

经济学管理学博士后学术文库



ZHONGGUO TOUZI JIJIN
ZHIDU BIANQIAN FENXI

中国投资基金 制度变迁分析

何德旭 著

西南财经大学出版社

中国投资基金制度变迁分析

何德旭 著

责任编辑：何 静

封面设计：郭海宁

出版发行：	西南财经大学出版社（四川省成都市光华村街55号）
网 址：	http://www.xcpres.com/
电子邮件：	xcpres@mail.sc.cninfo.net
邮政编码：	610074
电 话：	028-87353785 87352368
印 刷：	郫县犀浦印刷厂
开 本：	880mm×1230mm 1/32
印 张：	9.625
字 数：	231千字
版 次：	2003年1月第1版
印 次：	2003年1月第1次印刷
书 号：	ISBN 7-81088-028-4/F·025
定 价：	22.00元

1. 如有印刷、装订等差错，可向本社发行部调换。
2. 版权所有，翻印必究。



作者简介

何德旭，男，1962年出生于湖北省潜江市，经济学博士，现任中国社会科学院金融研究中心副主任，中国社会科学院财贸经济研究所研究员，中国社会科学院研究生院教授、博士生导师，《财贸经济》编辑部主任。1996年12月至1998年2月在美国科罗拉多大学和南加州大学从事访问研究；1998年11月至2000年11月在西南财经大学应用经济学博士后流动站从事博士后研究。主要研究方向为中国金融改革、商业银行制度、货币政策、资本市场等。已公开发表论文、研究报告等200余篇，出版专著和合著10余部。承担了多项国家哲学社会科学“七五”、“八五”重点课题，国家社会科学基金项目以及中国社会科学院重点课题的研究，多项成果获部级以上优秀科研成果奖。主要论著有《中国金融创新与发展研究》、《中国市场金融体制论》、《经济转型中的中国金融市场》、《我国货币政策透视》等。

序 一

在经济发达国家，投资基金长时期以来一直是从事金融研究的经济学家所关注的课题。它之所以受到关注，我想可能是基于以下几个方面的理由：首先，投资基金持续地、定期地描述资产分配、投资操作和业绩收入等大量可用数据，为金融理论的分析 and 检验提供了依据，而这些数据在任何其他机构或个人投资者群体中显然无法得到；其次，大部分投资基金积极的管理风格看起来好像与金融市场中的有效市场理论相矛盾，这样一种现象吸引了许多经济学家的目光，他们试图通过对投资基金的进一步研究来证实或证伪；再次，最近几十年投资基金的迅速增长所体现出的巨大活力、所释放出的巨大能量，以及未来将具有的巨大发展空间，也成为金融理论研究者密切关注的原因。

随着最近几年投资基金在我国的较为规范的发展，投资基金的理论和实践问题也引起了我国经济理论工作者的注意。一个最明显的表现就是，有关投资基金的话题越来越热，有关投资基金的研究成果越来越多。

《中国投资基金制度变迁分析》一书是中国社会科学院青年学者何德旭博士在其博士后工作报告的基础上修改完成的。可以说，这一研究成果对中国投资基金的理论研究做出了新的贡献。

该书从制度层面来认识、考察和分析投资基金，虽然不能肯定这是独辟蹊径，但却可以说，它为人们研究投资基金提供了一个新的视角。在我看来，差不多在所有的投资基金问题中，体制、制度问题才是关键和核心，才是至关重要的，因而通过投资基金制度变迁的分析，得出的建立在这一基础之上的相关结论和建议才更具指导意义和参考价值。

我国发展投资基金的初衷和目的，究竟是为广大投资者提供一个投资的渠道和中介，还是为资本市场提供一个“稳定器”；究竟是简单地培育一个机构投资者，还是提供一种重要的金融制度……不同的回答显然会有不同的结果，这就涉及到投资基金的制度安排问题。

在该书中，作者通过对投资基金制度历史变迁的深刻分析，通过对投资基金制度的结构与功能的剖析，试图从根源上寻找答案。这可能是更为本质、更为内在的答案，而不是人们强加给投资基金的善良的主观愿望。

在我国投资基金发展的初期，无论是在投资基金的设立方面，在投资基金的监督、管理方面，还是在投资基金的运作方面，都出现了许多问题。尤其令人深恶痛绝的是种种“基金黑幕”。这些问题的产生，固然与我们对投资基金的认识不深刻、对投资基金的监管不力有关，但更为重要的原因是我国基金业发展的相关制度还存在严重缺陷，制度缺陷给了投资基金管理入以可乘之机。从这个意义上可以说，制度缺陷不消除，就不能从根本上消除基金“黑幕”。

前一段时间，围绕所谓的“私募基金”问题，理论界有过一场争论。尽管到目前为止，“私募基金”的规模、存在形式、运作方式还很难准确估计，但其客观存在及其不可小视的作用必须承认的，也是应该引起高度重视的。在这样一个背景下，对

“私募基金”到底是“管”还是“不管”，是“疏”还是“堵”，也是一个制度安排问题。该书的作者在对对冲基金这样一种特殊的制度安排进行剖析的基础上得出的结论，为我国“私募基金”的规范和发展提供了比较明确的建议。

还有，对开放式基金与封闭式基金的选择问题，一段时期以来，理论界也是争论不休。其实，如果从制度层面进行分析，是不难作出正确选择的。该书的作者通过对二者所具有的不同的制度优势、制度风险以及所需的不同的制度环境的对比分析，为我国投资基金的发展模式的选择提供了一个基本的参照。

特别要提及的是一个有关投资基金发展前途的大问题。在国际经济学界，近一二十年来，投资基金将“取代”商业银行的“说法”不绝于耳。毫无疑问，这是一个重大问题。这不仅是两个机构的生存与发展的问題，而且它预示着一个国家金融结构和金融制度的变化趋势。该书的作者对投资基金制度与商业银行制度进行了较为深入的比较分析并得出了结论，即二者将共生共存、交叉融合、相互促进、共同发展。这一结论虽然看起来有些中庸，但却是客观的，也更加符合实际。

最后，我想提及，该书是作者在其博士后工作报告的基础上修改而成的，在此之前，作者对投资基金问题已经有了较丰厚的研究积累。据我所知，作者较早就开始关注机构投资者问题。在美国做访问学者期间，作者曾对美国投资基金做过专题考察，回国后还主持了中国社会科学院青年基金项目《中国投资基金的规范与发展》的研究，并发表了一系列有分量、有影响的有关投资基金问题的论文和研究报告。这些研究为作者高质量地完成其博士后工作报告奠定了坚实的基础。

总之，该书是作者多年潜心研究投资基金问题的一部力作，它为我国投资基金的理论研究提供了一个新的起点和平台。我愿

意把它推荐给对投资基金问题感兴趣的广大读者，同时也希望有更多的高水平的投资基金理论研究成果问世。

中国社会科学院副院长
中国金融学会副会长 **王洛林**

2002年3月18日

序 二

摆在读者面前的《中国投资基金制度变迁分析》一书是何德旭博士在其博士后工作报告的基础上修改而成的。

德旭同志在中国社会科学院工作已近二十年，长期从事金融理论和政策的研究，其间曾在陕西财经学院攻读博士学位，在西南财经大学从事博士后研究，并曾赴美、英等国作长期研修、访问，积累了较为丰富的知识和经验，取得了较为丰硕的研究成果。作为他的师长，对他的成长和进步，我感到由衷的高兴和欣慰。

德旭同志的博士后工作报告从选题、构思、写作到扩展成这本专著，经过了较长时间的考虑和酝酿。我差不多“全程”参与了这些工作，因而对其中的反复、艰难也有较多的体会和了解。

单从选题来看，就颇费了一番周折。首先遇到的难题是选哪一方面的“题”——是宏观金融方面的，还是微观金融方面的；是货币理论、货币政策方面的，还是商业银行、资本市场方面的；是金融风险、金融监管方面的，还是金融发展、金融创新方面的……可以说，所有这些金融理论和现实问题，不仅金融学的硕士生、博士生、博士后的毕业论文都涉猎到了，而且非金融学专业的硕士生、博士生也广泛涉及过这些问题。这种状况说明了

金融研究的广泛性，同时也表明金融研究选题的雷同性和缺乏创新性，一些问题被人们进行了重复的、大致相同的研究，可以说同类的“题”该说的话都说了，在我国现有的状况下难以写出新意来。我想这也是最近几年毕业的硕士生、博士生在选题方面大伤脑筋的重要原因之一。德旭同志进站后，我希望他研究新问题，拓展金融研究的新领域，构建金融研究的新起点，也就是要求他创新。他曾经考虑过自己比较熟悉的几个选题，但都放弃了。经过多方面的权衡、比较，最后他选择了投资基金的选题。可以说，他知难而进，锐意去研究别人较少研究的“题”。

选题定下来以后，紧接着的问题是从哪个角度、从何处入手——投资基金也是一个体系庞大、内容广博、结构复杂的金融现象，既有理论层面的问题，也有操作层面的问题；既有国内的问题，也有国外的问题；既有体制、制度方面的问题，也有体系、结构方面的问题；有评价、检验方面的问题，也有监管、法规方面的问题。如此等等，不一而足。一篇论文肯定是不可能穷其所有、涵盖全部的，而必须有所取舍，寻找一个恰当的切入点。德旭同志最后定位于对投资基金制度的分析。

随后的写作中的结构安排、内容的取舍、资料收集等方面的困难，可能只有作者自己去感受了。

在我看来，德旭同志的这一选题是非常成功、也是非常有价值的。这也为他较高质量地完成他的博士后工作报告开了一个很好的头。

尽管投资基金在我国已经有十余年的发展历程，但显而易见，我国的投资基金是在理论准备严重不足，特别是在制度条件缺乏的背景下起步的。要不然，就不会有早期的“似是而非”的投资基金，也不会有随后的林林总总的对投资基金的模糊认识甚至误解，更不会有去年下半年被揭露出来的所谓的“基金黑幕”，

等等。可以说，时至今日，我们在对投资基金的认识、理解以及在投资基金的发展政策、制度选择等方面依然还存在许许多多的问题。在这种情况下，对投资基金理论进行规范、疏理，深化对投资基金的认识，就具有十分重要的现实意义。

从对投资基金的理论研究现状来看，随着我国投资基金的启动特别是最近几年投资基金的较快发展，投资基金成了金融理论研究中的一大热点。在初期的研究中，人们多注重对国外投资基金的发展历程、经验和教训的介绍，多注重对投资基金知识的普及，多注重对投资基金买卖技巧的宣传，多注重对中国发展投资基金的必要性、可行性等方面的探讨……这些研究当然是必要的，也是与我国投资基金起步晚、发展慢的客观现实相适应的。但是，随着我国投资基金的逐步发展，我们对投资基金的认识显然不能满足于此，而必须对投资基金有一个更深入、更透彻、更细致的研究。在这个意义上，我认为，本书的作者选择了一个很独特的视角，也抓住了投资基金理论和实践中一个十分关键和核心的问题——投资基金制度。对这一问题的深刻分析，有助于我们更准确、更全面地领会和把握投资基金的内涵和实质。

在本书中，作者运用制度经济学、信息经济学的相关原理对投资基金制度历史变迁的分析，对投资基金制度变迁中的结构特征及其功能演化的描述，对对冲基金这一特殊制度安排的分析以及从中引申出来的我国私募基金的发展趋势，对我国投资基金制度变迁的实证分析（“老基金”和“新基金”，开放式基金与封闭式基金），对投资基金制度保障体系——监督与评价的剖析，对投资基金制度与商业银行制度的比较分析，以及在分析的基础上提出的许多观点、意见和建议等等，对于我国投资基金未来的发展，都具有借鉴意义和参考价值。

很显然，这本专著对我国金融理论界所进行的投资基金研究

做出了开拓性的贡献。一方面，它在前人的研究（包括作者本人以前的研究）的基础上有所创新、有所发展并有所提高，从而为后人的研究提供了一个新的起点和平台；另一方面，它从一个较宽的角度即制度变迁的角度，考察了投资基金制度的历史演变、变化特征及发展趋势，为我国投资基金的深化发展提供了理论支持和现实参照；再一方面，它立足于中国的具体国情，通过吸收西方金融经济学中的一些理论观点和分析方法，通过借鉴发达国家投资基金发展的模式与经验，指出了我国投资基金发展的方向。

总而言之，《中国投资基金制度变迁分析》是近年我国投资基金理论研究中的一部力作，是一部值得一读的、不可多得的好书。

感谢作者的盛意，邀请我为该书作序。我祝愿作者在今后的理论研究中取得更加丰硕的成果。

西南财经大学教授
博士生导师

曾 ■ 霖

2002年2月28日

目 录

第一章 导论	(1)
一、投资基金：一个不太容易把握的概念	(2)
二、投资基金作为一种金融制度	(5)
三、关于国内外投资基金理论研究的述评	(12)
四、本书的内容与结构	(19)
第二章 投资基金制度的历史变迁	(21)
一、投资基金制度的历史变迁：从制度经济学角度所做的分析	(22)
二、投资基金制度变迁中的重大“创新”与“突破”	(30)
三、投资基金制度的最新发展：以美国为例	(35)
四、若干启示	(47)
第三章 投资基金制度变迁的结构特征	(51)
一、投资基金结构概述	(51)
二、契约型基金与公司型基金	(55)
三、证券投资基金与产业投资基金	(60)

- 四、资本市场基金与货币市场基金 (65)
- 五、股票基金与债券基金 (71)
- 六、国内投资基金与中外合资基金 (78)
- 七、小结：不断完善我国投资基金的结构 (81)
- 第四章 投资基金制度变迁中的功能演化 (87)
 - 一、关于机构投资者“稳定”功能的一个理论综述 (88)
 - 二、机构投资者中的投资基金 (93)
 - 三、投资基金制度的功能：美国与中国的比较 (97)
 - 四、小结 (104)
- 第五章 中国投资基金制度变迁（I）：从老基金的“无序”到新基金“黑幕” (106)
 - 一、“老基金”的发展 (107)
 - 二、清理、规范“老基金”：从“无序”到“有序” (113)
 - 三、“新基金”的出台背景与发展状况 (117)
 - 四、新基金“黑幕”及其启示 (124)
- 第六章 中国投资基金制度变迁（II）：从封闭式到开放式 (130)
 - 一、开放式投资基金的制度优势 (131)
 - 二、开放式投资基金的制度风险 (141)
 - 三、中国投资基金制度模式的选择 (146)
 - 四、开放式投资基金需要一个全新的制度环境 (151)
 - 五、中国发展开放式投资基金的制度障碍 (154)
 - 六、小结 (164)

第七章	中国投资基金制度变迁（III）：	
	从对冲基金到私募基金·····	（167）
	一、对冲基金的内涵和种类·····	（168）
	二、对冲基金：特殊的制度安排·····	（175）
	三、对冲基金：评价与启示·····	（179）
	四、我国私募基金的发展趋势与前景·····	（182）
	五、小结·····	（198）
第八章	投资基金制度保障体系：监督与评价·····	（201）
	一、从委托—代理关系看加强投资基金监督与评价的 必要性·····	（201）
	二、对投资基金进行监督与评价的宗旨： 切实保护投资者的利益·····	（203）
	三、建立多层次的监督体系和完善的 法律法规体系·····	（206）
	四、重点加强对基金管理公司的监督和管理·····	（211）
	五、完善基金管理公司的治理结构·····	（216）
	六、建立投资基金的评价体系·····	（220）
第九章	商业银行制度的命运与投资基金制度的前景·····	（224）
	一、背景：商业银行的衰落与投资基金的兴起·····	（224）
	二、投资基金制度将取代商业银行制度： 一个国际争论·····	（227）
	三、理论分析框架：金融体系的功能观点·····	（232）
	四、投资基金制度与商业银行制度的比较分析·····	（237）
	五、交叉与融合：投资基金与商业银行的 “双赢”选择·····	（244）

六、小结：中国的商业银行制度与投资基金制度…… (247)

第十章 21世纪中国投资基金制度变迁的
金融及经济环境…… (256)

一、“新经济”与制度创新…… (257)

二、新经济条件下的新金融制度…… (259)

三、21世纪世界金融创新与发展趋势…… (262)

四、21世纪中国金融及投资基金制度的
创新与发展…… (268)

五、进行制度创新，推动中国金融及
投资基金的发展…… (280)

六、小结…… (283)

参考文献…… (285)

后记…… (290)

第一章 导 论

20世纪90年代以来出现了一个引人注目的金融现象，那就是以投资基金（包括各种各样的私人养老基金、公共养老基金、保险基金、开放式投资基金、封闭式投资基金、货币市场基金以及具有高风险特征的风险投资基金和对冲基金等等）为代表的各类机构投资者得到了前所未有的快速增长。这些机构投资者的共同特点是他们把从不同渠道获得的来自社会成员个人的资金集中起来，根据全球各地资本市场的收益率、流动性和风险程度及其预期，主要投资于国内外证券市场，以实现资金的保值、增值和变现。

这样一种趋势当然不仅出现在欧美发达国家，亚洲一些发展中国家和地区，如韩国、新加坡、中国香港地区、中国台湾地区、马来西亚、泰国、菲律宾等最近几年都相继下大力气发展了投资基金，并且投资基金在这些国家和地区的经济腾飞中也的确发挥了十分重要的作用。

投资基金在我国的出现已经有近10年的历史了，但它真正被引起重视并得到较正常的发展还是近两三年的事。如果认为我国投资基金的发展已是一种客观必然，那么，我们所面临的任务就是在分析、借鉴发达国家投资基金制度已有成果的基础上，进一步扩大我国投资基金的规模，完善我国投资基金制度，促进我

国投资基金的发展。

一、投资基金：一个 不太容易把握的概念

无论是“投资”还是“基金”，似乎都不难理解，但是，若将二者组合在一起，就有些不太容易把握了。理论研究中的分歧自不必说，就连一些法规对投资基金所下的定义也有很大的差异。1997年国务院批准的《证券投资基金管理暂行办法》中称，证券投资基金“是指一种利益共享、风险共担的集合证券投资方式，即通过发行基金单位，集中投资者的资金，由基金托管人托管，由基金管理人管理和运用资金，从事股票、债券等金融工具投资”。而正在修改的《投资基金法》（征求意见稿）则指出，投资基金“是指根据特定投资目的，以发售基金份额的方式向社会公众或者社会不特定对象募集资金并形成独立的基金财产，基金财产交由基金管理人按照资产组合方式管理，由基金托管人托管，基金份额持有人按其所持份额享受收益和承担风险的集体投资活动的组织形式”。两个法规相比较，很难让人明白投资基金究竟是什么。更为严重的是，由于对投资基金的认识不一致，在投资基金的发展思路的选择上以及对投资基金的监督管理上造成了一些不必要的误会、分歧甚至混乱。^①

具体分析，人们在对投资基金的认识和理解上产生分歧的原

^① 正是基于此，所以时至今日，仍然有人呼吁全国人大《投资基金法》起草小组给投资基金下一个明确、严格的法律定义，以避免有关部门和有关人士由于对投资基金理解上的偏差而对信托、证券投资基金、风险投资基金、产业投资基金等的有关法规制定与部门间业务管理产生许许多多的意见和冲突，给本来应该发展得更快的中国基金业带来不应有的负面影响。参见夏斌：《中国“私募基金”报告》，载《金融研究》，2001（8）。