

分类号 _____ 密级 _____

UDC _____

96B
GT
XHC

学 位 论 文

投资基金与中国资本市场

——从资源配置效率看一个新兴金融产业成长

徐 洪 才



指导教师姓名 汪海波 研究员 中国社会科学院工业经济研究所

申请学位级别 博士 专业名称 工业经济

论文提交日期 1996年4月 论文答辩日期 1996年5月28日

学位授予单位和日期 中国社会科学院研究生院

答辩委员会主席 田江海 研究员

评阅人 江春泽 张德宝

1996年 月 日

分类号 _____ 密级 _____

UDC _____

学 位 论 文

投资基金与中国资本市场

——从资源配置效率看一个新兴金融产业成长

徐 洪 才

指导教师姓名 汪海波 研究员 中国社会科学院工业经济研究所

申请学位级别 博士 专业名称 工业经济效益

论文提交日期 1996年4月 论文答辩日期 1996年5月28日

学位授予单位和日期 中国社会科学院研究生院

答辩委员会主席 田江海 研究员

评阅人 _____

1996年 月 日

前言

二十多万字的博士论文终于脱稿了，字数已超过学校规定的一倍。汪老师说：“字数多不要紧，我有时间看”。其实汪老师时间很宝贵，我知道他每天都坚持用八个多小时来看书。象汪老师这样几十年如一日执著追求，在当今到处充满浮躁气息的时代里已经不多见了。三年博士生生涯，弹指一挥间，其中酸甜苦辣似乎不宜在这里细细诉说。然而又情不自禁地要感慨一番。研究经济问题，特别是研究金融投资，我确是半路出家，先学化学工程，在大型企业从事技术与管理工作十年，然后学习哲学，再转向经济学。经历也许是坎坷了点，但我对新知识的探求却一直痴情未改。选择投资基金作为三年攻读博士学位期间的研究重点，无论从我的经济学基础看，还是从目前我国投资基金发展现状和投资基金学术研究的状况看，对于我都是一个极大挑战。

投资基金是一个新生事物，世界基金业发展总共才100多年历史。在半个世纪以前，投资基金还是一个无足轻重的角色。二战以来，特别是70年代西方石油危机和布雷顿森林体系解体以后，其迅猛发展才日益引起人们的普遍关注。在当代西方发达国家，人们更多关注的是如何通过投资基金来理财致富，较少有深入探讨的理论兴趣，这一点可以从西方有关投资基金的学术著作中得到证实。东方文化却不同，常常有一种“形而上”的追求和偏好，凡事都要问一个为什么，要从理论上搞清楚，这也是笔者要对投资基金进行一番探索的一个原因。我国投资基金还不到10年的历史，最近5年来得到了初步发展，并且开始引起理论界的兴趣。我国对投资基金的学术研究从总体上看仍然处于较低水平，有关投资基金的研究资料十分匮乏，人们对投资基金各种概念的理解也极其混乱。然而，发达国家眼下所展现的情况正是我们未来的发展前景。我想，只要中国继续选择社会主义市场经济，投资基金就必然要大发展。

正如我国投资基金的历史十分短暂一样，笔者真正系统地研究投资基金不过三年时间。三年前对投资基金几乎一无所知。在一个偶然的会里，在与同学谈论中了解到共同基金已成为美国第二大金融产业，“基金革命”正在引起世界金融体系发生结构性变化。笔者着实吃惊不小，也汗颜于自己的孤陋寡闻，于是鬼使神差般地迷上了投资基金。此后，便着手搜集有关投资基金的研究资料，开始了对自己基金知识的扫盲过程。笔者在投资基金学习和研究过程中，了解到国外各类机构投资者如养老基金、社会公益基金会以及政府财政收入等，其中相当部分资产是委托投资基金管理公司进行管理的（一位世界著名基金经理曾告诉我，他管理的资产中就包括诺贝尔奖金的资产。），并且了解到近年来投资基金的机构客户资产所占比重有不断上升的趋势。从这里受到启发，逐步形成了利用投资基金这样的金融中介机构间接经营管理国有资产的想法。1994年7月，笔者参加了上海万国证券公司和中国证券报联合举办的“万国证券杯”中国产权制度改革有奖征文活动，在拙作《国有资产经营模式比较研究》一文中，首次提出了国有资产组合经营模式的改革思路。这种组合经营模式是一种以投资基金间接经营为主，以商业银行间接经营为辅，以参股直接经营和以授权直接经营为补充的经营模式。这种改革思路与俄罗斯通过投资基金进行私有化完全不同，这一观点引起了一些经济学家和金融专家的兴趣。并因此有幸荣获全国一等奖，这对我从事投资基金研究确实是一个极大鼓励。

1994年3月，笔者偶然产生了编写一本大型投资基金工具书的念头，并将此想法告诉了好友王进才和马险峰同学，立即得到了他们的热情响应，十分凑巧，中国社会科学院的下属企业北京国讯通信技术发展总公司总经理陈奕标先生，对我的这个创意表现出了极大热

情，陈奕标先生立即聘请我为基金筹备小组常务副组长，帮助他策划筹备国讯通信投资基金；并且组织力量编写我国第一部大型投资基金工具书：《投资基金运作全书》，由我国著名经济学家刘国光教授任主编，由陈奕标先生任常务副主编，由我和王进才博士、马险峰博士及香港著名证券金融专家黎鸿基博士任执行副主编。此后，编写《全书》这项系统工程便在国讯通信投资基金筹备小组的领导下紧张有序地开展起来。在北京国讯通信技术发展总公司和我国一些老一辈经济学家以及中青年金融专家学者的大力支持下，在30多位博士和30多位硕士作者的努力下，这部宏篇巨著历时两年时间终于得以出版问世。编写《全书》使我有机会全面系统地学习和研究投资基金这一新兴金融投资业务，为我的博士论文写作创造了有利条件。

笔者先后到上海、广州和深圳参观学习国内数家业绩较好的基金管理公司，两次到香港学习考察基金管理业务。通过黎鸿基博士的帮助和引见，有幸与美国富兰克林-谭普屯投资集团的世界著名基金经理马克·默比乌斯博士认识，于1995年9月应邀出席了在美国洛杉矶举行的“谭普屯新兴市场投资基金国际研讨会”，并就我国投资基金发展问题作专题学术报告。笔者还多次参加我国证券投资界有关投资基金的学术研究，例如在中国银行总行国际金融研究所所长张德宝教授主持的“国际金融市场与我国对外筹资”课题中，由我承担了“世界基金市场与我国对外筹资”子课题；在中国金融学院任映国教授主编的我国第一部《国际投资银行学》大学教材中，由我任副主编并承担了投资基金部分的写作；应中国社会科学院研究生院副院长陈东琪教授的邀请，写作普及性读物《话说基金》一书，并为他策划和刘国光教授主编的《经济学大辞典》撰写有关基金的词条；应中国南方证券研究中心主任牛仁亮博士的邀请，参与《中国投资基金研究》课题研究；应《中国证券报》施光耀副主编的邀请，为其主持投资基金知识系列讲座等。通过积极参加社会上各种学术活动，不断加深了对投资基金的认识，为博士论文写作打下了一定基础。

在我博士论文写作过程中，得到了国内许多著名经济学家和金融专家的指导和鼓励，例如刘鸿儒教授、刘国光教授、李京文教授、王景生教授、张卓元教授、戴园晨教授、翁灼基教授、任映国教授、赵家成教授等。在资料收集方面，得到了许多国外朋友的热情帮助和支持，例如美国Brouwer & Janachowski, Inc.的Brouwer先生、美国投资公司协会商建国先生、香港证监会梁定邦主席、香港投资基金公会王慧明小姐、香港沙宣证券公司黎鸿基博士、汇丰投资管理香港有限公司叶静衡小姐、Templeton投资管理香港公司林雄先生、宝源投资管理香港有限公司谢锡安先生和香港Lloyd George投资管理公司的Robert Lee, George先生等。此外，还有很多朋友从不同方面提供了帮助，在此不一一列举，笔者由衷地感谢上面提到的和所有没有提到的老师和朋友们，感谢他们的真诚关心、热情帮助和大力支持。

我的博士导师汪海波教授三年来对我的热心关怀、悉心指导和精心栽培，仅仅说“谢谢”二字显然是远远不够的。我的妻子李宜华女士和我的岳父岳母在我六年研究生学习期间，给予的特殊理解和支持，是任何人不能替代的；还有我六岁的儿子徐一宽先生在我写作博士论文期间，特意为我画了几幅绿色树木水彩画，并贴在我拥挤不堪的书桌前，让我在紧张的写作之中经常得到片刻的休息。对于他们，仅仅说“谢谢”二字也是远远不够的。既然用语言难以表达，那就让一切都在不言之中吧。

论文提要

本文共有八章，由上篇和下篇两部分组成，上篇包括第一至第四章，下篇包括第五至第八章。上篇从全球基金业发展的角度，探讨和分析了投资基金的发展历史、投资基金的基本概念、投资基金的发展原因，以及投资基金的不同发展模式等问题。下篇从我国基金业发展的角度，探讨和分析了中国投资基金的历史、现状和问题，从金融发展特别是资本市场建设的角度，对投资基金与资本市场之间的相互关系进行了剖析，在总结世界基金业立法与监管经验的基础上，探讨了我国基金立法模式和我国基金业的发展战略等重大理论问题。

第一章世界基金业的历史考察。运用大量的第一手统计数据，实证考察了投资基金的发展历史，首次对世界基金业的发展历史进行了分期。笔者认为从1868年世界第一只投资基金的诞生到1940年美国《投资公司法》的颁布，是世界基金业的初创阶段；从1940年美国《投资公司法》的颁布到1973年布雷顿森林体系货币体系的瓦解，为资本市场基金突出发展阶段；从1973年到80年代末，为货币市场基金突出发展阶段；从80年代末开始到现在，为投资基金全球化发展阶段。在考察不同历史时期投资基金发展特点的同时，还分别考察了北美基金市场、欧洲基金市场、新兴基金市场以及全球养老基金市场的发展，试图从时间发展和空间发展两个角度，勾勒出世界投资基金业的基本历史脉络及其发展趋势。

第二章投资基金的内涵考察。考察了投资基金的内涵，在比较和总结前人取得成果的基础上，试图给出了投资基金的科学定义，并将其与其它金融工具和金融机构进行了比较。首次从系统的角度，从四个不同层次对投资基金进行了分类，即根据投资基金组织形态的不同，可将投资基金划分为公司型基金和契约型基金，这是第一个层次划分。在此基础上，根据基金交易方式的不同，即根据基金股票或受益凭证是否可以赎回，将基金划分为开放式基金和封闭式基金，这是第二个层次划分。根据基金投资对象的不同将投资基金进一步划分为股票基金、债券基金、期货基金、期权基金、指数基金、认股权证基金、房地产基金、货币市场基金、贵金属基金和小型公司基金等，这是第三个层次划分。在此基础上，还可以根据其它划分标准进行第四个层次划分，如根据风险与收益的角度划分、根据从资金来源和投资领域的划分等。

第三章投资基金发展原因考察。从金融市场环境的变化、各种现实社会经济原因和投资基金具有的提高资源配置效率机制的不同角度，比较系统地考察了投资基金迅速发展的原因，特别是运用现代西方经济学和金融学的最新理论成果，从不同角度对投资基金的经济效率机制进行了考察，指出投资基金具有降低交易成本、提高规模经济、优化金融结构、促进金融创新和推动金融深化等机制，比较具体地分析了投资基金具有的独特的提高金融市场效率的机制，试图对半个世纪以来投资基金的迅速发展给世界金融领域带来的结构性变革，进行理论上的初步解释。

第四章投资基金发展模式考察。对世界各国投资基金的不同发展模式进行了比较研究，着重考察了以美国为代表的公司主导型基金发展模式、以英国和日本为代表的契约主导型基金发展模式，以香港为代表的混合型基金发展模式和以韩国和台湾地区为代表的政府推动型基金发展模式。分析了不同基金发展模式的运行特点和成功经验。本章指出，我国基金业应该特别注意借鉴和吸收混合型基金发展模式和政府推动型基金发展模式的经验，要高度重视立法与监管以及政府在投资基金发展中的推动作用。

第五章中国投资基金的现状与问题。在断定我国投资基金从总体上看仍然处于初创阶段的前提下,将我国投资基金历史划分为三个小的发展阶段,即1985年至1990年的海外中国基金初步探索阶段、1990年至1992年中国国内基金的初步发展阶段,以及从1993年开始向规范化迈进阶段。还分别介绍了我国全国性基金市场、地区性基金市场和海外中国基金市场的情况,分析了我国基金业目前存在的诸多问题。这些问题和不规范可以用“一个不足,三个缺乏”来概括,即对投资基金认识不足,缺乏权威的监管机构,缺乏健全的基金法规和缺乏专业的基金人才。其中,对投资基金认识不足是主要问题,其它问题都是由此引起的。解决目前中国基金业存在的问题,必须从这四个方面入手。

第六章投资基金与中国资本市场。从我国金融发展特别是资本市场建设的角度,对我国基金业与我国金融发展和资本市场建设之间的相互关系进行了探讨,分析了投资基金在我国证券市场发展和建立现代企业制度以及其它相关领域中的积极作用,指出我国金融发展和资本市场建设必须大力发展投资基金,充分发挥投资基金在资本市场建设中的重要作用。本章还就运用基金投资方式管理国有资产问题进行了探讨,提出国有资产就是国民投资基金的新概念,讨论了运用投资基金方式管理国有资产的途径。

第七章中国投资基金立法与监管。总结了世界基金业的立法与监管经验,分析了各国基金立法的不同特点,主张我国应该选择基金单独立法模式。本章还就中央银行的货币政策与基金市场的关系,证券监督委员会和基金业自律组织的职能进行了探讨。主张我国投资基金监督管理职能应该属于证监会,由证监会集中负责证券投资基金的监管,同时还主张发挥投资基金行业协会的自律作用。中央银行应该专司货币政策,不宜直接干预投资基金机构的设立与运作。

第八章中国投资基金发展战略。探讨了我国投资基金业的发展战略问题。关于我国基金业的总体发展战略,探讨了基金市场规模目标、中国投资基金活动空间定位、中国投资基金发展时间安排、建立和完善基金的监管机制和建立保护投资人利益的机制。关于投资基金的组织战略,主张以契约型投资基金为主,从封闭型向开放型过渡。关于投资基金的品种战略,主张实施多元化品种战略,大力发展股票基金,鼓励发展创业基金,优先发展国债基金、组建货币市场基金、试行发展衍生市场基金。关于投资基金的国际化战略,主张渐进地开放中国基金市场、积极发展海外中国基金和中外合作基金。

目 录

前 言.....	(1)
论文提要.....	(3)
引 论.....	(11)
一、世界正在发生一场基金革命.....	(11)
二、投资基金与资本市场的效率.....	(12)
三、本文的研究重点和基本方法.....	(14)

上篇

第一章 世界基金业历史考察.....	(16)
一、世界投资基金业发展概述.....	(16)
1、世界基金业的历史分期.....	(16)
2、投资基金的初创阶段(1868—1940).....	(16)
3、资本市场基金突出发展阶段(1940—1973).....	(17)
4、货币市场基金突出发展阶段(1973—80年代末).....	(18)
5、投资基金全球化发展阶段(80年代末以来——).....	(18)
二、北美基金市场.....	(18)
1、北美基金概述.....	(19)
2、美国资本市场基金.....	(23)
3、美国货币市场基金.....	(27)
4、基金买入、卖出各类证券的情况.....	(29)
5、美国机构投资人与投资基金.....	(31)
6、美国银行对基金业的参与.....	(35)
三、欧洲基金市场.....	(36)
1、欧洲基金概述.....	(36)
2、欧洲基金立法.....	(37)
四、全球新兴基金市场.....	(38)
1、新兴市场概述.....	(39)
2、亚太新兴市场基金.....	(39)
3、其它新兴市场基金.....	(41)
五、全球养老基金市场.....	(42)
1、养老基金概述.....	(42)
2、英国养老基金概述.....	(43)
3、美国养老基金概述.....	(43)
4、美国共同基金对养老基金的参与.....	(45)

第二章 投资基金的内涵考察	(48)
一、投资基金的定义.....	(48)
1、前人所做的研究.....	(48)
2、投资基金的定义.....	(49)
3、与其它金融工具和金融机构的比较.....	(50)
4、投资基金的分类标准.....	(51)
二、第一个层次:按照组织形态的划分.....	(52)
1、公司型基金.....	(52)
2、契约型基金.....	(53)
3、二者的比较.....	(53)
三、第二个层次:按照交易方式的划分.....	(54)
1、封闭型基金.....	(54)
2、开放型基金.....	(54)
3、二者的比较.....	(54)
4、四种组合形态的投资基金.....	(55)
四、第三个层次:按照投资对象的划分.....	(55)
1、股票基金.....	(55)
2、债券基金.....	(56)
3、期货基金.....	(56)
4、期权基金.....	(56)
5、认股权证基金.....	(56)
6、房地产基金.....	(57)
7、货币市场基金.....	(57)
8、贵金属基金.....	(57)
9、小型公司基金.....	(57)
五、第四个层次:按照其它标准的划分.....	(58)
1、积极成长型基金、成长型基金、成长与收入型基金、 平衡型基金、收入型基金.....	(58)
2、国内基金、国际基金、离岸基金、 国家基金、镜子基金、中外合作基金.....	(58)
3、收费基金与不收费基金.....	(60)
4、固定型基金与融通型基金.....	(60)
5、雨伞基金与基金中基金.....	(60)
6、对冲基金.....	(61)
7、套利基金.....	(61)
8、创业基金.....	(61)
9、指数基金.....	(62)
附录:全美共同基金品种简介(共21种).....	(62)
第三章 投资基金的发展原因考察	(65)
一、投资基金发展原因考察之一: 投资基金的市场环境分析.....	(65)
1、投资基金与金融竞争自由化.....	(65)

2、投资基金与金融市场全球化.....	(65)
3、投资基金与融资方式证券化.....	(65)
4、投资基金与金融工具创新化.....	(66)
5、投资基金与金融机构多元化.....	(66)
6、投资基金与投资主体机构化.....	(67)
二、投资基金发展原因考察之二:	
各种现实原因综合作用分析.....	(67)
1、居民资产的稳步增长.....	(67)
2、通货膨胀对银行存款的侵蚀.....	(67)
3、金融立法对商业银行的限制.....	(68)
4、福利主义经济政策.....	(68)
5、凯恩斯主义经济政策.....	(69)
6、股份公司的迅速发展.....	(69)
三、投资基金发展原因考察之三:	
投资基金的效率机制分析.....	(69)
1、降低交易成本机制.....	(69)
2、规模经济效益机制.....	(70)
3、优化金融结构机制.....	(70)
4、促进金融深化机制.....	(71)
5、推动金融创新机制.....	(71)
6、基金效率机制分析.....	(72)
第四章 投资基金发展模式考察.....	(74)
一、投资基金发展模式概述.....	(74)
二、美国: 公司主导型基金发展模式.....	(74)
1、投资公司的定义与分类.....	(74)
2、单位投资信托基金.....	(74)
3、面额证书型基金.....	(75)
4、投资公司的监管机构.....	(75)
5、投资公司协会.....	(77)
6、投资公司的功能与活动.....	(77)
7、信息公开原则.....	(77)
8、投资基金的组织结构.....	(78)
9、基金的发售、再购买和赎回.....	(78)
10、投资限制和关联交易限制.....	(78)
11、防止欺诈与舞弊行为.....	(78)
12、对于投资顾问的管理.....	(79)
13、税收、基金费用与分配.....	(79)
14、非美国基金的公开募集.....	(80)
15、银行与共同基金的关系及其立法新进展.....	(80)
三、英国: 契约主导型基金发展模式(一).....	(81)
1、英国基金业发展概述.....	(81)
2、英国投资基金立法.....	(81)

3、独特的自律管理机制.....	(81)
四、日本：契约主导型基金发展模式（二）.....	(83)
1、日本基金业发展概述.....	(83)
2、证券投资基金的组织结构.....	(85)
3、日本投资信托协会.....	(86)
4、证券投资基金的运作与管理.....	(87)
5、基金的报酬、收益及分配.....	(87)
6、日本投资基金的收税.....	(88)
五、香港：混合型投资基金发展模式.....	(88)
1、香港基金业发展概述.....	(88)
2、香港投资基金立法.....	(89)
3、证券及期货事务监察委员会.....	(91)
4、香港投资基金公会.....	(92)
5、基金组织内部的监管与相互制衡.....	(93)
6、投资者对基金的监督.....	(93)
六、韩国：政府推动型基金发展模式（一）.....	(93)
1、韩国基金业发展概述.....	(93)
2、韩国投资基金立法与监管.....	(94)
3、资本市场国际化计划.....	(94)
七、台湾：政府推动型基金发展模式（二）.....	(95)
1、台湾基金业发展概述.....	(95)
2、台湾基金立法与监管.....	(96)

下篇

第五章 中国投资基金的现状与问题.....	(98)
一、初创阶段的中国投资基金.....	(98)
1、海外中国基金的初步探索（1985—1990）.....	(98)
2、中国国内基金的初步发展（1990—1992）.....	(98)
3、开始向规范化方向迈进（1993—）.....	(99)
二、中国投资基金市场.....	(99)
1、全国性基金市场.....	(99)
2、地区性基金市场.....	(101)
3、海外中国基金市场.....	(104)
三、中国基金业存在的问题.....	(107)
1、对投资基金认识不足.....	(107)
2、缺乏权威的监管机构.....	(108)
3、缺乏健全的基金法规.....	(108)
4、缺乏专业的基金人才.....	(109)
第六章 投资基金与中国资本市场.....	(111)

一、投资基金与中国证券市场.....	(111)
1、投资基金的市场稳定器功能.....	(111)
2、投资基金与证券市场扩容.....	(111)
3、投资基金与国有股、法人股流通.....	(111)
4、投资基金与证券市场国际化.....	(112)
二、投资基金与建立现代企业制度.....	(112)
1、投资基金与上市公司素质.....	(112)
2、创业基金与公司化改革.....	(112)
3、投资基金在产融结合中的作用.....	(113)
4、投资基金推动企业走向市场.....	(113)
三、投资基金与中国国有资产管理.....	(113)
1、对几种国有产权改革思路的评析.....	(113)
2、国有资产的本质是国民投资基金.....	(114)
3、成立国有资产投资管理中心操作室.....	(115)
4、发展国家参股基金和国家控股基金.....	(116)
5、对几个理论问题的探讨.....	(117)
四、投资基金的其它方面作用.....	(119)
1、投资基金与投资体制改革.....	(119)
2、投资基金与现代银行制度.....	(119)
3、投资基金与产业结构调整.....	(120)
4、投资基金与社会保障体制建设.....	(120)
5、投资基金与中国金融信托业发展.....	(121)
第七章 中国投资基金立法与监管.....	(122)
一、投资基金的法律调整.....	(122)
1、基金立法的必要性.....	(122)
2、基金立法的模式选择.....	(122)
3、投资基金法的主要内容.....	(123)
二、中央银行对投资基金的监管.....	(125)
1、投资基金与货币体系.....	(125)
2、货币政策对基金市场的影响.....	(126)
三、证监会对投资基金的监管.....	(126)
四、基金协会的自律管理.....	(127)
五、基金从业人员的职业要求.....	(127)
第八章 中国投资基金发展战略.....	(128)
一、中国投资基金总体发展战略.....	(128)
1、中国投资基金市场规模目标.....	(128)
2、中国投资基金活动空间定位.....	(128)
3、中国投资基金发展时间安排.....	(129)
4、建立和完善投资基金监管机制.....	(129)
5、建立保护基金投资人利益机制.....	(130)
二、中国投资基金组织战略.....	(130)

1、以契约型投资基金为主	(130)
2、从封闭型向开放型过渡	(131)
三、中国投资基金品种战略	(132)
1、实施多元化品种战略的必要性	(132)
2、大力发展股票投资基金	(132)
3、鼓励发展创业投资基金	(132)
4、优先发展国债投资基金	(133)
5、组建货币市场投资基金	(134)
6、试行发展衍生市场基金	(134)
四、中国投资基金国际化战略	(134)
1、积极发展海外中国基金	(135)
2、中外合作基金的模式选择	(135)
参考书目	(139)

引 论

一、世界正在发生一场基金革命

公元1995年6月18日,美国《芝加哥论坛报》发表了约翰·施梅尔策的署名文章,题目是《21世纪银行的命运!》。作者指出,本世纪以来美国金融业发生了天翻地覆的变化,20世纪初,美国的商业银行几乎拥有国家的全部金融资产;到了1952年,银行资产下降到48%;1993年继续下降到25%。事实表明,银行资产的比例有进一步下降的趋势。70年代初,美林公司首次打破银行堡垒,开创了货币市场共同基金之先河。四年后,联邦国民抵押协会通过发行抵押证券向非银行抵押放款人敞开大门,对商业银行产生了影响巨大。由于保险业和证券投资业的迅速崛起,特别是微电子技术的广泛应用给金融业带来了惊人变化,电子货币的出现进一步削弱了消费者与传统银行的联系以及对它的需要,传统商业银行业务正在被各种非银行金融机构所侵蚀,金融竞争日益加剧,金融风险急剧增加,金融业正呈现出多元化的发展趋势。于是作者大声惊呼:21世纪银行会消失吗?

毫无疑问,21世纪银行决不会消失!

然而,银行的功能减弱和非银行金融机构作用的加强,却是一个不可逆转的发展趋势,投资基金在全球范围内的迅速崛起正是这一趋势的体现。投资基金只有一百多年的历史,它起源于英国,发展于美国,传播于全世界,在这短短的一个多世纪里,经历了一个由弱小到不断壮大的过程。与投资基金密切相关的现代投资管理,作为市场经济的“高新技术”,是在股票、债券和期货投资等基础上产生的。发达的金融市场是投资基金赖以生存发展的条件,投资基金是金融发展的产物,同时它又反作用于金融市场,推动金融体系的不断深化与发展。投资基金作为一个金融产业,其迅速发展对世界金融体系乃至整个人类经济生活所产生的深刻影响已初见端倪。目前全球基金市场规模已经超过5万亿美元,其中北美基金市场2.8万亿,欧洲基金市场1.7万亿,其余为新兴市场基金。在号称“基金王国”的美国,共同基金已经能够与商业银行一比高低,商业银行、共同基金与保险公司成为驱动美国金融市场的三驾马车。在欧洲和日本,投资基金得到了长足的发展。在一些新兴市场国家包括前计划经济国家,投资基金也得到了一定的传播和发展。近二十年来,一些著名基金管理中心,如纽约、东京、新加坡、香港、伦敦、巴黎、法兰克福、卢森堡以及中美洲加勒比海群岛等正在迅速崛起,在国际资本市场上企业通过基金方式筹资的比重越来越大,投资基金正以其方便投资、专家管理、分散风险和规模经济的独特优势,成为当今风靡全球的新兴投资方式,在世界金融市场上扮演了一个举足轻重的角色。

在我国,投资基金仍然是一个新生事物,普通老百姓甚至有的经济学家和政府领导干部对投资基金都知之不多,再加上近年来我国投资基金发展过程中出现的诸多不规范,一些同志不自觉地投资基金与“集资”划等号,因而投资基金又有“乱集资”之嫌,投资基金在经济发展中的积极作用没有得到应有的认识。目前国内基金市场总值只有100亿元人民币,不及银行存款总额的0.4%,投资基金仅仅是一个拾遗补缺的角色。然而,经验告诉我们,完善发达的金融市场特别是资本市场是现代市场经济的基础,投资基金在现代金融市场上发挥着重要的作用。不少学者认为,投资基金将是我国金融市场特别是资本市场的一个新的生长点,我国必须大力发展投资基金产业和完善金融市场体系,以促进社会主义市场经济的进一步发展。因此,我国迫切需要开展和加强对投资基金的学术研究,不仅要源源本本地把国外投资基金的发展历史与现状介绍过来,把投资基金的一些基本概念讲清楚,而且要认真总结国外基金业发展的成功经验和失败的教训,结合我国国情提出我

国投资基金业的发展战略和对策，为建设社会主义市场经济服务。基于这些认识，我选择投资基金作为自己三年的研究重点，并将《投资基金与中国资本市场——从资源配置效率看一个新兴金融产业成长》作为我的博士论文题目。

二、投资基金与资本市场的效率

资本市场是指一年以上期限的长期资金融通市场。它主要包括股票市场、债券市场和长期基金市场，在国际资本市场上还包括国际银团的长期贷款市场。股票可分为普通股和优先股，债券包括国债、市政债券和公司债券三种。股票市场和债券市场又可分为发行市场（一级市场）和交易市场（二级市场）。经验表明金融市场特别是资本市场是经济发展的重要要素。假定制度因素不变，经济增长则由投入经济体系的资本和劳动的数量决定。再假定劳动因素不变，则经济增长决定于资本的数量和效率。资本来源于各种经济主体可支配收入减去消费后的剩余即储蓄，储蓄转化为投资从而形成资本。然而，储蓄采取何种形式转化为投资，这在相当大的程度上决定着有限资金的利用效率。在市场经济条件下，储蓄转化为投资是通过资本市场实现的，资本市场发挥着资源配置的功能，因此资本市场的效率对一国经济发展有着重要的影响。

我国资本市场开始于80年代初，首先是债券市场的出现，先后发行了国债、企业债券和金融债券，接着是股票市场的兴起，随后投资基金市场也发展起来。我国从1981年开始发行国库券，重点建设债券、财政债券和特种国债等，现已发行各种债券几千亿元，这些国债发售对于弥补国家财政赤字，保障国家重点建设资金的需要发挥了重要的作用。企业债券发行于1984年，它根据不同需要大体又分为重点企业债券、内部企业债券和短期融资企业债券三种类型，目前已发售企业债券1,000多亿元。金融债券是1985年开始发行的，已累计发售上千亿元，保证了银行筹资和信贷计划的完成。在1986年以前，我国股票发行市场尚属启蒙阶段，1988年以后，随着企业推行股份制改革，股票发行市场初步形成，目前股票发售额已超过2,000多亿元，为加速企业的公司化改造发挥了重要的作用。截止到1994年底，已经初步形成一个以全国性证券市场为主体，以区域性证券市场为补充的多层次证券市场体系。目前上海、深圳证券交易所交易品种遍及A种股票、B种股票、债券、国债期货、国债回购、基金、权证等七大种类。其中，上海证券交易所上市品种为259个，深圳证券交易所上市品种212个，上海证券交易所会员为550个，深圳证券交易所会员为496个，两大交易所分别与19家和15家交易中心进行了联网。1994年上海A股市价总值为2,483.54亿元，上市公司169家，B股公司34家，B股市值为116.59亿元，深圳A股市价为1,032.49亿元，上市公司120家，B股公司24家，市值49.60亿元。以上表明，经过十几年的发展，中国资本市场已经成为国民经济中一个不可忽视的组成部分。

然而，我国资本市场的初步发展，并没有从根本上改变资本配置低效率的局面。据统计，到1995年初我国居民个人金融资产已突破30,000亿元大关，人均金融资产达2,500元。1978年个人金融资产为398亿元，人均金融资产不过40元；短短十几年时间，居民金融资产增长了62.5倍。1987年全国城镇居民人均生活费收入不过916元，1994年增长到3,197元，短短7年时间增长了3.5倍；从农村居民人均纯收入看，1987年是463元，1994年达到1,220元，是1987年的2.6倍。1981年以前，我国居民金融资产基本上是单一的储蓄存款，由于受计划经济的影响，难以实现居民金融资产的多元化，也不可能形成较大的投资规模。改革开放以后，全国开始形成储蓄、债券、股票等多元化的投资结构，储蓄机构的资产比重呈逐年下降的趋势。30,000亿元金融资产每年的利息收入就高达3,000亿元以上，等于国家财政收入增量和全国工资总额增量的数倍。1994年全国城镇职工工资总额6,650亿元，3,000

亿元利息收入接近全国工资总收入的一半。改革初期的1979年，国民收入初次分配结构是：政府部门12.2%，企业部门37%，个人50.8%。到了1988年，上述结构变成了11.4%、27.3%和61.3%，1995年大致转变为：10%、25%和65%。国民收入最终分配的结构变化也很明显：改革初期，政府、企业、个人的分配比重分别为23.5%、12.1%和64.4%，到了1988年转变为11.7%、10.8%和77.5%，1995年估计为10%、10%和80%。国民储蓄结构：1979年政府为43.8%、企业部门33.7%，个人23.5%，到1988年依次为7.25%、30.25%和62.5%，1995年估计为5%、25%和70%。另外，目前我国国有企业债务率过高，企业过于依赖银行筹资，由此产生了许多问题。据12.4万户国有企业清产核资统计，负债率达75.1%，如果除了待处理资产损失后负债率更高。高负债率使企业经营愈来愈困难，与此同时，银行不良资产的增多和银行经营亏损已成为一个严重的经济问题，我国经济和金融领域中出现的种种问题，都不同程度地与资本市场的低效率和欠发展有关，这表明培育资本市场和提高资本市场的效率已是当务之急。

根据美国经济学家W.戈德史密斯的研究，金融相关比率与金融产业和整个经济的发达程度成正比，它随着金融和经济的发展表现为上升趋势，当达到100—150%时则保持相对稳定水平。从西方发达国家的情况看，金融相关比率美国1963年为127%，日本1963年为170%，意大利1961年为106%，英国1961年为172%，德国1960年为76%，法国1960年为64%，而我国1990年的实际数才达到62.4%，由此可见，改革开放以来我国金融相关比率虽然迅速上升，但与发达国家相比还有很大差距，我国的金融深化工作仍然十分艰巨。

我国金融相关比率（金融资产占实物资产的比重%）

年份	按当年价格计算的 金融资产（亿元）	按80年价格计算的 金融资产（亿元）	按当年价格计算的 实物资产（亿元）	按80年价格计算的 实物资产（亿元）	按当年价格计算的 金融相关比率	按80年价格计算的 金融相关比率
1980	4764.1	4764.3	15980.6	15980.6	29.8	29.8
1982	6449.7	6335.7	19108.5	18208.4	33.8	34.8
1984	10199.2	9435.0	23058.6	20709.3	44.2	45.6
1986	16298.7	13251.0	30587.3	24388.9	53.3	54.3
1988	22618.3	15099.0	43921.8	29134.8	51.5	51.8
1990	36456.2	21508.1	59214.3	34462.9	61.6	62.4

资料来源：根据《中国统计年鉴》计算。

在西方发达国家，金融市场已呈现出多元化的金融机构相互竞争格局，这是西方国家金融市场高效率运作的重要原因之一。例如在美国，金融机构主要包括存款机构、人寿保险机构和投资机构三大类，而其中存款机构的比重逐年下降，共同基金等投资机构的比重逐年上升，1989年各类存款机构的资产为49,463亿美元，人寿保险机构的资产为12,602亿美元，各类投资机构的资产为23,641亿美元；到1993年各类存款机构的资产上升为52,065亿美元，人寿保险机构的资产为17,849亿美元，各类投资机构的资产为42,364亿美元，三者分别上升了5.3%、41.6%和79.2%，数据表明非银行金融机构特别是共同基金等投资机构发展十分迅速。美国金融市场的这种多元化相互竞争的格局，迫使各类金融机构不断改善自身的金融服务质量，从而提高了资金融通的效率。相比之下，我国资本市场欠发达，根据1994年的统计数字，我国国有专业银行资产占75%以上，处于垄断地位，虽然各种非银行金融机构有了一定的发展，但还远不能形成一个多元化的相互竞争的金融格局，因此资金融通效率低下下不可避免。要解决资本运营效率低下的问题，就必须适当扩大居民的非银行投资。居民的非银行投资包括居民直接参与企业投资，和直接参与证券投资，还包括

参与保险储蓄投资和基金投资等，而基金投资方式是证券投资的高级形式，由于其具有的方便投资、专家管理、分散风险和规模经济的独特优势，已经成为风靡全球的大众投资方式。毫不例外，投资基金业的充分发展也将有利于改变我国目前不尽合理的投资结构、金融结构和产业结构，有利于储蓄转化为投资和提高资本市场的竞争性，从而提高资本市场的效率，充分发挥资本市场的资源配置作用。

美国主要金融机构资产的历年变化情况（单位：百万美元）

	1989	1990	1991R	1992R	1993	1994
存款机构						
商业银行	3,232,000R	3,338,600R	3,443,400R	3,657,000R	3,896,100R	4,161,700
信用合作社	201,700	217,000	239,500	263,900	280,900R	294,600
储蓄机构b	1,512,600R	1,357,700R	1,172,000R	1,078,800R	1,029,500R	1,013,100
人寿保险	1,260,200	1,367,400	1,505,300	1,614,300	1,784,900R	1,887,900
投资机构						
银行下属信托c	1,328,481	1,368,666	1,585,406	1,791,526	2,050,122	N/A
封闭投资公司	53,626	52,657R	74,765R	94,263R	110,872R	116,003d
共同基金e	981,955	1,066,892	1,395,498	1,646,259	2,075,366	2,161,495

资料来源：《1995年共同基金实况报告》，美国投资公司协会。

注：a：仅仅包括联邦或联邦认可的州信用合作社；b：包括互助储蓄银行和储蓄协会；c：仅仅考虑银行信托和代

理；d：预计的数字；e：包括短期基金；N/A：未得到数字；R：修正后的数字。

我国城镇居民家庭金融资产构成情况（单位：亿元）

	1992	1992	1993	1993	1994	1994
	金额	比重%	金额	比重%	金额	比重%
金融资产总额	9404	100.0	12700	100.0	18547	100.0
银行储蓄存款	6927	73.7	9426	74.2	13987	75.4
各种有价证券	2130	22.6	2804	22.1	3691	19.9
手存现金	347	3.7	470	3.7	869	4.7

资料来源：《经济研究》《参考资料》1995年。

三、本文的研究重点和基本方法

研究投资基金的角度有很多种，本文的基本立足点是把投资基金当作一个产业（investment fund industry）来研究。本文主要从宏观角度考察世界基金业发展的一般规律和我国投资基金发展的特殊规律，对于有关投资基金的微观问题，如基金管理公司的经营管理和投资者如何选择基金投资等问题，一概给予忽略。本文还从投资基金与金融市场特别是资本市场密切联系和相互促进的角度，对二者之间的关系进行了一定的探索，同时联系我国金融发展特别是资本市场建设的实际，对投资基金在我国金融发展中的作用进行了探讨，把投资基金发展纳入我国金融发展和资本市场建设发展战略的轨道来进行研究。因此，将论文题目定为《投资基金与中国资本市场》，副标题“从资源配置效率看一个新兴金融市场成长”暗示着投资基金发展提高了资源配置效率，当然这是文章努力要论证的。

本文研究的基本方法是理论与实证相结合的方法。研究现实经济问题的博士论文，当然离不开对实证材料的分析，也不能缺少理论色彩。理论是用来说明和解释新的经济发展

事实的，但是理论又来自于对现实的总结。在这里尝试运用西方新制度经济学交易成本理论、规模经济理论和现代金融深化与创新理论，来分析投资基金在提高金融市场效率方面的内在运作机制，试图对世界基金业的迅速发展给予理论上的初步解释。笔者认为，通过对现实经济进行科学总结出来的东西就是理论，而且是一种非常有用的理论。实证方法在本文中得到了更多的应用，基本历史事实和统计资料被用来论证投资基金提高了金融市场的效率，并以期引起人们的进一步关注。

本文还特别注重运用分析与归纳相结合的方法。在分析世界基金业发展历史经验和教训的基础上，对投资基金发展的基本规律进行了归纳，例如在研究世界基金业的基本发展脉络的基础上，首次归纳出世界基金业经历了四个历史发展时期，即1868年至1940年世界基金业的初创时期，1940年至1973年资本市场基金突出发展时期，1973年至80年代末货币市场基金突出发展时期，和80年代末以来的投资基金全球化发展时期。在总结世界各国投资基金发展经验教训的基础上，首次归纳出了投资基金的不同发展模式，如公司主导型发展模式，契约主导型发展模式、混合型发展模式和政府推动型发展模式等等。

全文共八章，由上篇国际篇和下篇中国篇两部分组成，上下篇各包括四章内容。为什么先讲国际再讲国内？这是由投资基金的发展历史决定的，文章的逻辑必须与历史相一致。在国际篇的第一章，首先考察了世界基金业的发展历史，运用大量的第一手统计数据，从时间发展和空间发展两个角度，勾勒出世界基金业的基本历史脉络及其发展趋势，使读者对投资基金发展有一个总体印象。接下来的第二章探讨了投资基金的基本概念。将投资基金与其它金融工具和金融机构进行了比较，并从不同层次对投资基金进行了科学分类，从而使读者对投资基金的内涵有一个理性认识。第三章探讨了投资基金迅猛发展的各种原因，既有现实原因的分析，也有理论上的初步探讨，特别是运用现代西方经济学和金融学的最新理论成果，从不同角度对投资基金的经济效率机制进行了考察，试图对半个世纪以来世界金融领域发生的结构性变革，进行理论上的初步解释。第四章比较研究了投资基金的不同发展模式，着重考察了以美国为代表的公司主导型基金发展模式、以英国和日本为代表的契约主导型基金发展模式，以香港为代表的混合型基金发展模式和以韩国和台湾地区为代表的政府推动型基金发展模式，分析了不同基金发展模式的运行特点和成功经验。通过国际篇四章的介绍，旨在为下篇进行中国投资基金问题的研究做出铺垫。

下篇从第五章开始，首先回顾了我国投资基金的简短历史，分别介绍了我国全国性基金市场、地区性基金市场和海外中国基金市场的情况，分析了我国基金业目前存在的诸多问题，指出对投资基金认识不足是主要问题，其它问题都是由此引起的。在了解中国投资基金发展历史与现状的基础上，便可以进一步研究投资基金与我国金融发展特别是资本市场发展之间的关系了。于是第六章对投资基金与资本市场之间的相互关系进行了剖析，分析了投资基金在我国证券市场发展和建立现代企业制度以及其它相关领域中的积极作用，本章还就运用基金投资方式管理国有资产问题进行了大胆探讨。经验表明，解决我国投资基金发展问题的关键在于加强基金立法与监管，因此接下来的第七章着重总结了世界各国基金立法与监管经验，分析了各国基金立法的不同特点，提出了我国应该选择的基金立法模式。本章还就中央银行的货币政策与基金市场的关系，证券监管委员会和基金业自律组织的职能进行了探讨。第八章探讨了我国投资基金业的发展战略问题，也是带有总结全文的意思，探讨了包括我国基金业的总体发展战略、组织战略、品种战略和国际化战略等重大理论问题。总而言之，本文的基本思路是，首先提出问题，接着分析问题，最后再给出解决问题的对策建议，这一思路是与马克思主义认识论思想相一致的。