

经 济 管 理 博 士 文 库

Investment fund and
the Reform of China's
**Financial
System**

**投资基金
与
金融体制变革**

罗松山 著

经济管理出版社

ECONOMIC MANAGEMENT PUBLISHING HOUSE

经济管理博士文库

投资基金与金融体制变革

罗松山 著

经济管理出版社

责任编辑:徐小玖

技术编辑:蒋 方

图书在版编目(CIP)数据

投资基金与金融体制变革/罗松山著. —北京:经济管理出版社, 2003

ISBN 7-80162-532-3

I. 投… II. 罗… III. 投资-基金-研究 IV. F830.59

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2002)第 093381 号

投资基金与金融体制变革

罗松山 著

出版:经济管理出版社

(北京市新街口六条红园胡同 8 号 邮编:100035)

发行:经济管理出版社总发行 全国各地新华书店经销

印刷:北京泽明印刷公司

850×1168 毫米 1/32 11.625 印张 285 千字

2003 年 1 月第 1 版 2003 年 1 月北京第 1 次印刷

印数:1—3000 册

ISBN 7-80162-532-3/F·463

定价:23.00 元

·版权所有 翻印必究·

凡购本社图书,如有印装错误,由本社发行部负责调换。

通讯地址:北京阜外月坛北小街 2 号 邮编:100836

联系电话:(010)68022974

序 言

中国关于投资基金的书已出不少,然而大多数都偏重于介绍投资基金的运作机理及其操作程序,而且直接参照模式都是发达国家的基金运作。这种著作尽管有其实用价值,但由于缺少系统的理论分析和对中国市场体制变革的实际背景进行深入考察,使人很难对问题有比较深刻的理性认识和更加合乎现实生活的把握。罗松山博士的这本专著试图在这方面有所突破。它运用经济学的基本分析方法,融合历史考察、案例分析和对改革实践的重新审视,希望能把关于投资基金在中国遭遇的问题和矛盾的“道理”真正说清楚。这无论是对该领域的研究,还是对有头脑的管理者和操作者,都是很有借鉴价值和意义的。

中国从1991年开始引入投资基金,1998年进入了一个新的发展阶段。政府当局引入和大力发展投资基金的初衷,是为了稳定资本市场,并进而推动资本市场的发育。但在这个过程中,投资基金的运作行为发生了相当程度的变异,我以为基本上没有达到预期效果,反而加剧了市场运作的不规范,引发了许多更加深刻的矛盾。这就使中国投资基金的命运和它的发展方向,成为理论界和政府部门不断引起讨论的热点问题。

现代投资基金制度在发达国家已经成为整个金融体系的重要组成部分,在美国甚至已经取代了商业银行的传统优势地位,对金融制度和企业制度的演变与创新产生了非常积极的影响。然而为什么这样一种在发达国家有效运行的金融制度移植到中国后会发生变形?这种状况能否得到顺应市场经济发展要求的校正?应该

做好哪些事情才能推进投资基金进入规范、有效的发展轨道?……这些问题应该说在理论和实践上都还没有明确的答案。本书第一次尝试运用理论分析、历史分析和案例分析相结合的研究方法,对投资基金制度的运行机制、机理进行系统的考察,并在此基础上提出了一个新的发展构架。相信只要认真地读下去,一定会得到多方面的启示。

投资基金制度作为一种新型的货币金融制度,是经济发展和金融深化的产物。本书首先从货币金融史的历史轨迹出发,对投资基金制度的生成、发展进行了分析,弥补了我国在这个领域研究的不足。通过对货币产生及职能演变的考察,作者发现货币首先是一种为满足商品交换需要而充当交换媒介的原生货币。随着经济的发展,货币又具有了价值增值职能,导致了以货币为交易对象的金融市场的产生。之后,以金融创新为基础,对货币进行买卖的各种金融工具又成为一种衍生货币。作者的分析结论是,投资基金首先是一种衍生货币,现代投资基金制度的发展又使其成为一种原生货币与衍生货币相统一的基金货币,成为集媒介与增值、储蓄与投资于一身的新型货币形式。金融制度总是因适应市场活动的发展而不断发展的。在证券信用基础上产生的投资基金,随着证券信用发展和规模的扩大,逐渐从一种投资工具演变为一种金融制度。它以其特有的资产负债结构、内部治理结构,以及投资者细分和透明化运行机制等特征,成为一种更适应现代经济发展的金融制度。这是很有创新意义的理论分析。

在对投资基金进行历史分析之后,作者明确地提出了投资基金制度的概念,并运用相关的经济学原理和金融论对这种新型金融制度进行了系统的学理解析,特别是明确区分了基金投资与投资基金制度的不同特点,揭示了投资基金的制度特征。在这个基础上,再对基金的内部治理结构和当事人之间的法律关系进行法理解释,以及对基金投资者与基金发起人是否应作为基金当事人

的理论问题进行分析。作者对基金的市场功能的认识是很有深度的,他提出基金在本性上并不具有稳定资本市场的自发倾向,但是随着投资基金规模的扩大,基金在基金管理人之间产生博弈的时候,却能对资本市场的活动产生稳定的客观作用。

本书对美、日两国投资基金发展的比较案例分析也很有特色。作者特别注重考察美、日两国投资基金在股票市场上的行为差异及其对市场稳定的不同影响,以大量实证材料说明,为什么投资基金的健康发展必须以规范化的金融市场和良好的法制规范为基础。投资基金是否能够产生稳定市场的功能,是有制约条件的。在一个不规范和不成熟的金融市场里,投资基金的运作不仅不是一个稳定因素,相反可能成为一个引起市场更大不稳定的推波助澜者。

以上述理论研究为基础,作者对当前我国金融体制改革中存在的主要问题进行了重新审视。他通过分析表明,现在我国以银行为主体的政策性金融体制存在着明显的功能错位和功能缺位,是资本市场发展中出现许多问题和矛盾的源头。正是这种情况导致了现有金融体系的脆弱、金融运行和金融系统资源配置的低效。我国金融体系的新一轮改革面临着许多新的环境条件——经济过剩、加入 WTO、金融国际化,等等。由此一个迫切的问题就是,金融体制改革的基本思路应该从“机构重于功能”向“功能重于机构”进行转变。一个稳健的金融体系应该尽量减少利用银行资产来承担长期资本投资职能,进而转向依靠资本市场建立起长期资本投资的融资渠道。我国发展投资基金不仅是为了稳定和发展资本市场,更重要的是为了建立起一种新型的市场化金融制度。

作者最后还提出了一个可供选择的改革操作方案。他认为中国引入投资基金后出现的变异现象根源于最初制度安排的严重缺陷和资本市场本身的不规范,因此在对投资基金功能进行重新定位和充分考虑我国基金发展的现状和约束条件的基础上,可以采

取“政府与市场双向推进”的发展模式和发展“开放式契约型基金为主的投资基金”的政策取向。为此,要着力对基金发展的相关环境进行系统改造,重点是规范股票市场、建立多层次金融市场和赋予基金管理公司代理权请求。作者的这些政策建议和对策措施都是很有见地、合乎现实的,对指导我国投资基金的实践具有重要的参考价值。

作者能够从货币金融史这一新的研究视角入手,对投资基金这一新的金融制度安排进行制度研究是需要很大勇气的。而在研究过程中所提出的原生货币、衍生货币、基金货币等概念范畴以及一些创新之处,表明作者具有扎实的理论功底。当然,投资基金制度对我国来说还处于不成熟的发展阶段,在短时间里完成这样一本学术专著也难免会存在一些不足之处,希望作者今后能够继续深化对这一课题的研究。

韩 康

2002 年 10 月 12 日



作者简介

罗松山，1964年生，经济学博士、副研究员。1984年于武汉化工学院获工学学士学位，1990年于中国社会科学院获经济学硕士学位，2002年于中央党校获经济学博士学位。现在国家计委投资研究所工作。目前主要从事投资政策、投资环境评价和宏观经济问题的研究。近两年来在《经济学动态》、《中国工业经济》、《经济学家》等学术刊物上发表十多篇论文。

目 录

导言	(1)
第一章 从货币金融史角度考察投资基金	(15)
第一节 原生货币和衍生货币	(16)
第二节 基金货币	(25)
第三节 基金货币和投资基金制度	(41)
第四节 投资基金制度与金融深化	(58)
第二章 对投资基金的制度分析	(66)
第一节 投资基金制度的本质	(67)
第二节 投资基金制度的信托法理	(84)
第三节 投资基金基本类型及运行	(97)
第四节 委托代理关系下的基金治理结构	(112)
第三章 货币金融理论的解释	(120)
第一节 理论研究的不足	(121)
第二节 有效市场理论和投资基金	(130)
第三节 金融发展、金融创新理论与投资基金	(139)
第四节 金融功能理论和投资基金	(151)
第四章 美国案例:市场主导的自然演进发展	(162)
第一节 美国共同基金的发展	(163)
第二节 共同基金的发展环境	(188)
第三节 共同基金与美国金融	(196)
第四节 共同基金与美国上市公司治理	(205)

第五章 日本案例:政府主导型的发展模式	(209)
第一节 日本投资基金的发展	(209)
第二节 日本投资基金在股市波动中的推波助澜	(221)
第三节 对美、日两国投资基金制度考察后的思考	(230)
第六章 中国金融体制改革与投资基金	(236)
第一节 中国金融体制改革的路径依赖	(237)
第二节 投资基金与银行体系改革	(248)
第三节 投资基金与资本市场的发展	(255)
第四节 我国投资基金制度的功能定位	(269)
第七章 政府与市场双向推进的投资基金发展模式	(280)
第一节 我国投资基金制度发展的实证考察	(280)
第二节 政府与市场双向推进的发展模式	(303)
第三节 相关经济金融环境构造	(315)
第四节 投资基金制度的风险防范与监管	(322)
第八章 投资基金制度对货币政策的影响	(337)
第一节 对货币中性与非中性的理解	(337)
第二节 基金货币、投资基金与货币政策中介目标和工具 的变化	(340)
主要参考文献	(344)
后记	(360)

导 言

一、选题背景和研究意义

我国从 1991 年开始引入投资基金,由于引入初期对基金认识不充分以及缺乏全国性的法律规范,其发展很不规范。1997 年 11 月国务院证券委发布《证券投资基金管理暂行办法》,证监会随后发布了有关实施准则,1998 年 3 月按《暂行办法》和实施准则组建的基金开元和基金金泰正式发行,从此我国投资基金进入一个新的发展阶段。我国引入和大力发展投资基金的主要目的是为了稳定资本市场,进而促进资本市场的发育。但是在这个过程中,投资基金的运作行为发生了相当程度的变异,没有达到预期效果,反而加剧了市场的不规范,这就使“中国投资基金应当如何规范发展”的问题成为目前理论界讨论的热点。现代投资基金制度在发达国家已经成为整个金融体系的重要组成部分,在美国甚至已经取代了传统商业银行的地位,对金融制度和企业制度的演变、创新产生了非常积极的影响。为什么这样一种在发达国家有效运行的金融制度移植到我国后会产生变形?我们应当怎样扭转这种状况,应该做好哪些事情才能推进投资基金进入规范、有效的发展轨道?认真系统地研究这些问题,无论在理论上还是在实践上都有十分重要的意义。

我们对现代投资基金制度的理论认识还有待进一步深化

现代投资基金制度的发展已经对金融制度、企业制度和经济发展产生了重大影响。投资基金制度从 19 世纪产生至今仅百余年,真正的发展也只是在 20 世纪中期之后,但其发展之快、对全球

金融和经济的影响之大,远远超出了人们的预料。

从对金融制度影响的角度来说,投资基金制度的发展,提高了金融系统的效率,对传统的、以银行业为主的金融制度或金融体系产生重大影响,导致银行业地位的下降和分业经营体制的结束。银行业从产生到现在已有数百年历史,其地位曾是不可动摇的,谈论银行几乎就是在谈论整个金融体系。但随着经济发展及其对金融需求的新变化、技术进步、金融创新等,一些非银行金融机构获得长足发展。20世纪80年代中期开始,共同基金在美国所有金融中介机构中成长最快,资产规模在1999年开始超过商业银行,而银行资产从几乎占全部美国的金融资产下降到1993年的25%(Baumohl曾说过,对美国经济来说,银行不再是必需的),这使共同基金从一般的投资工具发展成为一种越来越重要的金融制度。共同基金的发展,尤其70年代初货币市场基金的产生与发展,不仅使投资基金呈现出基金货币化趋势,更通过家庭金融资产基金化、企业流动资产管理基金化和企业融资非银行化,形成银行资金脱媒,导致80年代以来大量银行的倒闭、90年代银行业进行经营观念大调整的银行业金融革命和传统的“363”经营时代的结束,也使美国实行了半个多世纪的金融业分业经营体制时代宣告结束。

从对企业制度影响的角度来讲,投资基金制度作为机构投资者或机构投资者的一个重要投资对象,已经对公司治理结构的变革产生了革命性的影响。在20世纪60年代以前,美国股市的参与者主要是散户。机构投资者不到13%。随着共同基金的发展,机构投资者在股市的比重不断提高,由80年代初的34%上升到90年代末的48%,股票基金占22%,成为左右资本市场的一支关键力量。由于机构投资者的高持股份额,使其不得不采取积极干预的方式参与公司治理结构的改善,对经理人内部控制的制度约束出现更加“硬化”的趋势,90年代初期美国一些著名公司的总裁由于经营业绩欠佳而在机构投资者的干预下被更换。这标志着美

国的企业制度已经从“经理人资本主义”转变为投资者对经理人实行有效监督制约的“投资商资本主义”。

现代投资基金制度正以其特有的优势,成为当今世界一种重要且十分活跃的金融制度。一方面,由于基金的资金来源于普通大众,是一种产权明晰、与市场经济相适应的市场化投资机制与金融制度,是经济制度的社会大众化。另一方面,90年代美国经济的持续增长和股市接连走高,与共同基金的不断发展为其提供了大量资金和促进产业结构调整与升级等密切相关。投资基金制度作为一种新型的金融制度,是市场经济发展和金融市场化、金融深化的结果。与银行体系相比,它以其高度的灵活性和配置风险的功能等,表现出其特有的优势:一是与银行存款货币的储蓄性相比,基金货币更体现出投资性,是一种集媒介与增值、储蓄与投资于一身的新的货币形式;二是投资基金能够通过招募说明书和品种创新,对投资者的风险偏好进行细分,将不同风险的投资转化为家庭愿意接受的形式,有利于资源配置效率的提高。而银行则是无法将储蓄者的风险偏好进行细分,只能将储蓄存款用于短期、低风险投资,是一种效率损失;三是投资基金的资产负债结构表在期限、流动性与市场价值具有一致性,不会导致金融体系的风险积累和集中,且透明化机制和治理结构的相互制衡机制,不会产生挤兑风潮。而银行的资产和负债在安全性和流动性上不一致,而对于储蓄者和整个社会来说银行就是一个“暗箱”,这使银行既成为一个风险集中源,又容易产生挤兑的“羊群效应”,这表明了银行体系具有天生的脆弱性。亚洲金融危机中,国际流动资本对亚洲国家金融体系的冲击,充分暴露了以银行为主体的金融体系的脆弱性,而美国却以一个更加充满竞争性的、合理配置风险的市场金融体系,促进了经济的稳定发展。

中国在引入现代投资基金制度中发生的许多问题和矛盾,都非常需要给予理论认识上的回答

我国提出通过发展投资基金等机构投资者来稳定资本市场和提高市场效率,但目前我国投资基金制度的实际运行状况不仅未达到目的,反而使市场行为更加不规范。我国投资基金已经发展了十年,在对老基金规范改造的同时,1998年又进行了新基金的试点。利用投资基金这一机构投资者来稳定资本市场,是我国引入和发展投资基金的目的之一,“基金要为稳定市场服务,是中国理性机构投资者的生力军”也成为一些媒体的普遍观点。但是,一些基金管理公司利用其超强的经济金融实力,在基金资产的运用中进行不正当竞争,“对倒”、“倒仓”、“高位接仓”等操纵市场的“基金黑幕”事件、“深高速”申购事件,却使基金的行为与管理层的初衷大相径庭。《财经》杂志2000年10月发表的《基金黑幕》一文在社会上引起了很大震动,也引发了对基金行为的大讨论和证监会对基金黑幕问题的调查。中国证监会对10家基金管理公司的调查结果显示,只有两家基金管理公司未发现相关异常交易行为。基金的这种行为使股市更不规范,更难说具有稳定作用了。为什么我国基金的实际行为会与当初的设想相反?期望与现实的反差,说明我们对将投资基金这种市场化的制度引入非市场化的制度环境时其定位并不准确,发展基金的思路从一开始就存在问题,只是在市场不稳定时,采取头痛医头的办法,把基金作为一种调控股市的手段和政策工具,在强调其社会和市场责任的时候,将基金市场化的“经济人”行为给弱化了,忽视了其潜在功能发挥所需具备的基本环境条件。这种形式上的借鉴没有注重其实质,就如我国在对国有企业进行股份制、公司制改造时在产权不清晰的情况下引入公司制度一样。实际上,从美、日两国投资基金的发展过程中,我们发现,20世纪30年代前美国的基金极不规范,是资本市场的稳定因素之一,40年代后尤其是80、90年代却成为股票的稳定力量和重要的金融机构;日本的投资基金是60年代“证券恐慌”的因素之一,是80年代股市泡沫形成与破灭的推波助澜者。

我国正处于金融体制改革深化的关键时期。如何构建我国健康、高效的金融体系,投资基金制度在其中应居于什么地位,应如何发展?国外金融体制的演变、投资基金的发展都有许多成功与失误的经验教训,丰富的经济金融学理论也为我们提供了大量的理论分析工具,别人已经“在河上修了桥”,我们何必再“摸着石头过河”!况且我们在基金的发展上已有十年的摸索时间。现在我们应该对投资基金进行深入、系统的理论研究,明确其在金融体系构架中的功能定位,确定我国投资基金制度的发展道路。

正是对以上这些问题的思索和现实的需要,本论文将对投资基金制度进行深入系统地理论研究,从学理上对这一新型金融制度加以解释,并为中国投资基金制度的未来发展提出一些政策建议,供实际决策部门参考。

二、理论研究现状、本文研究思路与研究方法

1. 理论研究现状

虽然投资基金制度在西方发达国家已经成为一种重要的金融机构和金融制度,但对投资基金的研究主要是将其作为一种投资工具,从如何进行投资组合、如何分散和控制风险、基金管理公司如何运行等操作技术角度加以研究,这方面的理论也非常丰富;而将其作为一种重要的金融制度从宏观金融制度安排的角度进行系统的研究则较少。^①近年来随着基金的快速发展和对经济、金融的影响加大,对基金从非技术性角度的研究也有所增加,这些研究一般比较注重于基金与某一方面的关系的研究,如:Vittas(1999)对在没有一个发育良好的证券市场的情况下,是否应该促进机构投资者创建问题进行研究的结果表明,机构投资者能够促进竞

① 这可以从在我国较流行的西方经济金融学的一些教材中看出,如萨缪尔森《经济学》、斯蒂格利茨《经济学》、米什金《货币金融学》等,主要论述了银行和以银行为特定背景的宏观经济分析。

争、推动金融创新和资本市场现代化、增加透明度和强化公司治理,从而提高金融系统的效率;规范发展的基金虽是促进资本市场发展的不可缺少的措施之一,但是,除非为共同基金专门化工具进行运作的市场是发育良好的,否则,共同基金是不可能繁荣的,因而建议先发展证券市场,然后发展共同基金。Berkowitz 和 Qiu (2001)对共同基金的业绩与基金管理公司的所有权、风险之间关系的研究发现,公共部门管理的基金倾向投资于更高风险的资产、收取更高的管理费,风险调整后的收益低于私人管理的基金。Rea 和 MarCis(1996)对 1944—1995 年美国历次股市波动中股票基金行为的研究结果表明,基金在股市波动中表现得相当理性,没有对市场的不稳定产生不良影响;EngenandLehnert(2000)利用 1984 年 1 月到 2000 年 8 月的数据对基金与股市稳定的关系的研究表明,基金对股市具有稳定作用;Reid、Millar 和 Sevigny(2002)利用美国 20 世纪 90 年代股市繁荣时期基金资金流动情况建立模型来对 2000 和 2001 年股市下跌中基金资金流动进行分析的结果显示,基金持有人和基金的行为在股市下跌的 2000 和 2001 年仍如股市繁荣时期一样具有理性。Dow 和 Elmendorf(1998)分析了 20 世纪 90 年代美国股票价格对 MMMFs 需求进而对 M_2 构成的影响,发现 Wilshire5000 的上升或下降都促进了 MMMFs 的增长,而且发现股票价格的变化对剔除了 MMMFs 后的 M_2 没有影响,说明了共同基金对货币政策的影响;Kennickell、Starr-McCluer 和 Sunden(1997)对美国家庭金融的调查表明,家庭金融资产中投资性资产急剧增加,说明 90 年代货币需求比过去更依赖于金融市场广度的发展。James、Ferrier、Smalibout、miarketand 和 Vittas (1999)对个人养老金账户的投资渠道(零售市场、共同基金和集中化基金)进行调查分析,表明共同基金是最有效的投资渠道。Kaminsky 和 Reinhart(1999)、Eichengreen 和 Mathieson(1998)、Kim 和 Wei(1999)Kaminsky、Graciela、Lyons 和 Schmukler(1999)、

Kaminsky、Lyons 和 Schmukler (2000)、Frankel and Schmukler (1998)等对共同基金等机构投资者在新兴市场的行为进行了研究,普遍的结论是这些机构在危机中恐慌、不顾基本面、甚至将危机向基础好的国家传导,基金投资者的恐慌也对基金的行为形成压力,说明基金对国际金融市场的影响。

总体来看,西方货币金融理论主要集中于以银行为主的既存金融体系背景下的货币、银行、利率、通货膨胀等的研究,对基金的系统理论研究较薄弱(在本文第三章还将对西方货币金融理论进行回顾、梳理)。这可能是西方国家长期以来实行市场经济,其金融制度具有市场主导的自然演进特性,无需强制构建,从而缺乏对金融制度及其变迁机制进行研究的急切需求,因而对既定金融制度下的金融运行方面的理论和技术分析就理所当然地成为学者研究的重心所在。

与西方市场经济国家不同,我国正进行具有强制性变迁的、市场取向的体制改革,与此相适应,金融体系不可能是完全市场主导的自然演进过程。如何重构一个适应市场经济的、健康高效的金融体系,是我们进行系统的金融理论研究的背景。目前我国金融研究的侧重点仍是以银行制度为背景的,就银行改革探讨金融体制改革,没有完全跳出银行体系来从其他途径探讨我国新型金融体系的建立。资本市场建立和投资基金制度引入后,投资基金开始成为理论研究的热点,并逐渐从原来操作技术的介绍和分析转向理论与实践相结合的探讨。但目前我国对投资基金制度的研究仍然侧重于为国有企业改革、资本市场稳定服务的角度,将其作为一种政策工具来研究。而真正把投资基金作为一种金融制度安排,对其市场生成、市场特征、在我国金融体制改革和构建新的金融体系中的功能定位等方面,虽然目前有的学者已进行了一些尝试,但缺少全面、系统的理论研究。