

我国应积极进行开放式基金的试点

张 健

今年以来,我国陆续推出新基金入市,此后又给予新基金配售新股等一系列优惠政策支持,显示了管理层大力发展我国基金业,培育理性机构投资者,以稳定我国证券市场的决心。近期推出的基金类型都是封闭式基金。在我国证券市场尚不完善、投机气氛较

浓厚、投资者还不成熟的环境下,封闭式基金可以防止市场非理性行为对基金的冲击,有利于基金的稳定运作。但是,从长远来看,开放式基金代表我国基金业的发展方向。在当前我国证券市场具备一定基础的情况下,积极进行开放式基金的试点具有积极意义。

一、开放式基金在制度安排上优于封闭式基金

我国现有基金都是封闭式基金。封闭式基金发行期满,一经成立即行封闭,封闭期内不再接受投资者认购、赎回。这种制度安排,有利于基金管理人进行经营管理,但同时,投资者却无法再直接向基金管理人认购、赎回其受益凭证。由此可见,封闭式基金存在着难以克服的内在缺陷,不利于其长远发展。

首先,封闭式基金在制度安排上弱化了投资者对基金管理人的约束作用,不利于保护投资者的利益。《证券投资基金管理暂行办法》(以下简称《暂行办法》)的出台和证监会对基金运作管理的加强,在法律机制和政府监管上对投资者的利益给予了一定的保护。但这是一种外部的保护,一般对违法和重大违规行为才具有明显的作用。投资基金是在市场环境下运作的,在开放式基金中,投资者能够根据市场行情的变化随时进行认购和赎回的操作,由此对基金运作加以强有力

的监督和约束,对自身利益具有更为直接、有效的保护作用,同时也会对基金管理人形成强大压力,促使其积极经营管理。但是,封闭式基金对投资者不能赎回受益凭证的限制,却使其无法运用这一有效的约束机制。即使在有些基金因其管理人经验不足、经营管理能力差或者其他人为因素而导致业绩不佳时,投资者也只能通过二级市场来间接影响基金管理人,而不能直接运用赎回机制对基金管理人形成强大的约束和压力,促使其积极改善经营管理。由此造成投资者的利益不能得到及时、充分的保护,一定程度上打击了投资者投资于基金的积极性,不利于基金的长远发展。

其次,封闭式基金在制度安排上弱化了对基金管理人的激励作用,不利于发挥基金管理人的积极性。由世界证券市场发展经验来看,在一国证券市场初期,投资者对一

种金融创新品种收益性的需求远大于对安全性和流动性的需求。随着市场投资者的不断成熟和趋于理性,对安全性和流动性的需求会越来越重视。对基金管理人而言,激励因素从根本上说是个经济问题。在投资基金的制度安排上,不但要充分保护投资者的利益,还应在基金规范化运作的基础上切实解决对基金管理人的经济激励问题。在开放式基金中,优秀的基金管理人通过积极有效的操作运营取得较好的业绩,可以吸引更多的投资者前来认购,从而扩大其基金规模。而基金规模的扩大有利于分散投资风险和参与大额投资,提高投资的平均回报率,使其业绩继续增长。这样就形成一种良性循环,促使基金规模不断扩大,认购的投资者越来越多。而开放式基金管理人的报酬是在投资者首次申购和赎回时,以提取手续费的方式来获得的。因此,其收益能够随着基金业绩的增长和基金规模的扩大而不断增加,这对基金管理人具有很大的激励作用。但是,封闭式基金的规模却是固定的,基金管理人的报酬与基金经营业绩不能呈现完全的正向相关性,达不到开放式基金中的激励作用。在封闭式基金中,能力强、经验丰富的基金管理人通过其积极经营取得较好业绩时,基金资产净值会相应增长,但不能接受其他投资者的认购,基金

规模不能扩大。管理人的报酬按照基金资产净值的一定比例提取。但根据《暂行办法》规定,基金收益分配应当采用现金形式,每年至少1次。基金收益分配比例不得低于基金净收益的90%。由此可见,封闭式基金每年在收益分配后,其资产规模又回到原来的水平,基金管理人在年复一年地做“圆周运动”,其提取报酬的基数不能持续增长。因此,封闭式基金管理人的报酬与其付出的努力和承担的风险是不对等的,这对管理人经营的积极性也是一个打击,同样不利于投资基金的长远发展。

由上可见,封闭式基金在约束机制和激励机制上均不够完善。从基金对国民经济的贡献来看,封闭式基金这种制度上的缺陷,将导致资金不能及时流向绩效优异的基金,使资金不能投向具有较高收益或效益的产业,从而造成资源的浪费。而开放式基金则体现了较为成熟的约束和激励机制,具有很强的自律性。通过开放式基金在证券市场中的运作,可以使资金及时流向效益好的产业,促进资源的合理配置。因此,从长远观点看,开放式基金是我国基金业的发展方向。在我国证券市场发展到今天这样的情况下,笔者认为,我国应积极进行开放式基金的试点工作,这对我国证券市场的发展具有深远的意义。

二、开放式基金试点具备基本条件

从我国宏观经济发展来看,日益增长的国民经济为我国开放式基金的发展奠定了坚实的基础。近几年经济的高速发展,居民收入增长很快,截至1998年6月底,城乡居民储蓄存款余额达到49948亿元,为我国投资基金的发展提供了充足的资金来源。从政策环境看,今年以来,我国采取了一系列金融政策以刺激内需,如降低存贷款利率、降低准备金率等。金融政策的实施客观上起着引导居民储蓄向投资转化的作用,随着银行利率的

连续下调,特别是第五次中长期利率的大幅下调,居民的金融资产结构已不能提供较为满意的回报,居民投资储蓄行为开始由低风险、低收益的储蓄转向风险、收益较高的直接融资工具,这为我国开放式基金的试点提供了源源不断的资金供给。

目前,我国第一部全国性的基金法规《暂行办法》已经出台,《证券法》年底也将可能出台,我国基金业发展的法律架构正在逐步完善,这为我国开放式基金的试点提供了必要

的法律保障。《暂行办法》第55条第2款：“‘开放式基金’，是指基金发行总额不固定，基金单位总数随时增减，投资者可以按基金的报价在国家规定的营业场所申购或者赎回基金单位的一种基金。”对开放式基金作出了明确的规定。

当前我国金融体系改革已明确了银行、证券、保险分业管理的目标模式。人民银行将对证券机构的监管职能全部交给证监会。对基金业来说，《暂行办法》第5条：“基金的设立，必须经中国证券监督管理委员会审查批准。”明确了证监会对投资基金的监管职

能。近期，证监会对投资基金的管理渐趋完善，采取的政策措施充分体现了在发展中求平衡的指导思想，从近期给予新基金配售新股的优惠政策，我们也可以看出管理层对新基金的重视和通过基金稳定市场的战略考虑。

此外，我国基金业经过数年的发展，拥有了较为完善的软硬件技术基础，积累了大量的经营管理经验，培育了一批具有较高素质的基金管理人才，这些都为我国开放式基金的试点提供了基础条件。

三、开放式基金试点的模式设置

从我国基金业的发展来看，在经历了初期的不规范发展之后，随着《暂行办法》的出台，管理层开始有步骤地推出规范化的新基金入市，目的是培育理性的机构投资者，引导广大投资者走向成熟，进而稳定证券市场，促使我国证券市场朝着规范、健康的方向发展。在这种大趋势下，进行开放式基金的试点，应从长期稳定发展的基本思路出发，在一开始的制度安排上就能够保证其稳定和规范地运作，确保试点工作的顺利进行，为以后开放式基金在我国的良好发展奠定坚实的基础，真正促进证券市场的健康稳定发展。

我国目前的股票市场规模偏小，市场中存在许多结构性问题，国有股、法人股无法进入二级市场流通；A股、B股并轨涉及到资本市场国际化问题等。从市场中的投资者来看，投资行为表现出较大的盲目性。不成熟的股票市场是开放式基金试点的现实基础，在不完善的市场条件下试点开放式基金，如果一开始就采用国际通行的做法，在股市波动较大的情况下，投资者会产生蜂拥认购和赎回的现象，基金市场的急剧膨胀和收缩是不利于开放式基金的健康发展的。因此，在试点初期应当在规范化运作原则的指导下，

采取一定的技术手段进行控制，以保证试点工作的顺利进行。

1. 规模设置 从国际基金业的状况来看，开放式基金的规模一般比较大。例如，美国共同基金的规模一般在1000万美元和超过100亿美元之间。1000万美元到1亿美元的属于小型基金；1亿美元到5亿美元的属于中型基金；5亿美元以上的是大型基金；另外还有100亿美元以上的超大型基金。大型基金具有规模经济效益，较低的费用率可以带来较高的投资绩效。经营大型基金的管理公司通常吸引力较强，有实力高薪聘请优秀的基金经理。而且，规模较大的基金在股市动荡时具有较强的抗风险能力，这对我国开放式基金试点能否成功是很重要的。

国家信息中心最近的一份研究报告认为，今后几年，从我国国有企业对直接融资的需求来看，直接融资速度将明显快于GDP增长速度，我国股市将进一步扩容。预计到1998年底股票市值将达到22000亿元人民币，在这样一个总市值规模的基础上试点开放式基金，从稳定市场和抗风险的角度出发，基金首先就应当具有一定的规模。笔者以为，试点开放式基金的初始净销售额宜高于

新设立的封闭式基金的20亿元规模,应大致与美国共同基金的中等规模基金类似,并在以后的发展中逐步扩大自己的规模。

2. 认购和赎回场所 在开放式基金申购和赎回场所的设置上,根据《暂行办法》第14条:“开放式基金只能在符合国家规定的场所申购、赎回。”第15条:“经批准设立的基金,应当委托商业银行作为基金托管人托管基金资产……”由此看来,试点开放式基金的申购和赎回场所可以利用证券经营机构和托管银行的营业网点进行。考虑到试点初期,商业银行尚缺乏证券清算过户经验以及其他一些问题,试点的开放式基金宜利用证券交易所联网证券经营机构的营业网点进行“柜台交易”。这样具有效率高、操作公开、范围广泛的优势。同时可在托管银行营业网点中,选择经营管理基础较好的进行试点。以后随着运作经验的不断丰富和发展,逐渐拓展商业银行的营业网点,充分发挥商业银行网点多、客户群体庞大的优势。同时,商业银行也可以不断开发新的业务,例如,储蓄存款自动投资计划业务,电话交易服务,支票签发服务等,以进一步吸引投资者,使开放式基金真正成为广大城乡居民的投资理财工具。

3. 市场趋势变动中的基金运作安排

从世界开放式基金的运作实践中可知,在证券市场不发达、市场投资者不成熟的环境中,开放式基金的操作难度比较大。当股市有较大动荡时,投资者的大规模认购和赎回行为会严重影响基金的业绩。因此,试点时要充分考虑这种风险,并根据市场运动趋势分别妥善处理。

(1) 市场趋势分析。股票市场的价格时刻处于变动之中,价格的变动是沿着一定的趋势运动的,该趋势即是市场运动的方向。根据道氏理论,股市在任何时候都存在着三种运动,即主要趋势、次要趋势、短暂趋势。这三种运动相互影响,形成股市复杂的运动方式。三种趋势最大的区别是时间的长短和

波动幅度的大小。主要趋势是连续一年或一年以上的趋势,是趋势的主要方向。次要趋势是主要趋势进行过程中局部的调整和回撤,它不改变主要趋势的发展方向,一般几周几个月不等。短暂趋势是日常的价格波动,通常是6天以内的股价变动趋势。按照《暂行办法》规定,试点中的开放式基金以股票市场的上市股票作为主要投资对象。把握股市的各种趋势并分别采取不同措施,可以有效控制试点过程中投资者的非理性行为对基金业绩严重冲击的风险。

股票市场是经济变动的“晴雨表”,股市的主要趋势反映着国家的经济情况。1998年以来,我国综合运用财政、货币政策推动经济发展的良好态势,将使我国股市的主要趋势呈现上升的运动趋势,这个大趋势对试点开放式基金是非常有利的。

(2) 下降趋势时的资金拆借支持。按照股市运动规律,在上涨的主要趋势中也会出现中期回档下跌,它是主要趋势的必要整理形态,一般持续几周几个月不等。在这种短期下降趋势中,开放式基金的投资者有可能要求大量赎回其持有的受益凭证。当基金日常用于赎回的准备金不足时,为切实保障投资者利益,保证基金试点的顺利进行,应当允许基金管理人为应付赎回之需而短期拆入资金。否则,基金管理人大量抛售股票,不但使基金损失惨重,而且会进一步加剧股市的动荡。

(3) 短期震荡中的赎回机制安排。影响开放式基金试点顺利与否的还有股市的短暂趋势。在我国投资者尚不成熟的条件下,短期的股价剧烈波动,易导致投资者蜂拥认购和赎回基金单位的情况发生。对运作每日都可以认购和赎回基金单位的开放式基金,我国目前还不具备这个条件。因此,试点初期宜采用延长开放式基金每两次赎回之间期限的方式来控制风险,期限设置应与短期趋势的持续时间接近,目前以一周为宜。以后随

随着我国证券市场趋于理性和成熟,基金管理人和托管人的经营管理经验逐步成熟,再逐步缩短每两次赎回的时间间隔,最后到每日都可以认购和赎回的国际通行方式。同时,在每次赎回时,对当天可以赎回的基金单位总数占已销售基金单位总数的比例也应作一个限制(例如10%),凡因此限制未能在当天赎回的基金单位可以在下一次赎回时间赎回。这样,运用时间的因素可以有效地将短期趋势下市场不理性对基金造成的危害降低,有利于试点工作的顺利进行。

4. 税收政策 我国关于投资基金是否要承担税负以及有无优惠政策等的法规尚未出台。目前,我国投资基金及投资者都不缴纳所得税,也无资本利得税。根据《暂行办法》的原则,我国设立的开放式基金应是契约式基金。契约式基金不具有法人资格。从世界通行惯例看,各个国家或地区的税法一般都规定契约式基金免税。但对投资者来说,其从基金分得的收益以及有关基金券的买卖应依法纳税。以日本为例,日本规定其基金不被视为法人,不必缴纳所得税,但对基金投资者规定了分离选择课税制度,其内容是:(1)当受益人为个人时,投资股票、债券基金的利润必须缴纳35%的所得税,而受益人转

让受益凭证的利润可以不缴税,但必须缴纳证券交易税,其中,股票基金和投资债券转让交易税率为0.45%。(2)投资者可以享受小额储蓄的免税优惠,若投资股票基金在300万日元以下,其收益可以免税,但若投资债券基金,在其投资额连同其他储蓄额不超过300万日元时,可以免税。(3)受益人为法人时,从基金中获取的分配利润和偿还金必须缴纳20%的所得税,同时还需缴纳0.55%或0.45%的证券交易税。

我国在开放式基金试点中,对投资者应采取税收优惠政策,在对投资基金税法的酝酿中,应充分考虑鼓励投资者投资对基金业发展的意义。在个人所得税的征收上,对由基金分配的资本利得,受益人如非以买卖有价证券为专业的,应免缴证券交易所得税;而对受益凭证的买卖,则按成交价格的一定比例课征证券交易税,但比例一般不宜太高,设为2~3%较合适。

另外,在开放式基金的试点中,还应对基金资产的估值、信息披露、基金清算程序的设定以及基金费用等各方面作出全面考虑,并充分吸收国外成功经验和失败教训,为开放式基金在我国的发展打下坚实基础。

(作者单位:上海对外贸易学院)

