

中国基金的方向

2002 中国基金论坛 前沿报告

崔新生 王洪波 执行主编



企业管理出版社

中国基金的方向

——2002 年中国基金论坛前沿报告

崔新生 王洪波 执行主编

企业管理出版社

图书在版编目 (CIP) 数据

中国基金的方向: 2002 年中国基金论坛前沿报告/崔新生、王洪波主编. - 北京: 企业管理出版社, 2003.3

ISBN 7-80147-834-7

I. 中… II. ①崔… ②王… III. 基金—研究报告—中国—2002 IV. F832.48

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2003) 第 014096 号

书 名: 中国基金的方向——2002 年中国基金论坛前沿报告

作 者: 崔新生 王洪波

责任编辑: 群翊 技术编辑: 穆子 晓光

书 号: ISBN 7-80147-834-7/F·832

出版发行: 企业管理出版社

地 址: 北京市海淀区紫竹院南路 17 号 邮编: 100044

网 址: <http://www.cec-ceda.org.cn/cbs>

电 话: 出版部: 68414643 发行部: 68414644 编辑部: 68428387

电子信箱: 80147@sina.com emph1979@yahoo.com

印 刷: 三河欣欣印刷有限公司

经 销: 新华书店

规 格: 880 毫米×1230 毫米 32 开 17 印张 420 千字

版 次: 2003 年 3 月第 1 版 2003 年 3 月第 1 次印刷

印 数: 5000 册

定 价: 32.00 元

版权所有 翻印必究·印装有误 负责调换

前 言

这是中国基金论坛专门约请目前活跃在中国经济、金融、证券及基金业的专家学者，针对中国基金业现状，所进行的全面、细致的深入探讨。论述问题涉及到基金的历史、未来和发展方向等方方面面的问题，特别是对基金的特性、定位、内涵要旨、创新趋向、衍生目标，均做了较为详细的阐述。其内容包括基金策略、基金制度、基金运行、基金风险、管理创新五个部分。作者群体由国家立法组织、政府监管部门、研究机构、实务操作的专业人士组成，该论述可以说是迄今为止中国基金业面对自我发展的全面审视。

作为实务之本的专业领域，有关基金的所有论述，均以实际运行中所遭遇的现实障碍入手，试图寻找、探索形成问题的原因、关联制约和创新突破的路径，为中国基金业的正常、规范、有效发展，提供启发性的建议和实务借鉴的工具。

基金，与所有经营主体一样，在日常运行过程，随时面临着内部与外部所出现的问题和不确定因素，从而制约自身的发展并带来难以预测的风险。只有将这些问题或风险进行有效控制或把握，才能为自身的正常发展创造运行空间和避险保障。

目前中国基金发展所面临的内外部问题，已经极大地阻碍了自身的发展。从其内部而言，基金的治理结构、行为内核、品种研发，直接作用于外部的经营能力的稳定和提高；由此在应对市场变化及外部环境方面，往往捉襟见肘、差强人意。这一现状，将在今后持续相当长的时间。

与成熟市场经济国家及地区不同的是，中国基金发展在外部所面对的最强有力的风险是政策风险。政策的瞬间变化，政策对

指导市场的计划型惯性思维，经常使基金及其他经营组织措手不及。这与中国特殊的发展背景即政策导入市场经济体制、政策纠偏或指导市场运行的特性密切相关。随着市场经济体制的逐步完善，这一系列风险将逐渐消弭。但是，这仍然需要一个过程，政策仍将发挥非常重要的作用，从而形成新的风险。

作用于基金本身，所呈现的政策与法律的博弈现状，使基金在创造利润与是否违规、违法之间，具有不可琢磨和把握的不确定性风险。在不违规、不违法状态下，很难体现利润；在创造利润的同时，则意味着风险的递增和加大。因此，形成了政策投机心理并反作用与市场风险的加剧，为投资者带来诚信危机。当经济学家们市场需要投机还是投资时，忽略了一个基本事实，即我们看到的投机行为，绝大多数是政策投机而不是市场过程投机。当政策投机效用远远大于市场投机时，真正的市场投机并不存在，更谈不上市场是否需要投资而不需要投机。严格意义上讲，投机本身也是投资，关键是要看市场效用。同样是投机，但要看是政策投机还是市场投机，其说明了所形成风险的性质差别。

基金成立的成本过高，有很大一部分是由于基金在成立之初，首先要想方设法绕过政策或法律限制。如果严格按照政策或法律，可能将面临无章可循或无法可依的局面、或者是政策与法律之间的冲突。按照现行政策或法律，只能是一个完美的假设，但与现实存在着不可能的差距。

该论著集中了立法意见、行政诉求、学者观点、运营经验等各方的群体智慧，在解读和展示中国基金现状的同时，实际上触及和解决的是中国基金及基金业发展的方向性问题，是可资参考的重要文献和现实指南。

编 者

2003.3.6

目 录

基金策略

王国刚/公司型基金：中国证券投资基金组织模式的 基本选择	(3)
洪 磊/遵循的原则：加快中国证券投资基金产业发展	(24)
徐洪才/资金与基金：我国发展开放式基金的市场目标	(33)
王洪波/现实与可能：产业基金的发起、设立 及其市场需求	(49)
李光林/政府的财政效能：论财政资金对投资工具的 有效引导	(76)
刘健钧/组织与制度：创业投资企业（基金）的特别立法	(84)
李爱民/创业资本与管理：我国创业投资发展的 宏观分析报告	(95)

基金制度

朱少平/公司型基金不是公司：公司型基金的方向和特征	(119)
刘传葵/利益冲突与诚信交易：中国投资基金发展的 多赢制度设计	(135)
张天民/信用与契约管理：利用信托进行集合资金计划 ...	(154)

- 王 春/合法或非法：中国私募投资基金 (171)
- 夏 海/立法与试点：发展中国期货投资基金 (189)
- 欧阳谦/授信与受信之差：投资基金改善商业银行的
 路径选择 (204)
- 彭思恒/底线出路：中国社保基金过程管理障碍、
 思路与对策 (213)

基金运行

- 张新 杜书明/折价与交易：中国封闭式基金折价
 现象透视 (245)
- 张东辉 朱盘江/房地产投资基金：作为房地产业的
 资产证券化 (271)
- 栾宏斌/并购投资基金：作为金融资本运营的
 方法和策略 (286)
- 马小佐/现金流与收益：投资基金绝对收益方案 (300)
- 杜书明/指标与价值：中国证券投资基金的
 描述统计分析 (320)

基金风险

- 高春涛 刘传葵/比较与分析：契约型与公司型、公募与
 私募基金结构治理 (351)
- 程 兵 张晓军/定量与定性：对中国证券风险管理量化
 标准的建议书 (366)
- 崔新生/计划与市场：基金杠杆组织市场与相关
 基金政策风险 (389)
- 邝 青/风险与教训：产业投资基金投资过程分析 (401)

刘德学/风险与工具：产业基金投资中的目标企业监控 ...	(419)
------------------------------	-------

管理创新

沈仲祺 刘健钧 王守仁/超越有限合伙制：中国产业基金 制度创新	(441)
王 霞/第三种选择：我国发展 ETFs 的必要性	(158)
朱盘江/结构与工具：我国投资基金治理结构及 管理模式	(471)
屈年增/治理与优化：我国基金管理公司的若干 治理关系	(508)
宋国良 卢 凯/保本基金：中国证券投资基金的 产品创新	(523)

基金策略

公司型基金：中国证券投资基金组织模式的基本选择^①

王国刚

证券投资基金（以下简称“基金”）就组织模式而言有两种形式——契约型和公司型，选择何种组织模式来有效推动中国的投资基金发展，一直是业界研讨的一个重大问题。2000年10月“基金黑幕”的曝光、年底中国证监会对有关基金管理公司违规操作的检查、2001年12月基金巨额申购“深高速”事件的发生等都提出了如何规范和发展基金的问题。笔者认为，维护基金持有人的权益是基金得以生存的基础性条件和发展的核心问题，从中国的金融市场条件和发达国家的基金发展趋势来看，发展公司型基金应成为基金发展模式的主要政策取向。

一、基金的组织系统及其核心

基金，作为资金运作的一种组织，是指按照共同投资、共享收益、共担风险的基本原则和股份有限公司的某些原则，运用信托关系的机制，将各个投资者彼此分散的资金集中起来以实现预期证券投资目的的投资组织制度。从参与者角度上说，基金是由基金持有人、基金组织、基金管理人、基金托管人等通过信托关系构成的组织系统；但从基金运作的核心点来说，这一组织系统的形成和运作始终围绕维护基金持有人的权益而展开，因此，基金在组织制度上有着如下一些基本规定：

第一，基金持有人的地位。基金持有人是指投资购买并持有

^① 作者单位：中国社会科学院

基金证券的个人或机构。各国（和地区）在法律上都规定，基金持有人是基金资产的所有者，对基金享有资产所有权、收益分配权和剩余资产分配权等法定权益；基金持有人大会是投资基金的最高权力机构，有权对投资基金的一切重大事项做出决策。因此，基金的设立、组织模式选择和投资运作都必须以维护基金持有人的权益为基本点。

由于基金持有人彼此分散，所以，《基金章程》就成为反映各个基金持有人共同意志和权益要求的法律文件。《基金章程》的主要内容包括：设立基金的目的、基金类型和规模、基金证券的发行与上市（或转让）、投资方向及有关规定、基金持有人的权益、基金管理人和托管人及其他当事人（如会计师、律师等）的选择、职责和权益、资产估值和运作情况的公布、基金收益分配政策、基金组织的终止和清算等等。《基金章程》应由基金持有人大会（或其他能够反映基金持有人集体意志的机制）议决通过，方才具有法律效力。

第二，基金管理人的职责。就业务运作来说，基金管理人的主要职责包括进行基金资产的投资运作、负责基金资产管理及其他与基金资产有关的经营活动；但就法律关系而言，基金管理人的最基本职责是，不违反基金章程、基金契约及有关法律文件的规定，不侵害基金持有人的合法权益，以维护基金持有人的权益并努力实现基金资产保值增值。

基金持有人通过信托关系将基金资产交给基金管理人管理运作。所谓信托关系，是指委托人基于对受托人的信任而将其财产权交由受托人投资经营，受托人以自己的名义为受益人的利益或特定目的管理或处分财产的资金运作关系。在投资基金组织体系中，基金持有人是信托关系中的委托人，基金管理人是信托关系中的受托人。在信托关系的形成中，《基金契约书》具有特别重要的意义。这不仅是因为《基金契约书》是规范基金持有人与基

金管理人之间的资产信托关系、各自职责和权益及其他有关事宜的法律性文件，其内容主要包括：信托条件、信托期限、基金持有人和基金管理人的各自职责和权益、管理费用、基金资产运作的有关界定、财务账目的处理、基金收益分配及基金持有人的其他权益等等，而且是因为《基金契约书》是基金持有人得以约束基金管理人管理和运作基金资产活动、解决与基金管理人之间权益纠纷的基本法律文件。因此，《基金契约书》的内容应经基金持有人（或其代表）与基金管理人认真磋商研讨，并经双方签署后方能生效。

第三，基金托管人的职责。就业务运作来说，基金托管人（又称基金保管机构，通常由商业银行等金融机构承担）的主要职责包括保管基金资产、监督基金管理人在基金投资运作中的各种资产活动、办理基金资产变动的有关事宜（如每日每单位基金净资产的核算、配发投资收益、办理基金证券和证券交易的过户手续等）等；但就法律关系而言，基金托管人的最基本职责是，代表基金持有人监督基金管理人运用基金资金进行投资运作的各种活动，对基金管理人违反基金章程、基金契约及其他有关法律文件的投资行为予以制止，以维护基金持有人的财产和权益不受损失。

《基金托管契约书》是规范基金持有人与基金托管人之间的资产托管关系、各自职责和权益及其他有关事宜的法律性文件，其内容主要包括：基金资产构成、托管期限和方式、基金组织和基金托管人的各自职责和权益、托管费用、投资项目的清算事项、资产估算和统计、信息披露等等。基金托管人既然是受基金持有人的委托，对基金管理人的投资运作进行监督，那么，《基金托管契约书》就应由基金持有人与基金管理人磋商研讨并经双方签署后生效。

基金的组织体系，可用图简单表示如下（图1）：

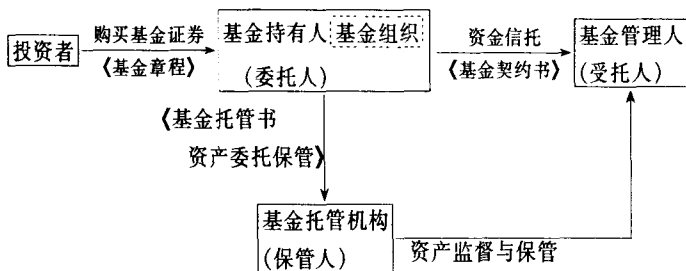


图1 基金的组织体系简图

从基金组织体系图中不难看出，基金是通过集中彼此分散的投资者的资金而形成的投资组织，同时，在信托关系中委托人一旦与受托人达成协议，将财产交由受托人管理，在法律上，就视这些财产为受托人所有，委托人不能超越信托协议的规定干预受托人对财产的运作、管理和处分，由此，如何切实保障投资者的权益在现实中就成为规范基金运作并决定基金发展的基本实践要点。这至少包括四方面内容：

其一，通过何种机制来保障《基金章程》的法律效力形成？在股份有限公司中公司章程等文件通过股东大会决议并进行工商登记而成为具有法律效力的文件，那么，在基金中投资者彼此分散极难召开基金持有人大会的条件下，通过何种机制来形成《基金章程》的法律效力呢？

其二，通过何种机制来保障《基金契约书》的法律效力形成？其中包括：如何建立基金持有人对基金管理人的监督约束机制，以防止基金管理人违背基金持有人权益进行基金资金的运作，促使基金管理人守信尽职，避免资产损失、收益损失或资产风险增大？如何保证基金持有人在与基金管理人发生权益纠纷时有一个可依据的合法文件？

其三，通过何种机制来保障《基金托管契约书》的法律效力形成？其中包括：如何既强化基金托管人对基金管理人的监督约

束力度，使基金托管人守信尽职，成为维护基金持有人权益的重要机制，又避免基金管理人成为基金托管人的客户从而发生二者在某种程度上的“合谋”，伤害基金持有人的权益？

其四，如何通过竞争性遴选机制来选择基金管理人和基金托管人，从而既提高他们的服务质量又降低有关收费？

二、中国契约型基金的制度缺陷

1998年3月以后中国新设立的基金均为契约型基金，而1997年11月出台的《证券投资基金管理暂行办法》（以下简称“暂行办法”）是迄今有关基金设立和运作的最主要制度文件（《开放式证券投资基金试点办法》以“暂行办法”为基础）。契约型基金与公司型基金的最重要区别在于，没有一个专门代表并维护基金持有人权益的有形机构——基金公司，由此，在制度安排上引致了下述问题的发生：

第一，基金的基本经济关系不清楚。基金的设立和运作以信托关系为基础。但在“暂行办法”中，既没有有关“信托”的用语，也没有有关“信托关系”的表述，甚至连“委托人”、“受托人”的概念都没有，由此，实际上很难说清楚基金持有人与基金管理人之间究竟是一种什么样的经济关系，而以下几个问题均与此直接相关。

第二，基金持有人权益在制度上缺乏基础性界定。“暂行办法”第29条规定：基金持有人享有6项权力，即出席或委派代表出席基金持有人大会，取得基金收益，监督基金经营情况并获取基金业务及财务状况的资料，申购、赎回或转让基金单位，取得基金清算后的剩余资产，基金契约规定的其他权力；第30条规定：有下列5种情形之一的应当召开基金持有人大会，即修改基金契约、提前终止基金、更换基金托管人、更换基金管理人和中国证监会规定的其他情形。稍细分析这两个条款，不难发现一

个最基本的问题——基金持有人大会定位并不清楚：其一，在基金组织体系中基金持有人大会处于何种地位？是一个最高权力机构从而有关该只基金的一切重大事项均需由该机构议决通过，还是一个一般的议事机构从而有关该只基金的重大事项可以不由该机构议决？其二，投资基金的设立是否需要召开基金持有人大会？一只基金的设立至少涉及到两方面事项：一方面《基金章程》、《基金契约书》、《基金托管契约书》等文件的议决通过，另一方面选择基金管理人、基金托管人等。如果基金设立需要召开基金持有人大会，那么，为什么在“基金持有人大会”的职权中没有关于“议决基金设立”、“议决并通过有关基金设立文件”、“选择基金管理人和基金托管人”之类的规定；如果投资基金设立可以不召开基金持有人大会，那么，这些事项又通过什么机制来解决？其三，既然基金持有人大会连议决《基金章程》等文件、选择基金管理人和托管人的权力都没有确定，那么，又何谈“修改基金契约、提前终止基金、更换基金托管人、更换基金管理人”等等？

第三，基金设立和运作缺乏基础性文件。从法律文件来说，在基金组织体系中，《基金章程》是一项基础性文件，《基金契约书》、《基金托管契约书》及其他文件都是以此为根据的。但在“暂行办法”的全文中却没有有关《基金章程》的任何内容，由此，提出了一个基本问题，在缺乏《基金章程》对设立基金的目的、基金类型和规模、基金资金运作、基金持有人的权益、基金管理人和托管人及其他当事人的选择、职责和权益、基金收益分配政策等一系列问题做出具体规定的条件下，《基金契约书》和《基金托管契约书》是根据什么而制定的？有人说根据“暂行办法”的有关规定。但是，“暂行办法”只是对各只基金中的一些共性规则做出了规定，并没有对每只基金特性做出具体规定，尤其在《公司法》与股份公司的《公司章程》关系中不能因为有了

《公司法》就可以没有股份公司的《公司章程》一样，也不能因为有了“暂行办法”就可以没有每只基金的《基金章程》，更不用说，“暂行办法”中并没有关于《基金章程》的内容。

第四，基金主要文件的法律效力难以形成。在基金中，《基金章程》、《基金契约书》和《基金托管契约书》等主要文件是否具有法律效力，对于保障基金持有人的权益和基金管理公司的规范化运作，具有根本意义。然而，在“暂行办法”第四章“基金持有人的权力和义务”中却没有涉及这些文件如何获得法律效力的规定。从实践来看，在基金发起设立和资金募集过程中，虽然有关发起人（如基金管理公司）在“基金招募说明书”中披露了有关信息，并将《基金契约书》、《基金托管契约书》等作为备查文件，供投资者查阅，但并没有任何法律法规明确规定，一旦基金设立，这些文件自然具有法律效力。

一些人认为，1997年底中国证监会出台的《证券投资基金基金契约的内容与格式（试行）》（证监基字[1997]3号）可以作为依据，因为其中第23条要求“说明基金契约经三方当事人盖章以及三方法定代表人签字并经中国证监会批准后生效”，“说明基金契约自生效之日对基金契约当事人具有同等法律约束力”，^①然而，这一文件提出的要求，只是针对基金发起人在申请设立基金时有关申报文件的格式和内容而言的，并非从制度上界定只要“基金契约经三方当事人盖章以及三方法定代表人签字并经中国证监会批准”就可直接在法律上生效，更不用说，在向中国证监会申请设立投资基金时，基金证券尚未发行，投资者尚未通过购买基金证券而成为基金持有人（即便是基金发起人也尚

^① 参见林义相等著《证券投资基金投资分析和运作》附录部分，上海远东出版社，1998年12月版。其中，“三方当事人”分别为“基金发起人”、“基金管理人”和“基金托管人”。