

中国经济学博士论丛



ZHONG GOU JING JI
BO SHI LUN CONG

金融制度变革 中的投资基金

● 谢 卫 著 ●

JIN RONG ZHI DU
BIAN GE ZHONG
DE TOU ZI JI JIN

中国经济出版社

金融制度变革中的投资基金

谢 卫 著

中国经济出版社

责任编辑:苏耀彬

电 话:68353705

封面设计:金 一

金融制度变革中的投资基金

谢 卫 著

中国经济出版社出版发行

(北京市百万庄北街3号)

(邮政编码:100037)

各地新华书店经销

通县向阳印刷厂印刷

850×1168毫米 1/32 6.5625印张 150千字

1997年6月第1版 1997年6月第1次印刷

印数:0001-5000

ISBN 7-5017-3974-9/F·2859

定价:15.00元

目 录

导言	(1)
一、选题背景	(1)
二、理论框架	(5)
三、主要观点	(9)
第一章 投资基金的概念界定	(17)
一、投资基金的定义——经济与法律的分析	(17)
二、投资基金与类似概念之比较	(20)
三、投资基金的信托法理解释	(23)
四、投资基金诸要素的经济法律关系	(29)
第二章 投资基金发展与宏观定位	(36)
一、投资基金的发展现状	(37)
二、投资基金是社会主导型积累模式的储蓄——投资转化 机制	(51)
三、投资基金与金融改革新路径的选择	(64)
四、投资基金的宏观定位	(73)
第三章 投资基金与证券市场	(83)
一、问题的提出	(83)
二、投资基金是证券市场发展的生长点	(86)
三、投资基金是证券市场发展的稳定器	(92)
四、国债基金与国债市场	(97)
第四章 我国投资基金运作研究	(106)
一、引论	(106)

二、投资基金的运作特点及价格定位·····	(115)
三、投资基金发展的法规建设·····	(127)
四、投资基金发展的风险防范·····	(133)
五、投资基金发展的管理体制·····	(140)
第五章 我国投资基金的模式选择·····	(145)
一、国外投资基金发展的成功经验·····	(145)
二、我国投资基金的目标模式·····	(148)
三、我国投资基金的过渡模式·····	(154)
四、其它几个需要解决的问题·····	(166)
第六章 我国投资基金的环境构造·····	(170)
一、我国投资基金的宏观经济环境·····	(170)
二、我国投资基金的市场环境·····	(173)
三、我国投资基金的政策环境·····	(177)
四、我国投资基金的社会环境·····	(179)
第七章 我国投资基金的监管·····	(181)
一、我国投资基金监管目标·····	(182)
二、我国投资基金监管方式·····	(185)
三、我国投资基金经营机构的管理·····	(193)
四、我国投资基金运作管理·····	(197)
主要参考文献·····	(202)
后 记·····	(205)

导 言

一、选题背景

自 1993 年 7 月考入陕西财经学院,开始攻读货币银行学博士学位时,我就开始着手确定自己的研究方向。按照习惯,我似乎研究一些传统的理论命题更为合适,这一方面是因为我一直关注这些理论问题,并发表了一些有关这方面的心得体会;另一方面则是因为我当时在中国社会科学院工作,较多地接触到传统的经济和金融理论问题。但在我内心深处,则希望研究一些在金融改革中崭露头角,但却缺乏理论支撑的新情况,新问题。记得在 1989 年我硕士研究生即将毕业时,由于当时农副产品收购资金的紧张而导致“打白条”现象不断产生,而对这一现象的理论总结却显得不够充分,我即萌发了研究农村信贷资金运行问题的念头。出乎我的意外,答辩会上,来自各方面的专家给予了充分的肯定。以后,以此为基础,我又获得了国家社会科学青年基金的资助,继续对农村信贷资金运行进行探讨,又有了一些新的研究成果。因此,在选择博士学位研究方向时,我自己是希望从新的角度,去研究一些大家关注不够的新问题。尽管这样另起炉灶,无论在资料收集和研究方法上都会遇到很大的困难,但我还是愿意这么做。

开始我是把信托业作为自己的研究方向。因为信托业自 80 年代兴起之后,几起几落,给中国经济、金融运行带来了前所

未有的冲击，值得引起关注。更重要的是，信托业作为新的金融组织形式，需要从理论上加以概括和总结。而传统的金融理论显然缺乏对非银行金融机构的研究。

一个偶然的机，使我的研究方向稍稍作了些偏移，1993年12月，我调入中国电力信托投资公司，负责中国电力基金的筹建和策划，我开始对基金产生了浓厚的兴趣，基金与信托一样，同属非银行金融机构，同属金融改革之后涌现出来的新生事物，同属传统理论研究不够、而其本身又急待加以理论说明的。经过与导师的分析、切磋，慢慢地我将基金作为自己攻读博士学位的研究方向。

选择投资基金作为我的研究方向至少具有以下几方面的必要性。

1. 投资基金具有较高的研究价值

从世界范围看，投资基金的成长不过只有百余年的历史，它对全球经济所产生的深远影响也仅仅是在70年代西方社会金融自由化浪潮之后才开始形成，但西方经济界对投资基金的研究却相当深入，提出了一系列的组合技术和评判标准。我国投资基金虽然才刚刚起步，但基金既作为一种金融工具，又作为一种金融组织的两重特性也无疑值得业内人士作深入探讨：

第一，基金的宏观定位。在我看来，如果明确基金不仅仅是一简单的投资工具，而是一种新型的金融组织或金融制度，那么，它的宏观定位就需要值得探讨。

第二，作为一种投资工具，它在储蓄—投资转化机制中扮演何种角色，有什么积极意义，能否增加一条有效的转化通道，同样值得我们关注。

第三，基金就其总体而言，大多数归类于证券投资信托，那么，基金与证券市场的关系如何认识，它能否促进或改善我国

证券市场的发展和结构，也是我们考虑的题中之义。

第四，基金作为新型金融组织，在整个金融制度的转轨过程中会扮演何种角色，是否有利于市场化的金融制度的重新整合，这些也是基金研究中不能回避的话题。

第五，针对前些年我国基金发展中存在的若干问题，是否有必要去探索解决问题的方法和原理，是否应在总结经验的基础上，探求我国基金业发展的基本道路。这些问题在当前的理论研究中已显得相当迫切。

总的看来，我国投资基金在其发展历程中还有一系列的理论问题需要研究。而这些问题的研究是否充分，结论是否准确将直接影响到我国基金业的健康发展。

2. 金融理论研究的重心应有所偏移

长期以来，我国金融理论研究一直偏重于银行。围绕银行融资体系来作文章。而把非银行的金融业务置之一边，提不上理论研究的议事日程，在我印象中，以往金融理论研究大多是货币政策，通货膨胀，信贷政策等带有浓厚宏观色彩的命题，而研究的支撑点又往往以银行制度为背景。从80年代中期开始，我国资本市场开始发育，并且呈迅猛发展态势，围绕资本市场的发展，一些新型金融工具也逐渐产生，如股票、基金、债券等。但与此成鲜明对比的是，对资本市场尤其是对其中一些具体工具的研究却十分缺乏。即使有些研究，也仅仅停留在对资本市场的发展战略、发展道路等粗线条问题，缺乏深入的、结合实际的研究。一个有趣的现象也似乎证明了这点，在历届中国金融学会理事中，很少有来自证券、信托、租赁等非银行界的代表，中国金融学会作为中国金融理论研究的最高学术团体，其组成构成也从一个侧面反映了理论研究的主流倾向。我认为，伴随着金融改革的市场化走向越来越深入，资本市场必将有一

个大的发展，这种发展能否少走弯路、少交学费，关键一点是需要理论上“领先一步”。需要形成一个浓厚的研究氛围，形成理论支撑和理论监督的良好环境。正是基于上述认识，作为一名证券业的从业人员，而又从事过一些理论研究，愿意在这方面作出些探索，以引起大家的兴趣。

3. 当前投资基金的运作值得引起高度重视

应该说，经过这些年的起步，我国投资基金已经有了长足的发展，形成了一定的规模，对资本市场和宏观经济产生了一定的影响。但必须值得指出的是：由于起步较为仓促，缺乏合格的管理人才和监管经验。同时受制于资本市场和宏观经济环境的变化，当前投资基金运作中也出现了一些偏离基金宗旨的现象。比如，基金设立不规范，保管人与经理人混为一体；基金信息披露不及时；基金投向不受约束；基金监管长期落不到实处，部门制肘现象时有发生。我认为，这些问题的产生虽然是一国基金业成长过程中不可避免的，尤其对我们这种资本市场长期落后的发展中国家更是如此。但若对上述问题掉以轻心，不及早指出问题的实质之所在，并在总结经验教训的基础上提出我国投资基金发展的基本模式及监管思路，那么，对我国基金业长期、稳定、健康发展是极为不利的。从这一点来说，投资基金同样具有较高的研究价值，值得引起大家的关注。

明确了投资基金具有较高的研究价值，下面的工作便是如何选择一个合适的角度进行切入。这的确是一项使我颇费周折的工作。毫无疑问，有两条思路可供选择：一是从技术角度出发，以金融创新为背景，着重分析投资基金的投资技术、组合方式、收益评价等技术问题。二是从理论研究角度出发，以我国金融制度变革和创新为背景，着重分析投资基金在金融制度变革和转化中应占有的历史地位和发挥的作用，并力图在剖析

现行不甚规范的基金运作的基础上,找到我国投资基金发展的正确道路。对于我个人而言,我是喜欢侧重于第二条思路,原因在于:第一条思路是以成熟市场经济为背景,运用充分的定量的分析来探寻投资基金的运作。这在当前我国资本市场尚不成熟,经济市场化程度还不够的情况下,很难有实际指导意义。它在我国投资基金的具体运作中,仅仅是具有某种参考意义。对于第二条思路,虽然它能解决我国基金运作中的一些现实问题。但对于研究者来说,面临的困难是相当大的。主要的困难就来自理论界尚无人对投资基金作系统的理论阐述。汲取不到有效的养份来加速自己对这一问题的思考。投资基金正好比是一块理论处女地,有待我们去开拓、发展。

强烈的求知欲和责任感驱使我迎接这一挑战,在经历了长达两年的资料积累和近10个月的断断续续的写作之后,我总算是完成了初步的探讨。

二、理论框架

从理论上对我国投资基金进行系统分析是本篇论文的基本着力点,但如何站在理论的高度,进行归纳、提炼、总结,应该说是仁者见仁,智者见智,没有一个统一的规格和模式。我们认为,现阶段我国投资基金研究的理论框架可以从以下三个方面来构造:

1. 投资基金的概念及定位

投资基金的概念表达起来相对比较简单。但这一概念的背后却蕴藏着丰富的经济、法律意义。如果不对这种复杂的经济、法律内容进行详尽的分析,无疑会阻碍我们研究的深入。尤其如何从法律角度,来探讨投资基金独有的组织构造,更是在一

篇经济学论文中值得提倡和重视的。为此，我们在第一章专门就这一问题进行研究，其目的就是为了把我们对投资基金的理解带入一个较高的境界。

投资基金的定位问题同样是基金研究中一个迫切需要解决的大问题。实事求是地讲，我国投资基金发展最大障碍不在一些技术问题上（当然，技术问题也会在一定程度上影响投资基金的发展）。就我国目前资本市场现状看，投资基金大发展、高增长的时代远未到来，一些基本的分析方法和组合技术还不能有效地运用起来。我国投资基金当前发展的关键点在于是积极试点，稳步发展，还是维持现状，自生自灭。这其中涉及的根本问题，便是投资基金的定位问题，我们应该象当年讨论银行的作用，讨论资本市场的作用，讨论中央银行宏观调控的必要性等重大金融问题一样来讨论、研究投资基金的定位，力求使大家从理论上、政策上对这一问题有个清醒的认识。事实上，投资基金的宏观定位其本身内容是十分丰富的，它至少可以从投资基金在宏观经济变动中的作用；投资基金在储蓄—投资转化机制中的作用；投资基金在金融制度重新安排中的地位；投资基金对证券市场健康发展的积极意义等几个方面来概括，以求从全局、主体的角度对投资基金进行全方位的把握。

2. 当前投资基金运行存在的问题及其理论总结

除了在宏观上对投资基金进行详尽的理论分析外，对投资基金的微观经济行为进行理论总结同样显得十分必要。我国投资基金刚刚起步，有些基金本身的组织构造和运作方式还不能完全从基金的角度去理解，但毕竟基金已经进入了市场，在市场中开始发挥作用。因此，在实际运作中，投资基金存在的问题和困难还不少，从具体的发展战略，到价格定位，信息披露，监管体制，法制约束等方面都还存在着明显的不足。因此，在

本篇论文中，我们也是从实证的角度出发，对现实经济中的投资基金运作作了详尽的分析，通过分析，找出问题之所在，并试图从理论上加以总结，以便为下一步投资基金的健康、高速发展打下基础。应该说，这样的分析及其总结对于建立合理的理论框架是极其必要的。

3. 投资基金发展与监管的模式

从上述两大块内容的分析，我们可以发现这样一条结论：即现阶段我国投资基金将在发展与监管这对矛盾中曲折前进，对投资基金宏观定位的充分论证说明了投资基金是注定要发展的，前景广阔。而对现行投资基金运作面临的种种问题的剖析，又说明了投资基金应该接受严格的监督和管理。因此，我们感到有必要建立发展与监管的理论框架。这也是当前中国金融改革进程中的一个基本命题。在论文中，我们分别就投资基金发展面临的模式和环境构造以及投资基金的监管作了详尽的分析。目的就在于试图说明发展与监管在大的框架下是并不矛盾，相反还是相辅相成，互为促进的。我们希望看到：我国投资基金能在这样的矛盾运动中不断发展。

根据上述的研究假定，我们将投资基金研究的理论框架作进一步的延伸，提出以下几个问题在论文中进行讨论：

(1) 投资基金定义问题。研究投资基金的理论与实践，必须首先明确投资基金的基本概念。因为对投资基金概念的不同理解，将导致不同的研究思路。

(2) 投资基金对宏观经济的作用问题。在这里我们把投资基金上升到高度，研究投资基金与投资体制改革、产权制度变革、市场体制完善的辩证关系。我们的研究前提是投资基金不仅仅是一个微观因子，而更多的时候它是作为宏观因子而出现的。

(3) 投资基金在储蓄—投资转化机制中的作用问题。储蓄向投资转化是一国资金形成的基本方式,以往我们主要依靠银行体制来完成这一转化,投资基金作为一种新的金融工具和金融组织,在储蓄—投资转化机制中应该扮演一定的角色。

(4) 投资基金与金融改革新路径的选择问题。金融改革十多年来,几经曲折,现在已进入攻坚阶段,下一步改革的步子如何迈,从何入手,已成为大家关心话题。投资基金的发展是否对金融改革新路程的选择有所启发?

(5) 投资基金与证券市场的关系问题。投资基金是在证券市场这一空间下生存和发展的。它的发展会对我国证券市场带来怎样的冲击,无疑是需要认真研讨的。在论文中,我们提出了两个小命题:一是投资基金与证券市场的稳定,二是投资基金与证券市场的发展。

(6) 投资基金与国债运作的关系问题。投资基金的发展是顺序渐进的,不可能一步到位,如何选择投资基金发展的突破点是一个十分现实的问题。国债作为国家宏观调控的主要手段,应该在形式和内容方面逐步地丰富起来,发展国债投资基金便是基金与国债两者结合的具体做法。

(7) 投资基金运行中的问题分析。当前我国投资基金尚不规范,因而在运行中也暴露出一系列问题和矛盾。对这些问题的分析、研究、并提出解决问题的办法,是投资基金从不规范走向规范,从起步走向发展的必由之路,并且会直接影响到我国投资基金未来发展模式的选择和建立合理、有效的监管架构。

(8) 投资基金的发展模式问题。投资基金要发展离不开模式的选择,通过借鉴当前国际社会投资基金发展的基本特点,并结合我国基金运作中存在的实际情况,提出一些切合实际、具有长远价值的发展模式似乎是十分必要的。

(9) 投资基金发展的环境构造问题。研究投资基金不仅仅局限在基金这一领域。事实上,投资基金的发展受制于众多内外部因素,尤其是在我们这样一个具有浓厚传统文化,又面临着计划经济向市场经济转轨期的国家。研究投资基金更应当拓宽视野,从经济、政治、政策、社会文化心理等多种角度进行探讨,提出投资基金的环境构造正是基于上述的考虑。

(10) 投资基金发展的监管问题。没有规矩不成方圆。我国金融改革的主要教训便是忽视监管,过份注重数量的扩张。现在大家对监管的重要性有了更深的认识。投资基金作为金融改革的新生事物,在其发展初期,更应重视监管,把监管的目标、方法、内容融入投资基金发展的总体规划中去。

三、主要观点

“投资基金研究”选题的框架构思,提出了一系列必须回答的理论问题和现实问题,对于这些问题,我们的基本观点是:

(1) 投资基金的定义从经济角度看,可以归纳为投资基金是将不特定的多数投资者的资金集合在一起,交由专业理财人士按分散的原则,以获取资本利得或股利收入为目的,运用于证券等领域的投资,并由投资人直接承担投资风险,并享有投资收益的集合投资制度。

投资基金的法律形态有两类:一是公司形态;二是契约形态。两者体现出不同的法律意义。公司型投资基金基本上是按照公司法的要求来组建,其内部构造体现出规范股份公司的基本要求;契约型投资基金则是按照信托法的要求来组建,它通过发行受益凭证来连结投资者和经理人之间的内在关系。各国投资基金发展实践证明,无论采用何种模式来规范投资基金,

都可能在法律上遇到一些难题，矛盾的焦点集中在经理人、委托人、保管人之间法律上的规范问题。这样看来，投资基金完全用信托法理来解释似乎不够周延，单独立法应该说是完全有必要的。

(2) 对投资基金的讨论离不开这样两个问题：一是把基金仅仅作为大众投资工具来看待，还是既把它作为投资工具，更多的时候把它作为一种制度变量来看待；二是把基金仅仅作为一个微观因子，还是既把它作为微观因子，又把它作为宏观因子来看待。这里引伸出来的问题便是投资基金的宏观定位问题。它可以从以下几方面作具体归纳：

第一，投资基金对完善我国市场体系，尤其是金融市场体系的作用是十分积极的。我国金融市场近几年来发展的主要问题是宏观调控不力，如何解决这一问题？如果仅仅依赖调控政策的不断变化来平抑一些表层问题，不但不能解决问题，相反，还十分容易使我国金融市场丧失独立性，成为某种行政干预的附属物。因此，在市场中培育“遵纪守法，行为规范”的经营主体是十分必要的。投资基金以其独特的组织构造和经营原则理应在这方面作出贡献。

第二，作为一种新型的集合投资制度，投资基金在我国投融资体制的变革方面也能发挥其积极作用。长期以来，我国经济发展过程中对交通、原材料等基础行业，支柱产业缺乏强有力的支持，使其发展程度普遍偏低，产业结构畸形现象十分突出。因此，应利用社会各方面资金加大对基础产业投资。利用基金形式，募集社会闲散资金，投入到基础产业，既符合基金运作的谨慎性原则，又符合我国产业政策的发展方向，应该说，在这方面有许多问题值得探索。

第三，我国证券市场由于起步匆忙，缺乏必要的理论准备，

因此，在发展过程中留下了许多历史问题。特别是国家股、法人股的流通问题更是成为大家关心的焦点。几年来，一直没有找到很好的办法来解决，投资基金作为一种社会所有制形式，可以让国家股、法人股在基金之间流通起来。由于基金本身所具有广泛的社会性，因而能在一定程度上解决国家股和法人股的流通问题。

(3) 储蓄向投资转化是现代市场经济中资金形成的重要渠道，也是当前金融改革的主要目标之一。我们认为，衡量一国金融制度是否合理，是否高效，关键就在于储蓄向投资转化的通道是否多样化，是否高效率。在传统体制下储蓄向投资转化的渠道单一，效率低下，制约了社会资金（资源）的合理流动。金融体制改革之后，储蓄—投资转化效率有所提高，但仍有三个基本问题没有得到很好解决：一是转化通道的多样化问题，即金融机构的创新，目前还大大滞后；二是转化行为的市场化问题，换句话说，是严格按照市场化原则来进行储蓄向投资转化，还是按行政化原则或半市场半行政的原则来进行；三是转化通道的可控性问题，即新设立的转化通道是可控的，还是不可控的，或者是介于可控和不可控之间。我们认为，投资基金在储蓄—投资转化过程中能起到十分重要的作用，因为投资基金作为一种创新的金融组织，丰富了原先略显单一的转化通道，同时，投资基金的组织结构和经营理念，决定了它的行为是市场化的，并且容易接受中央银行的调控信号。

(4) 证券市场是投资基金赖以生存和发展的基本载体。我国证券市场近几年的发展历史本身就是不断创新、不断拓展的历史。以股票、国债为代表的一批金融品种推动了我国证券市场的发展。投资基金作为一种新的金融品种，目前不仅仅处在发展的时期，市场容量较小，发展潜力巨大，十分有可能成为

我国证券市场进一步发展的新的增长点。

不断挖掘投资基金的发展潜力，不仅有助于我国证券市场的深入拓展，而且，基金本身所具有的股票价格调节功能、宏观调控的杠杆功能、社会公平的平衡功能也十分有助于保持我国证券市场均衡、稳定地发展。它对于我们这样一个发展中国家，又面临证券市场发展的初期阶段，保持市场的稳定、均衡是具有极为重要的经济意义。

国债基金成为近期我国投资基金发展的突破口。自 90 年代以来，国债发行方式的改革取得重大突破，国债已经成为银行、券商、投资者追捧的投资热点，同时，也开始成为中央银行宏观调控的主要手段。围绕国债进行金融创新的活动也层出不穷，尤其是近一个时期推出君安国债受益券和海通国债组合凭证，更是把如何提高国债利用效率这样一个问题提上了议事日程。如何利用基金这种具有组织优势的金融品种，把国债和基金两者的优势结合起来，便是我们提出发展国债投资基金的基本出发点。发展国债投资基金的可行性在于：一是国债具有广泛的群众性，是众多投资者投资的热门品种；二是国债在我国发展较早，围绕着国债投资已经具备相当一批理财专家；三是国债是国家宏观调控工具，发展国债投资基金容易实现基金发展的重大突破；四是国债发行量大，参与面广，社会准备较为充分，发展开放型国债基金技术条件极为具备；五是有了前一时期基金发展成功与失败的经验教训。

(5) 除了从宏观上把握投资基金发展脉搏外，立足于我国投资基金运行的现实，对一些关系到投资基金长远发展的具体问题进行分析同样是极具研究价值的。在这里，我们必须明确这样三个前提：第一，投资基金与当前中国金融制度的总体安排并不矛盾，因此，从大背景上看，不存在投资基金发展的重