

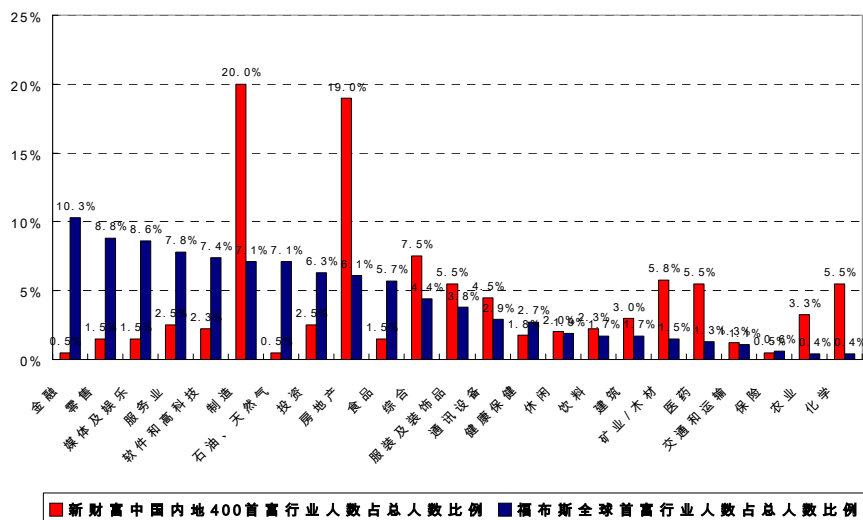
美国基金公司为何比银行创造更多富豪？

陈志武 文*

发表于《新财富》2003年4月

《新财富》推出“中国 400 首富”的价值表现在许多方面，其中最为重要的可能是帮助我们发现在中国的致富模式，帮助我们理解为什么有些行业更易让个人发财而另一些行业则不然。分析成功的模式不仅为社会中所有成员指明致富的道理与方式，而且也为下一步的市场制度改革提供有益的启示。尤其值得一提的是，时下人们更多看到的是中国社会贫富的差距，于是，讨论更多的是如何在表面上减少贫富差距。笔者认为，这种只注重收入“结果平等”的视角非常缺乏建设性。相反地，如果象《新财富》这样分析财富是怎样产生的、把他们成功的“秘诀”“公布于众”，让大家都受益，这样才在实质上更能让社会朝人人“机会平等”的方向迈进。一个公平、高效的社会应更多侧重“机会平等”，而不是简单的“结果平等”。因此，通过了解个人财富的行业分布以及其形成的制度环境原因，我们能更明确如何让更多人有机会创业致富的机会。

图一：行业首富人数占总人数比例的比较



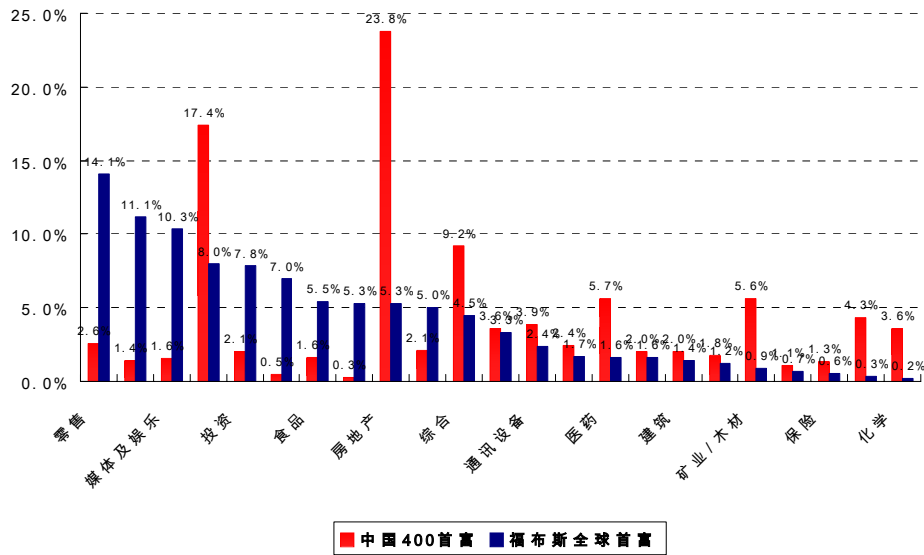
中国与全球首富的行业比较

图一给出《新财富》“中国 400 首富”和《福布斯》“全球首富”的行业分布情况。

* 作者为美国耶鲁大学管理学院金融经济学教授，清华大学经济管理学院特聘教授。作者感谢冯玉对本文的帮助。

从图中看到，在中国，20%的首富来自于房地产业，18.8%来自制造业，6.8%来自矿业，6.3%来自化工。因此，仅这四个传统行业就占了 400 首富的 51.9%，超过一半。由于中国经济的比较优势主要在于制造和其他传统工业，这种分布结局实为预料之中。另外，这些行业也是到目前为止市场化程度较高的行业，因此市场化程度的高低也是决定一个行业的致富机会多少的主因。相比之下，以美国为主的全球首富行业分布中则分别以金融业(10.3%)、零售业(8.8%)、媒体娱乐业(8.6%)、服务业(7.8%)和软件与高科技业(7.35%)领先，该五个行业占总富豪人数的 44.9%。值得注意的是，这五个行业均不是以制造“硬”设备为主，都是以无形资产、提供“无形商品”而突出。

图二: 行业财富占总财富比例的比较



如果从财富总额的行业分布看，中国与美国的差别则更显著。图二中看到，在中国仅房地产(23.8%)和制造业(17.5%)就占了 400 首富总财富的 41.3%。而在美国，零售业的首富拥有全球首富总财富的 14.1%，软件与高科技业占 11.2%，媒体与娱乐业则拥有 10.33%。这些差别进一步证实，在中国到目前为止房地产和制造业是最主要的发财行业，但美国最好的创业致富机会则在“无形资产”、服务性行业。

特别值得注意的是，在《福布斯》首富榜上金融业的富豪基本以基金公司创始人为主，而不是以银行家为主。比如，金融行业排第一的首富是 Abigail Johnson 女士(全球富豪榜排第 25，财产 82 亿美元)，她从父亲(Edward Johnson，全球富豪榜排第 72) 手中接过美国最大的共同基金管理公司 —— 富达 Fidelity Investments。在金融行业中排第 2 的是对冲基金大鳄乔治·索罗斯，他的财产为 70 亿美元，在全球榜上排第 38。以杠杆收购、资本运作而出名的卡尔·爱康(Carl Icahn)在全球榜上排第 48，财产 58 亿，他的财富来自于成功经营私募基金 —— Kohlberg Kravis Roberts & Co。另一个以杠杆收购为主的私募基金创始人 Tom Gores，其 15 亿美元财富在全球榜上排第 278，他运作的基金是 Plantinum Equity。

相比之下，中国 400 首富中只有两位是金融行业：张杨(排第 61，财产 11.68 亿)

和王栓红(排第 312, 财产 3 亿元)。其中, 王栓红的格林集团以期货经纪起家, 部分业务是房地产开发。张杨的“国中控股”于 2001 年 3 月买进一家证券公司。因此, 中国 400 首富到目前与金融业关系不大, 更不用说靠创办基金公司致富了。

以上这些对比除了说明中国的行业格局与比较优势跟其它国家有别之外, 同时也指出中国创业者可能的努力方向。这些年的发展使中国社会财富普遍增长, 这不仅意味着对非物质性消费需求会继续增加, 进而创造更多的服务性创业机会, 而且对金融理财、证券投资管理服务的需求也会越来越多, 这为中国的 Johnson 和索罗斯的出现创造了条件。但是, 我们是否已具备个人资本进入基金行业的制度和政策环境呢?

实物商品与金融服务的本质差别

到今天为止, 跟其它金融业务一样, 即使个人资本要进入基金管理行业, 也只能通过一些控股结构性安排才能实现, 或者以“灰色”形式存在。既然辛辛苦苦通过一些结构性安排后私人资本还是可以进入基金和其它金融业务, 那么何必不直接开放这些领域呢? 保留这些障碍只会增加创业成本。

实际上, 除了目前政策上的壁垒之外, 基金与个人理财行业的发展至少还面临着几方面的障碍。首先, 目前还不具备基金公司赖以发展的司法与诚信环境。这听起来象套话, 但如果我们再看一下图一和图二, 我们会发现之所以房地产、制造业、化工、矿业、医药、服装业会更容易产生中国的首富, 也是因为这些行业生产、销售的产品是看得见、摸得着的实物。实物商品市场最容易发展、对法律和诚信的依赖也相对较少, 原因是如果交易的内容是有形、有色、有味的实物, 则买卖双方信息比较对称、买方不容易受骗, 道德风险相对较小。在这些情况下, 市场交易显然不需要太多的法律保障与诚信基础。这就是为什么即使是在没有法治的国家里实物市场照样可发展起来。

可是, 也恰恰因为这一特点, 没有法治的国家里可能也只能发展实物商品市场, 而无法开发出有规模的以知识产权或诚信为基础的“无形产品”市场。当基金公司出售股份时, 交易的内容不是有形的实物, 而是一份金融合同、一纸票据。这几年关于上市公司治理问题的讨论很多, 对大股东掏空小股东、管理层侵害股东资产的问题已有很深的认识。其实, 至少多数上市公司从事的是实业, 它们的投资资产是有形的厂房、设施等不动产, 因此即使大股东或管理层掏走这些不动产, 他们也不能将这些不动产很快变现。一旦这些掏空行为被发现, 或许还来得及追回, 所以上市公司不动产的不流动性反而成为大股东掏空中小股东利益的障碍。相比之下, 证券投资公司持有的资产是随时可变现的流通证券, 如果基金公司掏空变现后的股东资产, 那么现钞是不好追回的, 这使潜在的道德风险大大增加、对诚信与法律的依赖也随之加强。当投资者挑选证券基金时, 基金公司的透明度和所提供的信息的准确性就变得更重要; 当基金投资者的权益受到侵害时, 司法救济就更为必要。因此, 跟股市本身比, 基金业的发展更是离不开独立、可靠的司法和开放、自由的新闻媒体。而这几方面又恰恰是中国目前所欠缺的。因而, 如果连股票市场得以发展的司法与诚信环境都还欠缺, 要大规模地发展对法治与诚信更为依赖的基金管理业恐怕是更远的事。

宏观经济学者往往称，之所以发展中国家侧重实物商品制造业，是因为这些国家的劳动力便宜，而发达国家的劳动力贵，所以它们更应侧重高价值的无形资产的创造。这种逻辑显然很有道理。可是，芝加哥大学的几位教授发现：其实，即使那些对产权保护不好（即，无法治）的国家想要侧重发展高价值的无形资产行业，它们也无法如愿以偿，道理如上所说。结果，法治水平不高的发展中国家只好侧重实物商品制造，而以法治为特色的发达国家则更侧重金融业以及高科技行业（图一和二）。

可能正因为基金行业的潜在道德风险与掏空风险特别高，目前证监会对基金公司的管制费之细，从基金销售到基金的管理、到基金的投资组合、到基金的交易程序等均受到证监会的严格管制。如果必须由行政部门这么辛苦地扶持、管制来发展基金业，那么难以想象这个行业能有多少发展的空间。

股市发展与退休金立法对基金业的影响

股市自身的发展自然是基金公司发展的先决条件之一。基金股份可看作是股市的一种衍生证券(derivative securities),它是靠购买基础证券(primitive securities)来形成投资组合，然后将投资组合以股份的形式出售。不管是开放式基金、封闭式基金，还是对冲基金，都可以从衍生证券的角度来理解。在历史上人们推出过多种期货、期权和其他衍生证券，但结果是有些期货合同(比如，石油期货、股指期货)能长久交易活跃，甚至能持续到今天，而另一些期货则生命不长即消失。究其原因，学者们发现决定一种衍生证券成败的最重要因素是：其依赖的基础证券市场必须很活跃，并已发展得很好。换句话说，在中国基金业能有快速发展之前，股票市场必须先已发展好、交易活跃，对股票的需求高、对股市有足够的信心和信赖。否则，基于股市之上的基金市场就无从谈起。

基金管理在美国也是金融行业中最新的领域，这或许能说明为什么 Fidelity Investments 的创始人 Johnson 家族和对冲基金先驱者乔治·索罗斯分别是今天全球金融业第一、第二最富的。相比之下，银行业、证券经纪、保险等却更为传统、有着漫长的发展史，因此在这些老金融业务中就很难创造出更多首富。

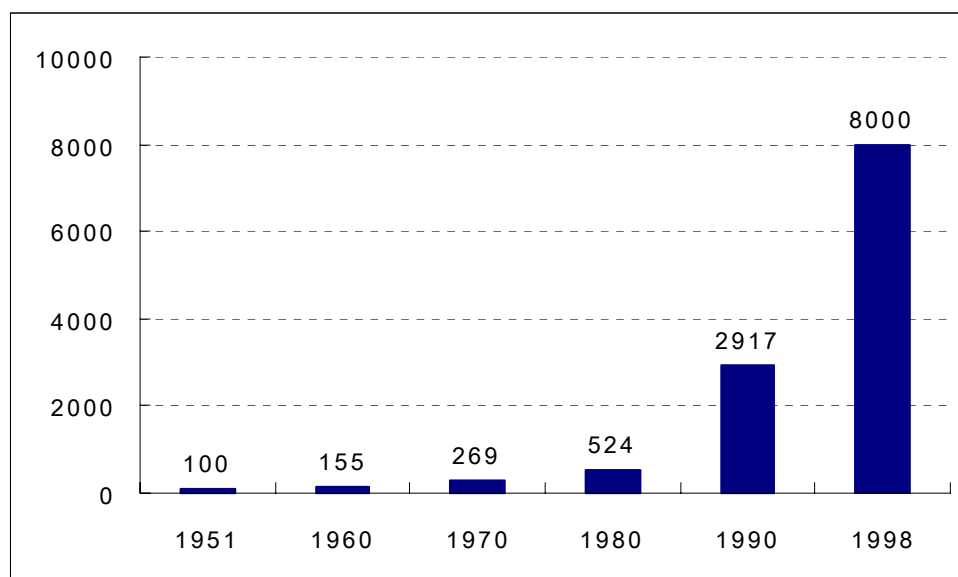
在美国，最早的共同基金(也称开放式基金)是“麻省投资者信托基金”(Massachusetts Investors Trust),成立于1924年3月21日。一年之后其投资者增至200人，所管基金额长到39.2万美元。到1929年股灾之前共同基金有过一些发展，但随着1929年大股灾的发生，整个基金业跟着股市一起进入长久萧条。到1951年时，全美的共同基金数量差不多为100家，持有基金股份的人数为一百万左右。此间，直到1940年之前，整个基金行业除了受1934年的“证券交易法”和1933年的“证券法”约束之外，并无特别为基金业而立的法律，更没有专门对基金业的行政管理制部门。1940年美国国会通过了“投资公司法”才正式明确了基金管理的法律框架，并授权美国证监会监管基金业。

Fidelity Investments 成立于1946年。很显然，现在掌握这个全球最大基金公司的 Abigail Johnson 的父亲 Edward Johnson，在当年看准了基金管理所蕴涵的商机。尽管 Fidelity 今天管理的各类共同基金超过150家、资产超过一万亿美元、基金股东数超过一千七百万人，但在1946年时该行业的未来却充满变数。一方面，二

战刚结束，许多从前线回来的士兵开始成家立业，他们显然会为自己的后代教育和未来养老而存钱投资，由于他们中间多数人无股市投资知识和经验，因此对基金管理服务的需求必然很大。另一方面，到 1946 年时股市水平仍没有恢复到 1929 年股灾前的水平，整个股市仍不十分景气，这对新开业的基金公司确实是一负面因素。再一方面，对于 Edward Johnson 和他的同行们来说，美国社会到那时还并不了解基金管理的作用和好处，因此，何时社会能更认同基金也是一大变数。

到 1960 年初，全美共同基金数也只不过 155 家（见图三），所管资本共 158 亿美元。十年后，基金数目增至 269 家，共管资金 483 亿美元。到 1980 年初基金总数为 524 家，共管资金 945 亿美元。

图三：美国历年的共同基金数



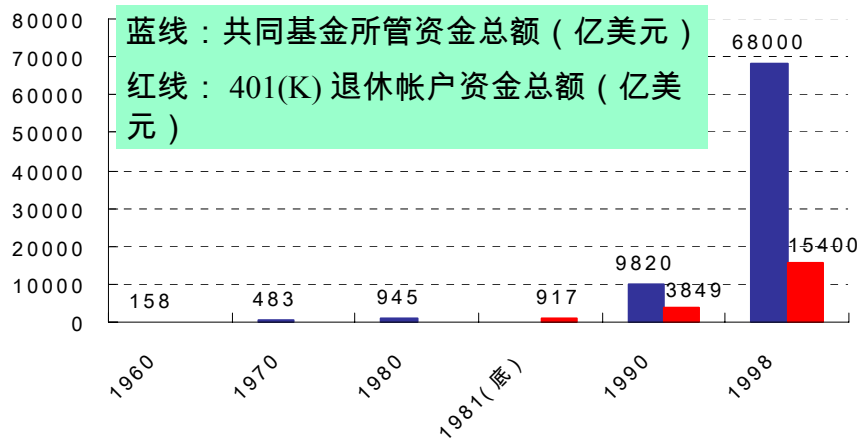
美国基金业的最大里程碑事件应该是 1978 年国会通过法案，允许公司雇员将每月工资的一部份在税前放入退休帐户，然后投入各类基金，这就是所谓的 401(K) 退休帐户(这种帐户的钱只能投入基金，“401(K)”这一名称是因为美国税法的第 401(K) 小节确定了这类帐户的规则)，该法案于 1980 年 1 月生效。之后，1981 年国会再通过法案，允许每个人建立“个人退休帐户”(Individual Retirement Account, 也称 IRA)，放入 IRA 帐户的钱也是税前收入，只要是退休后才把这些投资变现，那么不管这些投资挣多少都可享受税率优惠。到 1981 年底，共有 754 万人拥有 401(K) 退休帐户，这些帐户投入各类基金的总额为 917.5 亿美元（见图四）。

时至 1990 年初，开放式基金数猛增到 2917 家，所管资产为 9820 亿美元。与此同时，拥有 401(K) 退休帐户的人数达到 1954 万人，他们投入基金的金额为 3849 亿美元，约占所有开放式基金管理的资本的 40%。

到 1998 年底，共同基金数已超过 8000 家，所管资金约为 6.8 万亿美元，其中约

54%的资金投入股市，39.5%投入债券，这些基金持有的股票约占美国上市公司总市值的20%。截止1998年底，约有3715万人拥有401(K)退休帐户，他们共投入1.54万亿美元到各类共同基金公司（图四）。

图四：美国共同基金所管资金与401(K)退休帐户资金总额



当然，伴随着401(K)和IRA退休帐户的飞速增长，加上80年代和90年代国会的多项鼓励老百姓为养老而存钱投资的立法，不仅使基金管理业猛长，而且也使整个股市上涨。道琼斯指数在1978年时为805点，到1981年底为1211点，1990年底为2633点，1996年底为6448点，1998年底为10021点。因此，90年代的科技股泡沫实际上与退休金立法、基金业的增长也不无关系。

对冲基金的发展历史则更短。虽然索罗斯的“量子基金”并不是第一家对冲基金，但1968年成立的“量子基金”的确为对冲基金的广泛认同和知名度贡献非凡。从1968年成立到2000年4月关闭的三十一年间，“量子基金”平均年回报率超过30%。如果在1968年成立时将一万美元放入该对冲基金，那么到2000年4月时则变成了4200万美元。这过程中当然也使其创始人索罗斯的财富巨增到70亿美元。有了象“量子基金”、“老虎基金”这些成功故事之后，80年代和90年代对冲基金行业也逐渐增长，到今天对冲基金数量也不低于8000家。

美国共同基金业和对冲基金业在近四、五十年的高速增长更进一步证明了“时代造英雄”的道理，每次新的事业的出现就意味着新一批富豪的诞生机会。但，这种创业机会是否真的能成为现实，在很大程度上也取决于一个国家的创业制度、政策环境。在共同基金发展的早期，美国政府基本不对基金公司作任何管制，不为其设置行政障碍，允许该行业相对自主地发展。即使到今天，比如说，基金公司并没有任何底线注册资本的要求。相比之下，按中国证监会《证券公司管理办法》第十三条，当证券公司设立投资管理子公司时，底线注册资本为五亿元，设立这种注册资本的实际效果不多，它并不能起到分辨“好的”和“坏的”基金管理公司的作用、不能把好“质量”关，它反而阻止了一些能人进入该行业，妨碍人们创业致富。

美国对冲基金行业的行政监管更是甚少：只要你是针对财富超过百万美元的个人和法人“私募”资金，而且参股你的对冲基金的人数不超过一百人，那么你就不受到任何行政管制，你可自选向美国证监会备案，但这不是强制性的。这种宽松的、最小限度的监管为各位创业者提供了成本最低的致富环境。鉴于此，对正在兴起的中国私募基金业、MBO 基金、民间金融机构，是否也应该给他们一次自身充分发展的机会，而不是从一开始就又把他们的“管死”呢？