

面对严峻金融风险
中国经受世纪考验
必须作出理性抉择
——以客观的态度、求是的精神
剖析金融风险
——以正确的理念、全新的思想
挑战金融风险

挑战金融风险丛书

21 世纪

主 编：黄耀华 副主编：刘励勤

中国投资基金风险与防范

广东经济出版社

防范



21 世纪

主 编：黄耀华 副主编：刘勖勤

中国投资基金风险与防范

广东经济出版社

图书在版编目 (CIP) 数据

21 世纪中国投资基金风险与防范/董耀华主编. —广州: 广东经济出版社, 1999. 11

ISBN 7 - 80632 - 610 - 3

I . 2 . . . II . 董 . . . III . 投资 - 基金 - 风险管理 - 中国
IV . F832.21

中国版本图书馆 CIP 数据核字(1999)第 53645 号

出版 发行	广东经济出版社(广州市环市东路水荫路 11 号 5 楼)
经销	广东省新华书店
印刷	广东惠阳印刷厂(惠州市南坛西路 17 号)
开本	850 毫米 × 1168 毫米 1/32
印张	12 1 插页
字数	280 000 字
版次	2000 年 1 月第 1 版
印次	2000 年 1 月第 1 版
印数	1 ~ 5 000 册
书号	ISBN 7 - 80632 - 610 - 3/F·278
定价	19.80 元

如发现印装质量问题,影响阅读,请与承印厂联系调换。

读者热线:发行部(020)83794694 83790316

·版权所有 翻印必究·

序

1997年的东南亚金融危机一定还让各位读者记忆犹新。我们在对东南亚近20年高速发展的成果遭受重创惋惜之余，不能不惊异于对冲基金——投资基金家族的主要成员之一所具表现出的巨大破坏力和风险性。投资基金作为一种利益共享、风险共担的集合投资方式，起源于英国，兴盛于美国，是目前发达国家和地区最受欢迎、发展最迅速的金融投资工具，同时，由于其高度的风险性又被称为“金融核武器”，成为高悬于国际金融市场的利剑。随着我国经济尤其是资本市场对外开放的不断推进，投资基金在市场规模、品种创新等方面都将迅速发展，在我国的经济生活中将扮演越来越重要的角色。无疑，对于21世纪我国经济的持续、健康发展来说，投资基金的风险及其防范意义重大，是我们现在就必须深入研究的重要课题。

关于证券投资基金 1997年11月，《证券投资基金管理暂行办法》颁布，标志着我国证券投资基金的发展进入了一个崭新的历史阶段。两年来的实践表明，证券投资基金的试点、发展得到了广大投资者的认可和欢迎，尽管市场规模尚小，但基金注重价值发现、倡导理性投资、优化证券市场投资者结构、稳定证券市场运行的功能仍得到初步显现。当前，有关部门正在对开放式基金、中外合作基金试点方案进行研究，这对我国证券投资基金市场的发展来说无疑是喜

讯。同时，我们也应清醒地认识到，证券投资基金发展过程中蕴含着较大的潜在风险：一方面是证券投资基金的代理风险等；另一方面是，目前我国证券市场没有金融衍生投资工具，证券投资基金缺乏规避市场风险的有效手段，等等。

关于风险投资基金 风险投资基金在我国正面临难得的发展机遇。1999年8月，中共中央国务院在《关于加强技术创新发展高科技实现产业化的决定》中明确指出：“要培育有利于高新技术产业发展的资本市场，逐步建立风险投资机制，发展风险投资公司和风险投资基金，建立风险投资撤出机制，……加速制定相关政策法规，规范风险投资的市场行为。优先支持有条件的高新技术企业进入国内和国际资本市场。在做好准备的基础上，适当时候在现有的上海、深圳证券交易所专门设立高新技术企业板块。”这为我国风险投资基金的培育、发展与规范以及相关的配套政策措施、退出机制与市场交易规则等的规划和制定指明了目标。需要强调的是，我们要重点研究有利于风险投资基金发展的宏观政策环境，尤其是如何完善税收政策，强化会计、评估等社会中介机构体系的建设等；此外，还应从企业微观层面出发研究如何进一步理顺企业产权关系等，为风险投资基金发展创造良好的运作环境。发展风险投资基金对实现我国国民经济的产业升级和结构调整具有重要的意义。

关于投资基金创新 投资基金的创新与发展，是国民经济和资本市场发展的内在要求，是与国家经济和资本市场尤其是证券市场相互适应、相互促进的。只有市场对某一品种的投资基金产生足够的需求，相应的经济、市场条件基本成熟，投资基金的创新才能成为现实，也只有在这时，基金的运作风险能得到市场的广泛认识、关注，基金运作才能获得较为有效的监管与控制。这是在发展我国投资基金过程中必

须注意的问题，投资基金品种创新要视我国经济发展状况等条件而定，不能一哄而起，对冲基金等风险较大、管理与监管难度较高的基金品种的推出在我国还需经历相当长的时期。

关于投资基金立法 基金风险存在的客观性和复杂性决定了投资基金风险及其防范将成为市场的永恒主题。市场经济的实质是法制经济，投资基金风险控制与管理的主要手段应是完善法律、法规，当前及今后相当一段时期，我们必须大力加强投资基金的立法工作，将投资基金的风险管理与监管切实纳入法制的轨道。

江泽民总书记在“关于《证券知识读本》的批语”中明确指出，“对于证券市场存在的消极因素和可能遇到的风险，我们也应该有清醒的认识”，并指示我们要“加强风险意识和防范工作”。本书围绕我国投资基金面临的风险及其防范问题进行了专业、深入的分析、探讨，这无疑是一件非常有意义的工作。

本书作者黄耀华先生和刘励勤先生都是我国证券界资深专业人士，是证券市场与投资基金的实践者。作者根据所学和对我国投资基金实践的理解，在投资基金理论方面作了有益的探讨，并结合我国投资基金的现实和未来进行了有意义的研究，这是本书的难能可贵之处。特别是作者专长于投资银行业务，将目前我国的投资银行实务技巧融入本书，提出了一些好的看法和意见，使本书在投资基金的风险及其防范方面的探讨更显得有新意、体系化。另外，有关对冲基金和风险投资基金成功案例的介绍也令本书颇具可读性。

投资基金作为一种金融投资工具，在我国的试点时间尚短，有些问题的暴露还不够充分，我们所积累的风险防范与监管经验还不多，加之作者对投资基金的认识具有一定的局

4 限性，本书因此存在论据不甚充分、某些观点有失偏颇的地方。同时，本书也存在内容结构较为松散的不足，等等。但这并不妨碍本书的价值。

是以为序。

耿亮

1999年11月于北京

(作者系中国证监会副主席)

目 录

序	耿 亮 (1)
---------	---------

第一章 证券投资基金的风险因素	(1)
-----------------------	-----

一、证券投资基金的风险特征	(3)
---------------------	-----

二、证券投资基金的专家理财与“内部人控制”	(9)
--------------------------------	-----

三、误区：中国证券投资基金的市场“稳压器” 作用	(15)
-----------------------------------	------

四、中国证券投资基金运作中存在的问题	(21)
--------------------------	------

第二章 证券投资基金的风险管理与规避	(37)
--------------------------	------

一、证券投资基金的投资限制与监管	(39)
------------------------	------

二、证券投资基金治理结构设置	(47)
----------------------	------

三、证券投资基金风险的规避——投资组合理论	(52)
--------------------------------	------

四、证券投资基金的风险指标	(61)
---------------------	------

附	《香港单位信托及互惠基金守则》中有关 投资限制规定的部分章节	(65)
第三章	证券投资基金风险评估	(71)
一、	证券投资基金风险评估的结构指标	(73)
二、	证券投资基金的估价	(80)
三、	证券投资基金的经营分析	(88)
四、	中国证券投资基金投资组合走势	(99)
第四章	对冲基金的风险与防范	(107)
一、	对冲基金的概况及其基本特征	(109)
二、	对冲基金的运作风险	(118)
三、	对冲基金造成的金融风险及危机	(127)
四、	危机的启示与风险监控	(134)
第五章	风险投资基金的风险因素	(143)
一、	高科技产业发展中风险投资基金的作用	(145)
二、	风险投资基金的风险特征	(155)
三、	风险投资基金的行业风险	(164)
四、	风险投资基金在中国的政策环境与问题	(175)
第六章	风险投资基金的风险管理与规避	(185)
一、	风险投资基金投资项目的选择标准	(187)
二、	风险投资基金的投资契约规范	(197)

三、风险投资基金管理人的“百分之一”效应	(207)
四、风险投资基金投资运作风险控制与监管 ...	(214)
第七章 风险投资基金退出的现实选择	(227)
一、风险企业的股票发行及上市程序	(229)
二、高科技企业介入资本市场的其他方式	(243)
三、风险企业购并的原则和要求	(253)
附 证券承销商关于公司上市的“尽职调查” 问卷提纲	(256)
第八章 成功的风险投资案例	(265)
一、起源——ARD 对 DEC 风险投资的成功	(267)
二、苹果计算机公司——硅谷的传奇	(273)
三、Intel——奔腾的 CPU	(281)
四、Yahoo! ——马力强劲的“网上”引擎	(288)
五、四通利方——走出去，请进来	(301)
六、全球最具投资价值的 IT 公司	(305)
第九章 投资基金下的中国二板市场建设	(311)
一、风险投资基金对第二板市场的需求	(313)
二、中国二板市场构建的概念要点	(319)
三、中国二板市场的上市要求及市场监管 ...	(330)
附 美国 NASDAQ 市场的运作特点及要求	(338)

4	第十章 21 世纪中国投资基金的战略发展	(345)
	一、中国市场经济发展呼唤投资基金	(347)
	二、中国投资基金的创新发展	(353)
	三、中国投资基金的法制化建设与监管	(363)
	参考文献	(371)
	后 记	(374)

第一章

证券投资基金的风险因素

我怎么会犯如此错误，会去听信专家的话？

——约翰·F·肯尼迪（在猪湾危机之后）

本章将探讨证券投资基金运作机制中所伴随的风险的一般特征与内涵，并以中国经济转轨期为背景，分析影响中国证券投资基金的特有风险因素，以及中国证券投资基金实际操作中存在的问题。

一、证券投资基金的风险特征

证券投资基金是指一种利益共享、风险共担的集合投资方式，即通过发行基金单位，集中投资者的资金，由基金托管人（一般为商业银行）托管，由基金管理人（即由投资专家组成的基金管理公司）管理和运用资金，从事股票、债券等金融工具投资。从上述证券投资基金的定义中，我们可以看出，证券投资基金的内涵包括了以下五大要点：

（1）集合投资。证券投资基金通过发行基金单位，将社会上众多的、分散的、不特定的投资者的小额资金，按照一定的组织形式（公司型或契约型、开放式或封闭式等几种组合方式，除特别指出外，本书所谓基金均为封闭式契约型基金）组成具有相当规模的集合式投资基金，以取得在各自分散条件下难以获取的证券投资规模经济效益。

（2）专家理财。证券投资基金由于积聚了庞大的资金规模，因此就可以做到分散投资者一般难以做到的——委托专家理财。基金管理公司的投资专家，“受众人之托，代众人理财”，以自己的专业知识为广大投资者服务。

（3）组合投资。证券投资基金在集合投资的规模经济条件下，通过投资专家的精心设计，按照现代组合投资理论进行多元化、多种类的投资，以分散风险、获取最大投资收益。

（4）利益共享。证券投资基金的所有基金收益均由全部

- 4 基金投资者共同分享，而基金管理公司的专家理财并不参与基金收益的分配，其利润来源于按照基金资产净值的一定比例所收取的费用。

(5) 风险共担。证券投资基金的最终投资风险，与其“利益共享”相对应，是由全部基金投资者共同分担的，基金投资风险对基金管理人即专家理财收益的影响，仅是通过基金资产净值的下降而体现。

任何投资都是在追求收益的同时伴随着风险。

证券投资基金风险是指基金管理人在进行证券投资时由于收益的不确定性而可能导致的利益损失。证券投资基金作为一种集合式投资工具，尽管有着规模经济条件下的专家理财，有着组合投资的分散风险，但客观而言，证券投资基金在经营活动中仍然要面对各种风险。在证券投资基金的募集公告（基金招募说明书、基金上市公告书）中，任何一只基金都不会承诺基金一定赢利，这实际上也就是向广大投资者宣示证券投资基金具有风险，只是证券投资基金在专家理财、组合投资的情况下，理论上其风险要比分散的投资者的风险较小而已。

一般来说，证券投资基金的风险，按照是否可以通过组合投资分散风险的标准即基金自身的可控性，可分为系统性风险和非系统性风险。证券投资基金风险的一般特征和内涵，表现在以下方面。

（一）证券投资基金的系统性风险

证券投资基金的系统性风险是指由于基金投资于证券市场，而证券市场本身所具有的风险，这种风险对基金而言是外部的、无法在组合投资中被分散掉的那部分风险，是所有投资于证券市场的投资者均要承担，由市场共同性因素所影

响的风险。

(1) 政治风险。一国或地区政治的动荡、政治政策的急剧变化,将不可避免地影响到该国或地区的经济政策的变化、更迭,从而构成了市场的政治风险。这种政治风险影响了投资者在证券市场的投资收益预期,导致了证券市场价格的急剧波动以致影响了证券投资基金的收益。例如,1999年5月8日(星期六)发生了北约袭击中国驻南斯拉夫联盟大使馆的政治事件,5月10日中国上海证券交易所、深圳证券交易所的股市即大幅下跌;1983~1985年间,由于受中英双方对香港问题谈判的影响,广大投资者对香港的政治经济前途极为担心而纷纷从香港股市撤资,造成了股市的长期低迷不振。

(2) 政策风险。在整个国家经济运行中,根据经济的实际变化和中长期目标,政府将灵活运用各种宏观调控手段,出台一些新的货币政策、财政政策、税收政策等,同时为了保证证券市场的健康、稳定运行,政府制定了相关的法律法规,并且根据市场出现的新情况、新问题,也将及时出台一些新的政策。这些政策的出台及其变化,将对国民经济以及证券市场的发展产生较深远的影响,从而影响股市的价格异常波动,影响了证券投资基金的收益;而且,这些政策对市场的影响又是全局性的,投资者无法通过组合投资来分散风险的。

因此,政策风险也是证券投资基金的一种系统性风险。如,当中央银行实行紧缩的货币政策时,将导致股市萎缩,入市资金难以为继,从而股市不振,证券投资基金投资环境严峻;相反,当中央银行实行宽松的货币政策时,大量资金进入股市,股市飘红,从而证券投资基金形势乐观。1997年5月,针对中国证券市场过度投机的现象,政府出台了一

- 6 项政策规定，要求国有企业资金和银行资金不得炒作股票，该政策的公布即直接导致了大量资金离市，并导致了当时和相当一段时期股市的下跌、低迷。

(3) 利率风险。金融市场利率波动会导致证券市场价格和收益率的变动，其直接影响国债价格和收益率，影响企业的融资成本和利润。一般地说，由于市场资金供需矛盾的变化，利率提高，等于投资于证券市场的资金成本上升，资金减少，从而证券市场价格下跌；利率降低，也就是投资证券市场的资金成本降低，资金增加，因此证券市场价格上涨。证券投资基金投资于股票和国债，收益水平也会受到利率变化的影响。

例如，1996年5月1日~1999年6月10日，中国人民银行连续七次降低了银行储蓄利率（如一年期定期整存整取利率由1996年5月1日的9.18%降至1999年6月10日的2.25%），在每次利率下调前都引起了股市不同程度的上升。又如，1998年7月21日，美国联邦储备局局长格林斯潘暗示联邦储备局可能提高利率，随即不久，道·琼斯股票指数就下跌，一路跌破9 000点大关，这就是利率风险的表现。

(4) 经济周期风险。一国的经济通常有着其自身的经济周期变化规律，表现为经济的繁荣、衰退、调整、停滞等各个不同的阶段时期。证券市场作为国家经济的“晴雨表”，充分反映了经济发展的周期性，其整体发展水平、市场的收益水平将受到国民宏观经济形势的影响而相应呈现周期性的变化。证券投资基金所投资于国债和上市公司股票的收益水平也会随之变化，从而产生投资风险。当经济发展处于繁荣时期时，证券市场一片兴旺，从而证券投资基金的收益水平提高；当经济处于衰退、停滞时期时，股市也表现为低迷不振的状态，显然基金的投资收益也大大下降。例如，90年