

# 投资基 金学

T O U Z I J I J I N X U E

鲁开宏 著



中国林业出版社

# 投资贝基金学

熊厚志 著

中国财政经济出版社

# 投 资 基 金 学

鲁开宏 著

中国林业出版社

**图书在版编目(CIP)数据**

投资基金学/鲁开宏著. —北京:中国林业出版社, 2002. 8

ISBN 7-5038-3165-0

I. 投... II. 鲁... III 投资—基金—经济理论

IV. F830.59

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2002)第 057864 号

出版: 中国林业出版社(100009 北京西城区刘海胡同 7 号)

E-mail: cfphz@public.bta.net.cn 电话: 66184477

发行: 新华书店北京发行所

印刷: 北京地质印刷厂

版次: 2002 年 8 月第 1 版

印次: 2002 年 8 月第 1 次

开本: 850mm×1168mm 1/32

印张: 15.125

字数: 405 千字

印数: 1~1500 册

定价: 25.00 元

## 前 言

20 世纪 90 年代围绕投资基金主题我国曾经出版了相当一批版本的书籍,内容都限于证券投资基金,因为那时我国大陆仅允许公募的证券投资基金运作。所以在国人的心目中,投资基金就是证券投资基金。

但是,这种情况即将发生变化。我国第一部规范投资基金的法律——“投资基金法”正在加紧完成它的起草和批准程序,很快就要出台了。

与过去投资基金暂行条例不同的是:

投资基金法将不把投资基金束缚在证券投资这个狭小的范围内,承认其他投资领域里投资基金的合法性;

投资基金法将不再把私募基金列为扰乱金融秩序的非法物,而是承认其与公募基金同时存在的合法地位。

本书正是为了适应上述两点变化而写作的。

首先,在仍十分重视证券投资基金阐释的前提下,本书对以货币、期货、房地产、高科技产业、基金资产、生态资产为主要投资底物,以及以对冲、风险为主要投资形式的各类投资基金,分别做了详细的讨论。读过本书,会对各种投资基金形式都将有一个基本的了解。

同时,在总论和各论的讨论中力争给出公募和私募基金共同适用的东西,而不是仅仅适用于公募基金。另外,本书中对于资本资产定价有详尽的讨论。最大的理论创新点在于基金投资理论(资本资产定价、公众化投资的市场构架、投资方式的选择)和生态资产投资理论,尤以前者更为完善。这是投资基金经理所必须理解的东西,是基金投资的基础,但过去的书籍很少讲到这些,导致投资基金的赌博式投资或凭经验的盲目投资。

本书作为一部著作,为了适应“投资基金法”颁布以后投资基金在深度和广度上的发展,您应该阅读本书。

为了把握生物高新技术和生态产业的蓬勃发展所造就的投资机会,您应该阅读本书。

作者于深圳福田

2002年4月8日



## 作者简介

鲁开宏，1959年7月15日生于山东省济南市。

1985年山东大学研究生毕业后留校任教，副教授。

曾任山东大学生命学院副院长，厦门国联置业公司资本运营顾问，现就职于深圳同济人建筑设计有限公司，任景观部主任。

多年来从事教学、创办企业和兼职，力图发展壮大，在投资经济领域做了深入细致的研究，取得丰硕成果。

近期在《科学时报》和《科学新闻》等期刊上发表有影响的文章30余篇。

## 目 录

|                              |    |
|------------------------------|----|
| 前言 .....                     | 1  |
| 第一章 概述 .....                 | 1  |
| 第一节 投资基金的概念和分类 .....         | 1  |
| 第二节 投资基金的价值基础——合作 .....      | 9  |
| 第三节 投资基金经济关系的法律反映——信托 .....  | 10 |
| 第四节 投资基金的历史 .....            | 12 |
| 第五节 投资基金的未来趋势 .....          | 16 |
| 第六节 投资基金的主要相关学科和本书的关键词 ..... | 19 |
| 第七节 高水准的投资基金从业者 .....        | 20 |
| 第二章 治理和设立 .....              | 23 |
| 第一节 投资基金治理的一般模型 .....        | 23 |
| 第二节 出资人 .....                | 24 |
| 第三节 投资基金 .....               | 27 |
| 第四节 经理人 .....                | 30 |
| 第五节 保管人 .....                | 35 |
| 第六节 发起人 .....                | 38 |
| 第七节 一般程序 .....               | 40 |
| 第八节 务虚阶段 .....               | 41 |
| 第九节 文牍阶段 .....               | 43 |
| 第十节 务实阶段 .....               | 47 |
| 第三章 风险和投资组合 .....            | 53 |
| 第一节 投资风险 .....               | 53 |



---

|            |                          |            |
|------------|--------------------------|------------|
| 第二节        | 投资风险的计量方法 .....          | 57         |
| 第三节        | 分散化 .....                | 63         |
| 第四节        | $\beta$ 组合理论 .....       | 77         |
| 第五节        | 有效组合理论 .....             | 81         |
| <b>第四章</b> | <b>投资对象的估价 .....</b>     | <b>97</b>  |
| 第一节        | 概述 .....                 | 97         |
| 第二节        | 基本的技术方法 .....            | 100        |
| 第三节        | 贴现现金流估价法 .....           | 109        |
| 第四节        | 类比估价法 .....              | 128        |
| 第五节        | 期权估价法 .....              | 146        |
| 第六节        | 资本资产定价模型 .....           | 156        |
| 第七节        | 套利定价模型 .....             | 163        |
| <b>第五章</b> | <b>费用、税收、收益及分配 .....</b> | <b>171</b> |
| 第一节        | 费用 .....                 | 171        |
| 第二节        | 税收 .....                 | 177        |
| 第三节        | 收益 .....                 | 180        |
| 第四节        | 分配 .....                 | 184        |
| <b>第六章</b> | <b>资产评估和业绩评价 .....</b>   | <b>188</b> |
| 第一节        | 资产评估 .....               | 188        |
| 第二节        | 业绩评价 .....               | 193        |
| <b>第七章</b> | <b>货币投资基金 .....</b>      | <b>204</b> |
| 第一节        | 概念 .....                 | 204        |
| 第二节        | 货币市场、投资工具及其操作规程 .....    | 206        |
| 第三节        | 投资分析 .....               | 216        |
| 第四节        | 实例 .....                 | 218        |
| 第五节        | 外汇投资 .....               | 219        |
| <b>第八章</b> | <b>债券投资基金 .....</b>      | <b>222</b> |
| 第一节        | 概述 .....                 | 222        |
| 第二节        | 债券和债券市场 .....            | 225        |

|                                        |     |
|----------------------------------------|-----|
| 第三节 债券投资 .....                         | 235 |
| 第九章 股票投资基金 .....                       | 251 |
| 第一节 概述 .....                           | 251 |
| 第二节 股票和股票市场 .....                      | 259 |
| 第三节 股票投资分析 .....                       | 269 |
| 第四节 股票投资理念 .....                       | 280 |
| 第五节 股票的买入和卖出技术 .....                   | 292 |
| 第十章 期货投资基金 .....                       | 299 |
| 第一节 概述 .....                           | 299 |
| 第二节 期货的期货市场 .....                      | 302 |
| 第三节 投资动作 .....                         | 312 |
| 第四节 期货市场的分析 .....                      | 314 |
| 第十一章 对冲基金 .....                        | 332 |
| 第一节 一般介绍 .....                         | 333 |
| 第二节 对冲基金的投资策略和方法 .....                 | 339 |
| 第三节 评说 .....                           | 349 |
| 第十二章 产业投资基金 .....                      | 351 |
| 第一节 一般介绍 .....                         | 351 |
| 第二节 评估技术 .....                         | 354 |
| 第三节 投资方式 .....                         | 365 |
| 第十三章 房地产投资基金 .....                     | 376 |
| 第一节 一般介绍 .....                         | 376 |
| 第二节 投资工具 .....                         | 381 |
| 第三节 投资分析 .....                         | 385 |
| 第四节 房地产信托——一项特殊业务 .....                | 394 |
| 第十四章 风险投资基金 .....                      | 395 |
| 第一节 一般介绍 .....                         | 396 |
| 第二节 用 Black - Scholes 模型评定风险投资对象 ..... | 402 |
| 第三节 无担保的管理考虑 .....                     | 411 |

---

|                     |            |
|---------------------|------------|
| <b>第十五章 基因投资基金</b>  | <b>415</b> |
| 第一节 基因和基因投资基金       | 415        |
| 第二节 基因投资市场          | 423        |
| 第三节 基因投资风险和投资的合理性评判 | 427        |
| 第四节 基因资产定价理论        | 438        |
| <b>第十六章 生态投资基金</b>  | <b>449</b> |
| 第一节 一般介绍            | 449        |
| 第二节 森林投资的性质         | 457        |
| 第三节 森林生态资产定价        | 460        |
| 第四节 森林投资基金的风险       | 463        |
| 第五节 森林投资基金的组织       | 465        |
| 第六节 森林投资市场          | 469        |
| <b>主要参考文献</b>       | <b>474</b> |

## 第一章 概述

### 第一节 投资基金的概念和分类

#### 一、投资基金的概念

投资基金,用一句最通俗的话来说,就是“大家凑起来投资的钱”。这里已包含了投资基金最本质的全部内容。

换用比较规范的话说,投资基金是指这样的一些钱:它由若干人出钱组成,有相对稳定的存在形式,专门用于投资目的并获取报酬。

这是一个很宽泛的概念,我们日常的好多活动都能纳入这个概念下,如几个人凑钱做一次买卖,以有限责任公司的形式开个公司,几个人合作炒股票等。但本书所研究的投资基金,具有更严格的规范,那就是这些由若干人出资组成的钱达到一定规模,交由被认为能更好地运用这些钱从事投资活动并获取更大投资回报的少数人经营,托付给被认为最保险的人存放和监督,并获得国家在法律上的认可。

由上所述,现代意义上(也是本书所研究)的投资基金,必须具备以下七个要素:

#### 1. 投资基金是若干人共同出资的产物

这里所说的人,可以是法人,也可以是自然人。出资额可大可小。出资形式一般都是现金,极少数情况下个别起基础作用的出资人可以该基金的投资目的物(如债券、股票、土地等)作价出资,但不接受其他形式的特别是无形资产形式的出资。

## 2. 投资基金要有一定的规模

理论上说,投资基金的规模要和治理结构相适应,大到其潜在的盈利可能性足以抵消因基金治理所带来的扩大了的费用并取得比个人投资更多的盈利和资本的安全,并有独立承担基金运作所可能引发的各种民事责任的能力。在实践上,各国政府都通过立法或行政法规公布投资基金规模的最低限,如我国 1997 年 11 月 5 日由国务院批准、1997 年 11 月 14 日由国务院证券委员会公布的《证券投资基金管理暂行办法》规定,封闭式基金“最低募集数额不得少于 2 亿元。”基金规模的上限,一般没什么限制,在投资基金业发达的美国,好多基金都有几十亿甚至几百亿美元的规模。投资基金的规模是否越大越好?关于这一点,理论研究还不多,但实践上总是倾向于钱多多益善。

3. 投资基金的钱是大家凑的,但既然凑起来了,就要受一定的约束,不能今天有明天无,来无形去无踪。它应该是一个始终不小于法定最小规模、有固定经营地点、社会形象,并能独立承担社会义务和法律责任的客体。即便是出资者能随时取回出资的投资基金,在机制上也应保证本要素的实现。

4. 大家凑起来的钱,是用于投资并最终获取报酬这个目的的。投资的目的物可以有许多,像土地、房产、机器设备、工农业投资项目、科研项目、潜在资产(如可能的油田,再如现在被谈论得很多的基因)、有价证券、现货或期货、现金货币,等等。需要提请注意的是,现代投资基金大多是投资于有价证券的,因此人们习惯上把有价证券投资称为投资基金。至于报酬,绝大多数出资者都是为了获得更多的盈利,但也不排除个别情况下对其他回报的追求,如慈善、自我实现、兴趣的满足等。

5. 投资基金虽是大家出的钱,但不是人人都可用这些钱进行投资,而是要把它交给一些被出资者认为是更会投资的人(所谓专业人员、专家)去管理和运用。这些人被称为“基金管理人”或“基金经理人”(本书采用经理人),可以是法人,也可以是自然人,但我国《投资

基金管理暂行办法》规定必须是法人(基金管理公司)。

6. 基金管理人虽然管理和运用基金资产从事盈利活动,但基金的资产并不放在他们那里,而是存放在出资人(或基金经理人代表出资人)认为最保险的地方,一般是金融机构(如我国规定为商业银行),称为“投资基金托管人”,有时也称为“保管人”或“信托人”(本书采用保管人)。保管人的职责有三:①保管好投资基金财产;②根据管理人的指令办理具体的结算业务;③监督管理人的行为,防止违法、怠工、造假或其他侵犯投资者利益的行为。

7. 投资基金属于广义的金融范畴,它的活动涉及到成千上万人最敏感的东西——钱,一旦出问题,不但损及出资人的利益,而且可能引发经济不稳定甚至社会政治动荡。因此,国家对投资基金有严格的监督及相应的法律(或行政办法)。国家不但要对它的规模有要求,而且对其发起人、经理人、保管人、募集的时间和方法、从事投资活动的范围等都要有相应的要求。只有符合了这些条件,才能向国家主管单位申报,审核批准后,方可募集并运作。未获国家批准的投资基金是非法的,国家将予以取缔并依法律(或行政办法)予以惩罚,出资者也可能被牵进去而蒙受损失。因此,投资基金必须要获得国家的批准。

综合上述七点,可以把现代投资基金的概念表述为:若干人为了投资并获取回报而出资建立的、达到法定规模、分别交由各自独立的人保管和经营、有稳定的存在形式并获国家认可的一笔钱。

## 二、投资基金的类型

即使在上述界定比较严格的概念下,投资基金亦是多种多样的,可以根据不同的依据对它们进行分类和命名。常见的如下:

1. 根据组织形式的不同,投资基金可以分为契约型投资基金和公司型投资基金

(1) 契约型投资基金:契约型投资基金是由出资人共同商量,签署一份载明共同投资各项事宜条款的契约,然后根据该契约成立并

治理的基金。投资基金发展到今天,由于其规模庞大和出资人众多(有的能达几十万或上百万人),坐下来开圆桌会议订契约已成不可能,因此,通行的做法是,先由几个起基础作用的出资人(发起人)根据社会经济需要、惯例以及拟设立基金的目的等制定一个契约文本,载明各事项予以公布,一般冠名以“招募说明书”。社会公众只要出资购买了该投资基金发行的凭证,就视同承认并加入了该契约。契约型投资基金并不(或不一定非要)取得法人资格。契约型投资基金是投资基金最本源的形式,也是当今发达国家投资基金采用最多的形式。越是规模大的基金,越倾向于契约型,这可能和它本身组织形式相对松散从而更能适合广大公众的选择有关。

(2)公司型投资基金:公司型投资基金也需要契约。同契约型投资基金不同的是,它的契约中载明一项重要内容:就是在该契约的基础上成立一个取得法人资格的公司来治理该基金。采用这种形式的投资基金,倾向于发起人和管理人二位一体(这在法律上是允许的)。公司型投资基金出资人之间的联系是紧密的,相当于共同出资成立了一个有限形式的股份公司,因此责任感和利害感也更强一些。公司型投资基金在发达国家不管是个体规模还是社会总体规模都较小,但历史上,在有集权倾向的国家的投资基金市场发展的初期阶段,这种形式用得较多。在我国,改革开放后,最早的一批投资基金大多属于公司型投资基金。

2. 根据出资进出的自由度不同,投资基金可分为开放型投资基金和封闭型投资基金

(1)开放型投资基金:开放型投资基金允许出资人随时出资加入,也可以随时抽回(在法律上和买卖效果上等同于投资基金出资赎回)自己的出资。因此,它在规模上是不固定的。可这不等于是规模无约束。国家会定出募集期满时应达到的规模(如我国规定不少于2亿元)。达到该规模基金成立后,虽无明确的规定,但募集最低限在管理和运行两方面亦都被视为不可侵犯的下限,也就是说,基金规模的波动都应在该限以上。由于开放型投资基金变现方便,更易招募

资金,因此基金规模都较大,是发起人喜欢采用的形式,也因此成为投资基金的主流。另一方面,它在社会公众发生心理负面倾向时,或出资人不满时较难应付。同时,由于必须保留足够的现金应付赎回之需,因此投资调动能力受牵制,魄力较小,往往表现为盈利能力较差(话说回来,输得也不会太惨)。

(2)封闭型投资基金:封闭型投资基金在达到事先约定的规模后,就不再扩大原始资本。更重要的是,出资者不能抽回(相当于要求基金赎回自己的出资,因此,它的原始资本规模也不会缩小。出资者要想变现,那只有拿到证券市场上去随行就市交易。这实际上和买股票差不多。应当注意的是,“封闭”是指“原始资本”规模的不变性,而基金经营中盈亏及经济条件的变化造成的资产净规模的增减变动是允许的,实际上也是每天发生着的。这种类型的基金很稳定,投资无后顾之忧,可以全力以赴,这是其优点。但变现不灵活、风险性大的缺点也是明显存在的。由于封闭型投资基金招募资金比较困难,因此和开放型投资基金比起来,它们的规模要小得多。但我国目前以此类基金为多。

再有,虽然开放型、封闭型、契约型、公司型可以交叉组合,但从宏观上看,契约型的多倾向于是开放型,而公司和封闭型的结合较多。

以上是最重要的两种分类方法。下面再附带着介绍几种。

### 3. 按投资的目的物来划分

投资的目的物亦即投资对象,投资基金的主要投资对象是什么,就可以被归为是什么投资基金。常见的如下:

(1)货币投资基金:主要投资于货币(有时有短期债券等)。特点是安全、回报快,但收益较低。

(2)股票基金:主要的投资对象是股票。这是目前投资基金的主流形式。特点是掌握成长和回报的余地较大,享有产业(特别是新兴产业)高速增长的实惠,但风险较大。证券市场上市的基金,绝大多数属于股票投资基金。



(3)债券基金:以投资各种债券为主。特点是享有约定的收益,风险小、好管理,但是成长性和回报性都较低,不享有企业高速增长的实惠。

(4)金融综合型投资基金:全面投资于货币、股票、债券等金融衍生工具,根据需要灵活调换和运作,以求达到事先设定的目的。特点是规模大、影响大、专业化、成长快、回报高,但投机色彩重,业绩大起大落,有时表现为有预谋的损人利己倾向。乔治·李罗斯旗下著名的几支量子基金就是典型代表。

(5)地产投资基金:主要投资对象是有商业前景(如未来城市占地、拥有地下油、气等)的土地以及与此密切相关的房产等。这类基金注重远期成长,当期回报很少或没有。和投资金融工具比起来,其资金运作和变现都不甚灵活,但风险较低。

(6)项目投资基金:投资于盈利性项目。特点是周期长,回报慢,且存在“过时”问题,资金运用和变现亦不灵活。但应特别提到的是高新技术风险投资基金,专门投资于有市场前景的高新技术产业化项目,分享其高速成长所带来的巨大利益。特点是对项目的选择需要独到的眼光,风险大(因此而得名风险投资),一旦投准,可抱个金娃娃。在美国等发达国家,高新技术风险投资基金重要到了如此程度,以至于它已经成为高新技术成功创业所不可或缺的机制。我国的淄博乡镇企业投资基金应属项目投资基金类。严格说来,我国尚无真正意义上的高新技术风险投资基金,也无相关法律,但最近在北京、深圳等地,已开始出现了小规模的风险投资公司,带有风险投资基金的雏形。

(7)资本运营投资基金:这类投资基金兼具控股公司的特点,主要活动方式为以控股的形式买入企业或企业的某一部分资产(往往是因某种原因价值被大大低估了的或是有潜力的现实不良资产),加以重组、改造,使之有良好的经营业绩并辅之以优秀的外表(所谓“包装”),然后以大大高于购入成本和重组、改造投入的价格卖出去。这类活动利润很大,但对资金实力和管理水平的要求都很高。