

学 术 文 库



中南财经政法大学学术文库

# 共同基金产权论

GONGTONG JIJIN CHANQUAN LUN

李 波 著



中国财政经济出版社

ZHONGNAN CAIJING ZHENGFA DAXUE XUESHU WENKU

中南财经政法大学学术文库

# 共同基金产权论

李波 著

中国财政经济出版社

图书在版编目 (CIP) 数据

共同基金产权论/李波著. —北京: 中国财政经济出版社,  
2005.11

(中南财经政法大学学术文库)

ISBN 7-5005-8728-7

I. 共… II. 李… III. 基金-产权-研究  
IV. F830.59

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2005) 第 129933 号

中国财政经济出版社出版

URL: <http://www.cfeph.cn>

E-mail: [cfeph@cfeph.cn](mailto:cfeph@cfeph.cn)

(版权所有 翻印必究)

社址: 北京市海淀区阜成路甲 28 号 邮政编码: 100036

发行处电话: 88190406 财经书店电话: 64033436

涿州市新华印刷有限公司印刷 各地新华书店经销

880 × 1230 毫米 32 开 11.75 印张 271 000 字

2005 年 11 月第 1 版 2005 年 12 月涿州第 1 次印刷

印数: 1 - 1 000 定价: 30.00 元

ISBN 7-5005-8728-7 / F·7588

(图书出现印装问题, 本社负责调换)

# 中南财经政法大学学术文库

## 编辑委员会

- 主 任：吴汉东
- 副 主 任：郭道扬 张中华 赵凌云 覃有土
- 委 员：刘可风 卢现祥 熊胜绪 杨灿明
- 范忠信 罗 飞 朱新蓉 陈池波
- 齐文远 张新国 杨云彦 夏成才
- 姚 莉 陈景良 杨宗辉 朱延福
- 主 编：赵凌云
- 编辑部成员：姚 莉 陈敦贤
- 刘普生 朱冬生
- 本书主审：胡立君

## 总 序

一个没有思想活动和缺乏学术氛围的大学校园，哪怕它在物质上再美丽、再现代，在精神上也是荒凉、冷清和贫瘠的。欧洲历史上最早的大学就是源于学术。大学与学术的关联不仅体现在字面上，更重要的是，思想与学术可谓大学的生命力与活力之源。

我校是一所学术气氛浓郁的财经政法高等学府。范文澜、嵇文甫、潘梓年、马哲民等一代学术宗师播撒的学术火种，五十多年来一代代薪火相传。因此，在世纪之交，在合并组建新校而揭开学校发展新的历史篇章的时候，学校确立“学术兴校，科研强校”的发展战略。这不仅是对学校五十多年学术文化与学术传统的历史性传承，而且将成为谱写新世纪学校发展新篇章的战略手笔。

“学术兴校，科研强校”的“兴”与“强”，是奋斗目标，更是奋斗过程。我们是目

的论与过程论的统一论者。我们将对宏伟目标的追求过程寓于脚踏实地的奋斗过程之中。由学校斥资资助出版《中南财经政法大学学术文库》，就是学校采取的具体举措之一。

本文库的指导思想或学术旨趣，首先在于推出学术精品。通过资助出版学术精品，形成精品学术成果的园地，培育精品意识和精品氛围，提高学术成果的质量和水平，为繁荣国家财经、政法、管理以及人文科学研究，解决党和国家面临的重大经济、社会问题，做出我校应有的贡献。其次，培养学术队伍，特别是通过对一批处在“成长期”的中青年学术骨干的成果予以资助推出，促进学术梯队的建设，提高学术队伍的实力与水平。第三，培育学术特色。通过资助在学术思想、学术方法以及学术见解等方面有独到和创新之处的成果，培育科研特色，力争通过努力，形成有我校特色的学术流派与学术思想体系。因此，本文库重点面向中青年，重点面向精品，重点面向原创性学术专著。

春华秋实。让我们共同来精心耕种文库这块学术园地，让学术果实挂满枝头，让思想之花满园飘香。



2001年11月28日

## Preface

A university campus, if it holds no intellectual activity or possesses no academic atmosphere. No matter how physically beautiful or modern it is in, would be desolate and barren in spirit. In fact, the earliest European universities in history were originated from academic learning. The relationship between a university and the academic learning is not simply incarnated literally, more importantly, ideas and learning constitute the sources of the energy and vitality of all universities.

Zhongnan University of Economics and Law is an institution of higher learning enjoying full - embodied academic atmosphere. With the academic germs seeded by such great masters as Fanwenlan, Jiwenfu, Panzinian and Mazhemmin, generations of scholars and students in this university have been sharing the favorable academic atmosphere

and making their own contributions to it as well during the past fifty – five years. As a result, at the beginning of the new century and a time when a new historical developing page is turned over with the combination of Zhongnan University of Finance and Economics and Zhongnan University of Politics and Law, the newly established university has set its developing strategy as “Prospering the University with academic learning. Strengthening the University with scientific research”, which is not only a historical inheriting of more than fifty years of academic culture and tradition, but also a strategic decision which is to lift our university onto a new developing stage in the 21<sup>st</sup> century.

*Prospering and Strengthening* the university is our ultimate goal; it is, however, in greater sense our struggling process. We tend to make a unification of the destination and the process by embodying the pursuing process of our grand goal in the down – to – earth struggling process. *Academic Library of Zhongnan University of Economics and Law*, published under the financial aid from the university, is one of our specific measures.

The guideline or academic purport of this *Library* lies first at promoting the publishing of elaborate academic works by funding them, thus an academic garden with high – quality fruits can come into being. We should also endeavor to foster the consciousness and atmosphere of elaborate works and improve the quality and level of our academic productions, so as to make our due contributions in prospering national scientific research in such fields as finance and economics, politics and law and humanities, as well as in working out solutions for major economic and social problems facing our



country and the Chinese Communist Party. Secondly, our aim is to cultivate academic groups, especially through funding the publishing of works of middle-aged and young academic backbone, to boost the construction of academic echelon and elevate the strength and level of our academic groups. Thirdly, we aim at fostering the academic characteristic of our university. By funding those academic fruits which have some original or innovative points in their academic ideas, methods and views, we expect to engender our own characteristic in scientific research. Our final goal is to form an academic school and an academic idea system of our university through our efforts. Thus, this *Library* emphasizes particularly on middle-aged and young people, on elaborate works and on original academic monographs.

Spring flowers and autumn fruits. Let us join in hand to cultivate this academic garden and make it be opulent with academic fruits and intellectual flowers.

Wuhandong



## 前 言

孩提时，我常常能目睹在贫瘠的小山村频繁上演的关于宅基地纠纷的故事。为了宅基地，尤其是宅基地边界处的使用问题，我的父老乡亲们，即使是兄弟、亲戚也可全然不顾，积累成旷日持久的矛盾，时而会因此展开激烈的争斗，乃至流血冲突。在相持不下时，一般会有村领导或当地有威望的人士前来调解。村领导或当地有威望的人士在调解中，使用频率最高的劝解理由是：“宅基地都是国家的土地，连我们自己都是国家的，有什么好争的呢？”似乎争斗是因为利益各方的觉悟不高，没有看到国家（或政府）对我们赖以生活的宅基地以及我们自身所拥有的权利。不知道我的父老乡亲们是因为理解了这些理由的内涵及其作用，还是因为担心国家（或政府）行使对其它基地的产权权利，冲突各方往往会暂时平息。

随着成功跳出“农门”，我惊奇地发现在

繁华的城市，国家（或政府）对我们个人行为以及私人财产的限制和束缚更多，而且大多限制和束缚显得是那么的合理和必要。譬如，“双号牌照的车辆不能在单日通过江汉一桥”；“行人要走人行天桥，禁止横穿马路”；“家庭装修不得在夜间和午休时间进行”……凡此种种。

伴随求学的步伐，我渐渐步入经济学的殿堂，并深深被制度经济学，尤其是新制度经济学所吸引。于是，我开始从理论上寻找有关产权现象的依据，思考产权问题的根源，并将学习探讨的对象逐步集中到现代企业产权及其治理的相关领域。

国家或政府限制和束缚私人（或单位）使用其自有财产的行为，可以找到许多依据和理由来解释和说明其合理性和必要性，如“产权分割论”、“产权弱化论”、“使用权与所有权分离论”、“产权（使用权）转移论”等。然而，在努力运用这些理论解释和说明产权现象和产权问题时，我总是不由自主地产生这样的疑问：国家（或政府）关于在其所辖范围的一切财产（包括国民），即使是明文规定的私人（或单位）财产一定拥有某种产权权利，否则，国家行为与“黑帮行为”的区别很难找到合理的产权解释，并且在市场经济条件下，这种产权权利必定是国家（或政府）依据其所拥有的、私人（或单位）占有和使用其自有财产所必需的一定财产交换而来的，因此，任何独立的自有财产必然至少存在私人（或单位）和国家（或政府）双重所有的产权结构。我循着这样的思维逻辑，完成了一篇论文“论产权的层次性”（曾多次投稿，一直不能被采用，至今未能公开发表）。我的导师赵曼教授看过该文后指教道：“不能泛泛而论产权问题，而应找一个具体分析对象”；卢现祥教授看过该文后指教道，“这种解释似乎有点哲学思辨的味道，应尽可能运用经济学的分析方法”。在两位教授的鼓励和指教下，我开始将现代企业（即股份制企业）作为分析对象，并运用

新制度经济学的分析方法，研究企业产权，尤其是现代股份制企业产权的相关现象和问题。但是，运用已有的产权理论，除遇到难以解释国家（或政府）实际拥有企业（即使是私人企业）产权权利的来源和依据是什么外，还遇到职工、职业经理人也实际拥有企业产权权利的来源和依据是什么，投资人、职业经理人、职工、国家（或政府）分别拥有企业什么产权以及这些企业产权之间的关系是什么等难以解释的疑问。

随着学习与探讨的不断深入和扩展，我又接触到利益相关者理论。于是，我从狭义的企业利益相关者的分析视角出发，抱着试图打破传统产权理论解释现实产权问题和现象的某些疑问的信念，完成并公开发表了我攻读博士学位期间的第一篇论文“企业产权研究的一个新视角——直接产权与间接产权”（《财经研究》2002.7）。该论文不仅构成了我博士学位论文的分析框架，而且给予我极大的信心。紧接着相关的一系列论文先后在专业学术期刊上发表，如“虚拟经济脱离实体经济的产权解释”（《世界经济》2002.9，被《经济研究参考》2002.11转载）、“跨国公司产权归属问题新解”（《财经科学》2002.4）、“企业内部分工的产权解析”（《财贸研究》2002.3）、“论金融市场中的产权‘异化’”（《商业经济与管理》2002.8）、“论风险投资基金的物质产权与价值产权”（《长沙电力学院学报》2002.3）。这些论文从不同角度支持着我的博士学位论文。

作为国民经济学（投资方向）专业的博士研究生，我的博士学位论文应具有专业特色，因此，我最终将论文选题确定为“共同基金投资中的产权研究”。

共同基金（Mutual Fund），从运营全过程看，是一种证券信托投资方式，从其提供的产品和服务的角度看，是一种金融工具或金融产品，从组织的角度看，是一种中介金融机构。共同基金

以金融资产为专门经营对象，以投资的保值、增值为根本目的，通过专门的投资管理机构集合具有类似投资目标的众多投资人的资金，根据证券组合投资原理将基金分散投资于各种有价证券以及其他金融工具或产品，并通过独立的托管机构对信托财产进行保管，投资人按出资比例分享其收益并承担风险。

共同基金投资涉及到众多的内容，一般有两种典型分析路径：一种是基金投资人（基金券或受益凭证持有者）——基金经理人——有价证券（证券发行者）；另一种完全相反，有价证券（证券发行者）——基金经理人——基金投资人（基金券或受益凭证持有者）。前一种是常规的研究思路，侧重于基金投资的治理和增值问题。本书采用后一种分析思路，从产权，尤其是四维产权：物质产权与价值产权、直接产权与间接产权的角度来研究共同基金投资，解释基金产权与企业（证券发行者）产权之间的联系，分析基金投资人、经理人、职工、政府占有基金的什么产权，以及获取相应产权的依据，进而研究基金的产权结构与产权治理。

本书的创新在于提出了研究产权的一种新视角：物质产权与价值产权、直接产权与间接产权，进而阐述共同基金的产权结构是一种四维结构。基金资产是一种组织资产，其物质形态是由四种要素（资本、企业家才能、劳动力、环境）共同转化、有机结合而成的，不能简单地理解为基金拥有的有价证券、现金、办公设施设备等资产，因为在一定的意义上，这些资产仅仅是由资本要素转化而成的。从要素与基金之间进行交易的对象上看，要素所有者与基金之间的交易是一种产权交易，而不是要素所有者单方面地转让要素的使用权。基金组织的性质是要素产权与基金产权交易契约的履行过程。基金产权的交易是一种高层次的资源优化配置方式，伴随着基金产权的交易过程，基金要素（资源）实现着再配置。基金治理是委托代理的重要内容，是一个连续不断

的过程。

本书的基本结论：研究企业产权的视角应从一维转向四维；共同基金的投资过程是一种典型的委托代理关系所构成的投资活动，是一种典型的运营价值产权的经济活动；从有价证券发行者（企业）的产权到形成基金产权，作为机构投资者（有价证券发行者的出资人），共同基金又向基金投资人发行基金券或受益凭证，这是一种产权“异化”过程，基金充当了企业产权异化的工具；随着基金制度的不断创新，基金产权构成越来越复杂，基金组织内部的交易成本也越来越高；基金的物质产权与价值产权、直接产权与间接产权适当分离所形成的产权结构和治理机制是抑制投资过程中产生逆向选择和道德风险的关键，规范的经理人市场所创立的“信誉”约束机制是减少基金投资风险的保障。发展我国基金业的对策可以概括为：界定四类基金产权，尤其是国家间接产权的内容、依据，明确并规范行使产权的方式与机制，充分发挥四类产权主体在基金投资营运过程、基金治理中的作用。

综观全书，“共同基金投资中的产权研究”只能是一种力图创新的初步尝试，书中一定还有不少地方需要进一步完善，还有许多问题值得商榷。不过，我相信，既然是力图创新的尝试，难免存在错误，需要讨论与争鸣，这也许是学术研究，尤其是创新性学术研究走向成功的真理。然而，我清晰地知道，这决不能成为我推脱书中错误的理由，但这正是我思考两年后最终决定出版该书的理由和勇气所在。为此，我衷心地期待专家学者们的批评与指正，哪怕是不留情面的；热诚地盼望能引起一些讨论与争鸣，哪怕是星星点点的。

作者

2005年9月

## 摘 要

金融业的快速发展，给世界经济带来了巨大活力，促进了世界经济飞速发展，同时，对实体经济的过度虚拟又导致世界性的金融风险不断升级。就促进世界经济增长而言，基金功不可没；就增加世界性金融风险而言，基金也罪不可推。从发展的角度看，基金业无论是在金融业中所占的比重，还是基金业的规模，都呈增长、扩大态势；从规范的角度看，基金带来的风险是银行和保险所不能及的。因此，基金业的规范显得更为紧迫。又由于基金流动性极高，基金主体之间关系复杂，规范基金行为的难度更大。

本文吸收新制度经济学的相关成果，运用制度分析方法，从狭义利益相关者的角度出发，在提出四维产权分析框架的基础上，研究基金投资中的产权关系，寻求基金投资制度的产权基础。论文分九章，第一章为导论；第二

章为文献综述，归纳传统一维产权理论及其局限性；第三、四、五章提出并阐述本文的理论基础和分析框架：四维产权理论；第六、七、八章为论文的分析过程，运用四维基金产权理论诠释基金投资的两个过程：要素所有者投资于基金的过程和基金的投资运营过程；第九章为实证部分，解释现实中基金产权的典型配置，分析基金发展与规范的对策。

本文有两个假设：在商品经济条件下，基金（或基金资产）存在物质形态与价值形态两种形态；基金产权主体所拥有的、基金必需的特殊资源对基金价值创造的作用有两种：直接的与间接的。因此，基金产权可以重新划分为物质产权与价值产权、直接产权与间接产权。

本文的主要观点和基本结论如下：

基金有四个维度的产权：经理人与基金的直接物质产权、投资人与基金的直接价值产权、职员与基金的个体间接物质产权、政府与基金的国家间接产权。其中，每一种产权有相应的权利内容，每一类产权的所有者有相应实施产权的方式，他们既有统一目标，又有独立追求。因此，研究基金产权的视角应从一维转向四维。四维产权理论能够解释一维实物产权理论（投资人占有实物产权）所不能解释的客观经济现象，如在企业、基金等组织中日益盛行的“无资本的权利”，基金融资和投资范围国际化，政府采取不同程度政策措施限制和约束基金行为，等等。

从交易对象看，基金要素的所有者与基金之间的交易是一种产权交易，而不是要素所有者单方面地转让要素的使用权。要素所有者投入其相对优势要素后所拥有的收益权、投票权、转让权、处置权等是相应基金产权的内容，而不是要素所有者保留的要素本身的权利。要素所有者分享到的基金收益正是其行使相应基金产权的收益和结果，而不是行使要素产权的收益和结果。因



此，基金的性质是要素产权与基金产权交易契约的履行过程。在一级市场上，要素所有者与基金签订并初步履行产权交易契约，要素所有者投入要素，形成基金的初始资产，基金出售相应基金产权，创立基金。在基金组织内部，进一步履行产权交易契约，具体安排和执行有关产权权利，尤其是剩余控制权和剩余索取权，保证基金运营的正常进行和基金收益的合理有效分配。在二级市场上，产权契约的另类履行，部分产权交易契约的解除与重建，本质是部分基金产权的交易，是新要素代替部分原要素的过程。

单项基金产权交易的市场有四类：经理人市场、基金券市场、劳动力市场、国际资本市场。它们分别以同类基金要素中的个别要素交易为载体，以基金的存续为前提，表现为基金的各种产权在同类要素所有者之间交易与流转。此外，组合基金产权交易的市场是以不同类基金要素所组成的基金组织资产部分或整体的交易为载体，表现为基金之间进行的产权交易。基金产权交易是一种高层次的资源优化配置方式，伴随着基金产权的交易过程，基金要素（资源）实现着再配置。单项基金产权的个别交易和基金要素（资源）的再配置不断进行是一种客观趋势和规律。

基金的投资过程是由典型的委托代理关系所构成的投资活动。代理人（受资人）受契约（正式、非正式的）制约，代表着委托人（投资人）的利益，并相应获取某种形式的报酬或利益。基金投资过程的各种（级）委托代理关系之间是紧密联系的，相辅相成的，它们共同作用，使基金投资营运主体之间达到优势互补，相互制衡，长期行为与短期行为有效地并存，形成有效的激励、约束、监督机制。作为机构投资人（出资人），基金本身有其追求目标——利润最大化，但其客观上可能有利于证券市场的稳定。基金是否能实现客观目的并不在于基金的投资行为是否理