

国家社会科学基金项目

《中国证券市场的制度变迁：一个非线性动力学分析》

批准号：00CJL004

主要阶段性研究成果及获奖

主持人：耿志民

2004年9月12日

目 录

一、科研获奖：

耿志民著：《中国机构投资者研究》（中国人民大学出版社 2002 年版）获 2002 年度河南省社会科学优秀成果（省部级）一等奖。

二、学术专著：

1. 耿志民著：《中国机构投资者研究》，北京：中国人民大学出版社 2002 年版。（原件）

2. 韩志国、段强主编：《私募基金：稳定因素还是紊乱因素》，耿志民撰写第六章“私募基金的制度设计”，北京：经济科学出版社 2002 年版。

三、学术论文（核心期刊 17 篇）：

1. 耿志民：《论中国金融混业经营的制度变迁》，《经济学动态》2001 年第 10 期，核心期刊。

2. 耿志民：《全面培育机构投资者》，《中国软科学》2000 年第 9 期，核心期刊。

3. 耿志民：《论“合格的外国机构投资者制度”与资本安全》，《经济纵横》2001 年第 12 期，核心期刊。

4. 耿志民：《论中国机构投资者监管的制度选择》，《上海金融》2003 年第 3 期，核心期刊。

5. 耿志民：《中国证券市场引入竞争性做市商制度问题探讨》，《上海金融》2001 年第 11 期，核心期刊。

6. 耿志民：《机构投资者参与公司治理研究》，《上海金融》2000 年第 7 期，核心期刊。

7. 耿志民：《论创建合格的外国机构投资者制度》，《金融理论与实践》2001 年第 11 期，核心期刊。

8. 耿志民：《基于非系统风险的证券组合投资决策研究》，《金融理论与实践》2000 年第 6 期，核心期刊。

9. 耿志民：《养老保险基金进入资本市场：可行性及政策策略》，《经济与管理研究》2001 年第 3 期，核心期刊。

10. 耿志民：《养老保险个人账户制度：经济分析与政策选择》，《人口研究》2001 年第 1 期，核心期刊。

该文被中国人民大学复印报刊资料《社会保障制度》2001 年第 6 期全文转载。

11. 耿志民:《养老保险基金监管的经济分析》,《福建论坛》(经济社会版)2000年第9期,核心期刊。
12. 耿志民:《论企业股权资本养老保险制度》,《福建论坛》(经济社会版)2001年第5期,核心期刊。
13. 耿志民:《世界养老保险制度私营化改革的经济学断想》,《中国劳动保障报》2000年7月4日。
14. 耿志民:《养老保险基金对我国资本市场发展的积极影响》,《国际金融报》2000年8月31日。
15. 耿志民:《开放式证券投资基金发展问题研究》,《郑州大学学报》(社会科学版)2002年第3期,核心期刊。
16. 耿志民:《国际游资与股市发展》,《郑州大学学报》(社会科学版)2000年第3期,核心期刊。
17. 耿志民:《论中国债券市场的制度创新》,《河南金融管理干部学院学报》2003年第2期,核心期刊。
18. 耿志民:《论中国资产证券化的障碍及其有效突破》,《河南金融管理干部学院学报》2002年第3期,核心期刊。
19. 耿志民:《私募基金的制度效应与中国的现实政策选择》,《河南金融管理干部学院学报》2001年第4期,核心期刊。
20. 耿志民:《探析私募基金发展的政策取向》,《国际金融报》2001年7月16日。

河南省社会科学优秀成果

证书

根据中共河南省委关于设立社会科学优秀成果省级奖的决定，经评定，右列成果获 2002 年度河南省社会科学优秀成果。特发此证，以资鼓励。

成果名称：中国机构投资者研究

成果形式：著作

获奖等级：壹等奖

主要作者：耿志民

证书编号：2002-007

河南省社会科学优秀成果评奖委员会

2003 年 9 月





资本市场世纪丛书

私募基金：

稳定因素还是紊乱因素

WENDING YINSU
HAISHI
WENLUAN YINSU

资本市场世纪丛书

国有股减持：历史机遇还是现实风险
退市机制：市场压迫还是压迫市场
独立董事：管制革命还是装饰革命
创业板与主板：相互排斥还是协调发展
私募基金：稳定因素还是紊乱因素

ISBN 7-5058-3009-0
F·2377 定价：14.50 元

资本市场
世纪丛书

私募基金

稳定因素还是紊乱因素



经济科学出版社

资本市场世纪丛书

私募基金

SIMU JIJIN

稳定因素还是紊乱因素

主编 / 韩志国 段 强

WENDING YINSU
HAISHI
WENLUAN YINSU



经济科学出版社

第六章 私募基金的制度设计

私募基金的性质，决定了其制度结构、运行特征和市场效应等与公募基金有着明显差异。借鉴美国对冲基金的经验教训，我国私募基金的发展应采用有限合伙制开放式基金模式，并要制定适度而又灵活的框架性制度安排，以实现保护投资者、确保市场完整和降低系统风险这三个金融监管目标，充分发挥私募基金对中国证券市场发展的积极效应。

由于《投资基金法》对中国证券投资基金业及证券市场的发展有着重要意义，其起草一直备受市场的广泛关注。该法案坚持“统一立法”原则，对基金从不同的筹资方向进行规范，在草案中对“向特定投资人募集的基金”加以专门规定，更引起理论界及市场的高度重视。特别是考虑到对冲基金这种私募基金的性质，及其在欧洲汇率机制危机、墨西哥金融危机和亚洲金融危机等国际金融危机发生与深化过程中的特殊作用，以及美国长期资本

管理基金（LTCM）事件的市场效应，我们进一步认识到私募基金的特定性和制度设计的重要性，从而要求有关部门在私募基金的发展及市场监管方面做出全面、有效和长远的政策安排。

制度结构的差异赋予了私募基金和公募基金不同的运行特征，也使二者所获收益与所受损失差距悬殊。在获得高额收益的同时，私募基金也给证券市场的稳定运行带来了潜在的风险

（一）私募基金与公募基金的区别

从原有的意义上讲，私募基金是指以非公开方式向特定投资者募集的基金。私募基金的这种性质决定了其在制度结构上与公募基金有着明显差异。

第一，募集方式及基金流通机制不同。这是私募基金与公募基金的主要制度区别。公募基金（如共同基金、社会保障基金、保险基金等）的募集，首先必须符合法律法规规定的条件，并依法报有关政府部门核准或者审批；其次，在基金公开发售前，除按规定的时问、方式和程序公告发行募集文件外，往往还要在新闻媒体上大做广告，以招徕公众投资者。私募基金成立时不必经政府主管部门审批，但必须接受其对投资者及其出资额的严格限制；在吸引投资时，私募基金不能利用任何大众传媒做广告宣传，投资者主要是通过直接认识基金管理人、依据在上流社会获得的可靠投资消息和间接介绍、机构投资者的

间接投资、投资银行的特别推荐以及私募基金研究咨询机构提供的信息等途径参与私募基金。另外，私募基金与公募基金（尤其是封闭式基金）的认购和赎回机制不同，私募基金的投资者可以自由地抽回投资，但必须提前告知基金管理人。提前时间从30天到3年不等，不同规模及成熟度的私募基金往往有着不同的内部规定。

第二，募集对象不同。公募基金是面向广大的社会公众来募集资金，而私募基金只能出售给资金充足、经验丰富的投资者，这类“认可合格”的投资者在美国被定义为有能力估计（或能够聘用投资顾问来估价）证券的风险和收益特征以及有财力承担经济风险^①。

第三，信息披露要求不同。政府对公募基金的信息披露有非常严格的要求，其投资目标、投资组合等都要经常披露。尽管发行私募基金可能豁免注册，但这并不意味着私募基金不必向潜在的投资者披露信息，而在信息披露方面对私募基金的要求比公募基金低得多，信息披露的方式明显不同。美国证券交易委员会（SEC）认为，重要的实质信息仍必须在私募基金备忘录中提供，只是不需要SEC的审查。

^① 根据美国《证券法》、《证券交易法》、《投资公司法》和《全国证券市场改进法案》，在岸基金的投资者不能超过500个，被认可合格的基金投资者，要么满足净值标准（不包括汽车、房屋及家具，至少达到500万美元），要么满足年收入标准（在过去的两年中、且预计本年度，以个人名义参加者，个人年收入至少要达到20万美元；以家庭名义参加者，夫妇年收入至少要达到30万美元），并且，每个投资者的出资额不得少于100万美元。对离岸基金，则没有投资者数额的限制，对每个投资者最低出资额的要求也比在岸基金低。

第四，投资限制不同。机构投资者资产负债结构及负债性质的不同，决定了各自所采用的投资策略。以养老保险基金为例，其社会保障性质使得政府部门对养老保险基金安全性的要求特别高，除限制养老保险基金的自我投资、以谨慎的原则选择投资工具外，还对养老保险基金法定投资项目的种类及其限额做出严格的规定。在这方面，表现最为突出的是各国政府都规定养老保险基金的一定比例或全部都必须用于购买国债，而政府又承担着最后的承诺责任。就私募基金来说，其招募说明书和法律地位使其投资组合和交易很少受到限制，如何将资金按不同比例分别投向各种工具和各个市场，完全由基金管理人决定，而且这一决定是在秘密状态下进行的，经理人员没有义务向公众公布自己的投资组合，也无须向投资者汇报自己的投资组合，几乎可以不受任何限制地使用杠杆原理及金融衍生工具进行各种大规模的投机活动。

第五，报酬激励机制不同。公募基金管理人是按所管理基金的一个固定比例（如5%）提取管理费，并从中支付雇员薪酬。私募基金则采取与业绩挂钩的薪酬激励机制，基金管理人的收益完全根据其投资收益来决定，除按基金年净资产值的1%提取管理费外，还要加上占年投资纯利润20%左右的激励费（见表6-1）。

表 6-1 美国离岸对冲基金总体业绩及经理人报酬率

单位：%

年份	基金家数 (个)	总资产 (万美元)	年收益 率简单 算术平 均数	年收益 率加权 算术平 均数	最高 收益率	最低 收益率	经理人 平均最低 报酬率	经理人平 均奖励性 报酬率
1988 ~ 1989	78	47 212.56	18.08		57.3	-33.6	1.744	19.755
1989 ~ 1990	108	61 539	4.36	16.37	85.9	-30.7	1.647	19.519
1990 ~ 1991	142	114 663.58	17.13	36.95	94.6	-53.4	1.786	19.548
1991 ~ 1992	176	188 763.03	11.93	36.99	92.4	-24.4	1.809	19.344
1992 ~ 1993	265	390 461.18	24.59	41.94	155.6	-30.3	1.621	19.096
1993 ~ 1994	313	351 494.54	-1.6	-7.03	105.3	-49.8	1.644	18.753
1994 ~ 1995	399	403 454.12	18.32	23.05	296.9	-40.3	1.551	18.497
历年平均			13.25	24.71	126.8	-37.5	1.686	19.216

资料来源：The U. S. Off-shore Hedge Funds Directory (1997)。

(二) 私募基金与公募基金的市场效应比较

制度结构的差异及由此决定的私募基金和公募基金在运行特征上的不同，使得私募基金有其特有的优势，但同时也存在一些明显的缺陷，进而对证券市场的健康、稳定发展产生了与公募基金不同的市场效应。

第一，由于私募基金是向特定投资者募集的，其投资目标可能会更有针对性，更能满足客户特殊的投资要求。

第二，由于政府对私募基金的监管不严，私募基金不必像公募基金那样定期披露详细的投资组合，其投资更具隐蔽性，投资决策会更加灵活，加之私募基金可投资于不同的金融工具、运用复杂的投资策略以及杠杆效应的作用，使私募基金能够利用在风险偏好一致性领域的比较优势，通过弥补市场的不完全性在很短的时间内获得惊人的

超额利润，给投资者带来高额回报。从表 6-2、表 6-3 可以看出，私募基金的投资业绩在总体上要远远超过公募基金。

表 6-2 美国对冲基金、共同基金净复合收益率比较

(1993 年第四季度 ~ 1998 年第三季度)

排 名 \ 种 类	对冲基金 (%)	共同基金 (%)
前 10 名	29.4	25.7
前 10%	25.4	18.4
前 25%	21.4	15.9
后 10%	2.2	2.8
后 25%	-2.4	0.6
后 20 名	-3.6	16.8

资料来源：Van Hedge Advisors (1998)。

表 6-3 标准普尔 500 指数下滑季度基金投资收益情况比较

(1988 年第一季度 ~ 1998 年第三季度)

单位：%

	1Q90	3Q90	2Q91	1Q92	1Q94	4Q94	3Q98	复合收益率
标准普尔 500 指数	-3.0	-13.7	-0.2	-2.5	-3.8	-0.02	-9.9	-29.4
Van U. S. Hedge Fund Index	1.9	-3.2	2.2	4.6	-1.1	-1.10	-6.1	-3.2
Average Equity Mutual fund	-2.8	-15.4	-0.9	-0.7	-2.6	-2.60	-15.0	-35.1

资料来源：Van Hedge Advisors (1998)。

按投资损益情况衡量，美国对冲基金资金的安全程度往往要远高于共同基金。在 1988 ~ 1998 年标准普尔 500 指数的 7 个下滑季度中，共同基金平均损失 35.1%，而同期对冲基金仅损失 3.2%。若将索罗斯量子基金、豪斯

曼基金和 AHL 期货基金加以组合，1990 年以来的最低报酬率为 -3.16%，平均报酬率则高达 22.19%（见表 6-4）。也正因为如此，从亚洲金融危机的损失中恢复之后，对冲基金仍继续保持着其最有发展潜力的集合投资工具的地位。2000 年，标准普尔 500 指数和纳斯达克指数分别下跌了 9.1% 和 39%，而反映对冲基金业绩状况的 Hennessy 指数却上升了 8%。

表 6-4 对冲基金组合回报率

单位：%				
年份	量子基金	豪斯曼基金	AHL 基金	平均回报率
1991	53.19	34.23	12	33.14
1992	68.53	20.37	-6.96	27.31
1993	63.09	31.97	31.48	42.18
1994	3.14	-10.71	-1.9	-3.16
1995	40.7	26.16	29.32	32.06
1996	-1.64	16.89	26.32	13.97
1997	13.29	18	8.81	13.37
平均	34.32	19.55	14.29	22.69

资料来源：Micropal (1998)。

但是，由于对冲基金无须公布财务报告，投资者及向对冲基金提供抵押贷款的商业银行和投资银行无法掌握对冲基金投资的财务状况，投资者投资于私募基金完全是出于对基金管理人的一种信任，因而很容易被对冲基金的高回报业绩所吸引，竞相与其建立交易和借贷关系，致使市场自发的监督机制和风险机制难以启动。这样，外部监管的松懈和对冲基金内部的“暗箱”操作以及投资群体等

方面的特点，使其越来越倾向于追求高风险、高收益的投资风格。如果对冲基金在投资活动中遭受重大损失，基金投资者按规定却不能索取任何损失赔偿，这显然不利于对基金持有人利益的保护。美国长期资本管理基金和老虎基金的教训，不可谓不深刻。

第三，由于私募基金的信息披露不完善、政府监管力度很弱，不能完全避免私募基金出现内幕交易、操纵市场等违规行为，严重时可能影响到资本市场的稳定性。对对冲基金在欧洲汇率机制危机、墨西哥金融危机、亚洲金融危机及 LTCM 濒临破产过程中的实际作用及其机制的研究表明，对冲基金的核心策略就是通过控制交易量来操纵市场价格，从而形成一种金融垄断。在这种情况下，对冲基金的性质发生了质的变化，已经从最初主要规避风险的机构投资者演变为以操纵价格为手段的投机机构，这势必破坏市场运行的正常秩序。尽管由于对冲基金在利用金融衍生工具做空和信贷杠杆方面具有优势，看涨和看跌市场上双获利的预期可能使其同时做多和做空，但对冲基金这种套利策略和逆向投资策略对市场价格稳定性的影响是不确定的（梁云祥、陶涛，1999）。

以美国长期资本管理基金为例，作为套利型基金，LTCM 自身的特性要求通过杠杆放大多空头寸来放大价差，这虽为其提供了累积巨额持仓量及进行巨额交易、进而操纵价格的空间，但高杠杆本身就意味着高风险，一旦投资决策失误，杠杆效应将会使损失加倍。而国际金融市场的非线性特征，更使得市场结构容易发生突变，并引致

市场流动性的突然丧失，这时基金却为债权人所逼而不得不平仓还债，于是，LTCM 便处在破产的边缘。尽管美联储基于金融市场接触传染效应方面的考虑出面拯救 LTCM，但这又将加大金融机构的道德风险，其对金融市场发展的负面影响将是深远的。

私募基金是应我国金融资产结构的变化和现实市场的需求而发展起来的，其合法化地位的确立将有力地推动中国证券市场的制度变革和经济改革的进一步发展。我国私募基金的发展可以采用有限合伙制开放式基金的模式来推进

（一）我国私募基金的产生与发展

在我国，私募基金完全是因市场需求自发成长起来的，并随着我国证券市场的发展而异军突起。

1993 年，由于证券公司的主营业务从经纪业务走向承销业务，客户资金交由证券公司代理委托投资，在大客户与证券公司之间开始形成不正规的信托关系，私募基金得以产生，但当时每家基金的规模一般不超过 5000 万元人民币。1997 ~ 1998 年，股票一级市场非常活跃，上市公司将股市集资来的闲置资金委托主承销商进行投资，私募基金进入稳定发展时期，其平均规模达到 1 亿元左右，但最大的不超过 10 亿元。1999 年之后，许多非银行金融机构以及证券公司大量从业人员特别是资深人士跳槽后，利用市场营销技巧及非公开的方式从事集合投资业务，采

取个别协商方式，积聚众人资金投资于股票或债券，市场影响很大，以致中等规模的私募基金近 5 亿元，私募基金的总规模则达到 8000 亿 ~ 9000 亿元左右。结合中国金融市场的发展状况及监管效率，总规模达 8000 亿 ~ 9000 亿元左右的私募基金中会有多少灰色和黑色资金，可能会对中国证券市场的长远健康发展带来怎样的消极影响，亟待研究与规范。

长期以来，我国私募基金的管理人主要包括理财工作室、资产管理公司或投资咨询公司、券商和“管理精英”四类，在基金治理上实行资金、财务、市场和监控四权分立，基金投资比较注重公司的基本面，通常是利用信息的不对称性、通过提前确认上市公司的收入和关联交易等操纵利润，将投资和投机结合起来，达到在一级市场和二级市场上套利的目的。但从 1999 年“5.19”行情和 2000 年的“2.14”行情之后，私募基金从业人员在市场规模及高收益的刺激下迅速发展，基金管理人的身份渐趋复杂，还形成了专门的中介代理环节。中介代理人不过问私募基金的运作，而只负责组织资金的来源，这增加了防范非法资金流入证券市场的难度（姜秀华，2001）。

虽然受制于完全由市场决定的“游戏规则”，现阶段我国私募基金运转的状况还比较好，没有出现信用危机，但从经济学的角度来看，资本有逐利的本性，经济人有甘冒风险的心理，如果我国的私募基金继续以地下形式存在，投资者的利益难以得到有效保护，其寻租机制容易滋长腐败现象，影响我国证券市场的正常运行，严重时甚至

可能造成金融动荡（厉以宁，2001）。

（二）私募基金合法化的作用

正因为私募基金是市场化的产物，若能使这一长期处于地下状态的机构投资者的活动合法化，使其在阳光下成长，将能够降低交易成本、防范金融风险，并对我国证券市场及国民经济发展产生重要的促进作用。

第一，为了适应我国金融资产结构的变化及满足现实市场需求，私募基金的发展将为中国经济增长增添新的活力。目前，国内除了 70 000 亿元的居民个人储蓄有待进一步分流外，一级市场新股申购资金高达 6000 亿元之巨，可见市场资金供应的丰沛程度和投资需求的旺盛。由于新股发行市场化的步伐加快，申购资金的收益率将下降，部分申购资金将需要其他的投资渠道。从更大的范围来看，一方面，在我国的金融资产中，大量的货币资产积淀在银行，并没有转化为专门的资产管理对象；另一方面，从我国证券市场的投资者构成比例上看，小额投资者占投资主体的 90% 以上。国有企业、国有资产控股企业和上市公司这三类企业在制度上已被准入证券二级市场，加上各类社会基金，如教育基金、扶贫基金、互助基金、养老基金和保险基金等，出于保值增值、追求利润的动机和目的，都希望能根据他们持有和运用资金的状况，提供具有针对性的投资理财方案。种种情况显示出我国私募基金的发展前景和发展空间，私募基金将为投资者增加更多的选择机会。

第二，私募基金的出现，将加快培育成熟理性的机构投资者。公募基金的最大问题，就是基金的各个利益主体存在着严重缺位问题，特别是对基金经理人的利益约束软化，激励机制欠缺，其投资行为与切身利益没有直接联系，“基金黑幕”问题突出。而私募基金的最大特点就是投资者、管理人之间形成荣辱与共、休戚相关的利益关系，私募基金的合法化，将使原来在暗处的私募基金浮出水面，成为市场中一个公开的主要参与者和竞争者，有利于形成证券市场健康发展、公平有序的竞争环境，使我国证券市场出现一种新的力量分布格局，进而推动我国成熟、理性的机构投资者群体的加速形成。

第三，私募基金的产权基础，将使其成为中国证券市场制度变迁和产权结构改革的重要主体。我们认为，现阶段中国证券市场发展的核心问题在于制度创新，产权结构则是其基础、关键。显然，真正市场化的共同基金和私募基金，将是中国证券市场制度变迁和产权结构改革的推动力量。按照目前公募基金的产权结构来看，由国有机构和政府控制的基金来承担中国证券市场制度结构调整重担的可能性相当小，而让产权明晰、运作规范、建立在市场化基础上的私募基金来影响市场的运行方向，引导民间资金入市，提高中国证券市场资本形成的效率，会使资本市场的机构主体出现所有制结构多元化的局面，可以有效地避免公款放市的风险，中国金融制度改革就有可能进入一个新的局面。事实上，目前一些私募基金已经在进行真正市场化的资本运作，私募基金管理人在积极而又实实在在地

加强对上市公司的培养。现在的问题是要承认其合法地位，为其进一步的发展提供更加广阔的空间。

第四，市场化运作的私募基金活动的合法化，有利于中国证券市场的国际化，迎接加入 WTO 的挑战，从而更有效地融入全球化的世界经济进程之中。随着我国加入 WTO，证券市场及证券投资基金市场的开放度将不断提高，我们将逐渐面临来自国外同行的挑战。但是，如前文所述，因激励机制缺陷所致，国有证券经营机构、基金管理公司从长远看估计很难抵抗外来的压力。因此，前瞻性地发展私募基金，使其在激烈的市场竞争中发展、壮大，应该说是十分必要的。

第五，发展私募基金，有利于提高我国证券市场及证券投资基金市场监管的效率。由于资产管理业务相关法律法规的缺乏，目前除公募的证券投资基金这种资产管理业务之外，其他资产管理业务大多处在基础业务的边缘。有很多私募基金性质的资产管理集合已经发展成为股市上所谓的“庄家”，因法律对其没有明确界定和保障而隐身地下，成为我国证券市场的潜伏危机源和不稳定因素。而一旦这样的机构投资者群体的市场行为相对公开化，有关政府部门对他们的监管及合理控制将变得容易。

（三）我国私募基金模式的设计

1. 有限合伙制开放式私募基金运作模式的设计。

考虑到我国证券市场的结构及投资者的分布特征，借鉴美国对冲基金的制度模式，我国私募基金的发展应采用

有限合伙制开放式基金模式。私募基金的合伙人包括主要合伙人与有限合伙人两种，前者即基金的发起人或管理人，以少量资金和技能入伙，后者即普通的个人投资者，以资金入伙，提供大部分资金来源。

与公募基金及非有限合伙制私募基金相比，有限合伙制开放式私募基金能够较好地解决基金委托人与代理人之间的利益冲突。首先，基金的管理人同时也是合伙人，在一定程度上化解了所有者与经营者之间的利益冲突；其次，基金的主要合伙人也是基金的管理者，对基金资产负有无限责任，减少了有限合伙人所承担的风险；最后，主要合伙人虽然承担了基金经营管理的主要义务，但是基金管理人也将拿到基金投资收益的 20% 作为回报，体现了权利与义务的一致性。在这种风险—利益机制之下，私募基金的管理人并无动力去从事损害基金持有人的行为，可以较好地克服公募基金的道德风险，避免所有者缺位的不良后果。

2. 私募基金的监管目标与制度框架安排。

私募基金“阳光利润”的获得，有赖于适度而又灵活的政府监管，以达到保护投资者、确保市场完整和降低系统风险这三个金融监管目标。管理层要对私募基金在我国证券市场发展中的作用做出客观、公正、全面的评价，充分肯定私募基金的积极效应，并从制度安排上鼓励这种作用的进一步发挥，对私募基金可能出现的操纵价格、内幕交易等市场欺诈行为的监管，要放在中国金融市场（而不仅限于是证券市场）运行及监管的整体框架中来进

行，使私募基金在规范、有效的政府监管中健康成长。

具体的安排可以考虑：（1）建立一种专业化的、对金融部门进行审慎监督的程序，制定增加透明度和披露信息的标准，检查大量进行借贷投机的金融活动并评估其影响等；（2）把着力点放在督促、检查商业银行是否制定和严格执行科学的内部控制制度上，加强对私募基金等机构投资者融资的监管，以降低私募基金等机构投资者的杠杆比率，防止银行、证券经纪商和交易商对私募基金提供过多的风险贷款。当然，这要求我们从根本上考虑金融混业经营的内在要求及现实监管结构的变化，采取一揽子相互配合的措施，改变金融监管体系，直接将中国人民银行、中国证监会和中国保监会等机构重组为“中国金融监督管理委员会”这样一个全面负责金融业务监管，对全国人民代表大会（而不是国务院）负责，具有准立法权、独立司法权和处罚权的管理机构。

3. 私募基金的市场准入与组织设计。

建议在《信托法》的基础上，修改《公司法》、《合伙企业法》和《证券法》等法律法规，并在《投资基金法》中从以下几个方面对私募基金的设立、基金各当事人的权利义务关系等做出框架性的制度安排：

第一，出于保护基金投资者利益、促进基金业健康发展以及确保中国证券市场稳定发展的需要，私募基金的管理人必须具备符合要求的足够的准备金、经营业绩、人才和营业硬件设施等市场准入资格，并且，管理人的资格应该是竞争性的，而不能是垄断性的，设立私募基金时应向

政府监管部门备案。

第二，私募的资金要符合入市要求，主要是由具有一定经济实力、能够承担一定风险及具有自我保护能力的个人和民营企业投资所形成，合伙人数应在 100 ~ 200 人之间，每个基金投资者的出资额不得低于 100 万元，主要合伙人则要有 1000 万元以上的资金入股。银行贷款、上市公司募集资金、国有资产和其他风险承受能力较低的社会资金，不能作为私募基金的资金来源。

第三，禁止私募基金做公开宣传和广告，而只能通过特定的方式，如召开总人数不超过 200 人的推介会、使用投资顾问销售等，吸引前述之特定投资者入股。

第四，要求在基金契约中对主要合伙人和普通合伙人的权利与义务做出明确规定，提醒私募基金将保持基金管理的独立性与健全基金内部治理结构有机地结合起来。基金投资者作为有限合伙人，承担有限责任，而基金管理人负责基金的投资运作，同时对基金资产承担无限责任。

第五，由于私募基金对社会公众影响较小，私募基金的有效运作应主要由私募基金契约和章程来约束，应通过强化债权人及其交易对象组成的风险监管体系来最大限度地减少因私募基金活动可能造成的系统风险，政府监管部门则从宏观层面上对私募基金加以规制和引导。

主要参考文献

1. 吴晓求主笔：《中国资本市场：创新与可持续发展》，中国人民大学出版社 2001 年版。

2. 刘传葵：《中国投资基金市场发展论》，中国金融出版社 2001 年版。

3. 孙建冬、郭静、张毅：《基金与金融动荡》，经济管理出版社 2001 年版。

4. 易纲、赵晓、江慧琴：《对冲基金、金融风险与金融监管》，载于《国际经济评论》1999 年第 1~2 期。

5. 耿志民著：《养老保险基金与资本市场》，经济管理出版社 2000 年版。

6. 耿志民著：《中国机构投资者发展研究》，中国人民大学出版社 2001 年版。

7. 耿志民：《关于美联储出面拯救长期资本管理基金的若干思考》，载于《金融理论与实践》1999 年第 3 期。

8. 耿志民：《论中国金融混业经营的制度变迁》，载于《经济学动态》2001 年第 10 期。

9. Calvo, Guillermn and Enrique G. Mendoza, "National Herd Behavior and the Globalization of Securities Markets", Mimeo, University of Maryland, 1997.

10. Crerend, William J., "Fundamentals of Hedge Fund Investing: A Professional Investors Guide", McGraw-Hill, 1998.

第七章 私募基金的规范方式

“私生”的私募基金是引发我国当前证券市场众多纠纷的主要因素。由于其规范程度差别较大，良莠不齐，在获取高收益的同时也隐含着高风险，因此，必须加强对我国私募基金的管理与规范，从而保证我国证券市场的健康、有序发展。有中国特色的私募基金应在充分考虑国情的基础上进行不断创新，要积极稳妥地发展公募基金，仿照私募基金设立的类型大力进行公募基金种类的创新，设立适合各类投资人的基金品种；有中国特色的私募基金应在规范中不断求发展，“在规范中求发展，在发展中求规范”，这里，规范是手段和立足点，发展是目的和出发点，两者有机结合，缺一不可。

目前，国际上开展私募基金的机构很多，包括私人银行、投资银行、资产管理公司和投资顾问公司等，特别是随着国际上金融混业经营的发展，几乎所有的国际知名的金融控股公司都从事私募基金业务，该业务已经发展成为

强莹（第五章），耿志民（第六章），陈峥嵘（第七章），张德荣（第八章），颜寒松，周振华及万洁平（第九章），魏建（第十章），李安芳（第十一章），尔东（综述）。

北京邦和财富研究所的石俊、李伟、张阳、侯斌和世纪证券有限公司的夏燕承担了这套丛书的具体编辑工作，我们对他们的辛勤劳动表示感谢。

经济科学出版社社长罗志荣等同志对这套丛书的编辑和出版提供了大量的指导和帮助，我们也对他们表示深深的感谢。

段 强

2002年3月6日

责任编辑：张 力

责任校对：王肖楠

版式设计：代小卫

技术编辑：董永亭

私募基金：稳定因素还是混乱因素

主编 韩志国 段 强

经济科学出版社出版、发行 新华书店经销

社址：北京海淀区阜成路甲 28 号 邮编：100036

总编室电话：88191217 发行部电话：88191540

网址：www.esp.com.cn

电子邮件：esp@esp.com.cn

中国科学院印刷厂印刷

华丰装订厂装订

850×1168 32开 8印张 150000字

2002年5月第一版 2002年5月第一次印刷

印数：0001—4100册

ISBN 7-5058-3009-0 / F·2377 定价：14.50元

（图书出现印装问题，本社负责调换）

（版权所有 翻印必究）

论中国金融混业经营的制度变迁^{*}

耿志民

一、金融混业经营的制度变迁轨迹

我国在金融体制结构安排上以 1993 年为界,先后经历了混业经营和分业经营这两个发展阶段,并且都是由制度供给决定的。客观分析,1979 年以前的“大一统”金融体制本身就是一种混业经营模式,只不过因为当时国内的保险业务极其简单,证券业务尚未出现,中国人民银行包揽了包括保险在内的一切金融业务,从而是一种简单的混业经营模式。1980 年,根据国务院《关于推动经济联合的暂行规定》对“银行要试办各种信托业务”的要求,中国人民银行下达了《关于积极开展信托业务的通知》。这样,20 世纪 80 年代上半期所建立的国家专业银行体制虽对银行经营业务有较严格的分工,但并不反对银行分支机构办理附属信托公司,并在事实上成为一种混业经营模式。到 20 世纪 80 年代中后期,各大专业银行及新成立的股份制商业银行通过建立全资或参股的证券公司或信托投资公司证券部的形式,从事企业证券的发行、代理买卖和自营,形成了我国银行业和证券业混业经营的格局。应该指出,尽管当时银行兼营信托、证券业务出现了一些问题,但由于信托、证券业务量很小,并没有造成大的危害。由此可以认为,在中国证券市场初步形成的过程中,证券业从某种意义上讲是作为国家专业银行的一项业务而发展起来的,银行在资金、技术、人员和组织管理上都

发挥了重要的促进作用。

从 1992 年下半年开始的房地产热和炒股热带来的金融秩序混乱,促成了我国分业管理政策的出台。基于沪深股市暴涨暴跌所产生的多方面社会经济影响,从 1993 年 6 月开始,国家对金融业进行了全面的治理整顿。1993 年 12 月,国务院颁布《关于金融体制改革的决定》,规定“对保险公司、证券业、信托业、银行业实行分业管理”,意味着我国银行业与证券业进入了分业经营阶段。1995 年 5 月、1995 年 6 月、1998 年 12 月和 2001 年 3 月,又分别通过《商业银行法》、《保险法》、《证券法》和《信托法》对“分业经营”从法律上予以确定。

随着一系列法律及政策法规的出台,1995 年以后,银行不再办理证券业务,并与所办证券信托机构脱钩。前者比较顺利,后者虽到 1997 年底基本完成了银行和保险机构与信托机构的脱钩、银行与证券机构的脱钩,但实际上只是对原有权属关系的进一步规范而已。从股权关系上看,许多脱钩的附属机构仍是原先母公司(银行)的子公司。而从制度上分析,尽管 1993 年以来推行金融分业经营政策,但决策层还是为金融机构拓展新的业务留有一定余地,法律法规和政策具有灵活操作的条件,实践中存在着混业经营的空间。比如,根据有关法律政策,银行可以经营部分证券业务,但限于买卖政府债券、政策性金融债券,代理发行、代理兑付及承销政

^{*} 本文系作者主持的国家社会科学基金项目《中国证券市场的制度变迁:一个非线性动力学分析》(批准号:00CJL004)、国家教育部人文社科研究规划项目《中国证券市场国际化的经济效应与对策研究》(批准号:99JD790023)的阶段成果。

府债券;银行可以经营部分信托业务,但限于代理客户收付款项、政府和其他部门及其他机构委托代理的业务,包括政府委托代理的政策性住房信贷业务、国家政策性银行委托的代理业务等;银行可以经营保险代理业务;银行可以在境外从事信托投资和股票业务。再者,尽管现行法律法规对银行、证券、保险的资金运用做出了限制性规定,但还是授权国务院有关部门一定的灵活处理的权利,从而使得金融机构混业经营的业务范围处在不断扩大之中,比如,银行向券商发放股票质押贷款等,银行受托管理基金公司账户,券商进入银行间拆借市场融资,银行与券商合作开发的银证转账卡可以在银行信息平台上进行证券交易和资金互相转移,允许保险资金通过证券投资基金间接进入股市等。

根据以上分析,我国走过了一个从简单的混业经营→较严格的银行专业经营→全面的混业经营→粗线条的分业经营之路,并且混业经营在总体上占主导地位。究其原因,笔者认为中国的经济结构及由此决定的整个国民经济中直接融资和间接融资之间的结构与地位使然。我国工业化起步晚、起点低,再加上我国原有计划经济管理体制的原因,造成企业自有资金缺乏,企业对外部融资极度依赖。而证券市场又不发达,迫使企业不得不依赖于间接融资。20世纪80年代,美国和英国的企业从银行借款占全部资金来源的平均比重分别为12%和10%,而我国则为80%左右。这种银企“过从甚密”的关系,促使我国总有一种混业经营的趋向。在这种经济金融结构之中,政府往往默许银行的混业经营行为。这是因为,银行只有提供综合性、全方位的金融服务,才能满足我国工商企业发展的需要。而银行一旦对企业融资过多,从安全计就有一种控制企业的欲望;企业为了得到更多的资金,也不得不让出部分控制权。

二、混业经营制度变迁方式的转换

由于企业产权资本是一种长期性、甚至永久性的自由资本,开放性、流动性是其本质要求,随着金融市场的自由化、国际化、证券化,特别是信息技术进步对金融创新的推进,金融资产的专用性程度不断下降,金融交易正在从非透明的机构向透明性机构转移,金融体系不断地从以间接融资为主导的机构本位转向以直接融资为主导的市场本位,使得混业经营代表了金融体制结构性选择的根本方向。如果不顾商业银行与证券业分业经营存在的现实合理性正逐步丧失这一实际情况,金融体制继续受到陈旧的银证分业经营法律制度的限制,或者说是威胁,必将使商业银行因灵活性的丧失影响了资产的安全性,竞争能力和盈利能力持续下降,进而降低金融体系的效率,金融市场风险不断膨胀。有鉴于此,虽不能将今天的日本金融困顿完全归罪于主银行制度,但我们又不得不承认这是日本经济泡沫膨胀及产生金融危机的重要原因,并因此成为今天日本在积极发展证券市场、削减主银行制度中心作用的基础上,从法律制度上建立金融混业经营模式的主要依据。同样道理,在我国证券市场有了初步发展,国有企业股票市场“圈钱”成本几乎为零,股票市场融资制度(取代银行信用融资制度)在国有企业融资制度需求中的主体地位得以确立,而在国有商业银行经营管理内外交困的现实经济条件下,我国现行金融分业经营制度的效用又会怎样,是否需要就此通过强制性的制度变迁(而不是前述之诱致性制度变迁)推倒“分业经营”这一“防火墙”,建立正式的混业经营制度约束机制呢?

这取决于我国是否能满足金融混业经营制度有效运作的前提条件。

尽管应该承认,《中国人民银行法》、《商业银行法》、《票据法》、《保险法》、《证券法》、《信托法》和《全国人民代表大会常务委员会关于惩治破坏金融秩序犯罪的决定》、《外汇