



私募投融资

...恒阳财经丛书...

机构投资 Institutional Investment and Assets Management

与 资产管理

盛立军 李渊浩 赵 宁◎著



中华工商联合出版社
CHINA INDUSTRY & COMMERCE ASSOCIATED PRESS



私募投融资

恒阳财经丛书

F830.59

99

机构投资 Institutional Investment and Assets Management

与 资产管理

盛立军 李渊浩 赵宁◎著



中华工商联合出版社
CHINA INDUSTRY&COMMERCE ASSOCIATED PRESS

责任编辑:高晓博

封面设计:翼之扬

图书在版编目(CIP)数据

机构投资与资产管理/盛立军,李渊浩,赵宁著.
北京:中华工商联合出版社,2006.7
(财经新浪潮私募投融资系列)

ISBN 7-80193-421-0

I.机... II.①盛...②李...③赵... III.金融机
构-金融投资-资产管理-研究 IV.F830.59

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2006)第 066863 号

中华工商联合出版社出版、发行

北京东城区东直门外新中街 11 号

邮编:100027 电话:64153909

网址:www.chgslcbs.cn

河北月华胶印厂印刷

新华书店总经销

787×1092 毫米 1/16 印张:15.5 220 千字
2007 年 1 月第 1 版 2007 年 1 月第 1 次印刷

ISBN 7-80193-421-0/F·156

定价:36.00 元

序

放在我们面前这本书，系统介绍了国际上私募股权投资基金即广义创业投资基金的产业链，以及保险机构和养老基金作为机构投资者参与私募股权投资领域的思路及其演变，强调了私募股权投资给予保险资产组合高回报的贡献。正逢中国政府即将允许保险资金入股设立创业投资(基金)企业之际，这本书的出版可谓给中国的保险界和创业投资界送来了及时雨，对于推介相关理论知识和指导现实实践均具有重要意义。

该书作者盛立军先生从1999年就开始系统研究这一领域，对国际上私募股权投资基金产业链有着深刻的了解，他的书中大量地引用了欧美地区在这一领域的素材，对国内同行的探索具有借鉴价值。同时，他还是这一行业积极的实践者，曾经为数十家企业提供了私募股权融资顾问业务，并与海内外超过150家基金保持着密切的联络。所以，他写的书能够自如地理论联系实际，对一些案例信手拈来，可读性很强。

允许保险资金进入创业投资领域是国际上通行的做法。这种做法，一方面可以拓宽保险资金的投资渠道，并为保险资金提供较高的投资回报；另一方面可以增加创业投资基金的资金来源。目前在美



国,创业投资基金通常给保险资金带来30%左右的高回报,50%以上的创业投资资金来自保险资金。截至2005年底,我国的保险资金达到1.43万亿的规模,全年投资收益率为3.6%,比2004年提高了0.7个百分点。而在2005年中,保监会在拓宽保险投资渠道上动作频频。先是年初2月,批准保险资金可以独立席位直接进入股市;9月,又发布《保险外汇资金境外运用管理暂行办法》后,允许保险资金出海。但是,从总体上讲,保险资金并未走出在资产与负债匹配前提下的投资困境。其制约因素是符合保险资金偏好的中长期且收益稳定的投资渠道依旧匮乏。特别是我国保险机构看好的创业投资渠道,当前在我国还无从谈起。

国内关于创业投资的探索最早可追溯到1982年。在几经波折后,由国家发展改革委、科技部、财政部等10部委联合起草,并经国务院批准的《创业投资企业管理暂行办法》终于在2005年11月艰难出台。该《办法》的出台标志着我国创业投资基金政府扶持机制,法律保障机制和备案管理制度已经确立。在未来的1~2年内,随着相关配套政策的逐步出台,我国终于可望建立起比较完备的创业投资体制。我一直非常关注保险资金和企业养老年金参与创业投资,所以,在参与起草《创业投资企业管理暂行办法》和《国务院关于实施中长期科学和技术规划纲要若干配套政策的通知》中,致力于推进保险资金进入创业投资领域的有关工作。如今,国务院的通知终于明确“支持保险公司投资创业投资企业”。但是,以什么方式、什么比例投资创业投资企业等风险控制机制方面的许多课题,在国内尚鲜有人研究。

今天,我终于可以高兴地看到盛先生的开拓性研究。在书中,盛先生从多个角度分析了国际上保险资金和养老资金资产管理的演变、管理模式,以及参与各类私募股权投资的过程,给出了大量翔实

的图表和数字，强调了作为一种长期投资产品的私募股权基金的高收益率对保险资产组合的总体回报率的贡献，也介绍了各类机构者操作资产管理的成功之处，给我们提供了系统的方法和具体的案例。与此同时，还用了很大的篇幅向读者展现了私募股权投资基金在中国的基金业、资本市场、机构投资者生态中的重要作用和发展前景。为在中国目前保险资金极度缺少投资渠道的情况下拓展一条新的投资途径，提供了重要的理论参考。

我相信本书的出版，对于推进保险资金进入创业投资领域也会起到重要作用。

刘健钧博士

2006/6/10

目录

第一章 国外机构投资者	1
一 机构投资者的发展	1
二 作为金融市场的买方	3
三 机构投资的特点	7
四 捐赠基金会	9
五 耶鲁基金会的投资策略	12
第二章 资产管理的操作	17
一 资产品种	17
二 积极的投资管理	19
三 投资委员会的功能	22
四 内部投资团队	25
五 外部基金管理人	27
六 定性的业绩评估	29
七 定量的业绩评估	31
八 投资关系管理	32

第三章 机构投资私募股权基金	35
一 机构投资者的种类和背景	35
二 不同基金的不同有限合伙人	38
三 投资动机和业绩	40
四 资金来源对基金的投资策略的影响	43
五 养老基金投资私募股权的比例和类型	47
六 投资私募股权基金的准则和趋势	51
第四章 基金业与中国资本市场	57
一 基金业在金融体系中的作用	57
二 各国基金业发展策略	59
三 资本市场 4 个子系统	60
四 资本市场的协调发展	64
五 机构投资生态	67
六 私募股权与证券投资基金的差别	69
七 私募股权基金作为金融机构的行业规划和法制建设 ...	75
第五章 私募股权基金业及其在中国的发展	81
一 私募股权基金产业链	81
二 私募股权基金投资上市公司	86
三 投资阶段和收益率	90
四 国外基金募集市场	94
五 基金募集操作	98
六 中国基金募集市场	104
七 企业家转化为基金管理人	106
八 基金管理公司的投资运作	110

第六章 基金的基金	117
一 国外基金的基金业概况	117
二 基金的基金管理公司案例	119
三 投资策略和尽职调查	121
四 政府资金作为基金的基金	126
五 证券基金的基金	129
六 上市的基金的基金	131
第七章 国外保险养老资产管理	137
一 全球保险资产的演变	137
二 保险资产管理模式	139
三 投资收入和资产分布	142
四 对私募股权基金的选择和投资管理	148
第八章 国内保险业及其资产管理	153
一 保险公司作为机构投资者	153
二 保险公司偿付能力	155
三 保险公司的经营业绩	159
四 保险资金运用的演变	162
五 投资股市的风险控制和组织管理	165
六 保险资金运用的新方向	168
七 保险资产管理公司	170
第九章 养老(年金)及其保险资产海外投资	175
一 社保基金的组织结构和投资品种	175
二 企业年金的发展	178

三 民营企业投资年金公司	181
四 保险和社保外汇资金海外投资	186
五 中外合作的基金的基金	192

附录

一 活跃在亚洲的基金的基金或基金投资顾问	197
二 美国养老基金投资私募股权基金的规定	201
三 私募股权投资基金的募集方案	211
四 加拿大社保基金所投资的私募股权基金名单	223

参考资料	233
------------	-----

第一章 国外机构投资者

一、机构投资者的发展

美国机构投资的历史是一个从无到有、从混乱到有序、从失败中寻找出路、从变化中寻找契机的逐步演变过程。早期的美国金融市场充满着混乱、投机和各种非常规乃至非法的交易和运作。大部分的投资者是散户和投机商。这一点在 1929 年的股市崩盘和随后的经济大萧条中得到了充分反映。随着金融立法的充分完善、正常市场机制的建立以及机构投资的发展,美国金融市场逐步进入了稳定健全的发展轨道。美国的第一家开放式基金在 1924 年成立于马萨诸塞州,原始资产只有 5 万美元。从 20 世纪五六十年代开始,机构投资得到迅速发展。各种专业化的投资管理公司开始了规模化、现代化的经营,并得到了投资者的信任。各种各样特定功能的机构投资,从洛克菲勒基金会(Rockefeller)、福特基金会(Ford)等信托基金,到保险基金,再到养老金和诸多学校及慈善机构捐赠基金,开始在金融市场发挥越来越重要的作用。根据 2001 年的统计,美国的共同基金(mutual funds)约有 6 万亿美元,养老金(pensions)、捐赠基金(endowments)和信托基金(foundations)约有 7 万亿美元,其中仅养老金一项就占 6 万多亿美元。作为对比,美国的私人银行储蓄约有 5 万亿美元,私人直接的股票投资不足 1 万亿美元,连纽约证券交易中心的股票资本总量也不过 14 万亿美元。

美国有不同的金融机构分散管理社会上的资金,商业银行所经营资金的比例在下降,从下表看到,在 1998 年已经降到 24%,而养老金和退休基金所管理的资金却在迅速增加,共同基金的市场份额也在

增加。在国外,证券投资基金经理人或基金管理公司通过向个人公募资金而成立的证券投资基金一般叫互惠基金(mutual fund)或共同基金,共同基金通常包括股票基金(国内股票基金、国外股票基金)、债券基金(国内债券基金、国外债券基金)、混合基金或平衡基金(包括股票和债券基金)和货币市场基金(投资货币、外汇等其他产品)。

表 1-1 美国不同机构投资者的市场份额的变化 %

	1980	1990	1998
保险公司	17	18	17
养老基金	18	21	29
金融公司	5	6	4
共同基金	3	10	21
商业银行	38	30	24

资料来源:美国联邦储备理事会:《资金流动》

表 1-2 对机构投资者更加细分,把保险公司分为寿险公司和产险公司,把养老基金分为私营养老基金和公营养老基金,把商业银行体系的组成为商业银行、储蓄机构、信托基金,也增加了证券公司,使我们对美国金融市场上的机构投资者的组成和他们所经营管理的资金的市场份额有了更清楚的认识。其中证券公司的资产管理公司也是一种机构投资者,但证券公司的承销业务和其他投资银行业务是一种直接融资的中介业务,只作为中介收取融资的佣金而不承担融资的风险,而机构投资者的间接融资业务是要承担融资和投资风险的。

虽然由于统计机关的不同、统计方法的不同、收集数据的误差和统计年份的不同,存在一些统计结果上的差异,但这些表格和数据所体现的市场构成和各种机构投资者的发展趋势则是一致的。

表 1-2 美国金融市场资金来源构成的变化 %

年份	寿险公司	私营养老基金	公营养老基金	产险公司	商业银行	储蓄机构	信贷协会	信托基金	证券公司
1986	12	3	7	5	29	12	3	24	5
1987	14	5	9	7	24	17	2	13	9
1988	18	9	10	7	29	18	2	6	1
1989	13	5	8	5	32	11	1	14	11
1990	16	8	9	4	15	24	2	18	4
1991	14	8	6	3	12	22	3	23	9
1992	12	10	7	1	23	12	3	27	5
1993	14	7	5	3	23	5	2	32	9
1994	17	11	9	4	32	2	2	20	3
1995	13	8	5	3	31	0	2	27	11
1996	11	8	5	4	22	2	2	41	5

资料来源: American council of Life Insurance (1997)

二、作为金融市场的买方

美国金融界通常称各种投资管理公司和机构投资者为金融市场的买方。作为金融证券的需求者和资金的提供者,他们以长期的投资回报为目的,通过研究和选择买入绩优股票、债券、基金及其他金融证券来达到盈利的目的。庞大的资产、严格的管理、严谨客观的研究使得他们在与华尔街证券商的交易和对上市公司的监管上掌握着主动权。作为金融市场买方中心城市的波士顿,拥有着美国许多最大的投资公司和最先进、最现代的投资管理知识和技能。

与之相对应的金融市场的卖方就是大家所熟知的华尔街券商和投资银行。他们主要是作为金融市场的中介,在资金需求者(企业和公司)和资金供给者(投资公司及捐赠基金、养老金、信托基金和个人投资者等)之间搭起桥梁、提供信息,促使交易的达成。他们的投资部

门主要负责公司上市、发行新的股票和债券、提供企业兼并、收购和改组的咨询。他们的证券部门主要从事二级市场证券的短期买卖,以调节投资公司在证券买卖过程中暂时的供需不平衡,并从中收取佣金。他们的金融研究部门则跟踪分析市场变化及上市公司的业绩,对公司的盈利提供预测并向投资者提出买卖的建议。其研究的目的一方面是为投资部门提供服务,另一方面是为投资客户提供信息和建议从而拓展生意。由于资金需求者(企业和公司)和资金供给者(投资者)都是他们的客户,双重生意目的往往会产生利益冲突从而影响证券分析的客观公正性。以美国最大能源公司安然(Enron)2001年12月的破产案为例,华尔街金融分析师迟迟不肯调低他们的乐观预测。最后是因为买方分析师(包括做空基金)跟踪研究,发现大量账面问题和管理弊端而纷纷抛售才导致政府的调查和公司最终申请破产。

金融市场买卖双方有着明确分工及不同特点。作为市场的集散地,卖方机构多集中在某个中心城市如美国的纽约和英国的伦敦。他们注重销售,促进资金的流动,从短期的市场波动和交易佣金中获利。而作为金融市场原动力的买方机构,则分布在不同的经济区域。他们的研究是为了自己的投资利益。真正的投资理念、投资战略往往是在这些千千万万的投资管理公司和机构投资者中形成的。他们的长期投资战略和稳健的投资方法有利于金融市场的稳定和健康发展。

金融市场的买方也有其分工和不同的投资管理风格。散户的直接股票投资只占美国股票投资的很小一部分。大部分的投资都是机构投资。作为机构投资核心的专业投资管理公司在他们的资产规模、投资风格和研究方法上各擅其长。大型投资公司有着很强的销售和服务功能。但过大的资产规模也会使其投资风格趋于保守并限制了他们投资的灵活性。小型投资公司会更看中投资专家的技能,更注重投资业绩和研究创新。在投资风格上,有的基金侧重增长型股票,有的基金侧重价值型股票,有的基金专门投资小型股票。另外还有国际股票基金、债券基金、私募股权基金和对冲基金等。在研究方法上,主要有基本分析和数量分析的区别。基本分析侧重对个别公司和产业

进行深入研究。它通过对经济形势、产业变化、公司产品、销售市场、企业管理和会计报表的分析来评估证券的公平价格，预测市场的回报率。这种研究需要很多的人力和资源，其优点是能够获得独家信息。数量分析则是从大量的历史数据和诸多的金融证券中发现规律和市场的不平衡状态。它的特点是具有客观性、全面性和快速分析能力。许多公司的投资研究是两者不同程度的结合。

下面的表格是英国的保险公司投资在债券、股票和单位信托基金(即美国的共同基金或叫互助基金)以及其他投资、现金、其他短期资产、其他资产上的资产分布以及从 1993~1996 年的变化趋势。

表 1-3 英国保险公司的资产分布 单位:百万英镑

	1993	1994	1995	1996
国内债券	85269	78533	96317	109361
国内股票	213735	201439	251452	278976
国外债券	14198	11935	15304	17100
国外股票	53250	51773	64372	67450
单位信托基金	37818	29907	38527	43436
其他投资	48782	51182	49103	51026
总投资	453052	424769	515075	567369
现金	18708	18129	24481	32266
其他短期资产	4684	5987	8008	10992
其他资产	12559	12594	18305	30416
总资产	489003	461479	565869	641023

资料来源:《英国保险统计年鉴》1987~1997

下面的表格和数据显示了不同类型的养老金（项目）如 IRA 计划、401(k)计划、403(B)计划投资到不同的共同基金类型上的金额和比例。总体上，投资国内股票的金额和比例较大，投资其他几种形式的共同基金的比例差别不大。

表 1-4 2000 年美国不同类型的养老金计划所投资共同基金

单位：10 亿美元

共同基金类型	国内股票基金	国外股票基金	债券基金	混合型基金	货币市场基金
IRA 计划	781	123	95	92	141
401(k)计划	537	69	36	71	53
403(B)计划	211	16	7	11	13
其他养老金计划	115	19	33	11	19
总计	1644	227	171	186	225

表 1-5 2000 年美国不同类型养老金计划所投资共同基金的资产比例(%)

共同基金类型	国内股票基金	国外股票基金	债券基金	混合型基金	货币市场基金
IRA 计划	32	5	4	4	6
401(k)计划	22	3	1.4	3	2
403(B)计划	9	0.5	0.3	0.5	0.5
其他养老金计划	5	0.5	1.3	0.5	0.5
总计	67	9	7	8	9

资料来源：投资公司协会；《共同基金报告》 2001 年

三、机构投资的特点

机构投资者包括各种信托基金、保险基金、养老金和学校及慈善机构捐赠基金等。他们的特点是具有固定的资产来源和特定的支出原则。他们的投资原则是确保基金的支出目标、侧重长期回报率并强调风险管理。他们或者由自己的分析师和基金专家来管理,或者雇用专业投资公司来为其理财。机构投资者掌握充分及时的信息,有着充分的资金和专业人员。以信托基金、保险基金、养老金和捐赠基金为例,机构投资有以下三个特点:

第一,理性的回报预期、长线的投资目标等重要投资理念的确立。金融市场瞬息万变,起伏之间充满着机遇和诱惑。如何确立重要的投资理念和战略、辨识纷繁具体的投资技巧,这一切考验着每个投资者的智慧和应变能力,也是机构投资者首先要思考和解决的问题。机构投资不同于股票炒作。单一的股票有着很大的个体风险。短期的价格波动往往受许多外在因素和偶然事件的影响。而机构投资的一大优点则是通过基金组建,投资多家股票而达到分散风险的目的。除股票市场外,机构投资还会选择其他的投资领域。根据权威统计,股票市场只占世界流动投资市场的30%左右,各种债券占40%左右,另外30%包括现金、房地产、森林和稀有金属等。

不同资产类别有着不同的长期回报率。1925~2001年,美国股票市场的长期年均回报率是10.7%,长期政府债券的平均年回报率是5.3%,短期政府债券的平均年回报率是3.8%。国际投资近二三十年来受到美国投资者的重视,其整体长期年回报率也应与美国相近。但在具体的年份,不同国家和地区的投资效益会有很大差别。

无数的学者和投资专家的研究和实践表明,金融市场存在着有效的竞争机制,在每一个特定的市场或资产领域,要想长期超越大盘和业界的平均收益是一件极其困难的事情。一个投资机构或个人的长期投资回报率,在更大程度上取决于其能否有效地辨识不同市场、国家、产业及特殊资产领域的相对变化趋势和价值定位,并依此进行