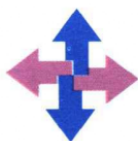


中国非公募资产(基金) 营运和管理研究

邓伟志

德 珍 著



复旦大学出版社

STUDY OF THE OPERATION AND MANAGEMENT OF PRIVATELY RAISED FUNDS IN CHINA



黄皮书系列书目

- | | | |
|--------------------|-----|-----|
| 跨国公司在华战略 | 罗 进 | |
| 当代美国保险 | 段 昆 | |
| 管理文化视角的企业战略 | 张 阳 | 周海炜 |
| 现代商业银行中间业务运作与创新 | 贝政新 | 等 |
| 国际经营策略 | 强永昌 | |
| 产业内贸易论 | 强永昌 | |
| —— 国际贸易最新理论 | | |
| 资本市场与投资分析 | 万解秋 | 郑红亮 |
| 中国上市公司成败实证研究 | 胡汝银 | |
| 中国上市公司资本结构研究 | 朱 叶 | |
| 金融控股公司论 | 贝政新 | 陆军荣 |
| —— 兼析在我国的发展 | | |
| 品牌国际化战略 | 韩中和 | |
| 科技创新与跨越发展研究 | 张晖明 | 丁 娟 |
| 中国非公募资产(基金)营运和管理研究 | 德 珍 | |

责任编辑: 徐惠平

封面设计: 陈 萍

中国非公募资产(基金) 营运和管理研究

德 珍 著

復旦大學出版社

图书在版编目(CIP)数据

中国非公募资产(基金)营运和管理研究/德珍著. —上海:
复旦大学出版社, 2004. 7
ISBN 7-309-04001-5

I. 中… II. 德… III. 基金-资金管理-研究-中国
IV. F832. 21

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2004)第 035124 号

中国非公募资产(基金)营运和管理研究

德 珍 著

出版发行 复旦大学出版社

上海市国权路 579 号 邮编 200433

86-21-65118853(发行部) 86-21-65109143(邮购)

fupnet@fudanpress.com <http://www.fudanpress.com>

责任编辑 徐惠平

装帧设计 陈 萍

总 编 辑 高若海

出 品 人 贺圣遂

印 刷 上海崇明裕安印刷厂

开 本 850 × 1168 1/32

印 张 7.5

字 数 186 千

版 次 2004 年 7 月第一版第一次印刷

印 数 1—3 000

书 号 ISBN 7-309-04001-5/F · 875

定 价 14.00 元

如有印装质量问题, 请向复旦大学出版社发行部调换。

版权所有 侵权必究

序

20 世纪 30 年代,私募基金首先起源于美国等新兴资本主义国家,随后一些具备一定资本市场条件的国家也相继出现了这一产品。在社会投融资需求和资本市场的共同孕育下,经过 1980 年的成长历程,这一金融产品迅速成长,并已在国际资本市场上被成熟运用。我国自 20 世纪 80 年代以来,经历了一场由计划经济向市场经济逐步转变的体制改革,这场改革已使资源配置方式、经济运行机制、产业结构和产权制度等都发生了巨大的变化。金融市场的建立和金融产品的创新则是这场改革的重要产物。其中,以非公募基金统称的这一金融产品,应民营经济投融资的需要起源于浙江南部的一些小城镇。虽然改革初期处于计划经济为主的体制下,金融供给的政策性限制十分严格;但是经济发展对投融资需求的巨大动力,还是在政策夹缝中成长出这一具有中国地方经济特色的金融产品。由于缺乏相应的法律地位和政策性支持,其运行始终以地下或半地下方式进行。到 20 世纪 90 年代中期,非公募基金通过十多年的营运,在不少地区已被人们接受。它一方面在 market 需求的推动下得以不断发展,并对活跃资本市场、促进民营经济和科技型中小企业的成长起到一定的积极作用;另一方面又因缺乏相应的规范性制度而增加了金融监管的难度,从而也带来一定的风险。因此,这一现象引起了有关部门和专家学者的关注。

从满足市场需求又能避免金融风波的目的出发,我国非公募基金在制度、组织、营运、管理等诸多方面的构建上,必须通过借鉴和吸纳国际金融监管的制度和运行经验,并通过对于理论和实践全

面的分析、研究,建立适应我国国情且符合国际惯例的非公募基金的管理和营运的模式,以满足市场对这一金融产品的需要。这既是规范金融市场管理需要,也是非公募基金自身发展的需要。因此进行非公募基金的研究具有十分重要的现实意义。

金融体系优化、金融市场开放、有效监管和资本市场产品多样化是现代投融资发展的必然要求。正如作者在本书中指出:“对新兴市场经济国家而言,非公募基金在资本市场中的规模、效率、稳健性及其制度建设,对于资本市场的投融资效应的大小及资本营运的效果具有十分重要的作用,从而对国家或地区的社会、经济快速发展和拉动产生巨大的影响。这也是在发达国家和部分新兴市场经济国家中,资本市场国际化过程加快和银行混业经营日趋强烈以及金融市场相当发达的一个重要原因。由此可见,非公募资产(基金)的开放和管理对我国金融体系和资本市场的构建和完善以及进一步发挥金融业在社会、经济中的投资和融资作用有着重要的意义”。事实上,作者所论述的上述因素在很大程度上决定了一国金融体系和资本市场的竞争力和筹资能力。对我国现状而言,这是一个亟待探索且需从理论上给予充分论证和研究的新领域。

作者在研究中用系统论思想统揽全局,在参阅国内外大量相关文献和总结国内实践经验的基础上构建起适应我国金融发展实际的非公募资产(基金)营运和管理的架构,并按照架构的三个层面逐次展开研究。其主要的成果在于:(1)系统地分析了国际非公募资产(基金)在资产管理混业化、金融服务自由化和资本营运市场化背景下的业务拓展、业务流程和管理手段及风险管制办法,通过借鉴国际上成熟的作法,确立我国非公募资产(基金)营运与管理研究的基点;(2)重点分析了我国券商在金融开放和加入WTO条件下开展非公募资产(基金)委托管理的状况,把握各类资产管理公司的资本营运绩效,提出在有效监管下建立良性的营

运竞争秩序和环境建议;(3) 详细分析并提出我国非公募资产(基金)营运与管理机制的构想,以期实现非公募资产(基金)在需求、供给和权益、效率等方面的均衡。

由于作者具有较为扎实的现代经济理论和金融理论基础,也具有一定的营运实践经验,因此,在对我国非公募资产(基金)的系统构建研究时,能从逻辑上较为清晰地阐明我国非公募资产(基金)的营运和管理模式以及建立规范市场应具备的制度体系,其中的见解不乏一定的创新性,这是难能可贵的。然而,由于中国资本市场与非公募基金尚处于发展的初级阶段,关于非公募资产(基金)的研究在我国才刚刚起步,要想完全把握其运动规律仍需依赖实践的积累和理论的深化。因此,本书的研究结果也必然还存在疏漏不足之处,有些观点也可能会引起争论,但这将有助于研究的深化,并无损于本书出版的意义。我衷心希望有更多的学者关注和参与对我国非公募资产管理的研究,促进我国资本市场的健康发展。

厉无畏

2003年3月

目 录

第一章 导言	1
一、本书的选题背景和意义	1
二、本书的研究方法和特征	3
三、本书的结构和内容	4
四、本书的贡献和创新之处	6
第二章 资产管理概述	8
一、资产与资产管理的定义	8
1. 资产的一般含义	8
2. 资产管理的定义	9
3. 资产管理的募集方式	10
二、资产管理的作用	10
1. 提高资产质量	11
2. 加快资产证券化、资本化、市场化的发展	12
3. 投资基金专业化发展的必然趋势	12
三、资产与资产管理者的分类	13
1. 从金融机构角度的分类	14
2. 从资产来源角度的分类	14
3. 从募集方式上分类	15
四、投资基金概述	15
1. 定义	15
2. 规模	16
3. 分类	17

五、投资基金的基本情况	18
1. 国际的基本情况	18
2. 我国的基本情况	21
第三章 非公募基金构建的理论综述	24
一、非公募基金的属性分析	24
1. 资本募集的私募性	25
2. 资产管理的私约性	25
3. 市场进入的私生性	26
4. 运行方式的非公开性	26
5. 募集对象的特定性	26
二、非公募基金定义的确立	27
1. 募集方式不同	28
2. 募集对象不同	28
3. 信息披露要求不同	28
三、非公募基金规模及产生的动因	28
1. 社会资金缺位是非公募基金产生的基本动因	29
2. 民间理财需求是非公募基金的发展动因	30
3. 资本市场发展是非公募基金的成熟动因	30
四、非公募基金的作用	31
1. 大力发展论	31
2. 适度发展论	31
五、非公募基金与上市管理	32
1. 加大对实业的投资力度	32
2. 放宽对营运方式的限制	32
3. 资产管理多样性的选择理论	33
第四章 非公募资产营运管理理论	35
一、委托代理理论	35
1. 财产权的转移性	36

2. 财产运作的独立性	37
3. 财产运作的非营利性	37
4. 财产受益人的多元性	38
二、风险收益理论	38
1. 资产风险与收益的线性相关性	38
2. 资产收益率的可评估性	39
3. 资产风险收益的可测算性	40
三、现代投资组合理论	41
1. 投资理论概述	41
2. 资产组合理念	43
3. 资产组合的选择	43
4. 资产有效组合的构建	45
四、信息与机构投资者行为的选择理论	46
1. 证券市场有效和信息与投资者的行为偏差	47
2. 证券价格随机游走模型与信息反映的非线性	48
3. 信息分布和信息成本与预期行为	52
4. 噪声交易和从众行为与理性决策的系统性 偏离	55
5. 市场功能锁定与机构投资者的交易策略	57
第五章 非公募基金管理国际惯例	61
一、非公募基金的份额发售	61
1. 份额的非公募特征	62
2. 证券经纪商和交易商的注册	63
二、避开《投资公司法》的有关规定	66
1. 《投资公司法》以及投资者人数的计算	66
2. 规避风险的合并约定	66
三、投资基金的运作	67
1. 联邦法和州法对投资服务的身份注册规定	67

2. 投资顾问的激励费报酬	68
3. 商品期货经营人的注册	68
4. 投资基金的营销披露	69
5. 账户上分配和账户间交易	70
6. 个人交易与守法	71
7. 客户资产的托管	72
四、投资基金的计划管理	74
1. 信托义务	74
2. 通常禁止的交易	74
3. 激励酬金	75
4. 外国证券托管规则	75
5. 保证金要求	76
6. 规定的惩罚	76
五、解散与终止	77
第六章 国际非公募基金管理机构业务营运趋势	79
一、市场的形成	80
1. 机构投资者	80
2. 买方与卖方	81
3. 法律的完善	82
4. 理论和模型的丰富	85
二、对冲基金概况	86
1. 对冲基金的定义	87
2. 对冲基金的基本情况	88
3. 投资方式分析	93
三、美国联邦与州的证券法律	99
1. 美国联邦证券法简介	100
2. 证券法的法律表现形式	102
3. 证券的定义	103

4. 豁免证券	105
5. 管辖范围	106
四、基金活动的管理	107
1. 管理与控制	108
2. 与关联人的交易	110
3. 基金股份的销售	111
第七章 我国非公募基金投资营运现状	114
一、组合投资的有效性分析	115
1. 我国资产市场的风险结构分析	115
2. 我国市场的时变风险分析	119
3. 组合投资风险分散效果分析	120
二、系统性风险规避与投资组合保险技术	123
1. 无对冲机制下的系统性风险规避策略	123
2. 对冲机制下的投资组合保险技术	126
三、指数化投资策略与积极投资策略比较分析	128
1. 理论依据	128
2. 指数化投资管理模式	130
3. 积极投资管理模式	132
4. 我国资本市场投资策略的思考	133
四、市场扩容情况下的投资组合优化	137
1. 股市扩容的影响	137
2. 证券选择集动态变化下的组合优化	140
第八章 我国非公募基金的形式与特点	142
一、公募基金与非公募基金的异同分析	142
1. 本源区别	143
2. 法律行规上的区别	143
3. 优异点区别	145
二、我国非公募产业投资基金的发展状况	148

1. 我国的非公募产业投资呈良性发展态势	148
2. 非公募产业投资极大地推动了高新技术 产业的发展	149
3. 非公募产业投资公司的分布相对集中	149
4. 非公募产业投资对环境的依赖程度增高	150
5. 外资产业投资机构开始涉足中国非公募 产业投资领域	150
6. 非公募基金营运中仍存在体系性障碍	151
三、我国非公募证券投资基金的发展状况	153
四、我国发展非公募基金的可行性分析	156
1. 发展非公募基金的必要性	157
2. 发展非公募基金的作用	158
3. 以技术创新增强国际竞争力	158
4. 促进科技优势向竞争优势的转化	160
5. 促进高新技术企业成长的催化剂	161
6. 为知识经济提供金融支持	162
五、构建有中国特色的非公募基金	165
第九章 我国非公募基金的规范化管理	167
一、我国非公募基金的管理现状分析	167
1. 以资质为基础,建立基金进入的“门槛”机制	168
2. 以利益为纽带,建立理性的营运和管理队伍	169
3. 以竞争为手段,建立适应国际化营运的政策 体系	169
4. 以规范为秩序,建立信息公开的监管程序	170
5. 以效益为目标,建立规范化管理的运作程序	171
二、非公募基金规范化管理的方向	172
1. 加强非公募基金的风险管理	174
2. 规范非公募基金管理人委托权限	174

3. 开放非公募基金基金管理人的资格	175
4. 拓展非公募基金的投资对象	176
5. 发展具有中国特色的非公募基金信息披露 方式	177
三、对非公募基金的监管	178
1. 非公募基金监督的基础条件	178
2. 部分国家和地区对非公募基金的监管的案例 借鉴	180
3. 我国对非公募基金的监管	183
四、用法律手段规范非公募基金	184
1. 非公募基金呼唤法律健全	184
2. 非公募基金法律地位确定后的影响	186
3. 非公募基金合法化是经济发展的必然	188
第十章 我国非公募基金的营运管理创新	190
一、非公募基金的法律制度创新	190
1. 主管机构的职能定位制度	191
2. 构建公司的信息披露制度	191
3. 实施有效的公司资产管理制度	192
4. 基金管理公司费用开支限制制度	194
5. 管理公司——投资人关系制度	194
二、非公募基金的组织创新	196
1. 非公募产业投资基金的组织构建	197
2. 非公募证券投资基金的募集与组织	202
三、非公募基金的投资组合创新	206
1. 证券投资组合理论	206
2. 资本资产定价理论	209
3. 套利定价理论	212

第一章 导 言

20 世纪 80 年代以来,我国经济领域和金融领域经历了一场深刻的、持续至今的变革。这场变革涉及经济体制改革、资源配置方式转换、经济营运方式变更和产业结构调整等诸多领域。其核心是由传统的计划经济体制向市场经济体制的转型和资源配置中具备筹资和投资功能的资本市场的建立。在这一过程中,涉及资本市场构建的主要是两大体系,即公募资本营运体系和非公募资本营运体系,而非公募资本又可分为机构募集和民间非机构募集两大类型。本书研究的重点,是针对当前金融体制改革中涉及的机构募集型即边缘状态(灰色地带)的非公募基金和相关的不合理制度及不合法的市场营运形式,在借鉴国际金融营运和监管制度的基础上,通过实证分析,研究如何建立适应我国国情且符合国际惯例的非公募资产(基金)的管理营运构架和模式。

一、本书的选题背景和意义

非公募基金是指以资产委托经营管理为基础,委托关系无须经由政府监管部门审核或注册的、非公开市场募集的证券性或风险投资性资本。尽管非公募概念在我国鲜为人知,亦缺乏相应的法规和管制,更缺乏相关的资料和系统的研究,但证券性或风险投资性募集活动在我国是客观存在的,有些募集活动的范围还相当广泛。国际上,在美国等资本市场比较发达的国家,非公募资本活动已相当活跃,风险资本绝大部分是以非公募方式筹集的,非公募

资本对于这些国家的企业创立和经济发展起到了重要的融资和投资作用。对我国来说,规范和发展非公募资本市场,对于一些尚未成熟的高科技产业、难以从正式金融渠道获得资金的民营经济、金融力量比较薄弱的区域(如浙江南部)以及资本严重短缺的广大中西部地区,会起到启动经济和推动发展的重要作用;即使在金融发达地区和能够从金融机构获得资金的成熟产业和成熟企业,非公募资本也可以以其灵活性和低成本的优势而占有一席之地。当然,由于非公募资本的非规范性和弱监管性,存在着较大投资和营运风险(浙江南部部分农村信用组织的破产即是实例),即使在美国等法制较为健全的国家,以非公募方式进行非法金融投机活动也时有发生(如纽约德累塞尔投资行的吸资参与杠杆兼并事件)。所以,在发展我国非公募资本市场的同时,控制风险、规范行为、防范欺诈是十分重要的。然而,在国内外资本市场中,非公募资本市场的长期营运实践表明,尽管开放非公募资本具有效应上的两面性和结果上的不确定性,但从总体上看,它对于推动非政府融资和优化投资结构是有利的。因此,全面深入地研究非公募基金的开放和管理,对于提升我国资本市场的效用和选择及制定正确的政策都具有重要的实践意义和理论价值。

在经济全球化和金融一体化的过程中,发达的金融体系和完善的行业规制是金融市场开放和非公募基金的资本市场形成并发挥融资和投资效用的必要条件。对新兴市场经济国家而言,非公募基金在资本市场中的规模、效率、稳健性及其制度建设,对于资本市场的投融资效应的大小及资本营运的效果具有十分重要的作用,从而对国家或地区的社会、经济快速发展和拉动产生巨大的影响。这也是在发达国家和部分新兴市场经济国家中,资本市场国际化过程加快和银行混业经营日趋强烈以及金融市场相当发达的一个重要原因。由此可见,非公募资产(基金)的开放和管理对我国金融体系和资本市场的构建和完善以及进一步发挥金融业在社

会、经济中的投资和融资作用有着重要的意义。

正是基于以上认识,本书以资本市场体系中的非公募资产(基金)营运和管理为研究对象,分析并探讨在金融全球化的背景下,非公募资产(基金)规范化发展对我国金融体系的建设、资本市场的发育、资产管理制度和投融资机制的完善等内容,在借鉴发达国家的实践经验和基本理论的基础上,评价非公募基金的风险、运作方式、收益分配和组织架构,剖析我国非公募基金的现状、问题和成因,分析非公募资产(基金)的特点和营运规律,并提出选择正确的政策、策略、法律、规则和运行管理手段等,趋利避害,以充分发挥非公募资产(基金)在促进经济发展和资本流动中的作用。

二、本书的研究方法和特征

本书是以系统论的思想为出发点,在把握非公募资产(基金)营运和管理的全局构架基础上,运用三种研究方法,展开全面的研究。

一是系统分析国际非公募资产(基金)在资产管理混业化、金融服务自由化和资本营运市场化背景下的业务拓展、业务流程和管理手段及风险管制。这也是本书的第一个特点,以实证分析为基础,通过重点剖析数家有代表性的非公募资产(基金)管理公司的资本营运和管理方式,总结其经验教训和在市场中的作用发挥,以供研究之参考借鉴。针对国内有关研究中将公募与非公募割裂开来或者将两者混为一谈,因而难以全面准确揭示其差异、特征、效用和各自的规律等时弊方法,本书注意把握既区分了两者的不同性质,又考虑到两者之间的联系,由此展开对非公募基金的分析;同时,本书对国际非公募资产(基金)的研究深化,是立足于借鉴、分析、探索我国非公募资产(基金)的营运与管理为落脚点的。

二是重点分析我国券商在金融逐步开放和加入世贸组织条件