

学校编码：10384

分类号：____密级____

学号：200242019

UDC_____

学 位 论 文

中国证券投资基金制度供求研究

Research on the institutional demand and supply of
securities investment funds in China

林 先 锋

指导教师姓名：何孝星教授

申请学位级别：硕 士

专 业 名 称：金 融 学

论文提交日期：2005 年 4 月

论文答辩时间：2005 年 5 月

学位授予单位：厦 门 大 学

学位授予日期：2005 年 月

答辩委员会主席：_____

评 阅 人：_____

2005 年 4 月

厦门大学学位论文原创性声明

兹提交的学位论文，是本人在导师指导下独立完成的研究成果，本人在论文写作中参考的其他个人或集体的研究成果，均在文中以明确的方式表明，本人依法享有和承担由此论文而产生的权利和责任。

声明人（签名）：

年 月 日

内 容 摘 要

论文导论部分介绍了选题的背景和意义。新制度经济学的兴起为人们研究社会经济现象提供了一个新的视角，这种研究方法在经济转轨国家中具有特殊的意义。证券投资基金制度在我国发展的时间短，但变迁非常快，是研究制度的一个非常好的案例。现实中我国证券投资基金制度存在的缺陷使得本研究具有很强的现实意义。

随着我国市场经济改革的深入，特别是证券市场的成熟壮大，产生了对证券投资基金制度的需求。从 1991 年第一只基金产生至今，我国证券投资基金制度供给经历了市场自发制度供给到政府主导制度供给两个阶段。在自发供给阶段，利益集团的制度安排博弈使证券投资基金的制度收益分配主要倾向某些利益集团。政府在认识到证券投资基金制度的作用后，发挥政府制度供给的优势，推动我国证券投资基金制度的发展，证券投资基金进入快速发展时期。但是，证券投资基金制度依然存在许多缺陷，其中最突出的问题是基金管理人缺乏约束，基金持有人的利益难以得到有效保障。

美国完善的基金制度无疑是我们借鉴的对象，对美国证券投资基金制度供求的考察，笔者发现证券投资基金制度沿着降低交易成本的方向演变。借鉴美国经验，笔者提出我国应该通过需求与供给两方面来完善证券投资基金制度。

关键词：证券投资基金；制度；供求

Abstract

In the preface part, the author introduces the background and purpose of the research. The rise of neo-institution economy theory provides people a whole new way to study the social economy phenomena, and it's helpful to the country in the reform. The system of securities investment funds have developed for a short time but changed quickly, which is a good research case. The defects in the fund's system make the research meaningful both in theory and in reality.

We have the needs for the system of securities investment funds with the further reform of market economic in our country, especially with the maturity of the securities market. The system of funds has emerged spontaneously for a period after the first fund was introduced in 1991, and is now structured by government. In the spontaneous period, the institutional income of funds inclined to some interest group because of the power imbalance between the interest groups. In the second period, the government promoted the fund industry by its advantage of institution supply after realizing the function of the fund, which was the main reason that promoted the development of securities investment fund system. But the defects of the system of the fund have not solved yet, and the investment advisers subject to low restrictions and the interests of shareholders are not protected efficiently.

The efficient fund system of America has been the pattern that we should learn. The author thinks that the investment fund develops along the direction of reducing the transaction costs by investigation relation of supply and demand of the fund system of America. In conclusion, I propose that our country should perfect the system of securities investment funds through the power of demander and supplier.

Key words: securities investment funds; institution; supply and demand

目 录

导 论	1
1 选题的背景及意义	1
2 研究现状与研究的难点	2
3 本文的研究方法和主要创新点	3
4 本文结构安排	4
第一章 制度供求分析的框架	5
1.1 概念与范畴	5
1.1.1 制度	5
1.1.2 交易成本	7
1.2 制度需求—供给分析框架	8
1.2.1 制度需求分析	8
1.2.2 制度供给分析	10
1.2.3 制度均衡与非均衡	11
1.2.4 需求主导型制度变迁与供给主导型制度变迁	12
第二章 中国证券投资基金制度需求分析	14
2.1 证券投资基金制度的涵义	14
2.2 证券投资基金制度功能	15
2.2.1 节约交易成本功能	16
2.2.2 分散风险功能	16
2.3 中国证券投资基金制度需求的外部环境	17
2.4 中国证券投资基金需求的内因——降低交易成本	19
第三章 中国证券投资基金制度供给分析	23
3.1 中国证券投资基金制度演变历程	23

3.1.1 市场自发制度供给阶段	23
3.1.2 政府主导制度供给阶段	25
3.2 利益集团对中国证券投资基金制度供给的影响分析	26
3.2.1 证券投资基金制度供求中的利益集团	27
3.2.2 利益集团的制度选择	28
3.2.3 利益集团在中国证券投资基金制度供给中的正面作用	29
3.2.4 利益集团在中国证券投资基金制度供给中的负面作用	30
3.3 政府在中国证券投资基金制度供给中的作用	32
3.3.1 政府介入投资基金制度建设的理论基础	32
3.3.2 我国政府对证券投资基金的定位及政策扶持	34
3.3.3 我国政府主导着证券投资基金制度变迁	36
3.3.3 对我国政府介入证券投资基金制度建设的评价	38
第四章 美国证券投资基金制度供求对我国的借鉴	40
4.1 美国市场需求主导下的证券投资基金制度安排	41
4.2 美国证券投资基金制度供求演变的方向——降低交易成本	44
4.3 中国供给主导型制度变迁下证券投资基金制度的缺陷	48
4.2.1 外部监管制度存在的问题	49
4.2.2 内部治理制度存在的问题	52
4.4 对中国证券投资基金制度完善的建议	55
4.4.1 市场需求推动证券投资基金业发展	56
4.4.2 政府供给推动证券投资基金业发展	58
4.5 进一步研究的建议	62
参考文献	63
后 记	65

Contents

Introduction	1
1. Background and meaning of the topic.....	1
2. Present and difficult of the research.....	2
3. Methods of research and the innovations.....	3
4. Structure.....	4
Chapter one: Theory about demand and supply of institution	5
1.1 Definition.....	5
1.1.2 Institution.....	5
1.1.2 Transaction costs.....	7
1.2 Method of institutional analysis.....	8
1.2.1 Analysis of institutional demand.....	8
1.2.2 Analysis of institutional supply.....	10
1.2.3 Institutional equilibrium and institutional disequilibrium.....	11
1.2.4 Demand oriented and supply oriented institutional change.....	12
Chapter two: Demand analysis fund institution in China	14
2.1 Definition of securities investment fund.....	14
2.2 Function of the securities investment fund.....	15
2.2.1 Saving of transaction costs.....	16
2.2.2 Diversification of risks.....	16
2.3 Environments of demand for fund institution.....	17
2.4 Impetus of China institutional change of fund.....	19
Chapter three: Supply analysis of fund institution in China	23
3.1 Institutional change history of fund in China.....	23

3.1.1 Supply spontaneously.....	23
3.1.2 Supply by government.....	25
3.2 Influence of interest group on the institutional supply.....	26
3.2.1 Definition of the interest group.....	27
3.2.2 Choice of institution of the interest group.....	28
3.2.3 Positive effects of interest group.....	29
3.2.4 Passive effects of interest group.....	30
3.3 Role of government in the supply of fund institution in China.....	32
3.3.1 Theoretical basis.....	32
3.3.2 Function implied by government and policy support.....	34
3.3.3 Institutional change of fund leading by government.....	36
3.3.3 Appraisalment of the role of government.....	38
Chapter four: The American experiences and the suggestions.....	40
4.1 American demand oriented system of mutual fund.....	41
4.2 Trend of American fund system——saving transaction costs.....	44
4.3 Defects of China fund system oriented by supply.....	48
4.2.1 Defects of outer supervisal.....	49
4.2.2 Defects of inner governance.....	52
4.4 Suggestions to perfect fund system in China.....	55
4.4.1 Promotion by market demand.....	56
4.4.2 Promotion by government supply.....	58
4.5 Suggestion on further research	62
Bibliography.....	63
Postscript.....	65

导 论

1 选题的背景及意义

我国在 1991 年引入证券投资基金，但是由于对基金认识不足以及缺乏法律制约，发展非常不规范。1997 年 11 月国务院发布《证券投资基金管理暂行办法》，随着一系列相关法规的制订，证券投资基金进入了一个规范的快速发展时期。我国引入证券投资基金的主要目的是为了筹集资金、稳定资本市场，进而培育资本市场的发展。实际上，我国证券投资基金在证券市场中并没有发挥稳定作用，甚至对股市的波动起到推波助澜的作用，加剧了证券市场的不规范性，这就使“中国证券投资基金应该如何规范发展”的问题成为目前讨论的热点。

中国证券投资基金发展至今已有十几个年头，证券投资基金运行不规范，基金管理人缺乏约束，基金持有者的权益无法得到保护等问题一直得不到有效解决，存在这些问题的原因有思想上的也有经验上，有制度性的也有非制度性的。但是，制度上的缺陷却是最根本的。实际上，美国投资基金制度安排、结构在上个世纪发生了很大的变迁，变迁前后投资基金在美国证券市场起着截然不同的作用：在二十世纪三十年代前美国的基金制度不完善，导致投资基金成为资本市场不稳定的因素之一；四十年代后尤其是八十年代后，投资基金却成为证券市场的稳定力量和重要的金融机构。由此也印证了一句话：“有效的制度将个人经济努力引导到私人收益接近社会收益的活动上去”。同样，有效的证券投资基金制度应该是引导证券投资基金各参与主体（投资者、基金管理人和基金托管人）获得个体收益的经济努力成为促进经济发展的重要动力，而不是在损害对方的基础上获取利益。目前，我国证券投资基金制度处于快速变迁中，如何构建完善高效的证券投资基金制度成为现实的

需要。

正是对于以上这些问题的思考和现实的需要，本文将新制度经济学的制度供求理论引入到我国证券投资基金的制度分析中，探讨中国证券投资基金的制度缺陷，阐释了在什么样的制度供求关系下产生这些不完善的制度安排，并提出完善我国证券投资基金制度的思路与具体建议。

2 研究现状与研究的难点

虽然证券投资基金制度在西方发达国家已经成为一种重要机构和制度，但是从制度角度来研究证券投资基金的研究则很少，这主要是由于西方国家长期以来奉行市场经济原则，其金融制度包括基金制度具有市场主导的自然演进特性，无需强制构建，从而缺乏对投资基金制度及其变迁机制、方向研究的必要性。

与西方的市场需求主导制度变迁不同，我国证券投资基金制度变迁进入政府主导制度供给阶段，政府如何认识证券投资基金制度的功能以及对证券投资基金制度供给的思路将对我国证券投资基金变迁的路径起决定性作用。对投资基金制度的分析，目前国内有部分学者进行了尝试，并取得了一定的成果。例如，何德旭（2002）、李仲翔（2002）和杨晓军（2002）分别从制度变迁角度、信息披露角度和监管角度出发研究中国证券投资基金制度安排，并提出某些建设性的意义。但是，研究角度的选取使得这些研究甚少涉及到我国证券投资基金制度缺陷的根源。作为一个后发国家，西方发达国家证券投资基金制度的发展有许多成功与失败的经验教训，为何仍然需要“摸着石头过河”呢？为何选取缺乏效率的制度呢？本文认为这些问题的解决必须从制度的供求角度出发，分析利益集团在证券投资基金制度安排中的博弈较量，才能找到合理的解释。

当然，将证券投资基金制度作为研究对象存在着许多困难，主要是制度

在概念上的广泛性以及制度的核心概念——交易成本难以量化，这使得理论分析结果在实证中存在一些困难。另外，由于缺乏像美国投资者协会（ICI）这样的机构来专门收集、整理并出版证券投资基金的数据资料，国内各参考文献在数据上存在许多差异，这使得本文在数据资料收集上存在困难，加上作者水平有限使本文存在着许多缺憾。

3 本文的研究方法和主要创新点

笔者运用西方新制度经济学制度供求理论框架来规范本文的研究，全文贯穿了比较研究的分析方法——不同阶段、不同制度变迁模式和不同制度安排的比较，并使用了丰富的数据资料与案例来佐证理论研究的结果。

本文独辟蹊径从供求角度考察中国的证券投资基金制度，探讨中国证券投资基金制度不均衡的根源，并提出了一些具有创新意义的观点。

（1）许多学者对证券投资基金制度变迁分为诱致性制度变迁和强制性制度变迁，笔者认为对制度变迁的这种分类方法无助于发现制度供求矛盾的根源，无助于解决我国证券投资基金现存的一些制度缺陷，因此将证券投资基金制度变迁划分为需求主导型制度变迁与供给主导型制度变迁。

（2）为什么当一种制度的交易成本明显低于另一种制度的交易成本时，却选择了高交易成本的制度？我国证券投资基金制度创立时，为什么不选择开放式基金作为基金的主要形态？为什么现存证券投资基金制度安排的缺陷无法得到有效矫正？大多数的解释是现存制度安排“有利于缺乏经验的基金管理人控制市场风险，又有助于政府监管”，或者是“政府出于稳定证券市场考虑”。本文认为我国证券投资基金制度曲曲折折演变至今，而没有发挥后发优势，主要原因在于，我国证券投资基金制度变迁由制度供给主体主导，制度需求方与制度供给方力量严重不平衡，导致了在制度供求博弈中，制度安排偏向于制度供给者的利益而忽略了制度需求主体（主要是投资者）权益的

保护。有鉴于此，笔者认为政府应该在制度供给中体现经济主体的制度需求、顺应他们的制度需求，并且创造条件增强基金制度需求主体在制度变迁中所起的作用。

(3)对证券投资基金两种变迁方式——供给主导型制度变迁与需求主导型制度变迁的比较，笔者认为需求主导型制度变迁更有利于体现制度需求者的利益要求，是我国证券投资基金制度未来的变迁方向。结合我国证券投资基金业的现实情况，笔者提出当前我国证券投资基金制度发展应该由市场需求与政府主导两方面共同推进，并给出相关政策建议；而当证券投资基金业在不断的发展过程中积累、沉淀下完善的基金内部治理与外部监管后，应该由市场需求主导证券投资基金制度的变迁。

4 本文结构安排

本文的基本结构分为四大部分：

第一章主要做理论准备，引入西方新制度经济学的制度供求分析框架，并厘定几个主要相关概念，以便于后面的分析。

第二章分析证券投资基金的制度功能，并介绍中国证券投资基金制度产生的外部环境，分析中国证券投资基金的制度需求。

第三章将我国证券投资基金制度的供给历程分为市场自发制度供给和政府主导供给两个阶段，讨论并评价利益集团和政府在我国证券投资基金制度供给中的作用；分析得出中国证券投资基金制度缺陷的根源在于制度供求主体力量的不均衡。

第四章考察美国需求主导下证券投资基金制度安排特征，分析了证券投资基金制度是沿着减少交易成本的方向演变。针对我国证券投资基金制度安排上的缺陷，结合美国经验和第二、三章的分析结论，认为目前我国应该从需求与供给两方面推动证券投资基金制度的完善，并提出相关的政策建议。

第一章 制度供求分析的框架

新制度经济学的兴起与发展，为人们研究社会经济现象提供了新视角，它以制度为研究对象，使经济学回到了“本来的样子”。新制度经济学认为制度至关重要，制度重于一切，如果说天赋要素、资本、劳动和技术是经济理论的四大传统柱石，那么制度则是经济理论的另一柱石，而且是最重要的一个。

1.1 概念与范畴

“制度”和“交易成本”的运用非常广泛，每个人都有着自己的理解。为了便于分析，有必要首先对制度及相关概念进行定义。

1.1.2 制度

对制度的定义，不同时期、不同学派的学者解释并不一致。早期的制度学派代表康芒斯^[1]（1987a, p87）说过“制度的观念很难捉摸”，他把制度解释为“集体行为控制个体行动”、解决交易的“秩序”，他认为，社会中具体制度就是“运行中的机构”，它包括两个方面：

（1）机构即组织，“从家庭、公司、工会、同业协会到国家本身，我们称为制度。”

（2）机构的运行，即集体行动，包括无组织的习俗和有组织的行动。

新制度经济学家诺思^[2]（1992a, p195-196）认为：“随着专业化和分工的发展，交易规模扩大了，交易的复杂性也增强了，由于交易者人数的增加及信息的不完全和不对称，欺诈、违约、偷盗等影响正常交易的行为也增加了，为了有效防范这些行为，制度便应运而生，制度被制定出来规范人们的行为，明

确人们之间的关系，减少交易成本^①和交易中的不确定性，把阻碍合作的因素减少到最低限度，并使交易者形成合理的预期。”因此，他把制度定义为“约束在谋求财富或本人效用最大化中个人行为而制定的一组规章、秩序和伦理道德行为准则。”

T·W·舒尔茨^[3] (1991a, p253) 将制度定义为“一种行为规则，这些规则涉及社会、政治及经济行为”，并将制度归类为以下几种：（1）用于降低交易成本的制度，如货币、期货市场；（2）用于影响要素所有者之间风险配置的制度，如公司、保险、合约等；（3）用于提供职能组织与个人收入流之间的联系，如财产法；（4）用于确立公共品和服务的生产与分配框架的制度，如高速公路，飞机场，学校。

综上所述，我们可以把制度理解为人类相互交往的规则，它抑制着可能出现的机会主义和乖僻的个人行为，使人们的行为更可预见，并由此促进着劳动分工和财富创造。

除了对制度的一般化定义以外，为了分析方便，本文对制度的几个相关概念进行区分。

第一，制度环境与制度安排。制度环境是一系列用来建立生产、交换与分配基础的基本政治、社会、和法律基础规则，它相对稳定，一般情况下假设制度环境不变。制度安排指约束具体行为与关系的一套具体行为规则。制度安排是制度的具体化，与“制度”一词的通常使用含义最接近。本文对证券投资基金制度供求的分析侧重于基金具体制度安排的分析，而不是基金制度环境的分析。

第二，非正式制度与正式制度。制度可以分为正式制度与非正式制度。非正式制度是人们在长期的交往中无意识形成的，具有持久的生命力，并构成代代相传文化的一部分；而正式制度是指人们有意识创造的一系列政策法规，包括政治规则、经济规则和契约，从宪法到成文法和不成文法，到特殊

^①也译作“交易费用”，本文统一为“交易成本”。

的细则，最后到个别契约，他们共同约束着人们的行为。正式制度容易变迁，本文研究的制度侧重正式制度。

1.1.2 交易成本

交易成本是制度理论的基础，“制度理论是一个关于人类行为的理论结合一个关于交易成本的理论建立起来的，通过这两者的结合，我们就可以理解制度为什么会存在，以及它们在社会中起怎样的作用。”^[4]（诺思，1991，p37）由此，有必要对制度学家所常用的交易成本的概念进行探讨。

科斯在1937年发表的《企业的性质》一文，把交易成本定义为运用市场机制的费用，包括为获得准确的市场信息所需要付出的费用，以及谈判和经常性契约的费用。迈克尔·迪屈奇^[5]（1999，p29、44）把交易成本定义为三个因素：调查和信息成本、谈判和决策成本以及制定和实施政策的成本。巴泽尔^[6]（1997，p3）把交易成本定义为与转让、获取和保护产权有关的成本。而阿罗使交易成本概念更具一般性：“交易成本是经济制度的运行费用”^[7]（卢现祥，2003，p5）。

交易成本起因于所有权的转移，在鲁滨逊·克鲁索经济中不存在交易成本；同样，在一个完全集中决策的集体经济中也不存在交易成本，它将为管理成本所代替。在现代市场经济中，越来越多的资源被用作交易成本。

交易成本如同物理学中的摩擦力，没有摩擦力的世界是一种理想状态。科斯^[8]在《社会成本问题》（1991，p3-50）一文中提出著名的“科斯定理”：在市场经济中，若交易成本为零，无论权利如何界定，都可以通过市场交易达到资源的最佳配置。显然，现实经济生活中交易成本不可能为零，由此人们推出“科斯反定理”或“科斯第二定理”，即在交易成本大于零时，不同的权利界定会带来不同效率的资源配置。因此，交易成本的存在就成为制度起源的原因所在，制度的产生与变迁的目的在于降低交易成本。

1.2 制度需求—供给分析框架

传统经济学把“制度”这一稀缺要素抽象掉，注重研究产品及生产要素的“需求—供给”分析。新制度经济学把制度作为研究的基本单位，对制度需求与供给分析是其研究的主要方法。

1.2.1 制度需求分析

人类为什么需要制度呢？如果没有制度，没有保护人们财产权利的制度，人类将陷入“一切人对一切人的战争”（war of all against all）的霍布斯世界中。林毅夫^[9]（1991, p377）认为制度具有安全功能和经济功能，即“由于人的生命周期和他面对的不确定性，也由于人局限于知识、预见、技巧和时时间，人需要用制度来促进他与其他人的合作，从而为确保年幼和年老时的安全做好准备，拉平随时间而变化的收入和消费水平，并获得对风险和灾难的保障，即制度具有安全功能。制度存在的另一个理由是来自规模经济和外部效果的收益。作为生产单位的个人是太小了，以至于他不能把这些经济中的大部分收益内在化，为开拓这些收益需要有集体的行动，即制度具有经济功能。

因此，当现存的制度安排无法满足人们对制度的需求时，或者制度创新主体^①发现制度变革的收益大于其成本时，就产生对制度创新的需求，这一需求可能诱发制度变革，以一种新的更富有效率的制度安排取代旧的缺乏效率的制度安排。由此，笔者认为制度需求的概念可以从两个角度来阐述，在静态上，制度需求指由于人类的有限理性和机会主义倾向，人们需要现存的一些制度约束来稳定预期，促进合作；在动态上，制度需求指，随着外部环境的变化现存制度安排无法满足人们获得潜在收益，因此产生对新制度安排替代或完善旧制度的需求。

^①制度创新主体是指那些预见到制度变迁和制度创新能够带来“潜在收益”，因而发动和加入到制度变迁和创新过程中的个人、团体或政府。

Degree papers are in the "[Xiamen University Electronic Theses and Dissertations Database](#)". Full texts are available in the following ways:

1. If your library is a CALIS member libraries, please log on <http://etd.calis.edu.cn/> and submit requests online, or consult the interlibrary loan department in your library.
2. For users of non-CALIS member libraries, please mail to etd@xmu.edu.cn for delivery details.

厦门大学博硕士论文摘要库