

# 试论我国证券投资基金的功能定位和市场化道路

## On Positioning the Functions of the Investment Funds of China's Stock and Its Economic-Orientated Course

郑 骏  
(山东师范大学教授 济南 250014)

经过一年多的试点,我国证券投资基金业已经取得了明显的发展,这主要体现在以下几个方面。

一是证券投资基金初具规模。从无到有、从小到大,目前已形成 10 家基金管理公司管理 14 只基金、管理资产市值近 400 亿元的规模,约占沪深股市流通市值的 4%。

二是证券投资基金呈现运作日趋系统化、理念多样化的特征。各基金管理公司在与券商合作的基础上,通过自身的调研、信息整理和决策,形成了规范的运作程序,产生了增长型、价值型、平衡型的不同投资理念,出现了被动分解与主动进取的不同运作风格,也挖掘出一批为市场认同的成长型股票。

险投资机构看,因为资金少,就很难平衡风险。从整个社会看,也因为资金少,科技风险投资机会就不可能多,形不成市场竞争的群体,因而投资效率也难以提高。资金太少的原因是:只重视以政府财政投入为主的单一渠道,社会资金难以进入高科技风险投资领域。而社会资本很少进入高科技风险投资领域的主要因素,就是缺乏信用制度。投资人,包括银行,都不敢轻易投资。多数投资者并不担心他们经过反复比较研究而选准的高科技项目会出现投资失败;但在潜意识中更担心的是,被扶植成长起来的高科技企业很快也会被缠上各种应收帐款(而不是债务)。新企业会因无力收回这类应收帐款而陷入困境,最后连带投资者一起“颗粒无收”。

社会主义市场经济要健康发育,高科技风险投资要能健康运行,信用制度的建设必不可少。“人而无信,不知其可”。企业没有信用,其他单位也不敢与其交往。而目前的状况是,企业无法收回的应收帐款比比皆是,三角债高达几千亿元,许多企业因无力追讨债务而被迫破产或歇业。所以社会上普遍流传一些说法,如“站着借钱,跪着讨债”、“杨白劳不怕黄世仁”等等。形成这些现象确有某种历史渊源。在计划经济向市场经济转型过程中,政府和企业不适应新的经济运作规则,还是以计划经济时代的观念对待市场经济条件下企业的经济行为,相互

三是基金管理公司开始分化。从最初 10 家均一的 20 亿元封闭式基金,开始向不同公司管理不同规模、不同类型转变,30 亿规模基金、优化指数型基金以及附带转换开放式条件的新品种基金开始亮相。伴随品种创新,基金管理公司分化趋势明显。

四是基金管理公司的激励约束机制逐渐建立。在出台一系列管理法规的基础上,新基金品种降低管理费用,实行报酬与业绩挂钩相结合,这有助于形成真正的激励约束机制,促进基金管理公司的优胜劣汰。

伴随基金队伍的壮大和市场地位的提高,基金越来越受到投资者的关注。投资者将基金资产净值

拖欠被认为是情有可原的。由此,三角债遂愈演愈烈。但是,假若政府不决心改变大多数企业面临的这种窘境,大多数企业也不下决心改变自身这种陋习,也就是说大家都不决心在我国建立信用制度,不仅高科技风险投资机制不可能建立,而且社会主义市场经济最终都难以发育形成,扩大社会资本的投资、加快国企改革也将成为一句空话。

因此,国家已经提出要求,金融机构要充分发挥“信贷”的支持作用,建立相应的授权授信制度,拓展担保方式,以加强对技术创新活动和科技型企业的信贷服务。也就是说,要坚定不移地试行国际上常见的担保方式——信用担保,银行根据企业和个人信用度的等级,提供不同额度的贷款,或不予提供贷款。目标是要使高科技项目的融资更为容易、便捷。

可以看出,中央政府关于高科技产业获得资金支持的对策,已越来越转向偏重于社会资金的方面。需要特别指出的是,对科技企业的金融贷款,逐渐建立授权授信制度,非常切合我国当前的国情和需要。相信只要下决心去做,经过一段时间的努力,我国的金融信用制度一定会逐步建立,我国的市场经济运作制度也定将会由此而越来越规范,高科技风险投资也会出现一个充满活力的新局面。

(责任编辑 蔡德诚)

的增长作为分享成长的重要工具,将基金的投资持仓变动作为市场变动的风向标。然而,基金的收益增长和一些不规范行为与投资者的高预期反差太大,一些投资者甚至认为要重新评估证券投资基金的作用。笔者认为,基金在我国国民经济和证券市场发展中的作用是毋庸置疑的,造成目前证券投资基金管理运作中问题的一个重要原因是我们在证券投资基金的功能定位上存在一步到位、过分理想化的偏差。

从最初我们引进证券投资基金的初衷来看,证券投资基金的功能定位主要体现在两方面。

一是使基金对资金具有汇聚效应。成熟市场的证券投资基金在投资者与资本市场起一种桥梁和纽带作用,将证券市场以外普通投资者的资金引入股市,为市场提供增量资金,让普通投资者在较低的风险水平下间接分享股市的成长和收益。我们也希望通过基金在股市中的运作,发挥专家理财优势,取得丰厚的收益,以示范效应改变我国原来个人投资者占 97% 的情况;在此基础上,创造条件让那些暂时未能入市的养老、保险等资金逐步进入市场,使更多的资金汇聚到基金中,实现长期增值,形成证券市场稳定的投资者结构。

这一功能从实践看效果并不理想,虽然绝大多数基金的运作业绩超过了银行同期存款利率,但与同期股市的涨幅相比,还有一定差距,与投资者的预期更有较大差距。而且,目前基金吸引的主要仍是场内资金,没能大量吸引二级市场以外的投资者的资金;基金反而对股市资金有“挤出效应”。

二是希望其成为证券市场的稳定机制。即希望证券投资基金作为证券市场的“航空母舰”,通过机构的理性运作,带动散户形成理性投资观,从而使整个证券市场步入理性、平稳的发展轨道。可以说,证券投资基金不仅是投资者的投资工具,也部分地成为国家政策基金的角色,为证券市场的稳定健康发展而保驾护航。

在实践中,尽管鉴于基金的政策性功能定位,管理层对基金实行配售新股等扶持政策。但封闭式基金全部上市使其二级市场价格大幅波动,净值频繁公布使管理公司过分注重短期效益和二级市场形象,甚至会出现拉抬持股价格以提高净值等短期行为。而且由于新兴股市投机气氛较浓,基金必须炒作市场热点才能获利,无法将主要精力放在潜力股的挖掘和寻找被低估的股票上面。基金持有者把新基金当作股票来炒作,而非长期持有以享受分红,这同时也加剧了市场的震荡和投机气氛。总之,稳定的作用似乎未达到。

笔者认为,基金不同主体之间的冲突和行为不规范实质上是两种不同的功能定位的冲突。资金汇聚功能要求基金收益最大化,侧重于盈利性;稳定

市场功能定位则侧重于政策性。从本质上讲,这两个定位不具有统一性,有时甚至矛盾,推出优化指数型基金在一定程度上也是想实现这两个功能最大限度上的统一。

现在宣传上有一种倾向,似乎基金既能降低风险,又可获得高收益。实际上,均衡市场上收益和风险是同向的,证券投资基金也跳不出这个逻辑。基金的优势除了通过多元化投资分散非系统风险以外,专家理财也只能略微降低一点风险,但无论如何,基金投资也是有风险的。因此,发展基金必须考虑基金发展初期的投资回报问题。东方人本来就没有委托外人理财的习惯,如果不认真考虑基金设立初期的投资收益和基金投资者的回报,就可能会产生基金发行和整个行业发展上的困难。证券投资基金制度是一种“受人之托、代人理财”的制度,它是一种理财工具,不纯粹是证券市场的稳定器。我们不能赋予它太多的使命,否则就很难实现“安全性、效益性”的投资理财的宗旨。

我国经济的快速发展和金融改革的不断深化,给证券投资基金业的发展提供了广阔的空间;当前我国经济面对通货紧缩的结构性调整,客观上对引导资金也起到了刺激作用,因此,我们应该立足长远,在增加基金供给的同时,推进基金业的结构调整,重视对基金需求的研究,使基金在稳健发展的基础上追求较高的收益,逐步建立起市场对基金的信任。要以汇聚资金、吸引更多的中小投资者和场外资金作为第一步发展的主要目标。同时,伴随基金规模的不断扩大,逐步倡导理性投资的理念,进而达到改善市场投资者结构、促进证券市场稳定健康发展的目的,客观上起到减少投机、稳定市场的作用。

从这一功能定位、分步实现的角度出发,当前我国证券投资基金应着重从基金供求关系入手,实现三方面的突破。

### 1. 证券投资基金供给的细分化

基金作为一种金融产品,在对其进行设计时既要明确产品性质,又要考虑市场需求。尽管投资者一般都是为了获利而购买金融产品的,但因收入、年龄、家庭、职业、教育背景的不同,投资目标、动机和期限以及对于风险的态度也有所不同。不同的投资者有着不同的投资需求,这就有必要对其进行市场细分,对不同的投资群体采取有针对性的策略。因此投资基金在产品时应明确自己的目标市场,并对其进行进一步的细分,最终设计出有针对性的产品来。美国根据基金的基本投资目标可细分为 21 小类,从保守型到进攻型,此外还有生物工程基金、小公司成长基金等特定的基金。广泛的可供选择的基金适应了不同客户的要求,达到了多样的财务目标。

在我国现阶段, 增长型股票通常就是那些具有较强的股本扩张能力、经营业绩优良、行业发展前景被看好的次新股, 如以电子通信、生物制药为代表的次新高科技股。对增长型股票投资是目前基金普遍的一种投资偏好。与此对应, 价值型投资对象就是那些市价低于账面值、市盈率水平偏低的股票, 或是那些存在隐蔽资产的绩差股、冷门股。由于此类公司将来的经营前景能否真正改观还需时间检验, 因此投资此类股票不仅需要超常的远见和耐心, 而且需要承担较大的风险。显然, 目前我国基金价值型投资品种还很少, 应当逐步加大这方面的投入。此外, 应当考虑加快成立国债基金、企业债券基金、混合债券基金。伴随中外合作基金管理办法、产业投资基金试点管理办法等的即将出台, 应发展中外合资 B 股基金、高科技股票产业基金、基础设施投资基金和中小企业创业投资基金等, 以满足市场不同层次的需求。

## 2. 证券投资基金需求来源的多元化

目前我国基金需求者以个人投资者特别是股民为主, 这是与目前我国金融资产多元化的现状不相符合的。在美国, 基金资产大多数为家庭所拥有, 1996 年末美国家庭共持有 26 260 亿美元共同基金资产, 占全部共同基金资产的 74. 2%。我国居民金融资产结构单一, 巨额储蓄亟待分流到投资领域。

除吸引居民储蓄外, 基金发展还需要更为长期稳定和规模化的资金来源。在成熟市场中, 保险资金已成为基金市场重要的需求方, 并从中获取长期稳定的回报。股票在美国保险公司资产中的比重已超过 60%, 日本也达到了 34%。1998 年我国保费收入为 1 247 亿元, 每年基本养老保险金收入也超过千亿元。但受政策限制, 巨额保费和养老金只能投资国债或存入银行。由于我国利率连年下调, 保险业面临严重的利差损, 又因营业税和保险基金提高增加成本支出, 极大地损害了偿付能力, 因此迫切需要拓宽资金运用渠道, 而基金正可以较好地满足保险资金运用的安全性、收益性和流动性的要求。

为吸引更多的居民资金购买基金, 应当适时采用网下发行方式, 通过银行网点发行基金, 方便广大储户认购; 同时, 从保险资金的特性入手, 设计专门面向保险资金的认购新股基金和指数型投资基金, 并在总结向基金配售新股的基础上, 向一部分效益好的国有大中型企业配售新股, 使其成为基金新的需求方。

此外, 国内基金管理公司要加大营销力度, 针对特定的目标市场进行创新, 如, 与银行合作向信用卡持有者配售; 举办投资基金的模拟比赛; 在城乡偏远地区进行路演; 发行专门面向农村的基金, 等等, 以增强基金对投资者的吸引力。同时, 适度的广告宣传是基金重要的促销手段, 必须使客户明确

基金的比较优势和未来的发展潜力, 以及公司的过往业绩和在资产管理、客户服务上与其它外部基金相比的优越之处。

## 3 证券投资基金规模的市场化

基金规模包括市场总规模和基金个体规模两方面。目前我国基金的资金总规模远小于证券市场的资金需求, 在投资运作时很难被市场认同, 难以形成规模效益。因此, 必须在基金发展到一定规模、成为市场的主导后才能形成规模效益, 实现“受人之托、代客理财”的宗旨。从未来发展看, 管理部门还有必要控制基金设立和上市的节奏; 对基金个体的规模必须同时考虑需要与可能。一方面, 证券投资基金要能够通过多元投资来分散投资风险, 故其规模不可能太小; 另一方面, 规模太大, 发行起来可能有些困难, 而且很难找到可投资的好项目。针对这个矛盾, 最好的办法就是设置半开放式基金。

开放式基金已经成为世界投资基金的主流, 美国开放式基金资产与封闭式基金资产之比达到 27. 54: 1。开放式基金对基金管理公司提出了更高要求, 形成更大压力, 迫使其提高效率; 改变经营管理方式; 重视对基金的市场需求的研究; 细化基金投资者的类型和偏好; 讲究金融产品的营销策略, 更加贴近市场, 从而开发出具有市场潜力、能适合普通老百姓投资的基金品种。

从我国基金发展方向看, 按照从易到难的原则, 目前可以设立半开放半封闭式基金。顾名思义, 半开放半封闭式基金就是基金的认购是封闭的, 一旦发行完毕即行封闭, 要购买只有到二级市场上从别的基金持有人那儿购得; 而基金的赎回是开放的, 即基金持有人不仅可以在二级市场套现, 也可以按照基金管理人公布的资产净值直接从管理人处套现。从认购机制来讲, 半开放半封闭式基金使基金的原始规模为主管机关所控制, 避免了开放式基金规模扩张的市场性; 从赎回机制来讲, 基金持有人直接从基金经理人处兑现, 使得基金投资者的利益更能得到保障, 促使基金经理人勤勉理财。

要做到这一点, 我们必须在增加银行销售网络的同时, 还要加强托管银行的核算效率, 及时公布基金净值。而基金管理人也要提供优质服务去满足投资者的需要, 如 24 小时免费热线、电话转帐和资料查询、会计报表、税收资料、基金种类的转换、新闻, 等等。

综上所述, 我国证券投资基金业的发展离不开功能定位的明确, 我国基金的发展必须以管理水平和监管技术的提高为保证, 而基金在品种类型创新、市场销售网络、加大营销力度和手段上的工作业已成为当务之急, 必须加大解决的力度。

(责任编辑 王宏章)