合 T 线的斜率就是其合适的业绩评估标准。资产组合 P 所生成 T 线的斜率 T_P 可按下式计算:

$$T_P = \frac{\bar{r}_P - \bar{r}_f}{\beta_P}$$

当一项资产只是一大型资产组合中的一部分时,投资者就应该在它的平均超额收益(超过无风险利率部分)与它的系统风险之间权衡,而不是与其总风险之间权衡。因此,在我们要评估这项资产对其总业绩的贡献时,特雷纳测度就显得较为满意了。

像 M^2 测度一样,特雷纳测度指标也是一个百分比。当把市场超额收益从特雷纳测度指标中减去后,我们将会得到图 2 中的 T_p 线收益与 $\beta=1$ 时的 SML 的收益之间的收益差。我们可把这个差称为特雷纳平方,或 T^2 测度(类似于 M^2)。但请注意,正如夏普测度与特雷纳测度不同, M^2 和 T^2 也是不同的,利用它们可能会对相同资产组合得出完全不同的排序。

四、各种不同业绩评估指标的相互联系

我们已经知道,在各种不同投资情形下,以下四种业绩测度是各有其适用性的。

$$(1) \text{ 夏普测度: } \frac{(\bar{r}_p - \bar{r}_f)}{\sigma_p}$$

$$(2) \text{ 特雷纳测度: } \frac{(\bar{r}_p - \bar{r}_f)}{\beta_p}$$

$$(3) \text{ 詹森测度: } \alpha_p = \bar{r}_p - [\bar{r}_f + \beta_p(\bar{r}_m - \bar{r}_f)]$$

$$(4) \text{ 估价比率: } \frac{\alpha_p}{\sigma(e_p)}$$

下面我们来考察这四种指标之间的联系。从特雷纳指标出发,由于市场指数的贝塔值为 1.0,所以市场指数的特雷纳指示为:

$$T_M = \bar{r}_m - \bar{r}_f$$

资产组合 P 的平均超额收益为:

$$\bar{r}_p - \bar{r}_f = \alpha_p + \beta_p(\bar{r}_m - \bar{r}_f)$$

因此,资产组合 P 的特雷纳测度即为:

$$\begin{aligned} T_p &= \frac{\alpha_p + \beta_p(\bar{r}_M - \bar{r}_f)}{\beta_p} \\ &= \frac{\alpha_p}{\beta_p} + \bar{r}_M - \bar{r}_f \\ &= \frac{\alpha_p}{\beta_p} + T_M \end{aligned}$$

因此,特雷纳平方测度即为:

$$T^2 = T_p - T_M = \frac{\alpha_p}{\beta_p}$$

特雷纳测度是资产组合之间的 α/β 比值的比较。注意,无论是在思路还是在具体数值上,它与估价比率测度都有着很大的区别,因为估价比率测度采用的是阿尔法与残余风险的比值。

市场指数的夏普测度为:

$$S_M = \frac{\bar{r}_m - \bar{r}_f}{\sigma_M}$$

对于资产组合 P 来说,我们有:

$$S_p = \frac{(\bar{r}_p - \bar{r}_f)}{\sigma_p} = \frac{\alpha_p + \beta_p(\bar{r}_M - \bar{r}_f)}{\sigma_p}$$

利用代数的知识及资产组合 P 与市场指数 M 之间相关系数 ρ^2 的关系,有

$$\rho^2 = \frac{\beta^2 \sigma_M^2}{\beta^2 \sigma_M^2 + \sigma^2(e)} = \frac{\beta^2 \sigma_M^2}{\sigma_p^2}$$

于是我们就有:

$$S_p = \frac{\alpha_p}{\sigma_p} + \frac{\beta_p(\bar{r}_M - \bar{r}_f)}{\sigma_p}$$

$$= \frac{\alpha_p}{\sigma_p} + \rho S_M$$

这个表达式为如何有效评价基金的积极管理水平提供了很有价值的信息。很明显,我们首先必须找到一些具有较大阿尔法值的股票,并利用它来构筑我们的潜在收益,但是,资产组合的高阿尔法值却被其逐渐升高的标准差所稀释,因为追求高阿尔法值会破坏完全分散化的假设。在高阿尔法值股票上投资越多,资产组合与市场指数之间相关系数 ρ 就越低,于是资产组合业绩的潜在损失也就越大。

因此,在不同的情形下,我们应使用与之相对应的业绩评估的测度方法。这一点是相当重要的,因为采用不同的业绩评估方案会导致完全不同的排序结果。

第 3 节 业绩评估实例

在讨论了业绩评估各种可行的标准之后,我们还需要解决一个统计学的问题:我们能够利用事后的数据来评价事先决策的质量吗?先让我们看一下某个投资者的资产组合在 12 个月中的收益率情况。表 14-3 列出的投资者的资产组合 P 和他的另一种选择:可能的资产组合 Q,以及市场指数 M 的每月超额收益。表 14-3 的最后几行是样本的均值和标准差。从这些数字以及 P 与 Q 对 M 进地的线性回归,我们得到了进行业绩评估所必需的数据。

表 14-4 中所列的业绩评估数据显示,资产组合 Q 比资

产组合 P 更具冒险性,因为 Q 的贝塔值(1.4)要明显地高于组合 P 的贝塔值(0.69)。另一方面,从残差标准差来看,资产组合 P 似乎要分散得更好一些(P 为 1.95%,Q 为 8.9%)。从两个资产组合都具有较大的夏普测度(即正的 M^2 测度)和正的阿尔法值来看,资产组合 P、Q 的表现都要好于市场指数标准。

表 14-3 12 个月的资产组合 P、Q 和
基准指数 M 的超额收益

月 份	投资者资产组合 P (%)	可能的资产组合 Q (%)	基准指数 M(%)
1	3.58	2.81	2.20
2	-4.91	-1.15	-8.41
3	6.51	2.53	3.27
4	11.13	37.09	14.41
5	8.78	12.88	7.71
6	9.38	39.08	14.36
7	-3.66	-8.84	-6.15
8	5.56	0.83	2.74
9	-7.72	0.85	-15.27
10	7.76	12.09	6.49
11	-4.01	-5.68	-3.13
12	0.78	-1.77	1.41
年平均值	2.76	7.56	1.63
标准差	6.17	14.89	8.48

表 14—4 业绩统计

名 称	资产组合 P	资产组合 Q	资产组合 M
夏普测度	0.49	0.51	0.19
M^2	2.19	2.69	0.00
SCL 回归统计			
阿尔法	1.63	5.28	0.00
贝塔	0.69	1.40	1.00
特雷纳	4.00	3.77	1.63
T^2	2.37	2.14	0.00
$\sigma(e)$	1.95	8.98	0.00
估价比率	0.84	0.59	0.00
R-SQR	0.91	0.64	1.00

那么到底哪一个资产组合更具吸引力呢? 如果 P 或 Q 是投资者的所有投资基金, Q 应该更被看好, 因为 Q 具有更高的夏普值(0.51 比 0.45)和更大的 M^2 测度。另一方面, 如果 P、Q 这两种积极投资策略将与消极投资策略将与消极的市场指数相混合, 那么由于 P 的估价比高(0.84 比 0.59), 于是资产组合 P 就要优于资产组合 Q。如果在为数众多的子资产组合中决定 P、Q 到底孰优孰劣, 那就是第三种情形, 此时阿尔法值本身已不足以成为业绩评估的惟一标准。虽然由于 Q 的阿尔法值较大(5.28% 比 1.63%), 但由于 P 的贝塔值足以低到使 P 的特雷纳测度更高(4.00 比 3.77), 因此我们认为在选择资产组合时 P 要优于资产组合 Q。

但是, 上述分析却只建立在短短 12 个月的数据上, 以至

于我们不能完全确定结论是否可靠。其实就算更长时间段的样本观察值也可能不足以使决策更清晰,因为这本身就是一个需更深入探讨的问题。

已实现收益期望收益之间的比较。在对某个资产组合进行评估时,评估者其实并不了解资产组合管理者对该资产组合最初的期望,当然更不清楚这些期望是否合理。他只能在事实发生之后观察其业绩,同时还希望随机干扰并不至于能掩盖它的真实收益能力。但事实上风险资产的收益却是“白噪声”的,这无疑会使这个问题复杂化。为了避免这种错误,我们就必须定出该种业绩评估指标的“显著性水平”,以确定其是否可靠地反映了组合的实际获利能力。

假设现有一资产组合管理者 Joe Dart,如果每月他的资产组合的阿尔法值为 20 个基本点,那么显然每年会有 2.4% 的阿尔法值(未计复利)。我们还假定 Joe 资产组合的收益具有固定的均值、贝塔值和阿尔法值。这确实是相当严格的假设,但其实它们的一般情况下业绩指标的处理前提一致。我们再假定在评估期内该资产组合的贝塔值为 1.2,每月残差的标准差(非系统风险为 2%,如果市场指数的标准差为每月 6.5%(22.5%每年),那么资产组合系统方差就是 $\beta^2\sigma_M^2 = (1.2)^2 \times (6.5)^2 = 60.84$,于是该资产组合和市场提数之间的协方差相关系数就为

$$\rho = \left[\frac{\beta^2\sigma_M^2}{\beta^2\sigma_M^2 + \sigma^2(e)} \right]^{1/2} = \left[\frac{60.84}{60.84 + 4} \right]^{1/2} = 0.97$$

这个数字表明该资产组合是高度分散化的。

为了从证券市场线上估计 Joe 资产组合的阿尔法值,我

们把资产组合超额收益对市场指数进行回归。如果我们通过线性回归幸运地估计出了访程的参数,则有:在 N 个月内其证券市场线为:

$$\hat{\alpha} = 0.2\% \quad \hat{\beta} = 1.2 \quad \hat{\sigma}(e) = 2\%$$

然而评估者在做线性回归时根本不知道真实数据是多少。因此,他还必须计算阿尔法估计值的 t 统计量,从而确定他是否应拒绝该资产组合阿尔法值为 0 的原假设(也就是该资产组合并没有更出色业绩的假设)。

在 SCL 回归中阿尔法估计值的标准差近似为:

$$\sigma(\hat{\alpha}) = \frac{\hat{\sigma}(e)}{\sqrt{N}}$$

这里 N 是样本数, $\hat{\sigma}(e)$ 是样本非系统风险的估计值。阿尔法估计值的计量于是就应为:

$$\begin{aligned} t(\hat{\alpha}) &= \frac{\hat{\alpha}}{\hat{\sigma}(\hat{\alpha})} \\ &= \frac{\hat{\alpha} \sqrt{N}}{\hat{\sigma}(e)} \end{aligned}$$

假定我们要求的显著性水平是 5%, 在这个显著性水平下, $t(\hat{\alpha})$ 就应为 1.96 (若 N 能足够大)。把和代入上式, 我们解的 N 值为:

$$1.96 = 0.2N^{1/2}/2$$

$$N = 384 \text{ 个月或 } 32 \text{ 年}$$

这说明了什么?也许应该有一位才能出众的分析家,他能使该例子中的统计问题由他的喜好而改变,因而,那些统计前提就一概正确无误。另外他还应使各种参数在如此之长的时

间内不发生任何变化,而且在样本期内证券的业绩表现更是极其正常,这样在进行回归估计时能数就是精确的。他当然还能使 Joe 花去他一生的工人精力来证明其具有出色能力。所以在实际工作中,我们认为业绩评估中所存在的统计干扰问题是很难解决的。

第 4 节 资产组合成分变化的业绩评估指标

我们已经看到,就算资产组合收益分布的均值和方差固定不变,证券收益的高方差率使得分析者必须要有一段相当长时期的样本观察值才能确定其业绩水平的显著性。如果资产组合收益的分布在不断变化,那么这个问题将会变成怎样呢?

当评估期并不很长时,消极投资策略具有固定均值及方差的假设是较为合理的。但是,由于资产组合管理者经常根据金融分析员的信息对资产组合成分进行调整,于是这种积极投资策略的收益分布就随之而变化了。在这种情况下,如果仍假设在样本期内均值和方差固定不变,那么就会产生很大的错误。在这种情况下,如果仍假设在样本期内均值和方差固定不变,那么就会产生很大的错误。让我们看一个例子。

假设市场指数的夏普测度指标为 0.4,在前 52 周内,基金管理者奉行了一种低风险策略。每年实现超额收益 1%,其标准差为 2%。于是它的夏普测度指标为 0.5,显然要优于市场指数的消极投资策略。在下一个 52 周的投资期内,管理者

发现超额收益为 9%、标准差为 18% 的高风险投资策略要更好,其夏普值仍为 0.5。基金管理者在这两期内都维持了高于市场指数的夏普值。

上文中该基金管理者在两年投资期内的每季度收益率(以年收益率表示)。在前四季度内,超额收益率分别为-1%、3%、-1%和 3%,其均值为 1%,标准差为 2%。在后四季度内超额收益率为-9%、27%、-9%、27%,均值为 9%,标准差为 18%。两年中资产组合的夏普测度指标都是 0.5。但是,如果以 8 个季度为计算期,其均值为 5%,标准差为 13.42%,于是夏普测度指标只有 0.37,竟然明显地低于了消极的投资策略!

这是怎么回事?事实上,均值从第一季度到第二季度的改变并不能看作是策略的转移,但两年中均值的差异却增加了资产组合收益表面的波动性。积极的投资策略中均值的变化使得它们看上去比实际更具“风险”性,因此使得夏普测度指标的估计有效性大大降低。

所以我们认为对于积极的投资策略来说,跟踪投资组成从而随时调整其资产组合的均值及方差是很有必要的。我们接下来会看到关于此问题的另一个例子,那就是市场时机。

第 5 节 市场时机

从纯粹的角度说,市场时机解决的是何时在市场指数基金和安全资产之间转移资金的问题。这里所指的安全资产是

指国库券或货币市场基金,决策的依据也是市场作为整体是否要优于安全资产的业绩。那么当市场表现不错时,我们将如何考虑资金的部分转移呢?

为简单起见,假设一位投资者只持有市场指数基金和国库券两种证券。如果两者之间的比例是一定的,比如说市场指数基金占 0.6,那么资产组合的贝塔值也是一定的,并且其证券市场线就应是一条斜率为 0.6 的直线(如图 14-3 所示)。但是如果投资者能看准时机,在市场表现不错时把资金调入市场指数基金,那么原来的直线就会如图 14-4)所示。该线上弯曲的原因是,如果投资者能够预测牛市和熊市,那么他在市场上升时就加大市场指数基金的权重,于是当 r_M 升高时, SCL 直线的斜率也随着增大。这正如图 14-4 所示的曲线。

图 14-3 证券市场线

特雷纳和梅热(Mazuy)首先提出,如果在一般线性单指数模型中加入一个平方项,那么就能用来估计这条曲线的方程:

图 14-4 证券市场线

$$r_p - r_f = a + b(r_M - r_f) + c(r_M - r_f)^2 + e_p$$

这里 r_p 是资产组合收益, a , b 和 c 是回归分析后所得的系数。如果 c 是正的, 我们就能说明市场时机确实存在, 因为最后一项能够使得特征线在 $r_M - r_f$ 较大时相应变陡。特雷纳和梅热利用上式对一些共同基金的数据进行了估计, 但几乎没有找到任何投资者把握市场时机的证据。

亨里克森(Henriksson)和默顿提出了另一种类似但更简单的方法。他们假设资产组合的贝塔只取两个值: 当市场走好时贝塔取较大值, 当市场萎缩时贝塔取较小值, 在这个假设下, 资产组合的特征线就应如图 15-3 的 c) 所示。这条线的回归方程形式为:

$$r_p - r_f = a + b(r_M - r_f) + c(r_M - r_f)D + e_p$$

图 14-5 特征线

注：图 14-3 非市场时机，贝塔不变。图 14-4 市场时机，贝塔随预期市场超额收益增长。图 14-5 仅有两个贝塔值的市场时机。

这里 D 是一个虚拟变量，当 $r_M > r_f$ 时， $D=1$ ，否则 $D=0$ 。于是资产组合的贝塔值在熊市场时就为 b ，在牛市时就变成 $b+c$ 。同样，如果回归得到正的 c 值，那就说明有市场时机存在。

亨里克森利用上面的等式对 1968 年至 1980 年的 116 家共同基金进行了回归检验。他发现，尽管其显著性水平没有达到 5% 的一般要求，但 c 的平均值却是负的 (-0.07)。11 家共同基金具有显著的 c 正值。而同时 8 家具有显著的 c 负值。从

总体来看,62%的基金其市场时机能力是负的。因此,这些结果对投资者把握市场时机的能力没有提出多少有力的证据。也许这也是正常的:如果掌握市场时机的投资者能获得大量的收益,那么很难想象这个近似有效的市场会不抵销这些投资技术。

为具体说明如何检测市场时机存在性,让我们回到表 14—4。把资产组合 P 与 Q 的超额收益对市场的超额收益及其平方进行线性回归,即有:

$$r_p - r_f = a_p + b_p(r_M - r_f) + c_p(r_M - r_f)^2 + e_p$$

$$r_Q - r_f = a_Q + b_Q(r_M - r_f) + c_Q(r_M - r_f)^2 + e_Q$$

我们得到下列数据:

估 计	资 产 组 合	
	P	Q
阿尔法(a)	1.77(1.63)	-2.29(5.28)
贝塔(b)	0.70(0.69)	1.10(1.40)
时机(c)	0.00	0.10
R-SQR	0.91(0.91)	0.98(0.64)

括号中的数字是表 14—4 中进行单变量回归所得的估计结果。这些结果表明资产组合 P 不存在市场时机。至于这到底是因为投资者没有在好时机时付出努力,还是因为这种努力都徒劳无功而只增加了不必要的资产组合方差,我们不得

而知了。

资产组合 Q 的回归结果却表明。它的市场时机掌握是相当成功的。市场时机系数 c 的估计值为 0.1, 表明投资者成功地把握了时机, 但所带来的利益却被不明智的股票选择给抵销了。值得注意的是, Q 资产组合的阿尔法值已由不存在市场时机而变更资产组合成分情况下的 5.28% 降到了现在的 -2.29%。

由于传统业绩评估要求固定均值和固定方差的假设, 因此上面例子同样说明了这一假设不合理。市场时机的把握者通过适时地进入或退出市场, 从而不断地使贝塔值和收益均值发生变化。尽管推广的回归方程体现了这一现象, 但传统的证券市场线(SCL)却忽略了它。如果注意到资产组合 Q 相对于 P 来说既有时机选择的成功, 也有股票选择的失败, 那么在这两种价值没有正确评估出来之前, 就要比较资产组合 P 或资产组合 Q 的优劣还是很难的。不过对于业绩评估来说, 最重要的一点就是推广的回归方程能够体现资产组合万分变化的效应, 因此, 在一定程度上它使传统的均值—方差指标复杂化了。

第 15 章 共同基金的监管

第 1 节 1940 年《投资公司法》的适用范围

《投资公司法》要求每个投资公司都要向美国证券交易委员会登记备案,而且对已登记投资公司及其相关人员的行为规定了许多限制。

《投资公司法》规定,投资公司是主要进行证券投资、再投资或交易的实体或者是进行这些业务并且其 40% 的资产是投资于证券的。

一、投资公司类型

尽管也可以按照信托、合伙或其他方式成立共同基金,但美国大多数投资公司是按照公司的方式组织的。该法规的第四条规定把投资公司分为三类:(1)发行固定收入债券式证券的面值凭证公司(Face-amount Certificate Companies);(2)向投资者提供固定投资组合收益的单位投资信托公司(Unit investment trust);(3)其他类型的投资公司。都可以列入管理公司行列(Management Company),它们是最重要的一类

投资公司。

在《投资公司法》的第五条的 a 款和 b 款中又把管理公司细分为开放式和封闭式公司、分散投资和非分散投资公司。而开放式基金就是平常所说的共同基金。如果一家投资公司的 75% 投资组合中,持有单个公司的证券不超过投资公司资产的 5%,或者不超过该公司的现有外投票权的 10%,那么这家投资公司就属于分散投资类。

二、适用范围

《投资公司法》的第 3(c) 条 3—13 款中规定该法不适用于银行、保险公司、储蓄和贷款协会、财务公司、慈善基金、免税养老基金。但是,如果银行或保险公司公开发行回报率随着证券基金的业绩情况而变化的投资方案,那么它们也要受到该法的约束。

第 2 节 基金活动的监管

一、登记和报告要求

《投资公司法》的第十条规定投资公司必须通过向证券交易委员会注册登记申请,说明其投资方针和其他指定信息。第三十条规定,注册公司必须向证券交易委员会提交年报。第三

十一条规定投资公司要保留指定账目和记录。

二、保护投资者的资产

为了防止投资公司侵吞或滥用投资者的财产,投资公司的所有证券必须交由银行或证券交易所会员托管。

三、资本结构

除了证明银行贷款的票据外,开放式基金不能发行任何高级证券(债券或优先股)。封闭式基金不能发行超过一类的债券或优先股。任何注册管理公司都不得发行购买其发行证券的优先权和认购权。只有净资产值超过 10 万美元的投资公司才能公开发行证券。

四、股息

除非用书面方式说明支付股息的资金来源,发放股息的资金只能来源于累积未分配净利润或当前、上一财务年度的净收入。美国税务局第 852(a)(1)项税务法规中规定为了避免对基金公司的收入和股东收入双重征税,投资公司必须把正常应税收入的 98% 作为股息发给投资者。

五、投资行为

投资公司不能进行证券的信用交易、卖空证券或参与联合交易账户。投资公司不得将其总资产的 25% 用于承销证券。除非经过多数具有投票权的股东的同意,投资公司不得借入资金、发行高级证券、承销任何证券或买卖房地产或商品、发放贷款、改变有关投资重点和分散投资的投资策略或改变经营性质,从而不再是一个投资公司。

与信托公司、保险公司和其他机构投资者不同,投资公司不受谨慎人规则(Prudent Man Rule)的约束。如果投资的效益很差那么基金经理也不承担任何责任。但是如果基金经理没有执行其在销售材料或政策声明中规定的投资管理和监督,那么将受到证券交易委员会的处罚。

第 3 节 管理和控制

一、股东、董事和管理人员

投资公司发行的所有股票应享有平等投票权,禁止投票信托行为。除了投资公司的组建法规赋予的投票权外,投资公司的股东有权对以下事务进行投票表决:投资策略的变化、批准投资顾问协议、选举董事会空缺职务的人选、以低于资产净

值的价格销售封闭基金公司的基金单位和聘请独立公共会计师。

《投资公司法》中包含许多为了确保董事和管理人员尽职尽责和董事会的独立性而设计的条款。该法律规定由于违背证券交易法规而被定罪的人在十年内不得担任董事、官员或其他特定职务。

为了确保董事会上能够反映独立的意见,规定董事会中的 60% 的董事不得是公司的利益相关人 (Interested Person)。但是无销售费基金是一个例外,这类公司只要求董事会中有一名非利益相关董事。利益相关人一词是 1970 年修订案中引入的,它是对关联人一词的拓展。关联人指的是对投资公司具有直接控股权的人员或投资公司的投资顾问。利益相关人除了包括关联人以外还包括任何经纪商或交易商、任何在过去两年内担任投资公司顾问的人员、关联人的直系亲属和证券交易委员会认定的在过去两年内其他任何与公司或其主要管理人员之间存在重要商业或职业关系的人员。

二、投资管理报酬

大多数公司是由自己的管理人员在董事会的监督下管理公司事务,而投资公司尤其是共同基金公司通常与一个被称为投资顾问的组织签订协议,向其支付管理费,由投资顾问来负责提供所有咨询和管理服务。而在实际中,通常做法是由投资顾问机构发起设立共同基金,把它作为公司的外壳,从而把众多小投资者的资金汇集起来。而投资顾问机构可能是合伙

制、私有或公众持股公司。

为了确保投资公司股东不被投资顾问架空,《投资公司法》中规定投资顾问必须按照书面协议工作。这一书面协议最初由股东投票通过,并且每年由投资公司董事会审批。

《投资公司法》第 36 条规定增加了一个条款,它规定由于投资顾问从提供服务中获得报酬,所以应被视为具有代理义务。投资顾问的这个义务在证券交易委员会的裁决或者基金公司股东提出的上诉案中可以强制实施。尽管有关这一修订的国会报告中提到了导致这一立法产生的新发展,但是并没有规定顾问代理责任的内容。但是规定,如果提高费用不能给投资公司带来利益,即使经过股东的同意也不得提高管理费。为了确保投资公司的董事会充分地考虑顾问费,1970 年修订案增加了 15(c) 条款,它规定顾问协议的修改或续签必须得到多数利益无关董事通过。利益无关董事有义务要求获得评估协议条款所必需的合理信息。

三、投资公司与关联方之间的交易

对投资公司控股的人员可能会滥用权力,他们可能要求投资公司按照对自己有利而有损公司利益的价格向其购买或出售证券。因此,除了一些十分有限的例外情况,《投资公司法》中的 17(a) 条中规定投资公司的关联人、主承销商不得与投资公司进行证券或其他财产买卖交易或者从投资公司拆借资金。但是在 17(b) 条款中又规定证券交易委员会在接到申请后,允许以下情形免受 17(a) 条中规定的禁止行为的约束。

这些情形包括(1)交易公平合理而且任何相关人没有通过不正当手段获得好处(2)符合投资公司的政策(3)符合《投资公司法》的宗旨。根据这些标准,证券交易委员会要求关联方之间的交易不仅对投资公司而且对所有相关人都是合理的。

第 4 节 基金份额的销售和费用

如前所述,基金可以分为封闭式基金和开放式基金。封闭式基金和其他一般公司一样一次性地向公众发行固定数量的基金单位。而开放式基金则持续地按照当前的资产净值和投资者要求不断发行和赎回基金单位。共同基金由可以再分为付销售费基金和无销售费基金。付销售费基金是通过券商或自己的销售中介来发售基金份额的,同时要收取最高为发行价 8.5% 的销售佣金或销售费。无销售费佣金通过邮寄等方式按照基金单位的资产净值直接出售基金而不收取任何销售费。基金单位的主承销商必须在书面协议的约束下进行业务活动,这一书面协议至少每年要由基金的股东或董事们审批一次。

1. 信息披露要求

1933 年的证券公司法也适用于投资公司,但是需要进行某些修改。《投资公司法》的第 24(b) 中规定,共同基金必须把补充招募说明书的宣传材料提交给证券交易委员会备案。为了便于共同基金投资者比较不同基金的费用,1988 年美国证券交易委员会修改了信息披露表格形式,要求所有基金都在

招募说明书中的显著位置列出标准费用报表,其中将显示1000美元投资在将会承担的管理、销售和其他费用。

2. 价格限制

(1)封闭式基金的价格限制。

为了防止现有股东的利益被稀释,《投资公司法》的第23(b)条中规定在未得到多数股东同意的情况下,禁止按照低于资产净值的价格发行基金单位。由于封闭式基金的基金单位在交易所内通常是以大大低于资产净值的价格折价交易的,因此这一规定使封闭式基金式基金很难增发基金单位。

(2)开放式基金的价格限制。

《投资公司法》第22条包括一套复杂的开放式基金或共同基金向公众出售基金份额时的发行价格限制。《投资公司法》第22(a)条授权全国券商协会实施计算券商从基金购买基金单位的价格规则,券商然后再将基金单位出售给公众。这样做是为了防止股权稀释以及禁止对不同申购者或基金单位持有者实行歧视待遇。

《投资公司法》第22(d)条规定基金必须按照招募说明书规定的价格销售基金单位。为了防止投资者承担过高的销售费用,同时又能使交易商和经纪商获得合理的报酬,证券交易委员会授权全国券商协会制定销售费的上限。1976年1月1日,根据这一公平准则,该协会最终规定销售费的上限为8.5%。

《投资公司法》的12(b)条中规定除非符合证券交易委员会的规则,禁止共同基金担任自己发行的基金单位的销售商。在1980年以前,这一条款有效地限制了基金公司承担任何销

售基金单位的费用,即这些费用将由承销商从其收到的销售佣金中支付。而无销售费基金则是由基金管理公司来支付销售费。1980年,证券交易委员会实施了《投资公司法》12b-1规则,它允许在符合基金董事和股东批准的方案的前提下,基金可以自己担任其发行基金份额的销售商并承担全部或部分销售费用。随后,许多公司开始滥用12b-1费方案。证券交易委员会已经对把基金资产用于与销售无关支出的基金管理公司提出了上诉,而且全国券商委员会禁止12b-1费费率超过25个基点的基金宣称自己是无销售费基金。

第 16 章 美国的退休计划和基金业

第 1 节 退休金计划(Retirement Plan)简介

一、退休金计划(Retirement Plan) 兼具机构性和零售性

作为基金的销售渠道之一,退休金计划(Retirement Plan)兼具机构性和零售性。其机构性表现为基金单位首先是由雇主购买,由雇主来决定通过退休金计划雇员们能够得到哪些基金或基金复合体(Fund Complex)。其零售性表现为实际上基金最终是出售给众多参加养老计划的大众的,他们最终决定从退休计划所提供的共同基金或其他投资工具中选取哪些来投资。

多年来,保险公司和银行在退休金计划市场中一直占据支配性地位。但是近几年,共同基金公司在这个市场中的地位日益增强,份额也逐步扩大。共同基金之所以能够取得成功与确定出资计划(Defined Contribution Plan)的兴起日益取代确定退休金计划(Defined Benefit Plan)有密切关系。这一现

象堪称美国金融市场发展的最重要趋势,同时也开始在世界各地出现。确定出资计划的发展使得股权通过共同基金分散到数以百万的新投资者手中。在这一过程中,投资者也越来越关注共同基金和证券市场。

二、确定退休金计划(Defined Benefit Plan)

在确定退休金计划中,退休福利通常是由一个计划时间表来决定的。该时间表是根据参加者工作年限以及退休前几年的平均工资确定的。雇主(有时是雇员)定期向确定退休金计划注入资金。由雇主或其投资管理人负责决定确定退休金计划的投资方向,而雇员对投资决策是没有任何发言权的。如果向确定退休金计划缴纳的资金及其确定退休金计划资产的投资绩效加起来不能满足该计划所规定的退休福利安排,那么雇主必须补足差额。如果负责为确定退休金计划出资的雇主破产了,那么该退休计划的参加者一定能得到福利,只是从由养老福利担保公司管理(Pension Benefit Guaranty Corporation 缩写为 PBGC)的联邦保险计划中领取微薄的基本福利(Basic Benefit)。如果雇员终止与发起确定退休金计划的雇主的之间的雇佣关系,那么通常情况下雇员很难取走自己在确定退休金计划中应得的那部分资产。

三、确定出资计划(Defined Contribution Plan)

与此相反的是,在确定出资计划中,通常由参加者决定要

向计划缴纳多少资金,雇主的出资额通常是按照雇员出资的一定的比例来确定。在确定出资计划中,由雇主确定该计划所包括的一系列可供选择的投资工具,但由雇员们自己决定各自账户的具体投资工具。退休福利金的多少是由出资额和参加者所选投资工具的收益情况所决定的。在确定出资计划中,雇主没有义务为雇员们提供某一确定水平的福利,其责任仅限于要缴纳某一选定水平的出资。如果由于雇员选择的投资工具收益不佳导致退休福利低于期望水平,那么他也只能用这笔福利勉强生活。如果雇员辞职,通常他能够把其退休计划投资账户的全部或部分资产转移到他的个人退休金账户(Individual Retirement Account 缩写为 IRA)。该账户是由金融机构负责来管理的。

四、401(k)退休计划

确定出资计划的最普遍方式是 401(k)退休计划,其名称来自内务法案(Internal Revenue Code)的一个条款。1998 年 401(k)计划参加者的税前递延限额为 10000 美元,随后可以根据通货膨胀指数上涨。额外出资如雇主的配比出资或雇员的税后出资应该保证总出资额不超过 30000 美元和个人收入 25%二者中较低的一个。401(k)计划是公司型机构采用的,除了 401(k)计划外还有其他形式的确定出资计划。如可以供市政府实施的 457 计划、供非营利机构如大学、医院实施的 403(b)计划。这些退休计划在出资和其他要求等方面与 401(k)计划有差别。

在实施 401(k)退休计划中,雇主可以任意选择备选投资工具的数量。但是为了享受劳动部规定的安全港(Safe Harbor)的所提供的益处,必须至少提供三种核心投资工具。安全港规定只要雇主提供了合理的备选投资工具及充足的相关信息,那么他对雇员所选投资工具的性能概不负责。满足劳动部规定的安全港要求的三种投资备选工具在资产级别上必须具备多样化而且在风险收益特性方面应有实质的差别。这三种投资工具的典型的实例如下:①一支货币市场基金或其他低风险的投资工具如银行存款或保险公司提供的固定收入合同;②收入型投资工具如政府或公司债券基金;③分散投资的股票基金。

大多数 401(k)计划以几支股票基金或债券基金、一支安全性较高的货币市场基金或由专业人士管理的收入型投资组合及雇主公司的股票作为备选投资工具。共同基金比银行集体信托基金和保险公司的混合账户更具吸引力。原因在于:第一,这些信托基金和账户通常是私人投资工具,而且无法每日对其进行估价。而共同基金却能使投资者根据报纸公布的价格信息每日进行购买和赎回。第二,大规模的基金复合体所提供的股票和债券基金的范围要比大多数银行和保险公司所提供的投资工具更为广泛。而且,共同基金的管理人开发出专门针对退休计划参加者需要而设计的新投资产品。例如随着参加者年龄的变化而改变债券和股票组合的生活方式基金(Lifestyle Fund)。第三,基金的发起人为了改善和参加者之间的沟通而投入了大量的资源。尤其值得一提的是,基金的直接销售商把其在货币市场基金上运用的技术和经验移植

到了退休计划领域。

现在的明显发展趋势是向参加者提供更多的投资选择工具。一些大公司目前提供属于同一基金复合体的 20~30 种基金。其他一些公司要求共同基金扩展其 401(k) 计划所提供的基金,使其不仅包括该基金公司的基金而且包括属于其他基金复合体的基金。随着可选投资工具的增加,401(k) 计划的参加者越来越需要有关退休金财务规划的建议和指导。

为了鼓励雇员们了解其投资工具,劳动部(Department of Labor)发布了关于教育材料的解释公告。该公告允许共同基金的发起人和其他 401(k) 计划的服务提供者向参加者传播教育材料,但是这些材料并不构成投资建议。根据监管私人养老金的主要联邦法规雇员退休保障法案(Employee Retirement Security Act)的规定,投资建议的提供者要承担额外法律责任。在提供共同基金的 401(k) 计划中,雇主除了要求基金发起人提供可选投资工具外,还要向退休计划参加者提供教育材料和簿记服务。最近,雇主还请求共同基金的发起人为医疗保险计划和发放工资提供行政管理支持。

随着大公司对服务提供者的要求越来越苛刻,401(k) 计划业务的费用的下调压力越来越强烈。几乎所有销售给 401(k) 参加者的基金都是无销售费用基金,即使带有销售费的基金在销售给退休计划时也对销售费给予豁免。这样,共同基金来自退休计划投资者的收入主要依靠投资咨询费和过户代理费。而且雇主通常向共同基金单独支付簿记服务和其他行政服务费用。例如,一些共同基金的发起人成立了信托公司为 401(k) 计划提供托管服务。

五、针对小公司的 SIMPL 401(k)

与大公司不同,大多数小公司以前并未向其雇员提供任何退休计划。尽管小公司在设立退休计划时可以享受到各种优惠,但是它们仍然抱怨这些计划带来了很高的成本,而且在遵守政府有关退休计划的规定过程中要面临许多繁文缛节。1996年,国会对此做出了响应,创建了雇员储蓄激励配套计划(Savings Incentive Match Plan For Employees SIMPL)。这是一套确定出资计划,专门适用于员工少于100人的小公司。从1997年开始合格的公司可以选择建立雇员储蓄激励配套401(k)计划(SIMPL 401(k))或雇员储蓄激励配套计划个人退休账户(SIMPL IRA)。它们的设计出发点都是为了使费用比传统退休计划低,同时管理工作比传统退休计划少。

如果雇主和一家合格的金融机构(包括共同基金发起人)签订了合约,那么它每月都要代选择参加计划的雇员向该机构支付服务费。雇主必须在为参加退休计划的雇员进行有限的配合出资和为所有雇员提供最低出资二者中选择一种方式。参加储蓄激励配套计划的雇员可以在金融机构中开设自己的退休金账户并在其可选投资工具中进行选择。雇员直接与金融机构打交道,该机构向雇员提供储蓄激励配套计划要求的全部报表和服务。

六、确定出资计划账户的资产划拨到其个人退休账户(401K rollover to IRA)

几年前,美国国会通过了一个法案,该法案鼓励离职的退休计划参加者把他们的确定出资计划账户的资产划拨到其个人退休账户中,而不是把资产提取出来消费掉。该法律规定除非离职的雇员把提出的资产直接转移到一家合格金融机构的账户,否则退休计划的管理者要预扣员工退休计划资产的20%。合格的转移在退休计划参加者确实从个人退休账户提取资金用于消费之前不需要缴纳所得税。这些税收激励再加上人口结构的变化、提前退休现象的增加,致使共同基金个人退休账户转移市场急剧膨胀。到了1996年底,转移资产占个人退休账户所持有的共同基金资产的38%,总计6320亿美元。

七、后端税收优惠的新型个人退休账户(Roth IRA)

最近,国会通过放松传统个人退休账户前端税收折扣的条件和创造出一种享受后端税收优惠的新型个人退休账户使共同基金的个人退休账户市场重新活跃起来。80年代初,当所有美国人都可以享受个人退休账户税收减免时,基金发起人积极地把个人退休账户作为一种零售产品推销给个人投资者。1986年后,国会对参加雇主提供的退休计划的纳税人享

受个人退休账户税收减免规定了严格的收入界限。投入个人退休账户的资金急剧减少,基金也消减了用于宣传该账户的预算。1997年国会通过了新的规则,规定即使参与雇主提供的退休计划年收入低于50000或夫妻年收入低于80000美元的纳税人在向个人退休账户出资的当年可以享受2000美元的全额税收减免。但是,退休后支取出资金额及由此产生的收入时必须交税。现在年收入为95000美元以下的纳税人可以每年向后端个人退休账户每年最多存入2000美元。尽管在向后端个人退休账户出资的当年不能享受任何税收减免,但是如果资产在这些账户中持有5年并且在59.5岁以后由于其他符合规定的原因而支取,那么这些资产所产生的收益就不必纳税。

第2节 401(k)计划

一、退休养老计划的演变

1974年,美国通过了退休员工收入保障法案(Employee Retirement Income Security Act [ERISA])。此后,养老保险计划就逐渐由确定退休金计划(Defined Benefit [DB])转化为确定出资计划(Defined Contribution [DC]),特别是诸如401(k)和员工持股计划(Employee Stock Ownership Plan [ESOPs])等新出台的确定的出资计划。确定退休金计划是指在

员工退休之时为其提供某一特定水平退休金的养老保险计划。计划书中具体规定退休金金额，金额通常为该员工薪水的一定百分比。而员工的薪水水平又是由员工退休时的年龄及其为该公司服务的年限共同决定的。由于雇主受合同约束在员工退休时必须为其提供确定水平的退休金，因此雇主在选择投资方式为该项养老保险计划提供融资时，该项投资的业绩优劣将直接关系到雇主的利益，而且雇主将为此承担所有风险。如果投资带来了收益，那么雇主在确定退休金计划下的风险水平将有所降低。另一方面，如果投资失败，那么雇主在该计划下的风险水平将有所增加。

与之相反，确定出资计划并没有允诺在员工退休之时为其提供确定水平的退休金，而是通常由雇主从员工的工资中提出确定比例的金额（现金购买计划 [Money — purchase Plan]）或者从公司利润中提出确定比例的金额（利润分享计划 [Profit — sharing Plan]），并将其过入到为每一雇员设立的退休金账户中。员工的退休福利即为该员工退休之时其退休金账户中的数额。这样，该计划的投资业绩风险将完全由员工承担。优良的投资业绩将会增加其福利；反之，不良业绩将会减少其福利。

确定出资计划远远超过了确定退休金计划的增长幅度。这几十年来，确定出资计划的种类和参加者的数目都与日俱增。在 1975 年到 1991 年间，确定退休金计划的实际参加者略有下降，从 2720 万下降到 2610 万。而实际参加者中的有资格的员工比例却从 87% 下降到 62%。私营企业的确定退休金计划的总数在 1975 年为 10.3 万，在 1983 年达到其高峰 17.5

万,然后到1990年下降到11.3万。相反,确定出资计划的总数却从1975年的20.8万上升到1991年的60.9万,差不多为原来的3倍。确定出资计划的实际参加者也从1975年的1120万上升至1991年的3630万。

公司的确定出资退休计划的发展是惊人的。1983年,确定出资计划下的资产占到了所有私营企业养老金总资产的30.6%。到1993年,这个数字为43.3%。2000年达到了52.8%。

然而,确定退休金计划和确定出资计划下的资金的差异,比较其参加者和计划种类的差异来说则更为惊人。确定出资计划下的出资额从1980年的235亿美元上升至1991年的821亿美元,其中1991年中的525亿美元都来自401(k)计划。确定出资计划出资额的巨幅增长应该归功于401(k)计划的推广。否则,1991年的确定出资计划下的出资额仅为296亿美元。

确定出资计划得以迅速增长的原因不一而足。比如,原来一贯提供确定退休金计划的有工会组织的制造业公司对劳动力的需求有所下降,而服务行业的非工会组织的小公司则对劳动力的需求越来越旺盛,而它们通常提供的是确定出资计划。另外,随着跳槽现象日渐频繁,员工更需要可以“随身携带”的灵活的福利计划。确定出资计划比确定退休金计划要灵活的多,因为确定出资计划的参加者在其退休或因其他原因解除雇佣合同时,便可一次性的获得福利。

此外,税法和美国联邦立法,自退休员工收入保障法案(ERISA)开始,就使得维持确定退休金计划变得更为昂贵和

复杂,而员工到手的福利也更薄了。在退休员工收入保障法案(ERISA)生效之前,雇主为其员工退休金计划融资仅仅是道义上的责任而非法律上的义务。而退休员工收入保障法案(ERISA)则在法律上强制性地要求雇主对包括确定退休金计划在内的许多类型的退休金计划进行融资。这样,越来越多的雇主都开始采用确定出资计划,因为在该计划下,雇主只要替员工将确定金额的款项划拨到特定账户中即相当于履行了其法律义务。同时,确定出资计划还将雇主风险完全转移到了雇员身上,这样若员工退休之时其退休金账户上的金额不足以维持其退休后的生活,责任完全由员工自己承担。

1978年的美国收益法案中税法的变更,也促使了公司确定出资退休金计划的进一步发展。该法案授权雇主可以采用一种新型的确定出资利润分享计划,即我们所熟知的401(k)计划。该计划允许员工通过将其年薪的一定百分比作为退休金的方式,使得应税收入总额变小。其出资额并非作为该员工的收入在当期纳税,而是一直保留在员工的个人账户上直到其退休,终止服务或其他特殊情况出现为止。

因为401(k)计划中的出资额实际上是员工自愿选择的延期支付的工资,所以员工也有权选择其账户中资金的投资方式。在401(k)计划下,是由员工而非雇主来为其投资承担所有风险,并且也是由员工来选择使用何种投资工具来为其账户提供融资。

401(k)计划还有一个好处,就是它比其他许多退休金计划都更为灵活。每一位有资格的的员工都可以自由决定每年存入其退休金账户的金额,因此在员工背景多元化的公司中

401(k)计划颇受欢迎。从公司的角度来说,401(k)计划比较之用其他确定出资计划来说成本也是最低的。因为其他的确定出资计划都要求其雇主代表所有有资格的员工预提资金。而即使401(k)计划的员工参与比例较高,也并非所有有资格的员工都会参与,这样就降低了雇主的整体出资水平。

二、401(k)计划的增长态势

401(k)计划的增长态势是惊人的。1978年以前401(k)计划还没有出台,而到1985就已经有1030万参加者,累计出资额也已经达到了1050亿美元。80年代中期,401(k)计划也越来越流行,由确定退休金计划转向为确定出资计划的趋势也加剧了。1983年,只有3%的全职工人参与401(k)计划而有47%的工人参与其他种类的退休金计划。而到了1993年,上述百分比分别变为27%和33%,其中有10%的工人同时参与401(k)计划和其他种类的计划。401(k)计划的实际参加者占确定出资计划实际参加者的比率也从1983年的16%上升到了1986年的1/3,到1993年达到了1/2。同期,401(k)计划下的资产数额也从15%上升到了44%,近乎在10年间翻了3倍。

与其他类型的退休金计划相比,401(k)计划还算是个新生事物。1978年的收入法案将401(k)条款加入了美国国税局(IRS)的法令中,并从1979年12月31日开始生效。但是401(k)计划并未得到广泛的应用,直到1981年美国国税局出台明确的法规前,401(k)计划仅适用于提供该计划的公司的员

工。在该计划下,参加者可以选择在税前的基础上延期获得其部分收入,并将其委托与信托基金直至退休。赋税也将在领取退休金之时再行缴纳。由于可以抵减部分税收,因此 IRS 对该计划的参加者进行了限制。只有在员工退休、计划终止、财务危机或残疾等情况下,员工才能在 59 周岁半之前提取其退休金,否则需交纳一定的罚金。其罚金数额为总退休金的 10%,外加所欠的收入税。

就 401(k) 计划和个人退休账户计划对家庭户的储蓄的影响进行了广泛而深入的研究。他们的结论是,上述两种计划是其他种类的个人储蓄方式的有益补充而非替代方式。这当然不是说 401(k) 计划和个人退休账户计划并非是用于个人储蓄,而是说它们通常被用于有目的的储蓄。1980 年,个人退休账户和 401(k) 计划仅占退休金储蓄计划的不到 5% 的份额,而有雇主提供的确定退休金退休金计划却占到了 59%。到 1988 年,情况有所改观,个人退休账户和 401(k) 计划的份额上升到了 47%。1986 年的税法改革法案对个人退休账户法案为中等到高收入者提供赋税方面的利益进行了限制,使得 401(k) 计划击败了个人退休账户计划成为了税前个人退休金计划的主要形式。个人退休账户计划自 1986 年以后不断萎缩,而 401(k) 计划却持续得到长足的发展,其资金在 1991 年已达到 525 亿美元。上述研究指出个人退休账户计划下的储蓄并没有转到 401(k) 计划下,只是 1986 年的税法变革阻碍了个人退休账户计划的进一步发展。许多家庭户都将其半数以上的家产置于 401(k) 计划之下。近年来,401(k) 计划的参加者不断增多,而且多数的家庭户在退休之际除了社会保障

和由雇主提供的退休金福利之外并无其他类型的金融资产，这些都表明上述这些退休金计划将在为退休员工提供经济保障中扮演重要的角色。

1989年到1991年间，确定出资计划的增长幅度接近2%，其迅速增长的势头有所减缓。尽管1989年到1991年间，401(k)计划的数目持续快速增长，但其参加者及资产的增长速度在1990年到1991年间都低于其他任何种类的退休金计划。80年代中后期401(k)计划的迅速增长是因为在大中型企业中的广泛应用。到了90年代，大中型企业的扩张速度减缓，401(k)计划在这一细分市场也已达到饱和，很难再实现高速增长。

在大型公司里，401(k)计划通常都是建立在对原有的利润分享计划进行修改的基础之上。确定退休金计划是其主要的退休金计划，401(k)计划仅为补充。参加者在1000人以上的计划中有2/3都是补充计划。

在规模较小的公司里，401(k)计划则较为流行。1990年后的401(k)计划中参加者不到100人的计划几乎占了一半。而且小公司通常都将401(k)计划作为其主要的员工退休福利计划。

据估计，有21万家公司为其雇员提供401(k)计划，2400万有资格的员工中有1800万参加了该计划。401(k)计划允许员工延期取得其收入，并且其储蓄是在税前回报率的基础上进行累积，这些优势都使得401(k)计划成为退休金方案中发展最快且广受欢迎的方案之一。自1984年起，该计划下的资产以每年27%的速度增长，1993年达到了4750亿美元，1999

年达到了1万亿美元。75%的有资格员工参加了该项计划。参加比率的高低与计划的规模大小密切相关。规模较小的计划(参加者通常都在100人以下)参加比率也较低,参加者在4000人以上的计划其参加比率也较高。

1992年美国劳动部颁布的新规则也为401(k)计划以及利润分享等其他种类的确定出资计划的进一步发展铺平了道路。退休员工收入保障法案(ERISA)中的404(c)条款规定,确定出资计划的提供者可以通过给予参加者自行控制其401(k)账户中资产的投资去向,从而免除其维持确定出资计划的委托责任。雇主只要遵守404(c)法规的要求,就没有任何信托责任,因为所有的投资决策都是由参加者自己做出的。

三、401(k)计划的现状

美国劳动大军的各个阶层都需要为其退休作打算。然而在大公司里,就更需要富有创新并且切实可行的退休金方案作为现有的确定退休金计划的有益补充。在小型的公共部门和教育等非盈利部门,退休金计划还没有普及,但是却越来越受欢迎。

公司的确定出资计划通常包括利润分享计划,股票奖励计划,现金购买计划以及401(k)计划等。1974年,美国退休员工收入保障法案(ERISA)中对401(k)计划进行了界定。401(k)计划是指包括现金或延期收入方案(Cash Or Deferred Arrangement [CODA])在内的利润分享方案。尽管CODA和401(k)计划是同义词,但前者已很少用到。

有指标表明,规模较大的 401(k)计划已经达到饱和状态,中小规模的 401(k)计划成为该市场新的增长点。

尽管行业内有不同的划分方法,我们将参加者在 200 人以下(或资产额在 500 万美元以下)的退休金计划称之为小规模计划;将参加者在 200 人至 1000 人之间(或资产额在 500 万至 2500 万美元之间)的退休金计划称之为中等规模计划;将参加者在 1000 人至 5000 人之间(或资产额在 2500 万至 25000 万美元之间)的退休金计划称之为大规模计划;将参加者在 5000 人以上(或资产额在 25000 万美元以上)的退休金计划称之为超大规模计划。

各种规模的退休金计划的提供者都已成为经验丰富的主顾,他们要求更高的产品质量,量体裁衣的个性化服务以及更多的可供选择的投资方案。这样就必须加大在系统、技术和人力资源方面的投资力度。富达投资公司(Fidelity Investment)、先锋集团(Vanguard Group)以及 State Street Bank & Trust(SSB & T)是共同基金的强有力的竞争对手。这三家公司都有意在上述方面进行投资以坚守其业已占领的市场份额。他们操纵了近 2460 亿美元,相当于 31%的 401(k)计划下的资产。仅富达投资一家公司就占到了 15%。

四、共同基金成为 401(k)市场的主力

401(k)计划使得雇主将退休计划的部分负担转嫁到了员工身上。这样,员工自行为其退休计划注资并再三考虑该资金的投资去向就显得至关重要。由于员工自行为其投资决策

负责,他们有权获得有关投资的信息。退休计划的参加者都希望有多种投资方案以供选择,希望更为频繁的注入资金,以及获得及时和全面的信息。退休金计划的提供者也逐渐认识到共同基金在其中所起的作用。共同基金可以为他们提供一流的组合证券投资职业经理,多元化的组合投资方案,量体裁衣定制的证券投资组合,符合退休员工收入保障法案 404(c) 条款规定的多元化方案,必要的簿记和咨询服务,同时还为其计划参加者提供培训。

共同基金特别适合于以参加者为中心的确定出资计划。多年来,共同基金声名鹊起,赢得了不少投资者的信赖。800 号码的设立以及与股东沟通的加强,都使得投资者可以更为方便地接近共同基金。共同基金为投资者提供了多种投资选择,并且投资者通过电话每天都可进行赎回和购买的交易而没有任何限制。另外,共同资金还能为退休金计划的参加和提供必要的培训。

因此,近年来退休金计划的提供者和参加者对共同基金的需求都由大幅增长。自 90 年代以来,401(k) 下的资产越来越多地投资于共同基金,其市场份额也不断扩大。这并不仅仅是因为共同基金加大了其宣传力度,更为重要的是保险公司中的一些独立的 401(k) 账户也转到了机构共同基金的名下,商业银行中的一些混合 401(k) 账户也转到了共同基金名下。

退休金市场对共同基金行业的重要性不言而喻,前者也是后者资产及收益获得可持续发展的关键。因此,共同基金已有向以退休金为导向的行业发展的趋势。共同基金中近 1/3 的资产都划在了个人及机构退休金账户下,而 401(k) 计划是

退休金账户的主要组成部分。

第 3 节 基金管理公司在 401(k) 计划市场的集中程度

401(k)市场的竞争态势愈演愈烈。正如上文指出的那样,退休金计划的提供者要求更高的产品质量,量体裁衣的个性化服务以及更多的可供选择的投资方案。若不在系统、技术和人力资源方面加大投资力度以满足以上要求,就可能在竞争中处于劣势。

401(k)计划的资产集中程度很高。前 20 名公司管理的 401(k)资产占到了整个市场的 77.2%,资产总额达到了 8000 亿美元。而前 10 名公司管理的资产更是占到了 55.8%。前 20 名公司是有 11 家投资公司(共同基金、机构投资公司以及某些经纪人公司),6 家保险公司和 3 家银行。

富达投资公司仍然保持 401(k)市场领导者的席位,其管理下的资金在 1996 年底达到了 1200 亿美元。1996 新增的计划就达到 1000 个,1995 年为 900 个。1996 年有大约 100 项计划的资产超过了 1500 万美元。其余规模较小的计划或者直接售出,或者转手给第三方的中介公司。

富达投资公司 1996 资产的大幅增长,不仅是因为他开辟了全新的服务业务,而且还得益于该公司与联盟公司交易的显著增长。后者是指公司通过与其他服务提供商签订正式合约而获得资产。401(k)计划的新主顾包括壳牌石油(Shell

Oil)、联合技术公司(United Technologies Corp.)以及英特尔公司(Intel Corp.)。壳牌石油公司将其价值 70 亿美元的确 定出资计划中的绝大部分投资管理业务,以及监管、簿记和托 管的职责都外包给富达公司来管理。

先锋集团是 401(k)市场中仅次于富达公司的第二大公 司。其 401(k)资产总额约为 683 亿美元。在大规模计划市场 上,公司成功的树立了低成本的共同基金管理者的声誉,同时 也被认为是高端服务的提供商。尽管该细分市场上的许多竞 争对手公司都在出台各种为公司整体定价的投资方案,先锋 公司以分散管理账户、混合产品和机构共同基金等形式为其 客户提供广受欢迎且成本较低的方案。与其最接近的两个竞 争对手相比(富达公司和 SSB & T),先锋集团还未涉足退休 金整体外包(Total Benefit Outsourcing)领域。

SSB & T 处在第三的位置,其资产约为 584 亿美元。与先 锋集团类似,SSB & T 也是通过分散管理账户、混合产品和机 构共同基金等形式为其客户提供低成本方案。公司在超大规模 市场上业绩不俗。SSB & T 还通过组建合资公司从而涉 足退休金整体外包市场。

401(k)市场得以快速增长的驱动力之一是最 终用户——计划的参加者对一些著名公司的认同。有句老话说得好, 选择 IBM 的采购经理决不会被解雇。这句话用在这里最为恰 当不过。许多公司都倾向于采纳富达、先锋、美林以及 T. Rowe Price 等公司提供的方案,这些公司的大名就足以激起 员工的参加热情。

激烈的竞争使得 401(k)计划的提供者们不得不提高其

知名度。尽管有外溢效应的存在,公司可以通过投资顾问以及其他中介公司提高知名度,许多 401(k)计划的提供者必须采取其他有效措施提高知名度。行业公开出版物,诸如 P & I、机构投资者(Institutional Investor)以及计划发起人杂志(Plan Sponsor Magazine)等都是接近公司高层决策者的途径。但是,其代价也是高昂的。在 P & I 这样的双周刊上做整页彩色广告费用是每期 15000 美元。

第 4 节 基金管理公司对 退休计划参加者的教育

随着 401(k)市场竞争的日益增强,与雇员之间的交流沟通将会带来极大费用压力。人们要求基金的销售者提供经常而且深入的交流,同时又不能给退休计划发起人或参加者增加费用负担。努力扩大市场份额的基金公司首先要认识到教育在其设计的方案中的重要性,因为通过教育可以使自己的方案有别于竞争对手。

以 70%为参照标准,那么近 1/3 提供 401(k)计划的公司的市场占有率是低渗透率的(Under-Penetrated)。大约有 20%的 401(k)计划渗透率达到了 90%到 100%,但大多数的渗透率介于 80%到 89%之间。加强对雇员的教育和宣传,从理论上说应该能够提高参加率并且为教育提供者带来更多利润。根据最近 Buck 咨询公司进行的调查显示,不为员工提供有关退休计划教育的雇主所实现的参加率平均为 77.5%,而

提供教育的雇主能达到 79.1% 的参加率。表面上看,这二者在参与率上差别不大,但是它们的盈利能力却有惊人差别。那些参与率高出仅 1.6% 的 401 计划提供者能使每一参与者参与计划 20 年的净现值提高 13540 美元,这足以表明教育在退休计划中的重要性。

沟通中采用的素材朝着更具个性化、满足个人需求的方向发展,这促使许多退休计划的发起人和提供者采用十分广泛的方案。这些方案包括对参与者进行细分、提供顾问服务和对服务区别定价。有的公司甚至通过教育专家的辅助来增强与雇员之间沟通的效果。

对参与者进行细分是设计员工教育中的重要环节。退休计划的发起人和提供者越来越多地运用该手段来确定各个雇员群体的不同需要并解决单个人所担心的事宜。他们通常是根据一些人口统计资料,如年龄、收入水平、退休金目标、投资习惯和种族进行市场细分。运用细分可以安排招新会面时间、确定核心参与者群体及开发教育工具。

美国速递公司(American Express)把细分工作做到了极致,它把投资者分为 44 个不同群体。尽管,可以把大多数投资者分为 5~6 个大类,但该公司声称其分类方法可以确定每个群体的显著行为特点。例如,东海岸移民者对视频教育反映最为敏感,因为它们是视频服务的第二大租用者。

计划发起人贝尔通信研究公司(Bell Communication Research)对投资者行为的细分方法是对那些没有妥善进行投资活动的人更为重视。贝尔以那些 40 岁以下把投资集中于现金的和 40~65 岁之间把其一半以上的退休计划资产投入在

现金上的人们为其培训对象。为了设计教育策略,梅隆德雷费斯公司(Mellon's Dreyfus)还特地聘请消费者心理学家来评估参与者的投资态度。

通过“斯卡德大学”方案,斯卡德公司(Scudder)将其细分方法运用到综合401(k)计划培训工作中。斯卡德公司的课程涵盖了由浅到深的概念,并且根据对每个公司具体教育需要的评估组织了一系列论坛。各公司培训的时间差别很大,有些公司每年只进行几天的培训,而有些公司却安排了一到两周的培训课程。除了标准的“使你成为培养者”培训方案外,斯卡德的课程还包括“退休前论坛”、“国际投资入门”和“您想离职吗”。

斯卡德把雇员们分成三大类:超前消费者、储蓄者和投资者。针对每个群体运用许多交互式多媒体工具和组织论坛以培养人们的有计划消费的意识 and 促使人们认识到进行储蓄用于退休后生活的必要性。针对超前消费者,主要通过运用多媒体工具来宣传长期投资的必要性。斯卡德的退休计划优化方案(Retirement Plan Optimizer)能够指导储蓄者如何实现最大投资效益。老道的投资者可以利用退休蓝皮书(Retirement Blueprint)。这是一个交互式的软件包,通过它可构造任何可以想象到的假设情况。

目前,越来越多的退休计划发起人和提供者在培育退休计划教员。担当教员的雇员必须接受有关退休金投资基本原理的培训,他们在组织中处于战略地位。

英格索尔兰德(Ingersoll-Rand Co.)是一家设在新泽西州的生产企业。该公司培训了120名雇员来担任教员。这些

人占其 17000 名退休计划参加者的 1% 左右。他们负责组织培训讨论会并教育其同事们。斯卡德大学中也包括一个教员方案。斯卡德公司根据员工的感兴趣程度和沟通能力从公司各部门中选出一些雇员作为计划倡导者,然后对他们就退休计划中的复杂问题进行培训。

绝大多数大规模退休计划提供者都提供软件包来帮助退休计划参与者确定各自的退休金需要。富达财务规划系统 (Fidelity Financial Planner) 是一套创新型综合退休金和财务软件包。它是与富达公司与 (Intuit) 公司共同开发出来的。英迪尔特公司是著名的财务规划软件 Quicken 的开发者。富达财务规划系统除了提供标准退休金规划和模拟工具外,还可以让参加者从 Quicken 系统中导出财务资料,从而创建个性化财务规划。富达财务规划系统也使雇员们能够通过因特网访问 401(k) 计划的信息。

富兰克拉塞尔公司 (Frank Russell) 为其退休计划参加者提供了一套以咨询为导向的方案即生命点方案 (Life Point Program)。它的技术含量较低,是基于书面的方案。它能向参加者提供退休金投资信息,帮助他们制定退休金计划,而且指导参加者选择一套适合自己需要的投资工具。生命点方案为发起人提供了可定制的雇员教育方案、召开雇员会议做演示用的幻灯片、信息简报以及季度报告。

许多投资计划提供者现在通过把雇员教育作为一种独立的服务进行定价从而实现对各种服务区别定价。CIGNA 公司为其 401(k) 发起人提供 Price Waterhouse 公司涉及的专业理财培训服务。通过应用个人财务分析,退休计划发起人可

以获得更为详细的退休计划参加者财务状况信息。这些信息是通过问卷方式获得的,内容包括退休计划参加者的资产和债务、保险需求、教育融资需要和房产规划要求。Price Waterhouse 公司中有许多顾客服务专家,他们可以回答参加者的提出问题。储蓄计划报告(The Savings Plan Report)是由 CIGNA 和 Price Waterhouse 联合提供的。该报告分析 401(k)计划参加者的储蓄率和投资模式并把它们与退休收入目标进行比较。同时该报告还考虑到了 401(k)计划以外的收入来源,如社会保障和其他退休后的收入来源。分析结果是建立在员工所在公司及 CIGNA 所提供数据的基础上。

为了充分利用自身的顶尖级资金管理人地位,J.P. 摩根也提供了一套沟通和教育方案。J.P. 摩根向一些重要的客户提供培训服务,这些服务包括附属材料和柜台投资咨询,这些柜台上的顾问都是经过特别培训的人士。

401(k)市场中的个人财务规划服务以多种方式出现。其中最通常的方式是提问者为投资者建议特定的资产级别分配方案。在根据风险和时间为参加者制定了投资建议后就产生了基金的投资组合模型。计划参与者并不是放弃了对资产的随意控制权。通常由计划参与者来支付这些服务的费用,但是有些情况下计划的发起人承担这笔费用。

基金咨询公司(Fund Quest)是一家总部在波士顿的退休计划和资产配置咨询公司。最近该公司推出了向针对参加 401(k)计划参加者的教育方案——个人退休计划分析(Personal Retirement Analysis)。该方案是作为一种独立的服务,通过 401(k)计划提供者提供给计划参加者的。该方案运用软

件来配置资产、储蓄预测和根据参加者的特定目标和风险承受能力来分析退休收入缺口。使用个人退休计划分析的退休计划提供者根据参加者人数向基金咨询公司支付服务费。

底特律的普尔特房地产公司(Pulte Home Corp.)是美国第二大住宅建筑商,该公司最近请睿智财务公司(Acumen Financial Inc.)为其提供服务。由睿智财务公司向每一位退休计划参加者提供个人财务报表。该报表包括了雇员的年龄、薪水、目前在401计划中的出资额及投资策略,因而极具个性化特点。对普尔特公司退休计划参加者的调查表明77%的人在拿到财务报表之前,并不了解自己的退休需要。

美国西部公司(U.S West Inc.)也向其员工提供类似服务,该公司通过银行家信托公司(Bankers Trust)来分析雇员们目前的退休金账户情况。银行家信托公司创建了一套方案,其中包括内容广泛的培训材料。同时该方案还包括建立在西部公司提供的三类基金(保守型、激进型和适中型)基础上的三类投资组合,供不同投资者根据自身的偏好和需要来选择。退休计划发起人并不提供具体的投资建议,从而避免了责任问题。

Smith Barney 是首先积极倡导为401(k)退休计划参加者提供个性化资产配置服务的公司之一。这些参加者是限制性退休计划市场的一部分,这个市场涉及到严格的信托责任事宜,如退休员工收入保障法(ERISA)的相关规定。为了得到劳动部的批准,公司必须遵守特定的规章条款,包括修订费用结构以使 Smith Barney 公司没有建议成立专有基金的动力。Smith Barney 公司咨询服务部门的新资产中大约有

33%是来自非个人退休账户限制性计划。

斯卡巴拉弗集团公司(Scarborough Group, Inc.),一家明尼苏达州安娜伯利斯的资金管理公司则采取了更为激进的方法,该公司监控并且亲自为退休计划参加者的退休账户进行投资配置决策。斯卡巴拉弗集团公司要求退休计划参加者签订一份协议,规定雇主对投资绩效不佳不负任何责任。斯卡巴拉弗集团公司为通用汽车、美国电话电报公司(AT & T)、贝尔大西洋公司(Bell Atlantic)和美国西部公司(U.S. West)的员工们管理其401(k)计划的资产。

为了满足401(k)参加者对投资建议的需要,财务顾问们建立了一套理财顾问网络来提供咨询建议服务。许多发起人运用财务顾问是起源于财务顾问和高级管理人员之间的个人财务关系的。

总部在波士顿的财务咨询网络(Financial Answers Network)组织了一个注册财务规划师(Certified Financial Planner)网络,用来提供专业咨询服务,并把服务推销给确定出资计划的发起人和提供者。财务咨询网络与发起人一起帮助退休计划参加者安排退休计划出资和资产配置。通过电话、简报和报告提供广泛的投资指南。

劳动部是禁止退休计划发起人提供投资咨询服务的,为此财务咨询网络向退休计划发起人提供补偿并且承担该网络所属注册财务规划师所提供的投资建议的相关责任。财务咨询网络的所有财务顾问都是注册投资顾问,并且至少有3年以上的从业经验。

退休计划的发起人数据编译公司(Data Translation)允

许雇员们与注册财务规划师签订 3 个月的财务规划方案。该方案包括面谈咨询服务和无时间限制的电话咨询。参加者可以从数以千计的注册财务规划师中进行选择。

401(k)论坛(401(k)Forum)向退休计划参加者提供资产配置建议的方式较为先进。它是为每个投资计划发起人客户设置个性化的网页界面,而不是面对面的会谈。注册到该网页的参与者先要回答一份有关风险承受力的问卷,然后由计算机模型进行打分,最后该模型提出最佳资产配置方案建议。该方案中还包括一个教育培训模块。

杜克大学(Duke University)在 1996 年与 Smith Barney 公司接洽,希望该公司向 403(b)计划参加者提供咨询服务。Duke 大学多年来一直提供传统的投资培训,但是发现这还不够。为了建立财务规划方案,Smith Barney 公司首先评估了杜克大学提供的 200 种基金,然后根据其风格把它们分成具体的资产类别。在参加者完成投资者基本状况问卷后,斯密司巴林公司对问卷的结果进行分析并且提出具体的建议。该服务还包括电话咨询、监控以及每年进行更新以向雇员们展示如何在年末重新安排资金。

第 5 节 退休计划的有关法律和法规

一、社会保障改革(Social Security Reform)

在华盛顿,受到人们最多关注的退休计划问题是社会保

障体系改革。有关该问题的争论曾经只局限在学术界和经济学家之间,但是目前该问题已经成为全民关注的焦点。人们无根据而且不负责任地断言社会保障系统将面临破产。再加上政府不能够有效地与广大人民沟通这一问题,结果人们对社会保障体系的信心日益下降。根据雇员福利研究院(Employee Benefits Research Institute)的调查,大约79%的工人对社会保障体系能否维持与目前相同的福利水平缺乏信心。

对社会保障体系进行整顿以减小赤字的必要性是无庸置疑的。到2011年,第一代生育高峰期出生的人将达到退休年龄。社会保障信托基金目前拥有5500亿美元的资产,预计2018年将能达到28000亿美元。但是到那时,由于向退休人员支付的资金大于流入社保体系的资金,因此资产规模将会减少。如果对此不采取措施,信托基金将会走向枯竭,其收入将只能满足福利开支的3/4。

社保体系改革建议也是数量繁多五花八门。一些立法者声称他们可以通过把生活费用增长率调整到目前水平来消除预测赤字。其他人建议采取更为激进的方法,比如建立类似于401(k)的方案来对从工资中提取的出资进行投资。大多数建议都主张至少要把信托基金资产的一部分投资于股票市场。目前信托基金是投资于长期政府证券的,实现的实际收益率仅为2.3%。而从历史上来看,股票市场的投资收益为7%。支持把社会福利基金的投资转向股权市场的人们声称,即使只把这笔基金的一小部分投资到股票上,也能够很轻松地消除赤字。

但是,对政策最具影响力的工作是社会保障顾问委员会

(Advisory Council On Social Security)对社会保障体系的研究结论。该委员会一致建议把社会保障税的一部分用于投资股市以提高投资收益,该建议使许多人感到吃惊。该委员会的研究坚持认为私人投资对于维持社会保障计划的长期偿付能力以及国家储蓄率和经济增长来说都是至关重要的。

与约定出资最相关的建议是建立与目前的 401(k) 结构类似的自主账户。该建议主张个人应该能够把自己工资税收一部分转到个人储蓄账户并把这笔钱投入到其选择的投资工具上。该计划的目的是为了满足不同个人获取更高收益和对其退休储蓄拥有更大控制权的潜在要求。

社会保障资产流入股市的可能性极大。预计到 2015 年流入股市的资金将为 12000 亿到 42000 亿美元。资金管理人、银行和保险公司都积极地为社会保障基金能够流入股市游说。如果以每年 0.5% 的咨询费来计算,到 2015 年投资管理行业的年收入可达 60 到 210 亿美元。

各公司对此的反应也有所不同。美国速递公司(American Express)、美国国际集团(American International Group)、阿莱克斯布朗(Alex Brown)和 Quick & Reilly 出资赞助了关于社会保障私有化的研究。

二、雇员储蓄激励配套计划(Savings Incentive Match Plan)法案的影响

在选举年政策以及取得退休金计划立法进展的愿望推动下,美国总统和国会终于达成协议,为小公司雇员提供了参加

401(k)计划的可能。雇员储蓄激励配套计划法案是在 1995 年的 8 月底作为最低工资法的一部分写入法律条文的。雇员储蓄激励配套计划法案的目的是为了向雇员人数不到 100 人并且尚无养老计划的公司提供一套低成本而且容易管理的退休金计划。符合条件的公司可以选择雇员储蓄激励配套计划个人退休金账户(SIMPLE IRA)或雇员储蓄激励配套计划 401(k)(SIPMLE 401(k))计划。该新法案 1997 年 1 月 1 日开始生效,它也适用于享受免税待遇的组织。

与传统 401(k)计划相比,SIPMLE 401(k)有很多优点。它的报告要求少一些并且比 SARSEPs 灵活性更强,而且没有传统 401(k)计划的管理负担。

起初各机构争取这部分未开发的低成本 401 类型的退休计划市场的热情很高,但是由于提供退休计划的小公司数量十分有限,这种热情也渐渐地冷却了。批评者认为 SIPMLE 繁杂的雇员出资条款大大掩盖了其低成本和高度灵活的优势。法律规定公司必须把雇员出资的 3%作为管理简化的交换。其他一些减弱 SIPMLE 对小规模退休计划发起人吸引力的因素包括对退休人员立即分发 100%的退休金、如果提前支付退休金要缴纳高达 20%的罚金、参加者的可推迟缴纳的金额很低,只有 6000 美元,而非 SIMPLE 的 401 计划、SEP 和 SARSEPs 的推迟缴纳金额可以达到 9500 美元。而且法律还规定一旦公司雇员人数超过 100 人以后必须转化为传统 401(k)计划。

SIPMLE 计划能否成功的关键在于作为托管人的组织如共同基金管理公司、银行、保险公司和经纪公司是否能够把该

计划积极成功地推销给小规模公司。金融服务业最初的反映是非常不积极的,对 SIMPLE 401(k)计划更是漠然。共同基金管理公司对简化的个人退休金账户计划前景更加关心。简化的个人退休金账户(IRA)计划使那些雇员人数少于 50 人感觉自己被退休计划所遗忘了的公司获益匪浅。

SIMPLE IRA 计划使小公司能够为每个雇员提供个人退休金账户。SIMPLE IRA 计划包含了所有 SIMPLE 401(k)计划的好处,同时给予计划发起人更大的灵活性。雇主们必须搭配所有参加者的出资,但是对于雇员们来说这要低于 SIMPLE 401(k)计划要求的最低法定出资。富达、T. Row Price 和 MFS 计划引入 SIMPLE IRA 计划。养老顾问们对雇员储蓄激励配套计划法案感到疑虑,他们对这类计划尤其是 SIMPLE 401(k)的盈利能力表示怀疑。SIMPLE 401(k)要求行政长官或福利顾问仍然必须审查计划的文件。

富达最近推出了一种 SIMPLE IRA 计划,其特点是具有多种投资选择(包括为老道投资者提供的自主佣金选择权)。同时,为退休计划发起人组织了一个尽职尽责工作努力的客户服务小组。富达 SIMPLE IRA 共同基金组为参加者提供了十种经过细心挑选的无销售费用基金供其选择,其中包括最近才引进的富达自由基金(Fidelity Freedom Fund),它是一种投资于其他基金的基金。选择富达 SIMPLE IRA 计划佣金选择权的小企业主可以购买富达共同基金及其基金网络方案中的基金。此外,参加者也可以选择投资于股票、债券、定期存单和美国国库券。

富达公司还举行讲座向对选择退休计划感到困惑的小企

业主传授退休计划知识。之所以要对雇主进行培训主要是由于调查表明雇主对雇员储蓄激励配套计划法案缺乏了解。讲座时间为一个小时,是在富达公司的分支机构进行的,由退休计划协调人负责主持。每次讲座的与会者平均为 40 人。

三、退休员工收入保障法案(ERISA)条款 (ERISA Regulations)

退休员工收入保障法案(ERISA)404(c)条款规定,如果退休金计划的参加者行使了其计划下资产的“控制权”,则退休金计划的提供者无需为参加者运用该资产进行投资所产生的任何损失负责。1992 年美国劳工部也颁布了相应法规,要求退休金计划提供者所提供的退休金计划,其控制权应赋予该计划的参加者。但上述要求并非是强制性的,退休金计划的提供者若没有遵循上述要求,劳工部和计划的参加者也不会对其采取任何不利措施。只不过在这种情况下,退休金计划提供者就必须为参加者的投资决策所产生的任何后果负责。404(c)条款的规定对所有以参加者为中心的退休金计划都适用,包括 401(k)和利润分享计划。该条款自 1994 年 1 月 1 日起生效。

退休员工收入保障法案(ERISA)404(c)条款要求退休金计划必须能够为参加者提供多元化的投资选择,并允许参加者至少每季度更改一次投资决策。每一种退休金计划必须至少提供 3 种拥有不同风险收益水平的投资备选方案。参加者有权获悉足够详细的信息以做出其投资决策。即使退休金计

划的提供者遵循退休员工收入保障法案(ERISA)404(c)条款,他们也有责任为其计划的参加者挑选适当的投资工具并对其进行监督。同时,若计划的提供者没有对参加者进行适当的指导,则对其损失也应付有一定的责任。

第 6 节 基金个人退休账户 市场的出现和发展

一、个人退休账户在 80 年代推动了基金业的发展

个人退休账户扩展了基金市场并且推动了基金业在 80 年代的发展。1982 年退休计划实现自由化以后,基金个人退休账户资产在基金总资产中的比重每年都在上升。目前,这一比例为 9%左右。

基金个人退休账户的数量也增长飞速。例如在 1981 年末,基金个人退休账户占总基金账户不到 3%,但是到了 1987 年的 4 月,这一比率飞速上升到 1/3。基金个人退休账户数量增加的速度要快于资产增长速度,这是因为基金持有人每年在其个人退休账户中的投资受到一定的金额限制,但是对其所开立账户却没有任何数量限制。

正如整个基金业那样,基金个人退休账户的资产和账户数量得益于 80 年代美国股市的大牛市。股票和债券市场创历史高收益吸引了那些原来只投资于定期存单、储蓄账户和货币市场基金的投资者。这些投资者大都是厌恶风险的,但是由

于他们知道其个人退休账户的投资活动是长期的,所以能够承受市场的短期波动。同时其他更有经验的投资者为其基金个人退休账户开立了额外账户,这也推动了基金业的发展。

二、目前个人退休账户市场上基金管理公司是主力

通过考察市场份额,我们会发现共同基金成功地吸引了投资者的个人退休账户。在1987年,个人养老账户投入共同基金的金额为721亿美元占有所有个人养老账户资产的22.6%。与1982年个人退休账户刚刚放开管制时相比,共同基金的市场份额提高了一倍。

共同基金在个人退休账户市场成为主力也给自身带来了某些市场变化。其他金融机构如银行、储蓄机构和保险公司现在开始与基金展开了竞争。这些机构之所以开始认识到基金是重要的竞争对手的部分原因是由于基金个人退休账户的成功。这种成功损害了储蓄和其他竞争机构的利益,它们也认识到基金能够迅速适应市场条件的变化。

基金市场份额的上升为基金行业提供了建立关系顾客(Relationship Customer)基础的机会,所谓关系顾客指的是持有不止一个账户的股东。随着最初对基金比较陌生的股东通过其个人退休账户经验对基金越来越熟悉他们可能购买更多的基金份额。而且,一旦开立了个人退休账户大多数投资者在以后各年中都会增加投资,许多投资者会在退休前一直持有基金份额。

三、许多投资者通过个人退休账户 第一次了解了共同基金

个人退休账户的普及使许多投资者了解了共同基金。现有的个人退休账户所有者中有一半是在1980年以后才首次购买共同基金的。而在同一时期没有开立基金个人退休账户的股东只有1/3首次购买基金。在个人退休账户刚刚放开管制的1980到1982年期间,这一差别尤为明显。这些年里基金个人退休账户所有者中初次购买基金投资者所占的比例是没有开立个人退休账户的投资者中这一比例的两倍。这一时期中许多初次购买基金的投资者是受到了货币市场基金较高收益率的吸引。

个人退休账户也对向已经拥有基金或曾经购买过基金的投资者销售基金起到了促进作用。另一半基金个人退休账户的持有人在1980年以前就首次购买了基金。他们可能已经拥有某支基金然后再为其个人退休账户再买另一支基金,或者他们以前曾经拥有某支基金随后赎回了,最近才为个人退休账户买入基金。

四、目前全部基金持有人中一半以上 拥有基金个人退休账户

对目前的基金持有人来说共同基金是一种非常受欢迎的

个人退休账户投资工具。54%的股东拥有基金个人退休账户。其余45%的股东没有开立基金个人退休账户。他们或者是拥有投资于其他金融工具的个人退休账户,或者根本没有开立任何个人退休账户。

1984年进行的调查发现人们不开立个人退休账户的主要原因。这里的个人退休账户既包括基金个人退休账户也包括其他任何种类的个人退休账户。两个最重要的原因是缺乏投资于个人退休账户的资金和个人退休账上的存款不能够在退休之前一直冻结。

受调查人们提出的不开立个人退休账户的一些其他的原因包括:人们的储蓄有其他使用目的、不具备开立个人退休账户的资格和不感兴趣。以上这些原因说明某些人口因素和生活方式等因素会影响人们是否开立个人退休账户的决定。

五、基金持有人的基金个人退休账户 在其全部基金资产中占有显著份额

调查表明到1996年这些IRA持有人的基金个人退休账户的平均金额为12000美元。总的来说这笔资金占这些股东基金资产中位数的近1/3,全部金融资产的11%。

持有基金个人退休计划的股东投入共同基金的资产在其全部金融资产的比例为37.3%,而所有基金持有者中这一比例仅为32.7%。这是由于他们把更多资金投入到了基金个人退休计划,同时也是由于他们拥有的总资产总体上要低于所有

基金持有人的资产。这一趋势与基金个人退休账户持有人的
人口构成情况相吻合。说的更明确一些,基金个人退休账户持
有者正处于其资本形成期,许多人仍然是在利用其该账户来
为其退休生活进行储蓄。

第 17 章 机构投资者：并不愿意 积极参与公司事务

第 1 节 成本—收益分析

大多数机构投资者并不希望积极参与和干涉公司事务。机构投资者对股东积极性的所采取的方法是非常简单的：它们考虑采取积极参与公司经营活成本的成本和相应收益。

一、股东积极参与的成本—收益分析

机构投资者作为代理人有责任努力实现投资者的目标。尽管这些目标是有差别的，但通常情况下投资者把存款交给机构投资者管理的目的是为了获得比自己投资更高的收益、通过间接拥有分散投资的证券组合而降低风险，并且投资者希望维持一定的流动性。由于机构投资者要承担实现客户目标的责任，因此它们决定其是否积极参与持股公司的事务时要看是否有助于实现这些目标。只有在积极参与给客户带来的期望收益能够超过期望成本时，机构投资者才会采取积极参与行动。

二、衡量积极参与的收益

投资组合中的股票价格的上涨是机构的投资者从积极参与中所获收益的最佳度量。其次，公司利润的增加也是重要度量指标。而利润的提高最终也会带来股价和股息的增长。

但是积极参与的结果比不参与易于解释的。许多机构投资者积极参与的形式是努力为公司建立更合理有效的监督和管理制度。而且如果在机构投资者干涉公司事务之后，公司的股票价格上涨了，我们还是很难确定这到底是否由于干涉行为所引起的。

三、衡量积极参与的成本

机构投资者的成本收益分析的成本方面主要是要考虑积极参与行为所给机构投资者和它们的客户带来的费用支出。这些费用在很大程度上受到基金管理人和基金的董事会之间签订的投资顾问协议所规定的义务以及美国证券交易委员会1992年对代理规则进行的修改的影响。

在投资顾问协议中通常没有规定由谁支付机构投资者即基金公司代表基金持有人进行积极参与活动的费用。有时基金经理可能会除了向客户收取咨询顾问费以外，对基金再加收一笔费用。例如，积极参与可能需要雇佣外部专家如评估师。通常情况下诸如和公司董事举行会谈所花费的差旅费等费用包括在顾问咨询费之中。

但是,大多数费用安排方案假定基金管理公司将会以消极股东而不是其所投资公司事务的积极参与者的身份出现。共同基金的年顾问费费率(管理费)平均为 70 个基点,而业绩费用最高为 10~20 个基点。即这笔费用不包括基金管理人积极参与投资公司事务产生的相应费用。而风险投资基金的顾问费率通常是由 1%~2% 的基本费再提取 10%~20% 的利润。风险投资基金在制定这种更高管理费率时假定风险投资基金的经理人将会积极地参与其投资组合所包含公司的经营。

通常机构投资者能够较为准确合理地估计积极参与的相关费用。其中包括向 SEC 提交代理申请材料、印刷、邮寄和宣传这些材料的费用、支付给律师和各种顾问的职业服务费。同时积极参与还会耗费高层管理人员大量时间和精力。如果投资组合中的公司控告机构投资者违背代理规则或串通行动,那么不论诉讼判决结果如何,都会给机构投资者带来高昂的诉讼费用。美国证券交易委员会新制定的代理积极参与规则中降低了诉讼的威胁和必须提交的文件的数量要求,这大大降低了机构投资者积极参与公司事务的费用。根据新规则,机构投资者只要不向股东们索取代理权就可以和任意数量的股东们讨论投票问题。新的规则还允许机构投资者无需向所有股东邮寄代理声明而可以向几个大股东索求代理权。尽管新规则可以使机构投资者处理代理事务时无需进行大量开支,但是它仍然没有解决免费搭车者问题。机构投资者花费大量的金钱才使公司改变其策略,但是不仅机构投资者的客户而且所有的股东都会从中获得好处。

第 2 节 积极参与争取什么

通过运用成本收益分析法,机构投资者可以对投票表决事务(Voting Issues)和代理干预(Proxy Intervention)采用的方式进行排序。对投票事务的排序需要按照机构投资者的客户的潜在收益作为标准。

一、股价

从客户积极参与公司事务中能够获得的最大潜在收益是他们能够可能直接影响股价的事务进行投票表决。如果机构投资者通过积极参与公司事务能够引起股价的上涨那么其客户将能获得经济利益。例如,1987年,汇丰银行当时持有 Marine Miland 银行的多数股票,它希望以支付现金的方式购买少数股东持有的股票,从而兼并 Marine Miland 银行。富达投资公司认为汇丰银行的开价太低,因此它自己雇佣了评估师并向 Marine Miland 银行的独立董事特别委员会提出异议。在其干预下,汇丰银行把购买价格提高到每股 13 美元以上,这样富达基金和 Marine Miland 银行的所有股东共计多收入了 1200 万美元。这是机构投资者积极参与公司事务提高股价从而提高收益的典型例子。

二、反收购措施

一个公司执行反收购措施时通常会使其股价下跌。为了避免这种不利的价格变动,根据成本收益分析,机构投资者通常会准备投入一定的资源来反对其投资的公司实施反收购措施。但是有一种反收购措施是一个例外,这就是毒丸策略(Poison Pill)。公司通常能够证明在一段限定时间内需要采取这种防范措施。雷森(Raytheon)公司和联合高速公路公司(Consolidated Freightways)与机构投资者通过非正式方式达成协议,这两家公司将在以后几年的某一指定日期取消毒丸策略(Poison Pill),而且除非获得多数股东的同意不会再实施这一反收购措施。

三、高级管理人员的报酬安排问题

和公司财务业绩状况相挂钩的报酬方案往往有利于提高股东的利益,尽管其对股价的影响并不像反收购措施那样直接和明显。因此机构投资者通常会投票支持和业绩相挂钩的报酬方案而反对和业绩不联系的方案。

四、监管公司治理结构

优化的监管公司治理结构如建立单独的审计方案、报酬方案、全部由独立董事组成的委员会、采用股东投票权的累计

形式或成立股东特别委员会。如果首席执行官非常精明和强硬,并且报酬方案设计的较为合理,能够起到激励作用,那么公司可以不需要建立这些组织和制度。但是如果当公司发生危机、首席执行官换届或公司的经营情况在走下坡路时,这些组织将能发挥重要的作用。努力推动其所投资公司建立优化的监管组织对机构投资者的利益是有益的,应该把它作为一种长期投资理念的一部分。

第 3 节 对机构投资者积极参与的方式排序

通过运用成本收益分析,机构投资者可以对代理干预采取的方式进行优先次序排序。

一、公司控制权争夺

如果成功的话,公司控制权争夺活动将对公司的股价产生正面作用。但是由于其成本非常高昂,所以机构投资者很少发起争夺控制权斗争,而且美国法律业禁止机构投资者从夺取公司控制权中获取利益。而且机构投资者本身也缺乏控制投资组合中所包含的公司经营活动的人力、知识和经验。

二、否决管理层提议

对那些直接对股价产生影响的管理层提议,机构投资者

有时会不惜代价地进行反对。但是反对反收购措施的活动一般是由企图获取公司控制权的反对派所发起的。如果机构投资者认为获取公司的控制权并不会带来什么潜在利益,那么它们不会积极地反对实施反收购措施。而且机构投资者更不愿意积极地反对诸如报酬方案、监督程序等和自身利益并不直接相关的提议。

三、股东决议(Shareholder Resolution)

股东们根据美国证券交易委员会的程序要求可以提议股东对公司事务进行投票表决。发起股东决议费用很低,因为作为代理声明的一部分,它的费用是由公司来承担的。只要这一决议不要求代理授权,那么无需向美国证券交易委员会备案就可以通过口头方式争取股东们的支持。所以,股东提案成为机构投资者干预公司的大量事务喜欢采取的方式,这类事务包括废除毒丸措施、确定高层管理人员报酬方案中的业绩衡量指标和扩大独立董事的作用。如1987年大学退休金股票基金(College Retirement Equities Fund)提出动议要求其投资的十多家公司的股东们在下一次年会上投票表决废除毒丸措施。这一活动总共只花费了该基金不到1万美元的费用。由于其成本很小即使不能确保从中获得的收益,从成本收益分析的角度来看也是值得采取的做法。

四、非正式劝说

非正式劝说比股东决议的费用更低。非正式劝说是由希望公司的监督组织形式得到改善、改变公司的总体经营策略或解决管理层换届问题的股东们直接和公司的管理层会谈或发布公开声明。这一活动的成本只限于沟通交流费用、差旅费以及机构投资者代表花费的时间,但是其产生的收益却可能是非常大的。

五、解释信(Explanatory Letter)

机构投资者积极参与公司活动的费用最低的方式是投否决票或弃权票,然后向公司的首席执行官或董事长发一封解释信说明原因。通常情况下,如果公司认为机构投资者对公司提案的疑虑是合理的,那么它们会重新制定议案。例如,富达基金公司通常会对那些其投资的公司给予董事们对股票期权的定价和发行时间拥有全部决定权的股票期权方案投反对票。许多公司在收到富达公司表明其立场的解释信后,对股票期权计划进行了修改,在其中规定了定价和发行时间标准。

六、两种观点:收缩主义和扩张主义

1. 收缩主义

大多数公司的高级管理人员是收缩主义者。他们认为目

前机构投资者过于频繁、深入地干涉公司决策,这样会导致机构投资者企图从微观层面上管理公司事务。那些对积极参与并进行成本收益分析的机构投资者也持有同样的观点。由于机构投资者是按照消极参与的假设前提下来进行组织并收取费用的,所以由于缺乏经费,不可能积极地参与许多公司的事务。例如,1992年富达公司虽然对3000多家公司都进行了代理投票表决,但是它只积极地参与了12家公司的事务。

收缩主义认为如果机构投资者对公司管理层的决定不满意,他们可以“用脚投票”,即出售公司的股票。事实上,大多数机构投资者是这样做的,因为其无法确保积极参与所产生的收益能够弥补耗费的成本。但是,采用消极指数化策略的机构投资者不能随意出售股票,这类机构持有的股票占全部机构投资者持有总股权资产的10%左右。它们实际上是把投资组合与某个市场指数相互匹配。例如,IBM公司的股票曾经在S & P500指数中占有很大的成分。在IBM连续多年财务业绩不尽人意的情况下,那些投资组合指数化的投资机构仍然继续持有该公司的股票,而那些没有采取指数化投资组合策略的机构投资者则早已抛出该公司的股票。

指数化机构投资者会密切关注其重仓投资公司的财务业绩情况并且在其所投资公司的业绩在三到五年内始终非常糟糕的情况下会和该公司的管理层磋商讨论解决办法。由于指数化机构投资者不会轻易出售所持股票,所以他们会给公司施加压力推动其进行重大的结构调整,而不是干预其日常经营活动中的细枝末节问题。这些机构投资者成功地推动了柯

达公司、希尔斯公司(Sears)和美国钢铁公司调整其核心业务战略。

公司的高层管理人员通过实现良好的长期业绩并向机构投资者们解释其短期问题的原因可以避免机构投资者积极干涉公司的事务。

2. 扩张主义

扩张主义者主张机构投资者应该效仿日本和德国模式在公司的决策制订中发挥更大作用。大多数扩张主义者是教授、政府官员和有组织利益集团的领导。

扩张主义者主张机构投资者应该持有公司 25% 的投票权并且通过在董事会中派代表的方式细致深入地参与公司事务。他们认为这样有助于提高美国产业的竞争力。这种立场是建立在德国和日本的公司监督管理体系的基础上的,在德国和日本公司中大股东对公司经理有很强的约束力。

大多数美国公司的高层管理人士和机构投资者都反对扩张主义。如果机构投资者在美国公司中取得控制性地位那么就会违背机构投资者的分散投资实现投资组合多样化的最初目标,而且会增加遭受巨额损失的风险。只有在深入参与公司事务能够改善财务业绩时,机构投资者才愿意承担这种额外风险。但是如前所述,大多数机构投资者是不具备这方面的资源和才能。

而且积极参与公司事务还会违背投资者的流动性目标。如果机构投资者持有公司 25% 的股权那么它们很难把这么多股票脱手。而且,如果机构投资者在公司董事会中有自己的

代表,那么证券法规中有关内幕交易的限制会使机构投资者出售股票的能力受到很大的影响。机构投资者为了满足投资者赎回要求和减小某一行业的投资风险通常希望其投资具备较强流动性。

七、结论

机构投资者对其投资组合中公司的日常经营并不感兴趣,他们积极参与公司事务并不是情愿的。只有在某项行动通过了成本收益检验,机构投资者才会采取积极的行动。由于这种检验非常严格,所以在现实中积极参与是最佳策略的情形非常的少。在了解了机构投资者的行为模式后,公司管理人员就不必担心机构投资者会取得很多公司的控制权。在公司经营业绩下滑或股东们对投票决议有很大争议时,管理人员应该尽早与机构投资者进行讨论。在其他大多数情况下,管理人员可以通过向投资者们证明公司将在长期取得良好业绩并设计能提高投资者长期价值的方案来避免机构投资者积极干预公司的事务。

附 录

附录一：先锋集团的发展历程

在共同基金业中先锋集团公司是一支独特的力量，它一直非常重视创新。在发展过程中，先锋集团逐渐形成了以价值为导向的、注重实效、目标明确的企业文化。先锋公司凭借无销售费基金的低成本策略、低费用率、对客户诚实坦白、高质量服务和业绩的可预测性赢得了雄厚的市场竞争力。它的市场份额仅次于富达和美林公司排在第三位。其中，富达公司市场占有率为 10.1%，美林公司为 7.1，先锋公司为 5.5%。

先锋公司的董事长和首席执行官杰克·伯格始终坚信为了实现基金持有人的净收益率提高的目标，应该从节约成本方面入手。节约成本比以高成本为代价追求投资业绩的改善或扩大基金资产规模效果能够更有效地提高净收益率。

一、先锋公司的历史

先锋公司起源非常独特。1928 年沃尔特·L·摩根(Walter L. Morgan)和投资银行家 A·梅尔·卡尔普(A. Moyer Kulp)在费城创建了惠灵顿投资管理公司。二人把他们发起的惠灵顿基金(Wellington Fund)设计成开放式基金。当时开放基金在美国并不多见，仅有少数几家。二人禁止这支基金进行杠杆投资，而且不鼓励进行冒险活动和投机性交易。该基金

的另一特点是它不是一般的股票基金,而是平衡基金,它的投资组合中有 30% 是债券,这样就减少了基金收益率对股市状况的强烈依赖。1929 年当美国股市出现剧烈下跌时,尽管惠灵顿基金的资产也出现了下跌,但是由于投资策略较为保守,所以与其他基金相比价值跌幅要小得多。该基金在 20 世纪 30 年代不断发展壮大,1935 年该基金资产达到 100 万美元,到了 1938 年达到 400 万美元。此后一直到 50 年代以前,惠灵顿基金的规模一直不断扩大,该基金主要通过股票经纪商在全国范围内进行销售。但是在 50 年代期间,股市出现了大幅度的上涨,这样采取保守投资策略的惠灵顿基金就变得不合时宜了。虽然惠灵顿管理公司在 1958 年推出了该公司的第一支股票基金——Windsor 基金,但已经耽误了很长的时间,错过了市场机会。而且,Windsor 基金是一支成长型基金,它并没有完全满足投资者的所有要求,因为投资者在 60 年代对业绩型基金(Performance Fund)的需求程度越来越强。尽管到了 60 年代,惠灵顿基金的资产高达 18 亿美元,仍位居美国第三大基金公司,但是惠灵顿管理公司的领导们坚持认为应该采取一些重大改革举措来稳固自己在美国基金业中的地位。

二、惠灵顿公司采取的举措

1966 年惠灵顿管理公司的执行副总裁伯格面临着为公司重新制订发展战略的挑战。当初是摩根在看过伯格在普林斯顿大学时所写的关于共同基金的论文以后亲自把他招收到公司里的。到了 1966 年,很明显伯格即将接任摩根的职务。伯

格对这一策略问题采取了非常大胆的做法。他认为惠灵顿管理公司应该采取以下三个举措：

- (1)收购一支具有良好业绩表现的进取型成长基金；
- (2)让公司涉足蓬勃发展的投资咨询业务；
- (3)吸收一些聪明能干的投资经理人。

通过与 TDP & L 公司合并，伯格一举实现了以上三个目标。TDP & L 公司是一家设在波士顿的投资基金，这是一个规模较小的增长型基金，但它在当时业绩斐然。这次合并同时解决了这两家公司所面临的问题。惠灵顿管理公司在很短的时间内增加了一支增长型基金，这要比自己设立一支新基金要节约很多时间。惠灵顿管理公司还获得了 TDP & L 公司四位合伙人在投资咨询和管理方面的丰富经验和专业技能。对于 TDP & L 公司来说，这次合并将能够给 Ivest 基金带来一套一流的销售渠道体系。而在此之前，尽管 Ivest 基金业绩骄人，其销售情况却非常差。

三、内部巨变

在收购了 Ivest 基金以后，惠灵顿管理公司又发起了其他几支小规模基金，这样到了 70 年代末，惠灵顿管理的基金总数达到了 12 支。其中，惠灵顿基金在这个基金家族中仍然保持统治地位，它的资产占总资产的 60% 左右。但是在惠灵顿基金管理公司新增销售额中，该基金仅占 5%，而赎回达到了总量的一半以上。

合并以后伯格担任了惠灵顿管理公司的总裁和首席执行

官。而且还担任每一支基金的董事长。根据联邦法律的规定，每一共同基金都应该设立董事会，这些董事们必须与管理公司相互独立。惠灵顿管理公司也有自己的董事会，仍由伯格担任董事长一职。

但是，随着时间的推移，事实越来越表明该合并并没有产生双方预期的效应。Ivest 基金的业绩在下滑，而惠灵顿基金的销售状况也没有改善，而且伯格和 TDP & L 集团之间的出现了矛盾。根据合并协议的规定惠灵顿管理公司的董事会已经被 TDP & L 公司所控制。1974 年 1 月，该董事会辞退了伯格。虽然伯格因为被自己的公司所解雇而感到非常的痛心，但没有被这突如其来的打击所击垮。他开始组织反击，去了各个基金的董事会进行游说，劝说董事们仍然留任他做各支基金的董事长。他辩论道：一家巨型基金公司由一家基金管理公司来运营实在无道理可言。为什么不建立自己的基金管理机构，完全从基金投资者的利益出发来开展经营业务活动。基金董事会中恰好有充足的非惠灵顿公司董事，结果独立地做出了决策，决定采纳伯格的计划。

四、一个全新的企业——先锋公司的诞生

由于惠灵顿管理公司希望保留它的名称，所以它管理的基金家族需要取一个新的共用名称。所以在 1974 年的 9 月，创立了先锋集团。先锋管理公司的最初职能是负责基金的日常行政管理，即：投资组合的会计核算、管理基金持有人的记录和相互沟通联络并且监督遵守共同基金有关法规的情况。

这些工作看起来非常琐屑平常,没有什么激动人心的地方。惠灵顿管理公司仍然负责基金的投资顾问工作并且管理负责销售基金的批发商,而这两项职责在基金业务中是最重要的。

惠灵顿公司和新成立的先锋公司之间的关系必然发生变化。当初基金销售额下降推动了伯格被解雇,这一现象在惠灵顿公司出现巨变后仍然在持续,而且整个基金业的销售额也在下降。在70年代的中后期,基金业一直处于赎回超过申购的局面。

五、指数基金

1976年先锋公司推出了基金业的第一支指数投资基金——先锋500指数基金,该基金试图模拟S&P500指数的业绩表现。起初该基金销售情况非常糟糕,到了1976年年末只筹集了1400万美元。华尔街投资领域的其他公司对先锋公司宣扬的指数基金可以和积极管理的基金取得同样的业绩这一观点非常反感,这是指数基金起初遭受冷遇的主要原因之一。人们对先锋集团和伯格大肆指责,认为它们甘愿接受平庸,投资策略过于保守与美国人的风格格格不入。

六、向无销售费基金转化

1977年2月,在经过一场马拉松式的董事会会议后,先锋集团的董事会以7比4的投票表决通过了今后将对该集团所有基金采取无销售佣金策略。从此取消了基金持有人支付

给经纪商的销售佣金,先锋集团自己负责基金的销售工作。

尽管先锋公司立志要自己进行销售工作,但是取得美国证券交易委员会的批准却并不是件容易的事情。当时,证券交易委员会召开了自1940年《投资公司法》颁布以来最长的听政会,最终还是拒绝了先锋公司的申请。但是先锋公司对申请进行了修订,结果在第二次申请后得到了批准。批准是直到1981年才通过的,但是在等待批准期间证券交易委员会同意先锋公司进行基金销售工作。

随着先锋公司逐渐锻炼直接向投资者大众销售基金的技巧,它也在增加基金产品的数量,在1977年到1980年期间该公司推出了八支新基金。

七、固定收入基金转向内部化管理

先锋公司深信至少在某些固定收入基金中,高回报率的秘诀在于降低成本。1981年,先锋公司把对它的货币市场基金和市政债券基金的管理进行了内部化。先锋公司自己为这些基金提供投资顾问,并且将严格按照提供顾问服务所耗费的成本收费。当然公司对成本实行了严格控制,这充分地体现了先锋公司始终以基金持有人利益为重的特色。

和其他大型基金公司一样,先锋基金在80年代大力增加基金品种,通过建立专门化股票基金、专门化固定收入基金、免税基金等基金实现了基金数量增长3倍。这些基金的实际目的大多是为了提供稳定的可预测回报率。

一些基金包括大部分固定收入基金是由先锋集团负责实

施内部低成本投资顾问职能。而其他基金仍然由一直提供投资管理服务的惠灵顿管理公司进行投资顾问工作。但是,对那些新成立的更专门化的基金则由先锋集团挑选新的管理公司来进行管理,这些公司原来与先锋集团没有任何关系。到了1992年,先锋集团共雇佣了13个外部管理公司,朝着成为自身股票基金的管理公司管理者方向发展。

在推出新基金时,先锋基金将考虑是否可以节省雇佣的研究和管理机构的昂贵支出,如果某支基金相对来说具有很强的共性,那么先锋基金将自己进行管理。对于必须由外部投资顾问管理的基金,先锋公司将努力通过谈判争取降低投资顾问费。

八、先锋公司的组织和文化

1974年先锋集团的成立在美国共同基金业中是非常独特的。在历史上,它是首家按照成本收费以基金持有人的利益为宗旨的基金公司。尤其值得一提的是,先锋公司是由其所管理的基金的持有人共同所有的,它实现的业务利润最终将返还基金本身,而不是管理公司所有者。尽管大多数共同基金公司努力获取利润,但是先锋公司的经营目标却是降低成本,以增进基金持有人的利益。

通过员工激励计划,先锋公司进一步加强了降低成本工作。公司员工将根据先锋集团为基金持有人节省的成本获得奖金。而成本的节约额是实际发生的费用与按照行业平均水平计算的费用之间的差额。所以如果成本节约程度越高,那么

员工获得的奖金就越多。

先锋公司的另一个重要的特色是它一直坚持坦白诚实地向投资者披露信息。例如,伯格给投资者的报告中会坦白地说明某个基金业绩滑坡情况并分析其原因。相反,如果某支基金由于某个行业的超常表现而取得超常业绩,伯格会在报告中通知投资者,明确地告诉他们这种收益有可能难以持续。总之,先锋基金的报告尽量使投资者了解基金的潜在风险。可以说,先锋公司一直非常注重向投资者真实坦白地披露信息,决不弄虚作假夸大事实欺骗投资者。

伯格认为许多共同基金都在利用复杂的招募说明书来掩盖成本。例如,共同基金在基金刚刚设立时可能会提供费用减免的优惠,但是当基金已经成立开始正式运行以后,就会提高费用,使费用往往超出预先承诺的最高水平。伯格对 12b-1 费也非常反感。这种费用是美国证券交易委员会通过的一项规则所批准的,该规则允许基金收取一笔年费用来支付为吸引新投资者而进行的广告宣传活动。基金进行广告活动是建立在一个假设基础上:投资者的数量增加能够带来规模经济,从而有利于增进投资者的利益。伯格认为这一费用并没有给基金持有人带来什么利益,相反却大大增进了基金管理公司的利润,因为随着资产规模的扩大基金管理公司可以收取更多的管理费。因此,正如取消了前端销售费那样,先锋公司也从来不收任何 12b-1 费。

由于先锋集团是专门为提高基金持有人服务的,并且根据提供服务所花费的成本来收费,所以先锋公司的目标要比传统基金管理公司更难界定一些。对于传统的投资管理公司

来说,可以运用利润、股息、股票价格或一些其他的财务指标来衡量经营业绩。先锋公司并不以提高净资产回报率作为其目标,它希望能够为客户降低低成本,增进服务质量,总之它努力使集团内的基金都成为优质基金。伯格说提高市场份额并不是先锋公司的目标或策略,实际上为客户服务才是公司的最终目标。

先锋公司所保留的最重要的文化特色是它对雇员、产品和顾客的特殊理解和定义。首先,先锋公司认为该公司的雇员并不像传统意义上的雇员那样认为只要完成分配任务就可以获得固定收入。先锋公司的员工是一个相互合作的团体,就像一艘轮船上的船员一样。他们同舟共济,共同完成一切工作,而不论工作的性质是平凡还是高尚。

先锋公司也宣传公司没有传统意义上的产品。传统意义上的产品是针对顾客需要生产出来、运用积极的广告进行推销、利用消费者的一时冲动实现产品销售、最终被消费掉的。先锋公司认为自己是纯粹的投资公司,先锋公司始终以履行受托人的代理责任为工作核心。

而且,对于先锋公司来说也没有一般意义上的简单地重复购买——消费循环过程的消费者。传统意义上的顾客忠诚是依靠价格优惠和当时流行趋势而不是凭借优质的长期服务建立起来的。先锋公司认为他们只有客户而没有消费者,这些客户是精明的投资者,他们之所以选择了先锋公司是希望建立一种长期的关系,能够长期获得专业化投资服务。

九、先锋公司战略

在先锋公司成立后的 20 多年里,一直努力不断降低其提供的货币市场和共同基金的成本。该公司厉行节俭,从一点一滴做起,办公室装修得非常实用,决不奢华,而且包括董事长伯格本人在内没有一人在出差时是乘坐一等舱的。从先锋公司的费用率我们能够看出该公司在降低成本方面所做的努力(见附录附表 1)。该公司是从 1977 年开始实行低成本战略的,当时公司开始取消基金销售费用。此后通过降低运营本来对基金实施低成本的内部化管理,并且通过和外部基金管理人协商谈判等各种手段来使费用率逐年下降。随着基金资产的规模不断扩大,伯格每年都要和基金管理人进行谈判争取降低投资顾问费。

为了实施低成本策略,先锋公司很少在广告上大量投入。它在广告上的支出为平均每年 500 万美元,而富达基金的每年的平均广告投入为 7000 万美元。伯格认为金融媒体和口碑是先锋公司最好的宣传方式。而且,伯格对那些进行虚假广告的基金公司非常反感,这些广告往往只是挑选基金经营业绩最好时期的情况来大肆吹捧,缺乏一般性和客观性,往往造成误导。伯格曾经批评到:在一期杂志中,大约有 15 家基金宣称自己的业绩排在基金业的首位。

先锋公司低成本经营策略背后的理论是提高投资者净收益率的工作应该通过成本控制方面而不是从收益方面入手。这意味着先锋公司所提供的基金大多都具有较为稳定的投资

组合的构成,所以其业绩较容易预测。由于并不一定非要实现很高的总收益率,所以基金管理人可以分散投资于那些高质量的证券,这就可以使先锋基金的收益率相对其他基金更容易预测。

十、客户服务

先锋基金有 1900 名员工专门负责客户服务,他们要处理该公司 220 万基金持有人的需要和相关账户事务。有 500 名代表负责处理大量来电。先锋公司每个月都向基金持有人邮寄对账单,而且顾客在每笔基金申购以后都会收到对账单。每年公司累积要邮寄 3500 万份对账单。该公司的电脑系统还不能实现把全部股东基金集中到集成客户系统从而取代基金持有人账户系统。在这方面先锋基金落后于一些重要的基金公司。伯格并不希望先锋公司成为基金行业的技术领先者,因为这会带来大量的成本。

十一、养老保险市场

先锋公司的业务有 3/4 来自于个人投资者,另外 1/4 来自于机构投资者。机构投资者资金来源大部分是自主决策的退休计划,包括确定出资计划、401(k)和 403(b)计划。401(k)计划是 70 年代末期正是通过法律批准的,但是到了 80 年代才取得迅速发展。建立 401(k)计划的雇主提供一系列共同基金和其他投资工具供员工进行选择。先锋公司最初进入养老

基金业务是以争取确定退休金计划(Defined Benefit Plan)市场为目的的。但是随着时间的推移,先锋公司的领导却发现公司的真正优势在自主决策投资领域上。所以尽管先锋公司继续为确定退休金计划服务,但是其业务增长却主要来自于确定出资计划(Defined Contribution Plan)和作为补充的 401(k)和 403(b)计划。先锋公司在服务这个市场方面具备许多优势,其中包括良好的客户沟通、投资者每天都可以交易先锋公司的基金、低成本高质量的业务经营。这些优势对那些负责选择共同基金家族的退休计划负责人有很强吸引力。为了提高其在养老金市场的占有率,先锋公司于 80 年代成立了行政管理单位,专门负责与自主投资计划相关的事务。

十二、基金管理固定收入基金

先锋公司的所有货币市场基金和大多数固定收入基金是实施内部化管理的。公司的副总裁依恩·麦金农负责监督管理所有固定收入基金,有 8 名投资经理和 8 名分析师专门分别单独负责各个基金的管理工作,此外还雇佣了一些员工进行其他辅助性工作。固定收入基金体系每年的预算开支是 300 万美元,其管理的资产规模大约为 390 亿美元。每年的投资顾问费费率为 0.008%。

这 8 名投资经理人管理 26 支固定收入基金;其中一人管理 3 支应税货币市场基金、一人管理四支应税短期和中期投资工具基金、1 名投资经理管理着一支美国长期国债基金同时他还是在期货市场上非常活跃的量化投资专家、两名投资

经理负责管理多只免税货币市场基金,一名负责管理短期和中期免税基金、一人管理长期免税基金、一人管理高收益免税基金并且从整体上负责全部免税基金的相关事务。

8名分析师主要负责信用分析和预测。他们的目标是在信用级别发生变化之前就能够事先预测出来,这样就能够获得通过科学分析得到的价格优势。如果分析师能够准确地预测出信用级别的变化就能得到奖励。

先锋公司对固定收入基金进行积极的管理,但是却尽量避免在利率变动方面进行赌博。特别值得一提的是每支基金都有自己的平均成熟期基准,它们的实际成熟期被严格控制在基准的上下浮动10%的范围内。整个固定收入基金组是由依恩·麦金农领导的,在任何给定时点都会有一个明确的由上至下、建立在基本面基础上的利率预测,所以各个投资组合作为一个整体会比各自的相应基准持续期长一些、短一些或是正好一样。一旦相对成熟期战略确定以后,各个基金管理人将单独管理其负责的投资组合。他们会大量运用分析师提供的信用分析,并且尽量使自己的投资组合中的金融工具在质量上优于竞争者。他们运用大量的量化模型来评估各种投资工具中附带的看跌期权、看涨期权、偿债基金等特性的相对价值。这些基金经理在固定收入衍生工具包括市政债券期货合约市场上非常活跃。先锋公司在过去4年中曾经一度持有市政债券期货未平仓合约的30~50%。固定收入基金组的经理人试图通过各种方式来在应税和免税投资工具市场之间进行套利以便在长期中增进各种投资组合的价值。这些管理工具在免税投资工具市场中运用的尤为活跃。麦金农认为这个市

场定价不太有效率,存在大量的套利机会,而美国国库券市场则有很有效率的定价机制。总之,先锋基金总是走在创新的前列,并对固定收入债券进行积极的管理。

1992年,惠灵顿管理公司仍然担任四支先锋应税收入型基金的投资顾问。这4支基金是GNMA、Investment Grade、高收益率债券基金和Wellesley收入基金。由于通过协商,惠灵顿管理公司向先锋基金收取的管理费已经和先锋公司自己进行管理的成本相差无几。而且由惠灵顿管理公司管理的基金和先锋集团自己管理的基金在收益方面都属于高收益行列,所以没有必要一定要把这些基金也实行内部化管理。

十三、量化股票基金

先锋公司另一内部管理小组负责量化股票基金或指数基金。这一小组由五名投资专家组成,另外还包括两名研究人员,他们负责分析和减少建立不同指数化过程中出现的跟踪错误。同时还有两名交易员负责指数化投资组合的日常运营和交易。

该管理小组管理着先锋公司的五支国内指数基金:先锋500指数基金(根据S&P500指数构建)、扩展市场指数基金(其中包括了威尔士5000中除标准普尔500指数中包含的股票以外的4500支股票)、总市场指数基金(它是对以上两个指数基金以资本规模为权数构造的)、机构信托基金和小规模公司股票基金。这五支基金的总资产达到了70亿美元。这个管理小组还负责管理1990年设立的两支基金,其中一支投资于

欧洲股票,另一支投资于太平洋地区股市上的股票。这两支基金的资产总计 35000 万美元。在管理这两支基金时,管理小组积极运用股票借贷和金融衍生工具尤其是各种股票指数期货。此外,该管理小组一直在研究各种方法来构建消极的投资组合来模仿各个行业的行情。这样做的目标是为了以较低的成本建立能够以较强的可预测性跟踪某个行业股票的收益率,并且通过纪律型股票选择方法来产生增值。该管理小组已经在 Windsor2 基金中的一小部分资产管理中运用了这种方法,他们希望能够以低成本实现以价值为导向的外部基金经理人的业绩。很明显,先锋股票基金内部存在着大量建立其他内部量化控制试验的机会,这些试验可以作为先锋基金外部基金管理公司的补充,这些管理公司中有越来越多成为得到行业推崇的量化投资管理公司。

十四、先锋公司的成就

先锋公司在 80 年代增长速度惊人,资产规模从 1982 年的 50 亿美元增加到 1992 年的 850 亿美元。在这一时期先锋公司的市场占有率也增至原来的 3 倍。金融媒体经常宣传先锋公司的成就,先锋公司的发展也得到了媒体宣传的支持,进一步推动了该公司的发展并提高了它的知名度。1990 年~1992 年的金融世界杂志的顾客服务质量调查中先锋公司都排在基金业的第一位。

先锋公司在市场占有率增长方面所取得的成功引起了共同基金行业的竞争者和评论家的重视。一份基金行业报告把

先锋基金在基金业中实施的战略和沃尔玛公司在零售业中的策略进行了比较,这两家公司在市场份额增长中具有令人吃惊的相似之处。它们都是通过运用较低的成本基础来推行优质的服务和名牌产品。市场份额的增长反过来又推动了成本的不断降低,进一步扩大了成本优势。

另一个衡量经营成果的相关指标是先锋公司为基金持有人节省的总费用。附录附表 2 中列出了先锋公司的平均费用率、竞争对手的费用率、以及根据二者之间的差额和先锋公司的总资产计算出来的为基金持有人节省的费用金额。

十五、竞争者开始针对先锋公司采取措施

尽管先锋公司继续保持增长,但是许多大的基金公司开始采取行动,模仿先锋公司的策略。例如,从 1990 年到 1992 年,富达公司推出了一系列称之为 Spartan 基金的产品。这些基金品种具有较低的成本但是有较高的最低投资金额限制(10000 美元以上)。这些基金是专门针对先锋公司的主要客户——富裕人群推出的。Spartan 基金系列在设立最初不仅免除销售费用,而且年度管理费率也非常低,甚至免收管理费用。结果,这些基金甚至比先锋基金的费用率还要低,在推出的初期形成了与先锋基金的激烈竞争。然而,富达基金后来提高了管理费率,导致它们的总持有成本虽然仍比较低,但要高出先锋公司基金的成本。这些基金的长期费用率目标是介于先锋基金和非 Spartan 基金系列之间。几乎所有的 Spartan 基金系列产品都是货币市场基金或固定收入基金。实际上,许多

Spartan 基金不过是把富达公司原有的一些基金产品进行重组后形成的低成本、高最低投资额的新型投资模式。富达公司投入大量的资金为 Spartan 基金系列产品做广泛深入的广告宣传活 动,结果收效明显,市场反映非常积极,数以 10 亿的资金流向了这些基金。

这是共同基金业务的一个非常有趣的新发展动向。多年来,尽管付销售费基金的前端销售费用率在不断下降,但是许多基金的年费用率却在不断上升。这导致基金持有人的持有基金的成本在不断上升,同时使基金管理公司的利润越来越高。在富达公司推出 Spartan 系列产品之前,基金行业只有先锋公司一家在奉行低成本战略。而 Spartan 系列产品的推出使基金业的费用率不断上升的趋势受到了挑战。

十六、货币市场之战

在货币市场上各基金公司竞争最为激烈。富达公司推出了许多 Spartan 系列产品:美国国库券基金、美国政府债券基金、应税基金、免税基金、针对大州推出的州级免税基金。作为货币市场基金领头羊的德利菲斯(Dreyfus)公司被迫采取措施应对激烈的竞争。该公司免除了新基金的初期管理费,但是在豁免期结束后,这些基金的管理费率会提高到高于先锋公司的水平。货币基金市场的激烈竞争被人们称为“货币市场之战”。德雷菲斯通过新基金扩大了市场份额,但这是以营利的大幅下降为代价的。先锋公司则坚持低成本战略,在激烈的竞争中继续实现了市场占有率的上升,而富达基金和其他竞争

者的市场份额继续在下降。

十七、债券基金领域的竞争

在三大基金市场中债券基金市场排在第二位,货币市场资产规模最大为 5920 亿美元,债券基金的资产为 4290 亿美元,股票基金为 4000 亿美元。由于债券基金较为稳定,因此先锋公司的低成本策略非常适用于这个市场。先锋公司在这个市场上的份额相对而言是最大的,而且近期在这一市场上份额增长速度也最快。但是近期富达基金把许多 Spartan 基金投入债券市场,这些基金吸引了大量的资产。而德雷菲斯也采取了同样的行动。可以预见,货币市场上的价格(成本)之战将会蔓延到债券市场上。

十八、股票基金市场的竞争

股票基金市场上的竞争与其他两个市场有所不同。各大基金公司不断增加股票基金的数量,有时很难对它们进行区分。在股票基金市场上,许多公司都采取了产品扩张和宣传经营业绩的策略。例如富达公司推出了许多积极管理的小型公司基金和 33 支精选股票基金(Select Fund),它们专门投资于某个行业如航空、化学或生物技术公司的股票。而且富达基金还在不断增加国际股票基金的数量,其中包括积极管理的外国、全球、欧洲和太平洋股票基金。其他公司也纷纷采取类似的措施。

而伯格对股票基金的激增现象心存忧虑,至少他不赞成先锋公司也采取这种策略。他认为投资者很难预测小型成长型基金的业绩情况,而且这类基金的业绩可能会令投资者失望,而这正是伯格所尽量避免的。伯格承认国际基金有利于实现投资多样化,分散地区风险。但伯格觉得基金产品的激增情况过于迅猛,不利于投资者进行理性、合理的投资选择。

当然,在股票基金市场上也存在着价格之争。例如富达公司和德雷菲斯公司在1990年推出了按照S & P500构建的指数基金。这些基金的费用率被控制在较低的水平,富达公司的指数基金费用率为35个基点,这虽然比先锋500指数基金20个基点的费用率要高,但是比富达公司其他基金的费用率要低的多。富达公司并没有对它的指数基金进行大量的广告宣传活动,到了1992年中期它的指数基金的资产也只有2亿美元,远远落后于先锋500指数基金50亿美元的资产。现在还不能肯定指数基金是否会成为富达公司和德雷菲斯公司经营战略的重点。但有一点是非常明确的,即指数基金已经成为先锋公司的重要业务支撑,指数基金一直占该公司全部股票基金销售额的40%。

十九、先锋公司股票基金种类扩充的三大契机

从80年代开始到90年代期间,美国许多大型基金公司都在扩充基金产品。先锋公司的最重要的竞争对手——富达公司在这一时期推出了100只新基金。先锋公司也开始考虑增加基金品种的策略,经过研究发现在股票基金方面有三个

领域存在非常可观的市场机会：行业基金 (Sector Fund)、量化管理基金 (Quantitatively Managed Fund) 和国际基金 (International Fund)。

二十、行业基金

先锋公司共有 6 只行业基金，其中 5 只是 1984 年成立的，另外一支基金公用事业基金是 1992 年推出的。行业基金可以带来两方面利益。首先，投资者可以根据自己的判断选择投资于某个行业，这样有可能获得比 S&P500 指数涨幅更高的回报率。而投资于先锋基金的指数基金一般只能获得与指数大体相当的回报率，所以行业基金可以满足那些希望跑赢市场投资者的投资需求。而且通过推出行业基金也可以吸引新的投资者投资于先锋基金的基金家族。这些投资者可能最初只对某个基金所吸引，但是后来可能会去尝试其他基金产品。

在行业基金方面，富达基金是当之无愧的巨头。它有 35 只行业基金，每支基金的销售费用为 3%。和富达公司的其他基金相比，这些行业基金的规模还是偏小的，它们的单个资产规模不到 1 亿美元。有几只行业基金资产规模甚至不到 500 万美元。由于富达公司的行业基金数量众多，所以几乎在任何时候，都有几只行业基金业绩表现良好，为富达公司提供了鼓吹的资本。例如，1992 年 1 月，富达广播媒体行业基金较前一年收益率增加了 24%，而标准普尔的广播媒体指数实现了 8% 的涨幅。但是，这支基金资产只有 770 万美元，在富达公司

的大规模基金资产中可谓九牛一毛,不值一提。在富达公司,行业基金常常被用作新手分析师的跳板和试验田。行业基金一般由年轻的分析师来管理,如果他们业绩优异就可以升迁,去管理更大规模的基金。富达公司也有一些大规模的传统行业基金。其中最大的几只行业基金在资产规模上远远超出了先锋公司的行业基金。其他直销共同基金公司推出的行业基金很少,斯卡德(Scudder)公司只有黄金基金唯一一支行业基金。而 T. Rowe Price 公司有两支行业基金:其中一支是投资于服务行业的新美国成长基金和另一支是科技基金。

如果先锋公司确实决定推出更多的行业基金,那么就必须要解决许多非常重要的问题。这些基金的投资顾问是应该内部化还是聘请外部基金管理公司来进行?是否应该把行业基金指数化?应该提供哪些行业基金?新推出的基金是否能够吸引那些否则将会转向投资于其他基金的投资者投资于先锋基金。

二十一、量化基金

量化基金也为先锋公司扩充股票基金产品提供了一个可贵的机会。基金经理们可以利用计算机模型来构建消极管理的指数基金,同时也可以通过量化和严格的股票挑选系统来使基金收益率高于指数涨幅。先锋公司现在已有许多量化基金:其中包括指数基金、由富兰克林基金合伙信托公司(Franklin Portfolio Associates Trust)管理的量化基金、由梅隆资本管理公司(Mellon Capital Management)管理的资产

配置基金(Assets Allocation Fund)。这只资产配置基金是利用股息折现模型把资金配置于股票指数、美国长期政府债券和国库券上。而且,混合国际投资组合基金也是利用基金投资顾问公司 Battermatch 财务管理公司的量化定价技巧来管理的。

先锋公司目前正在考虑引入 3 支新的指数基金,这将使该公司的指数基金的总数达到 12 只。这 3 支指数基金是:成长指数基金(Growth Index Portfolio)、价值指数基金(Value Index Fund)和平衡指数基金(Balanced Index Fund)(把资金 60%投资于股票市场,40%投资于债券市场)。先锋公司中量化产品的数量已经非常之多,不能再简单地把它们视为先锋公司低成本、高质量、相对业绩具有高度保证的产品系列的扩展。

先锋公司的竞争者还没有重视量化基金产品。富达公司确实有一支称为富达修炼性股票基金(Fidelity Disciplined Equity Fund)的量化基金。该基金从数量方面追踪卖出股票分析家的赢利预期,并且根据近期预期的量化监控趋势来买卖股票。富达公司还有一支市场指数基金,这支基金是跟踪标准普尔 500 指数来构建投资组合的。但是,富达公司对其他基金没有运用量化技术。

先锋公司实施量化的问题集中于量化基金的选择上。先锋公司应该投入多大的力量来推进量化基金。先锋公司在研究是否应该把整个美国股票市场再划分为更小的量化基金系列:中等资本规模公司价值偏离基金(Range-cap Value-biased Fund)、小规模成长型公司基金(Small-Cap Growth

Fund) 和大规模成长型公司基金 (Large-cap Growth Fund)? 是否应该把量化技术应用到外国股票基金之中, 从而在原有的欧洲和太平洋地区股票基金的基础上增加新的基金品种。

二十二、国际基金

先锋公司有 4 支主要投资于国际证券的基金。先锋世界基金 (Vanguard World Fund) 是国际成长投资组合, 它投资于世界范围内的成长型股票, 但是其中 80% 投资于欧洲和日本的股票市场。先锋信托混合国际基金 (Vanguard Trustee Commingle International Portfolio) 利用计算机分析工具来辅助选择外国市场上价格被低估的价值型股票, 同时又在不同市场和行业之间进行广泛的分散化投资。该公司还有两支国际指数基金, 它们是先锋国际股指欧洲基金和太平洋基金 (Vanguard International Equity Index European and Pacific Portfolio)。但与竞争者相比, 先锋公司缺少积极管理的国际基金品种。而富达公司有 8 只国际基金, 其中有一支加拿大市场基金和七支极具竞争力的国际基金。和国内基金一样, 富达公司的国际基金也非常注重选股。但富达基金的国际基金都没有进行套期保值。先锋公司的在直销基金市场上的另一个竞争对手是斯卡德 (Scudder) 公司。该公司有五支国际开放基金, 其中有的已经有几十年历史了。斯卡德公司的国际基金的业绩总体上要优于先锋公司基金产品。斯卡德公司还有几只封闭式基金。

由于先锋公司的国际基金产品数量相对较少,所以在这一市场存在绝佳的扩张机会。在推出新的国际基金时,先锋基金可以考虑设立地区性基金,与现有的欧洲和太平洋地区基金相并列。和新兴市场基金一样,国家基金是另一种可以考虑推出的基金品种。推出这些新品种将能使先锋公司开发以前未曾涉足的市场。此外,先锋公司的太平洋地区基金的投资重点过于偏向日本市场,所以投资国家更为平衡一些的太平洋基金也是一种产品扩张途径。而且,全球股票基金(Global Equity Fund)、全球债券基金(Global Bond Fund)和投资于特定国家的债券基金也是先锋公司可以考虑推出的新基金品种。

对于这些即将推出的新国际基金,先锋公司需要确定采取何种方式进行管理。其中一个极端做法是由先锋公司内部以量化管理为导向的投资专家来进行消极管理。另一极端做法是可以在世界范围内寻找最优秀的积极管理公司,并雇佣它们对这些国际基金进行积极管理。

先锋公司为了满足现有和潜在客户需要必须明确地选择今后的发展方向。不论先锋公司推出以上三种基金中的其中一种或是全部,新基金必须满足以下条件:

(1)必须具备稳定的投资目标和长期持续发展潜力。

(2)新基金的投资风险必须能被明确地评估出来并能传达给投资者。

(3)该基金必须有很强的潜在资产增长力,以便能够证明先锋公司承担的营销和管理费用是值得的。

不论先锋公司做出选择哪种新基金作为产品扩增的突破口,都会对该公司 21 世纪的发展战略产生深远影响。

二十三、展望未来

尽管共同基金市场上的产品种类越来越多,几乎达到了饱和的程度,但是先锋公司并不对此感到忧虑。对先锋公司来说市场占有率并不重要,为股东提供优质全面的服务才是公司的首要任务。实际上令伯格担忧的一项重要任务是必须应付先锋公司的业务和客户数量的迅猛增长。新的资金正以史无前例的速度源源不断地流向先锋债券基金和股票基金。先锋公司的资产扩张和客户增加给公司的经营业绩和文化传统带来了许多不确定因素。

而且,使事情变得更为复杂的是美国证券交易委员会最近公布了一系列共同基金行业监管规则改革建议。如果这些建议被正式采纳和实施的话,这将成为 50 年来基金业监管规则的首次重大变革。其中一条建议将使投资者能够通过从广告上剪下申请表格就能非常方便地购买基金,购买之前不必阅读招募说明书。另一变革将允许私募的未登记基金向合格的富有投资者广泛地发售基金单位。这类基金不受证券交易委员会禁止运用杠杆交易、卖空策略和衍生工具等规章的束缚,而传统基金则要受到这些规则的约束。另一个变革方案建议取消付销售费基金的前端销售费,这将引起这类基金的各种不同分销渠道之间的价格竞争。许多观察家认为这将会给基金的销售费用带来下调压力,同时将会消除付销售费基金和无销售费基金之间的显著差别。不论这些具体规章的改革产生什么样的效果,很显然的是在未来十年中,基金行业的一些领域的分销做法将比以前的发展变化要快得多。

共同基金的新型分销方式将给先锋公司的依靠投资者的

口碑来进行宣传的方式带来严峻的挑战。先锋公司的几大竞争对手,包括富达公司开始实施经营业务的多样化。它们开始涉足经纪、保险、信用卡和其他一系列全套金融业务。它们的最终目标是建立一个“一站式采购中心”,这里可以满足客户所有投资需求。基金销售渠道也在逐步扩展,银行甚至连自动柜员机现在都成了基金的销售渠道。而先锋公司由于不向基金持有人收取任何销售费,所以将无力承担支付给这些新分销渠道的佣金或 12b-1 费,因此先锋公司无法利用这些渠道来销售基金。

伯格必须对这些变革进行仔细的考虑,以使先锋公司能够经受这段不明朗时期的考验。伯格最担心的是随着先锋公司规模壮大、不断成功,它会丧失原有的勇于创新 and 探索的精神,而它们正是先锋公司成立初期的特色。另外,先锋公司仍然不明确现在应该从哪方面入手进行创新。

附录附表 1 先锋公司的成本优势

	年费用率(%)				先锋公司和平均费用率之间的差别百分比(%)
	费用率最高的 10% 基金的平均费用率	平均水平	费用率最低的 10% 基金的平均费用率	先锋公司	
股票基金	3.19	1.99	0.91	0.45	-77
债券基金	2.93	1.85	0.76	0.36	-81
市政债券基金	2.52	1.60	0.61	0.2	-84
货币市场基金	1.22	0.75	0.51	50.28	-63
总计	2.72	1.70	0.77	0.35	-79

附录附表 2 先锋公司为基金持有人节省的成本

年 度	费用率(%)		差 距	先锋公司的 资产金额(百 万美元)	成本节约 (百万美元)
	先锋公司	竞争者			
1980	0.58	0.62	0.04	3026	1210
1981	0.58	0.65	0.07	4109	2876
1982	0.61	0.68	0.07	5617	3932
1983	0.60	0.68	0.08	7258	5806
1984	0.54	0.70	0.16	9925	15880
1985	0.52	0.72	0.20	16511	33022
1986	0.46	0.76	0.26	24961	64899
1987	0.40	0.81	0.41	27157	111344
1988	0.40	0.86	0.46	34206	157348
1989	0.35	0.86	0.51	47576	242638
1990	0.35	0.85	0.50	55817	279085
1991	0.32	0.86	0.54	77023	415924

说明:该表中的竞争者是 16 家资产规模排在前列的基金公司。成本节约额是费用率差和资产规模的乘积得出的。

附录附表 3 先锋公司基金列表

基金名称	设立时间	投资顾问	资产 (百万美元)	费用率 (%)
先锋货币市场基金				
优先基金	1975	先锋集团	130004.2	0.30
联邦基金	1981	先锋集团	1965.2	0.30
美国国库 券基金	1983	先锋集团	2071.3	0.30
机构货币 市场基金	1989	先锋集团	229.2	0.15
免税收入基金(市政债券基金)				
货币市场 基金	1980	先锋集团	2793.0	0.25
短期投资 组合	1977	先锋集团	874.2	0.25
限期投资 组合	1987	先锋集团	547.0	0.25
中期投资 组合	1977	先锋集团	2489.1	0.25
长期投保 投资组合	1984	先锋集团	1701.6	0.25
长期投资 组合	1977	先锋集团	837.8	0.25
高收益投 资组合	1978	先锋集团	1341.8	0.25

续表

基金名称	设立时间	投资顾问	资产 (百万美元)	费用率 (%)
州免税收入基金				
加州货币市场基金	1987	先锋集团	753.8	0.24
新泽西州货币市场基金	1988	先锋集团	549.0	0.24
俄亥俄州货币市场基金	1990	先锋集团	79.0	0.26
宾夕法尼亚州货币市场基金	1988	先锋集团	817.1	0.24
加州投保长期债券基金	1986	先锋集团	645.9	0.25
新泽西投保长期债券基金	1988	先锋集团	452.9	0.24
俄亥俄州投保长期债券基金	1990	先锋集团	62.1	0.27
宾夕法尼亚州投保长期债券基金	1986	先锋集团	872.8	0.25
纽约州投保长期债券基金	1986	先锋集团	431.1	0.27

续表

基金名称	设立时间	投资顾问	资产 (百万美元)	费用率 (%)
应税收入基金				
债券指数基金	1986	先锋集团	848.9	0.21
固定收入证券基金				
短期美国国库券基金	1991	先锋集团	39.3	0.26
短期联邦基金	1987	先锋集团	1179.5	0.28
短期债券基金	1982	先锋集团	1866.4	0.27
中期美国国库券基金	1991	先锋集团	133.7	0.26
GNMA	1980	惠灵顿管理公司	5297.5	0.30
长期美国国库券基金	1986	先锋集团	892.5	0.28
投资级别基金	1973	惠灵顿管理公司	2005.6	0.33
高收益公司债券基金	1978	惠灵顿管理公司	1452.4	0.36
Wellesley 收入基金	1970	惠灵顿管理公司	1934.1	0.45

续表

基金名称	设立时间	投资顾问	资产 (百万美元)	费用率 (%)
平衡基金				
先锋资产配置基金	1988	梅隆资本管理公司	341.2	0.44
先锋明星基金(投资于7支先锋基金)	1985	由构成组合的基金的管理公司管理	1574.0	0.00
惠灵顿基金	1929	惠灵顿管理公司	3818.4	0.35
可转换证券基金	1986	德赛资本管理公司	60.4	0.81
GEMINI II 基金				
国内股票基金				
A. 成长偏离基金				
美国成长基金	1981	林肯资本公司	755.2	0.74
大额资本基金	1984	PRIMECA 管理公司	437.4	0.75
先锋/摩根成长基金	1968	惠灵顿管理公司 弗兰克林投资组合 Roll & Ross 公司	876.8	0.55
探索者基金	1967	惠灵顿管理公司	366.7	0.64

续表

基金名称	设立时间	投资顾问	资产 (百万美元)	费用率 (%)
B. 价值偏离基金				
股票收入基金	1988	Newell 公司	518.0	0.53
混合美国投资组合	1980	Geewax、Terkwer 公司	106.9	0.47
Windsor	1958	惠灵顿管理公司	7800.1	0.37
Windsor II	1985	Barrow, Hanley, Mewhinney & Strauss Turkman、先锋	3213.4	0.52
C. 指数基金				
指数信托 500	1976	先锋	3640.9	0.19
指数信托扩展市场基金	1987	先锋	302.9	0.21
指数信托全股票市场基金	1992	先锋	149.4	0.22
机构指数基金	1990	先锋	878.5	0.09
小资本规模股票基金	1989	先锋	111.5	0.23
外国股票基金				
A. 成长偏离基金				
世界成长基金	1981	Schroder 资本公司	876.9	0.68

续表

基金名称	设立时间	投资顾问	资产 (百万美元)	费率率 (%)
B. 价值偏离型基金				
受托人混合基金	1983	Battermarch 公司	911.5	0.43
C. 指数基金				
欧洲股指基金	1990	先锋	163.6	0.33
太平洋股指基金	1990	先锋	84.1	0.32
其他基金				
量化投资组合	1986	弗兰克林投资组合管理公司	306.8	0.48
能源专门基金	1984	惠灵顿管理公司	123.4	0.35
黄金和贵金属专门基金	1984	M & G 投资公司	172.3	0.42
医疗专门基金	1984	惠灵顿管理公司	428.6	0.36
服务专门基金	1984	惠灵顿管理公司	20.8	0.59
科技专门基金	1984	惠灵顿管理公司	21.1	0.48
公用事业专门基金	1992	先锋	无数据	无数据
优先股基金	1975	惠灵顿管理公司	99.1	0.63
房地产信托基金		AEW		

附录二：指数基金的发展历程

一、指数基金的理论基础

指数基金的理论基础其实非常简单：投资者作为一个整体是无法在投资业绩方面超越市场的，这是因为正是他们自己本身构成了市场。从这一简单理论，我们可以进一步得出以下推论：由于参与基金投资要涉及多项费用（其中主要是营业费用、顾问费用和投资组合转换交易费），这些费用会相应降低投资的收益率，所以投资者作为一个群体所获得的投资收益必然低于整个金融市场的上涨幅度。而指数基金与传统积极管理的基金之间的不同之处正是在于指数基金不必支付任何投资顾问费，而且限制投资组合的转换频率，所以可以把这些相关成本降低到最低水平。这就是指数基金的优点所在。

大量的研究充分说明了以下两个现实情况：一、大多数专业基金经理并不能超越市场；二、那些能够暂时战胜市场的基金经理们，不可能一直在将来仍然演绎其显赫的成功投资历史。因此，投资者很难决定到底选择哪家基金管理公司可以获得更高收益。

二、指数基金的特点

成本低。这是指数基金最大的优点。由于指数基金的操作是以实际购入时的指数为基数,并且按指数编制中的指标股所占比例投资,无需对公司进行个别研究,从而节约大量的研究费,同时组合相对稳定,换手率低,年换手率 5%左右,而积极投资的换手率达 100%以上,所以交易成本也低。

分散投资、降低风险。指数基金广泛投资,投资组合分散,单股波动对其影响就相应减弱,也就是说由于企业自身的风险而引发的非系统风险几乎为零。

收益的可预测性。由于指数基金存在发展的基础是股市的趋好性,而其投资回报寻求的是大体相当于市场的平均水平,故在积极发展中的股市上基金的收益具有可预测性。

三、指数化投资策略的早期试点与争论

1969年,Wells Fargo 银行根据学术模型建立了最终产生指数化投资的投资原则和技术。John A. Mc Quown 和 William L. Fouse 最先开始致力于这方面的工作。他们为 Samsonite 公司的养老基金建立了一个 600 万美元的指数化投资账户。当时,这一指数基金是对纽约股票交易所上市股票进行等比例加权投资,这种指数化方法实施起来非常繁琐。1976 年放弃了这种投资策略,转为根据 S & P500 成分股的市值来确定投资权重。这种指数化策略被用于 Wells Fargo

银行和依利诺依州贝尔公司的养老金账户。

1971年波士顿 Battermarch 财务管理公司决定独立地进行指数化投资。该公司的指数化投资策略的设计人是该公司的两位创立人 Jeremy Grantham 和 Dean LeBaron。1971年 Grantham 在哈佛商学院的学术研讨会上介绍了指数化投资策略,但是直到 1974年12月该公司才为这种投资策略找到了第一位客户。

直到美国国民银行创立了一个建立在 S & P500 指数基础上的信托基金,指数化投资思想才从学术界狭小的范围(以上三家公司都非常推崇教授提出的学术理论)传播到广大公众。

渐渐地,媒体开始发表对指数化投资的文章,并号召组建指数化基金。其中三篇最具影响力的文章是保罗·萨缪尔森、查理斯·D·埃利斯(Charles D. Ellis)和 A·F·艾赫巴发表的。萨缪尔森在投资组合周刊(Journal of Portfolio Management)刊登了一篇题为的判断的挑战(Challenge to Judgment),他呼吁建立按照 S & P500 指数构建的指数基金,并且建议大学退休股票基金最先推出这种无需进行积极管理的分散投资基金。萨缪尔森呼吁那些不相信消极管理的指数化基金可以比积极投资管理策略带来更高回报率的人们采取推翻某种论点惯用的方法:拿出证据证明其对立面能够成立。但这同时也给那些首推指数基金业务的公司提出了重大挑战。

一年以后格林威治协会的查理斯·D·埃利斯在《金融分析师周刊》发表了一篇题为失败者的游戏的文章(Loser's Game)。他提出了非常大胆的论断:“投资管理这一行业建立

在一个简单而且基本的信念基础上即专业经理人可以战胜市场。但是这种基本假设似乎本身就是错误的。”他指出在前十年中,85%的机构投资者的业绩不如 S & P500 指数的表现,这主要是由于投资管理已经成为一种失败者的游戏。进行积极投资管理努力战胜市场结果只有一个:谁的收益率降低程度会达到最小,而不是谁能获得比市场高一些的收益率。尽管埃利斯没有号召建立指数基金,但是他指出既然投资者不能战胜市场,那么最明智的做法是参加到市场中,分享市场上涨带来的收益,而指数化正是实现这种结果的最佳途径。很少有投资管理公司能够持续实现收益率比 S & P500 高出 2%,以便在扣减了 2% 的费用率之后与 S & P500 指数的涨幅相当。而且即使有公司能够做到,我们也无法事先发现它们,所以选择投资管理公司是非常困难的。

第三篇文章是由 A·F·艾赫巴在财富杂志发表的,他揭示了一个现在看来是显而易见的现象:“共同基金不仅不能战胜市场,有些还会由于产生太高的管理费用和交易成本导致其收益最终落后于市场。所以在进行基金投资决策时,需要对成本进行仔细考察。”艾赫巴并没有期待共同基金业能够迅速组建指数基金。他说可以建立一种类似指数基金的替代物,它必须是支出和管理费都较低的无销售费基金,该基金的投资组合应该和市场的风险程度相同,并把全部资金都运用到股票投资中。巧合的是最早推出的先锋指数基金恰恰几乎完全满足这些要求。

四、指数基金的诞生

先锋公司是 1975 年组建的,在组建时它明显与其他基金管理公司不同。一般情况下,基金管理公司通过向基金持有人收取费用作为自己的收入来源从中获利,而利润是由管理公司的所有者拥有的。但是,先锋公司是由其所管理的基金的持有人共同所有的,其相应业务利润最终将返还基金持有人。可以说先锋基金管理公司由其所管理的基金拥有,因此该公司可以降低成本为其经营宗旨。这样的所有权和公司治理结构有利于先锋公司降低其营业和管理费用,从而增进基金持有人了利益。

先锋公司刚刚成立时其公司章程中规定的经营范围非常有限,只能进行基金的日常行政管理以及处理法律和财务事务,而不能对当时称作惠灵顿基金集团所辖基金进行管理和销售。当时这些业务是由惠灵顿管理公司开展的。先锋公司当时是一个小公司,但是该公司对未来前景充满信心,并在其经营允许的范围内努力开展所有业务。先锋公司结合自身的特点,经过研究考察认为推出无需进行频繁、细致和积极投资管理的低成本指数化投资基金品种将会为公司的发展创造难能可贵的机会,而且这种产品可以至少在未来几年内都将在市场上处于垄断地位。那时,还没有任何其他基金管理公司考虑发起低成本的指数基金,毕竟基金管理公司发起设立基金的目的是为了增加其管理资产的规模,这样才能增加收取的投资顾问费从而提高获取的利润水平。

当时筹划指数基金的战略小组只有3名成员,他们设计了该基金的投资理念和销售计划。该小组于1975年9月向董事会提交了成立指数基金的建议。当时董事会讨论的焦点集中于这种独特的经营业务是否符合公司章程,因为公司章程中规定禁止从事基金管理和销售活动。但是该战略小组说服了董事会,保证指数基金业务不会涉及任何投资咨询建议,而且所有指数基金销售活动将由经纪公司组成的承销团来销售。董事们最终批准了这个建议。在1976年4月向董事会提交的建议中,战略小组提交了一份招募说明书草稿,其中规定经营指数基金的营业成本费率为每年0.3%,交易费用为每年0.3%。此时,一般基金的管理费率为每年2%左右。因此,指数基金可以比那些需要积极管理的基金在收益率上高出1.5%。

为了向投资者宣传指数基金的优点,该战略小组列举了一个实例。投资100万美元,如果市场收益率为10%那么30年后这笔投资价值1750万美元。而如果收益率为8.5%(即扣除指数化基金和深入管理基金之间的成本差异),那么相应的30年后的价值为1150万美元。其差额相当初始投资额的6倍。历史数据表明从1945年到1975年之间,所有共同基金的平均收益率为9.7%,而同期S & P指数的涨幅为11.3%。这个1.6%的差距大致体现了指数化基金的在收益率方面的优势。董事会意识到这种基金的推出将开辟一个全新的领域。与养老金账户或信托基金不同,指数基金要处理每日的资金流动和维护上百万个投资者的账户。该战略小组向董事会提交了其实现投资组合交易的佣金成本最小化和提高基金运营

效率的方案,解除了他们的疑虑。最终先锋公司的董事会批准向美国证券交易委员会提交第一指数投资信托基金的招募说明书和发售公告。该基金初始发售规模为筹集 5000 万到 15000 万美元的资金。

在先锋公司早期发展的阶段其所有基金都是付销售费基金,即所有基金份额都是由经纪公司来代销。由于 1973~1974 年美国股市跌幅近 50%,所以当时共同基金的销售工作可以说是非常艰难的。而作为指数基金需要大笔资金来构建指数化的投资组合。因此先锋基金希望能够争取实力雄厚的证券经纪公司来进行基金的承销工作。后来,有四家经纪公司组建了承销团,它们是 Bache Halsey Stuart、Paine Webber Jackson Cuertis、Reynolds Securities 和 Dean Witter,其中 Dean Witter 是主承销商。战略小组的成员参与了在美国各地 20 多个城市举行的路演活动。但是经纪公司的注册代表们却似乎不太欢迎这种产品,这主要是因为接受指数基金意味着他们所进行的工作——为客户选择管理成功的基金是徒劳无功的。但是,该承销团还是为这个第一支指数基金筹集到了 1140 万美元的资金。尽管这和期望目标 15000 万美元相去甚远,但这笔资金已足以使该指数基金建立并且运营起来。第一指数投资信托基金于 1976 年的 8 月 31 日正式启动运营。在以后 20 年中,该基金的资产每年以 35% 的速度递增,到了 1997 年上升为 420 亿美元。

著名的经济学家保罗·萨缪尔森在 1976 年 8 月新闻周刊杂志个人专栏中对该指数基金给予了高度评价。他说,在该基金出现以前,市场上没有一支基金能够满足整个市场的需

要并且能够使佣金、投资组合的转换率和管理费降到最低。这支基金只满足了萨姆尔森提出的六个要求之中的五个,即:中等富裕程度的投资者能够进行投资、收益与广泛地反映股市状况的 S & P500 指数紧密联系、年费用率仅为极低的水平即 0.2%、投资组合的转换率很低和在最低的组合方差水平上能够分散投资实现收益水平的最大化。但是该基金并不能满足无销售费基金这一条件。萨姆尔森评论到在现实中,教授提出的理想化期望很少能全部实现。

但是,仅在这篇评论发表后半年,先锋公司推出的指数基金就满足了萨缪尔森曾经提出的无销售费用这一条件。在这以前,先锋基金收取的销售费用为小额投资 6%,超过 100 万的美金的投资则只收取 1% 的销售费,这与当时普通基金的收费标准相比要低一些。但是,先锋公司很快就改变了这种销售策略。1977 年的 2 月,先锋公司的董事会以 8 对 5 的投票比例通过了一项决议,从此终止了与惠灵顿管理公司之间的销售协议,并取消了所有向投资者收取的销售费用。这样第一指数信托投资基金及其他先锋公司基金的董事们就废除了限制先锋公司提供基金销售服务的规则。先锋基金从此转化为无销售费基金,其销售渠道体系也由原来的通过经纪商销售转化为直接销售。

该指数基金在刚问世时受到了许多批评,人们认为这种投资方式只能带来非常平庸的和股票市场相一致的收益,这完全不符合美国人喜欢冒险追求最佳回报的风格。但是这些批评者却忘记了非常重要的一点,积极进行投资组合管理的基金所实现的收益并没有股票市场总体回报率高,实际上其

年回报率反而低于市场水平 1.6% 左右。

到了 1976 年的 12 月 31 日,该指数基金的资由最初的 1140 万增加为 1400 万美元,在当时的 211 支股票基金中排名第 152 位。

五、1977~1982 年:第一指数基金的早期发展

该基金原本打算要对 S & P500 指数中所包括的所有股票进行投资,并且完全根据各支股票在投资 S & P500 指数中的权重来确定各支股票的投资比例。但是,由于这种做法会带来巨额的交易费用,而且当时该基金的资本规模有限,所以最初该基金只投资了 S & P500 指数中的 280 支股票。其中包括 200 支资产规模排在前列的股票,这 200 家公司的资产大约占 S & P500 指数中所有股票资产的 80%。另 80 家是通过用各种最优化模型选出的,力图使组合能够反映其他未在其外的其他 220 支股票的股价变动特性。在选择这 80 种具有代表性的股票时运用了行业类别、资本规模、市盈率和其他指标。

该基金在推出时受到人们的冷遇,而且随后市场对其接受情况也不尽人意。尽管该基金在 1977 年的 2 月取消了原来向投资者收取的基金销售佣金,但是人们仍然在期待股市的回温并且希望等到看到基金业绩确实令人满意后才肯把大量资金投资于这一新生事物。但是到了 1977 年中期,出现了迅速增加指数基金资产规模的大好时机。当时,先锋基金公司管理的另一基金——Exeter 基金不能继续增发股份,必须被另一支基金所吞并。最终第一指数信托投资基金兼并了 Exeter

基金。Exeter 基金的资产规模为 5800 万美元。这样第一指数信托投资基金的资产规模增长了近 3 倍,变为 7500 万美元。这样,该基金具备了充足的资金,可以投资于 S & P500 指数中所包含的全部股票。

在这段时间该基金的业绩非常不尽人意。在 1972 年到 1976 年之间,股票指数的涨幅相对来说非常高,其中有 70% 的股票基金的收益率要落后于市场指数的涨幅。但是此后这种状况发生了逆转,1977 年到 1979 年其间 S & P500 指数涨幅仅超过大约 1/4 的股票基金。即便如此,在共同基金这个增长是例外而不是普遍规律的行业,该基金还是在资产规模上取得了长足进步。到了 1982 年底,该指数基金的资产规模达到了 11000 万美元,在 263 家股票基金中排名第 104 位。

1980 年第一指数基金更名为先锋指数基金。

六、1983~1986 年:第一指数基金在继续发展壮大

1982 年以后股市出现了大幅攀升,事实上这次股市的长期走高持续了将近 18 年,一直延续至今。而先锋基金很好地利用了这一长牛市,其收益情况超过了近 3/4 的普通股票基金。

人们开始对指数基金刮目相看。其他公司也开始推出指数基金品种。其中 Wells Fargo 公司于 1984 年推出了第二支指数共同基金,但是该基金的费用率水平很高达到了每年 1%,因此在市场上一直没能取得成功。在这样高的费用率水平下,这种基金的收益会大大落后于其参照的股票指数的

涨幅。1985年,共同基金业又推出了两支指数基金,但它们是面向机构投资者而不是面向广大个人投资者发售的。尽管在1986年又有9支指数基金诞生,但是它们的运作模式非常奇特也极为不规范。其中两支基金投资于日本和英国小公司的股票,而事实上不存在构造这种投资组合的指数参照指标。实际上这些基金是根据量化方法进行管理的特定行业投资基金,而这些行业后来给投资者带来的收益非常可怜。

尽管指数基金数量在增加,但是它们的资产在全部基金资产的份额仍然非常的小,1986年底只有0.5%。而在私有的养老基金领域,指数基金确更具活力,占据全部资产的15%。所以,指数基金的发展呈现出上升趋势。

1986年底,指数化投资领域向前迈出了一个新的时代:第一支向个人投资者发售的债券指数基金面世了。当时,市场上对债券指数基金的呼声和需求很高。大多数债券基金都被价值高估,这些基金的费用和销售佣金非常之高。如果推出一种低费用、无销售费的指数基金将能够很好地满足市场需求。为适应市场的要求,1986年先锋公司推出了债券指数基金。这一次先锋公司再次走在市场的前沿。当时,这支基金可以说在商业和艺术上都取得了巨大成功。它是参照雷曼兄弟总体债券指数建立投资组合的。在推出十年后,它迅速成为全美前十大债券基金之一。

到了1986年底,先锋股票指数基金的资产增长了四倍达到了5亿美元,在美国423家股票基金中排名第71位。

七、1987~1990年：资产总额达到了10亿美元

在1987到1990年期间，先锋基金开始构建指数基金家族的构思，而且开始实施这一策略。该公司认为根据S & P500指数构建的投资组合在某些方面存在局限。因为它大约只能反映75%的美国股市走势，因此这种投资组合在长期中趋于能够反映整个股市的变动，但其中不包括中小型公司的股票。但是在理论和实践中有必要构建一种能够反映所有股票的组合，这样才能满足投资者实现完全分散化投资的要求，真正降低所有非系统风险。起初，先锋基金公司想把S & P500指数基金扩展为一个投资于市场上的股票的投资组合，但是后来放弃了这种做法，最终推出了扩展市场(Extended Market)投资组合。这种投资组合是对Whilshire 4500指数的复制，这一指数包括不包含在S & P500中的4500支股票。但是对其中所有4500支股票都进行投资费用非常之高，所以该基金只包括其中最大的2000家公司的股票并从剩余的2500家公司中根据最优化模型结合行业分散投资和相对市盈率挑选出其他800家公司的股票。1987年8月，先锋公司设计了扩展市场组合并向美国证券交易委员会登记备案。它成为先锋指数基金家族的第三支指数基金。

先锋公司还有一支小规模公司股票基金，它是由外部独立的基金管理公司来负责管理的。但是在1985年到1988年该基金的业绩非常之糟糕，所以先锋公司终止了与这一基金管理公司的投资顾问协议，把这支基金转化为小规模公司股

指基金。这样先锋公司的小规模公司股指期货基金(The Small-Cap Portfolio)就诞生了,它的初始规模为 3000 万美元,它的投资组合是参照罗素小公司 2000 股指构建的。

1990 年,先锋指数基金家族再次出现了飞速增长。先锋公司又把目光投向了建立国际指数基金,该公司希望根据摩根斯坦利欧洲资本市场指数、澳大利亚和远东(EAFE)股指,来构建国际指数基金。但是,该公司对当时日本股市出现的泡沫现象非常担忧,因此对推出国际指数基金存在着渴望和畏惧的双重心理。后来经过权衡,先锋基金选择 EAFI 指数中包含的欧洲公司股票构成的股指作为参照指标构建了一支基金,选择其中所包含的太平洋区域国家的公司股票的相应指数作为参照指标构建了另一支基金。这样就解决了那个进退两难的问题。后来证明该公司对日本股市采取的保守态度是正确的。日本股市自从 1989 年出现股价下跌后,漫漫熊市一直延续至今。尽管更具国际股指构建投资组合涉及到巨额的投资组合转换费用、印花税和有限的流动性,但先锋公司的国际股指期货基金确实紧跟了国际指数的变动,实现了收益率与这些股指的涨跌幅度相互匹配。

在 1990 年的 7 月,先锋公司为了增强自身竞争力又朝前迈出了一步:设计了先锋机构指数基金。这是一支参照 S & P500 指数构建并专门为资产规模巨大的机构投资者设计的基金。为了实现基金管理的规模经济,该基金规定机构投资者开立的基金账户最低金额为 100 万美元。这种基金的年费用率仅为 0.07%,这与传统的 S & P500 指数基金的 0.2%相比要低的多。当时股票基金的平均费用率为 1.3%。由于该基金

的费用率水平相对低很多,所以这种基金对那些账户规模在 100 万到 750 万之间的机构投资者来说非常具有吸引力。如今这一基金的资产规模已经达到 160 亿。

1990 年其他竞争者也开始大举进入指数基金市场。尽管富达基金以积极的投资管理风格著称,但也推出了两支参照 S & P500 指数构建的股指基金和一支美国债券指数基金。但是,富达公司并没有把其核心业务放在指数基金上。其中一支股指基金是专门为富裕投资者设计的,其初始最低投资金额为 25000 美元。另外两支基金是专门为机构投资者而设计的,它们的最低初始投资金额为 100 万美元。

到 1990 年美国市场上共有 43 支指数基金,但是指数化投资组合并没有成为家喻户晓的概念。许多指数基金是专门针对机构投资者的。有一些并不是真正意义上的指数基金,它们只是专门投资于某个特定市场的投资组合。另一些是量化基金,这种基金通过计算机程序来选择各个股票,以模拟整个市场的收益和风险状况,但同时把增进收益作为目标。

先锋基金在 1986 年底就推出了第一支量化基金,即先锋量化投资组合(Vanguard Quantitative Portfolio)。但是在其后十多年中,该公司花费了很大精力才使年收益率高出先锋 500 指数基金 0.2%。

1987 年~1990 年,在所有共同基金中有 3/4 的基金回报率要低于 S & P500 指数的涨幅。指数化基金继续向机构投资者市场渗透,其在养老基金资产中的份额由 15%上升为 20%。到 1990 年末,先锋 500 指数基金资产达到 20 亿美元,仍然是规模最大的指数基金。在 663 支股票共同基金中资产

总额排在第 14 位。

八、1991~1993 年：指数投资战略的演变

到了 1991 年，先锋公司并没有受到其他指数基金的威胁，其主要原因是其费用率方面的优势。

为了迎合那些希望对整个股市都进行投资的人们的需要，1992 年 3 月，先锋公司推出了先锋全股市指数基金(Vanguard Total Stock Market Portfolio)，这支基金是依据 Wilshire 5000 指数构建的。而数月后又设立了先锋平衡指数基金(Vanguard Balanced Index Fund)。这支基金把 60% 的资产用于模拟 Wilshire 5000 股指，其余部分用于模拟雷曼兄弟总体债券指数(Lehman Brothers Aggregate Bond Index)。

1992 年 5 月，标准普尔公司推出了普尔巴罗增长和收入指数，而在此六个月后先锋公司就迅速推出增长和收入指数基金(Index Trust Growth and Value Portfolios)。这样，截止 1992 年底，先锋公司的指数基金家族的基金数量就达到了 11 支。

1991 年到 1993 年期间，S & P500 指数表现并不另人满意。在这一期间 S & P500 指数基金的收益只超过了 45% 的专业化管理的基金，尽管如此指数基金并没有达到岌岌可危的地步。这段时期显然不是指数基金风光的日子，但是也不能简单地用糟糕透顶来形容，因为指数基金仍然在继续发展，而且得到越来越多投资者的接受。

这一时期指数基金在全部共同基金资产的比重由 2.5%

上升为 3.5%，增长了近 40%。而在养老基金中，指数化基金占全部资产的 25% 左右。到了 1993 年底，先锋公司的指数基金家族的资产达到了 180 亿美元，占先锋公司管辖资产的 14%。尽管这一段时期 S & P500 指数的走势不尽人意，但先锋 500 指数基金的资产仍增长了 4 倍达到 83 亿，在所有股票基金中资产规模排名第 8 位。

九、1994~1996 年：指数基金取得了胜利

尽管在 1994 年美国股市出现了下跌而且共同基金的平均业绩出现了滑坡，但是先锋 500 指数基金却实现了 1.3% 的收益。1994 年底，该基金的业绩表现要优于 78% 的共同基金。到了 1995 年，股市突然转为牛市，S & P500 指数上涨了 37%，85% 的股票基金收益率要低于这个水平。1996 年，美国股市继续保持坚挺，S & P500 指数上涨了 23%，涨幅超过 75% 的股票基金所实现的回报率。这 3 年合计起来，无须进行大量管理工作的指数基金回报率要高出 91% 的积极管理的基金。

随着 1993 年 3 月第一批特定期限债券基金的推出，先锋指数基金家族得到了进一步迅速扩张。这些基金包括长期、中期和短期债券指数基金，它们是根据雷曼兄弟总体债券指数之中相应期限的债券构建的。这些基金再次证明了降低成本在决定债券基金的收益中具有非常重要的作用。

1993 年底，先锋公司为了实现投资的国际化，决定在其国际股指基金中增加一个新兴市场投资组合。该公司进入新

兴国家的股市的决心很强,因为希望对这个市场进行长期战略投资。同时,对新兴股票市场出现的投机性泡沫中蕴涵的巨大风险也存在存在担忧和畏惧。在该投资组合建立时,这一市场的风险已经非常明显了。值得庆幸的是程序和监管问题使这支基金的发售推迟到 1994 年 5 月,此时新兴股市的泡沫已经破碎,因此相应降低了投资风险。

尽管该公司一直对指数化投资理念热情高涨并且充满信心,但是对利用指数化投资的税收优惠却一直采取较为谨慎的态度。由于指数基金的投资组合管理较为消极,所以指数基金的投资组合转换率较低,这样会导致使指数基金持续保留股票的资本利得,而不会象积极管理的基金那样实现资本利得并分配给投者,这样就不会给投资者带来税收负担。研究表明指数基金的税后收益率比税前收益率的相对优势更为明显:先锋指数基金所实现的税后收益率要超过 92% 的其他类基金。指数基金的税前收益率仅比 80% 的其他类基金要高。但是由于巨额回购会给指数基金带来抛售股票实现资本利得的压力,所以该公司在利用税收优势方面有所顾忌。

1993 年,该公司开始设计能够在最大程度上享受税收优惠最大化的基金。先锋公司的设计构想时希望推出 3 支指数化基金,这些基金对于在 1 到 5 年内赎回基金的投资者要收取交易费,其中 1 年内赎回的交易费为 2%,5 年后为 1%。这样做是为了阻止投资者短期投机行为,鼓励他们进行长期投资。先锋公司设计的税收控制基金包括增长收入型基金(Growth and Income Portfolio)、资本增值基金(Capital Appreciation Portfolio)和平衡基金(Balanced Portfolio)。其中,

增长收入型基金参照 S & P500 指数构建的,但是为了减少已实现收益,可以偏离 S & P500 指数调整投资组合,即如果由于出售某些股票而导致资本利得的实现,可以通过抛出包含未实现亏损的股票,这样就可以相应降低总体已实现资本利得。资本增值基金的投资组合是参照罗素 1000 指数而构造的,主要持有那些低收益率股票,这样使实现应税收入达到最小化。而平衡基金把资产一半投入收益率股票另一半投入免税的市政债券。1994 年 9 月,先锋公司正式推出这 3 支税收控制基金。

在此三周之后,先锋公司开始发售 4 支生命战略基金(Lifesrategey Portfolio),它们是收入型基金、保守增长型基金、适度增长型基金和增长型基金。这些基金投入股票、债券和短期储备金的比率各不相同。其中股票在这四支基金中的设计比率各为:20%、40%、60%和 80%。这些基金的其余资产则是由各种债券指数基金构成的。生命战略基金的设计出发点是为了对先锋公司现有的指数基金按照适当比例进行组合投资。同时,生命战略基金还投资于先锋公司于 1988 年推出的资产配置,这支基金的投资组合是由美国政府债券和指数化的股票投资构成的。1995 年底,先锋公司的董事会批准成立了另外两家基金,它们是综合国际基金(Total International Portfolio)和房地产投资信托基金(Real Estate Investment Trust)。其中 1996 年 4 月正式发售的综合国际基金是基金的基金(Fund Of Fund),它的投资组合由欧洲、太平洋地区和新兴市场基金构成的。而 1996 年 5 月正式开始发售的房地产基金则为投资者提供了一种以较低成本实现投资多样

化延伸入房地产业的途径。这样,先锋公司的指数基金家族的成员增加到了 26 支,其中 5 支是以指数为基础的资产配置基金,另外 21 支是常规指数基金。

在 1994 年到 1996 年指数基金的概念已经开始深入人心。投资者开始关注指数基金具有业绩相对一贯性和稳定性的特点。媒体对指数基金也越来越关注。在先锋 500 指数基金从 1976 年 1996 年发展的 20 年历程中,晨星报曾经 7 次将该基金列在所有共同基金的第一行列,5 次第二行列,7 次第三行列,只有 1 次即该基金的第一个完整经营年度内该基金被排在最后一组中。在这 20 年中,只有少数共同基金在业绩的一贯性能够与之相媲美。

在指数基金开始运营的第一个 5 年中,其业绩不尽人意,比共同基金平均收益要低 4.8%。这其中的主要原因在于 S & P500 指数在前 5 年中表现过好,其增长率比共同基金平均收益率高 4.7%,因此需要调整。或许在 5 年前就推出指数基金更为适宜。但是在 1981 到 1986 年的 5 年中,该基金每年收益率比其他共同基金高 3%,随后两个五年中该指数基金的收益率分别再次超出平均水平 2.1%和 2.6%。总体来看,S & P500 指数的涨幅高出共同基金平均收益率 1.1 左右。而 S & P500 指数涨幅比相应的指数基金的收益率高出 0.4%,这是主要由于指数基金营业费用的作用结果,尤其在其创立初期几年中营业费用较高。

指数基金在前 5 年内由于市场回调导致收益情况不佳,所以这种总体计算结果明显低估了指数化投资策略所取得的成就。事实上,在后 15 年中,指数基金在年收益率方面比股票

基金的平均收益率要高出惊人的 2.7 个百分点。再加上指数基金的业绩具有一贯性特点,这足以证明指数化投资理念的优越性。

1995 年《货币》杂志几乎每期都刊登有关指数基金的文章,并且在封面上刊登了先锋公司当时非常著名的三位基金经理的合影。在一篇专题社论中,号召人们作为投资者应该彻底地改变预期,并且把指数基金具有的低营业成本、低交易成本和资本利得税收负担较低的三大优点比喻为帕瓦罗地、卡雷拉斯和多明戈三大男高音。该社论的标题宣称“伯格(先锋公司的首席执行官)胜利了,如今指数基金应该成为大多数投资组合的核心”。

先锋指数基金的资产数量迅猛增长,到了 1996 年的 12 月 31 日,达到近 700 亿美元。而先锋 500 指数基金则在其诞生 20 年后,资产由 1140 万增加到 300 亿美元。1996 年底,先锋 500 指数基金在美国 4000 支股票基金中,在资产规模上名列第三。

最近两年,个人投资者每 1 美元的投资中有 36% 投向了指数型基金,个人投资者持有的指数基金资产超过了 2000 亿美元,比两年前增长了 178%,增长速度为共同基金资产增长速度的 3 倍。与此同时,机构投资者也在不断地增加指数型基金资产的投资。

总之,90 年代以后,指数基金获得了巨大发展。1993 年到 1996 年是指数基金取得巨大成就的 3 年。3 年中,市场上 91% 股票基金的收益增长率低于指数基金的增长率,这对传统的证券投资思维形成巨大的冲击与挑战,指数基金投资策

略的优势开始显现。

附录附表 4 先锋 500 指数基金二十年中的收益率状况表

年 份	年收益率(%)				
	S & P500 指数	先锋 500 指数基金	一般股票基金	S & P500 指数与先锋 500 指数基金之间的差距	S & P500 指数和一般股票基金之间的收益率差距
1976~1981	8.1	7.6	12.4	0.5	-4.3
1981~1986	19.8	19.3	16.3	0.5	3.5
1986~1991	15.4	15.0	12.9	0.4	2.5
1991~1997	17.7	17.5	14.9	0.2	2.8
1976~1997	15.2	14.8	14.1	0.4	1.1

十、共同基金业最终开始重视指数投资

其他共同基金管理公司最初对指数化理念采取拒绝接受的态度。共同基金管理业的巨人富达公司在 1976 年先锋基金推出时曾经给它泼冷水。但是在 1990 年,迫于竞争压力和投资者的要求,该公司也推出了指数基金品种。富达指数基金的是在 Spartan 的名下运作的,规定每次最低申购金额为 25000 美元,结果其发展非常缓慢。1992 年这支基金更名为富达美国股票指数基金(Fidelity U. S. Equity Index Fund),并且把

最低申购金额降低为 3000 美元,但是由于其年费用率高达 0.45%,因此市场仍然对它反应冷淡。

德雷菲斯(Dreyfus)一直是做市商和第二大基金公司,它于 1987 年推出了人民指数基金(People's Index Funds),它是参照 S & P500 指数构建的,其年管理费相对较高为 0.5%。接着,在 1990 年,该公司又推出了与人民指数基金相类似但向机构投资者定向募集的产品。1993 年推出了债券基金,1995 年又推出了中等资本股票基金。T. Rowe Price 于 1990 年为机构投资者推出了 S & P500 指数基金。面向机构投资者的基金的迅速崛起证明了指数基金成为迅速发展的公司 401(k)储蓄计划市场的重要的投资选择工具。但是其他举足轻重的基金公司并没有进入指数基金市场,这样先锋基金并没有面临严重的竞争压力。先锋基金的指数基金市场份额在稳步增长,到 1997 年先锋公司的指数基金占提供给个人投资者的全部指数基金资产的 70%。

到了 1997 年 1 月,共同基金公司对指数化投资理念接受程度发生了迅速提升。富达公司又推出了三支新基金,这样它的指数基金就达到了四家。这三支基金包括综合股票指数基金、扩展市场基金和国际股票基金。每种基金的年费用率都相对较高,但是为了把年费用率维持在 0.25%,会暂时规定管理费用的最上限。

连一直不愿参与指数基金市场的美林公司都推出了指数化基金。指数基金如果希望具有竞争力,应该努力使费用率保持在 0.2%以下,但美林却只愿把指数金作为资产管理账户的一部分,并且需要缴纳高达 1.5%的投资顾问费。这样高的

费用,显然与指数化基金降低费用的目的相互冲突。

共同基金管理公司长期以来一直不愿接受指数基金的主要原因有两个:首先如果进行指数化投资,那么投资顾问就很难获利。更明确地说,指数基金不需要任何投资顾问服务,也就没有人愿意支付这笔费用。尽管市场可能会提供适度的盈利。但是,由于先锋基金继续把其指数基金的年费用率定在0.2%的水平,指数基金的费用率不大可能会超出0.25%。收取更高的费用,对稍有头脑投资者来说是非正当的收费。这种在最低费用基础上运营并且不为基金发起人谋求利润的基金几乎就是一种纯粹意义上的商品。在市场上同种商品是不会出现一种高于一般水平的价格。但是,有的基金管理公司为了弥补低廉的服务价格,无疑会通过表面给予管理费减免,而在后续年份中逐步提高管理费的措施,它们希望这不被投资者所察觉。

此外,职业自豪感也是基金管理公司不愿推行指数化基金的一个原因。共同基金管理公司通常招募一批出色的工商管理学硕士,他们通常从哈佛或渥顿之类的知名大学毕业的,希望凭借其知识和天赋来战胜市场。尽管这些人作为一个整体来说并不能够战胜市场,但是这并不能打消那些有时能够实现业绩优于市场的投资经理们继续努力战胜市场的积极性。如果一个基金管理公司告诉高薪聘请来专业基金经理、证券分析师和研究分析师说他们必须和本公司内部的指数化基金一较高下,这很令人难以接受。事实上,富达基金在1997年对指数基金进行了扩充,这表明该公司开时对指数化投资理念给予应有的重视和信心,但是与此同时富达公司仍然坚信

通过进行积极管理的基金仍然能够再次超过市场的业绩表现。该公司宣称自己推出指数基金只是为了响应投资者的强烈要求。

不论怎样,学术理论和在现实情况都表明金融市场的一个现实情况:所有投资者包括聘请大量职业经理人的机构投资者和精心选股的精明个人投资者,作为一个整体构成了金融市场。所以他们不可能超越市场,也就是不能比自己还做的更好。这其中还没考虑交易、管理成本因素,如果把成本因素也考虑进来,那么所有投资者的收益率一定会比总体市场回报率还要低,其差额就是成本率。这是不可辩驳的现实情况,但是令人难以理解的是长期以来人们一直反对和误解了这一基本定理。这一基本定理无需以市场有效性为假设前提,它只是一个不可辩驳的实事,真如同那些基本自然现象一样。如果把指数基金推出以后 20 年和之前 30 年这 50 年时期内积极进行投资组合管理的经理们所取得的成果进行分析,我们可以得到一个结论:指数化投资将会在今后进一步扩展,而且发展的速度将会进一步加快,最终指数基金在整个基金中也将会占据统治地位。尽管现在指数基金的资产在全部股票基金中仅占 6%,但是在养老保险基金中,至少 25% 的股票投资是进行了指数化安排的。

1997 年,各大报刊杂志纷纷刊登宣传报道指数基金的文章。华尔街日报和纽约时报在头版宣传了先锋公司的指数基金。而与此同时,时代周刊和新闻周刊都刊登了介绍指数基金成功历史的文章。这些文章指出指数基金在业绩上要领先于积极管理基金。但是它们却忽视了最基本一点,即指数基金并

没有什么神秘之处。它只是体现了一个简单公式即总市场收益率减去成本就得到净收益率,即投资者分享的收益率。由此可见,费用对在净收益决定中具有重要的作用。

在 1997 年,美国最成功的长期投资者沃伦·巴菲特曾经在 1996 年 Berkshire Hathaway 公司的年报中说道:“费用对交易者来说确实是非常重要的。例如股票共同基金要承担 100 个基点的费用,其中大部分是支付给基金经理人的投资顾问费,这一费用在长期内会导致投资者的收益率下降 10%。因此大多数投资不论是机构投资者还是个人投资者投资股市的最好方法是投资于只收取很低费用的股票指数基金。这种投资方式所获得的收益肯定会超出大多数投资专家所能够提供的投资收益。”

股票共同基金的费用率一般为 1.5% 同时还有 0.5% 的交易费,这样股票基金的平均收益至少每年要低于市场收益率 2 个百分点。对于那些重视长期投资的投资者来说,这样高的费用率会对收益率造成严重影响。所以,投资者会越来越多地转向指数基金,这不仅是由于指数基金的业绩表现 1994 年以来非常的出色,而且是由于指数基金能够实现长期投资价值增值。

先锋指数基金从 1976 年艰难地开创到现在已发展成为目前共同基金业中第二大股票基金。先锋 500 指数基金的资产近 500 亿美元,整个先锋指数基金家族的资产达到了近 1000 亿美元。不考虑先锋公司管理的其他 2000 亿资产,光是指数基金资产就在所有基金复合体中排名第 7 位。指数基金已经走过了非常漫长成功的历程,指数化投资还有很大的发

展空间。但是,指数基金的未来发展历程中仍然存在一些不确定因素。大约 1/3 的股票是由指数基金持有的,这会造成指数基金的流动性问题,因为大量股票被同一家基金持有会降低该股票的交易量,降低股票的流动性。同时在抛售股票时,会引起股票价格的波动剧烈,降低盈利空间。指数基金在投资时是将全部资金都加以运用,在股市出现下跌行情市,指数基金的业绩由可能会落后于那些持有适量现金储备的基金。尽管机构投资者作为一个整体不能超越市场,但是仍然存在某些基金管理公司业绩优于其他公司的可能性。

先锋 500 指数基金在其发展的历程中经历了起起伏伏,就面临了强烈的挑战,也获得了宝贵的发展机会。如今,指数基金改变了投资者对整个共同基金业的理解和看法,人们比以往更加注重费用和投资分散化。

附录三：对冲基金

对冲基金是活跃于国际金融市场的一类带有神秘色彩的基金，一般采取私募、有限合伙的形式。由于其非凡的投资业绩和对国际金融市场的重大影响和冲击，对冲基金受到各方的注意。随着我国金融市场的逐步走向市场化和国际化，作为追逐投机利润的海外对冲基金的不可避免地会觊觎国内金融市场。因此我们有必要加强对对冲基金的研究和防范，以防其对我国的金融秩序造成冲击。

一、对冲基金的含义

实际上，美国的联邦证券法律中并没有给出对冲基金的明确定义。在现实中那些随着对冲基金的发展演变，目前对冲基金指的是未根据联邦证券法规注册为投资公司、证券交易商或经纪商及公众公司的各类集合投资工具。对冲基金有广义和狭义之分。狭义的对冲基金是指在进行投资的同时运用对冲技巧以实现风险的对冲，从而确保获取稳定收益。而广义的对冲基金则是泛指运用非传统的策略进行投资的基金。这些策略包括：运用卖空技术进行对冲；运用市场中的无效率进行套利；运用金融杠杆增加头寸实现增大其资金对市场价格的影响能力；投资于被大多数投资者所冷落的股票；运用期货、期权等衍生工具。广义的对冲基金已经不都是采取对冲风险的策略，其中一部分蕴含着巨大的风险。

二、对冲基金的种类

1. 事件驱动型(Event Driven)

又称为“公司生命周期(Corporate Life cycle)”型投资。基金经理在上市公司出现重大事件时寻找投资机会。这些变动包括公司子公司或部门的独立、公司兼并、破产重组、资产重组和股票回购等。根据所用投资工具及投资技巧又可分成下列两种：

(1)“问题证券(Distressed Securities)”型。基金经理在某些公司出现重大题材时买入或卖空该公司的证券。根据不同的投资风格,他们可选择银行债券、公司债券、普通股票、优先股票、认股证等。他们也可使用金融杠杆及高风险策略。

(2)“风险套利(Risk Arbitrage)”型。一般情况下,当公司出现可能的兼并事件时,被兼并的目标公司股票将会上升,而准备兼并的公司股票下降。这时买入被兼并公司的股票,同时卖空准备兼并的公司的股票,即可达到套利的目的。基金也可利用股票期权达到套利目的而不直接涉及股票。常用的保值工具是“标准普尔看跌期权(S & P Put Options)”或“看跌期权套利(Put Options Spreads)”。这类基金的风险较高。一旦兼并行动失败,基金所持有的证券可能被套住而造成巨额损失。

2. 市场中性基金(Market Neutral)

市场上某些股票的价格变化时,其变化的幅度和时间不

同。基金经理利用这种差别去获取利润。并利用同时做多做空来降低市场风险。典型的投资策略是用数量模型挑选出股票组合,然后把一半资金放在做多,一半资金放在做空。比如选出若干个行业中最强的公司和最弱的公司,把一半资金放在最强的公司股票做多,另一半资金投资于绩较差的公司做空,或放在指数期货上做空。

这里面有四种类型:

(1)股票做多做空(Long/Short Stock)。这主要是为了中和市场风险。虽然理论上讲风险可降到很低,但这会使获利变得很难。因此选择股票是成功的关键。

(2)可转换证券套利(Convertible Arbitrage)。这是最保守的风格之一。基金经理在可转换债券上做多,同时在其支撑股票上做空。当这两种证券之间的价差计算有误差时,基金就可获利。

(3)股票指数套利(Stock Index Arbitrage)。基金经理分别在一组股票和指数期货上做多及做空。

(4)债券套利(Fixed Income Arbitrage)。在债券市场上同时做多做空。这包括对不同债券及投资策略选择,主要是为了减少收益变化所带来的风险。

3. 全球宏观型(Global Macro)

宏观对冲基金是对某些国家或地区的宏观经济形势加以评估,预测其股市、汇率或其他经济指标的走势。在时机成熟时入市以获取暴利。像多年前英国,墨西哥的汇率危机及这次亚洲金融危机都是他们成功的例子。

对冲基金往往借入某国货币然后在现货或远期市场上进

行抛售,当借款到期时,此时的该货币贬值使投机者可以用低价买回该货币用于清偿借款,同时获得收益。同对某国货币的冲击往往是和对股市的冲击同时进行,对冲基金在抛售某国的货币同时,在股市上大举沽空该国股指期货,以便当政府出面提高短期借款利率,干涉汇市的情况下,对冲基金就利用股市的大跌在期货空头上活动。

4. 卖空型(Short Sellers)

此类基金经理专门寻找股价过高的股票或股票市场,希望在做空后股价会下跌并从中获利。

5. 基金中的基金型(Fund Of Funds)

此类基金经理投资于若干个对冲基金里。这样做的主要目的是为了大幅度地降低风险并获得尽可能高的投资收益。这类基金的最低投资限额也会比其他对冲基金的低。

三、对冲基金的特点

(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、掉期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,或是利用短期内中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,借入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亦面临超额损失的巨大风险。

(3) 筹资方式的私募性。对冲基金的公司治理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定义。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成长性股票的投资。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。

(5)对冲基金的业绩领先于共同基金和股市大盘,而且一般和股市债市的收益率相关性非常小,这无疑是其非常吸引机构投资者的重要原因。由于其与股票和债券的收益率相关性很小,投资于对冲基金无疑可以使机构投资者更好地实现分散投资,并且能够降低收益的波动性。对冲基金 2000 年的平均回报率达 4.8%,而同期纳斯达克指数劲跌 39.29%,标准普尔 500 指数下挫 10.14%。

四、对冲基金的发展趋势

估计全球目前有 6000 个对冲基金,资产管理总额高达 4500 亿美元。统计数据显示,现有 4000 亿美元的对冲基金资产中,机构投资者约占 25%,远高于对冲基金 1993 年曾现火爆时的 5%。由于个别投资者和机构大户对这“另类投资”加码,预测对冲基金的资产总额 10 年后将增至 20000 亿美元。

对冲基金的规模大小不一,媒体常提到的索罗斯的基金拥有资产约 110 亿元,但它并不能代表大多数对冲基金的规模。大多数对冲基金成立的年限不长(大约 6 年),资产规模也不大(大约 2000 万元)。大多数对冲基金规模相对较小——其中 65% 的对冲基金规模在 5000 万美元以下,资金规模超过 5 亿美元的对冲基金只有 5%。一个典型的基金经理通常有在证券业 15 年的工作经历,包括 10 年的有价证券经营管理经验。一半以上的对冲基金在美国注册,更多的把总部设在美国。约 78% 的基金经理在自己管理的对冲基金中的投资超过 50 万美元,几乎所有被抽样研究的基金从事风险对冲业务,能利用信贷杠杆借款从事买空卖空的基金高达 72%。

对冲基金投资专家索罗斯,1992 年出其不意狙击英镑,迫英镑脱离欧币汇率机制,因而赚了 10 亿英镑,令市场大为震惊。另一位分量相若的对冲基金经理罗伯逊,在 1990 年以沽空日股而获暴利。可是,这两位名噪一时的投资专家,2000 年却在市场连番失利,罗伯逊的老虎基金已于 2000 年 3 月底结束,而索罗斯则表示,将改变投资策略,停止在金融市场大手注,并有意重整量子基金,管理该基金的经理德鲁肯米勒因科技股暴跌而损手,他最近宣布退休。但是这两个全球最大的对冲基金因投资失败而收缩经营,并不表示对冲基金没落。其实,对冲基金行业在不断增长,去年的增幅为两成三。

目前,对冲基金的投资模式正在发生变化,宏观对冲基金(Macro Fund)的角色已经大为削弱。1996 年底,宏观对冲基金占整体对冲基金的管理资产约三成,为最大比例,可是 2000 年底,已收缩至 7.2%。目前,宏观对冲基金已被小型和

灵活的基金侵蚀,相信小型对冲基金将是下一个潮流。提供超过十八种基金的 Pequot 资本公司,管理资产约 120 亿美元,相信是继索罗斯后的最大型对冲基金公司。

五、对冲基金的公司治理结构

美国的法律规定,对冲基金的信托投资者中,自然人(个人)的个人(包括其配偶)净资产须超过 100 万元(美元,以下货币单位均为美元),或其个人收入在最近两年的年均收入高于 20 万元,或包括配偶的收入高于 30 万元,法人机构的财产要求则更高。从这个角度而言,称对冲基金为富豪俱乐部并不夸张。对冲基金由两类合伙人组成,第一类为一般合伙人(General Partner),指的是创设基金的个人或团体,他们一般只出资 1%,负责处理对冲基金的所有交易活动及日常管理。第二类是有限合伙人(Limited Partner),有限合伙人提供了对冲基金的大部分资本但却不参与任何基金所进行的交易活动及基金的日常管理,这是与股份制公司根本不同的地方。

1940 年美国《投资公司法》规定,在私人性质合伙投资机构中的投资者不得超过 100 位,即一个一般合伙人加 99 个有限合伙人。私人性质的合伙制投资机构不属于 1940 年美国《投资公司法》中定义的投资公司的范畴,因此可以不受该法的约束。这样,对冲基金基本都采取了私人合伙制组织形式,以便规避法规的监管。在对冲基金中,一般合伙人通常占全部净利润的 20%,另加固定比率的基金管理费,通常净资产的 1%,基金管理费是每季度预先提取的。

合伙制是保证对冲基金表现出众的根本原因。合伙制的对冲基金则很好地规避了两权分离下的股份制企业内部的委托—代理风险。在两权分离的股份制企业中,当 A 授权 B 代表 A 从事某种活动时,委托—代理关系就发生了,A 称为委托人(Principal),B 称为代理人(Agent)。法律上的委托—代理关系的实质是委托人对代理人的行为后果承担责任,代理人忠实地为委托人的利益服务。承担风险的一方为委托人,选择行动的一方为代理人。代理人在交易中有私人信息,具备信息优势。合伙制的对冲基金是由有限合伙人和一般合伙人组成。有限合伙人(委托人)是真正的出资人,出资占公司资金总额的 99%,一般合伙人由投资专家充当,出资仅为公司资金总额的 1%,而主要的投入是人力资本。投资收益的分配为有限合伙人拿 80%的投资收益,一般合伙人拿 20%的投资收益。而投资失败的话,一般合伙人将损失所出的全部资金。一方面,丰厚的收益分配成为激励一般合伙人工作的巨大动力。另一方面,对一般合伙人来说 1%的资金也是笔巨款,约束其冒险冲动。由于基金经理—代理人本身就是委托合伙人之一,从而减少了委托—代理层次,保证了经营者与出资人风险收益对称。

六、对冲基金的税收

由于对冲基金是采用合伙制进行组织的,因此其可以享受“通过税”优惠。其含义是该合伙组织的所有收入、费用和盈利和损失最终都流向其合伙人,所以在纳税时应该由合伙人

纳税,而对冲基金不必缴纳所得税,这样就可以避免双重纳税的发生。

从纳税时间安排上来看,税收的基本原则是在收益真正实现时才需纳税。出于经济目的,在会计记账时当投资的证券出现升值时,账面上将出现价值增值但是只有当了解头寸真正实现了收益或亏损时才计算应交税额。但是当对冲基金从事美国税务局的第 1256 条款下规定的管制性期货交易时,在应税年度结束时,是按照投资的市场价值的增减来计算税金,而不考虑该交易的最终盈亏情况。

而且由于在对冲基金运营的过程中可能不断会有新的投资者愿意注入资金成为对冲基金的合伙人,所以需要对他们应纳税额进行调整,现举例说明。例如某对冲基金原有两个合伙人 A 和 B,他们在成立基金时各投入 50 美元。1993 年 12 月 31 日该基金的惟一资产是一支价格为 120 美元的股票,该股票的投资成本为 100 美元。1 月 1 日投资者 C 以 60 美元的资金入股,三方享有同能的收益分配权。在 1994 年 12 月 31 日,该公司将该股票以 135 美元的价出售。这样三位合伙人将会分别得到 11.66 美元的利润分配,但是在计算各个合伙人的应税收入时需要调整,否者投资者 C 将会承担一部分不合理的税收。调整方法如下:

	本期实现的前期 账面收益	本期实现的收益	总实现收益
合伙人 A	\$ 10	\$ 5	\$ 15
合伙人 B	10	5	15
合伙人 C	0	5	5
总 计	20	15	35

各个合伙人的应税收入应该以最后一列为基准,C 合伙人只需为其加入基金以后的资产增值部分纳税,而不是按照其得到的收益分配金额计算。可见所得税会计和财务会计在会计处理上存在着明显区别。

而且明确对冲基金时进行投资者还是从事证券及其他金融工具的交易活动的交易商对其税收也会产生重要影响。在法律上对交易一词并没有给出明确的定义,一般是以事实情况来界定的,尽管判例法也提供了一些指导方针。

根据判例法判断对冲基金是否应列为交易商通常可以根据以下标准:

(1)主要通过频繁买卖证券以获得市场短期波动提供的盈利机会;

(2)交易活动具有持续性、经常性和广泛性;

(3)大部分收入源自短期交易行为而不是股息、利息和长期资本利得;

(4)大量运用短期证券买卖、信用交易、商品期货交易、股票出借、转换等手段来调控证券持有量以期获得最大收益。

尽管以上提供了一些指导原则,但是实际中主要还是以事实情况进行划分。

如果对冲基金的经营活动不能列为“交易”范畴那么其运营费用就被归为投资费用,对对冲基金的投资者个人来说这意味着只有当对冲基金的运营费用达到该合伙人的总收入的2%时才能够用于税前抵扣。而且可扣减的运营费用不能超过合伙人总收入的3%。而如果对冲基金被列为交易商那么就不必受上述最低和最高可扣减费用的约束。

七、对冲基金的监管

金融业，特别是银行业是外部性很强的行业，因为其经营结果会影响许多的投资者，对于整个经济的稳定具有特殊意义，因此金融业的特点决定了不能任由金融市场盲目自由地发展。目前大型银行在国际金融市场中扮演极为重要的角色，他们为投机者和套期保值者提供巨额资金，本身也积极参与金融市场的各种交易。在利益的驱使下，或者在借款人良好资信与名气的光环的笼罩下，他们很容易向实际上并不十分了解的机构在未经严格审查的情况下，提供巨额资金。银行不负责任的放款实际上是将中小储户的资金投入了一个神秘的黑箱——他们并不清楚这笔钱被用于多大风险的投资，而提供资金的人却未得到相应的风险补偿。对冲基金正是通过这个黑箱，将风险转移给广大储户，而自己则无偿占有了高风险带来的高收益。但是在对冲基金决策出现失误，发生损失时，银行也会被拖下水，政府当然不能坐视不理，于是出现了权力与义务不一致的现象：政府无权监管对冲基金，可是当对冲基金决策失误出现亏损时政府又不能置身事外。因此，只要对冲基金从银行得到巨额贷款，他们的活动就绝不应该被简单的视作少数投资者的个人行为。对他们的态度只有两条：要么不从银行获得贷款，只用自己的钱玩，爱怎么赌都行；如果要从银行获得贷款，就必须接受政府有关机构的监管。

从对冲基金的基本特征和市场行为来看，对冲基金存在的问题最重要的有两个方面，一是缺乏政府的有效监管。对冲

基金的大本营在美国,美国政府认为对冲基金属私人投资机构,受其投资者和贷款机构的监督,其市场行为不应受政府管制。而且也不受 1940 年《投资基金法》的约束,在信息公开性上非常隐蔽,不利于对其进行监管和控制。但从实际情况来看,如果华尔街预警系统中的联邦储备银行这个环节随时监督的话,长期资本管理公司(LTCM)的危机不至于恶化至如斯地步。另一方面的原因是对冲基金过度使用信贷杠杆。实际上,过度使用信贷杠杆,任何一个商业机构都有可能发生。只不过各国的金融法规对投资者使用信贷杠杆都有相关的规定,同时各相关银行本身也有对贷款对象商业行为的监督系统,银行有控制信用过度膨胀的机制。但显然这些已有机制对对冲基金复杂的市场操作发挥不了作用,才会有 LTCM 这样的危机产生。这两方面因素相辅相成的结果,是对冲基金不仅给不成熟市场造成了巨大伤害,也对全球金融市场和金融秩序产生了影响和冲击。

1998 年 9 月份的长期资本管理公司事件使让公众对对冲基金产生怀疑,欧洲国家也开始呼吁加强对对冲基金的监管,让资本的流通不仅要自由,更要有序。尽管对冲基金不受政府管制,但受贷款的银行和投资者的严密监督。但长期资本管理公司的问题却带有讽刺意味他说明,即使华尔街的大银行也会盲目信任神话,在利益的驱动下它们不顾风险控制制度的要求而敞开钱库让对冲基金在全球金融市场豪赌。这些支持者,也就是投资者与提供担保者,包括多家华尔街主要投资银行。美国政府因此开始重视原来很少受到管制而且缺乏透明度的对冲基金,并进行适度监管。美国财政部长鲁宾已经

宣布美国监管金融市场的机构必须研究调研所有对冲基金及基金与贷款人的关系。

在 1999 年美国金融工作顾问小组发布的一份有关对冲基金的报告中,对对冲基金的高杠杆率问题提出了一些建议。但是这些建议仍然集中于加强由为对冲基金提供贷款的机构进行间接监管,这些建议包括:

- (1)对冲基金应该更经常地公布一些实质性的重要信息;
- (2)公众公司包括金融机构应该对外公布其对高度杠杆化经营的公司包括对冲基金的巨额财务风险敞口;
- (3)金融机构应该加强对交易对手带来的信用风险的管理;
- (4)监管机构应该鼓励受监管组织提高风险管理能力;
- (5)监管机构应该推进更对风险更加敏感而且更加谨慎的资本充足率管理方法的发展;
- (6)监管机构应该激励离岸金融中心遵守国际标准。

同时,如果这些间接监管措施未能起到控制对冲基金过渡利用杠杆的投资的话将考虑采取其他一些更为有效的手段,但是并不鼓励在目前对对冲基金采取更为严格的监管手段。

对冲基金与共同基金(Mutual Fund)不同,后者一般是公募发行,须公开投资组合和接受监管,对冲基金因其合伙私人投资性质,而不受政府管制,其透明度非常差,但这并不意味着其不受任何监督。一般而言,外部有债权人(贷款银行)的监督,内部有合伙投资人的监督。实际上对冲基金的投资活动需要受到 1933 年《美国证券法》、美国 1934 年《证券交易法》

约束。对冲基金持有某一上市公司的股票超过其总流通股票的 5% 以后也需要向美国证券交易委员会提交 13D 或 13G 报告。该报告是为了揭示大量持有某支股票的公司的基本情况及其购买目的。一小部分美国本土对冲基金的一般合伙人和管理人是经注册的投资顾问。需要受 1940 年《投资顾问法》的约束,而且每两年要接受证券交易委员会的审计。但是大部分对冲基金的一般合伙人都不愿注册成为投资顾问。尽管他们没有义务注册成为投资顾问但是也要受到联邦投资顾问法的反欺诈条款的约束。

英国、瑞士、德国及其他欧洲国家的监管当局也开始汲取教训,正计划推出新规例,在不能直接干预对冲基金操作的前提下,严格规范、限制银行对基金的放款。这些发达国家在 1998 年 10 月举行的国际货币基金组织年会上讨论如何监管国际对冲基金,把金融业的透明度监管扩大至对冲基金,以改善他们的暗箱作业方式,试图亡羊补牢,避免国际金融秩序因为对冲基金的不受管制而受更深的冲击。

对冲基金监管应采取的一些措施:

首先,要求对冲基金披露更多的信息,加强市场的透明度。因为在信息不对称的情况下,投资者的决策并不能实现资源的最优配置和福利最大化。也许在对冲基金公布信息后,投资者或监管者未必能理解对冲基金复杂的投资策略,但投资者有机会知道自己的资金被用到了什么地方,并做相应调整;而且市场上总会有人能够发现潜在的风险。充分的信息披露有利于市场变得更为理性。

其次,通过贷款机构、投资者、纪经商对对冲基金加以约

束。例如,要求银行加强在向对冲基金提供贷款时的审查,并对抵押资产的数量和质量从严要求,禁止未经审查借款者的财务报表就直接向其发放贷款。这样做的好处在于,银行通过了解借款人的财务状况,对其经营状况有所了解,从而对贷款所处的风险有进一步的认识,有利于避免银行放款时的盲目性,从而将对冲基金的杠杆比率控制在较为合理的水平。银行应该加强对资本充足性的控制,应该加强内部资信评估和风险评估机制,及时要求其提供贷款的对冲基金提供有关投资策略、财务状况、资金流向的信息,便于银行及时根据实际情况评估对冲基金的风险,控制对其信用额度,以防止其利用借贷来的资金进行高杠杆投资。同时应该通过提高对高杠杆投资进行贷款的适用的利率来遏制对冲基金过度提高资金杠杆。此外,对冲基金的许多交易都要涉及和交易对手(一般为经纪商)签订金融工具交易合约,如店头期权交易、远期外汇交易、掉期交易。因此交易对手在签订交易合约时应该对对冲基金的财务状况、贷款情况和投资交易情况进行详细的考察,这样一方面可以降低自身的风险,另一方面也起到了监管对冲基金的作用。最后,对冲基金的合伙人本身也要加强内部风险防范机制以及内部制约机制。如果对冲基金运用杠杆投资增加了投资的风险,一些投资者可能会撤资,而其吸引新的投资者加入的能力也会相应地下降。总之,出于自身利益,投资者、贷款方和对冲基金的交易对手都有监督对冲基金的动力,而且这也是对对冲基金进行监管的主要方式。

另外,新兴市场国家在参与经济和金融全球化过程中,务必量力而行,不要盲目追赶潮流。在开放金融市场特别是在开

放资本市场时,更需慎重,应逐步有序地进行。至少,国内监管和防范风险的能力应与开放水平相适应,以避免受到国际游资突然的冲击而影响经济的正常运行。

当然,加强对国际流动资金和对冲基金的监管并不是一两个国家的事,在此过程中,需要各国密切合作。因为经济全球一体化是大势所趋,全球资本流动越来越迅速,如果国际间对流动资金和对冲基金监管的态度、方式存在重大差别,这些资金或机构完全可以转移到监管薄弱的地方,个别国家在这方面所作的努力也会落空。

附录四：1940年《投资公司法》

15U. S. C80a—1

目 录

- 第 1 节 政策的制定和颁布
- 第 2 节 一般定义
- 第 3 节 投资公司的定义
- 第 4 节 投资公司的种类
- 第 5 节 投资管理公司的分类
- 第 6 节 豁免
- 第 7 节 未注册投资公司经营的业务
- 第 8 节 投资公司的登记注册
- 第 9 节 不合格的关连人士和承销商
- 第 10 节 董事会的关连人士和关连机构
- 第 11 节 交易报价
- 第 12 节 投资公司的功能及业务活动
- 第 13 节 投资政策的变化
- 第 14 节 投资公司的规模
- 第 15 节 投资咨询和承销合同
- 第 16 节 董事会的变更与有关严格信托管理法规

- 第 17 节 关连人士和承销商进行的交易
- 第 18 节 资本结构
- 第 19 节 红利
- 第 20 节 代理投票权、股权信托证、循环所有权
- 第 21 节 贷款
- 第 22 节 可赎回证券的推销、赎回及回购
- 第 23 节 证券的推销和回购、封闭式公司
- 第 24 节 依据 1933 年《证券法》进行的证券登记
- 第 25 节 改组计划
- 第 26 节 单位投资信托公司
- 第 27 节 分期付款计划证书
- 第 28 节 面额凭证公司
- 第 29 节 面额凭证公司的破产
- 第 30 节 定期或其他报告；关连人士报告
- 第 31 节 账目和记录
- 第 32 节 会计师和审计师
- 第 33 节 民事诉讼案件中向委员会提交的文件
- 第 34 节 报告与记录的销毁和伪造
- 第 35 节 非法表述和名称
- 第 36 节 违背受托责任
- 第 37 节 盗窃和贪污
- 第 38 节 条例及指令；委员会的一般权力
- 第 39 节 条例；发行政程序
- 第 40 节 指令；发行政程序
- 第 41 节 申诉会

- 第 42 节 各章条款的执行
- 第 43 节 法院对委员会指令的复审
- 第 44 节 犯罪的判决与诉讼
- 第 45 节 向委员会提交的信息资料
- 第 46 节 委员会的年度报告及委员会的雇员
- 第 47 节 合同的有效期
- 第 48 节 控制人的义务
- 第 49 节 罚金
- 第 50 节 本法对现行法律的影响
- 第 51 节 条款的独立性
- 第 52 节 章节名称的简称
- 第 53 节 生效日
- 第 54 节 作为商务开发公司的选择决定
- 第 55 节 商务开发公司功能及业务活动
- 第 56 节 董事资格
- 第 57 节 与关连人士的交易
- 第 58 节 投资政策的变化
- 第 59 节 条款的合并
- 第 60 节 商务开发公司的功能及业务活动
- 第 61 节 资本结构
- 第 62 节 贷款
- 第 63 节 证券的推销与回购
- 第 64 节 账目与记录
- 第 65 节 控制人的责任与义务

第 1 节 政策的制定和颁布

(a)根据证券交易委员会(以下简称委员会)按 1935 年《公共事业持股公司法》第 30 节规定,通过报告和记录以及其他方式透露和确认的事实,我们认为投资公司在下列方面对国家公共利益产生影响:

(1)投资公司所发行的证券占公募证券的主体部分,这些证券的发行、购买、支付、交换、转让、赎回以及回购是通过邮件和州际贸易工具来完成的。而当众多发行可赎回证券的公司参与时,则该证券的销售和赎回过程是不断进行的。

(2)投资公司的主要业务活动,例如投资、再投资和证券交易等,都是通过邮件、州际贸易工具包括国家证券交易所的设施来完成的。投资公司的这些活动构成了全国所有证券市场交易活动的主体。

(3)投资公司通常投资于从事州际贸易的公司所发行的证券,并掌握、控制或以其他方式影响上述公司的经营管理和政策制定。

(4)这些投资公司充当了将大部分国民储蓄转化为投资的中介,并且对这些储蓄流入资本市场起了至关重要的作用。

(5)投资公司涉及各州的业务活动,它们对州际贸易工具的综合运用以及证券持有人在地理上广泛分布等因素,使得州政府很难对这些投资公司进行有效的管理,以便更好地保护投资者的利益。

(b)根据证券交易委员会按1935年《公共事业持股法》第30节的规定,通过报告和记录以及其他方式透露的事实,我们认为,在下列情况下,国家公共利益和投资者的利益受不利影响。

(1)当投资者购买、支付、交换、销售及兑付投资公司所发行的证券、取息、投票选举或放弃投标权时,投资者得不到充足的、精确的、可靠的信息,这些信息必须公开披露证券的性质、发行背景、有关政策及发行公司的财务状况、经营管理状况等。

(2)投资公司在组建、运营、管理或选择证券组合的过程中,首先考虑董事、职员、投资顾问、委托人、存款人(Depositor)、公司关连人士的利益,以及证券承销商、证券经纪商、特殊阶层的证券持有人、其他公司及从事其他商务活动的人员的利益,而未考虑本投资公司合体证券持有人的利益。

(3)投资公司发行含有不公平的、歧视性条款的证券或者是没有保护已售出证券持有人的利益。

(4)依靠金字塔式的控股方式或其他不公平的控制手段,使得投资公司的控制权过于集中或被不平等地瓜分,或该投资公司由不负责任的人进行管理。

(5)当投资公司在处理账务,保持准备准备金,计算收益和已售出证券的资产价值时,采用了错误的或误导的方法,或上述行为未接受适当、独立的审计。

(6)投资公司改组,业务活动缺乏活力、或改变业务性质,或由此而引起公司的控制权和管理权的转让未取得证券持有人的同意。

(7)投资公司由于举债过多,或发行过量的优先股,导致其发行的普通股带有过高的投机性。

(8)投资公司在没有充足资产和准备金的情况下进行业务活动。

本法的宗旨和原则在于尽量减少并力图消除第 1 节所列举的对国家公共利益和投资者利益造成不良影响的各种因素,这一宗旨和原则将作为解释本法各条款的依据。

第 2 节 一般定义

(a)下列术语的定义适用于本法所有条款,除非文中另有规定。

(1)顾问委员会。指通过选举产生或由任命形成的委员会,它与投资公司的董事会、理事会(Board of Trustees)有很大的区别,它的成员在公司中不担任其他职务,这种委员会的作用是在它的限定范围内给董事会提供信息、进行咨询、提供关于投资的建议,但它无权决定公司买卖何种证券以及该进行何种投资。

(2)关连公司。指由关连人士组成的公司。

(3)某人的关连人士。指以下几类人:(A)直接或间接拥有、控制、掌握了某人 5%或 5%以上的已售出的具有选举权的证券的人士;(B)那些被某人拥有控制、掌握 5%或 5%以上的已售出的具有选举权的证券的人士;(C)直接或间接地控制上述两种人士或为其所控制的人士;(D)某人的所有雇

员、董事、合伙人与管理人员；(E)如果某人指一家投资公司，那么公司的所有投资顾问或顾问委员会的所有成员都是其关连人士；(F)如果某人指一家未设立董事会的无限责任投资公司，那么其关连人士指它的储户。

(4)转让。包括直接或间接转让，或以转让人某合同或其可依法获得的动产作为抵押；或由转让人的证券持有人以其持有大宗有价证券作为抵押。但是不包括合伙企业利益的转让，合伙资产是因为少数合伙人的死亡或者退出合伙企业而产生的，因为这些少数合伙人在企业中占有少量的资产，合伙资产也可以是由于一个与多个合伙成员经过协商同意后产生的，这些合伙成员在整个合伙企业中只占有少量的资产。

(5)银行。指：(A)依照美国法律组建的金融机构；(B)联邦储备银行系统的成员；(C)依照美国联邦法律和各州法律开业的有限责任或无限责任公司形式的其他金融机构或信托公司，它们的大部分业务与国家银行相似，即经货币监理者批准办理储蓄、信托业务。这些机构必须接受各州及联邦政府负责银行管理的部门的监督与检查，并且不得违背本法条款的规定；(D)(A)、(B)、(C)项下机构或公司的清算代理人、破产管理人或保护人。

(6)经纪人。指替他人买卖证券的人，但是不能仅仅因为某人或某家银行担任一家或多家投资公司的承销商而将其视为经纪人。

(7)委员会。指证券与交易委员会。

(8)公司。指有限责任或无限责任形式的法人社团、合伙企业及协会、股份有限公司、信托公司、基金会以及由多人组

成的团体。

(9)控制权。指对公司的管理及政策的具有决定性的权力。除非这种权力完全是由于官方同这些公司协商的结果。

任何人直接拥有,或间接控制一家投资公司 25%或更多的具有选举权证券,就被视为控制了这家投资公司。相反,若他未拥有 25%以上具有选举权的证券,他就不具备控制这家公司的权力。在本节定义的范围,我们认为,一个自然人不可能成为一个被控制的主体。这种推定可以运用来反驳,并且一直持续下去,直到证券交易委员会根据自己的意愿或有关当事人的申请,以指令方式决定中止时为止,本法另有规定者除外。如果上述申请在提交后 60 天内被证券交易委员会否决或未被批准,那么这项申请所需的决定就被认为暂时得到了批准,并等待委员会的最终决定。只要委员会发现已发出的本法提及的指令中所作的决定与事实不符,就可以随时自行决定或根据当事人的申请重新发出指令来撤销或修改原指令。

(10)定罪。指未撤销、推翻或驳回的判决、裁决、罪行抗辩以及在(刑事诉讼中被告表示不愿进行辩护但不承认有罪的)申诉时的罪行判决(不论判决是否已经执行)。

(11)证券自营商。指定期通过经纪商或以其他方式为自己买卖证券的商人。如果银行、保险公司、投资公司或其他人员,自营或受托经营的投资、再投资、证券交易或持有证券的活动不是其正常业务,则这些机构或人员不能称作自营商。

(12)董事。指一家公司的董事,或其他为某有限责任或无限责任公司履行类似义务的人士,包括作为依普通法信托条款而设立的管理公司理事会成员的自然人。

(13)雇员证券公司。指投资公司或类似的证券发行商,其所有的已售出的证券(不包括短期商业票据)由下列人士所拥有:

(A)一个或多个雇主(每一雇主的公司都是另一雇主的关连公司)的雇员或受聘人;

(B)曾经被上述雇主雇佣的人士;

(C)(A)项中提及的雇员及受聘及(B)项所述人士的直系亲属;

(D)上述两种或两种以上的人士;

(E)证券由上述雇主与上述任何一类的人士共同拥有。

(14)交易所。指一个有限责任或无限责任形式的协会、集团,它拥有或提供场地和设备将证券交易者集中起来或以其他形式行使与股票交易所相同的功能,包括向交易者提供场地和设备。

(15)面额凭证。指发行者有义务在证券发行之后的24个月内,在规定的日期支付票面金额或某一要确定金额的凭证、投资合同或其他证券,其票面金额或上述可确定金额可分期支付(这种证券称为分期付款面额证券)。也可指规定了发行公司必须履行与上述义务相似的证券,其款项可一次性付清(这种证券称为面额全部缴清的证券)。

(16)“政府证券”指美国政府根据国会的授权而发行,其本息由政府提供担保的证券,以及间接地、由在政府控制或监督下的人士发行或担保的证券。也指与上述证券有关的存款凭证。

(17)“保险公司”指组织成从事保险业务的公司,其主要

业务是承担保险或对其他保险公司承保的险别进行再保险。保险公司应接受保险监管官、或类似官员、或管理人、或公司的清算代理机构中类似官员的监督检查。

(18)州际贸易。指几个州之间、某一国家与某州之间、或某州与该州以外的地区进行的商业贸易及通讯往来活动。

(19)某人的关系人：

(A)当这一术语的运用与投资公司有关时，指：

(I)该公司的关连人士；

(II)公司关连人士中自然人的直系亲属；

(III)该公司投资顾问或主承销商的关连人士；

(IV)自该公司上两个完整的财政年度以来一直担任公司法律顾问的人士或他的合伙人及雇员；

(V)依照1934年《证券交易法》注册的证券经纪商、证券自营商以及他们的关连人士；

(VI)某一自然人。由于该投资公司的上两个完整的财政年度以来上述自然人一直同这家投资公司、这家公司的高级职员、另一家投资公司(其投资顾问和主承销商与前一家相同)保持着重要的业务联系，因此证券交易委员会以指令形式确认上述自然人为投资公司的有关当事人。

但是，我们不能只根据下列原因而将某人视为某投资公司的有关当事人：第一，他是该公司董事会或顾问委员会的成员或者是该公司的证券持有人；第二，他是以上所述人士的直系亲属。

(B)当“关系人”一词运用同一家投资公司的投资顾问和主承销商有关时，指：

(I) 上述投资顾问和主要承销商的关连人士；

(II) 关连人士中的某一自然人的直系亲属；

(III) 直接或间接对投资顾问、主承销商或他们的控制人所发行的证券拥有权益的人士，或被指定为这种证券中法定利益的托管人、遗嘱执行人或监护人的人士；

(IV) 自投资公司上两个完整的财政年度以来一直担任上述投资顾问或主承销商的法律顾问的人士，或法律顾问的合伙人和雇员。

(V) 依照 1934 年《证券交易法》注册的证券经纪商、证券自营商以及他们的关连人士；

(VI) 某一自然人。由于自投资公司的上两个完整的财政年度以来一直同这家投资公司顾问主承销商或他们的主要职员或控制人保持着重要的业务联系，证券交易委员会可以指认其为投资公司的关系人。

在(19)中，直系亲属包括：父母、子女、子女的配偶，自己的配偶、兄弟姐妹，也包括由于父母或自己再婚或者收养他人而形成的家庭成员。如果证券与交易委员会发现(A)(VI)和(B)(VI)条所述的指令不再同事实相一致时，它可以随时修改和撤销上述指令。根据(A)(VI)或(B)(VI)规定所发布的指令要在发布后的 60 天才生效。无论是就本法而言还是就其他方面而言，在上述指令的生效日期之前，任何人士的状况都不受指令的影响。

(20) 一家投资公司的投资顾问。指下述两种人士：(A) 某人依据他同投资公司签订的合同，定期向公司提供有关证券投资、证券买卖或其他财产买卖需要的建议，或经授权对公司

应该买卖何种证券或何种财产作出决策。但是,公司顾问委员会的职员,董事、理事、以及公司的雇员不能担任公司的投资顾问。(B)某人依据他同(A)中所述人士签订的合同,定期地履行(A)中所述的人士的主要义务。但是,投资顾问不包括下述几种人士或公司:

(I)在统一出版刊物上提供的一般性投资建议;

(II)只向公司提供一些数字性、事实性的信息,有关经济因素和经济发展趋势的建议,或是有关某些证券的少量交易的建议,而未提供广泛的建议,或是有关某些证券的少量交易的建议,而未提供广泛的建议,或有关证券买卖的建议;

(III)向一家或多家投资公司、保险公司或其他金融机构提供收费咨询服务;

(IV)因提供咨询服务所得补偿的性质和数量必须得到法庭的批准;

(V)证券与交易委员会在条例或指令中确认的不得作为投资顾问的人。

(21)投资银行家。指承购包销他人发行的证券的人士,但不包括只进行数次承销交易而不是定期经营承销业务投资公司,也不能仅因为某人担任了一家或多家公司的承销商而将他视为投资银行家。

(22)发行人。指发行或发行证券人,或是那些已售出证券的发行人。

(23)贷款指卖主日后必须按照协定重新买回证券的证券购买活动。借款指带有类似协议的证券销售活动。

(24)由某人掌握过半股权的附属机构。若某人握有过半

数股权的附属机构,拥有一家公司 50%或 50%以上已售出的拥有投票权的证券,则这家公司称为“由某人掌握过半股权的附属机构”。

(25)州际贸易工具。指国家级证券交易所的一切交易设备。

(26)国家级证券交易所。指根据 1934 年《证券交易法》第 6 节规定登记注册的交易所。

(27)分期付款计划证书。指:

(A)具有以下特征的凭证、投资合同或其他证券,即其中规定持有者应定期支付一系列款项,运用这些资金的全部或部分购买的某些特定证券的未分配股息或某些证券的一个单位或基金的未分配股息,并由上述持有人拥有。

(B)某种证券,其发行人除了发行这种证券外,也发行具有(A)条所述性质的证券,这种证券的持有人也享受具有(A)条所述性质的证券持有人在完成证券规定的分期付款义务后所享有的权利和优惠。

(28)人。指自然人或公司。

(29)“投资公司(不包括封闭式投资公司)的主承销商或投资公司所发行证券的主承销商”。指:可以以委托人身份从这家公司购买或根据合同规定有权(可以是绝对的或有条件的)随时从这家公司购买证券、自行推销的承销商,也指以公司代理人身份将公司证券售给某证券自营商或公众或同时售给两者的承销商,或是有权经营这种业务的承销商。但是不包括通过担任公司代理人的主承销商从公司购买证券的自营商。

“封闭式投资公司,非投资公司发行人或由上述公司和发行人所发行的证券的主承销商”。指:

(A)根据合同上有关当事人的相互关系,与发行人或发行人的关连人士有关的人士;

(B)独自或与他人联合发起或组织一个包销团的人士;

(C)其享有的总佣金、总费用或其他利益比参与推销的另一承销人高的人士。

(30)某公司或一家拟成立的公司“发起人”。指:独自或与他人联合发起或组织这家公司的人士,或在一年之内已经进行了这种活动的人士。

(31)招股说明书。本术语在第 22 节中的含义为:按照 1933 年《证券法》第 10 节(A)条中的规定拟定的书面募股说明。当这一术语在其他场合使用时,则是指按照 1933 年《证券法》所拟定的招股说明书。

(32)可赎回证券。指下列证券(不包括短期票据),即当持有持股比例,有权得到(无论是绝对的还是从盈余公积金中得到)发行人流动资产净值中属于他的份额或等额现金。

(33)公司改组。指:

(A)在管辖法院监督指导下进行的改组;

(B)合并与合营;

(C)公司资产净值的 75% 或 75% 以上被出售;

(D)一家公司的资本调整,或是用新发行的证券替换已售出的证券;

(E)公司自行宣告解散或破产清理;

(F)公司的资本结构调整,其目的是改变和撤销公司章

程或其他有关文件上所规定的公司持有人应该享受的权利和优惠。

(G) 公司用新发行的证券替换另一公司已售出的证券, 以实现或完成前面所述的活动, 或是为这些活动做准备;

(H) 不属于投资公司范畴的公司用其发行的证券替换一家已注册的投资公司所发行的证券。

(34) 在购买证券或其他物品时配给的证券、或作为购买证券或其他物品的奖励的证券都被视为构成了上述购买对象的一部分并且已经以一定价值出售。

(35) 销售佣金。指发行人(对投资信托公司而言, 则是指存款人或委托人) 出售证券所取得的收益(收益主要用于投资), 减去受托人或监管人的费用、保险费、发行税或对销售及促销活动不合理征收的管理费用之后的余额与公众购买证券的价格的差价。对于分期付款计划证书项下分期付款的款项投资购买的任何投资公司证券以及证书本身的销售佣金。

(36) 证券。指任何票据、股票、库存股票、债券、公司信用债券、债务凭证、盈利分享协议下的权益证书或参证书、组建前证书或认购书, 可转入股票、投资契约、股权信托证券存款单、石油、煤气或其他矿产小额利息滚存权、买入期权、卖出期权或套利交易证券、有关证券的优惠证明(包括其中的利息或根据其价值计算的利息)、在国家级证券交易所进行的与外汇有关的买入期权、卖出期权及套利交易、或通常被称为“证券”的任何利益及金融工具, 以及参与上述任一金融工具的投资的证明、对上述一金融工具拥有利益的证明, 上述任一金融工具的临时性证明和上述任一金融工具的认购权证。

(37)独立账户。指保险公司依照美国的任何一个州或地区或加拿大及其任何一省的法律开设并维持的账户。该账户项下所有收入、盈利或亏损,无论其收付是否从分配给账户的资产中得到实现,均依据有关合同贷记或借记该账户,而不与保险公司的其他收入、盈利与亏损产生任何联系。

(38)短期票据。指任何一种票据、汇票、见证即付的银行承兑票据、有效期不超过自发行之日起 9 个月(不包括宽限期在内)的票据、或将上述远期汇票展期后形成的见证即付汇票及具有相同有效期的票据。也指证券交易委员会通过条例指定的其他具有商业性质而非投资性质的证券。

(39)州。指美利坚合众国的任何一州、哥伦比亚特区、波多黎各岛、菲律宾群岛、维尔京群岛或美国的其他任何一所属地。

(40)承销人。指向发行人购买证券以待推销,或出售并推销证券的人;也指直接或间接参加上述活动的人,或参与上述直接或间接的承销任务的人;但是,如果某人的盈利手段只限于向承销人或自营商索取佣金并且其佣金不高于通常情况下出售商或推销人所得的佣金,则他不属于承销人这个范畴。在本段中,发行人不仅包括证券发行人,也包括任何一个直接或间接控制或受控于发行人的人,或者直接或间接与发行人受相同控制的人。当证券的推销活动结束后,就这一证券及其发行人而言,这一证券的承销商就不再被称为承销商。

(41)价值。就已注册的投资公司的资产而言(本法第 28 节“B”条的规定除外),价值一词的含义如下:

(A)在本法第 3 节、5 节和 12 节中,(1)若这一术语与上

个财政季度末本公司所拥有的证券有关,在这种证券的市场报价可以随时取得的情况下,“价值”指这种证券在该季度末的市价;(Ⅱ)对于上个财政季度末公司所拥有的其他证券及资产而言,指由董事会认真如实地确定的证券及资产价值;(Ⅲ)对于上个财政季度结束之后获取的证券及其他资产而言,指这些证券及资产的成本;

(B)在本法其他条款中,

(Ⅰ)若这一术语与随时可得到其市场报价的证券有关,指证券的市价;

(Ⅱ)对于在上个财政季度结束时公司获取的其他类型的证券及资产而言,指由董事会认真如实地确定的价值。

在上述各种情况下,“价值”一词的定义所适用的时间概念为本法所确定的时间以及证券与交易委员会的有关条件所规定的时间,尽管受控公司发行的证券的市场报价随时可以得到,董事会仍然可以认真如实地确定这些证券的价值;但是,对于拥有过半股权的附属机构的证券而言,董事会确定的证券价值不得超过这些证券的市场价格和资产价值的较高者,对于其他受控公司的证券而言,董事会确定的证券价值不得超过其市场价格。

在对那些不受第5节(b)(1)条所述限制条件约束的注册经营多种业务的公司进行资产评估时,证券与交易委员会可以通过条例或指令的形式批准某种证券的成本计价,条件是委员会认为这一做法与本法的主旨和意图相一致。就第5节和第12节而言,为了使公司在计算证券价值时更为方便,从而更好地遵守《美国收益法》的规定或者某州(公司证券可获

得在该州出售资格)制定的有关规章制度,委员会可以颁布条例,批准公司证券以成本定价或以其他方法定价,来取代(A)条所述的定价方法。

任何注册公司都不得利用上述定义贬损委员会在报告、起诉、文件的备案以及第 8 节、30 节和 31 节所述该公司必须遵循的会计政策和原则等方面的权力。

(42)具有投票权的证券。指任何赋予拥有者或持有者投票选举公司董事的权利的证券。一家公司已售出具有投票权的证券的一定百分比指一定数量的已售出具有投票权的证券,其持有者可投的票数占这种证券的所有持有者可投的总票的一定百分比。一家公司已售出的具有投票权的证券的多数票选举的含义如下:在公司证券持有人的年会或特别投票会议上,(A)如果 50%或 50%以上具有投票权的证券的持有人或其他代理人出席了大会,其中 67%或 67%以上的票权数;(B)该公司 50%或 50%以上的已售出具有投票权证券的票权数。

(43)附属公司。若某家公司的 95%或 95%以上已售出的具有投票权的证券由某人或某人的一家子公司拥有,则这家公司被称为附属公司。

(44)1933 年《证券法》、1934 年《证券交易法》、1935 年《公用事业控股公司法》和 1939 年《信托契约法》指经本法条款修正以后的版本。

(45)储蓄和信贷协会。指一家经营储蓄与信贷业务的协会、建筑与信贷协会、合作银行、住宅协会或者类似的机构。这些机构必须接受州政府或联邦政府具有监管权力的有关部

门、以及这些机构的破产管理人、监理人和其他清算代理人的检查和监督。

(46)合格的证券公司。指下列发行人：

(A)按一个州或几个州的法律组建的公司，其主要营业地点在这个州或这几个州；

(B)既不是本文第 3 节所定义的那种经小企业管理局许可依据 1958 年《小企业投资法》营业的那些小投资公司以及作为商务开发公司的控股子公司的小投资公司，也不是那些由于本法第 3 节(c)的定义不能称作投资公司的公司；

(C)符合下列条件之一；

(I)它不拥有任何一类与国家级证券交易所会员、经纪人、自营商、依据 1934 年证券交易法及联邦储备系统理事会制定的规章制度各客户提供信贷有关的证券；

(II)它由一家商务开发公司独自控制，或由这家公司和其他的公司共同控制。事实上，它的经营管理和政策的制定，完全受这家公司的影响，它的董事也由这家公司的关连人士担任；

(III)它符合委员会通过规章制度的形式确立的其他标准，这些标准应与公共利益、对投资者的保护以及本法条款的宗旨保持一致。

(47)由商务开发公司提供“经营管理上的重要帮助”。指：

(A)商务开发公司通过它的董事、高级职员、雇员或普通合伙人向一家合格证券公司提议并且经后者同意确实为后者在制定政策、经营管理、实现商业目标等方面提供了重大的指导性意见；

(B)独自或与其他公司共同控制一家合格证券公司的商务公司,并对这家证券公司的经营管理及政策的制定具有决定的影响;

(C)如果本条所述的商务开发公司是一家经小企业管理局批准,依据 1958 年《小企业投资法》营业的小投资公司,则本条术语的含义为这家小投资公司向合格证券公司提供贷款。

就(A)款而言,若一家商务开发公司与一人或多人联合购买了一家合格证券公司的证券并且至少有一人向证券公司提供了重大的管理帮助,那么这家商务开发公司就被视为已满足了应向证券公司提供重大的管理帮助的要求。但是,如果商务开发公司在所有情况下,都只是通过本条所述的方式向证券公司提供管理协助,则它将被视为未满足应向证券公司提供重大的经营管理上的帮助的要求。

(48)商务开发公司。意指下列公司:

(A)依据某一个州或几个州的法律组建的公司,它的主要营业地点也在这个州或几个州。

(B)它的经营目的是对本法第 55 节(a)(1)~(3)段所述证券进行投资,并且向这种证券的发行人提供重要而有效的管理帮助。但是,商务开发公司协助的对象指它认为符合第 55 节所述的资产总值条件的 70%的公司,以及

(C)依据第 54 节(a)规定接受第 55 至 65 节条款的制约。

(b)本法所有条款都不适用于:美国、美国某州、某州政府的部门、上述一个或几个机构的代理或中介机构、直接或间接由上述一个或多个机构拥有的公司、上述机构的高级职员、

代理人和雇员,除非这些条款有特别的规定。

(49)外国证券机构,是指外国政府,或机构团体,或某一外国政府控制的管理机构;它们依法管理、与证券有关的事务。

(50)外国金融管理机构,是指:

(A)外国证券机构;

(B)其他的政府机构、或接受政府管理、依法行事的自律性机构。它们从事管理信用、信托、商业租借、商品期货合同的买卖、或依法在合同市场、交易所类似场所进行其他金融工具的买卖,或其他的金融活动;

(C)会员组织,其功能是使上述成员参与的形式规范化。

第 3 节 投资公司的定义

(a)本法中“投资公司”指下列发行人:

(1)主要从事和拟主要从事投资、再投资和证券交易;

(2)从事项中拟从事发行分期付款面额凭证的业务,或已经经营这种业务并拥有相应凭证;

(3)从事或拟从事投资、再投资、拥有或持有证券或进行证券交易并且拥有和拟购买价值超过其本身资产总值的40%的投资证券(不包括现金和政府证券)。在本节中,投资证券一词不包括以下三类证券:(A)政府证券;(B)雇员证券公司所发行的证券,及(C)由某人拥有过半股权的非投资公司的附属机构所发行的证券。

(b) 尽管(a)部分(3)已经对投资公司的概念作了说明,但下述人士都不属于本法所定义的投资公司的范围:

(1) 某发行人直接或通过一家或多家控股子公司的经营业务,他的主要业务不是投资、再投资,拥有或持有证券或进行证券交易。

(2) 某发行人,委员会根据其申请确定并通过指令声明其直接或:(A)由其握有过半股权的附属机构;(B)受其控制的公司经营业务,但其主要通过业务活动与其类似的业务不是投资、再投资、拥有或持有证券、或进行证券交易。若发行人认真如实地递交本段所述的申请,则在 60 天内,他将免受本法用于作为发行人的投资公司的所有条款的约束。若发行人说明原则,委员会可以指令形式延长豁免期限。当委员会认为必要时,或根据他人的申请确认导致发行人的申请指定的背景条件已不复存在时,委员会可以撤销原指令。

(3) 发行人已售出的所有证券(短期票据和董事的资格股票除外),都直接或间接地由一家由于(b)部分(1)和(2)的规定而不能被称为投资公司的公司所拥有。

(c) 尽管(a)条对投资公司的概念作了说明,但下述人士都不属于本法所述的范围:

(1) 某发行人,其已售出证券(不含短期票据)的受益人少于一百人,他们没有也不准备将这些证券公开出售。在本段中:

(A) 公司的受益所有权可视为个人的受益所有权。但是,如果这家公司拥有此发行人已售出的具有选举权的证券的 10% 或 10% 以上,则这家公司已售出的证券持有人的证券总

价值不超过公司资产总值的 10%，本段所述的“此发行人”才可被视为第 12 节(d)(1)所述的投资公司。(B)收购了(1)所述发行人的证券或证券中利益的人士所享有的受益所有权，可视为被转让人即被收购人的受益所有权。合法夫妻分离、离婚、死亡或其他非自愿事件引起上述证券或证券中利益的转让行为必须以委员会的有关条例为依据，这些条例应与公共利益、对投资者的保护以及本法条款的宗旨保持一致。

(2)某人，其主要业务为包销和承销其他公司发行的证券，向顾客出售证券，或者经营证券经纪人业务，其总收入主要来自于这些业务以及与此相关的业务。

(3)某银行或保险公司、储蓄和信贷协会、建筑与信贷协会、合作银行、住房合作社及类似机构，或者上述机构的破产管理人、监理官、清算人、清算代理人及类似职员。或者由一家银行开设的共同信托基金及类似组织，其业务仅限于对银行以受托人、执行人、管理人或监护人身份认缴的资金进行投资和再投资。

(4)业务范围仅限于小额贷款、工业融资及类似法律的人。

(5)不从事或赎回证券、分期付款面额凭证、或定期付款计划凭证的发行业务，而主要从事下列一种或几种业务的人士：(A)购买或以其他方式获取商业票据、汇票、承兑票据、应收账款以及其他商品、保险服务和服务的部分或全部价格的债务票据；(B)向特定商品的制造商、批发商、零售商及潜在购买者发放贷款或向保险及其他服务的提供者或潜在的消费

留权及利息。

(6) 一家公司,它直接或通过由它掌握过半股权的附属机构经营(3)、(4)及(5)所述的一种或几种业务,或者在经营这种业务(该公司上个财政年度总收入的 25%或 25%以上来自这种业务)的同时,还经营不属于投资、再投资、拥有或持有证券及证券交易等范围的业务。

(7) 省略。

(8) 受 1935 年《公用事业持股公司法》规定约束的公司。

(9) 某人,其业务仅限于拥有石油、天然气及其他矿藏的产区权益、租赁合同、或其中的小额利息,参与这些产区权益、租赁及其中的小额利息或对它们拥有利益的凭证,以及与它们有关的投资合同。

(10) 以发展宗教、教育、慈善、互助及改良事业为目的的公司,该公司的任何净收益都不归股东或个人所有。

(11) 有关雇员股红、养老金、或利润共享的信托公司,该公司必须符合 1986 年《内部收益法》第 401 节有关信托公司的资格的要求。或根据 1933 年《证券法》第 3 节(a)(2)(C)条所述的政府计划机构,由一家银行设立的集体信托基金,这家银行的资产由这种基金或政府计划机构的资产组成,或同时由两者资产组成。或下列单独的资产账户来源于:(A)有关养老金或利润分享认缴的资金,这些计划应符合 1986 年《内部收益法》第 401 节规定,或按该法第 404 节(a)(2)节规定,从雇主的认缴费中扣减;(B)与政府计划有关的款项,如依 1933 年《证券法》第 4 节规定的免除的利息及证券登记费;(C)与该单独账户运作有关的垫付款项。

(12)具有投票权的信托公司,其资产完全由某个非投资公司性质的发行人证券组成。

(13)每个公开发行的证券发行人,它们已出售的或正发行的证券只限于存款单和短期票据。

第 4 节 投资公司的种类

本节中投资公司主要分为以下三大类:

(1)“面额凭证公司”。指从事或拟从事分期付款型面额凭证发行业务的投资公司,也指已经从事于这种业务并已公开发行了上述凭证的投资公司。

(2)“单位投资信托公司”。这类公司具有以下三个特点:(A)它是依照信托契约、监管或代理合同或类似合约组建的;(B)它没有自己的董事会;(C)它只发行可赎回证券,每张证券都代表着特定证券单位未分配利益。但是,单位投资信托公司不包括具有投票权的信托公司。

(3)“投资管理公司”。即不属于(1)、(2)两类公司的投资公司。

第 5 节 投资管理公司的分类

(a)本节中投资管理公司分为发行随时可变现的股票的投資公司和发行可在股票交易所交易的有限数量股份的投资

公司,具体定义如下:

(1)开放式公司指公开销售或已经售出他自己发行的可赎回证券的管理公司。

(2)封闭式公司指不属于上述公司的管理公司。

(b)管理公司可进一步分为分散化投资公司及非分散化投资公司,其定义如下:

(1)分散化投资公司指符合下列要求的公司:公司总资产的75%以上为现金或现金账户(包括应收账款)、政府债券、其他投资公司的证券以及其他发行人的证券,每一发行人的证券不得超过该公司资产价值的5%,也不得超过发行人已售出的具有选举权证券的10%。

(2)非分散化投资公司指不属于(1)类公司的管理公司。

(c)若一家已登记注册的分散化投资公司在获得这种公司的资格时,符合(b)(1)的要求,即使它在收购证券或其他财产后,它所进行的各种投资的价值与上述要求发生了差别,只要这种差别不是或不完全是收购所产生的,则这种差别不影响它作为已登记注册的分散化投资公司的地位。

第6节 豁免

(a)下列投资公司免受本节条款的约束:

(1)依据波多黎各、维尔京群岛或美国其他属地的法律组建或以其他方式成立的公司,其主要营业场所也在这些地区。但是,如果上述公司或其承销人在本法生效后向公司组建地

以外的美国某州居民公开出售发行的证券,那么公司就不得继续享受豁免权利。

(2)在本法生效之后或在本法生效日之前的5年以内,在一家有管辖权的法院的监督管理下已经组建的公司,同时必须具备以下条件:(A)在改组开始时,这家公司不是投资公司;(B)在改组结束时,这家公司所有已售出的证券都由公司全权人拥有,或该公司应债权人要求为指定受益人发行证券;(C)公司50%以上的具有投票权证券的受益所有权以及占公司资产总值50%以上的证券受益所有权由不足25人拥有,但是如果公司或其承销人在改组结束之后,向公众出售该公司发行的证券,则公司证券不得继续享受豁免权利。作为改组后的公司一部分的新公司应视同原公司,其受益所有权将依据第3节(c)(1)的规定来确定。

(3)某发行人,联邦储蓄贷款保险公司向委员会提交的材料中说明对该发行人进行豁免是必要的,适当的,并与保护公共利益及投资者利益的原则相符,因为该发行人持有或拟收购某种资产:(A)这种资产与公司的资产相独立,在材料提交时,这家公司为一家符合经本法修正后的《国家住宅法》第401节(a)规定的已被保险的机构;(B)这种资产与联邦储蓄贷款保险公司的计划有关,或作为这些投资计划的一部分。当提交给委员会的另一份材料予以撤销时,或自上述材料提交之后的2年期满后,上述材料将失效。以上两种情况中以发生时间较早者为准。但是,联邦储蓄贷款保险公司可以在上述材料失效之前或成立之后重新向委员会提交另一份有关该发行人豁免权利的材料。

(4)某公司,在1940年3月15日以前及现在,是一家已注册的面额证书公司的附属公司,并依据某州的保险法组建经营,接受该州保险公司的检查、监督。在1940年3月15日以前和现在,它依法经营的主要业务是:向该州居民发行或销售证券,对证券发行进行投资或拥有已售出的证券,但是这种证券必须是由不动产抵押及其他置留权作抵押的票据及债券所组成的有形资产或对这种有形资产拥有利益的证券。

(b)根据一家雇员证券公司的申请,委员会可以发布指令使这家公司免受本条款及有关规章制度的约束,但是,这种豁免的范围和程度必须符合保护投资者利益的原则。在确定对公司豁免本法哪些条款时,委员会应如实合理地权衡评价公司的组织形式及资本结构,公司所发行证券的销售价格及销售差价、销售收入的处理情况、运用销售收入投资购买的证券的性质,以及这家公司与这种证券的发行人之间的关系。

(c)委员会有权通过自身制定的条例,或通过根据他人申请而发布的指令,有条件或无条件地对任何个人、证券、交易豁免本法中的任何条款或有关条例的规定,但是这种豁免的范围及程度对公共利益而言,应是适当的,必要的,并且与保护投资者权益的原则及本法条款的宗旨相一致。

(d)委员会有权通过本条例或指定的形式对一家封闭式公司豁免本法任一条款或所有条款的规定,但是这种豁免必须符合公共利益及保护投资者利益的原则,并且必须具备以下条件:

(1)公司售出证券的总销售收入加上公司发行的所有证券的销售总额以及公司的拟售证券的总额不超过10万美元。

(2)依照某州法律成立的公司和它的承销商未向也不准备向这个州以外的居民公开出售公司的证券。

(3)这种豁免不得侵害公共利益,或与保护投资者权益相违背。

(e)当委员会通过指令或条例对一家投资公司豁免第7节的规定时,如果它认为本法有关已注册的投资公司的某些条款适用于这家公司,并且这样做有利于保护公共利益及其所有者权益,那么,这家公司就被视为一家已注册的投资公司,这家公司以及与其进行交易或与其他有关的人士,就应受到上述条款的约束。

(f)封闭式投资公司:

(1)它自愿决定作为第54节规定所述的商务开发公司而存在。

(2)由于第3节(c)(1)条规定它不能称为投资公司,除非它目前正准备以商务开发公司的公开出售证券,并且已经通知了委员会,它将按照委员会通过指令所规定的形式和方法在90天以内认真如实地向委员会提交一份决定报告,表示遵守本法第55~65节的规定,将免受第1~53节条款的约束,但豁免程序受第59~65节限制。

第7节 未注册的投资公司经营的业务

(a)依据美国联邦法律或某州法律所成立的并没有自己的董事会的任何投资公司(按照第8节规定进行注册的投资

公司的除外)：

(1)不得利用邮件或州际贸易工具直接或间接地报价、销售或交割证券和证券权益,无论这种证券的发行人是上述投资公司还是另一人;若有理由相信这种证券将通过邮件或州际贸易工具而成为公开销售的对象,则不得直接或间接提供、销售或交割这种证券或证券权益;

(2)不得利用邮件或州际贸易工具直接或间接购买、赎回、回购或以其他方式获取或试图获取任何证券或证券中的利益,无论这种证券的发行人是上述投资公司还是另一人;

(3)不得直接或间接控制任何经营(1)、(2)所述业务的投资公司;

(4)不得直接或间接从事州际贸易;

(5)不得直接或间接控制任何从事州际贸易的公司。

仅仅由公司的解散而引起的业务活动不受(a)规定的约束。

(b)根据美国联邦法律或美国某州法律成立,没有自己的董事会的投资公司(依照第8节的规定进行注册的公司和享受第6节所述的豁免的权利的公司除外)：

(1)不得利用邮件或州际贸易工具,直接或间接地报价、销售或交割由上述公司发行的任何证券或证券中的权益,若有理由相信这种证券或权益将通过邮件或州际贸易工具而成为公开销售的对象,则不得直接或间接地报价、销售或交割这种证券或权益;

(2)不得利用邮件或州际贸易工具直接或间接购买、赎回或以其他方式获取或试图获取由上述公司发行的任何证券或

证券中的权益；

(3)不得利用邮件或州际贸易工具直接或间接地代理上述公司买卖由任何人发行的证券或证券中的权益。

仅仅由公司的解散而引起的业务活动不受本条的约束。

(c)任何拟成立的投资公司的发起人或发起人的承销商都不得利用邮件或州际贸易工具直接或间接进行公司组建前证书(Preorganization Certificate)或认股证的公开报价、销售或交割活动。

(d)任何投资公司、公司的存款人(Depositor)、受托人或承销商都不得利用邮件或州际贸易工具直接或间接进行该公司发行的证券的公开报价、销售或交割活动,除非该公司是依照美国联邦法律或某州的法律成立的。尽管第8节(a)和本小节对投资公司的注册方法作了规定,委员会仍然有权根据一家依据外国法律成立的投资公司的申请发布一项有条件或无条件的指令批准这家公司按照本法规定登记注册,条件是委员会认为出于某种特殊情况这家公司无论是从法律角度还是实际角度都可以执行本法条款对它的规定,并且上述指令符合保护公共利益和投资者权益的原则。

第8节 投资公司的登记注册

(a)一家依据美国联邦法律或州立法律成立的公司可以向委员会提交注册报告来进行登记注册,报告必须符合委员会规定的有利于保护公共利益和投资者权益的形式。公司一

旦收到委员会寄来的注册报告,就视同为已经注册。

(b)每家已注册的投资公司必须在委员会通过条例所规定的注册后的一段合理时间内,向委员会提交证券申请上市登记表的正本和副本,登记表必须符合委员会规定的有利于保护公共利益和投资者的权益的形式,并且必须包含下列信息资料 and 文件,它们对保护公共利益和投资者权益而言是必要的,适当的:

(1)关于公司对下列业务所采取的政策的一份详细说明,它包括关于公司是否经营下列任何一种业务的自由的声明,以及(若保留这一自由)关于公司可能经营的下列业务的范围的简要说明:(A)公司拟成为第 4 和第 5 节所述各种公司的哪一类公司;(B)借入资金;(C)承销他人发行的证券;(D)发行优先证券(Senior Securities);(E)集中投资于某一行业或某几个行业;(F)买卖不动产或商品或两者;(G)向他人提供贷款;(H)多种证券营业额的资料(包括一分声明,其中注明在提交登记表之前的三个财政年度的每一年中,除政府证券以外的其他各种证券的销售和购买总额);

(2)未在(1)列举的公司的所有其他投资政策,这些政策只在股东投票批准后才能改变;

(3)未在(1)、(2)列举的公司对它认为与根本政策有关的事件所未采取的所有政策;

(4)公司各位关连人士姓名和地址;公司各位职员、董事或合伙人所在的另一家公司的主要地址;公司各位职员和董事前 5 年工作经历的简介;

(5)为了依照 1933 年《证券法》和 1934 年《证券交易法》

登记注册而必须提交的有关公司已售出的及拟发行的所有证券(不包括短期票据)的信息资料 and 文件。

(c)委员会可以通过伸缩性条例或指令规定公司必须提交下列文件或指定其提交下列文件中的几种,以代替(b)所述的信息资料 and 文件:

(1)公司依照 1933 年《证券法》提交的、目前仍然有效的最新证券申请上市登记表的副本,或者(如果公司未提交这一资料)公司依据 1934 年《证券交易法》提交的,目前仍然有效的证券申请上市登记表副本;

(2)公司依据 1934 年《证券交易法》第 13 节或第 15 节(d)规定提交的报告的副本;

(3)与(1)、(2)所述资料副本中所包含的事件有关的最新信息报告以及委员会有权要求公司根据(b)规定所提供的与上述副本中未包含事件有关的信息报告。

(d)如果注册申请人是一家单位投资信托公司,其所有资产由另一家已注册投资公司发行的证券组成,则委员会有权通过条例和指令为前者拟定一份证券申请上市登记表,以避免后者依据本节规定提交的证券申请上市登记表所包含的信息资料被不合理抄袭。

(e)如果一家已注册的投资公司未提交本段所要求的证券申请上市登记表或第 30 节(a)或(b)所要求的报告,或委员会认为公司虽已提交了上述登记表或报告,但其中忽略了需要陈述的重大事件或者在提交登记表或报告时违反了第 34 节(b)的规定,那么委员会将用挂号信或证明信(Certified Mail)通知公司,它尚未提交登记表或报告,或者它提交的登

记表或报告中哪些内容不够全面或容易引起误解(视实际情况而定),并且规定公司必须在某一固定日期之前提交上述资料或者对资料内容进行更正,这一日期不得早于该通知邮寄之后的 30 天。如果公司未在委员会规定的上述时间内或宽限期内提交资料或更正资料内容,那么在通知公司并给予公司适当的申诉机会之后,委员会将根据具体情况发布指令,暂停公司的证券上市申请(或委员会认为符合保护投资者权益的原则,它可以给予公司某些豁免权利)直至公司提交或更正时为止,或者撤销公司的证券上市申请。但是,只有在下列证据确凿时,委员会才能采取这两种做法:

(1)公司没有提交本节所要求的登记表或第 30 节(a)或(b)所要求的报告,或者公司虽提交了登记表或报告,但其中忽略了需要陈述的重大事实,或者在提交登记表或报告时违反了第 34 节(b)的规定;

(2)上述撤销公司证券上市申请的做法符合公共利益。

(f)当委员会根据他人申请或自行确认一家已注册的投资公司不再是投资公司时,委员会必须以指令形式发布这种声明,在指令生效之后,公司的注册随即失效。如果委员会认为对保护投资者权益而言有必要,那么委员会可以发布有条件的指令。委员会对本小节所述的否决必须以发布指令形式来进行。

第 9 节 不合格的关连人士和承销商

(a) 下列人士若以一家已注册投资公司的雇员、职员、董事、顾问或存款人的身份或以一家已注册开放式公司、已注册单位投资信托公司、已注册面额凭证公司和主承销商的形式服务或作为，则视为违法：

(1) 某人，在 10 年之内，他在买卖证券过程中或在担任承销商、经纪人、自营商、投资顾问、当地政府证券的自营商、政府证券的经纪人时或在担任一家必须依据《商品交易所法》注册的投资公司、银行、保险公司、经济实体或某人的关连人士、推销人员或雇员时曾犯有重罪或轻罪；

(2) 某人，由于某渎职行为，管辖法院以指令、判决或裁决的形式暂时或长期禁止他担任承销人、经纪人、自营商、投资顾问、当地政府证券的自营商、政府证券的经纪人、转让代理人、一家必须依据《商品交易所法》注册的投资公司、银行、保险公司或经济实本或个人的关连人士、推销人员或雇员，或者暂时或长期禁止他从事或继续进行与上述业务有关的或与证券买卖有关的活动；

(3) 一家公司，由于(1)、(2)的规定它的关连人士没有资格以上述身份行事。

在本小节(1)、(2)和(3)中，“投资顾问”一词包括《投资顾问法》所定义的投资顾问。

(b) 如果出现下列问题之一，委员会可以在发出通知并

听取当事人申诉之后,有条件或无条件地下令长期或暂时禁止他担任一家已注册投资公司的雇员、职员、董事、顾问委员会成员、投资顾问、存款人或主承销商,或作为上述投资顾问、存款人或主承销商的关连人士:

(1)他故意在提交给委员会的证券申请上市登记表、申请或报告中对某重大事实作出了就当时具体情况而言的错误或易引起误解的陈述,或故意省略了需要陈述的重大事实;

(2)他故意违反 1933 年《证券法》、1934 年《证券交易法》、本法第 2 节或本法或《商品交易所法》的条款,或者故意违反与上述法案有关的条例;

(3)他故意协助、唆使、建议、命令、引诱或促使他人违反 1933 年《证券法》、1934 年《证券交易法》、《投资顾问法》或《商品交易所法》的条款,或者故意违反与上述法案有关的条例。

(c)依据(a)规定没有资格以(a)所列举的身份行事的人员可以向委员会提交申请,请求解除(a)条款对他的约束。若有证据证明(a)对此人的各种禁止令过于严厉,或者此人的行为对保护公共利益和投资者权益的原则无不良影响,委员会可以发布指令、批准此人的申请,无条件或有条件地或在一段适当的时间内对此人豁免(a)的规定。

(d)在(a)至(c),《投资顾问》包括具有与投资顾问相同职责的受托公司或其他受托人(Corporate or Other Trustee)。

第 10 节 董事会的关连人士和关连机构

(a) 一家已注册投资公司的董事会成员中,公司的关系人(Interested Persons)不得超过总人数的 60%。

(b) 一家已注册的投资公司:

(1) 不得雇佣自己的董事、职员或雇员或这些董事、职员或雇员的关连人士担任公司的固定经纪人,除非公司董事会的大部分成员不是这种经纪人或这种经纪人的关连人士;

(2) 不得选用公司的董事、职员或雇员或这些董事、职员或雇员的关连人士担任公司证券的主承销商,除非公司董事会的大部分成员不是这种主承销商或这种主承销商的关系人;

(3) 不得选用投资银行家或其关连人士担任公司和董事、职员或雇员,除非公司董事会的大部成员不是这种投资银行家或其关连人士。在本段中,不能仅根据某人是具有第 12 节(d)(3)(A)和(B)条所述性质的公司的关连人士而将他视为投资银行家的关连人士。

(c) 一家已注册的投资公司的董事会成员中,一家银行的职员、董事或雇员不得占总人数的大部分。但是,如果在 1940 年 3 月 15 日,一家已注册投资公司董事会的大部成员为一家银行的董事、职员或雇员,上述银行的董事、职员或雇员在公司董事会成员所占的比例可以继续保持不变。

(d) 尽管本节(a)和(b)(2)对已注册投资公司的董事会成

员的问题作了规定,但是,在下列情况下,一家已注册投资公司的董事会成员中,除一人之外,所有其他成员均可由公司投资顾问的关系人或公司的职员或雇员组成:

(1)这家公司为开放式投资公司;

(2)上述投资顾问是依据“投资顾问法”规定登记注册的,其主要业务为提供“投资顾问法”所定义的投资监督管理服务;

(3)这家公司的证券没有销售差价(Sales Load);

(4)公司在发行证券时得到的超出资产净值的溢价部分加上赎回证券时得到的低于资产净值的折扣部分不超过资产净值的 2%;

(5)公司未支付销售或促销费用,但是在执行有关证券或销售的法规过程中支付的费用不能被视为销售或促销费用;

(6)上述投资顾问是公司的惟一投资顾问,他收取的年均服务费不超过公司年均资产净值的 1%,或不超过公司在该年度某固定日期平均计划的资产净值的 1%;

(7)公司管理人员的工资、管理费用及办公地房租费均由上述投资顾问支付;

(8)公司只有一种已售的证券,同股同权。

(e)如果由于一家已注册投资公司董事的死亡、取消资格或善意辞职,公司不必遵守本节或第 15 节(f)(1)条的要求,那么公司将暂时不受这些条示的约束,期限如下:

(1)如果董事会可以采取行动弥补职位空缺,期限为 30 天;

(2)如果需要通过股东投票来弥补职位空缺,期限为 60

天；

(3)委员会可以自行颁布条例或根据他人申请发布指令，来规定更长的期限，但这一期限不得违背保护投资者权益原则。

(f)在证券包销或银团出售期限内，一家已注册的投资公司不得故意购买或以其他方式获取具有以下特征的证券(由这家公司发行的证券除外)；证券主承销商是公司的职员、董事、顾问委员会成员、投资顾问或雇员，或者是他们的关连人士(第12节(d)(3)(A)和(B)所述的公司除外)，除非在收购这种证券的过程中公司本身担任发行人的主承销商。委员会可以自行颁布条例或根据他人申请发布指令，有条件或无条件地对某种交易豁免本小节的规定，但是豁免程序及范围必须符合保护投资者的权益的原则。

(g)对一家已注册的并设有顾问委员会的投资顾问而言，委员会作为独立实体，其会员资格的限制必须与本节对董事会的会员资格所作的限制相同。

(h)本节下列条款适用于一家未设董事会的已注册无限责任管理公司：

(1)经(e)小节修正(a)小节的条款适用于公司存款人的董事会；

(2)经(e)小节修正(b)(c)小节的条款适用于公司存款人及投资顾问的董事会；

(3)(f)小节条款适用于代理公司购买及其他方式获取证券的活动(证券承销商是公司的投资顾问或者上述存款人、投资顾问的关连人士)。

第 11 节 交易报价

(a) 一家已注册开放式公司或其主承销商不得以不等于被交换证券的净资产净值的价格向其证券的持有人或其他开放公司证券的持有人报价,用它的证券换取同一公司或其他公司的证券,否则即为违法。但是,如果报价的条件事先已提交给了委员会并得到了后者的批准或者符合委员会制定的有关报价的现有条例的规定,公司或其主承销商可以进行上述报价,但不包括主承销商在经营零售业务时向个体投资者所作的报价——资产净值(指报价方在报价被接受时或在报价中规定的较迟时间为了确定证券公开销售的价格而计算的资产价值)。

(b) 本节条款不适用于根据下列改组计划所作的报价,即,这一计划必须提交给证券所属的股票的多数持有人即报价对方,并且必须得到他们的批准。

(c) 不论交易的价格如何,(a)小节条款不适用于下列报价:(1)用于注册的开放式公司的证券换取一家已注册的单位投资信托公司和已注册面额凭证公司的证券报价;(2)用一家已注册的单位投资信托公司或已注册面额任证公司的证券换取任何其他投资公司的证券的任何一种报价。

第 12 节 投资公司的功能及业务活动

(a) 一家公司若在违背委员会制订或发布的旨在保护公共利益和投资者权益的条例或指令的情况下从事下列活动则为违法：

(1) 在保证金基础上购买证券，这种短期信贷业务是交易清算所必需时除外；

(2) 以负连带责任的条件参与证券交易，当公司参加了这种证券的包销团时除外；

(3) 进行证券的卖空交易，当公司参加了证券的包销团时除外。

(b) 一家已注册的开放式公司（符合第 10 节(d)条款规定者除外）不得在违背委员会制订的旨在保护公共利益和投资者权益的条例的情况下担任它自己发行的证券的推销人，否则即为违法。但是，它通过承销商从事这一活动时除外。

(c) 若一家已注册的分散化投资公司(a Registered Diversified Company)许诺进行承销的证券总值加上它投资购买的某发行人的证券总值(它拥有该发行人已售出具有投票权的证券的 10% 以上)超过了它资产决值的 25%，那么这家公司不得作出上述承销许诺，否则即为违法。

(d)

(1)(A)，在下列情况下，一家已注册的投资公司(“参股公司”)和受它控制的公司不得购买或以其他方式获取另一家

投资公司(“发行公司”)所发行的证券,一家投资公司(“参股公司”)和受它控制的公司不得购买或以其他方式获取一家已投资公司(“发行公司”)的证券,否则即为违法:

在收购上述证券之后,参股公司和受它控制的公司一共拥有:

(I)发行公司所有已售出具有投票权的证券的3%以上;

(II)发行公司所发行的超过了参股公司资产总值5%的证券;

(III)发行公司和所有其他投资公司所发行的(不包括参股公司的为存股票)超过了参股公司资产总值10%的证券。

(B)在下列情况下,一家已注册的开放式投资公司(“发行公司”)和其承销商或者依据1934年《证券交易法》注册的经纪商或自营商不得故意将发行公司的证券出售给任何其他投资公司(“参股公司”)或受参股公司控制的公司,否则即为违法:

在出售上述证券之后:

(I)发行公司所有已售出的具有投票权的股票的3%以上由参股公司或受参股公司控制的公司拥有;

(II)发行公司所有已售出具有投票权的股票的10%以上由参股公司任何其他投资公司和受它们控制的公司拥有。

(C)如果一家投资公司(“参股公司”)和受它控制的公司人购买或以其他方式获取一家已注册的封闭式公司所发行的证券之后,参股公司、与参股公司雇佣同一投资顾问的其他投资公司以及由这些投资公司控制的公司拥有上述封闭式公司

所有已售出具有投票权的证券的 10% 以上,那么参股公司和受它控制的公司不得进行上述证券收购活动,否则即为违法。

(D)(1) 条款不适用于作茧自缚红利或依第 11 节批准的,交易报价或作为一家公司改组计划(试图规避上述条款规定的计划除外)而得到的证券。

(E) 在下列条件下,(1) 条款不适用于一家投资公司收购后种或多种证券:

(I) 这家投资公司的存款人或主承销商是依据 1934 年《证券交易法》注册和经纪人或自营商,或是受这种经纪人或自营商控制的人士;

(II) 在这种证券是这家投资公司持有的惟一证券(如果这家投资公司是一家单位投资信托公司,它发行两种以上的证券,每种证券都规定了一家不同的投资公司股份的累积额,那么,这些证券是这家单位投资信托公司持有的惟一证券);

(III) 这家投资公司不是已注册的投资公司,它根据与发行人或主承销商订立的协议来收购这种证券,并且:

(aa) 必须遵守证券持有人对代理投标权作出的指票,而且只能根据指示来代理持有人进行投票,或与其他持有人按同一比例来对他自己持有的股份进行投票;

(bb) 不得用其他证券替换这种证券,但是,委员会已经依本法(26)节所规定的方式批准了这种替换时除外。

(F) 在下列情况下,(1) 条款不适用于一家已注册投资公司购买的或以其他方式获取的证券:

(I) 在收购上述证券之后,这家公司和它的所有关连人士拥有有证券发行人的所有已售出股票的 3% 以下;

(II)这家公司在1971年1月1日之后未通过主承销商或通过其他方式以公开销售的价格(价格中包含了1.5%以上的销售差价)出售并且目前也不准备以这一价格出售它发行的证券。

被一家已注册的投资公司按照小段规定收购的证券的发行人没有义务在30天内以超过发行人已售出证券总额1%的总价值赎回上述证券。这家投资公司必须以委托他人代为投票的方式或以其他方式先例它依据本小段规定按照(E)小段所述方式收购的证券的投资权。

(G)在本段中,一家投资公司的资产净值指按收购证券时或按最靠近购买活动的时间计算的资产总值。

(H)在为了执行(1)条款而提起的诉讼案件中,委员会可以与在违背(1)条款的情况下被收购或以其他方式获得的证券的发行人联合,作为案件的一方当事人,法院可以向发行人发布指令,从而保证(1)条款的执行。

(2)如果一家已注册的投资公司和受它控制的公司一共拥有或在购买或以其他方式获取一家保险公司的证券之后一共拥有这家保险公司(在收购证券时它们至少尚未拥有这家保险公司所有已售出股票的25%)所有已售出股票的10%以上,那么这家投资公司或受其控制的公司不得收购这家保险公司的证券,否则即为违法。但是,作为红利或作为公司改组计划而得到的证券除外。

(3)一家已注册的投资公司和受它控制的公司不得购买或以其他方式获取由某经纪人、自营商、承销商、一家投资公司的投资顾问或依据“投资顾问法”登记注册的投资顾问所发

行的证券,也不得获取他们业务中的任何其他利益,否则即为违法,除非(A)上述人士是一家公司,其所有已售出的证券(不包括短期票据、代表银行贷款的证券以及董事的资格股份)由一家或多家已注册的投资公司拥有,或在上述收购证券活动之后由一家或多家已注册的投资公司拥有;(B)上述人士的主要业务为承销或推销他人发行的证券、向客户出售证券或与此相关的活动。在通常情况下,他的收入主要来自于这些业务活动。

(e)在下列条件下,一家已注册的投资公司可以向一家从事或拟从事承销、工业融资、向正在创办中的企业提供资金、购买他人发行的尚未流通的证券,进行其他公司的改组等业务,并收购该公司发行的证券,如果:

(1)经营上述业务的公司所发行的证券(短期票据和代表银行贷款的证券除外)由一种普通股组成,并且发行或出售的最初目的仅仅是为了投资于已注册的投资公司;

(2)这家已注册的投资公司收购证券的总成本不超过当时它资产总值的5%;

(3)经营上述业务的公司的实缴资本和盈余不超过1亿美元。

在第5节(b)(1)段中,对经营上述业务的公司所进行的投资视同对一家投资公司进行的投资。

(f)一家已注册的面额凭证公司可以组建一家或两家面额凭证公司,并且可以收购其拥有后者的全部或部分股本,收购股本的目的只能是进行投资。但是,这家公司收购股本的总成本不得超过本法第28节(a)(1)所规定的在1940年3月15

日或此日之后成立的面额凭证公司的最低股本的 6 倍,并且这家公司收购依照外国法律成立的面额凭证公司的股本的总成本不得超过第 28 节(a)(1)所规定的在 1940 年 3 月 15 日或此日之后成立的面额凭证公司的最低股本的两倍。如果这家公司购买本节所述股本的最初目的确实是为了投资而不是为了重新出售股本,那么它可以在买入之后再向其他人士出售这种股本。

(g)如果委员会以指令形式确认一家已注册的投资公司和受它控制的公司购买一家保险公司的结果或预期结果会使这家保险公司的财务状况得到改善,从而认为这种收购活动符合公共利益,那么这家已注册的投资公司和受它控制的公司可以向另一家投资公司或受这家已注册投资公司控制的其他公司收购由后者拥有的上述保险公司的所有已售出具有投票权的股票的 10%以上,也可以收购其他保险公司的证券。

本节规定并不禁止一家已注册的投资公司独自或与他人联合组建新的保险公司或购买新成立保险公司的证券,也不影响或损害美国联邦或某州的保险监管官或类似官员及代理的权力,以及一家保险公司根据某州法律购买其他保险公司的证券的权利。

第 13 节 投资政策的变化

(a)一家已注册的投资公司除非经多数已售出具有投票权的证券股东授权后,否则不得从事下列活动:

(1)改变本法第 5 节(a)(1)和(2)对公司性质进行的分类或由一家分散化投资公司变为非分散化投资公司；

(2)借款、发行优先证券(Senior Security)、承销他人发行的证券、购买不动产或商品或向他人贷款,这些活动与证券申请上市登记表中有关公司政策的详细说明一致时除外；

(3)背离它在证券申请上市登记表中所述的集中投资于某一行业或某几个行业的政策或背离只能经股东投票授权后才能改变的某项投资政策以及第 8 节(b)(3)所述的证券申请上市登记表中包含的任何政策；

(4)为终止成为投资公司而改变其业务性质。

(b)对一家具有第 16 节(c)所述性质的企业经营信托公司(Common-law Trust),多数已售出具有受益权的股票的持有人的书面批准,或者在(a)条所述的大多数已售出具有投票权的证券的表决。第 2 节(a)(42)关于“多数”的规定适用于在上述会议上进行的股票表决。

第 14 节 投资公司的规模

(a)只有在下列条件下,在本法生效日之后成立的一家已注册的投资公司和它的主承销商才能公开出售该公司发行的证券；

(1)公司的资本净值至少为 \$ 100000；

(2)公司以前曾公开出售它的证券,当时公司的资本净值至少为 \$ 100000；

(3)公司制定了有关条款,规定了依据 1933 年《证券法》进行证券登记的条件。委员会认为这种条款充分保证了:(A)在证券申请上市登记表生效日之后,公司将不发行任何股票也不接受认购股票的收益,直至至少 25 名负责人与公司的订立协议购买公司所发行的股票时为止(购买总值加上公司的资本净值至少等于 \$ 100000)时为止;(B)在公司接受 25 名以上的人士的证券认购要求之前,他们应向公司支付(A)条所述的购买金额;(C)将制定下列协议,即如果(B)条所述支付给公司的款项以及销售差价不能使公司的资本净值总额在证券申请上市登记表生效后的 90 天内达到 \$ 100000,那么在认购人提出要求时公司应将经所得到的款项和销售差价全部退还给认购人。

在本小节(3)(C)所述事件发生后的任何时间内,委员会可以发布中止指令,根据 1933 年《证券法》的规定暂停公司证券申请上市登记表的效力,并且可以暂时中止或撤销公司的注册。

(b)当委员会认为投资公司规模的进一步扩张会引起公共利益和保护投资者政策、证券市场、财富和工业的集中控制、投资公司参股的其他公司等方面的影响,委员会有权对投资公司及证券市场投资政策及规模加以研究,并且可以随时向国会报告它的研究结果。

第 15 节 投资咨询和承销合同

(a)任何人只有在下列情况下才能担任一家已注册投资公司的投资顾问。

他与这家公司或与这家公司的投资顾问订立的书面合同经公司的多数已具有投票权的证券表决后得到了批准,并且合同:

(1)准确细致地描述了合同项下所有应支付的补偿费用;

(2)自执行之日起有效期长达 2 年以上,但是展期必须每年经过董事会或多数已售出具有投票权的证券表决的批准;

(3)规定合同可由董事会决定终止,也可以通过多数已售出具有投票权的证券表决来决定终止,公司不必为此支付罚金,但是必须在终止前的 60 内向投资顾问发出书面通知;

(4)规定合同一经转让,合同效力即自动终止。

如违反本小节规定,则为违法。

(b)一家已注册开放式公司的主承销商只有在下列情况下才能经营公司所发行的证券的报价,销售或交割等业务,否则即为违法。

他与公司订立了书面合同,并且合同中规定:

(1)自执行之日起有效期长达 2 年以上,但是展期必须每年经过董事会或多数已售出具有投票权的证券表决的批准;

(2)合同一经转让,合同效力即自动终止。

(c)除了应遵守本节(a)和(b)的要求以外,一家已注册的

并设有董事会的投资公司不得订立或执行关于某人的担任公司的固定投资顾问和书面或口头合同或协议,也不得对这种合同或协议进行展期,否则即为违法,除非在合同或协议的表决大会上,多数不作为合同或协议当事人也不作为当事人的关系人的董事亲自投票表决批准了合同的条件。公司的投资顾问有义务向公司提供为了对合同条件进行评估所需要的信息,公司的董事有义务要求投资顾问提供这种信息并对这种信息进行评估。董事在评估合同条件的过程中不得考虑已经支付的与(f)小节(1)、(3)或(4)所述交易有关的购买价格或其他对价。

(d)对一家具有第 16 节(c)所述性质的企业经营信托公司(Common-law Trust)而言,多数已售出具有受益权的股票的持有人的书面批准以及在合同的表决大会上多数已售股票的持有人的书面批准以及在合同的表决大会上多数已售出股票的持有人亲自投票或委托他人代为投票的结果将视同本节所述的多数已售出具有投票权的证券的表决。

(e)本节条款并不要求已注册投资的顾问委员会或其成员采取任何行动。

(f)(1)在下列条件下,如果一家已注册投资公司的投资顾问或具有类似职责的受托公司(Corporate Trustee)的证券或他们其他利益的销售活动会导致投资顾问与公司订立的投资咨询合同的转让或受托公司(Corporate Trustee)的身份或其控制人的改变,那么,销售收入归投资顾问或受托公司(Corporate Trustee)或他们的关连人士所有:

(A)在销售活动后的 3 年内,上述投资公司或受托公司

(Corporate Trustee)的董事会成员(或由于改组产生的继任成员)中至少 75%不是(I)公司投资顾问或受托公司(Corporate Trustee)的关系人,或(II)前任投资顾问或受托公司(Corporate Trustee)的关系人;

(B)销售活动发生后,公司未承受不公平负担,也未受到与此有关的任何明示或默示条件、条款或协定的约束。

(2)(A)在本小节(1)(A)中,受托公司(Corporate Trustee)关系人的定义应符合第2节(a)(19)(B)的规定,但是不能仅仅根据(I)某人是受托公司(Corporate Trustee)董事会或顾问委员会成员,或(II)他是本小段(I)所述人士的直系亲属而将他视为受托公司(Corporate Trustee)的关系人。

(B)在本小节(1)(B)中,一家已注册的投资公司所承受的不合理负担包括下列协议:在销售活动发生后的2年内,投资顾问、受托公司(Corporate Trustee)他们的前任或后任或他们的关系人(I)直接或间接向买卖证券或代表公司买卖证券的人士索取或有权向后者的索取补偿费,但不包括他们在通常情况下以公司主承销商的身份应得的被偿费用,或(II)直接或间接向公司或公司证券的持有人索取或有权向其索取被偿费。但是因提供投资咨询或其他应得的补偿费除外。

(3)如果:

(A)与一家已注册投资公司订立的投资咨询合同的转让导致这家公司雇佣另一位投资顾问,或者如果这家公司的受托人(Corporate Trustee)的身份和其控制人发生了变化,这位投资顾问或受托公司(Corporate Trustee)的其他资产远大

于该公司的资产；

(B)一家已注册的投资公司与资产规模大于这家公司的另一家已注册投资公司合并或向后者出售其所有资产之后，发生了本小节(1)(A)所述的交易。

那么，委员会在确定是否批准他们提交的豁免(1)(A)条款的申请以及豁免程序时，应考虑到上述资产规模的差异。

(4)本小节(1)(A)条款不适用于下列交易：一家已注册投资公司的投资顾问或具有类似职责的受托公司(Corporate Trustee)所拥有的绝大多数已售出具有投票权的证券(A)被出售时，交易中投资顾问或受托公司(Corporate Trustee)的控制人的身份没有改变；(B)转让给投资顾问或受托公司(Corporate Trustee)或他们的关连人士，但是(I)每位受让人(投资顾问或受托公司除外)都必须是自然人，(II)在转让前的至少6个月内，所有转让人(投资顾问或受托公司除外)一共必须拥有上述具有投票权证券交易25%以上。

第16节 董事会的变更与 有关严格信托管理法规

(a)任何人只有在董事选举的年会或特别大会上经公司的多数已售出具有投票的证券的选举表决后才能担任一家已注册投资公司的董事。但是在两次会议间隔期间出现的职位空缺可以以其他合法方式弥补，条件是在空缺弥补之后当时在职的董事人数中至少 $2/3$ 将在后来召开的年会或特别大会

上经多数已售出具有投票权的证券表决后继续担任董事。如果经公司已售出具有投票权的证券选举产生的当时在职的董事人数中不占多数,那以,公司董事会或公司合适的职员应该立即组织召开股东大会选举董事,弥补职位空缺。会议必须在60天之内召开,但是委员会可以发布指令延长的这一期限。本小节上述条款不适用于顾问委员会的成员。

如果一家已注册投资公司的章程、公司执照、实施细则、委托书或其他文件或公司据以成立的法律等规定了各类董事的任职期限,则本法条款允许公司对其董事进行分类,但是各类董事的任期不得低于1年或超过5年,而且每年至少必须有一类董事离职。

(b)如果第15节(f)(1)(A)的规定导致一家已注册投资公司的董事职位空缺,并且弥补这一空缺的人士不能是第15节(f)(1)(A)所述交易双方的关系,那么,这一人士同时还必须符合下列条件:(1)他是由公司多数不是第15节(f)(1)(A)所述交易双方关系的人推荐的选举候选人,及(2)他经公司已售出具有投票权的证券的持有人选举后当选。但是,根据(b)小节(1)、(2)规定当选的董事的死亡,资格取消或善意辞职所引起的职位空缺可以通过(a)小节所述的方式来弥补。

(c)本小节上述条款不适用于本法生效日已开业的、并且委托书中没有规定由股东选举受托企业的经营信托公司(common-law trust)。对一家注册为投资公司的信托公司而言,当2/3以上的拥有受益权的在册投资公司的信托公司而言,当2/3以上的拥有受益权的在册股东声明解除某自然人的受托人职务之后,此人不得继续任职。声明的形式分为两

种,一是向信托公司的股票监管人提交书面声明,二是在表决大会上由持有人亲自投票或委托他人代为投票进行表决。征求其他股东支持上述声明的活动将视同第 20 节(a)所定义的征集投票委托书的活动。

当 10%或 10%以上的已售出股票的持有人向公司受托人提出书面申请,要求解除上述自然人的职务时,受托人应立即主持如开股东大会,就此事进行表决。

如果 10 位或 10 位以上股东向受托人提交书面申请(他们至少在提交申请的 6 个月前就已经成为股东,并且一共持有相当于 \$ 25000 的资产净值股票或者持有至少于等于售出股票总值 1%的股票,以数量较低者为准),依(c)小节规定,要求与其他股东联系,征求股东在召开上述会议的提议书上签名,并在申请中附有一份转交给其他股东的文件和提议书样本,那么受托人必须在收到申请后的 5 天之内向申请人提供:

(1)公司所有股东的名单和通讯录;

(2)在册股东的大致人数和向在册股东邮寄联系文件和提议书的成本。

如果受托人决定遵守(b)小节(2)所述的规定,那么在申请人提交书面要求和需要邮递的资料并支付了合理的邮寄费用之后,受托人必须立即按照公司登记簿上的地址将资料邮寄给所有在册股东,但是发生下列情况时则另行处理,即,在申请人支付邮费和提交资料之后的 5 天内,受托人向申请人邮寄并同时向委员会提交一份由多数受托人签名的书面声明及资料的副本,说明他们认为资料中对某些事实作出了虚

假陈述、省略了为了不使资料中的信息引起误解而必需陈述的事实或者违反了有关法律,并说明了他们这种看法的依据。

委员会在听取了对书面声明表示反对的申诉之后,可以(如果受托人或申请人提出要求,则必须)发布对反对意见表示支持或进行否决的指令。如果委员会发布否决指令,或者委员会发布了支持指令,但是在听取申诉之后又发布了声明确认了反对意见,那么受托人应在指令发布后立即将资料邮寄给所有股东。

第 17 节 关连人士和承销商进行的交易

(a)一家注册投资公司(具有第 12 节(d)(3)(A)和(B)所述性质的公司除外)的关连人士、发起人或主承销商或者后两者的关连人士不得以委托人身份进行下列活动,否则即为违法:

(1)故意向这家公司或受这家公司控制的另一公司出售证券或其他财产,除非销售对象只限于(A)买方发行的证券,(B)卖方发行的并作为向卖方证券持有人公开出售的证券的一部分,(C)存放于单位投资信托公司的受托人的证券或者此受托人的分期付款计划证书;

(2)故意向这家公司或受这家公司控制的另一公司购买证券或其他财产(卖方发行的证券除外),或

(3)从这家公司或受这家公司控制的另一公司借入资金或其他财产(除非借入方受借出方的控制),但是,第 21 节(b)

批准的借贷行为除外。

(b) 上述人士可以向委员会提交申请, 请求委员会发布指令, 使申请人将要进行的交易不受(a)小节一条或几条规定的约束。如果下列证据确凿, 委员会可以批准这一申请并发布豁免指令:

(1) 交易的条件(包括应付和应得的价款)公平合理, 与交易的每位人士的条件都不优越于任何其他人士;

(2) 交易符合多家有关的注册投资公司法规定提交的证券申请上市登记表和报告中所述的政策;

(3) 交易符合本法宗旨。

(c) 虽然(a)小节作了有关规定, 但是任何人都可在正常营业过程中向任何公司购买或销售商品或与他人订立租赁契约并提供与此有关的服务。

(d) 一家已注册投资公司(不包括具有第12节(d)(3)(A)和(B)所述性质的公司)的关连人士、主承销商或前两者的关连人士不得以委托人身份进行下列交易, 否则即为违法: 在交易中, 这家公司或受它控制的另一家公司与上述人士共同参与并且公司承担连带责任, 这种交易违背了委员会旨在限制或阻止这家公司在不利条件下参与交易的规则。

本小节条款允许任何一位关连人士担任由这家公司和受它控制的另一公司参与的包销团或其他集团的牵头经理并获取报酬。

(e) 一家注册投资公司的关连人士以及这一关连人士的关连人士不得进行下列活动, 否则即为违法:

(1) 以代理人身份向该公司或受它控制的另一公司买卖

财产而获取报酬(不包括从这家公司领取的固定工资),他在经营承销或经纪业务过程中进行的这种买卖活动除外;

(2)以经纪人身份,为该公司或受它控制的另一公司出售证券并收取佣金、服务费或其他报酬,金额超过(A)(假设证券在证券交易所出售)经纪人在通常情况下得到的佣金;(B)(假设证券在二级市场上推销),销售价格的2%;(c)假设证券通过其他方式)出售证券卖价的1%。但是,委员会按照保护公共利益和投资者权益的原则允许他收取更高佣金时除外。

(f)每家已注册的管理公司都应将其证券和类似投资交与下列人士保管:

(1)具有本法第26节(a)(1)所述的单位投资信托公司受托人;

(2)证券交易所的会员公司,这家证券交易所符合1934年《证券交易法》的有关定义并受到委员会有关保护投资者权益方面的条例的制约;

(3)遵守委员会有关保护投资者权益方面的条例及有关规定的一家已注册公司。

根据委员会有关保护投资者权益方面的条例,一家已注册的管理公司或上述保管人在取得受其保管的另一家已注册管理公司的同意之后,可以将后者拥有的全部或部分证券存放于证券中央处理系统,这一系统是由依据1934年《证券交易法》在委员会注册的一家国家级证券交易所设立的,或者是由委员会批准的其他人士设立的存放于这种系统的所有证券部可以通过会计处理互换、转让或抵押,而不涉及证券的实际

交割。与本小节有关的条例及指令可以对上述证券和投资的专门用途、划分和质押等事项作出规定而且要求下列所有人士或其中任何一人对上述事项进行定期检查：独立的公共会计师（Independent Public Accountants），委员会的雇员和代理以及委员会指定的其他人士。自营证券交易的人员只有在符合委员会有关保护投资者权益方面的条例的情况下才能担任保管人。如果一家已注册的公司将其证券和类似投资交给一家有资格的银行保管，出售这些证券和投资所得的现金收益以及公司的其他现金资产也应交给这家银行保管或者按照委员会有关保护投资者权益方面的条例或指令要求来进行托管，但是出现下列情况时除外：即，这家已注册的公司在一家具具有本法第 26 节（a）（1）所述单位投资信托公司的受托人资格的银行开有支票账户，账户总余额在任何时候都不超过本法第 17 节（g）所述职工信用债券的金额，后者主要用来弥补公司高级职员或雇员从支票账户提取的款项。

（g）为了保护投资者权益，委员会有权颁布条例或指令，要求一家已注册管理投资公司的雇员或职员单独或与他人联合利用任何一家已注册公司的证券或资金。利用方式分为两种，一种为直接或通过授权支取这些资金，另一种为规定在证券分配时由一家信誉良好的职工信用债券保险公司按照委员会确定的最低担保金额对盗窃和贪污行为进行保险（上述雇员或职员只能通过他们作为银行雇员或职员的地位来利用这些资金时除外）。

（h）自本法条款生效日起的一年以后，已注册投资公司的章程、委托书、公司执照、信托债券实施细则以及公司据以

成立的其他文件等都不得包括含下列条款：即，保护公司的职员或董事使其免于承担由其任职期间的故意失职行为、不诚实行为或渎职行为而引起的他对公司或对证券持有人的债务。

(i) 自本法条款生效之日起的一年以后，有关某人担任一家已注册投资公司的投资顾问或主承销商的合同或协议不得包括含下列条款：即，对此人进行保护，使他免于承担由于他在执行职责时的故意失职行为，不诚实行为或渎职行为，或者由于毫不重视上述合同或协议项下他的义务及责任而引起的他对公司或证券持有人的债务。

(j) 一家已注册投资公司的关连人士、主承销商或前两者的关连人士不得在违背委员会颁布的反欺诈和反操纵条例的情况下直接或间接买卖上述公司持有的或拟收购的证券，否则即为违法。这些条例可以要求这家公司的投资顾问和主承销商建立道德规范以防止上述活动。

第 18 节 资本结构

(a) 一家已注册的封闭式公司只有在下列情况下才能发行优先证券或出售它自己发行的证券，否则即为违法：

(1) 如果这种优先证券为一种债券：

(A) 在上述发行或销售行为发生后，这种债券的资产担保率(Asset Coverage)为 300%；

(B) 公司规定：禁止宣布分配红利(可用发行人的股份支

付的红利除外)、宣布分配公司的任何一种股本或购买这种股本。除非在宣布分配红利或股本或者购买股本时,这种债券扣除红利、分配金额及购买价格部分后的资产担保率达到300%。但是,如果这种扣除优先股红利金额后的部分的资产担保率为200%,公司可以宣布分配这种红利;

(C)公司作出下列规定:

(I)如果在连续12个月的最后一个营业日这种债券的资产担保率不足100%,那么债券持有人作为一类投票者有权选举董事会的多数。他们的投票权利可以持续到这种债券的资产担保率在每3个连续月份的最后一个营业日达到110%时为止;

(II)如果在连续24个月的最后一个营业日债券的资产担保率低于100%,这种情况将视为违约行为;

(2)如果这种优先证券是一种股票:

(A)在上述发行或销售行为发生后,这种股票的资产担保率至少达到200%;

(B)公司规定:禁止宣布分配红利(可用发行人的普通支付的红利除外)、宣布分配公司的普通股或购买普通股。除非在宣布分配红利或普通股或者购买普通股时,这种股票扣除红利、分配金额及购买价格后的部分的资产担保率达到200%;

(C)公司规定:这种股票的持有人作为一类投票者在任何时候都有权选举至少两位董事,并且(如果其他种类已售出优先证券的持有人享有优先权,那么这种股票的持有人受到优先权的制约)有权选举多数董事。若公司两整年未支付这种

股票的红利,上述选举权利将持续到所有拖欠的红利都已支付或以其他方式分配时为止;

(D)公司规定:对这种股票有不利影响的改组计划必须得到多数持有人投票表决的批准,根据第13节(a)规定需要由持有人表决的活动也必须得到多数持有人投票表决的批准;

(E)这种股票在资产分配和红利分配方面享有优先权。

(b)在确定(a)小节所述的债券和股票的资产担保率时可以在确定之前的48小时之内(不包括星期天或节假日)计算的资产价格为基准。在向发行人现有的股东公开出售债券和股票的情况下,第一次公开报价的时间将视为发行或出售时间。在其他所有情况下,发出销售或发行以及提取或购买证券的确定承诺(Firm Commitment)的时间视为销售时间。

(c)如果一家已注册的封闭投资公司在销售或发行(a)(1)所述的债券之后将拥有两种或两种以上已售出的债券,那么这家公司不得发行上述债券;如果这家公司在发行或销售(a)(2)所述的股票之后这家公司将拥有两种或两种以上已售出的股票,那么公司不得发行或销售上述股票,否则即为违法。但是,(1)上述债券和股票都可以分一批或几批发行,条件是在分配公司的资产或在支付利息或红利时,这些股票或债券对任何其他一批股票或债券而言都不享有优先权,及(2)以私下达成的由一家银行或其他人士提供贷款的合同或贷款的展期合同为对象而发行的,不准备公开推销的票据或其他债务凭证不能被视为(c)小节所述债券的一种。

(d)一家已注册的管理公司不得发行该公司所发行证券

的认购权证(只向公司的一类或几类证券持有人发行的并在发行后 120 天之内失效的认购证,或公司实行改组计划时,发行认购证,以替换原认购证除外),否则即为违法。

(e)第 18 节条款不适用于一家已注册的封闭式公司发行或销售的并符合下列条件的优先证券:

(1)发行或销售这种新证券的目的是通过付款、购买、赎回、收回或交换等活动来替换公司已售出的优先证券,但是公司不能发行和出售债券来替换股票;

(2)这种证券是根据改组计划(不包括(a)(2)提及的以替换旧证券的目的的改组计划)发行的,并且:

(A)发行或销售这种新证券的目的是为了替代或换取公司已售出的优先证券。如果新的优先证券是债券,那么发行或销售它们的目的是为了替换一家作为改组计划当事人的已注册投资公司已售出的债券;

(B)根据改组计划发行或销售的这种优先证券的总额未超过所有作为计划当事人的公司所发行的优先证券总额,根据改组计划发行或销售的债券总额不超过所有上述公司的债券总额。或者,根据改组计划发行或销售的优先证券总额不会导致债券对股票的比率比改组前增大或作为股票的证券对作为股票的低级证券的比率增大。

(f)(1)一家已注册的开放式公司不得发行任何一种优先证券,也不得出售它自己发行的任何优先证券,否则即为违法。但是,如果这家公司获准从银行借款,在借款之后这家公司所有借款的资产担保率达到 300%,并且如果资产担保率降到 300%以下,这家公司将在此后的 3 天之内(不包括星期

天和节假日)或在委员会规定的更长时间内减少其借款数额,直至借款的资产担保率回升至 300% 是为止,那么这家公司可以发行或销售优先证券。

(2)对一家已注册的开放式公司而言,“优先证券”不包括一种或几种优先股或特别股,它们与其他所有股票相比在资产分配方面享有优惠权,条件是(A)公司没有已售出的与其他所有股票相比不享有优惠权的一种或几种股票;(B)发行人拥有的惟一已售出其他种类的股票由普通股组成,这种普通股不允许支付红利(清算后红利除外),且普通股总额不超过发行人的已售出具有投票权的证券的 0.5%。为了保证公平合理地对待公司每种股票的持有人或已售出的具有投票权证券的持有人,委员会可以通过条例和指令来作出下列规定:必须向公司已售出具有投票权的证券的持有人提交讨论的任何事件,只有在处理办法得到了条例或指令中规定的受此事影响的一定比例持有人(不超过多数)批准以后才被视为已经有效解决。

(g)除非另有规定,“优先证券”指组成一种证券及证明的债券、票据或类似债务凭证或文据以及与其他所有种类的股票相比,在资产分配或红利支付方面享有优先权的一类股票;优先证券中的债券指股票以外的其他优先证券。

在(a)小节(1)(B)和(C)中,“优先证券”一词不包括以私下达成的由一家银行或其他人士提供贷款的合同,或贷款展期合同为对象而发行的、并且不准备公开发行的本票或其他债务凭证。在 18 节中,如果上述银行或其他人士提供的贷款只是临时性的且金额不超过发行人当时资产总值的 5%,那

么上述本票或其他债务票据也不包括在优先证券的范围之内。必须在 60 天之内偿还并且不能展期的贷款被推定为临时性贷款,这种推定可以用证据来反驳。

(h)发行优先证券中的债券的“资产担保率”指发行资产总值减去不包括优先证券的债务总额之后的部分对优先证券总额的比率。发行优先证券中的股票的“资产担保率”指发行资产总值减去不包括优先证券的债务总额之后的部分对优先证券中的债券额加上优先证券中的股票的强制破产赔偿总额的比率。优先证券中股票的强制破产赔偿(the Involuntary Liquidation Preference of a Class of Senior Security Which is a Stock)指发行人强制破产时,这种股票的持有人不愿将股票转换为次级证券(Junior Security)而按照股票索取赔偿的金额。

(i)(除非(a)小节条款或其他法律另有要求)一家已注册的管理公司(不包括具有第 16 节(c)所述性质的企业经营信托公司)此后发行的股票都具有投票权的股票,其每一股与已售出具有投票权的股票都是具有投票权的股票,它与已售出具有投票的股票享有同股同权。但是,本小节条款不适用于根据 1940 年 3 月 15 日已售出的认购权证的条款或根据 1940 年 3 月 15 日前订立的向公司购买证券的确定合同(Firm Contract)所发行的股票,也不适用于按照委员会颁布的对发行予以批准的条例中指令所发行的股票。

(j)在本法生效之后,一家已注册的面额凭证公司:

(1)除了发行(A)面额凭证,(B)面值普通股(a Common Stock Having a Par Value),它们在红利或推销方面无优先

权,但与公司已售出的证券享有同等投票权,或(c)以私下达成的由一家银行提供贷款的合同或贷款展期合同为对象而发行的不准备公开推销的短期付款票据、本票或其他债务凭证等三种证券以外,不得发行任何其他证券,否则即为违法。但是,按照委员会为了保护公共利益和投资者权益而颁布的条例或指令所发行的证券除外;

(2)如果除上述面额凭证,普通股、本票或其他债务凭证以外,公司还拥有其他已售出的证券,那么公司不得在违背委员会为了保护公共利益和投资者权益或为了保证公司的财务完整性而颁布的条例或指令的情况下推销这种证券或宣布支付资本证券(Capital Security)的红利,从而保证公司有履行面额凭证项下的义务;

(3)公司不得以清偿债务为目的而发行证券。

(k)本节(a)小节(1)(A)不适用于依据1958年《小企业投资法》(the Small Business Investment Act of 1958)营业的投资公司。如本节所述的优先证券由小企业管理局(Small Business Administration)持有或担保,那么(a)小节(2)条款也不适用于上述公司。

第19节 红利

(a)一家已注册的投资公司只能全部或部分利用下列资金来支付或分配股息,否则即为违法:

(1)按照合格的会计惯例计算的公司累积未分配净收益,

不包括由出售证券或其他财产而实现的利润或亏损；

(2)按照(1)条所述方法计算的公司本财政年度或上一财政年度的净收入。

如果公司利用(1)、(2)两条以外的其他资金支付或分配红利,那么公司在付款时必须随附一份书面声明,详细说明付款的资金来源。为了保护公共利益和投资者权益,委员会可以规定这种声明的格式。

(b)一家已注册的投资公司不得在违背委员会为了保护公共利益和投资者权益而颁布的条例及指令的情况下每不足12个月就分配一次1954年《内部收益法》所定义的长期资本收益,否则即为违法。

第20节 代理投票权、 股权信托证、循环所有权

(a)任何人不得在违背委员会有关保护公共利益和投资者权益方面的条例的情况下利用邮件、州际贸易工具或其他方式征集或允许人以他的名义征集与公司发行的证券有关的代理投票权、承诺或授权,否则即为违法。

(b)一家已注册的投资公司或其关连人士以及与一家已注册投资公司的证券有关的股权信托证(Voting-trust Certificate)的发行人或承销商不得利用邮件、州际贸易工具或其他方式进行股权信托证的公开报价、销售或售后交割活动,否则即为违法。

(c)如果一家已注册的投资公司了解到公司与某具有投票权证券的发行人之间存在、或在公司购买发行人的具有投票的证券之后将存在交叉所有权(Cross Ownership)或循环所有权(Circular Ownership),那么公司不得购买这种证券。当两家公司分别拥有对方已售出具有投票权的证券的3%以上时,这两家公司之间就存在交叉所有权(Cross Ownership)。如果两家公司都有是由3家或3家以上公司所组成的集团的成员,并且:

(1)两家公司分别拥有集团中一家或几家其他公司的已售出具有投票权的证券的3%以上;

(2)两家公司各自的已售出具有投票权的证券的3%以上被集团中的另一家公司拥有或由集团中的两家或多家其他公司分别拥有,那么这两家公司之间就存在循环所有权(circular ownership)。

(d)如果一家已注册的投资公司购买了另一家的证券之后,这家公司与其他一家或几家公司之间产生了交叉所有权或循环所有权,那么这家公司有义务在它首次了解到这种现象的一年之后消除这种现象。

第 21 节 贷款

在下列情况下,一家已注册的管理公司不得直接或间接向其提供贷款或出借财产:

(a)这家公司提交的证券申请上市登记表或报告中所述

的投资政策不允许公司提供这种贷款；

(b)借入方控制了这家公司或受这家公司的控制。但是，本段条款不适用于公司的向拥有它所有已售出的证券(不包括董事的资格股分)的另一家公司提供的贷款。

第 22 节 可赎回证券的推销、赎回或回购

(a)依据 1934 年《证券交易法》第 15 节 A 的规定注册的一家证券协会，可以在依据该节制订的规则(这一规则受与之有关的条例的约束)中规定：

(1)协会会员向一家投资公司购买该公司发行的可赎回证券的最低价格。他可以向该公司出售该公司发行的可赎回证券的最高价格以及证券被赎回时他应得到的最高偿还价格等的计算方法，从而使得上述各种价格与在规则中规定的时间计算的这种证券的净资产现值成一定比例；

(2)公司出售或发行证券之后至协会会员向公司重新出售或退还(Surrender)证券之前的最短时间间隔。

以上各种规定的目的在于消除或合理实际地减弱公司其他已售出证券的贬值情况，或其他已售出证券的持有人因上述购买、回购或销售活动而受到的不公平影响；协会可以规定协会会员不得在违反上述规则的情况下购买、销售或退还这种可赎回证券。

(b)(1)证券协会可以在依据第 15 节制订的现行规则中规定禁止协会会员在一家已注册投资公司发行的可赎回证券

的一级市场推销过程中向发行人或向主承销商购买这种证券,这一禁止规定不受第 15 节(b)(6)约束,但受第 15 节可适用于这一规定的所有条款的约束。在下列情况下,协会会员可以购买上述可赎回证券;即,购买价格等于证券公开出售价格减速去按照规定中规定的方法计算的佣金、折扣或利差之后的部分,并且不超出规则中规定的购买价格与公开出售的价格之间的比例限度,从而使公开出售的价格不包括过高的销售差价,但必须含有销售人员、经纪自营商(Broker-dealers)和承销商应得的合理补偿费以及投资者应得的合理销售差价。如果小公司相对来说营业成本较高,委员会可以根据申请或其他情况批准公司不受本节条款的约束,从而保证小公司的证券销售价格中含有更高的合理补偿费和销售差价。

(2)自 1970 年《投资公司修正法》生效日起的 18 个月以后(或者,如果更早,则自证券协会制定有关(1)所述过高的销售差价的规则以后)的任何时间,为了实现本小节的目的,委员会可以按照 1934 年《证券交易法》所规定的方式更正或补充证券协会制订的规则。

(3)如果本小节条款与现行美国法律的条款有抵触之处,以本小节条款为准。

(c)委员会可以制订针对已注册的投资公司以及它们可赎回证券的主承销商或自营商(无论它们是否为证券协会的会员)的条例,两者可适用的范围和主题是同样的,而且目的都是为了达到(a)小节规定的与证券协会为了对其会员进行管理而制订的条例有关的目标。如果协会制订的规则与委员会的条例有不相符之处,只要委员会的条例仍然有效,就以委

员会的条例为准,而且委员会的条例对协会会员、承销商和自营商均有约束力。

(d)一家已注册的投资公司只能向主承销商或通过主承销向他出售它所发行的可赎回证券,或者只能以招股说明书中规定的公开销售价格出售这种证券。如果这种证券目前由或正通过承销向公众出售,这种证券的主承销商和自营商不得向自营商、主承销商或发行人以外的任何其他人士出售证券。但是,按照招股说明书中规定的价格出售时除外。本小节条款允许:(I)根据第 11 节经批准的交易报价(包括根据第 11 节(b)发出的报价)进行的销售活动;(II)根据向证券的所有在册持有人发出的报价或根据向某一特定种类证券的在册持有人[这种证券是公司按照持有人的财产或公司分配给持有人的现金的一定比例发行的,并且符合为了避免发行零散证券(Fractional Securities)而确立的资格条件发出的报价]而进行的销售活动;(III)符合委员会根据第 12 节(b)规定制订的条例的销售活动。

(e)一家已注册的投资公司在按照可赎回证券的条件赎回证券时,暂停持有人的求偿权或推迟付款或清偿的时间不得超过持有人向公司或其证券赎回代理人退回证券要求偿还之后的 7 天。但是,下列情况除外:

(1)(A)纽约股票交易所停业的时间(正常的周末或节假日不包括在内),(B)纽约股票交易所限制证券交易的时间;

(2)由于(A)公司对其所拥有的证券的处理方法不切合实际或(B)公司无法公平地确定其资产净值而导致某种紧急情况的发生时间;

(3)为了保护公司证券持有人的利益,委员会以指令形式批准的时间。

(f)一家已注册的开放式公司只有在遵守委员会为了保护这家公司的所有已售出证券持有人的利益而制定的条例并遵守公司证券申请登记表中所包含的声明的情况下,才能限制它所发行的证券的转让和流通。

第 23 节 证券的推销和回购、封闭式公司

(a)一家已注册的封闭式公司不得(1)为了清偿债务利息;(2)为了取得现金或证券以外(包括这家公司发行的证券)的财产而发行证券,但是公司发行的作为分配给证券持有人的红利的证券或与改组有关的证券除外。

(b)一家已注册的封闭式公司不得以低于普通股扣除推销佣金或折扣之后的资产净值的价格出售它发行的普通股(普通股的资产价值以在其确定之前的 48 小时之内计算的价值为准),但是下列情况除外:(1)公司向其一种或几种股本的持有人出售普通股;(2)公司的销售活动得到了多数普通股股东的同意;(3)公司在按照可转换证券的条件对可转换证券进行转换时出售普通股;(4)在执行本法颁布之日已售出的认购证或在执行此日行发的符合第 18 节(d)规定的认购证时出售普通股;(5)为了保护投资权益委员会批准公司出售普通股。

(c)一家已注册的封闭式公司只有在下列条件下才能购买他自己发行的证券:

(1)它在证券交所或在委员会的条例或指令中指定的公开市场上购买证券；但是，如果购买对象是股票，必须在购买前的6个月内利用信件或报告通知了这种股票的持有人，说明公司准备购买这种股票；

(2)在向将要被购买的证券的所有持有人提交投标之后，根据这一投标购买上述证券；

(3)为了防止购买的方式或价格不公平地歧视被购买的证券的持有人，委员会颁布了有利于保护投资者权益的条例或指令批准了这种购买活动。

第24节 依据1933年《证券法》 进行的证券登记

(a)一家已注册的投资公司在依据1933年《证券法》对它发行的证券进行登记时，可以提交包含下列信息资料 and 文件的证券申请上市登记表，以取代包含该法第A部分(Schedule A)所述信息资料 and 文件的登记表：

(1)公司按本法规定提交的证券申请上市登记表的副本、根据第30节规定提交的报告的副本以及委员会的条例中指定的上市登记表和报告的某一部分的副本；

(2)委员会通过条例规定公司提交的对保护公共利益和投资者权益而言是必需的、合适的其他信息资料 and 文件(包括招投说明书)。

(b)下列公司以及它们的承销商不得在公司所发行的证

券的公开销售活动中利用邮件或州际贸易工具传递广告、手册、信函、印刷信件以及寄给潜在投资者的或旨在向投资者销售证券的其他销售手册,否则即为违法,除非公司已在或将在传递这些资料后的 10 天之内向委员会提交这些资料全部内容的三份副本:

- (1) 已注册的开放式公司;
- (2) 已注册的单位投资信托公司;
- (3) 已注册的面额凭证公司。

(c) 委员会除了执行 1933 年《证券法》第 10 节授予它的有关招股说明书方面的权力以外,还有权通过条例或指令的形式要求在本法生效之日或之后按 1933 年《证券法》登记的分期付款计划证书或面额凭证的招股说明书中信息资料的格式、各项的顺序以及说明书对这些信息某一部分的概括必须符合保护公共利益和投资者权益的原则。

(d) 1933 年《证券法》第 3 节(a)(8)的豁免规定不适用于投资公司发行的证券,该法第 3 节(a)(11)段的豁免规定不适用于已注册投资公司发行的证券。

(e)(1) 依据 1933 年《证券法》提交的一家面额凭证公司发行的证券的申请上市登记表或一家开放式管理公司或单位投资信托公司发行的可赎回证券的申请上市登记表在生效之后的登记表时必须向委员会缴纳新增证券的登记手续费,手续费金额按照该法第 6(b)节所述的方法计算。

(2) 依据 1933 年《证券法》,上述修改后的登记表在提交时必须同时附有(e)(1)所述缴纳手续费的邮政汇款单、银行保付支票或现金,否则,提交的修改文件无效。

(3)对修改后的 1933 年《证券法》第 11 节而言,根据本小节规定或其他规定提交的登记表最新修改本的生效日期,将视为这一修改本生效之后出售的证券的申请上市登记表的生产日期。对修改后的 1933 年《证券法》第 13 节而言,在本小节规定提交的登记表最新修改本生效之前,这些证券不能被视为已经诚实善意地出售给了公众。就该法第 10 节(a)(3)而言,面额凭证公司发行的证券的招股说明书或开放式管理公司或单位投资信托公司发行的可赎回证券的招股说明书,与作为证券申请上市登记表一部分的最新招股说明书有所区别。只有当前者是依据该法提交的登记表的修改本一部分并且这一修改本已经生效时,才能被视为已满足了该法第 10 节的要求,委员会另有规定时除外。

(f)如果面额凭证公司发行的证券的销售额,或开放式管理公司或单位投资信托公司的可赎回证券的销售额,超过了公司已生效的证券申请上市登记表中所述的证券数量,公司可以根据委员会有关保护公共利益和投资者权益方面的条例,决定将这种销售活动的时间作为证券登记的生效时间。但是,公司必须在销售后的 6 个月内向委员会支付证券登记费,其金额等于其他情况下这些证券的登记费的 3 倍。公司作出上述决定并支付登记费以后,这些证券的申请上市登记表即告生效。委员会认为必要或合适时可以制订条例批准面额凭证公司、开放式管理公司或单位投资信托公司对其发行的不确定数额的证券进行登记,从而更有效地保护公共利益和投资者权益。

第 25 节 改组计划

(a)任何人如果利用邮件、州际贸易工具或其他方式征集或允许别人以他的名义征集与一家已注册投资公司的改组计划有关的投票代理权、授权或批准,那么他必须在征集活动开始后的 24 小时之内向委员会提交或邮寄这一计划、有关存款协议的副本以及有关的投票委托书、授权书、批准的副本。

(b)根据参与改组计划或其证券为改组对象的一家已注册投资公司 25% 的已售出证券持有人的要求,委员会有权在 (a) 小节所述的征集活动开始之前向证券持有人提供一份有关改组计划是否公平合理以及计划对证券持有人所造成的影响等问题的咨询报告。在这种情况下,如果在对改组计划进行讨论的证券持有人大会采取最后行动之前的 48 小时(不包括星期天和节假日)之内公司已经收到上述报告,或者如果未召开大会,在证券持有人接受这一计划的最后日期之前的 48 小时之内公司已收到上述报告,那么公司就必须立即将报告副本寄给受这一计划影响的所有证券持有人。对有关所有权未作登记的证券而言,公司不必向这种证券的持有人邮寄上述咨询报告的副本,但是必须立即在他的主要营业地区普通发行的报纸上发表公司备有咨询报告的声明。只要有人提出要求,公司就必须提供报告的副本。如果管辖法院正在审理改组计划是否公平合理或是否可行,那么即使有人提出要求,委员会也不得向他们提供上述咨询报告。但是,法院为了确定计划

是否合理或是否可行而将计划提交给了委员会时除外。

(c)当委员会就改组计划向一家已注册公司成立地的州地区法院或公司主要营业地的地区法院提起诉讼时(委员会有权代表公司的证券持有人提起诉讼),如果法院,认为该改组计划对所有的证券持有人不公平合理时,法院有权禁止这一计划的实施。

(d)本节条款不影响或损害美国各地法院以及委员会有关《美国法典》第 11 章所述公司改组方面的权力。

第 26 节 单位投资信托公司

(a)只有在下列情况下,一家已注册的单位投资信托公司的主承销商或存款人才能出售公司发行的证券(不包括短期票据),受托人愿意赎回的证券除外;

作为公司发行证券依据的信托契约、保管协议或其他契约:

(1)指定一个或多个受托人或保管人(他们均为银行),并规定在任何时候每个受托人或保管人的总资本、盈余加上最低金额的未分配利润所得总值不能低于 \$ 500000。但是,如果受托人或保管人每年都出版财务状况报告,契约中也可以规定:根据法律或受托人或保管人的管理部门的要求,上述资本、盈余加上未分配利润的总值以最新出版的财务状况报告所述的总值为准;

(2)规定(A)在公司存在的期间内,受托人或保管人如果

未得到其他报酬,那么他们可以从公司的收入中领取(如果不能从收入中领取,则可以从财产或投资的本值中领取)服务费或契约中规定的对他们的支出进行补偿的费用;(B)除了(A)条所述服务费或补偿费以外,受托人或保管人不能领取其他报酬;(C)向公司主承销商或存款人或者向他们的关连人士或代理人支付的款不能被视存款人或保管人的支出(除非条款规定,向上述人士支付委员会确定的合理金额以补偿他们提供的与受托人或保管人通常提供的服务具有相同性质的簿记及其他管理性服务);(D)受托人或保管人必须拥有利用公司资金投资购买的所有证券或其他财产、用于投资的资金、外汇平准资金、偿债基金、公司的其他专用资金以及与这些资金和财产有关的收入、资金增值及收益,并以委托形式进行保管(A、B、C条所述的服务费和补偿费除外)直至将它们全部给公司的证券持有人时为止;

(3)规定在(A)公司已完全终止并且清算后收益已分配给公司的证券持有人;(B)具有(1)所述资格的人士被指定为继任受托人或保管人并接受了这一职位之前,公司的受托人或保管人不得辞职;

(4)规定(A)存款人或其他代理人必须根据他所掌握的信息,保存一份公司所发行股票的记录以及根据本节所述契约发行的证券的所有持有人的通讯录;(B)当公司将一种证券存放于受托人,以取代持有人拥有未分配利益的证券时,受托人或其代理人必须在替代后的5天内向旧证券的持有人邮寄一份替代通知,其中应注明已注销的证券及作为替代的证券以及持有人在证券替代中受到影响的份额。

(b)如果一家单位投资信托公司只持有一位发行人的证券,那么其存款人或受托人只有在得到委员会批准以后才能用另一证券来替换这种证券,否则即为违法。如证据表明该替换符合保护投资者权益,或与本节的规定和政策相吻合,则委员会会发出指令,同意这种证券的替换。

(c)当作为一家单位投资公司发行证券依据的信托契约、保管协议或其他契约不符合(a)小节的要求时,如果作为一方当事人的存款人和作为另一方当事人的受托人或保管人已经履行了含有本节(a)小节要求的并对拟约双方均具约束力的书面合同或协议,而且已向委员会提交了合同或协议的三份副本,那么上述契约就被视为已满足了(a)小节的要求。

(d)如果委员会有理由相信一家单位投资信托公司业务缺管活力,公司的解散符合证券持有人的利益,委员会可以随时向公司所在地或公司营业地的地区法院提出诉讼,请求解散公司。委员会应向公司的各位受托人提供起诉书的副本并按照法院规定的方式和时间向其他关系人出示诉讼通知。如果法院认为公司的解散有利于保护公司证券持有人的利益,法院(在收取必要的费用之后)将下令解散公司并按照法院认为公平的条件向证券持有人分配解散后的收益。

第 27 节 分期付款计划证书

(a)如果发生下列情况,一家发行分配付款计划证书的已注册投资公司或公司的存款人或承销商,不得出售这种证书,

否则即为违法：

(1) 这种证书的销售佣金超过证书项下所有付款的 90%；

(2) 前 12 个月的任意一笔付款的一半以上或同等价值的金额被扣除作为销售佣金；

(3) 从前几个月的任意一笔付款中扣除的销售差价超过了从任何其他一笔付款中扣除的金额，或者，从以后发行的一笔付款中扣除的金额高于从以后发生的任何其他一笔付款中扣除的款项；

(4) 这种证书的第一笔付款低于 \$ 20，或者，以后的每一笔付款低于 \$ 10；

(5) 如果这家已注册的投资公司是管理公司，公司或公司的投资顾问要对证书的收益或利用这种收益购买的证券收取管理费（具有第 26 节 (a) (2) (C) 条所述性质的管理服务费用除外），费用金额超过委员会规定的合理金额；

(6) 如果这家已注册的投资公司是一家单位投资信托公司，其资产由一家管理公司发行的证券组成，当证书付款超过委员会规定的合理金额时，向公司存款人、主承销商或他们的关连人士索取服务费。

(b) 如果根据申请或其他规定，委员会确认小公司相对来说营业成本较高，为了进行合理的照顾，必须对有些发行分期付款计划证书的已注册的特殊类型的投资公司豁免 (a) 小节 (1)、(2) 或 (3) 有关销售佣金的条款，而且这种做法将有利于保护公共利益和投资者权益，那么委员会有权制订条例或发布指令，适当地对上述公司豁免 (1)、(2) 或 (3) 的规定。

(c)只有下列情况下,一家发行分期付款计划证书的已注册投资公司或这家公司的存款人或承销商才能出售这种证书,否则即时违法:

(1)这种证书属于可赎回证券;

(2)这种证书项下所有付款的收益(不包括作为销售佣金扣除的金额)存放于具有第26节(a)(1)所述的单位投资信托公司受托人资格的受托人或保管人,并由这一受托人或保管人依照一定的契约或协议进行保管,这种契约或协议必须含有第26节(a)(2)、(3)所述的有关单位投资信托公司的信托契据的条款。

(d)尽管本节(a)小节对分期付款计划证书的销售问题作了规定,但是,分期付款计划证书的已注册投资公司或其存款人或承销商只有在下列情况下才能出售这种证书,否则即为违法:即,证书规定持有人可以在证书发行后的头18个月内的任何时间退回证书,要求承销或存款人偿还现金,金额为(1)持有人账户余额;(2)等于持有人付款总额15%以上用于支付销售佣金的金额。委员会认为必要或合适时可以针对承销商或存款人制订条例,从而使他们更好地履行本小节所要求的退回销售费用的义务。

(e)对根据本节(d)小节规定出售的分期付款计划证书而言,发行这种证书的已注册投资公司或公司存款人或承销商必须以书面形式在证书发行后的第15个月期满以后的30天内通知拖欠了三笔或三笔以上付款的持有人,或者,通知在上述15个月以后至证书发行后的18个月期满之前拖欠了一笔付款的持有人,他们有权按照本节(d)小节的规定在上述18

个月期满之前告知退还证书持有人:(A)在向他发出书面通知时他的账户余额;(B)按本节(d)小节规定他有权得到的金额。委员会可以制订条例,规定本小节所述通知的方法,形式及内容。

(f)对任何分期付款计划证书而言(从证书中扣除和销售佣金金额不超过这种付款 9%的计划证书除外),证书的保管银行必须在证书发行后的 60 天内向证书持有人邮寄一份有关从证书的预计付款中扣除的费用的声明以及一份有关本节所述持有人退回凭证的权利声明。委员会可以制订条例,规定声明的形式、内容及方法。证书持有人可在声明邮寄后的 45 天内退回凭证,要求发行这种证书的公司的承销商或存款人偿还现金,金额为持有人账户的余额,及等于付款总额与投资净额之间的差额。委员会认为必要或合适时可以针对承销商或存款人制订条例,规定适当的准备金标准,从而使承销商或存款人更好地履行本节所述的向证书持有人偿还销售费用的义务。

(g)一家发行分期付款计划证书的已注册投资公司可以向委员会提交书面报告,表示愿意执行(h)小节的条款,而不愿执行(a)、(d)小节的条款。

(h)一家发行付款计划证书的已注册投资公司在作出了(g)小节所述的选择之后,它或它的存款人或承销商不得在下列条件下出售这种证书,否则即为违法:

(1)证书的销售差价等于证书项下应支付的所有金额的 9%;

(2)证书项下支付款的 20%以上被扣除作为销售差价,

或证书的前 48 笔月付款的 16% 以上或同等金额被扣除作为销售佣金；

(3) 从前 12 个月付款的任意一笔中扣除的作为销售佣金的金额以及分别从自第 13 至第 24 笔, 第 25 至第 36 笔, 或第 37 至第 48 笔月度付款中或同等金额中扣除的作为销售佣金的金额超过了从任何其他这种付款中扣除的金额, 或者, 从后来的一笔付款中扣除的金额；

(4) 从高于最低月度付款的某一月份的付款中扣除的销售佣金超过了从第 48 个月以后的所有月度付款中扣除销售佣金或同等于它的金额；

(5) 证书的第一笔付款低于 \$ 20, 或后来的每一笔款低于 \$ 10；

(6) 如果这家已注册的投资公司是管理公司, 公司或公司的投资顾问要对证书的收益或利用这种收益购买的收取管理费(具有第 26 节(a)(2)(c)所述性质的管理服务除外), 费用金额超过了委员会规定的合理金额；

(7) 如果这家已注册的投资公司是一家单位投资信托公司, 其资产由一家管理公司发行的证券组成, 当证书付款超过委员会规定的合理金额时, 公司存款人, 主承销商或他们的关连人士可向公司或公司的关连人士索取服务费。

第 28 节 面额凭证公司

(a) 在本法条款生效日或之后, 只有符合下列条件的面额

凭证公司才能发行或销售面额凭证,或者收取或接受公司发行的凭证项下应支付的款项,否则即为违法:

(1)公司如果成立于1940年3月15日之前,那么此日或此日之前的公司必须已经持续活跃地从事下面的销售活动,并且拥有经合理资产评估后价值\$50000的已售出股本;或者,如果公司成立于1940年3月15日或此日之后,那么公司必须拥有价值不低于\$250000的股本,并且股本确实已经认缴或用现金付清;

(2)在任何时候,公司都就其所有已售出的面额凭证持有最低准备金,准备金总金额的計算和调整方法如下:

(A)分期付款型面额凭证的准备金以持有人每年、每半年、每季或每月支付的准备金款项为基础,这种准备金款项按照不超过3.5%的年复利率提取到足以支付凭证到期时的面额或最低偿还金额时,就认为准备金达到了足够的数量要求。这种准备金款项(Reserve Payments)可以按照凭证年度(Certificate Year)累時計取,从而使得第一个凭证年度的准备金款项至少达到该年度所必需的年度付款总额(Required Gross Annual Payment)的50%,第二至第五个凭证年度(含第5年)的每年准备金款项至少达到该年度所必需的年度付款总额的93%,自第6年开始,以后每年的准备金款项至少达到该年所必需的年度付款总额的96%。但是,上述准备金总额至少必须达到持有人为得到凭证到期偿还金额而支付的所有年度付款总额的93%。公司可以从凭证持有人支付的某一凭证年度付款总额中取提销售佣金,当年的销售佣金总额不超过持有人当年必须支付的总金额减去年度付款总额中提

取的准备金之后的部分。公司可以在该年度准备金付款开始之前或之后提取上述销售佣金,公司还可以对该年度准备金付款进行调整,从而使它与凭证持有人支付的当年付款总额减去提取的销售佣金后的部分保持一致;

(B)如果按上述方法,即按 3.5% 的复合年率提取的积累导致准备金过高,超过了必需的水平,那么准备金仍然可以按照(A)段所述方法提取,但是提取的比率应降到最低标准,不是(A)段规定的 3.5%,而是 0.125% 的整倍数,按照后一比率提取的准备金必须足以支付凭证到期应偿还的金额;

(C)如果在本法生效之前或之后发行的面额凭证项下实际年度付款总额低于该年度的假定准备金付款的标准,那么公司应将这种不足额准备金作为最低准备金的一部分,最低准备金的金额等于按照 3.5% 的复合年度率计算的付款总额中的未来不足额准备金的现值;

(D)在任何时候,分期付款型面额凭证的准备金至少必须等于:

(I)第 28 节(a)(2)(A)或(B)规定的当时的准备金款项;

(II)按照(2)(A)或(B)计算的准备金款项的累积额;

(III)按照(2)(C)所述的不足额准备金;

(IV)贷记凭证持有人账户的任何贷方科目、股息或利息以及凭证中规定的最低偿还金加上按照不超过 3.5% 的复合年率累积的金额。

(E)对金额支付的凭证(包括由过去发行的凭证的到期所引起的金额支付的债务)以及根据本节(f)小节的规定在原

凭证到期之前发行的已付款凭证(Paid-up Certificate)而言,准备金至少必须等于(I)按照不超过3.5%的复合年率累积的足以支付凭证到期应偿还款项的金额;(II)贷记凭证持有人账户的任何贷方款项、股息或利息以及凭证中规定的最低偿还金额加上按照不超过3.5%的复合年率累积的金额。

(F)如果某一凭证条款中规定的当前付款期限以后的某一个或几个付款时期(Payment Period)的付款总额已经由持有人预付或者已经贷记了持有人的账户,并且(2)(A)和(B)中未对预付款时期的准备金作出规定,那么公司必须规定提取预付款准备金,其金额为按照不超过3.5%的复合年率计算的预付款总额的现值。

(G)对于规定了死亡和伤残抚恤金的凭证公司应维持意外事故准备金,委员会应根据这种意外事故发生的频率不同制定条例或发布指令规定这种准备金的金额。

在任何时候,(A)至(F)段(含(F)段)所要求的凭证准备金金额都不得低于所有凭证持有人当时有权得到的退还金额总和或其他金额总和。在(a)小节中,如果在得到退还金额之前,分期付款型凭证的持有人已经持续一年拖欠凭证项下的付款,那么这一凭证不能被视为已售出凭证。

(b)在本法条款生效之日或之后,一家已注册的面额凭证公司只有在其拥有的现金形式或合格投资形式的资产的价值不低于本节(a)小节规定的股本和准备金水平的情况下,才能发行或出售面额凭证,或者领取或接受公司所发行的面额凭证项下的付款,否则即为违法。本小节运用的“合格投资”一

词指人寿保险公司根据经本法修正后的《哥伦比亚特区法典》的规定获准进行的投资以及委员会通过条例或指令形式确认为合格投资的其他投资。当《哥伦比亚特区法典》适用于这种投资时,必须根据此法典条款来对投资进行评估;当此法典不适用这种投资时,应根据委员为了保护投资者权益而制定的条例或发布的指令来进行评估。

(c)为了保护公共利益和投资者权益,委员会必须制订条例或发布指令,要求已注册的面额凭证公司按照按照委员会规定的有利于保护公共利益和投资者权益的条件将公司持有的作为(b)小节所述凭证准备金的投资全部或部分存放于一家或多家具具有第26节(a)(1)所述的单位投资信托公司受托人资格的机构。但是,如果某种“合格投资”与公司发行给某州居民的或由某州居民持有的凭证项下的债务有关,并且公司已按照该州的要求将此种投资存放于某一机构,那么这种子投资(不得超过(a)小节要求的这种凭证的准备金金额)不包括在(a)小节要求存放的合格投资的范围内。属于(b)小节所述合格投资的并按照(c)小节规定存放的资产可以视为公司按照(b)小节要求持有的资产的一部分。

(d)一家已注册的面额凭证公司不得在本章生效之日或之后发行或出售面额凭证或者领取或接受公司发行的凭证下的付款,否则即为违法,除非凭证含有下列条款的一条或几条:

(1)对分期付款型面额凭证而言,在第一个凭证年度,凭证持有人退还凭证时有权得到以现金支付的不低于(a)小节(2)(A)或(B)所规定的准备金付款的金额,在该凭证年度末,

持有人还有权得到以现金支付的至少等于(a)小节(2)(A)或(B)所要求的年度付款总额的 50%；

(2)对分期付款型面额凭证而言,在第一个凭证年度期满后至凭证到期之前,凭证持有人在退还凭证时有权得到以现金支付的不低于(a)小节(2)(D)(1)和(2)所要求的凭证准备金减去退还费后的金额,退还费不得超过凭证面额或到期应偿还金额的 2%,或准备金的 15%,以数量较少者为准。但是,在任何情况下,持有人得到的金额都不得低于准备金的 50%。各凭证年度末的退还金额应在凭证中注明；

(3)对分期付款型面额凭证而言,在退还凭证时或在收到(f)小节所述的已付款凭证(Paid-up Certificate)时,凭证持有人除了可以得到他应得的其他款项之外,还有权得到以现金支付的等于(a)小节(2)(F)所要求的凭证预付款准备金的金额；

(4)就任何一种全额支付的凭证(Fully-paid Certificate)而言,在凭证到期之前的任一时间内,凭证持有人在退还凭证时有权得到以现金支付的不低于(a)小节(2)(F)(1)所要求的凭证准备金减去退还费后的金额,退还费不得超过凭证面额或到期应偿还金额的 2%或者准备金的 15%,以数量较少者为准。但是,这种退还费不适用于由过去发行的凭证到期而引起的金额支付的债务凭证。各凭证年度末公司应支付的退还金额应在凭证中注明；

(5)对任何一种面额凭证而言,在凭证到期、退还时或收到(f)小节所述的已付款凭证(Paid-up Certificate)时,凭证持有人除了可以得到他应得的其他款项之外,还有权得到以

现金支付的等于(a)小节(2)(D)(4)或者(a)小节(2)(E)(2)所要求的准备金的金额。

在本节中,当“凭证年度”一词与分期付款型凭证有关时,指凭证项下的某一年度付款已经由持有人支付的时期,这种付款使得凭证在已付款的时期内有效。这一词语与金额支付的面额凭证或已付款面额凭证有关时,指在凭证发行满一周年期后的任何一年。

凭证可以作出如下规定:公司可以以凭证作抵押,按凭证中规定的条件向凭证持有人提供贷款或预支款,但是贷款年利率不得超过6%。在本小节和(b)小节中,准备金、公司存款以及持有人可得到的退还金额可以进行调整,从而对持有人预支款的余额或贷款的未付额予以考虑。

凭证可以作出如下规定:在凭证到期之前公司可以推迟向持有人支付(d)小节他有权得到的款项,延期期限不超过30天。但是,如果公司选择这种做法,公司必须向持有人支付延期期限内持有人应得的利息,利率与凭证准备金的累积比率相等。为了保护公共利益和投资者权益,委员会可以通过条例或指令的形式批准公司按照委员会规定的条件延期支付其他款项。

(e)在本法条款生效之日之后,一家已注册的面额凭证公司不得发行或出售其持有人由于未支付凭证项下的款项而有可能被提起诉讼的面额凭证,也不得收取或接受这种凭证项下的付款,否则即为违法。

(f)只有在下列情况下,一家已注册的面额凭证公司才能在本法条款生效之日或之后发行或出售面额凭证,或者收取

或者接受它所发行的凭证项下的付款，否则即为违法：

(1)这种面额凭证规定持有人有权领取已付款凭证，以取代当时可以得到的凭证中注明的退还金额，已付款凭证的金额为退还金额加上按照已付款凭证中规定的等于本节(a)(2)(A)或(B)中所述的原凭证准备金的累积率的比率计算的退还金额的累积额。已付款凭证在到期时公司应向持有人付款。在到期前的时间内，已付款凭证退还时的现金价值等于当时的准备金金额；

(2)这种面额凭证进一步规定，如果持有人已经连续6个月拖欠凭证付款，并且没有行使本章所述的他取得已付款凭证的权利，那么在6个月期满时，公司必须现金支付退还金额（若退还金额低于\$100）或者，（若退还金额等于或高于\$100）必须向持有人发行已付款凭证。上述退还金额的开发或已付款凭证的发行加上原凭证项下持有人有权得到的其他款项将等同于注销原凭证的效果。但是，原凭证可以转化为已付款凭证（这种做法与发行新的已付款凭证具有同等效力），公司不必发行新的已付款凭证；

(3)如果凭证规定在发生拖欠付款的情况下持有人可以预付款或者凭证到期日可以推迟，那么凭证也必须同时规定在拖欠行为发生后，持有人可以作出如下选择：在权利恢复之后的期间内补付拖欠的款项，并按照6%的年率支付利息，这种做法等同于未发生拖欠行为。(f)小节运用的“拖欠”一词除它通常的含义之外，还包括未在凭证规定的日期支付凭证规定的款项。

(g)本节上述条款不适用于下列面额凭证公司，即，在本

法生效之前,它已经停止公开出售其面额凭证的活动,并且只向过去根据凭证中的明示或暗示债务发行的凭证的持有人发行新的面额凭证。

(h)如果一家已注册面额凭证公司没有就其在本法生效之前发行的所有售出的面额凭证最低准备金(其金额应按照规定进行分配和调整),那么在任何一年公司都不得分配或支付金额超过下一年净收益 $1/3$ 或下下年净收益总额 10% (以数量较少者为准)的股票股息,也不得分配或支付委员会已经根据本段下一句的规定禁止分配或支付的股息,否则即为违法。公司必须在分配或支付股息的 20 天之前向委员会提交一份关于分配或支付股息的意向书,如果委员会认为分配或支付股息的做法会损害公司的财务统一性或公司履行已售出面额凭证项下的义务的能力,委员会可以随时发布指令,禁止公司分配或支付股息。

(i)本节上述条款适合于:在本小节生效之前发行的所有面额凭证,这些凭证项下付款的收取或接受、根据凭证中明确表示或暗示的义务向凭证持有人发行的新的面额凭证、凭证中的条款、与凭证有关的最低凭证准备金和存款,发行人拥有的并且必须拥有的与凭证有关的资产。本节条款也适用于本节生效之后发生的所有面额凭证,但是下列情况除外:

(1)尽管(a)小节(2)(A)有不同规定,分期付款型面额凭证的准备金以持有人每年、每半年、每季或季月支付的准备金额项为基础,这种准备金款项按照不超过 3.5% 的复合年率提取到足以支付凭证到期时的面额或最低偿还金额时,就认为准备金达到了足够的数量要求。这种准备金款项至少达到

这3年所必需的年度付款总额的80%，第四个凭证年度的准备金款项至少达到该所需的年度付款总额的90%，第五个凭证年度的准备金款项至少达到该年所必需的年度付款总额的93%，自第六个凭证年度开始，以后每年的准备金额项至少达到必须达到持有人为得到凭证到期应偿还金额而支付的所有年度付款总额的93%。公司可以从凭证持有人支付的某一凭证年度付款总额中提取销售佣金（loading），当年的销售佣金总额不超过持有人当年必须支付的总金额减去从年度付款总额不超过持有人当年必须支付的金额减去从年度付款总额提取的准备金之后的部分。公司可以在该年度准备金付款开始之前或之后提取上述销售佣金，还可以对该年度准备金付款进行调整，从而使它与凭证持有人支付的当年付款总额减去提取的销售佣金后的部分保持一致。

(2)虽然(d)小节(1)和(2)有不同规定，但是，对分期付款型面额凭证而言，(A)在第一个凭证年度，凭证持有人退还凭证时有权得到不低于凭证项下的付款总额的80%的现金；(B)在第一个凭证年度结束后至凭证到期之前的任何时间内，凭证持有人在退还凭证时，有权得到的现金不得低于(a)小节(2)(d)(1)和(2)要求的凭证准备金减去退还费后的金额，退还费不得超过凭证面额或到期应偿还金额的2%或准备金的15%（以数量较少者为准）。但是，在任何情况下，这种退还金额不得超过凭证项下付款总额的80%。各凭证年度末公司应支付的退还金额应在凭证中注明。

第 29 节 面额凭证公司的破产

(a)于 1898 年 7 月 1 日获得准的“在全美国建立统一的破产系统的法案”(An Act to Establish a Uniform System of Bankruptcy Throughout the U. S)第 67 节的结各应加入下列内容:

(1)下列定义只适用于 f 小节,(A)“债权人”指 1940 年《投资公司法》第 4 节所定义的面额凭证公司;(B)“面额凭证”指 1940 年《投资公司》第 2 节定义的面额凭证;(C)“保管人”(Depository)指根据有关协议或州立法律的条款(这种协议或条款规定了在债务人破产或其他特定情况下债务人的证券或其他财产及其收益应分配给债权人或债务人的证券持有人),以信托或其他方式保管债务人的证券或其财产或接受债务人的财产转让的人士或州政府代理机构。(D)“存款债权人”指根据(c)所述的州立法律或协议,在这种财产或证券方面比普通债权人享有更多权利的债权人;(E)“州政代理机构”指被指定担保人(Depository)或对保管人(Depository)保管的财产或财产的收益进行分配的政府官员或代理机构。

(2)如果不动产不足以支付由债务人或其代理人出售的所有面额凭证项下的全部付款以及清偿所有债务,那么债务人或其代理人进行了为了保护在 1941 年 1 月 1 日或此日之后由债务人或其代理人出售的证券持有人的利益而将证券或财产存入于或转让给保管人的活动对债务人的受托人来说是

无效的,债权人在遵守 f 小节(3)规定的前提下可以取消由上述活动而引起的置留权。

(3)如果本小节(2)所述的活动被视为无效,那么受托人必须将他所接受的保管人的财产与其他财产分开,向保管人收取保管费和清算费,并将财产的净收益分配给根据 f(1)(c)条所述的协议或州立法律的条款有权得到这种收益的债权人。

(4)法院对任何诉讼案件有简易审判权(Summary Jurisdiction),法院听取申诉并确定各当事人权利以及不动产是否足以支付由债务人或其代理人出售的所有面额凭证项下的全部付款并清偿所有债务,法院还应该向作为关系人的每位保管人和州政府代理机构发出与这一案件有关的听取申诉的通知。

(5)第 28 节(c)小节规定不适用之处本节规定也不适用。

(b)1898 年 7 月 1 日获得批准的该法第 44 节的结尾应加入下列内容:“如果破产企业是 1940 年《投资公司法》第 4 节所定义的面额凭证公司,法院可以自行指定财产受益人;但是在指定财产受益人之前,必须事先通知证券交易委员会并听取委员会的申诉。”

第 30 节 定期或其他报告;关连人士报告

(a)所有已注册的投资公司每年都必须向委员会提交根据 1934 年《证券交易法》第 13 节(a)以及下述规定其证券在

国家级证券交易所上市的投资公司必须提交的信息资料、文件和报告。

(b)所有已注册的投资公司都必须向委员会提交：

(1)为了更新公司依照本法规定提交的证券申请上市登记表中所含的信息和文件，委员会要求提交的半年度和季度信息资料 and 文件(财务报表除外)；

(2)邮寄给公司证券持有人的定期或临时性报告(其中含有财务报表)的副本或类似信件的副本，它们必须在邮寄后的10之内提交。(2)所述的报告或信件的副本中所包含的信息或文件可以以附注式并入后来或同时提交的(1)所述的报告之中。

(c)委员会可以制定条例，允许一家已注册的投资公司向委员会或任何一家国家级证券交易所提交(a)和(b)小节所述的定期报告副本或报告的摘要，以取代1934年《证券交易法》要求公司提交的报告或文件。

(d)所有已注册投资公司必须向其股东邮寄包含财务报表和下列信息或同等内容的报告，报告的完成日期必须是委员会为了保护投资者权益而制定的条例所规定的，以使按(a)和(b)小节而提交的报告，在任何重大方面不会产生误导：

(1)资产负债表，其中附有在制表日所有投资总价值的声明；

(2)制表日公司拥有的证券的价值和数量的一览表；

(3)报告所指的时期的损益表，其中必须列明占总收入或支出5%以上的各种收入和支出项目；

(4)盈余表(a Statement of Surplus)，其中必须列明此报

告所指的时期内占有所有借贷方发生额 5% 以上的盈余账户的每笔贷方发生额；

(5) 在报告所指的时期内公司支付的所有酬劳的一览表，其内容如下：(A) 支付给所有董事和顾问委员会所有成员的定期补偿费用；(B) 支付给每位董事和顾问委员会每位成员的特殊补偿费用；(C) 支付给所有职员；(D) 公司职员或董事的关连人士的报酬；

(6) 在报告所指的时期内买卖的投资证券的美元总值（政府证券除外）。

但是，如果委员会认为本小节所述的某些项目不适用于某些特定类型的投资公司，委员会可以颁布条例批准以适用于这些公司的具有类似性质的其他项目代替上述项目。

(e) 如果委员会颁布条例，要求公司在提交第(a)和(d)小节所述的年度财务报表，那么这一财务报告中必须附有一份由独立公共会计师 (Independent Public Accountant) 出具的证明，这一证明所依据的审计，其水平不得低于这一会计师在通常情况下出具可靠的综合性财务报表所进行的审计。此外，证明中必须含有委员会制定的有利于保护公共利益和投资者权益的条例中规定的有关审计性质的范围的信息及会计师的调查结果和意见。公司年度报告中必须是会计师已经通过实地检查的方式或已经收到保管人的证明，核实了公司所拥有的证券。

(f) 一家已注册的封闭式投资公司所发行的任何一种已售出证券的 10% 以上的直接或间接受益所有权人或这家公司的董事、职员、顾问委员会成员、投资顾问或关连人士在公

司证券的交易活动中必须履行 1934 年《证券交易法》第 16 节规定的受益所有权人、董事或职员在有关证券交易方面的责任和义务。

第 31 节 账目和记录

(a) 所有已注册的投资公司和作为该公司握有的过半股权的附属公司的承销商、自营商、经纪商或投资顾问必须在委员会规定的期间内保存作为本法第 30 节所述的财务报表的依据的记录、账目、文件和其他资料以及与此有关的审计师的证明。不是公司握有过半股权的附属公司的每位投资顾问、公司的每位存款人以及不是封闭式投资公司的主承销商必须在委员会规定的期间内保存为了记录他们与公司进行的交易所必需的账目、文件和其他资料。

(b)(a) 小节所述的应由某人保存的账目、文件和其他资料在任何时候都必须接受委员会规定的由其或其成员或代表进行的定期、特殊和其他合理检查。(a) 小节所述的人士必须在委员会规定的合理时间内向委员会提供其所要求的无须通过不正当努力或支付非正当费用就能够提交的资料副本或资料摘要。

(c) 为了保护公共利益和投资者权益,委员会可以制定条例,规定已注册的投资公司在保存他们的账目记录时和在制作本法所要相应的财务报表时所使用的会计原则和政策必须保持一定程度的一致性。

(d)如果委员会认为(c)小节所述条例不适用于某一或某些特定交易,委员会可以根据一家注册投资公司的申请发布指令,对这些交易豁免上述条例的规定。

第 32 节 会计师与审计师

(a)一家已注册的管理公司或面额凭证公司向委员会提交的财务报表只能由符合下列条件的独立公共会计师进行证明或签字,否则即为违法:

(1)这位会计师是在该财政年度开始之前或之后的 30 天内召开的会议上或在该年股东年会开幕之前 30 天内召开的大会上由不是公司关系人的多数董事亲自投票选举产生的;

(2)上述选举结果已经提交给下届股东会讨论,决定予以批准或否决。但是,在两届年会间隔期间,由于某会计师的死亡或辞职而引起的会计师职位空缺,可以通过在为了解决此问题而召开的大会上由不是公司关系人的多数董事的投票表决来弥补;

(3)经公司多数已售出具有投票权证券的表决批准后,公司有权终止雇佣上述会计师,而不必支付罚金;以及

(4)上述会计师所作的证明或报告应同时邮寄给公司的董事会和公司的证券持有人。

如果出现(2)所述的否决或(3)所述的终止雇佣的情况,由此产生的会计师职位空缺可以通过在否决或决定终止的大会上由多数已售出具有投票权的证券的投票表决来弥补。如

果不采取这种弥补方式,公司也可以在空缺出现之后再召开大会,由多数已售出具有投票权证券的投票表决来弥补空缺。对具有第 16 节(c)中有关召集会议的决定也适用于此处。如果发生这种终止雇佣和革职必须由拥有受益权的公司多数在册股东来决定,方式与第 16 节(c)规定的有关受托人革职的方式相同,第 16 节(c)中有关召集会议的决定也适用于此外。如果发生这种终止雇佣和革职的情况,由此产生的职位空缺可以由公司的多数大股东的表决来弥补,也可以通过提交给保管人的书面文据来弥补。如果公司未在合理时间内提交这种文据,则受托人应主持召开大会以解决此事。第 2 节(a)(42)关于“多数”的规定适用于这种信托公司股东大会上的投票表决。

(b)如果一家已注册管理公司已注册面额凭证公司的控制人会计主管或雇员参与了公司财务报表的准备工作,那么公司不得向委员会提交这种财务报表,除非上述控制人、会计主管或雇员是由公司具有投票权证券的持有人在上届证券持有人年会上选举产生的,或是由公司董事会挑选的。

(c)为了保护公共利益和投资者权益,委员会有权制订条例,要求会计师和审计师在委员会规定的时期内保存与已注册投资公司有关的报告、业务手册以及其他文件和资料,并接受委员会或其成员或代表的检查。

第 33 节 民事诉讼案件中 向委员会提交的文件

在一家已注册的投资公司或其证券持有人以代表身份向公司职员、董事、投资顾问、受托人或存款人提起的诉讼或索赔案件中,作为当事人的每家已注册投资公司和作为被告的这些公司的每位关连人士必须向委员会提交:(1)向法院提交的或与上述案件有关的所有诉状、裁定或判决副本;(2)上述案件的解决建议、和解契约或撤回协议的副本;(3)委员会以书面形式要求提供的已向法院提交的或由法院发布的协议、抄本或其他文件的副本。如果(1)或(2)所述的文件:

(A)已交给了公司或被告,那么他们必须在收到文件后的 10 天之内将文件交给委员会;

(B)已交给了法院或由上述公司或被告寄出,那么文件必须在提交法院或邮寄之后的 5 天内交给委员会。

第 34 节 报告与记录的销毁和伪造

(a)任何人不得销毁、篡改或伪造第 31 节(a)或 32 节(c)要求保存的账目、账簿或其他资料,否则即为违法,但是委员会通过条例或指令批准其这样做时除外。

(b)任何人不得在根据本法规定提交或邮寄的或者第 31

节(a)要求保存证券申请上市登记表、申请、报告、账目或其他资料中对某一重大事实作出错误陈述,否则即为违法。提交、邮寄或保存上述资料的人士不得在文件中省略为了防止资料中的陈述在当时的特定情况下可能导致重大误解而必须陈述的事实。在本小节中,由某会计师或审计师签字或证明的资料的任一部分都被视为由此人与提交、邮寄或保管整个文件的人士共同提交、邮寄或保管。

第 35 节 非法表述和名称

(a)在发行或销售一家已注册投资公司的证券的过程中,任何人不得以任何方式表明或暗示这种证券或这家公司得到了美国政府或其官员或代理机构的担保、赞助、推荐或批准,否则即为违法。

(b)根据本法条款登记注册的任何人士不得以任何方式表明或暗示他得到美国政府或其官员或代理机构的推荐、批准或赞助,也不得表述或暗示他的能力或资格得到了美国政府或其官员或代理机构的承认,否则为违法。

(c)(a)或(b)小节不禁止下列声明的发表,即:某人或某证券是依据本法、1933年《证券法》或1934年《证券交易法》注册的。但是,这种声明必须与事实相符并且注册的效力必须正确如实。

(d)一家已注册的投资公司不得采用委员会认为并以指令形式声明具有欺诈性或容易引起误解的词句来作为公司或

其发行证券的名称或一部分。委员会有权向美国的某一地区法院或属于美国管辖范围的美国某一属地的法院或其他地区法院提起诉讼,控告一家已注册投资公司或其发行的证券的名称具有严重的欺骗性或易引起严重误解。如果法院在考虑公司的历史以及它使用这一名称的时间长短之后认为委员会的上述控告可以成立,那么有权禁止公司继续使用这一名称。

第 36 节 违背受托责任

(a)委员会有权向美国的某一地区法院或属于美国管辖范围的美国某一属地的法院或其他地区法院提起诉讼,控告某人在以下一种或几种身份为一家已注册投资公司效力的过程中,已经在诉讼开始前的 5 年之内从事或目前正准备从事因其个人渎职行为可能构成违背受托责任的活动:

(1)公司的职员、董事、顾问委员会成员、投资顾问或存款人;

(2)(若这家公司是开放式投资公司,单位投资信托公司或面额凭证公司)主承销商。

(b)如果委员会的控告可以成立,法院在考虑保护投资者权益及本法第 1 节(b)所述政策的执行待问题之后可以长期或暂时禁止此人以上述各种身份行事,并且发布在当时情况下合情合理的禁止令或其他指令。(b)在本小节中,一家已注册投资公司的投资顾问在他或他的关连人士接受了公司或公司证券持有人支付的服务费之后将被视为负有受托责任。

如果上述投资顾问或勤俭关连人士或本节(a)小节列举的任何其他人士违背了这种受托责任,委员会或公司证券持有人可以代表公司对他们提起诉讼。下列条款适用于这种诉讼案件:

(1)原告不必控告或证明被告曾个人渎职行为,但是必须证明违背信托职责的行为已经发生;

(2)在这种诉讼案件中,法院应该确认:公司董事会对这种服务费的批准或对规定这种服务费的合同或其他协议的批准以及公司股东对这种服务费的批准及承认或对规定这种服务费的合同或其他协议的批准及承认在任何情况下都是适当的;

(3)这种诉讼案件的控告对象是服务费的接受人,法院也只能对此人作出损失赔偿判决。这种判决必须以违背信托职责的行为所引起的实际损失为最高限额,并且在任何情况下损失赔偿都不得超过这家投资公司或其证券持有人支付给此人的服务费的金额;

(4)本小节规定不适用于与本法第 17 节条款或有关条例及指令所述交易的有关的服务费,也不适用于收购一家已注册投资公司所发行的证券的销售佣金;

(5)本小节所述诉讼案件只能向当地美国地区法院提起;

(6)法院作出的有关本小节所述违背信托职责行为的判决不能作为下列(A)、(B)两条的依据:

(A)对违背本法第 9 条 49 节 1934 年《证券交易法》第 15 节或“投资顾问法”第 203 节条款的活动所作的裁定;

(B)禁止某人以本节(a)小节所列举的身份行事的命令;

(C)在本节(a)和(b)小节中,“投资顾问”包括投资顾问具有相同职责的受托人或受托公司(a Corporate or Other Trustee)。

第 37 节 盗窃与贪污

任何人如果偷窃、利用不法手段获取或贪污一家已注册投资公司的资金、证券、财产或资产,或者故意利用不法手段将它们化为己用或供他人使用将被视为犯罪。在定罪之后,他必须按照第 49 节规定支付罚金。依据某一州立法律作出有罪或无罪判决将成为依据本节规定对同类案件进行的起诉的依据。

第 38 节 条例及指令;委员会的一般权力

(a)委员会有权制订、发布、修正或废止条例或指令,从而更好地执行本法其他条款授予它的权力,包括对本法运用的会计、专业或行业术语进行定义的条例以及规定提交给委员会的证券申请上市登记表、申请及报告应采用的格式的条例。在条例中,委员会可以对属于它管辖范围的证券、人士或其他事件进行分类,并对不同的证券、人士或事件规定不同的要求。

(b)为了保护公共利益和投资者权益,委员会有权制订

条例或发布指令,规定本法和“投资顾问法”、1933年《证券法》、1934年《证券交易法》、1935年《公共事业持股公司法》或1939年《信托契约法》要求提交给委员会的信息资料或文件可以通过附注方式并入依据本法规定或上述各法律的规定同时提交的信息资料或文件。

(c)若某人出于善意采取了或未采取某种行为,并且他这种做法符合委员会条例或指令的规定,那么即使上述情况发生后,法院可能会个性撤销这种条例或指令或宣布它们无效,本法中规定责任和义务的条款也不适用上述情况。

第 39 节 条例;发程序

依据《联邦注册法》及有关部门规定的条例,委员会按照本法本节规定订立的条例及条例修正本将以委员会规定的方式在出版日生效或在条例中规定的某一较迟日期生效。

第 40 节 指令;发程序

(a)委员会依据本章规定的指令只能在向有关当事人发出通知并给予其适当的申诉机会之后才能发布。向诉讼案件当事人发出的通知必须以私人服务信件、挂号信件,或确认电报的形式寄往当事人最近一个已知营业地点。向不是当事人的关系人发出的通知可以以相同方式寄送,也可以在《联邦名

簿》(Federal Register)上刊登。

(b)委员会可以通过条例和指令的形式规定:通过宣誓方式核实申请可予采纳作为诉讼的证据,这种申请可以作为诉讼记录的全部或一部分。

(c)在诉案件中,委员会可以根据它制订的条例,采纳有关州政府或其代理以及有关证券的持有人的代表人作为当事人,或者其参与诉讼有利于保护公共利益和投资者权益的任何其他人士作为当事人。

第 41 节 申诉会

申诉会可以公开举行,并且可以在委员会或其指令的成员和职员能加的情况下举行,申诉记录应该妥善保存。

第 42 节 各章条款的执行

(a)委员会在必要时可以进行调查,以确定某人是否已经或将会违背本法条款或有关的条例及指令,或者确定是否应该依据本法规定向法院或委员会就某人或某交易提起诉讼。委员会可以批准任何人士经过宣誓或以委员会规定的其他方式向它提交一份有关被调查事件具体情况的书面声明。

(b)在依据本法规定进行调查或诉讼的过程中,委员会或其指定的职员有权对宣誓、证词及传票等进行管理、强制证

人到庭、取得证据并要求有关人员出具与调查有关或对调查至关重要的文件、信函、备忘录、合同、协议或其他资料。委员会可以要求某州的某一地区、某一属地或属于美国管辖范围的其他地区的有关人员到指定的法庭出示证据或资料。

(c)如果某人抗拒命令或拒绝接受传讯,委员会可以请示对上述调查或诉讼具有管辖权的法院或对此人居住或营业的地区具有管辖权的法院给予援助,要求此人出示证据并提供有关文件、信函、备忘录、合同、协议或其他资料。法院可以发布指令,要求此人向委员会或其指定的会员或职员提供资料,或者就调查中的或其他有关事件出示证词。如果此人违抗指令,法院将以藐视法庭罪对他进行惩处。上述情况下的诉讼可以在他的居住地或他被发现的地区进行。如果某人在没有正当理由的情况下或拒绝到庭作证、回答合法问讯或提供文件、信函、备忘录、合同、协议和其他资料,那么他将视为犯有轻罪,在定罪之后,将被处以不超过 \$ 1000 的罚金或不超过一年的监禁或同时处以这两种惩罚。

(d)如果委员会认为某人已经或即将从事违背本法条款的活动,它可以自行决定向一家合适的美国地区法院或属于美国管辖范围的美国属地法院或其他地区的法院提起诉讼,禁止此人从事上述活动,并要求此人遵守本法条款及有关条例和指令。在得到此人已经或即将从事上述活动活动的证据之后,委员会可以发布长期或暂时禁令。在为了执行第 7 节规定而提起的诉讼中,法院可以以一家衡平法院的身份在必要时单独保管或拥有被涉及的投资公司以及它们的文件、资料和资产。法院有权任命一位受托人,后者经法院批准后可以根

据法院规定的条件对公司的资产进行处理。委员会可以将它所能搜集到的有关违背本法条款或有关条例的证据邮寄给首席律师(Attorney General),后者可以根据本法规定提起适当的刑事诉讼。

第 43 节 法院对委员会指令的复审

(a)某人如果因为委员会依据本法规定所发行的指令而受到伤害,可以在指令发布后的 60 天内向其居住地或主要营业地的美国上诉法院(无论是第几审)或向哥伦比亚特区的上诉法院呈交书面诉状,请求法院部分或全部修改或驳回指令,从而使法院对指令进行复审。诉状的副本应由法院书记员邮寄给委员会的任一成员或委员会指定的职员,在收到诉状副本后,委员会必须按照《美国法典》第 28 号第 2112 节规定向法院提交作为发布指令依据的陈诉记录。在诉状呈交之后,法院有权全部或部分确认、修改或驳回指令。上述陈诉记录提交后,法院的这种权利将成为专有权利。只有当对委员会指令的反对意见是向委员会指出的或者有足够理由认为不考虑这种反对意见将会导致失败时,法院才能对这种反对意见予以考虑。委员会有关事实的裁决(Findings)若有足够作后盾,将视为具有终局性(Conclusive)。如果某人向法院申请离庭以取得更多证据,并使法院相信这些具有重要意义,那么法院可以发布指令,要求按照法院认为合适的方式和条件直接提交给委员会并在申诉会上出示,根据这些新的证据委员会可以

修正它已作出的与事实有关的裁决(Findings),并向法院提交修正后的裁决或新裁决以及有关修正或撤销原指令的建议。如果上述修正后的判决或新判决有足够的证据,法院全部或部分确认、修正或撤销委员会上述指令的裁决将具有终局性,但是必须依据《美国法典》第 28 号第 1254 节规定接受美国最高法院的复审。

(b)如果法院对委员会依据第 8 节(e)规定所发布的指令进行复审,那么复审程序的开始将视为委员会指令暂停执行(法院另有规定时除外)。法院对委员会依据除第 8 节(e)以外的任何一节的规定所发布的指令进行复审不能视为委员会指令的暂停执行(法院另有规定时除外)。

第 44 节 犯罪的判决与诉讼

地区法院和属于美国管辖的某一属地区其他地区的美国法院对于违反本法规定或有关条例的活动具有管辖权。上述法院也可以与某州或某属地的法院共同管辖对于为了执行本法及有关条例或指令所规定的责任与义务或者为了禁止违反本法规定及有关条例和指令的活动而提起的诉讼。刑事诉讼可以在违反本法规定或有关条例的活动或交易发生的地区内提起。如果某人由于违反了第 34 节规定或未提交本法要求的报告或其他文件而被提起刑事诉讼,这种诉讼可以在被告居住地或主要营业地点进行。为了履行本法或有关条例和指令规定的责任和义务或者为了禁止违反本法或有关条例和指令

的活动而提起的诉讼可以在上述地区或被告居住地或营业地进行,案件的审理也可以在上述地区进行或者在被告被发现的地区进行。判决结果必须接受《美国法典》第 28 号第 1254、1291、1292 节所规定的复审。在依据本法规定由委员会向法庭提起的诉讼中或在由他人向法庭提起的控告委员会的诉讼中,诉讼费用不能由委员会支付也不能支付给委员会。在为了履行本法第 36(b)节规定的责任和义务或者为了禁止违反第 36(b)条款的活动而起的诉讼案件中,委员会作为当事人可以在最终判决之前的任一阶段对案件进行干预。

第 45 节 向委员会提交的信息资料

(a)根据本法条款或有关条例的规定所提交的证券申请上市登记表、申请表、报告或其他文件中所包含的信息(与邮寄给委员会的信息或文件有所区别)应公开宣布,除非委员会自行制订条例或根据他人申请发布指令确认信息的公开透露既没有必要,也不利于保护公共利益和投资者利益。如果向委员会提交或邮寄的文件中所包含的信息未公开透露,那么委员会的任何成员、职员或雇员都不得利用这些信息来谋取私利,也不得向委员会成员、职员或雇员以外的其他人士透露这种信息供他们谋取私利。

(b)依据本法规定向委员会提交的文件中所包含的并公开宣布的信息的影印件或其他复制本可以提供给任何人士,但应按委员会规定的金额收费并遵守委员会的限制规定。

第 46 节 委员会的年度报告及委员会的雇员

(a)委员会必须每年向国会提交一份有关它前一年工作情况的报告,其中包括委员会认为具有参考价值的与本法所述事件有关的信息、资料和建议,以便进一步完善立法。

(b)为了更好地执行本法规定,委员会在遵守民事服务法(Civil Service Laws)的前提下,必要时可以委派任何律师、检查员(examiner)或其他专家以及其他职员或雇员来执行委员会的指示并按照 1949 年《分类法》的规定来支付上述人士的工资。

第 47 节 合同的有效期

(a)约束某人不遵守本法条款以及有关条例或指令的任何条件、规定或条款均为无效。

(b)(1)如果某一合同的制订和履行将会违背本法条款或有关条例及指令,那么合同的所有当事人都不得执行这种合同。或者,由于合同的一方当事人获取了合同项下的权利,因而使得合同的制订或履行违背了或将会违背本法条款或有关条例及指令,这一当事人不得执行合同。但是,如果法院认为在当时的情况下,与不执行合同相比,执行合同将生产较为公平的结果,并且不违背本法的宗旨,那么合同可以执行。

(2)如果(1)所述的合同已经执行,法院不能应当事人的请求对合同的撤销予以否决,除非法院确认在当时情况下,否决将会产生较为公平的结果,并且不违本法的主旨。

(3)(A)如果合同的非法部分可以与合法部分区分开来,本小节规定将不适用于合法部分;(B)本小节规定不涉及利用不正当手段的致富。

第 48 节 控制人的义务

(a)任何人不得直接或间接通过或利用别人进行本法条款或有关条例及指令禁止他本人进行的活动,否则即为违法。

(b)任何人不得在没有正当理由的情况下妨碍、延误或阻止本法或有关条例及指令要求提交、出示或保存的任何信息、文件、报告、资料或账目的提交、出示或保存工作。

第 49 节 罚金

如果某人故意违反本法条款或有关条例及指令的规定,或者在按照本法规定提交或邮寄的或第 31 节(a)要求保存的证券申请上市登记表、报告、账目、资料或其他文件中故意对某一重大事实作出错误陈述或省略了防止陈述在当时情况下引起严重误解而需要说明的重大事实,那么,在定罪之后,他将被处以不超过 \$ 10000 的罚金或不超过 5 年的监禁或同时

处以这两种惩罚。如果他能证明他不知悉这些条例或指令，那么他违反条例或指令的行为将不定罪。

第 50 节 本法对现行法律的影响

除非本法条款中有相反规定，否则本法条款不影响：(1) 1933 年《证券法》、1934 年《证券交易法》、1935 年《公共事业持股公司法》、1939 年《信托契据法》或“投资顾问法”规定的委员会对证券、交易或任何人士的管辖权；(2) 上述各法律规定的某人的权利、义务和责任；本法条款也不影响美国联邦政府或某州政府机构的任何其他委员会、代理部门或职员对任何人士、证券或交易的管辖权，条件是这种管辖权不与本法条款或有关条例及指令相抵触。

第 51 节 条款的独立性

如果本法某一条款或通过附注方式并入本法的某一条款失效，本法的其他条款不受其影响，或者如果某一条款被确定为不适用于某一特定的人士或事物，这一条款仍然适用于除上述特定人士或事物以外的其他人士或事物。

第 52 节 章节名称的简称

本法可称为 1940 年《投资公司法》。

第 53 节 生效日

本法中有关面额凭证或面额凭证公司的条款自 1941 年 1 月 1 日起生效。

第 54 节 作为商务开发公司的选择决定

(a)如果第 2 节(a)(48)(A)和(B)所定义的公司；

(1)拥有依据 1934 年《证券交易法》注册登记的有价证券；

(2)已经依据 1934 年《证券交易法》第 12 节的规定提交了上有述价证券的申请上市登记表,那么这家公司可以向委员会提交选择报告(Notification of Election),表示决定接受第 55 至第 65 节条款的约束。

(b)委员会可以制订条例,规定本节所述选择报告的格式。自委员会收到报告时起,商务开发公司就被视为受到第 55 到 65 节条款的约束。

(c)如果委员会自选或根据他人申请确认一家按照本节(a)小节规定提交选择报告的商务开发公司已经停止营业,委员会必须发布这种声明,并通过指令方式撤销公司的选择决定。一家商务开发公司可以按照委员会的条例所规定的格式向委员会提交一份撤回选择的报告,从而自愿撤回(a)小节所述的选择决定,撤回决定自委员会收到报告时起立即生效。

第 55 节 商务开发公司的功能及业务活动

(a)一家商务开发公司不得收购任何资产(本小节第(1)至(7)段所述的资产除外),否则即为违法。但是,如果在收购时下列(1)至(6)段所述的资产至少占公司资产总值(不包括下列第(7)段所述的资产)的 70%,那么公司可以进行资产收购活动:

(1)在不公开交易中或在委员会规定的其他交易(委员会认为由于交易量小或公开交易具有局限性,所以本法或 1933 年《证券法》有关这种交易的条款的实施对公共利益或保护投资权益而言是不必要的)中,向下列人士购买的证券:

(A)证券的发行人,它是一家合格证券公司(Eligible Portfolio Company);或这家公司的关连人士或这家公司前 13 个月内的关连人士;

(B)第 2 节(a)(46)(A)和(B)所定义的发行人或其职员或雇员,但这一发行人不是一家合格证券公司,因为它已经发行了一种证券,与这利证券有关,国家级证券交易所的成员、

经纪人或自营商可以根据联储制订的与 1934 年《证券交易法》第 7 节有关的条例向顾客提供信贷。但是,向本条所述发行人购买证券必须符合下列条件:

(I) 当此发行人曾经是一家合格证券公司时商务开发公司就已经得到并且在购买时商务开发公司至少拥有:

(IV) 该发行人有价证券以及可转化为上述证券或者可与上述证券交换的其他证券总额的 50%;

(V) 该发行人债务证券总额的 50%。但是,期权、认购证以及已到期的类似证券、已进行了转化的可转换债务证券或者在发行人证券的公开销售活动中或在正常营业过程中已经偿还或预付的证券不符合上述要求;

(II) 商务开发公司是发行人已售出具有投票权的证券的 20 们最大持有人之一;

(2) 一家合格证券公司的证券,商务开发公司满足了第 2 节(a)(46)(C)(II)有关这种证券的要求;

(3) 在不公开的交易中,向第 2 节(a)(46)(A)和(B)所述的发行人、发行人的关连人士或发行人前 13 个月内关连人士购买的证券,以及由这一交易引起的其他交易中向任何人士购买的证券。但是,本条所述的证券购买活动必须符合下列条件:

(A) 证券发行人目前或在商务开发公司购买其证券之前正在进行破产诉讼并在管辖法院的监督下进行改组或者受到由破产诉讼或改组而导致的一项计划或协议的约束;

(B) 证券由发行人根据上述计划或协议发行或在计划、协议完成之后发行;

(C)在商务开发公司购买其证券之前,证券发行人未进行破产诉讼,但是在得不到(通常的借款或融资安排除外)重大帮助的情况下已经无力偿还到期债务;

(4)在不公开的交易中向任何人士购买的合格证券公司发行的证券,这种证券尚未流通,并且在购买之前商务开发公司至少拥有发行人已售出有价证券的 60%,这种购买活动具有下列效果,即,它使得可转化为发行人有价证券的所有证券或可与有价证券进行交换的所有证券都被视为已经进行了转化或交换;

(5)用来换取本小节(1)至(4)所述证券的证券或者在执行小节(1)至(4)所述证券的认购权证时出售的证券;

(6)现金、现金账目、政府证券或者在购买时起的一年内或不到一年内到期的高质量债务证券(High Quality Debt Securities);

(7)办公设备、房产中的利益(Interest in Real Estate)、租借地改良设备(Leasehold Improvements)以及商务开发公司为营业而维持的其他设备、递延组织费和递延营业费(Deferred Organization & Operating Expenses)以及公司营业所需要的其他非投资性资产,包括公司持有的董事、职员、雇员和普通合伙人的债务票据,这些票据作为公司发行的与第 57 节(j)所述的管理人员补偿费用(Executive Compensation Plan)计划有关的证券的付款。

(b)在本节中,商务开发公司的资产价值以公司根据 1934 年《证券交易法》第 13 节的规定向委员会提交的最新财务报表的日期计算的资产价值为准,并且资产价值必须至少

每年计算一次。

第 56 节 董事资格

(a)一家商务开发公司的关系人不能占公司董事或普通合伙人的多数。

(b)如果由一家商务开发公司的董事或普通合伙人的死亡,取消资格或善意辞职,公司因而不能满足本节(a)小节的要求或本法第 15 节(f)(1)有关董事方面的要求,那么这些条款的执行可暂停 90 天,暂停期限也可以是委员会为了保护投资者权益自行规定或根据他人申请规定的更长时间。

第 57 节 与关连人士的交易

(a)以本节(b)小节所述方式与一家商务开发公司保持联系的任何人士不得以委托人身份从事下列活动,否则即为违法:

(1)故意向这家公司或受这家公司控制的另一家公司出售证券。但是下列情况除外:这种出售活动只涉及(A)买方发行的证券,或(B)卖方发行的,并作为向卖方某种证券的持有人公开出售的证券的一部分;

(2)故意向这家公司或受这家公司控制的另一家公司购买证券或其他财产(卖方发行的证券除外);

(3)故意从这家公司或受这家公司控制的另一家公司借入资金或其他财产(不包括第 21 节(b)或第 62 节批准的借入活动),但是借入方受借出方控制时除外;

(4)故意与这家公司或受这家公司控制的另一家公司共同参与某种交易,两者在交易中承担连带责任,并且交易活动违背了委员会为了限制或阻止这两种公司在不利条件下与交易而制订的销银团或其他银团的牵头经理并领取补偿费用。

(b)本节(a)小节条款适用于下列人士:

(1)商务开发公司顾问委员会的董事、职员、雇员或成员或本法第 2 节(a)(3)(C)所定义的这些人士的关连人士(不包括商务开发公司本身);

(2)商务开发公司的投资顾问、发起人、普通合伙人、主承销商、直接或间接控制公司的人士、受公司控制的人士、与公司受同一人控制的人士(不包括公司本身,也不包括下列人士,即,如果他不是直接或间接受公司控制,他将不会受到公司控制人的控制),或者第 2 节(a)(3)(C)或(D)所定义的上述人士的关连人士。

(c)尽管(a)小节第(1)、(2)、(3)段作了禁止规定,有关人士仍然可以向委员会提交申请,请求委员会发布指令对他将要进行的交易豁免(a)小节(1)、(2)、(3)中一条或几条条款的规定。如果下列证据确凿,委员会可以批准这一申请并发布豁免指令:

(1)这种交易的条件(包括应付或应收取的对价)公平合理,商务开发公司或其股东或合伙人参与交易的条件不优越于其他有关人士;

(2)这种交易符合公司根据 1933 年《证券法》提交的文件中,根据 1934 年《证券交易法》提交的证券申请上市登记表和报告中以及公司向股东或合伙人提交的报告中所述的经营政策;

(3)这种交易与本法宗旨保持一致。

(d)以本节(e)小节所述的方式与商务开发公司保持联系并且免受本节(a)小节禁止规定约束的人士不得以委托人身份从事下列活动,否则即为违法:

(1)故意向这家公司或受这家公司控制的另一家公司出售证券。但是,下列情况除外:这种出售活动只涉及卖方发行的证券或卖方发行的并作为向卖方某种证券持有人公开出售的证券的一部分;

(2)故意向这家公司或受这家公司控制的另一家公司购买证券或其他财产(卖方发行的证券除外);

(3)故意从这家公司或受这家公司控制的另一家公司借入资金或其他财产(不包括第 21 节(b)批准的借入活动,)但是借入方受借出方控制时除外;

(4)故意与这家公司或受这家公司控制的另一家公司共同参与某种交易,后两者在交易中承担连带责任,并且交易活动违背了委员会为了限制或阻止后两者不利条件下参与交易而制订的条例。但是,本段条款不禁止任何人士担任后两者参与的包销银团或其他银团的牵头经理并领取补偿费用。

(e)本节(d)小节条款适用于下列人士:

(1)(A)第 2 节(a)(3)(A)所定义的商务开发公司的关连人士;(B)(A)条所述关连人士的高级职员、董事或普通合伙

人；(C)直接或间接控制(A)条所述关连人士、受(A)条所述关连人士控制的人士；

(2)商务开发公司的投资顾问、发起人、普通合伙人、主承销商、直接或间接控制公司的人士、受公司控制的人士、一公司受同一人控制的人士(不包括公司本身,也不包括下列人士,即如果他不是直接或间接接受公司控制,他将不会受到公司控制人的控制),或者第2节(a)(3)(C)或(D)所定义的上述人士的关系人士。在本小节中,“高级职员”一词指负责公司主要业务的总裁、副总裁、秘书、财务主管以及有决策权的其他人士。

(f)虽然本节(d)小节有禁止规定,但是(e)小节所述的人士可以从事(d)小节所述的交易,条件是商务开发公司董事或普通合伙人的必要多数(请参看(d)小节的定义)批准了这种交易,并且:

(1)交易的条件,包括应支付或应收取的对价,对公司的股东或合伙人而言公平合理,并且公司或其股东或合伙人参与交易的条件不优越于其他有关人士;

(2)交易符合公司股东或合伙人的利益,并且符合公司根据1933年《证券法》向委员会提交的文件中、根据1934年《证券交易法》提交的证券申请上市登记表和报告中以及公司向股东或合伙人提交的报告中所述的经营政策;

(3)普通合伙人或董事在备忘录中记载并按第31节(a)的要求在一定期限内保存交易概述,他们的调查结果(Findings)以及作为调查依据的信息资料。

(g)尽管(a)或(d)小节有禁止规定,某人在正常营业过程

中可以向任何公司销售或购买商品,或与公司订阅租赁契约并提供有关服务。

(h)在商务开发公司或受它控制的另一家公司将要参与的一项交易结束之前,公司董事或普通合伙人必须制订一定的程序,并定期进行检查和修改,以保证有关本节(b)和(e)小节所述人士是否参与交易的合理查询得以顺利进行。

(i)在委员会根据本节(a)和(d)小节制订条例之前,委员会根据第 17 节(a)和(d)小节制订的适用于已注册封闭式投资公司的条例将适用于本节(a)和(d)节所述的交易。委员会为了保证本节规定得以执行而制订的条例不得比委员会根据第 17 节(a)和(d)小节制订的适用于所有已注册封闭式投资公司的条例有更严格的限制性。

(j)尽管(a)和(d)小节有禁止规定,但商务开发公司的董事、职员、雇员或普通合伙人可以:

(1)收购公司具有投票权证券的认购权证以及在认购权证执行或转换时根据公司制订的符合第 61 节(a)(3)(B)要求的变级职员补偿费用计划而发行的证券;

(2)从公司借入资金,用以购买公司根据高级职员补偿费用计划发行的证券,条件是:

(A)这种贷款的期限不长于 10 年;

(B)贷款在上述人士的雇佣或服务终止后的 60 天内的合理时间到期;

(C)贷款利率不低于提供贷款时 90 天期美国国库券的利率;

(D)贷款在任何时候都实行全额抵押,抵押品可以包括

公司发行的证券；

(E)(XIV)对提供给公司职员或雇员(包括同时担任公司董事的职员或雇员)的贷款而言,由于贷款符合公司以及公司股东或合伙的利益而得到了公司董事或普通合伙人必要多数(请参看第(o))小节定义的批准;

(XV)对提供给不同时是公司职员或雇员的董事的贷款或提供给公司普通合伙人的贷款而言,由于贷款的条件公平合理,并且公司股东或合伙人的条件不优越于其他有关人士,委员会根据申请发布指令,批准了这一贷款。

(k)(j)小节所述的人士不得从事下列活动,否则为违法:

(1)以代理人身份向或为这家商务开发公司或受它控制的另一家公司购买或出售财产而领取补偿费用(不包括公司向它支付的正常工资),但是此人在经营承销或经纪业务的过程中领取的补偿费用除外;

(2)以经纪人身份向或为这家公司或受它控制的另一家公司出售证券而领取佣金或手续费,其金额超过了:

(A)(假设销售活动在证券交易所进行)普通经纪人的佣金;

(B)(假设销售活动与该证券的二级市场推销有关)售价的2%;

(C)(假设销售活动以其他方式进行)卖价或买价的1%,委员会通过符合公共利益和投资者权益的条例或指令批准此人领取更高佣金时除外。

(1)本节(k)小节条款适用于下列人士:

(1)商务开发公司的关连人士;

(2)(A)第2节(a)(3)(B),(C)或(D)所定义的商务开发公司董事、职员、雇员或顾问委员会成员的关连人士；

(B)第2节(a)(3)(A),(B),(C),或(D)所定义的商务开发公司投资顾问、普通合伙人、直接或间接控制公司或受公司控制或与公司受同一人控制的人士的关连人士。

(C)第2节(a)(3)(A)所定义的公司关节连人士的关连人士,后者符合第2节(a)(3)(C)的定义。

(m)对(a)和(d)小节而言,若某人担任了交易一方当事人的董事、职员或雇员并接受当事人支付的正常服务费或工资,我们不能仅仅由于他领取了这种报酬而认为他参与了交易或在交易中享有经济利益。

(n)尽管本节(a)(4)有禁止规定,但在下列情况下,商务开发公司可以为其董事、职员、雇员和普通合伙人制订利润分享计划(Frofit-sharing Plan),这些董事、职员、雇员和普通合伙人可以参与利润分配:

(A)(XV)对公司职员和雇员(包括同时担任董事的职员或雇员)的利润分享计划而言,这一计划对公司股东或合伙人而言公平合理,公司或公司股东或合伙人的条件不优越于其他有关人士,并且符合公司股东的利益,公司董事或普通合伙人的必要多数(请参看(o)小节的定义)批准了这一计划;

(XV)对包括公司一位或几位普通合伙人以及不是公司职员或雇员的董事的分享计划而言,由于一计划对公司股东或合伙人而言公平合理,公司或公司股东或合伙人的条例不优越于其他有关人士,并且符合股东的利益,委员会根据申请发布指令,批准了这项计划;

(B)这一计划项下应付的累积和利益总额(the Aggregate Amount of Benefit)不超过这家公司任一财政年度税后净收入的 20%。

(2)如果这家公司的一位投资顾问是依据“投资顾问法”登记注册的或者必须这样登记,或者公司拥有作为高级职员补偿费用计划(包括根据第 61 节(a)(3)(B)制订的计划)一部分的已售出股票、期权或认购权证,那么本小节条款不适用于这家公司。

(o)当“必要多数”一词的使用与对将要进行的交易、计划或协议的批准有关时,指在这种计划、交易或协议中没有经济利益(Financial Interest)的商务开发公司董事或普通合伙人的多数,以及不是公司关系人的上述董事或普通合伙人的多数。

第 58 节 投资政策的变化

一家商务开发公司只有在改到期多数已售出具有投票权证券的表决授权以后才能改变其业务性质,从而不再作为一家商务开发公司或者撤回它作为商务开发公司的选择决定。

第 59 节 条款的合并

尽管第 6 节(f)对豁免问题作了规定,但是本法第 1,2,3,

4,5,6,9,10(f),15(a),(c)和(f),16(b),17(f)至(j),19(a),20(b),32(a)和(c),33至47,以及49至53节仍然适用于商务开发公司,此时商务开发公司被当作封闭式投资公司对待。

第 60 节 商务开发公司的功能及业务活动

尽管第 6 节(f)对豁免问题作了规定,第 12 节仍然适用于商务开发公司,此时商务开发公司被当作封闭式投资公司来对待,但是委员会将不根据第 12 节(a)(1)来制定条例或发布指令,规定商务开发公司可以从银行借款用以购买证券。

第 61 节 资本结构

(a)尽管第 6 节(f)作了豁免规定,第 18 节仍然适用于商务开发公司,此时商务开发公司被当作封闭式投资公司来对待,但是:

(1)第 18 节(a)(1)(A)和(B)商务开发公司的资产担保率必须是 200%;

(2)商务开发公司可以发行两种或两种以上的债券,条件是这家公司没有已售出的由公众持有的债务凭证,并且它可以发行所有种类的证券:

(A)都由小企业管理局、银行、保险公司或其他团体投资者担保并由私人持有;

(B)都不准备公开推销；

(3)尽管第 18 节(d)作了有关规定,但是:

(A)在下列情况下,商务开发公司可以发行附有公司具有投票权证券的认购权证、期权或转换证的债券:

(1)这种认购权证、期权或转换证在 10 年内到期;

(2)这种认购权证、期权或转换证不能单独转让,除非它们和随附优先证券尚未公开推销;

(3)这种认购权的执行价格或转换证的转换价格不低于发行日的市场价,或者,如果不存在这种市场价值,则不低于这种具有投票权的证券的资产净现值;

(4)发行这种证券的提议得到了商务开发公司股东或合伙人的授权批准,发行活动由于符合公司及其股东或合伙人的利益而得到了公司董事或普通合伙人必要多数的批准;

(B)一家商务开发公司可以根据高级职员补偿费用计划向其董事、职员、雇员和普通合伙人发行购买这家公司具有投票权的证券的认购权证,条件是:

(1)(I)对向公司职员(包括同时担任公司董事的职员或雇员)发行的认购权证而言,这种证券符合(A)段(1),(3)和(4)条所述的条件;(II)对向不同时是公司职员或雇员的公司董事以及普通合伙人发行的认购权证而言,发行这种证券的提议符合(A)段(1)条所述的条件。由于提议(书)的条件公平合理,公司或公司股东或合伙人的条件不优越于其他有关人士,提议得到了公司股东或合伙人的授权,而且委员会根据申请发布指令,批准了这一提议;

(2)这种证券除了作为礼物或通过无遗嘱死亡

(Intestacy)被处理以外,在其他任何情况下都不可转让;

(3)这家商务开发公司的投资顾问没有领取“投资顾问法”第 205 节(1)所述的补偿费,但该节(A)和(B)条批准的补偿费除外;

(4)这家商务开发公司没有制定第 57 节(n)所述的利润分享计划。

在发行时由所有已售出认购权证的执行而导致的具有投票权证券的总额不得超过公司所有已售出具有投票权证券的 25%,但是,如果根据高级职员补偿费用计划公司董事、职员、雇员和普通合伙人发行的并且符合本段(B)小段要求的所有已售出的认购权证在执行后所引起的具有投票权证券的总额超过了公司所有已售出具有投票权证券的 15%,那么在发行时由所有已售出认购权证、期权的执行所引起的具有投票权证券的总额不得超过公司所有已售出具有投票权证券的 20%。

(4)为了便于衡量第 18 节(a)所述资产担保率的高低,本法规定由一家商务开发公司对另一家公司发行的债务凭证进行的担保而产生的优先证券数额应等于后者潜在债务(Potential Liabilities)的最高金额减去其未置留净资产(Net Unencumbered Assets)的合理市场价值(加上被担保的债务)。但是,如果商务开发公司在决定当时它是否满足了第 18 节(a)的资产担保率要求时,它把作为其全资附属公司并依照 1958 年《小企业法》注册的一家小投资公司所发行的债务凭证当作它自己发行的债务凭证进行的担保不能被视为第 18 节(a)所述的它的优先证券。

(b)一家商务开发公司自受到第 55 至 65 节的约束时就必须遵守本节条款的规定。

第 62 节 贷款

尽管第 6 节(f)作了豁免规定,第 21 节适用于商务开发公司,此时商务开发公司被当作已注册封闭式投资公司来对待,但是第 21 节不禁止下列贷款:

(1)向商务开发公司的董事、职员、雇员或普通合伙人提供的用来为公司购买证券(这种购买活动作为高级职员补偿费用计划的一部分)的贷款,条件是这种贷款符合第 57 节(j)的要求;

(2)向受商务开发公司控制的一家公司提供的贷款,由于第三人控制了商务开发公司,这家公司受商务开发公司和商务开发公司控制人的共同控制。

第 63 节 证券的推销和回购

尽管和第 6 节(f)作了豁免规定,第 23 节仍然适用于商务开发公司,此时商务开发公司被当作已注册封闭式投资公司来对待,但是:

(1)第 23 节(a)(2)的禁止规定不适用于(A)商务开发公司的附属公司或直接或间接受商务开发公司控制的公司,以

及(B)不是以清偿债务为目的而发行的证券。

(2)商务开发公司可以以低于普通股资产净值的价格出售它发行的普通股,也可以出售以低于普通股资产净值的价格购买普通股的认购权证,条件是:

(A)这家公司已售出具有投票权证券的多数持有人以及不是公司关连人士的公司已售出具有投票权证券的多数持有人在销售活动发生之前的一年之内,在公司股东或合伙的上一年会上批准了公司在证券销售方面的政策和业务活动(但是,公司证券的首次公开销售活动不必按本节规定得到股东的批准);

(B)商务开发公司或普通合伙人的必要多数认为这种销售活动符合公司及其股东或合伙人的利益;

(C)开发公司董事或普通合伙人的必要多数已经善意确认在公司或其代理人第一次征集购买这种证券的确定承诺之前或在这种证券发行之前,证券售价购买这种证券的确定承诺之前或在这种证券发行之前,证券售价不低于证券市场价格减去推销佣金或折扣之后的金额。

(3)商务开发公司可以出售它发行的普通股,但是价格必须低于在执行根据第 61 节(a)(3)规定发行的认购权证时,这种普通股的资产净值。

第 64 节 账目与记录

(a)尽管第 6 节(f)作了豁免规定,第 31 节仍然适用于商

务开发公司,此时商务开发公司被当作已注册封闭式投资公司来对待。但是,第30节要求提交的财务报表可以是这家公司根据1934年《证券交易法》第13节规定必须提交的财务报表。

(b)(1)除了应该符合第(a)小节的要求以外,商务开发公司还必须按照委员会条例规定的形式每年向委员会提交并向其股东提供一份书面声明,说明由于公司投资组合的性质而引起的对公司证券进行投资的风险因素。如果自营商或经纪商向公司索要声明副本,公司必须提供;

(2)为了保护公共利益和投资者权益并与本章的主旨保持一致,委员会可以制订条例,要求以委托人或代理人身份出售商务开发公司证券的人士在出售时或出售之前告知证券买方商务开发公司根据本小节规定备制了本小节所述的风险声明,并在买方索要时向买方提供这种声明。委员会在制订上述条例时必须考虑到这种条例是否会对上述经纪商或自营商造成不合理负担或者是否会不合理地损害市场的公平和秩序。

第65节 控制人的责任与义务

尽管第6节(f)作了豁免规定,第48节仍然适用于商务开发公司,此时商务开发公司被当作已注册封闭式投资公司来对待。但是,第48节(a)的条款不能作如下理解:仅仅由于一家不是第3节(a)所定义投资公司的公司是一家商务开发公司的附属公司或直接或间接接受商务开发公司的控制而要

求它遵守本法适用于商务开发公司的条款。

附录：

1970年12月4日获得批准的1970年《投资公司修正法》和《91—547公共法》(94. Stat. 1413, et. seq.)对1940年《投资公司法》、1940年《投资顾问法》、1934年《证券交易法》以及1933年《证券法》作了修改。《91—547公共法》除了对上述法律诸多章节进行了修改以外,还包含有下列一节:

第29节,除了对本节术语进行定义之外,1933年《证券法》、1940年《投资公司法》的条款不适用于一家保险公司在1959年3月23日之前发行的规定了人寿保险利益的合同、凭证或保险单的利益,条件为:(1)这种合同、凭证或保险单的形式得到了某州、属地或哥伦比亚特区的保险监理官或类似官员或代理的批准;(2)在这种合同、凭证或保险单项下,不超过总保险费或已付的其他对价的49%的余额分配给规定了收入、盈利或亏损的分配的独立账户或其他基金,但是,这种利益或参与不构成美国其他法律中所述的证券。

附录五：1940年《投资顾问法》

15U. S. C80b—1

目 录

- 第 201 节 调查结果
- 第 202 节 定义
- 第 203 节 投资顾问的注册
- 第 204 节 投资顾问之报告
- 第 204 节 A 禁止滥用非公开信息
- 第 205 节 投资顾问合同
- 第 206 节 注册投资顾问不允许从事的交易活动
- 第 206 节 A 例外
- 第 207 节 实质性不实陈述
- 第 208 节 一般禁止行为
- 第 209 节 法令的执行
- 第 210 节 证交会之信息披露
- 第 211 节 证交会之条例、规章及命令
- 第 212 节 听证会
- 第 213 节 证交会命令的法律复审
- 第 214 节 诉讼管辖
- 第 215 节 合同的有效性
- 第 216 节 证交会的年度报告

- 第 217 节 处罚
- 第 218 节 证交会的官员和雇员
- 第 219 节 条款的独立性
- 第 220 节 本法之援引
- 第 221 节 生效日期
- 第 222 节 投资顾问的州内管辖

第 201 节 调查结果

基于证交会资料、报告中的披露之有关“投资公司法”以及其他相关部分的各项事实,可以说明投资顾问的问题是全国性的,因为:

(1)投资顾问利用邮政及各种跨州商务工具提供、散发其建议、咨询意见、出版物、文章、分析、报告等;并通过这些工具与其客户商议、达成投资顾问合同、证券认购协议以及其他各种商务安排;

(2)投资顾问之建议、意见、出版物、文章、分析、报告通常涉及全国性证券交易所上市证券跨州场外市场交易证券从事跨州商务活动之公司发行的证券以及全国性银行、联储成员银行发行之主券的买卖活动;

(3)以上交易规模巨大,关系到跨州商务活动、全国性证券交易所、其他证券市场、全国银行系统,乃至全国经济运行。

第 202 节 定义

除非下文中特别指出,本法用词定义如下:

(1)“让与”包括让与人或拥有让与人控股权者就投资顾问合同作出的任何直接或间接的让渡、担保或抵押。但是,如果投资顾问属合伙性质,有该投资顾问业务中仅拥有少数利益的少数投资顾问成员的死亡、退出或者认可均不能视为“让与”。

(2)“银行”意指:

(A)依据美国法律组织的金融机构;

(B)联邦储备体系的成员银行;

(C)任何其他金融机构或信托公司,无论进行过公司注册与否,只要其业务符合美国或者美国任一州之法律,业务部分为吸收存款或者类似于货币监督局批准全国性银行从事的信托业务,接受州或联邦有关银行监管当局的监督、检查,而且其经营目的不是为违背本文之各条款者;

(D)(A)、(B)、(C)中所述任何机构的接管人、监护人或其他清偿代理人。

(3)“经纪人”意指为他人的户头进行有价证券交易的任何人,但不包括银行。

(4)“证交会”指美国证券交易委员会。

(5)“公司”意指法人公司、合伙企业、协会、股份公司、信托公司以及任何有组织团体,无论进行过公司注册与否,或者

依照《美国法典》第 11 号法令,以上任一公司的任何接管人、受托人或享有类似职权的管员、清偿代理人等。

(6)“判定有罪”指以判决、裁定、承认有罪等形式之一判别为有罪,或在被告不愿进行辩护又不承认有罪的申诉下经过调查判为有罪,无论所处刑罚是否执行,只要上述判决、裁定、供认或调查结果尚未推翻、失效或撤回即可。

(7)“自营商”指经常从事证券自营买卖的任何人,无论是否通过经纪人。但不包括银行、保险公司、投资公司或任何自营/受托拥有、持有、投资、再投资或交易证券但并不以此为常规业务者。

(8)“主管”指公司主管或任一组织,无论进行过公司注册与否的执行主管职能之人。

(9)“交易所”指任何组建、维持、提供场所或设施来聚集证券买卖双方,或换言之从事通常理解下各种股票交易所业务的组织、协会或团体,无论进行过公司注册与否。“交易所”包括交易场所和有关设施。

(10)“跨州商务活动”包含各州之间、任何一州与任一境外国家之间,或者任何一州与州外任一地区或船舶之间的交易、商务往来、运输、联络等。

(11)“投资顾问”意指从事咨询业务,直接建议或通过出版物、文章等向客户就有关证券价值和可投资性提出买卖证券的建议,并以此收取有偿服务费用的任何人,或者作为常规业务的一部分,有偿发表、散发有关证券的分析或报告的任何人。但不包括:

(A) 银行或 1956 年《银行持股公司法》规定下任何非投

资公司的银行持股公司；

(B)任何出于职业需要，而提供类似服务的律师、会计师、工程师或教师；

(C)任何出于业务需要，而提供类似服务且并不以此额外收费的经纪人或自营商；

(D)任何报纸、新闻杂志和定期出版并具备一定发行量的商业、金融刊物的出版者；

(E)所提供的建议、分析或报告仅代表美国政府直接债务、或由政府担保本息的债务证券或由财政部长依照 1934 年《证券交易法》第 3 节(a)(12)指定为符合其例外规定的有美国政府直接或间接利益的公司所发行或担保的证券者；

(F)不在上述五类之中，但由证交会以条例、规章或命令等形式特别指定者。

(12)“投资公司”及其关连人士、保险公司三者，如 1940 年《投资公司法》所述，含义相同。“控制”指对公司的管理与经营战略拥有控制性影响力，但是如果仅仅是由于在该公司的职别而拥有这种权力，则不能称为“控制”。

(13)“投资监理服务”指在每个客户的个人需求的基础上，就如何进行资金投资提出连续建议。

(14)“跨州商务活动的手段或工具”包括全国性证券交易所的任何设施。

(15)“全国性证券交易所”指按照 1934 年《证券交易法》第 6 节登记的交易所。

(16)“人”指自然人或公司。

(17)“与投资顾问相关者”包括该投资顾问的任何合伙

人、职员、主管或任何负担类似责任者,以及任何直接或间接控制该投资顾问或由该投资顾问控制者,包括除本法令第203节所述之外的该投资顾问的任何雇员,但与此投资顾问相关的事务性或行政性人员不包括在内。为本法任一部分章节的执行,证交会可能通过条例和规章来定义任何人,包括投资顾问的雇员。

(18)“证券”包括任何票据股份,库存股票、债券、债务凭证、利益证书、任何利润分享协议之参加权证书、抵押信托证书、前公司筹备证书或认股书、可交易股份,投资合同、股权信托证书、证券的存托证明、石油、天然气及其他矿产权益的零散未分利益、任何卖出、收回、套利,期权等权利、任何常义理解为“证券”的利益或工具,以及认购或购买以上任一证券的参加权证明、临时或过渡性证明、收据、证书及权利。

(19)“州”指美国所属任何一州、哥伦比亚特区、波多黎各、维尔京岛以及美国所属其他任何领土。

(20)“承销人”指以分销为目的,由发行者处购买或替发行者销售任何证券者,包括直接或间接参与上述安排者。但是如果其利益仅限于从承销人或自营商处收取不超出常规的手续费,则不在此“承销人”之列。

上文中所用“发行人”除一般意义的发行人之外,还包括直接或间接控制发行人或受发行人控制或与发行人同受控制的任何人。

(21)1933年《证券法》、1934年《证券交易法》、1935年《公共事业持股公司法》以及1939年《信托契约法》均指各法,包括自此之前或之后的修正案。

(22)“商务开发公司”之定义遵照“投资公司法”第 2 节(a)(48)和第 55 节之规定,但以下情况除外:

(A)“投资公司法”第 2 节(a)(48)和第 55 节所规定的“全部资产价值 70%”的条件改为 60%;

(B)商务开发公司不必为封闭式公司,这一点无需遵照“投资公司法”第 55 至 65 节的有关规定;

(C)“投资公司法”第 55 节(a)所述之购入证券,可由任何人处购入。

“投资公司法”第 2 节(a)(48)和第 55 节所述有关封闭式投资公司的内容在此同样适用,只是商务开发公司的资产价值不再遵循“投资公司法”第 55 至 65 节之规定,而根据其向所有持股股东提交的最近财务报表而定,其频率不可低于每年一次。

(D)本法令不适用于美国政府、州政府、州政府的任何政治分支机构、或者以上任一方或多方的代表部门、权力机构、办事处,或由以上一方或多方直接或间接全权拥有的任何公司,以及上述机构执行有关公务之官员、代理人或雇员。特别指出之处例外。

第 203 节 投资顾问的注册

(a)除本节(b)之规定之外,不按此条款注册的任何投资顾问不得利用邮政或其他任何跨州商务工具开展投资顾问业务,否则以违法论处。

(b)本节(a)不适用于下列情况：

(1)投资顾问之全部客户均在该投资顾问主要营业场所所在州之范围之内，而且该投资顾问不就任何全国性证券交易所上市或特许未上市证券提出建议、分析或报告；

(2)投资顾问之全部客户均为保险公司；

(3)投资顾问在前 12 个月之内客户总数少于 15 个，且既不公开以投资顾问之身份营业，又不作为“投资公司法”规定之投资公司或者“投资公司法”第 54 节规定之商务开发公司的投资顾问。关于客户数目的计算，商务开发公司的股东、合伙人、受益人不能视为该投资顾问之客户，除非这些人在其股东、合伙人、受益人的地位之外，则仍可作为投资顾问之客户。

(c)(1)任何投资顾问或任何目前准备成为投资顾问者需要填写证交会的有关登记申请表，出于公众利益和保护投资者利益的目的，证交会按规定要求申请人在表中填写以下必要的和适当的内容：

(A)投资顾问正在或准备从业的名称、组织形式；该投资顾问受管辖的州名或其他主权机构名称；主要营业场所与分支机构的所在地；申请人及其合伙人、职员、主管以及行使类似职能者的姓名、地址；如果投资顾问是个人性的，该个人的姓名、地址以及雇员数目；

(B)该投资顾问、合伙人、职员、主管、行使类似职能者以及所有对该投资顾问拥有控制人员的学历，最近 10 年及目前的商业网的方式；

(C)该投资顾问的业务性质，包括提出建议、提交分析报告的方式；

(D)由一名独立公共会计师签字证实的资产负债表和其他财务报表(证交会可要求其提供有关证券);

(E)该投资顾问支配客户资金和账户的性质与权限;

(F)该投资顾问提供服务之计价基础;

(G)该投资顾问或与其相关者有与本节(e)规定的不合格之处,并因此而拒绝、暂缓、撤销、废止其登记资格;

(H)关于该投资顾问是否以投资顾问业务为主要业务的声明和关于该投资顾问的业务是否包含投资监理服务的声明。

(2)在填表之后 45 天或申请人同意之更长时间内,证交会必须:

(A)发布命令,允许登记;

(B)进入有关工作程序,以决定是否拒绝登记。这些程序包括在充分考虑和听证之后,提出拒绝登记的理由,并必须在申请人递交登记申请表之后 120 天之内作出决定。在完成这些程序后,证交会可以发布命令允许或拒绝登记。如果有足够的理由并公开公布这些理由,或者征求申请人同意,证交会有权将上述程序的最终决定日延长 90 天。

如果证交会调查结果表明申请人符合本章所述要求,证交会应当允许登记。如果证交会调查结果表明申请人不符合这些要求,或者证交会认为如果允许申请人登记,但依据本节(e)其登记资格将被暂停或中止,则证交会有权拒绝登记。

(d)除本节(a)之外,本法令任一条款中禁止使用邮政或其他跨州商务活动工具的有关规定同样适用于依本节条款登记的投资顾问及其代理人。

(e)在某些情况下,证交会有权依据法令谴责、限制投资顾问的业务活动,暂时中止(中止时间不超过12个月)或者取消投资顾问的登记资格。这些情况意指证交会经过调查与听证之后认为对该投资顾问进行谴责、限制、中止或撤销登记资格符合公众利益,且该投资顾问或与其相关人员(无论以前相关或者将要相关)参与了以下不良活动:

(1)在登记申请表或者证交会要求提供的报告中,或证交会之前的任何有关登记手续中,有意制造或唆使制造重大虚假陈述或容易引起歧义的重要事实陈述,或在申请表、报告中隐瞒要求的报告的重要事实;

(2)在申请登记之前10年之内被判有罪,或在申请登记之后的任一时间证交会发现其在下列活动中被判有罪:

(A)涉及任何证券的买卖,虚假宣传,提供虚假报告,贿赂、伪证、盗窃或阴谋进行上述活动;

(B)作为经纪人、自营商、市政债券自营商、投资顾问、银行、保险公司、政府债券经纪商和自营商、信托人、转让代理人或者依照《商品交易法》登记的任何实体或个人所进行的业务;

(C)涉及资金或证券的盗窃、偷盗、抢劫、勒索、伪造、欺诈性隐瞒、贪污、欺诈性侵占、滥用等等;

(D)涉及触犯美国法律第18号令之152、1341、1342、1343节或25、47篇中有关规定。

(3)已被任何享有司法管辖权之法庭的命令、判决、政令暂时或永久地禁止其作为投资顾问、承销人、经纪人、自营商、市政债券自营商、政府债券经纪人、政策债券自营商、转让代

理人或任何依照《商品交易法》登记的任何实体或个人、上述机构的附属机构或雇员从事或继续从事有关证券买卖的任何行为；

(4)有意违反 1933 年《证券法》、1934 年《证券交易法》、1940 年《投资公司法》、本法、《商品交易法》、上述法令下的任何规则与条例、以及市政债券规则制定委员会制定的任何规则的任一条款，或不能遵守上述任一条款者亦属此类。

(5)有意帮助、唆使、劝导、命令、诱使、或收买他人违反 1933 年《证券法》、1934 年《证券交易法》、1940 年《投资公司法》、本法、上述法令下的规则与条例、市政债券规则制定委员会制定的任何规则的任一条款；或者因失职而没能监督、防止属下违反上述法令的任一条款。但下列情况则不属于失职：

(A)已建立合理、可行之程序，旨在防止或监督他人之上述违法行为；

(B)在没有合理理由怀疑有人违反上述程序的情况下，并依照程序进行着防止和监督。

(6)依照本节(f)，证交会已颁布有效命令禁止或暂时中止当事人与投资顾问发生任何相关关系。

(f)证交会有权发布命令以谴责、限制任何与投资顾问相关者，或欲与之相关的有关行为，暂时中止(中止时间不超过 12 个月)或禁止此人与投资顾问来往，只要证交会经过调查和听证发现上述谴责、限制、暂时中止或禁止符合公众利益，而且此人参与了本节(e)(1)(4)(5)所列举之下不良行为或者在本条所述手续开始之前的 10 年之内被判参与了本节(e)(2)列举的犯罪行为或者已被强令禁止参与本节(e)(3)所述

各种业务活动。在上述暂时中止或禁止令有效期内,当事人不征求证交会同意,有意与投资顾问发生任何相关关系均被视违法。如果投资顾问在已经获知或在合理注意下应当获知有关款令的情况下,未经证交会允许,同意当事人与之来往或保留相关关系,亦被视为违法。

(g)如果投资顾问之继任者在其继任投资顾问资格 30 天之内向证交会递了登记申请,除非并直到证交会拒绝登记、撤销或暂时中止其登记资格,其继承的投资顾问资格仍然有效。

(h)基于公共利益与保护投资者利益的考虑,在证交会认为必要的条件下,任何已经依照本节规定获取登记资格者可以向证交会发出通知,表示愿意放弃其登记资格。如果证交会通过调查发现任何已登记者或申请登记者已经不复存在或不再从事投资顾问业务,证交会有权发布命令,取消其登记资格。

第 204 节 投资顾问之报告

任何利用邮政或其他跨州商务活动工具来开发投资顾问业务的投资顾问(本法第 203 节(b)所述之情况除外)必须依照 1934 年《证券交易法》第 3 节(a)(37)制作、保留规定时间内的各项有关记录,提供其副本,并以证交会依照有关规定认为对公共利益或保护投资者利益必须合适的形式提供、散发有关报告。基于公共利益和保护投资者利益之考虑,证交会的

代表有权在任何时间对投资顾问之上述记录进行定期、特定或其他审查。

第 204 节 A 禁止滥用非公开信息

依照本法第 204 节,任何投资顾问必须结合其业务特点合理设计、建立、保持书面政策与制度,以防止该投资顾问及其相关人员违反 1934 年《证券交易法》、本法或有关规则与条例,滥用重要的非公开信息。如果基于公开利益与保护投资者利益的考虑,证交会认为有必要或合适的话,证交会有权制定规则或条例,要求投资顾问合理设计、制定特殊的政策或制度,以防止违反 1934 年《证券法》、本法及有关规则与条例,滥用重要的非公开信息。

第 205 节 投资顾问合同

(a)除 203 节(b)所述的例外之外,在下列情况下,任何投资顾问不得利用邮政或其他跨州商务活动工具,直接或间接地,建立、延长、更新任何投资顾问合同,或自本法生效之日起,以任何方式履行任何已经建立、延长、更新的投资顾问合同:

(1)投资顾问合同规定投资顾问以其客户的全部或部分资金的资本获益或资本升值为收费基础;

(2)投资顾问合同未包括有关投资顾问转让合同必须征得合同订立另一方的同意的条款；

(3)投资顾问合同未包括有关投资顾问属合伙性质，投资顾问必须在合理时间内告知合同另一方其合伙关系的任何变动的条款。

(b)(a)之(1)：

(1)不能解决为禁止投资顾问合同按照某一特定日或某一特定时期某种资金的平均总值计算所收费用；

(2)不适用于具备下列特点的投资顾问合同：

(A)合同另一方为依照“投资公司法”登记的投资公司；

(B)其他任何人(信托公司，政府计划项目，集体信托基金或如“投资公司法”第3节(c)(1)所指之分离账户除外，只要合同涉及资产投资金额超过100万美元。

如果合同按照所管理的公司或基金，在一段指定时间内平均的资产值来计费，那么，计费用应根据公司或基金在一段指定时间内，因投资行为而产生的资产相对于适当的证券价值指数，或符合证交会的条例、规章、命令的其他投资行为衡量方法的增加和减少来计算。

(3)不适用于本法定义中投资顾问与商务开发公司签订的任何投资顾问合同，如果，

(A)在此种合同中投资顾问所收费用不超过商务开发公司一段指定时间或指定日期的资本实现收益的20%，资本实现收益应为扣除所有资本实现损失和未实现的资本贬值后的净值，同时应符合“投资公司法”第61节(a)(3)(B)(Ⅲ)中的条件；

(B) 商务开发公司没有发行任何期权证、认股权证或符合“投资公司法”第 61 节(a)(3)(B)条件的优先购股权,同时也没有如“投资公司法”第 57 节(n)中描述的利润分成计划。

(c) 在(b)的(2)中费用的增减应相对于当公司或基金的投资活动与某个指数或其他衡量指标的表现相同时的所获收入。证券价格的指数通常是适用的,证交会另有规定除外。

(d) 根据(a)(2)和(3),投资顾问合同是指一方同意为另一方担当投资顾问,或者同意管理任何投资或在账户进行交易而签订的任何合同与协议,另一方如是根据本法令前半部份注册的投资公司者除外。

第 206 节 注册投资顾问 不允许从事的交易活动

任何投资顾问使用邮电或任何跨州商务活动之手段或直接或间接进行以下活动均视为违法:

(1) 利用任何手段、诡计、阴谋来欺骗任何现有的潜在的客户;

(2) 参与欺骗,欺诈任何现有的或潜在的客户的所有交易、行为或业务过程;

(3) 为自己账户交易,有意向客户卖出或从客户买入任何证券,或者充当第三者的经纪人,有意为客户的账户促成任何证券之交易,而且也没有在征得客户之间的交易完成之前向客户书面披露自己所起的作用。本段所禁止之交易不适用于

不作为投资顾问的自营商或经纪人与客户进行的交易；

(4)参与任何欺骗性、欺诈性或操纵性的行动、行为或过程。在本条中证监会应该用条例和规章定义此类行为，同时规定合同的方法来阻止这些欺骗性、欺诈性或操纵性的行动、行为或过程。

第 206 节 A 例外

证监会通过自身动议发布条例和法规或应他人申请发布命令，可以有条件地或无条件地免除任何一人或一宗交易，或任何一个或多个类别的人或一组交易遵循本法令中的所有条款或某一条款或条款下的条例和规章的义务。只要这种免除就公共利益而言是必须的或适当的，与保护投资者的目的和本法令政策和条款的公平目的是一致的。

第 207 节 实质性不实陈述

按本法令第 203 节、第 204 节的要求向证监会提交注册申请书或报告时，任何人故意对重要事实进行不实陈述，或者故意在申请书或报告中遗漏某些要求陈述的重要事实，都是违法的。

第 208 节 一般禁止行为

(a)按本法第 203 节注册的任何人以任何形式明示或暗示他获得了美国政府及其机构和官员对其的帮助、推荐或赞同,或对其能力及资格的承认是违法的。

(b)(a)中的条款不能推论为禁止依本法注册或依 1934 年《证券交易法》注册的人陈述其注册资格,如果陈述是事实,且注册的意义没有被误解。

(c)按本法第 203 节注册的人明示它是投资参谋或在描述其业务时使用投资参谋一词是违法的,除非:

- (1)他的或它的主要业务是充当投资顾问;
- (2)他的或它的大部分业务是提供投资监理服务。

(d)任何人间接地或通过其他人,或由其他人做本法令条款及其下的条例和规章禁止此人直接进行的行为或事务都是违法的。

第 209 节 法令的执行

(a)根据指控或其他方式的申诉,证交会认为本法中条款及其下的条例规章已被或将被任何人违反,它可以自行决定,要求并在任何情况下允许该人提交局面陈述,宣誓与否皆可,说明所有与此违反法律有关的事实和情况,此外,证交会也可

以调查所有有关的事实和情况。

(b)为了依本法进行调查或诉讼,证交会的成员或其他任何证交会指定官员有权主持宣誓与证言,传唤证人,强制出庭,取证,要求出示任何书籍、文章、通信、备忘录、契约、协议或其他有关或对调查十分重要的记录。在任何指定听证地点,上述授权人员可要求任何州或地区的任何地方或其他受美国司法管辖的地方的人出庭或出示所有记录。

(c)在任何人抗命或拒绝接受发出之传票的情况下,证交会可以请求对此调查或诉讼有司法管辖权之地或该人居住或从事营业之地的任何美国法庭之帮助,要求该人出庭、出任证和出示书籍、报纸、通信、备忘录、契约、协议和其他有关记录。法庭可能发出命令要求此人在证交会或其指定的成员或官员前出面前依照命令出示记录;或者要求此人对调查事项下有问题之事提供证言。任何不能执行此种法庭命令的可能被该法庭以蔑视法庭论处,此种案件所有诉讼程序可以由在被涉及之人的居住地或可以找到他的地方的司法机构进行。如果没有正当理由不能或拒绝参加和出证或回答任何法律调查或出示书籍、报纸、通信、备忘录、契约、协议或其他记录,而且他或它有能力和遵守证交会发出之传票,此人应判轻罪,一旦定罪,将被处以不高于1000美元之罚款或一年以下之监禁或两罚并处。

(d)如果证交会认为任何人已参与或正在参与或将参与任何违反本法之条款或下述条例、规章、命令,引诱、收买他人进行此类违法行为,证交会有权在美国适当的地区法院或其他受美国司法管辖地区的适当美国法院处置、禁止此种行为,

强制执行本法及其下的之条例、规章、命令。如果能证明任何人已参与或正在参与或将要参与此类违法行为或行动,或正在帮助、教唆、咨询、命令、引诱、收买他人进行类似违法行为或行动,法庭会批准永久或暂时的禁令、判决,且不准保释。证交会可以将所有违反本条款内容的证据交与首席检查官,由他来决定依照此法的适当判罪诉讼程序。

第 210 节 证交会之信息披露

(a)向证交会提交的符合本法所有条款的注册申请书或报告或修改案中的信息应向公众公开,除非证交会依自身动议发布条例规章或依他人申请发布命令,发现公开披露对公共利益或对保护投资者不必要也不适当。依本法要求向证交会提交的文件中的信息的影印件和复印件向公众提供时,应以合理的价格和在证交会规定之合理限额之下向公众收取费用。

(b)根据本法 209 节(c)和(e)及 1934 年《证券交易法》第 24 节(c)条,证交会及其任何成员、官员或雇员不能对外公开任何依本法要求的检查,或调查正在进行、或在检查或调查尚在进行之中公开结果或确认事实;任何证交会成员、官员、雇员以外的任何人披露调查或检查后得出的信息。但此条款内容不适用于:

- (1)按照第 212 节要求听证会公开举行时;
- (2)当国会提出此类方案或要求时。

(c)本节之条款不能推论为可以要求或授权证交会要任何从事投资监理服务的投资顾问披露该投资顾问任何客户之身份、投资额或事务,除非在特定的诉讼或调查中,为了执行本节之某一条款或所有条款,这种披露是必要或适当的。

第 211 节 证交会之条例、规章及命令

(a)为了保证本法授予证交会的权力和履行其职能,证交会有权对其条例、规章或命令经常进行适当和必要的制定、发表、修改和废止。为了执行其条例或规章,证交会可以以界定受其管辖的人和事,并对不同类别的人或事提出不同的要求。

(b)根据美国法典第 44 号的第 15 节以及其授权下所制订的规定,依本法之证交会的条例,规章和修正在其公布之日生效,或者按该条例和规章具体的日期生效。

(c)依本法之证交会命令应在给予适当通知或听证后发布。向涉及诉讼事务的各方发出通知时,证交会应以个人接触方式通知每一方,或通过挂号信或确认信或确认电报通知公司最后可知之营业地点。对此外的如有利害关系人的通知,可以用同样的方式或通过联邦登记信公开通知。

(d)本法任何追究责任的条款不适用于任何证交会之条例、规章或命令所善意做出或遗漏的行为,但这些条例、规章或命令在此做出或遗漏的行为后得到了修改或废止或由法院或其他机构因任何原因决定其无效则例外。

第 212 节 听证会

听证会可以是公开的,也可以在证交会之某一成员或某些成员,或证交会指定之某一官员或某些官员在场时举行,并应保持适当的记录。

第 213 节 证交会命令的法律复审

(a)因证交会依本法发布了命令而受害的任何人或当事人,可以在提出该命令 60 天内,要求在此人居住地或主要营业地的美国法院或哥伦比亚特区的美国上诉法院对该命令进行复审,提交要求证交会修改命令或搁置部分或全部命令的书面要求。此请求的复印件应由法庭秘书传与证交会任何成员,或证交会为此目的指定的官员。然后证交会应按美国法典第 28 号第 2112 节规定向法庭提交受指责之命令的记录。法院在收到复审请求和有关命令的记录后其司法权是排它的,可以对命令进行确认、修改、搁置部分或全部。法庭不应予以考虑任何时证交会命令的异议,除非此种异议已对证交会表明或有合适的理由不能这样表明。证交会对事实的调查结果,如果有充足的证据支持,应是终结性的。如果有要求法院同意援引额外证据的申请,如该申请能使法院相信这种额外的证据是实质性的,并且能说明未能在此前证交会的诉讼程序中

援引这些证据的合理理由,法院可以命令证交会收取这些额外证据,并且以在法院认为合适的方式、条件和前提下在听证会上加以援引。证交会根据额外的证据可修改其对事实做出的调查结果,并将已修改或新的调查结果提交法院存档,这种结果如果有充足的证据支持应是终结性的。同时证交会如有对原命令有修改或搁置的建议也应提交法院存档。法院对证交会命令承认、个性或全部或部分搁置的判决和裁定应是终结性的,但根据美国法典第 28 号第 1254 节,美国最高法院对这种复审令或证明有复审权。

(b)(a)所规定之诉讼的开始,除非法院有特别规定,不应视为该证交会命令延期执行。

第 214 节 诉讼管辖

美国地方法院以及任何州或其他美国管辖区内的美国法院对违反本法及其下之条例、规章或命令的任何行为有司法管辖权,同时,这些法院与州和属法院一起,对因强制执行本法及其下之条例、规章、命令规定的责任或义务,或禁止违反本法及其下之条例、规章、命令而产生的衡平法和无前例的诉讼共同进行司法管辖。任何犯罪行为的诉讼可在该违法行为或交易发生地提起。任何强制执行法及其下之条例、规章、命令规定的责任或义务,或禁止违反本法及其下之条例、规章、命令的诉讼或申诉可在任何上述地区提起,或在被告之居住地或交易发生地提起,这些案件的诉讼过程可在被告人居住

地或交易发生地或可找到被告人之地受理。根据美国法典第 28 号第 1254、1291、1292 和 1294 节,应对本法之判决和判令复审。任何依本法向证交会提供或由证交会提出了诉讼的费用不应向证交会收取。

第 215 节 合同的有效性

(a)任何约束人不执行本法及其下之条例、规章或命令的约定、协议或条款均视为无效。

(b)违反本法任何条款而制定的任何合同和本法制之前或之后的任何合同,在履行中违反了本法,或其合同关系或行为的继续违反了本法之条款及其下之条例、规章或命令,那么:

(1)此合同在履行中违反了本法之条款、条例、规章或命令的人所拥有的权利,和

(2)如合同的制定和实行违反了本法之任何条款,非合同一方,但因对合同之事实有实际了解而具有相应权力的人的权利均视为无效。

第 216 节 证交会的年度报告

证交会每年应就本年度之工作向国会提交年报,其中应包括本法所涉及之事务的有价值的有关信息、数据和建议,以

供进一步立法。

第 217 节 处罚

任何有意违反本法之条款或证交会在此法授权下颁布的条例、规章或命令的人一旦证实有罪,将被判以 1 万美元以下罚款或 5 年以下监禁或两罚并处。

第 218 节 证交会的官员和雇员

1934 年《证券交易法》第 4 节(b)条款应适用于有关下述证交会的权力:

- (1)确定为了执行本法所必需之另外的雇员及其工资;
- (2)租用和配置为了执行本法所必需之不动产。

第 219 节 条款的独立性

如本法中任一条款或这一条款之使用对某人或在某种情况下无效时,本法之其他条款和条款之使用在上述特殊人或特殊情况之外并不受影响。

第 220 节 本法之援引

可用 1940 年《投资顾问法》援引本法。

第 221 节 生效日期

本法从 1940 年 11 月 1 日开始生效。

第 222 节 投资顾问的州内管辖

本法之所有内容不影响各州的证券管理官(或相任类似职责的任何机构或官员)对任何证券或人的管辖权,只要其不违反本法之条款或以下之条例及规章。