

PDF-TN2016002

前海开源分级基金产品开发、投资者利益保护与市场环境之困¹

案例使用说明

一、教学目的与用途

1、**适用课程：**本案例适用于《公司金融》、《投资学》、《证券投资学》及《管理学》等课程。

2、**适用对象：**本案例适用于高年级金融学专业本科生或金融学硕士研究生，金融硕士（MF）、工商管理硕士（MBA）和高级管理人员工商管理硕士（EMBA）开发。

3、**教学目的：**具体目标分为以下 3 方面：

（1）覆盖知识点：

证券投资基金的定义与分类；

证券投资基金的投资决策、研究与风险控制体系；

证券投资基金的法律结构与法律、规章与自律性规范体系；

证券市场估值；

（2）能力训练点：

分析分级基金的结构化设计、风险收益分布及其套利机会的驱动因素。对市场大幅下跌与大幅上涨时，出现整体性溢价或折价时的套利机制的情景模拟。引

1. 本案例由广东财经大学金融学院的袁鲲、蒋永丹、李峥、翁文娟撰写，作者拥有著作权中的署名权、修改权、改编权。

2. 本案例授权中国金融专业学位案例中心使用，中国金融专业学位案例中心享有复制权、发表权、发行权、信息网络传播权、汇编权和翻译权。

3. 由于企业保密的要求，在本案例中对有关名称、数据等做了必要的掩饰性处理。

4. 本案例只供课堂讨论之用，并无意暗示或说明某种行为是否有效。

导学员对前海开源中航军工分级基金的基本结构进行深入的解剖。

分析投资决策委员会在基金管理过程中的角色与定位,讨论投资决策委员会发挥作用的方式及效率。根据前海开源基金管理公司的公开信息披露,弄清投资决策委员构成、投资决策委员会与基金经理之间的授权制度、约束机制及其考核体系等。

针对本案例中的特定证券市场环境、公司投资决策委员会的风险控制要点,分析前海开源中航军工分级基金规模迅速增长的内在原因。

深入全面地讨论基金管理公司经营目标确定;如何衡量基金的业绩,实现持有人短期利益与长期利益的平衡,履行投资者利益保护的行业承诺;在不利的市场环境,基金管理公司如何有效的进行危机管理。

(3) 观念改变点:

基金管理公司的独立判断是公司投资者创造价值的源泉。正是源于前海开源在极其不利的市场环境下对于独立判断、投资纪律坚守的勇气与信心,为投资者创造了长期价值。

通过前海开源分级基金发行引发的争议,探讨监管机构、基金管理公司与投资者相关各方所扮演的角色及应承担的责任。对于监管机构而言,如何完善基金发行制度与信息披露制度,创造条件让基金管理公司根据市场形势自主发行产品;对于基金管理公司而言,如何及时有效地主动披露信息,避免对于中小投资者利益的损害;评估我国投资者教育的现状,讨论加强投资者教育的方式。

探讨基金管理公司现行信息披露制度的缺陷,讨论基金管理公司利益与投资者利益发生冲突时如何有效地保护投资者利益的途径与方法。

二、启发思考题

1. 分析前海开源中航军工分级基金的发行流程,探讨在基金发行过程中可能影响基金销售的主要因素?基金管理公司是否可以有效地管控这些因素?

2. 前海开源中航军工分级基金的投资策略是什么?投资者为什么持有前海开源中航军工?分析前海开源中航军工投资者群体的构成。

3. 案例中前海开源基金管理公司投资决策委员会的主要风险控制措施是什么?请列出制定这一风险控制措施的主要依据。

4. 当市场上出现疯狂购买军工板块的羊群行为时，前海开源中航军工分级基金也成为主要的投资标的，试分析前海开源基金管理公司的风险控制措施对投资者造成什么影响；对分级基金规模造成什么影响？

5. 前海开源中航军工分级基金对于大好行情的踏空，不仅没有受到市场的惩罚，反而为公司带来巨额的管理费，这反映了市场制度在什么方面的失效？

6. 基金管理公司如何在投资者利益保护与基金产品成功发行之间保持合理的平衡？基于基金管理公司与投资者之间的信息不对称，基金管理公司是否有义务对投资者进行及时的信息披露与风险警示。

三、分析思路

教师可以根据自己的教学目标来灵活使用本案例。这里提出供参考的案例分析思路，主要是依照思考题的顺序进行。

1. 应引导学员收集、阅读公募证券投资基金的相关法律法规等材料。一般来说，基金销售将取决于公司现有产品业绩、公司实力与主要销售渠道的合作关系等。在现行基金发行制度下，基金管理公司向证监会递交产品申报材料，到获准发行一般需要3个月以上。在这段时间市场行情的变化成为未来基金销售不可控的主要影响因素。

2. 通过阅读前海开源中航军工分级基金招募说明书，其投资目标是紧密跟踪中证中航军工主题指数，通过严谨数量化管理和投资纪律约束，力争保持基金净值增长率与业绩比较基准之间的日均跟踪偏离度的绝对值不超过0.35%，年跟踪误差不超过4%。其投资策略如下：采用动态复制标的指数的投资方法，参照成份股在标的指数中的基准权重构建指数化投资组合，并根据标的指数成份股及其权重的变化进行相应调整，以复制和跟踪标的指数。

持有前海开源中航军工分级基金的投资者可以分为以下几类：第一、认同中国军工企业长期投资价值的投资者；第二、虽然不一定认同军工企业的长期投资价值，但是愿意博取短期内军工企业交易性机会的投资者，这类投资者构成了主要组成部分。第三、套利交易者。由于出现了A级份额+B级份额的价格之和与母基金净值大幅偏离的整体性套利机会，一些投资者进行了套利交易。

3. 要点如下：第一、在风险自担的商业原则下，任何投资判断都可以被接

受，这也是市场效率发挥作用的根本原因。第二、前海开源基金管理公司在上证指数超过 3500 点左右开始严格执行风险控制措施，禁止新增权益类资产仓位，其主要依据是整个市场的估值水平太高。第三、在市场过热甚至狂热的背景下，体现了前海开源基金管理公司的独立思考能力与专业素质，但也将承受踏空市场的巨大压力。

4. 前海开源中航军工分级基金空仓运行基金净值几乎没有增长，但是场内 B 级份额连续涨停，风险控制措施客观上推动了中航军工分级基金出现整体性的溢价，为套利型资金提供了交易机会。套利资金的所得即是非理性中小投资者的所失。套利投资者的母基金申购行为客观上有利于基金管理公司，这种溢价幅度越大，套利资金的申购规模越大。

5. 要点如下：第一、基金发行制度的缺陷，基金申报时点与基金获批时点不一致，期间市场环境可能发生巨大的变化；第二、在涉及到基金管理公司与基金投资者利益冲突的情况下，应制定相应的法律法规，要求基金管理公司主动向投资者披露相关信息，否则基金管理公司应将所获利益向投资者予以赔偿。第三、公司直到 2015 年 5 月 21 日才澄清风险控制措施，在此之前并没有向投资者说明其仓位控制措施，造成了公司与基金投资者之间的信息不对称。

6. 基金产品成功发行在很大程度上取决于是否抓住了证券市场的热点。但热点的出现本身说明了该类资产的价值已经获得充分的挖掘。往往形成高营销价值产品的投资价值低，而投资价值高的产品无人问津。基金管理公司为了自身利益，更着重于营销价值产品的开发，无疑在一定程度上损害投资者的利益，也将损害基金管理公司的长远利益，因此基金管理公司需要在短期利益与长期利益之间寻找合适的平衡。

7. 主要参考文献

[1] Fama, E. F. (1970):“ Efficient Capital Markets: A Review of Empirical Work.” *Journal of Finance*, 25, pp.383-417.

[2] Kahneman, D. and W. Riepe (1998):“ Aspects of Investor Psychology.” *Journal of Portfolio Management*, 24, pp.52-65.

[3] Kahneman, D. and A. Tversky (1979):“ Prospect Theory: An Analysis of Decision Under Risk.” *Econometrica*, 47, pp.263-291.

[4] Tversky, A. and D. Kahneman (1992): “ Advances in Prospect Theory: Cumulative Representation of Uncertainty.” *Journal of Risk and Uncertainty*, 5, pp.297-323.

[5] Tversky, A. and D. Kahneman (1974):“ Judgement under uncertainty:

Heuristics and Biases.” Science, 185, pp.1124-1130.

[6] Yu Z, L. Li, and G.(2013): “Tian Aggressive Reporting, Investor Protection and Stock Price Informativeness: Evidence From Chinese Firms.” Journal of International Accounting, Auditing and Taxation, 22, pp.71-85.

[7] 李志文,余佩琨,杨靖. 机构投资者与个人投资者羊群行为的差异[J]. 金融研究,2010,No.36511:77-89.

[8] 宋军,吴冲锋. 从有效市场假设到行为金融理论[J]. 世界经济, 2001, 卷缺失(10): 74-80.

[9] 袁鲲鹏,段军山,沈振宇. 股权分置改革、监管战略与中国股市波动性突变[J]. 金融研究,2014,No.40806:162-176.

四、理论依据与分析

1. 分级基金的基本结构及其风险收益特征

结构化分级基金是基金产品的重大创新,通过基金内部的结构划分,构造出带有杠杆的高风险份额和类固定收益的低风险份额,可以满足不同风险偏好的投资者的细分需求。分级基金关键条款分析:

第一、保守型基金份额与进取型基金份额划分比例。结构化产品的核心设计在于把普通的证券投资基金划分为两部分:固定收益的 A 级(优先级)份额和带有杠杆的 B 级(进取级)份额。在优先满足了 A 级份额的约定收益后,母基金的剩余收益或损失均由 B 级享有或承担。以前海开源中航军工为例,稳健性 A 份额与 B 份额初始比例为 1:1。也就是说,作为 B 份额的投资者,实际上是以“同期银行人民币一年期定期存款利率(税后)+5%”的利率借款,杠杆率为 2 倍。在牛市形势下, B 份额涨幅为跟踪指数的 2 倍。当然,随着 A 份额、B 份额的净值变化,杠杆率会发生变动,特别是 B 份额净值下降时,杠杆率将会扩大。

第二、份额折算。份额折算将分级基金份额净值高于面值以上的部分折算成母基金份额分配给投资者,分配方式类似于分红,可以在一定程度上满足现金流的需求。同时也控制了单位净值的极端化,保证杠杆在一个可接受的范围内波动。当溢价率或折价率过高,且临近份额折算时,类似封闭式基金分红的套利行为会导致溢价率或折价率暂时缩窄。

份额折算分为定期折算与不定期折算。特别是分级基金面临不定期折算的下折时,投资者的非理性行为将会带来巨大损失。例如,2015 年 8 月 24 日股市近乎跌停的表现,令高杠杆的分级基金 B 份额净值一日下降 30%甚至 40%以上,但

受到涨跌停板限制，分级基金 B 份额交易价格跌幅只能为 10%，这就造成多数分级 B 份额溢价率被动飙升，多只昨日触发下折的分级 B 溢价率超过 100%，误买入这些下折 B 份额的投资者将面临惨重损失，损失最惨重的当属误买入 2015 年 8 月 21 日便已触发下折的富国证券 B 级基金的投资者，该基金在 8 月 24 日成交 202.2 万元，收盘价为 0.309 元，而该基金昨日单位净值仅为 0.116 元，该基金实施下折折算，投资者因下折直接损失达到 63%。

2. 投资决策委员会与基金管理公司治理

基金管理公司投资决策委员会负责确定基金投资策略和投资组合的原则。其主要职责包括：1. 审批投资管理相关制度，包括投资管理、投资决策、交易、研究、投资表现评估等方面的管理制度。2. 确定基金投资原则、策略和选股原则等。3. 确定资金资产配置比例或比例范围，包括资产类别比例和行业或板块投资比例。4. 确定各基金经理可以自主决定投资的权限以及投资总监和投资决策委员会审批投资的权限。5. 根据权限，审批各基金经理提出的投资额超过自主投资额度的投资项目。

基金公司投资决策委员是基金公司的生命线，目前重要成员时有变动，而且透明度不高。其构成可分为两类：一类是由“总经理+各部门总监+基金经理”构成，一般由总经理担任投资决策委员会主席；另一类是基金公司行政人员与投资决策委员会隔离，投资决策委员会完全由基金经理构成。目前来看，第一类模式成为基金业内常态，采取第二类模式的基金公司较少。

投资决策委员会执行力度直接影响基金业绩。近年来，基金业发生的问题均出现在投资决策委员会的决定被“歪曲”或“越权执行”。综合来看，绝大多数公司投资决策委员会权限较大，可以决定基金公司投资的大方向，有的甚至会直接影响基金经理配置的单只股票。

对于前海开源基金来说，公开资料显示，投资决策委员会成员包括 16 名，主要有公司总经理与基金经理构成。联席董事长王宏远并未在投资决策委员会任职，但并不排除王宏远在更高的层面上对大类资产配置与标的选择等方面进行指导。从事后的运作情况来看，投资决策委员会的执行力度非常大，有效地抵御了来自于市场的压力。

3. 有效市场理论与行为金融理论

传统金融学的核心内容是“有效市场假说”。EMH 的三种假设情形。第一种情形：市场上的投资者都是理性的。投资者能理性地估价证券找出证券的基本价值，从而能迅速地对新的信息作出应对。第二种情形：市场上的投资者虽然不都是理性的，但他们之间的交易是彼此无关的。在这种假设情况下，有效市场假说仍然可以成立。第三种情形：套利的存在，如 Fama（1970）。

行为金融理论将心理学尤其是行为科学的理论融入到金融中，从微观个体行为以及产生这种行为的更深层次的心理、社会等动因来解释、研究和预测资本市场的现象和问题。该理论包括：期望理论、反应过度 and 反应不足理论、噪声交易理论、固锚理论等。

该理论认为，第一、有效市场假说将投资者假设为完全理性的，很难令人信服。实际上投资者并不能对股票的基本价值做出准确的预测。第二、人们并不是偶然偏离理性，而是经常以同样的方式偏离 (Kahneman & Riepe, 1998)。证券短期投资者为“大街上的羊群”。羊群行为往往造成与证券基本价值有关的信息不能完全从价格中反映出来，使证券价格经常偏离其基本价值，使证券市场处于无效状态。第三、当理性套利者进行套利时，不仅要面对基础性因素变动的风险，还要面对非理性投资者非理性预期变动的风险，套利交易并不一定能实现。

从中航军工分级基金的交易实践来看，显然部分中小投资者的投资行为并不理性。

4. 基金投资组合构建理论

基金选择股票构建投资组合一般采取两种方法，一种是自上而下的选股方式，另一种是自下而上的选股方式。所谓自上而下，就是首先研究宏观经济，然后选择受益于宏观经济发展趋势的行业，然后再从这些行业中选择好的公司。所谓自下而上，则是直接切入个股，采用这种策略的基金更多关注个别公司的成长空间、管理能力、业务模式、估值等等。

自上而下和自下而上各有优势，适合不同的市场环境。另外，不同基金类型对两种选股方式侧重也有所不同，公募基金追求的是相对收益，不论是收益还是亏损，只要跑赢同行就可以；公募基金对于单只股票也有持有比例的限制，因此，

公募基金更注重自上而下的选股方式。而专户理财等私募基金追求的是绝对收益，在不亏钱或者少亏钱的基础上为客户实现财富的保值增值，因此，选择好的股票集中持有这种策略更适合一些，自下而上的选股方式更适合专户理财等私募基金。

从前海开源中航军工分级基金的资产配置来看，应该典型地切合了自上而下的建仓方式。自上而下模式通过控制股票仓位水平，在证券市场高估或低估时能够有效的超过投资基准。

五、关键点

本案例分析关键在于把握基金管理公司在产品开发、基金销售与投资管理决策过程中所面临公司利益与投资者利益之间潜在的激烈冲突，包括主观的投资者利益保护与客观的投资者利益损害之间的矛盾、投资者短期利益与长期利益之间的矛盾、公司短期利益与长期利益之间的矛盾，在此背景下分析基金管理人的艰难决策。

教学中的关键点包括：

1. 基金管理公司的竞争战略
2. 基金管理公司投资决策委员会的职能与大类资产配置
3. 分级基金的结构化设计、风险收益特征及其套利机制
4. 基金发行与销售中的公司与投资者利益冲突
5. 基金投资信息的适当性披露与强制性披露

六、案例的后续发展

尽管面临甚嚣尘上的市场非议与严酷的牛市踏空压力，但是前海开源中航军工分级基金坚定地执行了投资决策委员会的风险控制措施。自 2015 年 5 月 21 日起，即使市场继续单边上扬至 2015 年 6 月 12 日的本轮牛市最高点 5178，也没有迹象表明前海开源中航军工进行了实质性的股票建仓。

前海开源中航军工分级基金第 3 季报显示，截至 2015 年 9 月 30 日，公司仓位达到 89.08%，但此时已正式离基金合同生效正好 6 个月，也是《公募证券投资基金运行管理办法》所规定的最后期限。

在这六个月时间里，中国证券市场完成了一场牛市向熊市的快速切换。在经历了蔚为壮观的多次千股跌停之后，2015 年 8 月 26 日上证指数达到了本轮行情阶段性的最低点 2850 点，距离最高点跌幅达到了 44.95%。而如果以中证军工指数计量的话，最大跌幅达到了 55%。

由于前海开源中航军工分级基金建仓时上证指数平均位于 3000 点左右，中航军工分级基金避免了给该基金的长期投资者带来大幅减值的悲剧。而这个悲剧，几乎其他分级基金无一幸免。

七、建议课堂计划

本案例可以作为专门的案例讨论课来进行，如下是按照时间进度提供的课堂计划建议。

整个案例课的课堂时间控制在 80-90 分钟。

课前计划：提出启发思考题，请学生在课前完成阅读和初步思考。

课中计划：

课堂前言（2-5 分钟）简单扼要、明确主题

分组讨论（30 分钟）发言要求：准备发言大纲

小组发言（每组 5 分钟）幻灯片辅助，控制在 30 分钟

引导全班进一步讨论，并进行归纳总结（15-20 分钟）

课后计划：请学学生上网搜索该企业的相关信息资料，尤其最新信息，采用报告形式给出更加具体的分析解决方案，或写出案例分析报告（1000-1500 字）；如果对此案例有兴趣跟踪，建议继续关注该公司后续基金发行及相关的投资决策，进行深入研究。明确具体的职责分工，为后续章节内容做好铺垫。