

共同基金

理论 运作 设计



王韬光◎著



北京大学出版社

共同基金

理论 运作 设计

王韬光 著

北京大学出版社
北 京

图书在版编目(CIP)数据

共同基金：理论 运作 设计/王韬光著. 北京：北京大学出版社，
2001.7

ISBN 7-301-05095-X

I. 共… II. 王… III. 基金-资金管理-研究-中国 IV. F832.21

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2001)第 040899 号

书 名：共同基金：理论 运作 设计

著作责任者：王韬光

责任编辑：林君秀 邹德君

标准书号：ISBN 7-301-05095-X/F·438

出版发行：北京大学出版社

地 址：北京市海淀区中关村 北京大学校内 100871

网 址：www.pup.com.cn 电子信箱：zpup@pup.pku.edu.cn

电 话：出版部 62752015 发行部 62754140 编辑室 62752027

印 刷 者：北京飞达印刷厂

经 销 者：新华书店

890 毫米×1240 毫米 A5 开本 9 印张 256 千字

2001 年 7 月第一版 2001 年 7 月第一次印刷

定 价：18.00 元

未经许可，不得以任何方式复制或抄袭本书之部分或全部内容。

版权所有，翻版必究

内 容 简 介

共同基金(在我国目前称证券投资基金)是市场经济发展到一定阶段,投资性资本大量积累,特别是金融市场成熟到一定程度及金融工具多样化而出现的产物。作为一种新型的投资工具,它能够把很多个人和机构手中的零散资金通过一定的形式集中起来,交由专业机构进行管理。它能够使广大个人投资者和机构投资者涉足专业性较强、风险较大的投资领域,并在把风险降低到一定程度的情况下获得较合理的投资回报。共同基金的主要特点是专家经营并分散风险,流动性较强。本书采取案例解剖分析的方法,对世界上最发达、最具代表性的美国基金业的共同基金的概念、运作、历史演进及其法律规范、市场运作机制以及对资本市场的作用和功能,做了比较准确、详尽的介绍、分析,并在总结美国共同基金发展的经验基础上,探讨了共同基金的发展模式以及美国共同基金发展模式的有效性和实用性。本书对我国共同基金的发展做了实证研究,提出了我国共同基金发展的目标和方向。针对开放式基金在我国设立和发展的若干问题,进行了较为详尽的分析,提出了自己独到的见解。

本书是国内第一本从理论角度分析共同基金的学术专著,资料全面、论证详细、观点新颖,具有较高的学术价值和理论水平,对中国共同基金今后的发展有一定的参考价值。

本书可作为国内相关专业大专院校、科研单位的教学用书,也可作为证券、投资、基金从业人员的培训教材或参考书。

序

共同基金或公共投资基金在西方国家已经有较长久的历史,而在我国,则是在最近几年内才受到重视并发展起来的。共同基金的设立为广大城乡居民开辟了可供选择的投资渠道,这样就可以广泛动员民间的资金,投入国民经济各个部门,以加快经济的增长,促进产业结构、地区经济结构、所有制结构的协调。

本书作者王韬光博士是我的学生。他毕业于北京大学法律系,1989年获法学硕士,后去美国改学经济,获经济学硕士学位。在香港工作几年后,考入北京大学光华管理学院,在我指导下学习,并于1999年7月获经济学博士学位。他的博士论文《共同基金的理论 and 运作及其在中国的实践》,得到论文答辩委员会委员们的高度评价,认为这是一篇很有新意的、对中国发展共同基金有参考价值的论文。现在,王韬光博士在该论文的基础上扩展成本书,请我为之写序,我是十分愿意的。

王韬光博士有四个重要的论点,我认为应引起经济界的关注:一是如何看待发展共同基金的文化背景;二是如何理解共同基金与稳定股市的关系;三是开放式基金与封闭式基金之中究竟哪一个更适合当前中国的经济;四是共同基金对外开放的利弊比较问题。在这篇序言中,我准备就这四个问题谈些个人的看法。

一、如何看待发展共同基金的文化背景?

王韬光博士指出,发展共同基金有两个决定性因素,即宏观经济形势和家庭风险取态。宏观经济形势好,企业盈利率上升,证券市场活跃,有利于共同基金的发展,反之,严峻的经济形势,企业盈利率下降,股市低迷,必定对共同基金的发展产生负面影响,这是不言自明的。至于家庭风险取态,则是指家庭对共同基金投资的风险估计、承受能力以及所采取的态度。据1996年底的资料,在美国,家庭拥有共同基金行业全部资产35390亿美元的47.2%,即26260亿美元,这

是与美国家庭看好共同基金有关的。那么,中国的前景如何?中国的家庭会不会也如此,即把大量资金投入共同基金行业?

据王韬光博士的分析,在人们支付了最基本的消费之后,如何处置收入的剩余部分同人们对未来的信心或预期有关,现阶段中国家庭的消费后的剩余有限,家庭的风险承担能力较低,因此不可能把大量资金投资于共同基金。这一分析是符合实际的。但我认为,这个问题还涉及共同基金发展的文化问题。中美两国的发展阶段不同,家庭的风险取态不同,文化背景也不同。投资于共同基金,用通俗的语言来表述,就是“把钱交给别人,让别人替你炒股”。在美国的文化背景之下,大家认为这是很正常的:“我信得过别人,别人炒股比我自己炒股强。”因此,共同基金对美国的家庭有较大吸引力。而在现阶段的中国则不然,一般的中国家庭可能这么想:“把钱交给别人代我炒股,还不如我自己炒股。”中国人可能更相信自己,即使赔了,也只是说“自己运气不佳”。为什么一般的中国家庭会有这种想法,是同现代信托观念在中国社会上还未普及有联系的,而现代信托观念之所以不易很快普及,又同历史上长期自给自足的小生产者意识、以及计划经济体制下一切依赖国家或单位的思想有关。由此可见,共同基金在中国社会上的推广需要经历一个较长的过程,不是短期内就能使一般的家庭转变看法的。

但从趋势上看,随着市场经济的发展,现代信托观念的日益普及将不可避免。中国的家庭以后肯定会越来越看好共同基金这一投资形势,对此不必怀疑。

二、如何理解共同基金与稳定股市的关系?

王韬光博士在分析共同基金的作用时指出,不能把共同基金与股市平准基金类比。股市平准基金是政府用于干预股市的一种政策手段,而共同基金则是一种商业机构;此外,股市平准基金不以盈利为目的,而以稳定股市、减少股市的大幅度震荡为目的,共同基金作为一种商业机构是以盈利为目的,但客观上则有可能起到稳定股市的作用。他接着写道:在实际操作上,由于共同基金以盈利为目的,所以只要基金认为股市仍处于牛市,基金一定会买入,而不会像股市平准基金那样抛出,以平抑价格;而当股市发生逆转时,共同基金认为

股市大市将步入熊市,于是会抛出股票,而不会去救市。应当指出,王韬光博士的分析是很有说服力的。

为什么我认为他的这个论点值得重视,原因在于目前确有一些人,包括决策部门的人员在内,总认为可以靠共同基金在股市上的买进卖出稳定股市,错把共同基金当做股市平准基金来运作,其结果不仅扭曲了股市,而且还会把共同基金推入难以自拔的困境。

我是不赞成设立股市平准基金的。早在1993年9月30日的香港《大公报》上,我曾写过题为《靠什么来稳定股市?》的文章。我在文章中写道:“靠建立股市平准基金来稳定中国股市的主张是不妥的……既然股市是市场经济的重要组成部分,那就必须尊重市场经济规律,按市场经济的原则办事。证券法律法规应当完善,股份制企业必须规范化,上市公司的数目应多一些,它们的透明度应符合要求,政府则依法管理证券市场。这样,股市即使有起有落,仍应被视为正常波动。”不设立股市平准基金,发挥共同基金在稳定股市中的作用,都是遵循市场经济规律的表现。共同基金的最大特点,在于它们以理性投资者的身份参加股市的交易,它们既着重中长期投资的收益,也关心证券投资的短期收益,它们的行为较少受到散户的影响,不至于盲目追市,也不屑于这样做,这就从客观上有利于股市的趋稳。也正是从这个意义上说,发展共同基金能促进股市的稳定。

三、开放式基金与封闭式基金之中究竟哪一个更适合当前中国的经济?

王韬光博士认为,开放式基金,一方面由于基金股东可随时要求基金赎回其股份,因此其流动性较强,对投资者也更具吸引力,另一方面,由于其可随时发行新股份,便于基金规模发展,所以目前美国90%以上的基金都是开放式基金;而在中国,则应当先鼓励发展封闭式基金,因为发展开放式基金的条件还不成熟。王韬光博士列举了发展开放式基金所需要的三个条件:

1. 证券市场的容量要足够大,流动性或每天交易额要足够多,基金才能迅速套现,以满足股东的赎回要求。
2. 上市企业数目要足够多,国债的二级市场及公司债券的债券化要长足发展,这样可供基金选择的余地就比较大。

3. 对基金管理公司的操作水平的要求也比较高。

对王韬光博士的见解,我是同意的。我曾在1994年3月24日香港《大公报》上发表过《哪种基金更合适?》一文,文章共分三小节,它们的标题是:目前宜采封闭式基金;封闭式基金的四大优点;不必完全拒绝开放式基金。关于封闭式基金的优点,我归纳为:

1. 由于封闭式基金的发行数额是限定的,开放式基金的发行数额是可变的,不封顶的,在现阶段,如果基金选择开放式的,可能导致发行数额难以控制,不如主要选择封闭式,这样有助于金融的稳定。

2. 在中国,基金的发展有利于转换企业经营机制与调整产业结构,基金应注意中长期投资,这比较适合选择封闭式基金。由于开放式基金可以随时赎回,甚至管理公司有必要保留一部分现金备用,这样它们将会较多地注意短期投资。

3. 开放式基金的投资者关心的热点往往是短期收益,他们不关心企业的实际效益,而只关心差价,这不利于证券市场的正常发展。封闭式基金由于不能随时申请购买,又不能随时赎回,反倒有利于现阶段中国债券市场的正常发展。

4. 从运作上看,封闭式基金要比开放式基金简便些。现阶段中国的金融人才、证券管理人才、基金运作人才都不足,如果要选择开放式基金,人才不足问题将更加突出。

当然,无论是强调目前中国选择开放式基金的条件尚未具备或强调中国现阶段以选择封闭式基金为宜,都只意味着我们在发展共同基金时应从实际情况出发,而并非一概拒绝开放式基金。今后,随着经济形势的变化和设立开放式基金的条件趋于成熟,可以从封闭式为主的格局过渡到封闭式基金与开放式基金并重的格局。

四、共同基金对外开放的利弊比较

中国的共同基金行业是否对外开放和对外开放到何种程度,是证券界、金融界都关心的问题。王韬光博士从四个方面对这一问题进行了论述,并提出了自己的见解。

1. 是否容许外国共同基金在中国向中国的投资者销售其基金?是否容许中国投资者直接购买外国共同基金?对这个问题,应当从中国经济整体利益来考虑。可以预见,在现阶段和今后一段时间内,国

内急需资金,资金是短缺的,有限的国内资金应当用于国内建设,所以不应容许外国共同基金在中国向中国投资者销售其基金。加之,中国的共同基金行业目前正处于起步阶段,在管理水平、投资技巧、投资经验、人才、实力上都无法同外国共同基金竞争,这也是限制中国投资者直接购买外国共同基金的理由之一。

2. 是否容许中国境内机构与境外机构在境外合资,组建共同基金?这主要看所组建的共同基金把资金投往何处。如果资金主要投于境外,那么就同前面所涉及的问题一样,目前不应容许这么做。如果资金主要投于境内,那就应采取鼓励的态度。

3. 是否容许境外共同基金投资于国内证券市场?由于目前国内证券市场分为A股市场与B股市场,B股市场对外资是开放的,而根据《证券法》A股市场则不容许外资进入,因此境外共同基金投资于国内A股市场目前有法律上的障碍。但法律不是不可以修改的,只要条件成熟了,通过法定程序,可以对A股市场不开放问题作些修改。下一阶段需要考虑的是:A股市场究竟开放到何种程度为宜?看来,世界上一些国家和地区的经验是值得参考的。以日本为例,至今对外资购买其证券仍有限制,新加坡、韩国、台湾也限制外资在本地证券市场上的活动。概括起来,或采取比例限制(对外资持有个别证券的比例规定某个上限,如20%、40%等),或采取总量限制(对外资在本地证券市场持有证券的总量设一上限,如50亿美元等),或在程序上有特别规定(如需要向主管部门提出申请等)。

4. 是否容许外国共同基金与中国适当机构在国内合资成立基金管理公司,从事人民币共同基金业务?这是应当予以鼓励的,但由于国内共同基金行业正在起步,经验不足,人才不足,所以应当由中方控股。

王韬光博士有关共同基金对外开放问题的上述分析,我认为是符合当前中国经济的实际情况的,他的一系列论点有说服力。在共同基金对外开放的形式与程度上,始终应以利弊得失的比较分析作为考虑的重点。总的来说,共同基金的对外开放有利也有弊,对于利弊,应当进行具体分析。

比如说,外国共同基金在经验、人才、管理水平、投资技巧等方面

都有长处,无论是容许它们进入国内市场还是容许它们同中国的共同基金合资,都可以促进中国共同基金的运作水平的提高,从而有利于中国共同基金行业的发展。但另一方面,由于外国共同基金经济实力雄厚,加上又有其他方面的优势,如果在国内市场上同中国的共同基金竞争,对中国共同基金的发展肯定是不利的。因此,为了趋利避害,在目前和今后的一段时间内,只能采取一方面限制外国共同基金在中国向中国投资者销售其基金,另一方面鼓励它们同中方合资,并在中方控股的前提下在国内从事人民币共同基金业务的做法。这是一种两全之策。

又如,国内资金短缺,有限的资金应当主要用于国内建设。如果不加限制地容许外国共同基金吸收中国投资者的资金并用于国外投资,显然不利于中国的经济建设。但如果能采取措施把外国共同基金的资金吸引到国内的投资领域中来而又不至于引起国内证券市场的大震荡,那么中国共同基金开放到这种程度,也是合情合理的。将来经济形势变了,可再作调整。也就是说,共同基金对外开放的利弊也是随着经济形势的变化而变化的,变化后的利与弊比较的结果,必然导致共同基金对外开放程度的变化。

王韬光博士之所以能在共同基金这一课题的研究取得成绩,一个重要的原因是他具有实践经验并善于从实践经验中作出总结。在香港工作期间,他曾担任中国光大控股公司执行董事、总经理。他还担任由美国万国宝通银行、中国光大集团、文莱国投资集团共同发起组建的“花旗—光大中国投资基金”管理公司的董事、投资决策委员会委员。他对共同基金的业务相当熟悉,又经过正规的、系统的、学院式的经济学训练,这就使得他的研究成果受到学术界的好评。现在,王韬光博士已获美国哈佛大学博士后资格(全奖),我希望他能在金融、证券的进一步研究中作出新的成绩。这篇序言就作为我对他的鼓励。

厉以宁

1999年12月于北京大学光华管理学院

目 录

导言 本书内容及研究方法	(1)
第一章 证券组合理论	(5)
第一节 证券组合理论的基本框架	(5)
第二节 技术分析与基本分析	(6)
第三节 通过多元化(分散化)分散风险	(8)
第二章 共同基金的概念、运作、历史演进及其法律规范	(12)
第一节 共同基金的概念和运作	(12)
第二节 基金的演进与投资者	(28)
第三节 共同基金所有权和股东行为	(38)
第四节 共同基金市场:共同基金是一种产品,一种服务, 或二者兼而有之	(41)
第五节 美国的基金管理模式种类及演变	(56)
第六节 共同基金的规范和要求的披露	(69)
第三章 共同基金在我国的实践	(84)
第一节 在我国发展共同基金的重要现实意义	(84)
第二节 我国基金业发展情况及问题	(90)
第三节 发展我国共同基金几个重要理论认识问题	(114)
第四章 进一步发展我国共同基金要深入研究的 几个问题	(122)
第一节 共同基金的规模经济问题	(122)
第二节 共同基金的信息披露	(124)
第三节 共同基金作为机构投资者——上市公司 的股东	(128)
第四节 共同基金的国际化及我国共同基金市场对外 开放问题	(132)
第五节 高新技术对共同基金发展的作用	(158)

第五章 关于我国发展开放式基金若干问题的探讨	(163)
第一节 开放式基金:投资基金市场的主流	(163)
第二节 设立开放式基金的条件及在我国试点的 可行性.....	(171)
第三节 开放式基金对我国证券市场的影响.....	(177)
第四节 开放式基金的产品设计方案及推出步骤	(186)
第五节 基金管理公司如何应对开放式基金的推出 ...	(201)
第六节 关于开放式基金的法律思考.....	(207)
结束语	(217)
附录 1 如何看待宏观经济情况——短缺经济到剩余经济对 我国的影响	(219)
附录 2 富达增长和收入组合基金	(227)
附录 3 证券投资基金管理暂行办法	(254)
附录 4 开放式证券投资基金试点办法	(264)
参考文献	(271)

导言 本书内容及研究方法

一、本书内容

共同基金(在我国目前称证券投资基金)是市场经济发展到一定阶段,投资性资本大量积累,特别是金融市场成熟到一定程度及金融工具多样化而出现的产物。作为一种新型的投资工具,它能够将很多个人和机构手中的零散资金通过一定的形式集中起来,交由专业机构进行管理。它能够使广大个人投资者和机构投资者涉足专业性较强,风险可能较大的投资领域,主要是股票,债券,货币市场工具或三者的某种组合,并在把风险降低到一定程度下获得较合理的投资回报。共同基金的主要特点是专家经营并分散风险,流动性较强。

共同基金产生于英国,大发展于美国。英国 1868 年创立了第一个国外及殖民地政府信托,其宗旨是:运用共同基金,分别投资于国外和殖民地证券,以此分散投资风险,使中小投资者一样享受投资利益。在过去的几十年,共同基金行业急剧发展。共同基金也不仅仅是一种美国现象,它在几十个国家都很通行,既包括像英国和日本这类发达的金融中心,也包括诸如希腊、印度、葡萄牙和台湾这样的后起之秀。

许多今天的共同基金巨头当初都是在 20 世纪 30 年代组成创立的。然而,共同基金的大发展是在二次世界大战之后,特别是 20 世纪 70 年代以后。在美国,1946 年,共同基金管理的资产仅 20 亿美元。到了 1956 年,发展到 105 亿美元;1966 年,超过 390 亿美元。进入 20 世纪 80 年代以后,共同基金突飞猛进,呈爆炸性发展。1990 年,3,000 个基金管理着超过 10,000 亿的资产;而 1993 年,达到并越过了 20,000 亿水平。1997 年,8,000 多个基金管理着 35,000 亿美元的资产。全世界以资产计,到了 1996 年底,共同基金已吸取了近 60,000 亿美元,其中相当一部分是在美国之外。这种对基金不断增

长的需求在很大程度上可归结为世界上中产阶级的发展。人们都有同样基本的金融需求和目标。共同基金现象确实是世界性的。

发展共同基金有利于促进证券市场的稳定健康发展。截至 1998 年底,我国深圳、上海两个证券交易所,共有上市公司 851 家(已超过了香港),总市值超过 2 万亿人民币。我国证券市场在不到 10 年的时间里,发展到今天的程度和水平,是难能可贵的。但许多问题也是显而易见的,如受供求关系影响而致使股票价格普遍相对盈利偏高或过高,投机色彩过于浓厚,易受政策甚至谣言影响,庄家操纵市场,内幕交易,大起大落,波幅过大等等。特别是许多个人从初期的对股票的狂热,经历重大挫折后,今天视股市为畏途。可以说,目前证券市场中的诸多问题都与缺乏专业投资者和长期投资者有关。基金的入市,特别是当基金具有相当规模,占证券市场市值相当比例的时候,对于证券市场的稳定发展具有重要积极意义。发展共同基金有助于有效配置我国稀缺的金融资源,从而有助于改善我国的产业结构和经济结构;发展共同基金有助于改善企业经营管理机制,促进企业提高管理水平,增强企业盈利能力;发展共同基金有助于改革我国的投资体制,也有利于社会保障体系的形成和发展,同时共同基金也是吸引海外资金的一种渠道;发展共同基金还有利于促进投资金融制度创新和金融工具多元化。

共同基金在我国经过几年的发展,存在哪些问题?影响共同基金发展的决定性因素有哪些?怎样认识宏观经济、企业盈利、证券市场、个人风险承担能力及风险取态等与共同基金发展的关系?如何看待共同基金对证券市场的稳定作用?有些问题,比如共同基金如何作为上市公司的股东,共同基金市场的对外开放问题,都是值得深入研究的。本书试图探讨上述问题。

二、研究方法

共同基金是一种实践性极强的金融中介、投资工具。已出版的有关共同基金的著作、文献,绝大部分是有关共同基金实务的,或从共同基金管理的角度,比如如何操作共同基金,共同基金操作技巧等等;或从投资者角度,比如如何购买共同基金,最好的 100 家共同基

金介绍等等。从理论上阐述分析共同基金本身的著述,可谓凤毛麟角。这与对金融领域其他部分的大量研究,如对商业银行,利率等等,形成鲜明对比。可以说,在共同基金领域,理论远远落后于实践了。国外基本上都如此。笔者即便使用互联网络查询,除了大量有关共同基金实务方面的书籍,也很难找到几本有关共同基金本身理论方面的著述。而在我国,共同基金刚刚处于起步阶段,尚谈不上从理论上对共同基金进行概括总结。发表的文章、出版的著作绝大部分还停留在对国外共同基金的介绍上。

本书首先试图比较准确、详尽地介绍美国共同基金。之所以选择美国,是因为共同基金在美国发展最快,最兴盛,规模最大,基金品种数量最多,投资者最广泛,立法早且严密,因而最具代表性。研究美国共同基金,目的是探讨其对我国共同基金发展诸方面的借鉴作用。当然,中国有自己的国情特点,绝不可能照抄照搬任何其他国家的模式。但其他国家,特别是发达国家的经验,是值得我们借鉴的。笔者之所以只选择美国,而没有选择几个国家,主要是因为本书篇幅所限。选择几个国家,就无法进行较深入详尽的介绍分析,面面俱到,蜻蜓点水,但哪一个都没有讲透,从而很难借鉴。

笔者也注重采取比较研究的方法,例如在分析共同基金这一金融中介时,将其与传统的金融中介——商业银行进行比较研究,这样就非常有助于深入理解共同基金。同时,笔者还采取了调查研究的方法,对国外共同基金经理、分析员,对国内基金的管理人员,通过直接面对面访谈,电话访问等方式,进行了第一手的调查研究。从中受到了许多启发,也发现了很多问题。从1994年开始,笔者担任中国光大控股公司执行董事、总经理。中国光大控股公司在香港联交所上市,由中国光大集团控股,是一家较有影响力的红筹公司。笔者的重要工作之一,就是会见共同基金经理。大部分情况是共同基金经理要求会见,有时候对一些特别的大型基金,我也主动约见。会谈内容都是介绍公司的投资政策,经营管理状况,财务情况,包括负债比率,现金流状况,融资计划等,并回答他们提出的一些具体问题。当然,无论是介绍情况,还是回答问题,都不能违背上市公司信息披露方面的规则。在这个过程中,通过对基金经理提出的问题,可以看出其关注点。

许多时候,我也主动询问基金的一些基本情况,如其投资政策,诸如对不同地区,不同国家,不同行业的投资情况,风险规避措施等。这些都对笔者对共同基金的感性认识,掌握第一手材料大有裨益。

另外,笔者本身是一家海外的针对中国大陆的直接投资基金管理公司的董事,投资决策委员会委员(中方惟一的)。从1994年初开始,美国万国宝通银行(也译为花旗银行)与中国光大集团,文莱国投资集团共同发起组建专门投资于中国大陆的投资基金。于1995年7月正式成立了“花旗—光大中国投资基金”,集资1.75亿美元,基金于1995年12月在爱尔兰上市。笔者一直积极参加了基金募集成立的全过程。而后,作为基金管理公司的董事,投资决策委员会委员,笔者参加了投资项目的寻找,研究分析,筛选,初步决策,谈判等工作,从而深入具体了解了海外投资基金项目决策、风险防范与规避,基金管理公司管理机制及运作。值得庆幸的是,尽管经历了亚洲金融危机,该区域大量的投资基金损失惨重,相当一部分甚至伤筋动骨,“花旗—光大中国投资基金”由于其成功的投资政策,风险防范及规避措施,较好的投资技巧和操作方式,不仅保住了本,甚至还有可观的盈利。在这一过程中,笔者从中学到了许多东西,受益匪浅。

笔者特别声明,文中对有关美国共同基金的介绍部分,主要是参考了国外学者的概括总结,许多内容是直接翻译整理自外文文献,并没有太多笔者自己的观点。但是对我国共同基金的理论研究和看法,则完全是笔者自己的观点。

第一章 证券组合理论^①

第一节 证券组合理论的基本架构

限于本书的主题,笔者并不是笼统地介绍一般的证券组合理论,而是从基金经理的角度出发,结合基金投资,侧重从风险与回报的关系,来介绍有关证券组合理论。

在西方投资界,有关投资的一个常识就是:不要把所有的鸡蛋放在同一个篮子里。这也是基金经理投资时所奉行的信条。经济学家在投资实务的基础上,发展了证券投资组合理论,包括“常数投资计划”、“等级投资计划”、“公式投资计划”和“资金平均数”等方法来指导投资。这些早期的理论中,比较权威的是 B. Granham、D. Dodd 和 S. Cottle 三人合著的《证券分析》一书。早期的证券投资理论,从宏观经济、行业周期及公司内部来分析证券及其价格变动,这种基本分析方法本身是正确的。但其忽视了现实世界中其他因素,包括一些不定因素的影响和作用,结果给人一种分析不准确的印象。

1950 年代初,Harry M. Markowitz 运用概率论和线性代数方法,研究基金资产组合,分析了各种不同的证券之间的内在相关性。1952 年他发表了《证券组合的选择》论文,1959 年出版了同名专著,详尽论述了证券组合的基本原理,从而为共同基金奠定了理论基础。由于 Markowitz 的理论高度抽象,加上当时计算工具的局限,当时的共同基金行业并没有充分重视并系统应用这一理论。Markowitz 的学生 William Sharpe 发展了这一理论。1964 年他发表了《资本资产价格:多种风险的情况下的市场均衡理论》(载于《金融月刊》)。John Linter 发表了《股票组合和资本预算中风险资产的估计和风险

^① 部分内容直接参考或引用了 Robert C. Pozen 在 *Money Managers and Securities Reserach* 一文中对 Harry Markowitz 和 William Sharpe 理论的概括总结。