

田良 曹啸 著

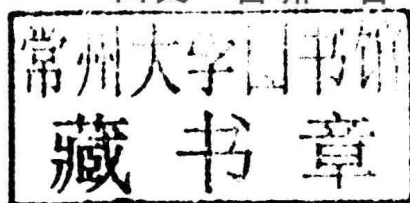
可交易式投资基金 模式设计与创新价值

EXCHANGE
TRADED
FUNDS

- ☐ 模式设想是来自于市场的现实需求与启发
- ☐ 潜在的盈利机会是企业家进行市场创新的动机
- ☐ 在合法合规的前提下进行创新

可交易式投资基金： 模式设计与创新价值

田良 曹啸 著



中国金融出版社

责任编辑：张智慧 赵晨子

责任校对：张志文

责任印制：裴 刚

图书在版编目 (CIP) 数据

可交易式投资基金：模式设计与创新价值 (Ke Jiaoyishi Touzi Jijin: Moshi Sheji yu Chuangxin Jiazhi) / 田良, 曹嘯著. —北京：中国金融出版社, 2018. 3

ISBN 978 - 7 - 5049 - 9413 - 4

I. ①可… II. ①田…②曹… III. ①股权—投资基金—研究
IV. ①F830. 59

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2018) 第 016846 号

出版
发行

中国金融出版社

社址 北京市丰台区益泽路 2 号

市场开发部 (010)63266347, 63805472, 63439533 (传真)

网上书店 <http://www.chinafph.com>

(010)63286832, 63365686 (传真)

读者服务部 (010)66070833, 62568380

邮编 100071

经销 新华书店

印刷 北京市松源印刷有限公司

尺寸 169 毫米×239 毫米

印张 16. 25

字数 220 千

版次 2018 年 3 月第 1 版

印次 2018 年 3 月第 1 次印刷

定价 65.00 元

ISBN 978 - 7 - 5049 - 9413 - 4

如出现印装错误本社负责调换 联系电话 (010)63263947

习近平：人民对美好生活的向往就是我们的奋斗目标

一个金融从业者应该遵循习近平同志的教导，不忘初心，从金融体系的本质功能出发，用好的金融创新服务于经济发展，解决实体经济的融资问题，同时满足老百姓在安全的基础上进行投资获得更大收益的需求。

致 谢

在本书的编写过程中，得到了李吉平，田惠敏，黄子恒和孙菲菲的大力支持和帮助，特此感谢！

序：一个企业家对 新时代金融创新的思考

本书是作者在多年基层一线工作的实践经验中积累的一个丰硕成果。可以理解，正是在长期的投资实践过程中，作者多次面临这样的问题，即如何在合法合规的前提下，完成项目的投资和融资工作，从而为股东、投资人和社会创造价值、增加财富。这实际就是金融创新的市场动力。一个领先的创新思维必然来自市场和现实需求，来自企业、家庭和政府的现实需求。

我们知道，在那些投资规模大、期限长、风险较高的项目建设中，股权投资是一种十分重要的集聚资金和风险分担的方式。但是受制于我国多层次资本市场体系不够成熟，很多股权投资不能顺利地满足投资者之间的转让和交易的需求，这就导致具有不同期限结构和风险偏好的投资者之间不能在时间上、风险上进行更好的配置，从而限制了股权投资功能的发挥。针对这样的现实问题，作者提出了可交易式投资基金模式的创新设计，通过场外交易、多种类型投资者参与的方式，为股权投资的交易和转让提供了新的解决方案，这在科技成果转化、PPP 项目建设等多个领域都具有极其重要的、现实的应用价值。

正是因为可交易式投资基金的模式设想是来自市场的现实需求与启发，因此作者从交易模式设计、运作方式、定价、风险控

制、运用领域等都作了详细的说明，这甚至可以成为一本可交易式投资基金的操作手册。在本书中我们看到了作者在市场创新动力背后对社会责任担当。

潜在的盈利机会是企业家进行市场创新的动机，这一点无可厚非，但是作者并没有只把眼光停留在如何通过可交易式投资基金的创新来获取盈利，而是进一步地强调了在合法合规的前提下进行创新。也正是因为如此，作者能够把可交易式投资基金的创新提高到了金融体系本质功能的发挥、系统性金融风险的防范以及我国金融体系的进一步完善这样的高度，从而提出了金融创新效率和风险防范之间如何进行权衡的理论命题，并且在此基础上给出了如何评价一个金融创新的理论基准，这是本书的理论价值所在。

尤其重要的是，本书还体现了一个企业家对中国共产党十九大报告精神的学习和领悟，能够从新时代需要什么样的金融创新和发展的角度进行理论分析，并且运用于市场创新的实践，这是可交易式投资基金未来能够成功的基础。本书准确把握理解了十九大报告中关于中国经济和金融发展的方向，这也是作者创新精神的闪光之处。

陳有為

目 录

第一章 导论 新时代需要什么样的金融创新与金融发展	1
一、用组织和制度的创新应对技术进步、金融发展与全球化的挑战	2
二、金融创新效率与风险防范之间的两难困境	12
三、新时代金融创新的判断标准与发展原则	23
第二章 国家战略与可交易式投资基金的创新价值	29
一、新时代的国家战略实施与社会资本的参与	29
二、社会资本参与与金融体系的约束	31
三、目前股权投资中传统创新模式的缺陷	32
四、可交易式投资基金的模式创新与价值	35
第三章 新常态发展阶段与供给侧结构性改革对金融发展与 创新的要求：宏观背景	41
一、经济发展新常态下金融发展环境的变化	42
二、新常态下中国金融发展的特点	46
三、新常态与供给侧结构性改革背景下金融发展存在的 问题	47
四、金融改革滞后可能产生的后果	49

五、加快金融发展与创新的方法	51
第四章 金融创新与风险控制之间的平衡：强监管的	
政策背景	56
一、金融创新概述	56
二、金融创新与金融风险之间的关系	63
三、金融创新与风险控制之间的平衡	67
四、进一步发挥强监管在平衡金融创新与风险控制中的 对策	69
第五章 中国股权投资基金的发展：历史沿革、现状与问题	71
一、中国股权投资基金概述	71
二、中国股权投资基金的发展历程	74
三、中国股权投资基金发展现状	76
四、中国股权投资基金的特点	78
五、中国股权投资基金存在的问题	80
第六章 PPP 市场的发展困境与解决之道：投资基金的	
创新需求	82
一、PPP 概况	82
二、PPP 的发展现状	87
三、PPP 发展过程中所面临的问题	89
四、股权投资基金的特点及不足	92
五、对原有投资基金不足进行金融创新	93
第七章 可交易式投资基金的创新逻辑一：基于资产定价理论的	
视角	98
一、基于资产定价的视角看 PPP 项目的定价问题	98
二、我国 PPP 项目存在的问题：基于资产定价理论	104

三、可交易式投资基金的创新方向	107
-----------------------	-----

第八章 可交易式投资基金的创新逻辑二：基于资产组合

管理理论的视角	115
一、基于资产组合管理理论视角的 PPP 项目	116
二、资产链的变化：基于资产组合管理理论	120
三、可交易式基金创新	123
四、可交易式投资基金自身运作对策	125

第九章 可交易式投资基金的创新逻辑三：基于风险管理

理论的视角	129
一、从风险管理理论角度看 PPP 项目的风险管理	129
二、我国当前 PPP 项目风险管理体系存在的问题	132
三、可交易式投资基金风险管理的政策取向	135

第十章 可交易式投资基金的模式设计一：基金的基金

一、可交易式投资基金设立可行性的分析	141
二、可交易式投资基金的模式设计：基金的基金	145
三、可交易式投资基金运作流程	149

第十一章 可交易式投资基金的模式设计二：场外交易

一、可交易式投资基金管理公司的模式设计	154
二、可交易式投资基金管理公司的运作框架与交易模式	159
三、建立可交易式基金管理公司的效果	167

第十二章 可交易式投资基金定价

一、可交易式投资基金运作模式一定价	171
二、可交易式投资基金运作模式二定价	187
三、可交易式投资基金运作模式三定价	196

第十三章 可交易式投资基金的风险和风险管理·····	209
一、可交易式投资基金运作模式一的风险和风险管理·····	209
二、可交易式投资基金运作模式二的风险和风险管理·····	220
三、可交易式投资基金运作模式三的风险和风险管理·····	223
四、可交易式投资基金风险和风险管理总结·····	227
第十四章 可交易式投资基金的应用与发展·····	230
一、可交易式投资基金的应用与发展：微观分析·····	230
二、可交易式投资基金的应用与发展：宏观分析·····	235
参考文献·····	244

第一章 导论 新时代需要什么样的 金融创新与金融发展

习近平总书记在党的十九大报告中作出了“中国特色社会主义进入了新时代”这一重大论断，明确了我国未来发展的新方向。习近平总书记指出，中国特色社会主义进入新时代，我国社会主要矛盾已经转化为人民日益增长的美好生活需要和不平衡不充分的发展之间的矛盾。因此，如何解决新时代的主要矛盾就成了我国未来金融改革与发展的根本出发点。

在2017年的全国金融工作会议上，习近平总书记指出，做好金融工作要把握好以下重要原则：第一，回归本源，服从服务于经济社会发展，更好地满足人民群众和实体经济多样化的金融需求。第二，优化结构，完善金融市场、金融机构、金融产品体系。第三，强化监管，提高防范化解金融风险能力。第四，市场导向，发挥市场在金融资源配置中的决定性作用。

深入学习和理解十九大报告思想以及习近平总书记在全国金融工作会议上的讲话精神，我们体会到，中国未来的金融改革与创新要从金融的本质出发，同时服务于金融产业链条的两端——供给侧与需求侧、企业端与家庭端，既从供给侧实现金融服务于实体经济、服务于企业，促进我国的技术创新、产业结构转型以及经济的长期稳定健康发展；也从需求侧实现金融服务于家庭和居民，为家庭提供更为丰富的财富管理渠道和产品，提高家庭的资本性收入。与此同时，我们需要解决好创新效率和风险防范之间的关系，用有利于实体经济、企业和家庭的好的金融

创新提高资源配置效率，同时有效防范系统性金融风险的发生。

从微观层面上讲，金融体系的本质功能就在于连接不同企业的融资需求和不同家庭的投资需求，通过恰当的金融产品、服务以及金融交易方式便利企业的融资活动和家庭的投资活动，用恰当的成本降低企业融资与家庭投资活动中的风险。从宏观层面上讲，企业和家庭得到了更好的金融服务，也就意味着技术创新、经济增长与产业结构的优化能够得到保障，家庭的收入水平不断提高，社会收入分配结构趋于合理，社会经济发展协调均衡，尤其是社会与经济的系统性风险处于一个合理和可控的水平。

当下的世界处于技术飞速进步、金融创新频繁、全球化与一体化程度不断提高，而正是在这样的背景下，发达国家爆发了次贷危机且在全球范围内蔓延，引发了反全球化和市场化的思潮，提出了经济增长方式转变以及如何处理好创新带来的挑战这样的新课题。

习近平总书记和我们党作出“新时代”的历史性判断，把脉新时代主要矛盾的历史性转变，正是基于对过去国际与国内经济发展和社会发展出现的问题和风险的准确把握。因此，学习和领会十九大报告的精神，并在我国的金融改革与发展中加以贯彻，就需要我们分析目前经济和金融发展中出现的问题和风险产生的根源，站在新的高度理解金融体系的本质功能，才能够更好地权衡金融创新和风险控制之间的冲突，用好的金融创新来促进经济的发展，提高人民群众的收入水平，更好地实现金融体系的本质功能。这也是习近平总书记在 2017 年全国金融工作会议上对我们所提出的要求和希望。

一、用组织和制度的创新应对技术进步、金融发展与全球化的挑战

在次贷危机爆发以后，“黑天鹅事件”在全球范围内频繁发生。而

“黑天鹅事件”频发背后的逻辑在于，快速的创新和全球化深刻地改变了经济发展方式，但制度创新滞后于技术与市场创新，不能在新的经济条件下有效调节收入分配和改善风险的分担，导致了经济与社会风险的爆发。其中的教训和经验在于，中国需要坚持创新和开放，用市场的力量发现创新的方向，用组织和制度创新来进一步释放创新和全球化带来的效率增进，应对贫富差距、风险等带来的挑战。

偶然出现的时候，我们可以把超出预期的事情称为“黑天鹅”；但是，当“黑天鹅事件”频发的时候，就意味着我们据以预测未来的逻辑一定在什么地方错了。

我们总是根据过去的经验来推测未来的，这种推测具有合理性的基础在于，世界没有发生重要的变化。但是今天，技术进步与全球化已经深刻地改变了经济发展的方式，技术创新在降低信息不对称、交易成本以及提高交易效率的同时，改变了原有的生产和消费模式，通过全球化极大地扩展了交易半径，提高了交易规模。容易被人们所忽视的是，技术的创新和市场的扩展在提高资源配置效率的同时，也改变了不同国家、不同人群之间收入分配和风险分担的格局，但是用于改善风险分担和调节收入分配的制度安排并没有发生相应的变化。以互联网为代表的新技术的运用成功地降低了交易成本，与此同时，也凸显了制度成本的重要性，正是由于制度演进滞后于技术创新和市场创新，导致了经济与社会风险的爆发。

因此，“黑天鹅事件”的频发，根本原因在于世界经济发展的内在逻辑发生了变化，而我们没有看到技术创新、全球化和金融发展对于制度创新的需求，还停留在用过去的经验来预测未来，然后惊讶于“黑天鹅”来了。如果我们能够思考一下世界发生了什么变化，也许这些事件就不再是“黑天鹅”。

（一）过去发生的变化：技术创新、金融创新与全球化

新经济时代的高速增长是以互联网为代表的技术创新所驱动的，而

且新技术的运用会导致更多的新的技术的产生和运用，所以技术创新在时间路径上呈现明显的加速度的特征，技术的不断创新会带来什么呢？技术创新除了带来效率的增进以外，还带来了市场的创新，这种创新集中体现在市场的全球化、金融市场的发展和创新以及金融的全球化。首先，技术创新带来的生产效率既需要全球化的市场需求加以容纳，也要求在全球范围内重构国际分工体系，同时，技术进步也为在全球范围内重新配置资源提供了可能性，这是技术创新推动经济全球化的根本原因；其次，技术创新也要以金融市场的创新和全球化作为基础，技术进步及其应用的过程中，要求金融市场提供新的融资和风险分担的工具，缺乏金融市场的支持，新技术的产生和运用也不可能实现，从这个意义上讲，金融创新是技术创新的基础；与此同时，技术创新通过降低信息和交易成本也为金融市场的创新、发展和全球化提供了技术手段，而金融的全球化也便利了资源的跨国配置。

因此，在技术创新、金融创新之间，以及经济全球化和金融全球化之间都是一个硬币的两面，是一个相辅相成、相互促进的过程。这就是世界经济发展在过去 20 多年所呈现的变化过程：加速的技术创新，令人眼花缭乱的金融创新，看似不可逆转的经济与金融全球化进程。

（二）技术创新和全球化除了效率的增进还带来了什么？

技术创新与经济全球化在通过配置效率的提高促进经济发展的同时，也内在具有产生经济金融危机与社会冲突的潜在可能性，如果我们的经济制度不能化解这种潜在的危机和冲突，经济金融危机和社会冲突就会成为现实。

首先，技术创新会导致社会贫富差距的扩大以及不同利益群体之间的潜在冲突。技术创新在提高人均收入水平的同时，也会改变不同的人群在劳动力市场的竞争力，从而使不同人群的收入差距加大。因为新的技术会对人力资本提出更高的要求，快速的技术创新也会影响到人力资

本的积累与更新。显然,在技术进步的过程中,不同类型人力资本的市场价值会相应地发生变化,有些类型的劳动者会跟不上技术进步的节奏而在劳动力市场处于弱势,更有竞争优势的劳动者则正好相反,因此,技术进步会改变社会收入分配的状况,并拉大贫富差距;而技术进步虽然带来了人均收入的增长,但是也改变了不同人群对于社会公平的感受,因此,技术进步中已经蕴藏了潜在社会冲突的可能性。

与此同时,伴随技术进步而来的全球化也会导致社会贫富差距的扩大以及不同利益群体之间的潜在冲突。因为全球化对于人力资本的市场价值有着相同的影响,适应全球化要求的人力资本拥有者在劳动力市场具有更好的竞争优势,相反地,会有一部分人群享受不到全球化带来的收入增长。因此,全球化当中同样包含了因为收入分配的不均等而带来社会冲突的可能性。

除了人力资本的途径外,技术创新和全球化对于不同的企业也会产生类似的影响,从而加剧了贫富差距和潜在的社会冲突。由于在技术分工和全球贸易链条中处在不同的位置和环节,在一个国家内部,不同的企业会受到技术进步和市场创新带来的不同影响。与技术创新与全球化如影随形的是创造性毁灭过程,有些企业会因为技术创新和全球化而破产,而有些企业则因此而获得飞速发展的机会,这甚至不会因为一个企业曾经有多大的规模和实力而改变。因此,技术创新和全球化的一个潜在的后果就是社会贫富差距的扩大,以及不同利益群体之间冲突的加剧。

(三) 金融创新和金融的全球化除了提高融资效率还带来了什么

金融创新、金融市场的发展以及金融的全球化降低了企业的融资成本,为技术创新提供了更多的融资,为企业和家庭提供更多的风险控制手段,也便利了资源在全球的配置,但不容忽视的是,金融创新和发展

也会加剧经济金融体系的脆弱性，如果法律和监管不能有效地强化金融体系，潜在的脆弱性就有可能转变为现实的风险甚至危机。

首先，金融的创新和发展会加剧经济体系内在的系统性风险。实际上，技术创新和全球化扩大了市场规模和交易半径，使更多的交易能够达成，但是这也意味着通过全球化的交易网络使更多的经济体、企业和家庭连接成为一个整体，网络中的一个环节失败就有可能对整个网络造成冲击；与此同时，由于技术创新内在的不确定性，为了技术创新的研发投入是一件需要大量融资且风险很高的投资。而金融市场的创新和全球化发展创造了更为复杂的风险分担和分散化策略，从而大幅度降低了融资的成本，满足了技术创新和经济全球化对于降低融资成本和更好的风险分担工具的需求。

金融市场的创新和金融的全球化为我们更好地分散风险创造了条件，但是，虽然经济和金融变化使我们的经济更加分散化、多元化，使单个企业和家庭受到了更好的保护，但这些变化也增强了经济与企业、企业与企业之间的相互联系。当我们通过各种各样的衍生产品来分散风险时，就是让众多公司和个人共同分担了技术进步和全球化的风险，而这种分散化也创造了大量的交易对手关系，这样的相互联系使经济体更能经受住小型冲击，因为新的金融产品成功地使各种各样的异质性风险分散化，并减少了企业破产。但是，它们也使经济更容易受到某些小概率的“尾部事件”的伤害，因为分散化、多元化程度的提高不可避免地会导致相互关联，进而在金融机构、企业和居民之间形成潜在的多米诺骨牌效应（阿西莫格鲁，2009）。因此，金融创新从企业和家庭的角度看确实分散了风险，但是风险还在那里，而且是通过提高了系统性风险的方式加剧了经济与金融体系的系统性风险。尤为严重的是，金融创新让我们盲目乐观地认为，风险已经得到了很好的分散，从而非理性地承担了过度的风险。

而快速的技术创新和金融创新带来的效率增进，支持了资产价格的