

哈尔滨商业大学
学者文库

HAERBIN SHANGYE DAXUE XUEZHE WENKU

中国投资基金 市场运行与发展问题研究

姚凤阁 著



中国财政经济出版社

哈尔滨商业大学学者文库

中国投资基金市场 运行与发展问题研究

姚凤阁 著

中国财政经济出版社

图书在版编目 (CIP) 数据

中国投资基金市场运行与发展问题研究/姚凤阁著. 北京: 中国财政经济出版社, 2005.4

(哈尔滨商业大学学者文库)

ISBN 7-5005-8119-X

I. 中… II. 姚… III. 证券投资-基金-研究-中国
IV. F832.51

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2005) 第 027018 号

中国财政经济出版社出版

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

E-mail: 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

北京牛山世兴印刷厂印刷 各地新华书店经销

880×1230 毫米 32 开 10 印张 251 000 字

2004 年 12 月第 1 版 2005 年 6 月北京第 1 次印刷

印数: 1—2000 册 定价: 21.00 元

ISBN 7-5005-8119-X/F·7097

(图书出现印装问题, 本社负责调换)

序言

在我国市场化改革进程中，金融市场的发育与完善已经成为推动经济发展、加快国内金融市场特别是证券市场与国际市场接轨的重要因素，而作为一种新兴的市场与金融创新，投资基金市场经过近 60 年的快速发展，已经成为金融市场的重要组成部分。目前世界投资基金市场的资产规模已由最初的 48 万英镑发展到 11 万亿美元，截止到 2004 年 5 月，我国证券投资基金市场规模也从最初的几十亿元人民币发展到 2500 多亿元人民币，虽证券投资基金市场规模有所壮大，但就整体而言，仍然未达到完全成熟的程度，在其快速发展的背后，市场垄断与低效率等诸多问题，姚凤阁博士的专著《中国证券投资基金市场运行与发展新论》是对我国经济发展中，特别是对证券投资基金市场发展中存在的一些亟待解决的重要理论与现实问题进行系统研究的一部力作。

本书综合运用经济学、金融学和证券投资学等理论，通过静态分析、动态分析、比较分析和数量经济模型等几个方面分析技术的结合，探讨了我国证券投资基金市场运行与发展的较佳模式，并提出了 21 世纪初期发展我国证券投资基金市场的战略与对策，具有较强的可操作性。从本书中反映出，作者收集了大量的国内外相关文献，资料全

面；对文献的理解准确、引证翔实；对相关的理论和问题有很全面、深入的了解；反映出作者具有很强的文献整理、数据分析和综合能力，而且本书思路清晰、结构完整合理、逻辑性和理论性很强；反映出作者具有较高的市场经济理论、金融投资理论和数量经济学理论素养，很强的科学研究能力和创新意识。

本书研究结果系统、完整、科学、有深度，对证券投资基金市场理论的发展具有较高的理论价值与学术价值。

理论的生命贵在创新。本书能够结合我国金融市场、证券市场的实际，大胆地提出一些创新性成果，主要表现为：

第一，对我国证券投资基金市场的运行条件与运行机制作了全面而系统的论述与研究，特别是创建了证券投资基金运行结构图型与决策过程图型。

第二，根据中国的实际情况，运用 DEA 模型，提出了我国证券投资基金市场发展能力评价模型及具体评价方法，得出了我国投资基金市场多数时期处于无效状态，但在赢利性、成长性以及流动性等方面仍具有潜力的创新性观点。

第三，在对我国证券投资基金市场功能进行系统分析的基础上，深入的进行了其稳定功能的博弈分析与效率分析，特别是利用统计资料，采用深圳证券投资基金市场的个案进行示范性演示，还运用随机游动理论模型对我国证券投资基金市场的有效性問題进行了全面的研究。在上述各方面深入分析的基础上，并有针对性的提出了提高其市场效率的政策建议。

第四，提出了富于创新的、系统的、并具有中国特色的包括市场的运行体系，监管体系，宏观调控体系，法规体系和市场服务体系在内的证券投资基金市场体系和框架结构。

总之，本书是一部理论研究与实际应用结合、国内外经验与我国国情结合，内容丰富、论述清晰、可读性较强的优秀著作，对于金融证券研究者、基金管理者和资本市场投资者都有重要的参考价

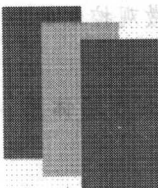
值。

从此专著中可以看出，作者姚凤阁博士具有深厚的理论功底和研究能力，近年来一直从事资本市场理论研究与实践。这几年来，我也从一些报刊杂志上看到他的有关于投资基金、证券研究的文章，感到他关注现实，思想敏捷和务实求学。我愿此书的出版是姚凤阁博士研究与实践新的开始，希望他学以致用、再接再厉、勇于探索，在理论研究中做出更大的贡献，为我国证券市场的规范发展，贡献自己的才能与知识。

哈尔滨商业大学校长、
教授、博士生导师



2004年9月13日于哈尔滨



前言

在当今金融全球化的时代背景下,发展机构投资者已经成为世界金融市场的一个重要趋势,其中,作为主要机构投资者的投资基金在全球范围内已趋于成熟和完善,并在近几年呈现出了加速发展的态势。我国投资基金市场经过近20年的发展,已经成为我国资本市场的有益补充,并在整个金融市场的运行中,对金融改革和国企改革发挥着愈来愈重要的作用。实现投资基金市场的有序运行与健康发展,是我国证券市场,也是整个资本市场发展的客观需要与必然选择。

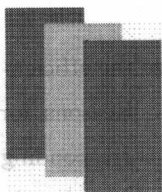
本书以经济学与管理学基本理论为指导,结合我国投资基金市场的具体实际,运用综合分析 with 重点分析相结合、定性分析与定量分析相结合、实证分析与规范分析相结合的系统分析方法,把我国投资基金市场的运行与发展问题作为研究对象进行全面的

研究。

本书从对投资基金以及投资基金市场的内涵、本质以及功能的分析入手,对我国投资基金市场运行作了理性分析;本文应用随机游走理论,分析我国投资基金市场的效率,得出目前我国投资基金市场并未达到弱式有效的结论,并对效率不足的原因作了实际分析,提出了相应的对策;本文还分析了我国投资基金市场的风险,

并应用监管理论和资本资产理论，提出了宏观监管和微观控制的防范措施。

从我国实际出发，本书构建了中国特色的投资基金市场体系，并提出 21 世纪初期我国投资基金市场的发展战略。



Abstract

Under the era background of finance globalization, it has been an important world trend to develop institutional investors in the financial market. Among them, the main institutional investor's investment funds have become more and more mature and perfect and also shown an accelerating development in recent years. After about 20 years of development, the Chinese MIF has become a beneficial complement of Chinese capital market and played an increasingly important role in the whole financial market operation as well as the financial and state-owned enterprise reforms. The realization of MIF's orderly operation and healthy development is an objective request and necessary choice of the Chinese security and whole capital market.

Guided by the basic theories of economics and administration and combined with the concrete reality of MIF in China, the paper conducts intensive and systematic researches with the application of combinative analysis such as comprehensive and specialized analysis qualitative and quantitative analysis and instance and standardized analysis.

The paper starting with the analysis of MIF and its essence, nature and function, makes intensive and reasonable analysis of MIF in

china.

The paper also uses random walking theory to analyze the efficiency of Chinese MIF hasn't reached weak type effective. Reasons for lack of efficiency are factual analyzed and presented corresponding strategies. Later in this paper, risks in Chinese MIF are analyzed. With the help of supervised theory and capital assets theory, precautionary measures characterized by macro - supervision and micro - control are put forward.

Finally, the paper sets out from the Chinese realities and establishes the MIF system with distinct Chinese features, it also proposes Chinese MIF's Developing strategies and coping methods in the 21 st century.

目录

1	绪论	(1)
1.1	选题背景与研究目的	(1)
1.2	国内外研究现状评述	(6)
1.3	本书结构和研究方法	(8)
2	投资基金市场运行与发展的理论基础	(12)
2.1	投资基金的内涵	(12)
2.2	投资基金市场的内涵与功能	(19)
2.3	投资基金市场运行条件	(25)
2.4	投资基金市场运行机制	(29)
3	世界投资基金市场发展比较与实证分析	(45)
3.1	世界投资基金市场发展的历史和趋势	(45)
3.2	国际投资基金市场的发展动向	(53)
3.3	国外投资基金市场模式比较	(57)
3.4	他山之石：美国投资基金市场的发展与启示	(75)

4	我国投资基金市场运行的分析与评价	(99)
4.1	我国投资基金市场发展的国际背景分析	(99)
4.2	我国投资基金市场的实践	(101)
4.3	我国投资基金市场运行的环境制约及制度缺陷 ...	(110)
4.4	基于 DEA 模型的投资基金市场发展能力评价.....	(118)
5	我国投资基金市场功能与效率分析	(126)
5.1	我国投资基金市场的功能分析	(126)
5.2	投资基金市场稳定功能的博弈分析	(136)
5.3	投资基金市场效率分析	(143)
5.4	我国投资基金市场低效率的原因探析	(150)
5.5	提高我国投资基金市场效率的政策建议	(154)
6	投资基金市场风险与控制	(157)
6.1	投资基金市场风险分析	(157)
6.2	投资基金市场风险控制	(165)
7	我国投资基金市场的监管	(185)
7.1	市场监管的理论基础	(185)
7.2	国外投资基金市场监管体制模式的比较分析	(188)
7.3	我国投资基金市场的监管	(194)
8	我国投资基金市场体系的构建与完善	(207)
8.1	我国投资基金市场的发展定位	(207)
8.2	构建中国特色的投资基金市场体系	(210)
8.3	培育与完善我国投资基金市场体系的对策与 措施	(214)

9 我国投资基金市场发展战略与对策选择	(227)
9.1 21 世纪初我国投资基金市场的战略选择	(227)
9.2 我国投资基金市场发展的对策	(253)
结 论	(259)
参考文献	(261)
附录一：中华人民共和国证券投资基金法	(270)
附录二：开放式证券投资基金试点办法	(293)
致 谢	(301)

1 绪 论

1.1 选题背景与研究目的

自 20 世纪 70 年代以来,国际金融市场的一个重要趋势就是,机构投资者不断发展壮大,并且在资本市场中发挥着越来越重要的作用^①。通常,机构投资者的三大主要力量是共同基金、养老基金和保险公司。机构投资者作为证券市场的重要参与者,对于证券市场来说,一方面可以起到稳定市场的作用;另一方面又会对不断扩大市场容量做出贡献;此外,在引导市场投资理念、鼓励交易品种创新以及促进上市公司改善治理结构等方面,也都发挥着重要的作用。尤其是最近 20 年,机构投资者的资产每年都以较快的速度增长。不论是成熟的欧美市场还是新兴的亚洲市场,个人投资者比重趋于下降、机构投资者不断壮大的趋势似乎是不可阻挡的。

以美国为例,根据美联储季度资金流动报告显示^②,截至 2001 年三季度,养老基金、共同基金及保险公司等机构投资者持有美国股市总股本的 46.7%。在 1989 年,个人投资者持有的上市公司股票市值占总市值的 50.7%,而在此之后,这一比例不断下降,至 2001 年三季度,这一比例已经下降到 40.2%,美国机构投资者占美国总股本的比重由 1950 年的 7.2% 上升到 2001 年三季度末的

① 《机构投资者——新金融景观》,李季等编著,3—6 页。

② 美联储季度资金流动报告 2002。

46.7%。其中,养老基金由 0.8% 上升到 19.8%, 共同基金由 2% 上升到 17.9%, 保险公司由 3.3% 上升到 7.3%。(见表 1-1)

表 1-1 美国上市公司股本结构变化(期末数) 单位: 10 亿美元

构 成	1950	1970	1990	1995	1999	2000	2001.9
私人养老基金	1.1	67.1	595	1289.2	2156.9	2001.1	1591.3
政府养老基金	0	10.1	270.7	678.9	1343.2	1335.1	1100.3
人寿保险公司	2.1	14.6	81.9	315.4	964.5	940.8	820.8
其他保险公司	2.6	13.2	79.9	134.2	207.9	194.3	169.6
共同基金	2.9	39.7	233.2	1024.9	3400	3250.8	2442
封闭式基金	1.6	4.3	16.2	38.2	39.9	35.7	28.4
银行个人信贷	0	87.9	190.1	224.9	338.3	280	206.2
外国投资者	2.9	27.2	243.8	527.6	1537.8	1748.3	1524.4
个人和非营利组织	128.7	527.5	1806.5	4182.9	9342.8	7487.1	5471.8
其他	0.8	4.8	25.3	79.5	249.9	293.2	270.4
合计股权规模	142.7	841.4	3542.6	8459.7	19581.2	17566.4	13625.2
机构投资者持股比例	7.20%	28.20%	41.40%	43.60%	43.20%	45.80%	46.70%
其中: 养老基金比重	0.80%	9.20%	24.40%	23.20%	17.90%	19%	19.80%
共同基金比重	2%	4.70%	6.60%	12.10%	17.40%	18.50%	17.90%
保险公司比重	3.30%	3.30%	4.60%	5.30%	6%	6.50%	7.30%
封闭式基金比重	1.10%	0.50%	0.50%	0.50%	0.20%	0.20%	0.20%
个人和非营利组织比重	90.20%	62.70%	51%	49.40%	47.40%	42.60%	40.20%
外国投资者比重	2%	3.20%	6.90%	6.20%	7.90%	10%	11.20%

资料来源: 美联储资金流动季度报告, 2002.1

而在这三类主要的机构投资者中, 投资基金更是以其良好的业绩, 更快的发展速度, 而成为最引人注目的一个部门, 尤其是 20 世纪 90 年代以来, 世界投资基金市场的发展更是日新月异, 资产规模不断膨胀。据世界银行统计, 截至 2002 年底, 全球的投资基金资产规模在 25 万亿美元左右。在这之中, 美国的共同基金更是

投资基金市场最重要的组成部分和发展动力。1989 年美国共同基金的资产规模仅为 9807 亿美元, 而到 2000 年底, 其资产规模已达到 6.97 万亿美元^①, 共同基金资产的这一增长速度是相当惊人的, 持有的股票市值比例也大幅提高, (美国股票市场中投资者结构的具体变化见表 1-2)。并且共同基金已经超过商业银行而成为美国最大的金融机构, 这也是世界上惟一的一个投资基金资产规模超过商业银行的国家。其他国家投资基金市场的发展同样经历了一个令人瞩目的增长。如今, 共同基金已经成为资本市场和货币市场最重要的机构投资者。

表 1-2 美国股市投资者结构 (1989—1999) 单位: 10 亿美元

年 份	股票 市值	居民户	保险 公司	私人养 老基金	地方政府 退休基金	共同 基金	其他
1989	3825.9	1941.6	190.5	609.7	300.1	267.6	516.4
1990	3524.8	1752.9	177.8	592.5	293.0	249.4	459.2
1991	4898.9	2675.0	245.5	686.7	392.4	330.7	576.6
1992	5456.8	2906.3	272.8	822.0	447.4	425.1	583.2
1993	6280.0	3249.6	336.4	925.2	533.9	635.0	599.9
1994	6263.3	3100.4	386.5	921.6	534.9	741.8	578.1
1995	8389.9	4166.6	491.9	1150.3	744.2	1061.7	775.2
1996	10090.0	4779.8	584.9	1345.2	948.4	1501.8	929.8
1997	13181.4	5689.6	744.6	1863.9	1431.7	1513.6	1938.0
1998	15413.4	6338.7	924.5	2232.3	1758.4	2548.7	1610.8
1999	18876.7	8008.9	1166.4	2499.7	2042.4	3395.1	1764.2

资料来源: 美国投资公司协会 (Investment Company Institute, ICI)

我国的投资基金市场的发展始于 20 世纪 80 年代中期, 并在 1992 年形成了一次投资基金热潮, 后来由于某些原因, 投资基金

^① 美联储季度资金流动报告 2002。

市场的发展一度停滞。1997年11月国务院颁布《证券投资基金管理暂行办法》，为证券投资基金的规范发展奠定了法律基础，1998年3月基金金泰、基金开元设立，由此证券投资基金业进入崭新的发展阶段，证券投资基金、基金管理公司的数量和规模都迅速增加。1998年我国基金管理公司仅有5家，发起设立基金5只，管理基金份额100亿元；到2002年10月初，基金管理公司达19家，设立基金67只（另有6家基金管理公司获准筹建、4只开放式基金正在发行），管理的基金份额为1297.65亿元，分别是1998年的3.8倍、15.2倍和12.4倍。随着证券投资基金的规模化发展，投资基金市场在国民经济中的地位不断增强。基金与流通市值的比重由1998年的1.81%提高到2001年的5.65%；与国内生产总值的比例也由0.13%提高到0.85%。在基金规模快速膨胀的同时，基金品种创新也呈加速趋势。特别是在《开放式证券投资基金试点办法》颁布及第一只开放式基金华安创新成立后，开放式基金逐渐成为基金设立的主流形式，到2002年底为止，我国的开放式基金已达13只，管理资产为420亿元，占基金资产份额已由2000年的14.6%升至2002年的34.5%，且这一比例还将继续提高。另一方面，基金产品差异化日益明显、基金的投资风格也趋于多样化，除传统的成长型、混合型和指数型基金外，债券基金、成长收益复合型基金、上证180指数增强基金、具有WTO概念的优势企业基金也纷纷问世。在不断寻求发展的过程中，券商和基金并没有将视野局限在国内，国际化的进程也在这几年中不断提速。在中国国际金融有限公司、中银国际证券相继成立后，2002年6月证监会正式颁布《外资参股基金管理公司设立规则》、《外资参股证券公司设立规则》，使得引进国际合作伙伴的活动搞得更加有声有色。^①10月，第一家中外合资基金管理公司——国安基金管理公司获准筹建。机

^① 《中国资本市场：创新与可持续发展》吴晓求著，165—181页。