



博士文丛
第一辑

Research
on the Relationship between Chinese
Capital Markets and Securities
Investment Funds

我国资本市场与证券投资基金 互动关系研究

◎ 许 辉 著



浙江工商大学出版社
Zhejiang Gongshang University Press

我国资本市场与证券投资基金 互动关系研究

许 辉 著

 浙江工商大学出版社

图书在版编目 (CIP) 数据

我国资本市场与证券投资基金互动关系研究 / 许辉著.
杭州: 浙江工商大学出版社, 2008. 10
ISBN 978-7-81140-003-8

I. 我… II. 许… III. 资本市场—关系—证券投资—基金—研究—中国 IV. F832. 5
中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2008) 第 141651 号

我国资本市场与证券投资基金互动关系研究

许 辉 著

责任编辑 鲍观明 郦 晶

责任校对 张振华

封面设计 刘依群

出版发行 浙江工商大学出版社

(杭州市教工路 149 号 邮政编码 310012)

(E-mail: zjgsupress@163.com)

(网址: <http://www.zjgsupress.com>)

电话: 0571-88823703, 88831806 (传真)

印 刷 杭州广育多莉印刷有限公司

开 本 889mm × 1194mm 1/32

印 张 7.5

字 数 188 千

版 印 次 2008 年 10 月第 1 版 2008 年 10 月第 1 次印刷

书 号 ISBN 978-7-81140-003-8

定 价 19.00 元

版权所有 翻印必究 印装差错 负责调换

浙江工商大学出版社营销部邮购电话 0571-88804227

序 言

随着中国经济的快速增长，居民收入和金融资产不断增加，投资理财成为一个重要的课题，这就需要一个良好的投资市场。而另一方面，资本市场所提供的直接融资方式具有诸多优势，它能极大地激发经济活力，提升整个国民经济的运行效率。作为一个新兴的资本市场，中国更有利于健康市场的发展和新机制的逐步形成，其发展潜力和拓展空间也越来越大。因时间不长、经验不足，我国资本市场在发展过程中不可避免地出现这样或那样的问题。而由于各国政治、经济、文化背景不尽相同，发达国家成功的实践经验不能照搬到中国的具体实践当中。目前，在资本市场与证券投资基金相互作用方面已有大量的研究，然而，这些研究仍缺乏系统性和大局观。

许辉博士通过对大量现有研究文献的研读和梳理，结合美国、日本两国资本市场与证券投资基金互动发展的成功经验与失败教训，经科学分析后形成了富有见解和创新的关于资本市场与证券投资基金互动关系的理论分析体系。

本书对我国资本市场与证券投资基金互动关系的研究具有系统性、全面性和科学性，对于学术界和实务界就中国资本市场与证券投资基金应该如何实现良性互动发展具有一定的理论和实践参考价值。

浙江工商大学教授

刘建长

2008年8月15日

摘 要

我国资本市场与证券投资基金的建立与发展很大程度上是在政府推动下进行的,更进一步讲,我国政府发展证券投资基金是因为看到了资本市场与证券投资基金之间存在着相互促进、共同繁荣的良性互动的可能性,其目的在于发挥证券投资基金对资本市场的积极作用。但我国资本市场存在的固有缺陷与证券投资基金本身存在的较多问题使得两者并没有总是表现出相互促进、共同繁荣的良性互动。

研究表明,美国资本市场与共同基金之间存在着相互促进、共同繁荣的良性互动,而日本则更多地表现出两者相互制约的非良性互动。为什么美国资本市场与共同基金良性互动发展的成功经验在中国难以复制?资本市场与证券投资基金之间是否必然存在着良性互动关系?两者之间要实现良性互动是否还需要具备某些前提条件,或者说约束条件?对这些问题的回答是我国资本市场与证券投资基金进一步健康、高速发展必须要解决的理论与实践课题。但是,就目前来看,对这些问题的回答存在较多的争议,理论也没有对这些争论做出令人信服的解释。

究其原因,本书认为正是由于当前对于资本市场与证券投资基金之间发展状况的认识和评价缺乏一个科学合理的分析框架,才导致了这种争议的局面。因此,极有必要建立和发展一个科学合理的分析框架,为我国资本市场与证券投资基金进一步健康发展从理论上扫清障碍。

本书在前人研究成果的基础上有所突破,建立起一个关于资本市场与证券投资基金互动关系的完整的科学理论分析框架,主

要包括互动作用机制与实现良性互动的约束条件两个方面。在资本市场与证券投资基金之间存在着良性互动的条件下,资本市场通过业绩影响、资金支持与竞合效应为证券投资基金的业绩提升、规模扩大与竞争力的提高创造了有利条件,因此,资本市场的发展能促进证券投资基金的发展;而证券投资基金通过资金供给、参与公司治理、稳定资本市场与降低交易成本效应等方面对资本市场产生积极影响,从而起到扩大资本市场规模、改善资本市场微观基础、稳定资本市场与提高市场效率的作用,这显然会促进资本市场进一步发展,而资本市场的进一步发展则又会促进证券投资基金更进一步的发展。当然必须要指出的是,实现资本市场与证券投资基金之间的良性互动是有前提条件的。概括地说,这些前提条件包括:一是资本市场具备相当的规模且具有较高效率的避险功能;二是其他机构投资者必须充分发展;三是证券投资基金在规模、公司治理与竞争力等方面要充分发展;四是证券投资基金投资者必须是理性投资者。

在对我国严格意义上的证券投资基金的发展历程做了一个简要回顾的基础上,本书对我国资本市场与证券投资基金的互动发展进行了全面细致的分析。首先,尽管存在着一些不足与缺陷,我国资本市场还是通过业绩影响效应、资金支持效应和竞合效应三个方面对证券投资基金产生了积极有利的影响:为证券投资基金业绩提升创造了客观有利的条件,扩大了证券投资基金的规模,提高了证券投资基金的竞争力,资本市场的发展有力地促进了证券投资基金的发展。其次,证券投资基金通过资金供给、参与公司治理、稳定资本市场和降低资本市场交易费用等途径在扩大资本市场规模、改善资本市场微观基础、实现资本市场稳定和提高资本市场效率等方面发挥了积极作用。但是,通过进一步分析,由于其本身规模相对较小、运作不够规范和证券投资基金投

投资者的非理性等原因，笔者发现证券投资基金对资本市场的积极影响的发挥与我们的期待还有一定的差距。最后，格兰杰因果检验分析也在一定程度上支持了以上分析结论：我国资本市场的发展有力地促进了证券投资基金的发展，但证券投资基金的发展似乎并没有同样有效地促进我国资本市场的发展。随着资本市场与证券投资基金的进一步发展、完善，证券投资基金对资本市场的积极作用会日益突出，两者会在更大的规模与更高的水平上实现相互促进、共同繁荣的良性互动。

目 录

第一章 导论	(1)
第一节 选题意义	(1)
第二节 相关概念辨析	(8)
一、资本市场	(8)
二、证券投资基金	(10)
三、互动	(14)
第三节 研究对象、研究思路与研究方法	(16)
一、研究对象	(16)
二、研究思路	(16)
三、研究方法	(17)
第四节 研究内容及创新之处	(19)
一、研究内容	(19)
二、创新之处	(24)
第二章 文献综述与理论回顾	(25)
第一节 关于资本市场与证券投资基金相关研究的文献综述	(26)
第二节 关于资本市场对证券投资基金影响研究的文献综述	(29)
一、资本市场对证券投资基金业绩影响的文献综述	(29)
二、资本市场对证券投资基金资金供给的文献综述	(33)
三、资本市场对证券投资基金竞合关系的文献综述	(36)

第三节 关于证券投资基金对资本市场影响研究的

文献综述 (41)

一、证券投资基金资本供给作用的文献综述 (41)

二、证券投资基金参与公司治理的文献综述 (44)

三、证券投资基金稳定资本市场的文献综述 (48)

四、证券投资基金降低资本市场交易成本的文献综述
..... (51)

第四节 对现有相关研究文献的评述 (55)

第五节 相关理论回顾 (58)

一、现代投资组合理论与证券投资基金 (58)

二、规模经济、范围经济与证券投资基金的竞争优势
..... (62)

三、委托代理理论、公司治理与证券投资基金 (65)

四、专业化、交易费用与证券投资基金 (69)

第三章 资本市场与证券投资基金互动的理论分析框架

..... (74)

第一节 资本市场对证券投资基金作用机制 (74)

一、业绩影响效应 (75)

二、资金支持效应 (78)

三、竞合作用效应 (81)

第二节 证券投资基金对资本市场作用机制 (87)

一、资金供给效应 (87)

二、稳定资本市场效应 (90)

三、公司治理效应 (93)

四、降低资本市场交易成本效应 (96)

第三节 资本市场与证券投资基金良性互动的约束条件

..... (100)

一、发挥资本市场对证券投资基金积极作用的约束条件	(101)
二、实现证券投资基金对资本市场积极作用的约束条件	(104)
第四节 资本市场与证券投资基金的互动机制	(109)
第四章 美国和日本证券投资基金与资本市场的互动关系	(112)
第一节 美国共同基金的发展	(113)
一、资本市场基金主导阶段	(114)
二、货币市场基金发展阶段	(116)
三、高速与稳定发展阶段	(118)
四、美国共同基金业的市场主导下的自然演进	(119)
第二节 美国资本市场与共同基金的良性互动发展	(122)
一、资本市场对共同基金的积极作用	(123)
二、共同基金对资本市场的积极作用	(126)
第三节 日本证券投资基金发展	(131)
一、初期发展阶段(1951—1961 年)	(131)
二、“证券恐慌”时代阶段(1962—1968 年)	(132)
三、“证券恐慌”后阶段(1969—1979 年)	(133)
四、20 世纪 80 年代的高增长阶段(1980—1989 年)	(134)
五、“泡沫经济”崩溃后发展	(135)
六、日本证券投资基金的政府主导型发展模式	(136)
第四节 日本资本市场与证券投资基金互动发展的教训	(138)
一、日本的金融体制与资本市场	(138)
二、日本金融体制与资本市场对证券投资基金的制约	

.....	(142)
三、日本证券投资基金对资本市场的不利影响	(142)
第五节 美、日资本市场与证券投资基金互动发展的 经验总结	(144)
第五章 我国资本市场与证券投资基金互动实证分析	(147)
第一节 我国证券投资基金发展	(147)
一、我国证券投资基金业的早期探索	(148)
二、规范的封闭式证券投资基金的试点阶段	(149)
三、开放式基金为主的发展阶段	(152)
四、我国证券投资基金业“超常规”发展的原因	(158)
五、我国证券投资基金的地位与作用	(160)
第二节 我国资本市场与证券投资基金互动分析	(163)
一、我国资本市场对证券投资基金影响分析	(164)
二、我国证券投资基金对资本市场的影响分析	(173)
小结	(187)
第三节 资本市场与证券投资基金互动的实证分析	(188)
一、理论分析框架	(189)
二、变量设计、数据来源与分析软件	(191)
三、实证分析过程及结论	(192)
四、对实证分析的进一步解释	(196)
第五节 关于我国资本市场与证券投资基金互动关系的 研究结论	(196)
第六章 主要结论及研究局限	(198)
参考文献	(202)
后记	(221)

图 目 录

图 1 - 1	本书研究的思路	(19)
图 3 - 1	资本市场对证券投资基金作用机制图	(86)
图 3 - 2	证券投资基金对资本市场作用机制图	(100)
图 3 - 3	资本市场与证券投资基金互动机制图解	(110)
图 5 - 1	资本市场与证券投资基金互动机制图解	(190)
图 5 - 2	XAS 与 YAS 的时序图	(192)

表 目 录

表 4-1	1940—1972 年美国共同基金发展变化表	(115)
表 4-2	1973—1989 年美国共同基金净资产、基金数量、 股东账户数目表	(117)
表 4-3	1990—2000 年美国共同基金净资产、基金数量、 股东账户数目表	(119)
表 4-4	日、美企业收益率与市盈率比较	(141)
表 5-1	1998—2001 年我国基金管理公司数目 150 与证券 投资基金数目列表	(150)
表 5-2	1998—2001 年我国新设立证券投资基金数目及 募集规模	(151)
表 5-3	1998—2006 年我国证券投资基金发展指标列表	(154)
表 5-4	2003—2006 年我国居民储蓄存款、GDP 与基金 资产净值	(160)
表 5-5	2002—2005 年我国股票交易总额与基金交易总额	(162)
表 5-6	我国资本市场总市值、流通市值与证券投资基 金净值及相关比例	(174)
表 5-7	2002—2006 年我国证券投资基金降低股票交易 委托费与佣金估计额	(185)
表 5-8	XAS 、 YAS 、 $dXAS$ 与 $dYAS$ 单位根检验结果	(193)
表 5-9	XAS_t 与 YAS_t 自回归分布滞后模型	(194)
表 5-10	XAS_t 与 YAS_t 自回归分布滞后模型 LM 检验 ..	(195)
表 5-11	格兰杰因果检验表	(196)

第一章 导 论

第一节 选题意义

在当今世界经济舞台上，一个比较显著的现象就是资本市场在各国国民经济中的地位和作用日益显现。相对而言，资本市场所提供的直接融资方式具有优化资源配置、分散经营风险、高效传递信息和参与公司治理等优势，因而能极大地激发经济活力、提升整个国民经济运行效率。在英美等主要发达国家，资本市场规模与国内生产总值（GDP）之比早已经超过了100%。可以毫不夸张地说，没有发达的资本市场体系，就不可能有当今世界的经济成就。

在资本市场的参与者当中，机构投资者的发展及其表现越来越成为人们关注的焦点。在发达国家，资本市场甚至被认为已经进入了机构投资者时代。证券投资基金，作为机构投资者的典型代表，它脱胎于资本市场并且主要活动于资本市场，其发展深受资本市场的影响。虽然不过百余年的历史，然而其以高速的发展速度至今已经形成了一个相对独立的子系统，在资本市场中的地位越来越重要，产生的影响也越来越大。在当今绝大多数国家中，资本市场与证券投资基金之间都有着不同程度的互动作用。一方面，资本市场的发展与完善决定了证券投资基金的发展程度，例如一国资本市场的深度与广度决定了证券投资基金可实现的业绩空间，从而决定了证券投资基金的经营效率和发展规模；资本市场的其他众多机构参与者，像保险资金、养老基金和商业

银行等出于不同原因都在不同程度上投资于证券投资基金,从而为证券投资基金提供了大量稳定的资本来源;此外,投资银行、证券销售公司和商业银行等资本市场的参与主体也为证券投资基金提供了大量必要的基金券销售和基金资产托管等服务,极大地便利了证券投资基金的发展。另一方面,证券投资基金对资本市场的发展也日益发挥着巨大的反作用。首先,证券投资基金以其制度优势吸引了大量场外资金进入资本市场,为提高资本市场规模和活跃资本市场交易做出了巨大贡献;其次,尽管在理论和实践上还存在争议,我们仍然看到证券投资基金在某些国家和某些时期起到了稳定资本市场的作用;最后,随着证券投资基金所持有上市公司股权资产的日益增多,其参与公司治理的主动性和积极作用也日渐突出。当然,从资本市场的整体角度来看,证券投资基金还以其专业化和规模经济的优势降低了资本市场的交易成本,提高了资本市场的运行效率。

可以说,当今世界一个成熟完善的市场经济离不开发达完善的资本市场,而成熟完善的资本市场离不开证券投资基金的完善与发达。在美国,资本市场与证券投资基金之间的相互作用日益加强,资本市场的成熟完善极大地促进了证券投资基金的完善与发达;反过来,证券投资基金的完善与发达也会极大地促进资本市场更加成熟与完善,两者之间存在着一种相互促进的良性互动关系。美国的资本市场与共同基金的良性互动已经成为世界各国发展资本市场与证券投资基金的典范和效仿的对象。

我国的资本市场与证券投资基金从产生到发展壮大不过 20 多年的历史。一般认为,我国规范化的资本市场起步于 1991 年,相继诞生的上海证券交易所与深圳证券交易所。到 2007 年 3 月,沪深两市上市公司已经达到了 1461 家,总市值突破了 12 万亿

元,达到128033亿元,流通市值也达到了38972.49亿元。^①虽然成立时间较短,但我国资本市场已经为国民经济发展提供了大量的直接资本,并为建立现代企业制度和改善公司治理做出了巨大贡献。可以说,我国市场经济的建立与完善都离不开资本市场的发展壮大。而我国的投资基金起步于20世纪80年代末,严格意义上的证券投资基金,则起步和发展于1997年《证券投资基金管理暂行办法》实施后的1998年国泰和南方基金管理公司的建立以及基金景泰与基金开元的发行。到2007年3月31日,我国证券投资基金管理公司已达55家,证券投资基金338只,证券投资基金资产净值9867.94亿元。^②

回顾我国资本市场与证券投资基金发展史,我们可以看到两者之间存在极强的相关性。首先,在我国资本市场规模由小到大、由不成熟到成熟再到逐步完善的过程中,证券投资基金的规模也随之扩大,品种数量也逐步丰富与完善;其次,当资本市场处于上涨阶段时,证券投资基金也获得了良好的收益,甚至出现2006年有103只基金的净值增长超过了100%,由此引发投资者排队争购基金的火爆场面,这一年被称为“基金年”^③;再次,资本市场的改革,例如股权分置、融资融券制度引进和交易税费制度改革都为证券投资基金的业绩提升带来了极大的机遇。另一方面,随着我国证券投资基金的成长,证券投资基金规模不断扩大、功能不断完善和发挥也对资本市场产生了积极的影响:证券

① 数据来自于中国证监会网站: <http://www.csrc.gov.cn/n575458/n775121/index.html>。

② 数据来自于中信建投网站: <http://www.csc108.com/fcsnew/main/compare.asp?type=10>。

③ 参见汪寿阳:《2006中国证券投资基金回顾》,载中国科学院预测研究中心2007年报告,第1页。

投资基金自成立以来吸引了大量的居民储蓄进入资本市场，显然对我国资本市场规模扩大和活跃市场交易起了很大作用；证券投资基金近年来也开始关注并积极参与到公司治理中，维护证券投资基金本身以及资本市场内中小投资者的利益。尤其值得一提的是，人们期待的证券投资基金稳定资本市场的功能也开始得以发挥。因此，我国的资本市场与证券投资基金之间至少存在着局部的良性互动关系，尽管这种良性互动效果可能比较微弱。

应该说，我国的资本市场与证券投资基金的建立与发展都带有明显的政府推动的痕迹，而并非像英美等发达国家是经过百余年自然演进和逐步变革完善而相当完善成熟的。更进一步讲，我国大力发展证券投资基金等机构投资者的政策目标相当明确，证监会的领导人曾多次在不同场合提到发展证券投资基金的目的是希望证券投资基金能起到吸引居民储蓄资金以发挥扩大资本市场规模、稳定资本市场和参与公司治理的作用。同时证监会也为证券投资基金的发展提供了诸多优惠政策，例如，证券投资基金发展初期享受的新股配售特权等。换言之，我国政府发展证券投资基金是因为看到了资本市场与证券投资基金之间存在着良性互动的可能性，其目的在于发挥证券投资基金对资本市场的积极作用，在资本市场状况不好时能起到“托市”、“救市”的作用。但从实践效果来看，管理层的这种主观良好愿望并没有完全实现，甚至在个别时期内走向了反面，证券投资基金在一定程度上恶化了资本市场的运行。

在我国严格意义上的证券投资基金制度建立至今的近 10 个年头里，资本市场与证券投资基金共同发展过程中也出现了较多的问题。对于证券投资基金来说，我国资本市场规模狭小、投资品种有限，尤其是上市公司质地一般和股权分置的事实造成了投资品种的价值有限，给证券投资基金的操作空间带来了极大的制