

我国投资基金现状分析及开放式基金的历史选择

张 健

当前,在金融业比较发达、投资基金已有一定发展历史的国家和地区,开放式基金的数量远远超过封闭式基金,其主要原因是开放式基金灵活性大、流动性强、收益性高,容易满足市场的需求,同时开放式基金具备更高素质的基金管理人,普遍化、现代化的基金单位申购和赎回交易网络。但是在基金事业刚刚起步的发展中国家,为防止外来资本的突然涌入或大量流出,对正在发展中的资本市场造成冲击和破坏,一般主张采用封闭式。对于这两种投资基金类型的选择,一直是我国基金专家和学者争论的焦点问题。事实上,这两种类型的基金是相容的,不论是封闭式基金还是开放式基金,它们的存在和发展都是由一定的市场经济环境所决定的,开放式基金是在封闭式基金的发展基础上,更加适应市场发展的结果。我国在经历了多年的封闭式基金的实践之后,现阶段已经具备了发展开放式基金的基础。

我国投资基金发展现状分析

我国投资基金业务起步较晚,最初是以“自然演进型”开始的。1987年,中国银行和中国国际信托投资公司首先开展投资基金业务,推出了面向海外的投资基金。1992年中国出现投资基金热潮,同年11月,我国第一家规范化的封闭式公司型基金——淄博乡镇企业投资基金经中国人民银行批准设立,标志着我国新兴的投资基金事业得到了国家的重视。1992年10月,我国第一家规范化的专业

基金管理公司——深圳投资基金管理公司成立。1993年8月20日,淄博基金在上海证券交易所挂牌上市,成为中国第一只在证交所上市的基金。随后几年,中国基金市场进一步发展。到1998年初,全国共有基金75家,实际募集资金73亿元。

纵观我国前一阶段基金的发展,是诞生在一个市场经济不规范、法制制度不健全的环境中,投资基金发展的外部环境欠佳,其历经几年的发展存在着很多问题,诸如:基金设立具有自发性、管理不规范、缺乏透明度、投资领域过宽等。

1997年11月国务院颁布了《证券投资基金管理暂行办法》(以下简称《暂行办法》),给证券市场基金的运作提供了规范的依据和法律准绳,为新基金的设立和运作提供了必要条件。作为首批试点的大型基金的先后问世,表明我国投资基金进入第二个阶段,我国证券投资基金业的发展进入了新纪元。因此随着后面5只基金的陆续上市,基金市场的价格波动将逐步减少,基金市场的周期性波动将改变。新基金的设立和运作对促进扩大机构投资规模,树立市场信心,使证券市场健康稳定发展,促进经济增长等方面发挥了积极的作用,尤其是加快了我国证券市场走向成熟和规范。

新基金的发起人具有多年的证券从业经验和良好的业绩,新基金所选择的股票具有一定的代表性,在这种背景下投资的股票优于一般机构投资者所选择的股票。未来中国证券市场投资者的构成发展趋势是由基金为

主的机构投资者组成。基金作为其中的主力机构,其数量和规模将越来越大。新基金的入市,改变了股市的投资需求结构平衡,特别是对绩优股而言,由供过于求变为供求平衡或供不应求。当越来越多的非基金机构投资者看清了股市的环境发生了上述新变化的时候,这些机构投资者将会逐步进入股市,成为股市稳定的源泉。在这种新的市场特征下,机构投资者(包括基金在内)的投资周期会越来越长,大批机构立足于中长期投资,对上市公司的成长性将提出更高的要求,这有利于促进上市公司的严格自律,从而推动证券市场的健康、稳定发展。

规范运作是基金长期稳定发展的基本保证,但基金规范化建设不能脱离股票市场的规范状况。实际上,我国股市的规范状况制约着基金运作的各个环节、各个方面的规范化措施能否落到实处。《暂行办法》的实施对基金市场的规范化建设起到了重要的作用,但新基金在发展过程中也面临着以下几个问题:

首先,我国股市一半左右的风险属分散投资无法消除的系统风险,基金二级市场的投机风气及对基金业绩的预期炒作了基金的交易价格,基金管理人将不得不承受较大的风险,以坐庄等不规范的手段获取收益。其次,在我国股票市场运作实践中,上市公司与母公司的关联交易盛行。股票市场上的投资风险和收益很大程度上来自于上市公司“制造题材”与操纵帐面业绩,其真实业绩与帐面业绩相去甚远。通常基金需要对上市公司进行调研,在业绩与题材方面与上市公司充分沟通。这样,基金有可能加强对上市公司的参与,助长基金操纵市场的趋向。再者,当前的信息披露除中报和年报外,基金每周仅披露净资产而无需披露实际收益,一方面,基金的净资产可能存在水分;另一方面,基金未必能够以公布净资产值时的股票市值将股票尽数卖出以实现收益。这对基金投资者真实地理解基金的经营状况是不利的,就给市场炒

作基金留下了机会。第四,新基金的管理费用是按照基金净资产的一定百分比提取,如果基金净资产的增量在当年全部实现,则按照收益分配政策,这部分增量的90%以上会分配给投资者,作为下一年度管理费提取基准的净资产值并不能随着上一年度的业绩而增长,基金管理人从提取基金管理费的角度出发会趋向于推迟实现利润,哪怕以失去最佳的卖出机会和卖出价格也在所不惜。这种行为将严重损害基金投资者的利益。

开放式基金与封闭式基金 的比较

开放式基金与封闭式基金总的区别是基金的发行单位是否封顶,收益凭证能否赎回和如何买卖。具体说有以下几点:

(1) 投资目标市场不同。封闭式基金投资目标市场开放度低,市场规模狭小,资金周转速度慢,不适合大规模短线投资;开放式基金投资目标市场开放度高,灵活性大,容易筹集资金,比较适合大规模短线投资。

(2) 经营方式不同。封闭式基金管理人无请求赎回基金单位的压力,资产一般来说相对稳定,故而现金持有较少。开放式基金要抽出一部分资金以现金资产形式存放,其资产处于经常变动之中,这对管理人如何最大效率地利用资金提出了更高的要求。

(3) 基金单位定价不同。在基金单位买卖价格上,封闭式基金的单位买卖价格受到市场供求因素的影响,经常出现溢价或折价现象。而开放式基金的卖出价格是基金单位净资产值加上5%左右的首次购买费,买入价则是基金单位所代表的净资产价值,不受市场供求关系影响。

(4) 信息披露要求不同。开放式基金每天都要公布其净资产价值及买卖价格,透明度很高,对人才和技术设施的要求也较高。封闭式基金只需每周公布一次净资产价值即可。

由以上比较可以看出,封闭型基金的优点在于经营者能够安心地长期经营,不必担心资金会被随时抽走,这对经营者是极为有利的,对整个证券市场的稳定也是有利的,但是其缺点也是显见的。封闭式基金在发行期满后就封闭起来,投资人无法向发行机构赎回其持有基金单位,投资人要买卖基金只有通过证券市场进行。由于基金赎回时的单位价格不是按基金净资产价值进行,因此,封闭式基金的价格虽然以基金净资产价值为基础,却更多地随证券市场供求关系的变化而变化,并不必然反映基金净资产价值。在股票行情恶化,特别是股票市场暴跌时人们将纷纷抛售基金单位,封闭式基金的价格下跌幅度会非常大。另外,封闭式基金参与投资的资金除了来自发行基金单位外,还向银行等金融机构借款,当投资遭到损失时,他们就得出售资产来偿付贷款,这就必然会减少基金单位持有者的收益,从而也会影响其市场价格。由于这些影响特别是供求影响很大,封闭式基金价格波动很大,投机性强,易受短线炒作。从信息披露的角度来看,封闭式基金的透明度低,投资者及监管机构的监管难以落在实处,即使经营者的管理能力有限,也只有等持有期结束以后才能表现出来。在一定程度上使资源配置难以按市场要求进行有效力的流动。因此,在目前封闭式基金取得一定经验的基础上创设开放式基金是十分重要的。

开放式基金是我国基金业发展的必然选择

开放式基金在经营方式上的特点,使得基金管理人在运作基金时,具有了比封闭式基金更大的激励机制,从而使得开放式基金在运作中具有相对更高的效率。开放式基金更容易体现基金的本质特征,代表了基金业的发展方向。在美国,开放式基金是在封闭式基金不适应经济变化的时候迅速发展的,特别是1929

年经济危机的爆发,封闭式基金几乎全部倒闭,使该类基金的投资者遭受重大损失,从那时起提高了对基金流动性的要求,而在经济危机以后存活下来的十几只基金则几乎都是开放式基金,显示了优于封闭式基金的抗风险能力。开放式基金之所以有这样的能力,在于其本质上具有流动性的特点。基金的资产总额可以随时根据市场供求状况而变化,或者发行新的基金单位或被赎回,若新基金单位被购买,则基金就有更多的资产供投资用;若基金单位被赎回,则基金的投资总额就相应减少,从而引起基金投资组合中的资产变动。若基金单位被赎回的份额过大,超过基金正常的现金储备,基金管理人将出售手中的有价证券,以换取现金。开放式基金的资本总额随时根据市场的供求关系而变化,买卖价格是由基金的净资产价值加上一定的手续费确定的,这样基金的买卖价格必然反映基金的净资产价值,对投资者来说就兼顾了安全性和收益性的要求。

开放式基金的另一优点在于其高扩张、低成本的特性。对基金管理人来说,开放式基金可以随时追加资本,基金管理人在获取资本方面较为便利,基金规模呈扩大趋势。随着国家刺激经济增长措施力度的不断加大,我国经济的发展呈现稳步增长的态势,特别是为确保1998年8%的经济增长目标,我国的财政政策和货币政策达成了高度一致。1998年7月1日,中国人民银行再度实施降息政策,反映了中央政府调节经济运行的决心,特别是其政策取向与新任财政部长项怀诚关于以财政启动经济增长的观点不谋而合,这将直接影响到证券市场广大投资者对整体经济形势的预期,而证券投资者对我国经济增长的乐观预期,将是证券市场健康发展的重要保障。

在过去两年多里,在经济增长率比较平缓的环境中,股市保持了高速发展,主要得益于政府全面推进国企股份制改革和加快直接融资发展的政策,即股市的繁荣主要是由于巨额

存量国有资产的货币化、股份重组的溢出效应,经过1996年以来的长足进展,其规模和影响已经不可同日而语,良好的宏观经济、政策环境为证券市场的发展营造了一个良好的外部环境,大力发展资本市场、扩大直接融资已作为确保国民经济走向繁荣的基本政策。在这一形势下,开放式基金的资产规模将会因经营良好而规模越来越大。在开放式基金发展初期,其资产规模扩大,有利于分散投资风险和参与大额投资,其研发成本将会相对资产规模的扩大而减少,从而提高投资回报率。

社会经济活动的最终目的在于通过资源在宏观和微观两个层面上的最优配置,来达到整个社会福利的最大化。在资本市场上,特别是证券市场上,开放式基金在优化社会资源配置上更优于封闭式基金。在我国证券市场上,证券的需求面已经相当市场化了,市场参与了社会资源丰富的宏、微观配置。一方面,基金管理人在市场信号的诱导下,通过追求基金的最大投资组合收益来实现基金资源的最优化投入,另一方面,投资者可以通过追加投资和赎回受益凭证的行为来反映自己的利益趋向,从而有效实现对基金管理人的约束。在这种运作安排下,投资者可以在基金管理人经营不善时赎回受益凭证,转而投资其他方面。该基金如果一直绩效不佳,则它将会被淘汰。而封闭式基金则在社会资源的重新配置

上存在着各种成本,在基金首次发行设立后,投资者只能在证券交易所买卖已经发行在外的“有限”的基金单位,如果投资者对基金的需求超过发行的基金单位数,他们只能在价格上付出相应的代价,即溢价交易,从而使基金的价格背离基金净资产值,而在市场上随供求波动,投资者对基金的认识只能在基金的中报或年报出来后,才能有清醒的认识。大部分情况下,投资者对该基金的信息发现需要一笔昂贵的费用,执行时也存在费用,这类费用虽然有可能减少,但不可能消除。而开放式基金则在发现信息和交易上使费用大大降低。投资者整体的资源将会借助市场机制实现从运营差的基金中转移出去,实现社会资源的有效配置,并从本质上体现了从投资者利益出发,防范风险的优点。

由以上分析和我国现有投资基金的实践来看,封闭式基金无论是老基金还是新基金,都在一定程度上存在着制度性的缺陷,由此而导致的一些问题尽管可以通过加强监管等措施来遏制,但其根源是封闭式基金难以克服的。投资基金从封闭式向开放式的制度变迁以及开放式基金已经成为世界基金业主流的事实向我们昭示了我国投资基金的发展方向,积极发展开放式基金是我国现阶段的必然选择。

(作者单位:上海对外贸易学院)

(上接第17页)

用,要善于利用当地的人才资源,实行人员本地化这一西方国家已普遍采用的战略措施。

3. 强化海外企业内部管理 经济效益是海外企业经营的核心,企业应建立和完善自主经营、自负盈亏、自我发展、自我约束的经营机制,建立企业内部分级管理、层层负责的制度,在权限内各决策层自行决策。在权限外,实行集体决策、总经理负责制。同时,进一步完善和加强董事会制度,建立科学的监督机制,避免个人独断专行,决策失误。海外企业要合法经营,财务上应遵循国际惯例,履行所在国有关法律规定的义务;完善企业内部分配制度,切实贯彻按劳分配的原则,个人收入拉开档次,从而充分调动员工积极性,发挥其聪明才智。

(作者单位:上海对外贸易学院)