

◀ 投资基金论

王彦国 著

北京大学出版社

PEKING UNIVERSITY PRESS

图书在版编目(CIP)数据

投资基金论/王彦国著. —北京: 北京大学出版社, 2002. 5
ISBN 7-301-04937-4

I. 投… II. 王… III. 投资-基金-研究 IV. F830. 59

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2000)第 032506 号

书 名: 投资基金论

著作责任者: 王彦国 著

责任编辑: 林君秀

标准书号: ISBN 7-301-04937-4/F·0412

出版者: 北京大学出版社

地 址: 北京市海淀区中关村北京大学校内 100871

网 址: <http://cbs.pku.edu.cn>

电 话: 出版部 62752015 发行部 62754140 编辑部 62752027

电子信箱: zpup@pup.pku.edu.cn

排 版 者: 高新特激光照排中心 62637627

印 刷 者: 中国科学院印刷厂

发 行 者: 北京大学出版社

经 销 者: 新华书店

850 毫米×1168 毫米 32 开本 6.875 印张 170 千字

2002 年 5 月第 1 版 2002 年 5 月第 1 次印刷

定 价: 14.00 元

内 容 提 要

本书通过对美国和日本基金业发展过程的考察,从宏观和微观两个角度对投资基金的发展时序、发展规模、品种结构、基金监管等问题进行了研究和探讨,提出了我国投资基金的发展模式,并对我国投资基金的定位、发展原则以及试点基金中存在的问题进行了论述和分析。

总之,本书是一部理论研究与实际运用结合、国外经验与我国国情结合,内容丰富、可读性较强的著作,对于金融证券研究者、基金管理者和资本市场投资者,具有重要参考价值。

序 言

投资基金在我国刚刚起步,但在国外已有多年历史。美国、日本等国投资基金发展较早,在证券市场以至宏观经济中的作用较为显著。借鉴美、日等国投资基金的运作与监管经验,对完善我国投资基金的运作机制和监管规则,推动我国投资基金的发展,具有重要的现实意义。

王彦国博士是我国较早从事投资基金理论与实务操作的专家。多年来,对金融证券问题作了系统深入的研究,参与主编了篇幅达500万字的《中国证券全书》;利用在国家证券监管部门工作的有利条件,对我国证券市场与投资基金的现状、问题和发展前景作了具体细致的研究,在投资基金实务操作中提出了许多有针对性的建议,积累了相当丰富的经验。其博士论文获得了由著名经济学家董辅初教授等组成的博士学位论文答辩委员会的充分肯定。我作为王彦国的导师,在指导他的博士论文写作中,获得了许多新知识。本书就是在他的博士论文基础上经过进一步修改、加工、充实、深化而完成的。

本书的主要特点和优点是:第一,通过对美、日基金业发展过程的考察,全面论述了封闭式基金与开放式基金、契约型基金与公司型基金、基金规模与经济增长、投资基金结构与资金来源结构、基金托管人与基金管理人、基金监管主体与监管内容等重要问题,有助于人们全面掌握基金的内容和特点,为进一步研究基金问题提供了理论框架。

第二,根据对我国基金业现状和存在问题的研究,深刻阐述了我国投资基金的合理定位。从我国的实际情况出发,提出了我国投资基金发展的时序模式、品种结构模式、发展规模模式和监管模

式,这些问题具有重要现实意义,对实际工作有重要参考价值。

第三,针对我国金融市场与经济发展的需要,认真探讨了证券投资基金、中外合资基金管理公司以及产业投资基金等迫切需要解决的问题。作者在书中所阐述的许多观点,思路新颖,有现实意义。

第四,利用统计资料,分析了基金规模与经济增长以及证券市场发展的相关关系,并从中找出了若干带有规律性的结论。书中关于基金规模与一国经济发达水平没有相关性、银行存款与资金规模负相关、资金规模与证券市场正相关等观点,得到大量统计资料的支持,理论分析也相当深刻。这些论述,具有创新性,给人以启示。

第五,从实际出发,设计了我国投资基金发展战略。作者在确定我国投资基金合理定位的基础上,提出了我国投资基金发展的四项原则,即合理运作基金资产、提高基金业绩、遵循国际惯例、与我国国情相适应;设计了我国基金发展的时序、规模、品种结构、监管模式;阐明了我国优先发展封闭式基金的原因及封闭式基金转为开放式基金的条件。这些论述根据充分,符合我国实际。

总之,本书是一部理论研究与实际应用结合、国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,都有重要参考价值。

作者王彦国博士具有深厚的理论功底和研究能力,作为中国证监会监管人员,又具有了解实际的有利条件。希望王彦国博士再接再厉,在理论研究中作出更大贡献,为我国证券市场的规范发展作出更大成绩。



2000年12月20日

目 录

前 言	(1)
一、关于本书的选题	(1)
二、研究的范围	(1)
三、研究的意义	(2)
四、研究的方法	(4)
第一章 投资基金发展时序	(5)
第一节 基金类型的发展时序	(5)
一、封闭式基金的产生与发展先于开放式基金	(5)
二、封闭式基金向开放式基金转化的原因与条件	(7)
第二节 基金组织形态的发展时序	(11)
一、日本基金采用契约型组织形态的原因	(11)
二、美国基金采用公司型组织形态的原因	(12)
第三节 基金品种的发展时序	(14)
一、1929 年以前,投资基金的投向是分散的	(14)
二、1929 年以后,股票基金长期占据主导地位是股市 繁荣发展的结果	(14)
三、货币基金的产生和发展是金融市场发展和金融 政策转变的结果	(15)
四、债券基金以其自身优势占据基金市场的一席之地	(17)
第二章 投资基金规模	(18)
第一节 基金规模与经济增长	(18)
一、美日等国基金规模与 GDP 的关系	(18)
二、原因分析	(20)

第二节 基金规模与金融业发展	(22)
一、理论分析	(22)
二、美日个人金融资产构成与基金规模相关性分析	(26)
三、投资基金规模与其他金融资产的相关性分析	(30)
第三节 基金规模与证券市场	(37)
一、理论分析	(37)
二、美日基金规模与证券市场市值、交易量及股指的 相关性分析	(38)
第三章 投资基金结构	(45)
第一节 美国基金投资者结构和资金来源结构	(45)
一、美国基金投资者结构和资金来源结构	(45)
二、美国基金投资者结构与资金来源结构分析	(47)
第二节 投资基金品种结构	(49)
一、美国投资基金品种结构的演变及特点	(49)
二、日本投资基金品种结构的演变及特点	(52)
第三节 投资基金品种结构原因分析	(56)
一、美国基金品种结构形成原因	(56)
二、日本基金品种结构形成原因	(60)
第四章 投资基金监管	(65)
第一节 投资基金监管的必要性	(65)
一、基金投资者自身无法防范基金管理人的道德风险	(66)
二、市场机制在减少基金管理人道德风险中存在局限性	(67)
三、基金内部机制对基金管理人道德风险的制约不足	(68)
第二节 投资基金监管主体	(70)
一、基金托管人	(70)
二、基金业自律机构	(71)
三、政府监管部门	(73)
第三节 投资基金运作监管	(75)

一、对投资基金运用的监管	(75)
二、对基金关联交易的监管	(77)
三、对基金信息披露的监管	(79)
四、对基金投资运作的检查	(80)
第四节 基金管理机构监管	(82)
一、对基金管理公司的监管	(82)
二、对基金托管机构的监管	(84)
第五章 我国投资基金的合理定位与发展原则	(86)
第一节 我国投资基金发展状况与特点	(86)
一、1997年10月前投资基金发展状况与特点	(86)
二、1997年10月后投资基金发展状况与特点	(88)
三、证券投资基金法规与监管框架	(107)
第二节 投资基金的合理定位	(118)
一、证券投资基金的基本职能	(118)
二、正确认识投资基金的作用	(129)
第三节 我国投资基金发展的基本原则	(134)
一、合理运用基金资产,提高基金业绩原则	(134)
二、遵循国际惯例原则	(135)
三、与我国国情相适应原则	(136)
第六章 我国投资基金发展的目标模式	(138)
第一节 我国投资基金发展的时序模式	(138)
一、我国为何优先发展封闭式基金	(138)
二、我国封闭式基金向开放式基金转化的条件	(139)
三、我国投资基金组织形态的选择	(141)
第二节 我国投资基金发展的品种结构模式	(141)
一、股票基金作为基金发展的主导品种	(142)
二、积极推进债券基金试点	(143)
三、基金品种设计的其他可行选择	(144)

第三节	我国投资基金发展的规模模式·····	(145)
一、	影响我国基金发展规模的因素·····	(145)
二、	我国基金发展规模分析·····	(149)
第四节	我国投资基金的监管模式·····	(150)
一、	建立和健全基金运作的动态监管体系·····	(151)
二、	建立和完善对基金管理人的监管制度·····	(153)
三、	完善基金信息披露制度·····	(153)
四、	完善基金外部审计监管制度·····	(154)
五、	完善基金管理人内部监管·····	(155)
第七章	投资基金发展的特征·····	(156)
第一节	投资基金与证券市场的稳定发展基本同步·····	(156)
一、	证券市场决定基金发展的空间和容量·····	(156)
二、	证券市场决定基金运作环境·····	(156)
三、	稳定的证券市场决定基金的投资收益水平·····	(157)
第二节	证券市场成熟度是基金扩大规模和发挥功能最 重要的前提条件·····	(157)
一、	证券市场的成熟度对基金规模扩大的影响·····	(158)
二、	基金发挥稳定股市的作用是以证券市场成熟为 前提的·····	(160)
第三节	证券市场成熟度是封闭式基金向开放式基金 转化的最重要前提条件·····	(162)
第四节	融资制度和基金品种收益水平决定一国主导 基金品种·····	(164)
一、	美国的直接金融制度有利于美国基金规模的扩大·····	(164)
二、	不同投资品的收益率是基金品种结构变化的根本原因·····	(165)
第五节	机构投资者和机构资金是投资基金稳定发展 最根本的保证·····	(167)
一、	美国养老金市场极大地促进了基金业的发展,是基金规	

模得以扩大的主要资金来源	(167)
二、保险资金的迅速增长并大量流入基金,是基金规模迅速扩大的另一重要原因	(168)
三、个人通过机构进行投资的比例明显上升,导致机构投资者在基金中的比重上升	(168)
第八章 我国投资基金发展中需要探讨的若干问题	(170)
第一节 目前我国证券投资基金的问题	(170)
一、基金立法问题	(170)
二、基金设立问题:由“审批制”逐步走向“注册制”	(173)
三、基金运作及监管问题	(174)
四、基金管理公司法人治理结构问题	(177)
第二节 中外合资基金管理公司问题	(194)
一、合资基金管理公司的组建形式问题	(195)
二、外资机构的资格问题	(196)
三、合资管理公司的业务范围和监管面临的问题	(197)
第三节 产业投资基金问题	(198)
一、产业投资基金的实质	(198)
二、遵循国际惯例和我国国情发展产业投资基金	(199)
三、对我国发展产业投资基金的思考	(201)
主要参考文献	(202)
后记	(205)

前 言

一、关于本书的选题

目前,我国的投资基金无论在理论上,还是在实践上都处于起步探索阶段。国内有关基金方面的论著和文章更多集中在投资基金的普及和一般理论探讨上,而对关系到我国投资基金宏观发展的一些重大问题,例如基金的发展时序、发展结构、发展规模等问题研究不多,认识不够。这或者是由于资料受限,或者是对这些问题的切身体会不够。也许是因为自身工作性质的原因,当我的导师萧灼基教授就博士论文的选题给我这方面的指导后,我对这些问题逐步有了较为深刻和清楚的认识,并将其作为博士论文研究的核心内容,进而形成本书的主体和框架。

如果仅仅从我国投资基金发展状况来研究这些问题,既受我国基金发展阶段性的限制,资料短缺,实践缺乏,视野狭窄,也难以借鉴国际惯例。基金作为证券市场的一个投资品种,随着我国市场体制的建立,必将越来越国际化、市场化。因此,在现阶段,从研究国际基金发展的角度,来探讨我国相关问题是必要的,可行的。因此,本书包括了国内和国外两部分。

二、研究的范围

本书涉及的主要问题包括:基金发展时序、发展结构、发展规模、基金监管;我国投资基金发展中的问题、发展原则与发展目标模式等。

基金发展时序是指基金发展的先后次序,发展的阶段性。具体

包括基金类型发展次序、基金组织形态发展次序以及基金品种发展次序。通过研究,探讨封闭式基金向开放式基金转化的必然性和转化的条件。

基金发展结构是指基金的投资者结构,基金资金的来源结构以及基金的品种结构。具体包括基金投资者中个人和机构资金及账户的比例结构,股票基金、债券基金和货币基金之间的比例关系。通过研究,探讨基金发展的主流投资者和主流资金及其发展趋势;主导基金品种的演进及其形成的深层次原因。

基金发展规模是指一国基金净资产总额。研究基金规模,主要分析基金规模和国民经济发展水平、金融业(银行、保险、养老金)以及证券市场(股指、市值、交易量)的相关性,找出影响基金发展规模的直接因素。

基金监管部分主要包括基金市场发达国家的基金监管的理论依据、法律制度体系、具体的监管制度和手段的阐述与研究,并对基金监管的国际惯例进行概括和总结。

国内研究部分是和国外上述研究相对应的。通过对国内现阶段市场发展状况的分析,探讨我国基金发展的时序安排、结构优化和适度的发展规模。为了使国内研究部分更全面系统,除上述部分,又对我国基金发展中的问题进行了深入的分析,对有关具体发展模式做了详细的设计和探讨,针对我国基金发展中存在的问题,提出了合理定位我国基金发展方向的基本原则。

三、研究的意义

也许是受长期计划经济的影响,我国证券市场的很多大的问题仍然带有很强的计划和行政色彩。例如,股票发行实行额度管理、指标管理,基金也不例外。我想,这只是暂时的,随着我国市场经济体制的建立与完善,这些终究会实现市场化管理。但是,需要考虑的是,这些问题的解决除了行政手段外,还应该有一些带有普

遍意义的市场规律,探讨和研究这些规律,对于我国基金的发展具有重要的借鉴意义和指导意义。

基金发展时序关系到我国基金发展起步阶段是否稳妥,有序。众所周知,开放式基金的发展是有条件的,那么,我国应在何种条件下发展开放式基金。如果在不具备条件的情况下发展开放式基金,则会对我国证券市场产生不利的影响。再比如,对基金的组织形态,我国的基金法规并没有明确规定。然而,哪一种形态更适合我国的国情,如果不做选择,也将影响我国基金业的发展进程。

基金结构问题关系到我国基金发展内在结构的合理性。基金是大众投资品种,但是,投资于基金的资金从何种渠道来,我国投资基金今后应侧重发动和依靠何种力量,在我国现有市场情况下,选择何种品种作为我国基金发展的主导品种,以适应我国国情和市场的需要,迅速发展我国的基金业,这是迫切需要研究的问题。同时,还应合理安排基金品种结构,使其协调发展。

基金规模问题关系到我国基金发展的速度。在一段时间里,基金的发展规模主要是由行政确定。但是,基金规模最主要的是要适度,否则,规模过大,欲速则不达;过小,既满足不了投资者的需要,又限制了基金的发展。因此,如何根据市场情况确定适度基金规模,或者使基金规模随市场的发展和需求而扩大,是直接关系到我国基金能否健康发展的问題。

我国基金监管时间短,不足2年;借鉴国外的先进经验和惯例,形成一套完整的有效的基金监管制度,是基金业发展的需要。由于我国对基金的推动和监管都带有浓厚的行政色彩,因此,完善我国的基金法规,依法治市,建立健全我国基金监管体系,依法监管是十分必要的。

如何评价基金在证券市场中的作用,国内外理论界也一直在探讨。对于这一问题,估计过低,影响对基金发展的推动力,也不符合实际情况;估计过高,人为赋予基金过多的重任,基金将不堪重

负,势必适得其反。因此,必须正确认识基金发展的各种问题,合理定位我国基金发展方向,确定我国基金发展原则。

四、研究的方法

本书国外部分主要选择了美国和日本两个有代表性的国家作为研究的重点。美国是世界基金业最发达的国家,其一国基金规模比全世界其他国家基金规模总和还大,发展也最为完善;研究任何基金方面的问题都无法回避美国基金业。选择日本是因为它属于东方国家,在文化、历史等方面都与我国有相近性。研究日本的基金发展情况,对我国的借鉴意义更突出。因为,基金作为一个大众投资品种,不仅和经济因素相连,也和文化、历史因素相关。

在具体研究方法上,我主要采用了统计方法,通过对时间跨度较大的统计数据的相关性判断,得出带有规律性的结论。

第一章 投资基金发展时序

第一节 基金类型的发展时序

从基金发展的历史可知,封闭式基金的产生和发展先于开放式基金。但是,封闭式基金先于开放式基金的原因何在?为什么封闭式基金逐渐被开放式基金所代替?这一转化的条件是什么?本节试图对这些问题进行探讨。

一、封闭式基金的产生与发展先于开放式基金

1868年,世界上第一只基金之所以产生于英国,主要是因为英国最早完成了工业革命,社会经济的繁荣和发展使人们的财富大幅度增加,并形成了一大批有产阶级。社会剩余财富的增长是投资基金产生的最基本的经济条件。

人们有了剩余财富往往会产生投资增值的愿望。但是,投资实业受到资本量和经营管理素质以及专业技术的限制,储蓄和投资债券,收益相对又不高;而投资基金是由专家理财,提供专业化的服务,能够比个人经营降低风险,又能获得与银行储蓄、各类债券预先确定收益不同的变动收益。因此,当人们有了承受风险的意识,并愿意追求更高投资收益的时候,投资基金便应运而生。

封闭式基金早于开放式基金,这已为各国基金发展历史所证明。但是,在投资基金产生初期,封闭式基金占主要地位既有历史原因,也有专业技术发展受限的原因。

在投资基金初创阶段,基金的投向主要是海外的实业和债券,投资期较长。从募集角度看,由于投资者缺乏对基金的认识,因此,

必须采取投资者容易接受和认同的简单形式募集资金,而封闭式基金资本结构和募集较为简单,适合基金发展初期的这种需要。从基金公司的角度看,投资基金缺乏良好的运作市场环境,基金经理希望没有赎回的压力,可以安心进行长期投资,基金运作更稳定,投资组合不会受到很大的影响。因此,投资基金发展初期的基金大都采用封闭式基金类型。

从投资运作的复杂性和专业性角度看,最初的投资基金只能采取封闭式基金形式,或者说,封闭式基金先于开放式基金发展是证券市场发展的必然结果。

开放式基金随时都可以向基金管理公司赎回,要求开放式基金的资产具有很高的流动性;开放式基金每天计算并披露资产净值,要求具有良好的会计清算制度。此外,在证券市场大幅涨跌的时候,如果基金投资者不成熟或是证券市场不成熟,开放式基金可能产生的巨额赎回,将对证券市场推波助澜。从管理技术看,基金经理也必须具备更高的管理水平。所有这些条件在基金发展的初期都不具备,或不成熟,因此,对封闭式基金类型的选择成为必然。

美国早期的投资基金基本上都沿袭了英国模式,基金类型主要以封闭式基金为主。据统计,1929年,美国共有89家封闭式基金,总资产29亿美元,占投资公司(management investment companies)总资产的95.4%,有53万持有者;开放型基金仅管理资产1.4亿美元,约占基金资产总额的5%,有5万持有者。

从基金发展历史看,1929年大危机葬送了封闭式基金,同时,为开放式基金提供了发展契机。

在20世纪20年代的经济繁荣时期,美国投资基金业也进入了高速发展阶段。当时,美国证券市场投机活动猖獗,许多封闭式基金也参与了投机和欺诈活动。大危机中,由于投资偏离谨慎原则,随着股票价格的急剧下跌,基金资产也大幅减值。同时,股票市场高涨时对公司股票价格的高估,也使得投资公司自身证券价格

急剧下降,尤其是具有财务杠杆结构的投资公司损失更为惨重。封闭式基金的普通股低于资产净值,优先股和债券的交易价则低于清算时的应得价值,许多公司不得不回购并注销自己的一部分股票。大危机使大部分的封闭式基金遭到毁灭。封闭式基金的惨重损失也使其失去了投资者的信任。

大危机后,随着美国对投资基金市场的清理和规范,尤其是1940年《投资公司法》的颁布,开放式基金获得迅速发展。到1945年为止,美国大约共有70家开放式投资基金,管理的资产超过10亿美元;而封闭式投资基金只有40家,资产额约10亿美元。开放式基金开始在证券市场上取代封闭式基金占据主导地位。

二、封闭式基金向开放式基金转化的原因与条件

从下表可以看出,1940年后,封闭式基金开始向开放式基金转化。这种转化从根本上有其历史必然性,具体说,既有内因,也有外在条件的作用。

表 1-1 1929~1994 年美国基金类型结构

单位:10 亿美元

年份	封闭式基金	开放式基金	封闭式所占比重
1929	2.9	0.1	95.4
1940	0.6	0.5	57.5
1950	0.9	2.5	25.8
1960	2.1	17.0	10.9
1970	4.0	47.6	7.8
1980	7.9	134.8	5.5
1987	20.5	769.9	2.6
1996	128.5	3539.2	3.5

资料来源: *The Economics of Mutual Fund Markets*, 1998