

投资基金

组织·管理与评估

徐志坚 施荣德 著

南京大学出版社

投资基金：组织、管理与评估

徐志坚 施荣德 著

南京大学出版社

(苏)新登字第 011 号

投资基金:组织、管理与评估

徐志坚 施荣德 著

*

南京大学出版社出版

(南京大学校内 邮编 210093)

南京豪利电脑照排中心照排

江苏省新华书店发行 江苏扬中印刷厂印刷

*

开本 850×1168 1/32 毫米 印张 12.375 字数 322 千

1995 年 10 月第 1 版 1995 年 10 月第 1 次印刷

印数 1—3000

ISBN 7—305—02880—0/F·441

定价:16.00 元

(南大版图书若有印、装错误可向承印厂退换)

序 言

投资基金概念在中国的广泛传播原由于 1993 年到 1994 年 7 月长达 17 个月的股市熊市，尽管在 1992 年前后，全国各地已经成立了近 50 家投资基金，但它们主要是以投资受益券、债券与变相股票的形式出现，因而在资金投向上，常以实业、房地产为主。在基金年收益方面，常事先承诺一定的投资收益率，有的甚至固定收益率。证券市场中的或长期低迷或所谓过度投机，使证券管理层开始意识到投资基金在证券市场中的作用，从而引发出 1994 年 7 月底的“四大政策”救市的权宜之计，在所谓“四大政策”中，有两条与投资基金有关。尽管我们现在知道，投资基金的作用并不仅是在证券市场上抑制过度投机、或进行救市（基金救市之举乃日本之独创，是政府干预的结果），但如何建立有效的、规范的投资基金运作与管理体制显然已经列到管理层的议事日程上来了。

建立投资基金的优点与好处自不必说，想了解有关内容的读者可在本书第一章中查阅。然而从发达国家的经验与历史中，我们可以看到，投资基金的产生和发展与经济发展水平有着密切的联系，这种联系包含两个方面，一个方面是：投资基金的出现是一个国家经济发展的结果。对于 19 世纪的英国来说，产业革命促使英国成为世界强国，殖民统治又使英国的中产阶层财富剧增，财富的积累及对利润的追求从根本上推动了投资基金这种组织或机构的产生；对于 20 世纪初的美国来说，也是因为当时已经取代了英国而成为世界第一经济强国，富裕的美国人为集中投资黄金、债券而设立了投资公司；日本投资信托制度的建立也类似，因为 1937 年的日本已经是很强的资本主义国家了。另一方面，也是更

重要的方面是：投资基金的产生与发展，反过来也能对国家的经济发展产生重大的影响。事实上，投资基金的组织形式传播到亚洲国家与地区，如日本、韩国、香港、新加坡、台湾、泰国等，其作用就已经发生了某些变化，它不仅能给投资者带来高额的收益，同时，也为这些国家与地区的政府所利用，成为调节或改善经济发展质量的工具或辅助手段。在日本，投资基金把闲置在职员、家庭妇女甚至儿童手中的资金集中，用于大规模的投资建设，加速国内资金积累，并且成为干预证券市场变化的重要力量。韩国、台湾与泰国则利用投资基金，大量而又有序地吸引外资的进入，使岛内或国内的资金缺乏得以缓解，换句话说，投资基金带来了金融创新，促进了地区性的经济发展。

投资基金与证券市场的发展也是紧密相联的。投资基金的建立与运作本身就需要成熟、发达的证券市场作为其表演的舞台，规模进入、组合投资需要证券市场的适度容量与品种的多样化。同时，投资基金在证券市场上的行为也需规范与合法，因此，具有完善的法律、法规体系的证券市场无疑是投资基金良好运作的必要条件。另外，投资基金也有利于证券市场的发展。投资基金的建立，既可增加证券市场上投资机构的数量，又可提供新的金融工具，增加投资机会，从而扩大证券市场规模，改善投资结构。作为机构投资者，由于分散投资，专家操作，降低了投资风险，减少了证券市场的投机因素，避免证券价格的剧烈波动，从而可参与引导证券市场健康稳定地发展。

作为引进外资的重要工具之一，投资基金的建立与运行必须遵循某些国际规范，以此来提高投资基金运作的有效性与公正性。这些国际规范大多体现在立法、监管、基金保管人与管理人的分离、信息披露等方面，这些方面对于像我国这样的发展中国家来说，一般是比较薄弱的，是在市场经济体制的建立过程中需要解决的问题。就当前的情况而言，发展是极其迅速的（用3年的时间走完了国外30年的发展历程），但有待解决的问题仍然不少，例

如《投资基金管理办法》仍未出台，现有的 70 多家投资基金中，保管人与管理人合二为一，政府监管主要体现在投资基金的审批上，而投资基金成立后，其运行中的合法、规范问题却处于无人监管的状况。国际规范的另一个层面就是保护投资者利益，包括基金发行中的广告宣传，基金运作过程中的信息发布等方面的规范化、防止欺诈与不良诱导。当然，我们相信，在经历 1995 年中国证券市场规范年之后，投资基金的国际化、规范化程度也将大为提高。

与国际规范相对应的是：投资基金建立与运作中的本国特色。这一点在当前的中国特别重要，因为如果我们在我国建设社会主义市场经济体制的大背景下来考虑，那么发展投资基金就不仅仅是将投资基金作为一般性的投资工具来加以利用，而是具有更深刻的历史意义。这个意义表现在：首先，投资基金的发展能促进金融深化。像日本当年一样，投资基金的发展使大量闲散资金得以充分利用，激发普通市民的投资热情，增加金融资产品种，促进资产金融化，提高投资效率。其次，投资基金的发展有利于引进外资，只要采取适当的措施，就可以通过投资基金的方式吸收大量国外闲散的、不具备直接投资能力的资金用于我国的经济建设，而且以这样的形式吸引进来的资金不形成外债，没有外债负担。再次，发展投资基金有助于当前我国建立现代企业制度。因为现代企业制度是以法人财产权为特点的现代股份公司制度，而投资基金既进行股权投资又不以控股为目的，容易为企业所接受。同时，投资基金的管理人员一般都具有丰富的投资经验和股份制改造经验，他们可以利用股权改造、资产重组等方式帮助我国企业进行规范的股份公司改造，从而可以促进我国现代企业制度的建立。另外，由于投资基金的组建方式很多，投资重点不一，投资限制可以规定等，因此，投资基金的发展，特别是特种基金的组建可有助于我国产业结构的调整，平衡地区发展以及促进像高科技这样的新兴行业的发展。例如，我们可以组建像铁路基金、高

速公路基金、电力基金来弥补我国对能源、交通行业的投资不足，以此消除这个长期阻碍我国经济发展的瓶颈。我们也可以建立农业发展基金，致力于实现农业现代化的高科技技术与推广运用，以促进我国农业发展更上一个台阶，为经济的持续发展建立一个坚实的基础。同时，通过专门设立诸如扶贫基金、少数民族基金、地区发展平衡基金来调节或改善我国当前的东、西部经济发展不平衡的状况，促使地区间的均衡发展。重视创业基金的组建也应是我国组建投资基金的特色之一，未来全球的竞争是高科技的竞争，为我国在二十一世纪的全球竞争中立于不败之地，必须加大高科技产业的投资，而在我国当前资金严重短缺的状况下，不妨建立更多的海外创业基金，充分利用外资，发展中国的高科技产业。

文明属于世界，既然历史上的中国曾给世界文明贡献过指南针、火药、造纸术、活字印刷术，那么今日的中国也可以学习、利用世界文明与智慧为发展与繁荣我国经济而努力。在市场经济尚不发达的我国，投资基金的出现与发展本身就是金融创新、制度创新的结果，而在投资基金发展过程中，还会出现许多新的课题有待研究。本书的目的就是以我国建立社会主义市场经济的国情为立足点，尽可能吸取世界各国的先进经验，学习与尝试探讨国际惯例与我国现实相结合的可能性，并在此基础上，对我国当前的投资基金业的状况加以总结。由于时间仓促，不免有错漏之处，还望读者批评指正。

本书共分十三章，包括五部分内容。第一部分是从第一章到第三章，主要介绍投资基金的概念、组织与结构及资金来源分析。第二部分是从第四章到第七章，主要介绍投资基金如何进行投资。第三部分包含第八、九章，主要介绍投资基金的分析与评估。第四部分内容是海内外投资基金情况的介绍，包括第十、十一、十二章。第五部分即第十三章，是法律与法规的有关内容。

在本书的写作过程中，下列同志提供了部分章节的初稿及大

量的资料。邵健：第二章的第4节；奚峰伟：第四章；徐浩萍：第五章的第1、2、3、5节；包敏诺：第九章的第2、3、4节；董倩：第十二章的第1、2节；周蕾：第十三章中的部分内容。在此，作者对他们的辛勤工作与热情帮助表示衷心感谢。另外，香港东骥投资管理有限公司（Pegasus Fund Managers Ltd.）总经理庞宝林先生所提供的资料与美国时佳达（投资）公司（Scudder, Stevens&Clarks, Inc.）副总裁陈毓贤女士与作者之间的交流对本书的写作有很大的帮助，在此，作者也表示诚挚的感谢。最后，还要感谢本书的责任编辑杨金荣先生，正是由于他的辛勤工作，才使本书能在较短的时间内，以良好的形象面向读者。

目 录

序言	(1)
第一章 投资基金概述	(1)
第一节 投资基金的概念与要素	(1)
第二节 投资基金的起源、历史与发展	(5)
第三节 投资基金的优点	(10)
第四节 投资基金的类型与品种	(19)
第五节 投资基金的建立	(29)
第二章 投资基金的组织与管理机构	(34)
第一节 基金发起、组织机构	(34)
第二节 基金投资的管理机构	(41)
第三节 基金保管机构	(51)
第四节 承销商与投资顾问	(60)
第三章 基金投资的计划、目标与政策	(64)
第一节 基金客户与资金分类	(65)
第二节 基金客户投资要求与风险承受	(71)
第三节 基金投资的目标与政策	(79)
第四节 基金投资对象评估与项目选择	(83)
第五节 基金投资组合与资产比重	(90)
第四章 实业项目投资	(95)
第一节 投资信息的获取和整理	(96)
第二节 投资机会分析 I —— 行业定位	(98)

第三节	投资机会分析Ⅱ——企业定位·····	(110)
第四节	财务分析·····	(118)
第五节	投资决策·····	(139)
第五章	证券市场投资·····	(141)
第一节	证券投资概述·····	(141)
第二节	证券投资风险与收益·····	(147)
第三节	证券投资的基础分析·····	(155)
第四节	证券投资的技术分析·····	(163)
第五节	证券投资的策略·····	(183)
第六章	金融期货市场投资·····	(189)
第一节	金融期货市场概述·····	(189)
第二节	金融期货交易程序·····	(196)
第三节	金融期货交易策略·····	(200)
第七章	期权市场投资·····	(207)
第一节	期权交易概论·····	(207)
第二节	期权价格的确定·····	(210)
第八章	投资基金的风险与收益分析·····	(219)
第一节	投资基金的收益与风险·····	(219)
第二节	现代投资组合理论·····	(227)
第三节	资本资产定价模型·····	(234)
第四节	套利定价理论·····	(240)
第九章	投资基金评估·····	(244)
第一节	投资基金报告·····	(244)
第二节	基金投资业绩评估·····	(253)
第三节	投资组合的表现评估·····	(262)
第四节	投资风险与信用评级·····	(265)
第十章	成熟市场投资基金·····	(277)
第一节	美国投资基金·····	(277)
第二节	英国投资基金·····	(285)

第三节	日本投资基金·····	(290)
第十一章	新兴市场投资基金·····	(297)
第一节	香港投资基金·····	(297)
第二节	台湾地区的投资基金·····	(302)
第三节	泰国投资基金·····	(308)
第十二章	中国的投资基金·····	(312)
第一节	国内投资基金·····	(312)
第二节	海外中国投资基金·····	(333)
第三节	中国投资基金的发展·····	(343)
第十三章	建立投资基金的法律环境·····	(350)
第一节	法律环境·····	(350)
第二节	法规条例·····	(364)
附录一	深圳市投资信托基金管理暂行规定·····	(376)
附录二	深圳证券交易所基金上市规则·····	(381)

第一章 投资基金概述

第一节 投资基金的概念与要素

投资基金是伴随着西方发达国家的证券市场发展而产生的，它是目前在西方国家很盛行的一种国际化金融工具和大众化的投资手段。随着资本市场和证券市场在我国的崛起与迅速发展，大众化投资需求十分活跃，投资基金作为一种新投资形式，以它“集体投资，专家经营，风险分散，共同受益”的特定优势，在我国，也在世界其它金融市场欠发达的新兴工业化国家与金融市场落后的发展中国家和地区得到了广泛而迅速的发展。

那么，什么是投资基金呢？早期的投资基金是由众多不特定的投资者把资金集中起来，组成一个一定规模的信托财产，交给代理投资机构进行专家管理，主要分散投资于股票、债券等各种证券和其它金融商品上，获得收益后，由投资者按出资比例分享。其主要原因在于，参加证券投资必须具备一定的证券市场知识、投资判断能力和投资技术方法，但大多数个人投资者并不具备这个条件，他们或没有时间或没有能力或缺乏专门的知识去从事证券投资。另外，要减少证券投资风险，必须实行投资组合，从而需要集中一定规模的资金，而大多数投资者手中的资金都是小额的，很难进行最起码的证券组合。投资基金的产生和发展，则可使广大投资者通过投资基金间接地参加证券投资，这样，既能获得一定的收益，又能将风险控制一定的范围内。

投资基金制度 19 世纪下半叶产生于英国，20 世纪在美国得到发展，二次大战以后普及于日本、德国、法国等众多国家，70

年代以后出现了新的变化，特别是货币市场基金与国家基金的兴起，投资基金业务银行化的趋势，促使投资基金发生了一定程度的变化。从现代的观点而言，所谓投资基金，就是一种逐步发展起来的金融组织机构，它通过发售受益凭证，即投资基金券，向投资者募集和吸纳众多不特定的资金，并将收集到的资金，交给专业投资管理公司即基金经理公司负责管理，进行各种组合性投资，最后分享投资利润，其中投资者获得投资收益，基金经理公司收取一定的管理费用。因而，投资基金具有以下一些特征：

(1) 面向社会集聚资金，然后集中进行投资。集聚的对象是不特定的多数大众，以出售间接证券（包括股票、债券、基金券）的方式进行。在这种方式下，个人成为间接的证券投资者，投资基金的操作者成为专业的机构投资者。

(2) 投资基金由专家运营、管理，他们能熟练地收集和分析证券市场、货币市场、外汇市场情况，较准确地判断、制定正确的策略和方针，从而获取较高的投资收益。

(3) 为了分散风险，通常运用投资组合理论，按不同层次分别投资于各种不同的投资对象。一般来看，分散投资是投资基金的基本原则。

(4) 在分散风险的前提下，以追求投资效益为主。投资基金的最基本作用就是在降低风险的同时，获取尽可能多的收益，以此来吸引更多的投资者。在这点上与持股公司明显不同，持股或控股公司主要是为了控制其他企业的经营权，而投资基金则是站在投资者的立场，为了获取投资收益，从其本质上完全排除了控制别人企业的意图。

在投资基金发展的初期，投资基金仅仅是委托专家管理，投资者对基金经理机构没有多少制约力量，基金资产也没有采取独立的财务，投资者的权益得不到法律的保护。在经历了一段艰难的低潮期后，投资基金在组织形式上出现了变革。从而，现代的投资基金具有以下三个基本要素：

(1) 投资者或投资基金受益人。它们拥有收取投资报酬和影响基金管理的权益，是基金的最终拥有者，承受基金资产的权益和风险。

(2) 基金经理人或基金投资管理公司。它们负责投资基金的组成、发行或销售投资受益券以及进行投资。同时，作为基金管理者，收取有关管理基金的费用。

(3) 代表投资者或基金受益人权益的信托者。这是基金受益人的法律代表，其首要功能是为确保基金受益人应有的权益而按法律、法规、基金条例对基金管理公司进行监管。

基金经理人、信托人、投资人相互制衡的机制，是投资服务制度的创新，是金融分析家、会计师、律师和管理有机结合体，是现代企业制度最好的体现，也是西方发达国家的投资者从上百年的投资基金发展过程中所获取的经验。我们应该充分利用这个经验，为建立社会主义市场经济体系服务，繁荣与发展我国证券市场与投资基金事业。

近年来，我国的基金市场也有了初步的发展，据统计，现在全国已有各种投资基金 70 余家，按面值计算共吸收资金近 60 亿元，其中有 40 多家基金在全国各地的证券交易中心上市。全国已成立六家投资基金管理公司，它们分别是山东淄博乡镇企业投资基金管理公司、深圳投资基金管理公司、深圳蓝天基金管理公司、深圳市南山风险投资基金管理公司、海南证大资产管理公司、深圳保险基金管理公司。其发展是十分迅速的。1992 年 6 月，中国人民银行深圳特区分行颁布了国内第一个地方性基金法规——《深圳市投资基金管理暂行规定》，为规范基金市场的运作、制定完整的基金法规体系打下了基础。

但由于我国投资基金事业刚刚起步，人们对投资基金的经济功能认识尚欠不足，我国金融制度体系建设严重滞后等原因，无论规模、数量还是规范管理方面，投资基金的发展还远远不能适应市场经济的迅速发展。而已经建立且正在运作的各类投资基金，

由于仓促上马，缺乏管理经验与制度环境，存在着不少不规范之处，它们主要是：

(1) 基金发起人不规范。目前国内投资基金发起成立主要有三种形式：①由多家金融机构参与发起成立具有法人资格的基金公司，再组建基金管理公司；②由多家金融机构发起成立基金；③以独家非银行金融机构发起成立基金。后两种形式都不具备独立法人资格。按照国际惯例，发起建立投资基金必须有两个以上独立企业法人，一般由大财团或基金管理公司来充当这样的发起人。而目前，我国独家金融机构发起成立的基金据统计有 40 多家，占我国基金总数的 80% 左右，在我国基金市场上占主导地位。事实上，只有一个发起人建立的投资基金如同企业发行债券，严格意义上说不能称为投资基金，而只能算受益债券。

(2) 基金的资本构成不规范。规范的基金发起人必须认购一定比例的基金份额，并规定在基金存续期内应保持不低于某一比例的基金份额。而我国现有的投资基金中，除山东淄博基金、深圳天骥基金等少数基金其发起人认购了一定比例的基金份额外，其他基金的发起人都未能认购，特别是那些独家非银行金融机构发起成立的投资基金，完全是白手起家。

(3) 基金内部组织机构不合理。从投资基金的组织结构上看，一家规范的基金，应由基金管理人、托管人和投资人三方组成，基金资产由投资者出资形成，基金管理人员负责基金的投资管理，基金托管人负责保管基金资产，从而形成相互联系、相互制约的运行机制。对此，许多国家与地区都以立法的方式加以确定。例如《香港投资基金及互惠基金条例》规定，托管人必须是独立于基金管理公司的金融机构，基金资产以托管人名义持有，并以其名义注册及开立银行帐户。而我国现有非银行机构发起成立的投资基金，一般在发起人内部设立一个不具备独立法人资格的基金管理部充当基金管理人，而发起人同时又充当基金托管人的职责，没有实行经营管理与资产保管分开的原则。

另外，还有一些其他的不规范，例如基金的性质不明确，是公司型还是契约型，是开放式还是封闭式，是投资基金还是受益债券或可转让债券；投资基金信息披露严重滞后与不足；监管投资基金成立、运作、交易的法规及机构不明确等等。

从这些不规范中，可以看出，我国投资基金事业处于起步阶段，对投资基金的概念、作用、基本要素与运作的经验等尚缺乏深刻的理解，因此，我们应该在理论上进行深入的探讨与研究，并加以广泛地宣传与普及，而这正是本书希望做到的或尝试做到的地方。

第二节 投资基金的起源、历史与发展

投资基金起源于 19 世纪下半叶的英国，20 世纪在美国得到发展，二次大战后普及到日本、德国、法国等众多国家，70 年代后，传遍全球二十多个国家与地区并出现新的变化。

18 世纪后，英国完成了产业革命，成为当时最发达的资本主义国家，当时英国正处于全盛时期，工、商、航运发达，其殖民地和贸易遍及全世界而被称为“日不落”国。国内资本充裕，利率下降促使大量资金为提高资本收益而纷纷向国外寻找出路。同时，欧美各国正在进行产业革命，需要大量资金，因而纷纷来英国发行证券筹集资金。于是英国逐步发展成为国际金融中心，成为当时最大的资金输出国。

可是，由于英国投资者缺乏国际投资知识，无力管理海外的投资资产，因而遭受了很大损失，特别在购买美国的铁路证券后，美国许多铁路公司经营不善而破产，致使英国投资者血本无归。为避免投资损失，1868 年，英国的投资者共同投资，设立基金，委托熟悉海外经济的代理人运用与管理，从而创造出一种新的投资形式，即政府信托投资形式。当时为设立基金而发行了受益债券，每 100 英镑面值折价 85 英镑出售，固定利率 6%，信托期限为 24

年。投资者实际可获年收益率7%以上，比当时英国政府债券的利率3.3%高出许多，因而很具吸引力。以后，英国这类投资信托组织相继成立。早期的英国投资信托都是契约型，且以封闭式居多，但在英国建立投资信托组织之后不久，19世纪70年代的美国经济就陷入了严重的危机之中，一些国债、公司债和铁路债都发生了债务不履行的风险，英国的许多投资信托因此而无法向投资者支付利息，这促使人们认识到，封闭与契约型投资基金仍然不适应当时的海外投资的高风险，于是，后来就产生了以分配股息为主的公司型投资信托基金。公司型投资基金的经营方式和股份公司一样，发行股票或公司债集资，或向银行借款，只不过公司型投资基金不从事任何生产或商业活动，没有厂房、设备，其经营的唯一对象就是各类投资证券和其他金融商品。

在1920年以前，除英国之外，很少有国家存在投资信托基金。后来随着美国经济的壮大，美国取代了英国成为世界第一经济强国，在此背景之下，1921年美国出现了第一家证券投资信托基金——美国国际证券。1924年，美国另一家互助基金——马萨诸塞投资机构托拉斯也正式成立，由此，投资基金进入了一个新的发展时期。从1926年到1928年三年间，美国的公司型投资基金多达480家，而到1929年底，基金资产已高达70亿美元，为1926年的7倍。在1929年美国发生经济恐慌之前，美国股票市场曾有过长达五年的牛市，“永远的繁荣”的乐观心理促使投资者将更多的钱投入到投资基金中去，促成了美国投资基金的大发展。1929年波及到全世界的经济大恐慌，使英美的基金投资者均受到了惨重的损失，也使投资基金遭受到致命打击后而进入低潮，但在法律制度和经营管理等方面，却有了显著的进步。1940年，美国政府为了保证投资基金的健康发展，制定了“投资公司法”(Investment Company Act)，详细规范了投资基金组成及管理的法律要件，包括有关财务分开，董事、监事的任命，经理公司的选择以及销售和宣传方式等方面的规定，为投资者提供了完整的法律保护，为