

我国现阶段推出开放式基金的制度创新研究^{*}

肖 鹏

(厦门大学 财政金融系, 福建 厦门 361005)

摘要: 结合开放式基金的运作特点及中国现实证券市场的制度环境, 对现阶段中国推出开放式基金的风险进行了若干探讨, 认为在现阶段推出开放式基金应做以下三方面的制度创新: 融资制度创新、金融衍生品创新和基金评级体系的创新。

关键词: 开放式基金; 制度约束; 融资制度; 制度创新

中图分类号: F830.59 文献标识码: A 文章编号: 1007-5585(2002)01-0044-04

Research on the Institutional Innovation of the Open-up Fund Developed in China

XIAO Peng

(Finance and Banking Department of Xiamen University, Xiamen 361005, China)

Abstract: This article probes into several issues of the risk of open-up fund developed in China at present by combining its operational features and its institutional environment of security markets, and thinks that three institutional innovations should be made first if the open-up fund is developed at present: financing system, financial derivation and fund rating.

Key Words: Open-up Fund; Institutional Constraint; Financing System; Innovation

随着 2000 年 10 月《开放式证券投资基金试点办法》的颁布, 有关开放式基金的话题也日益引起人们的关注。开放式基金的推出, 无疑是我国证券市场超常规培育机构投资者的又一重大举措, 但在众人一片叫好之中, 我们仍应保持一份冷静, 仔细分析开放式基金的正常运作需要哪些制度环境, 我国现阶段的证券市场是否具备开放式基金正常运作的制度条件, 为开放式基金的推出我们还要做哪些制度创新。这些都是在开放式基金推出之前必须处理好的现实问题。

一、开放式基金的特点及其潜在运作风险

证券投资基金分为开放式基金和封闭式基金, 其主要划分依据是其受益凭证是否可向原发起人自由赎回。开放式基金是基金管理公司在发起设立基金时, 未限定发行总额, 可视经营需要连续发行, 投资者可随时购买基金单位, 也可随时向基金管理公司出售手中的基金单位以换取现金。其购买和赎回基金单位的交易价格依据开放式基金单位基金净资产的 1.02 倍(加上手续费)左右而定, 不会溢价也不会折价, 只随基金单位净资产的变动而变动(按照国际上通行的定义, 我国目前即将推出的“华安创新基金”也并非真正意义上的开放式基金, 其规定了两个暂时性的限制: 基金净销售额上限为 50 亿, 每位投资者认购额不得低于 10 万元, 这样在很大程度上就把中小投资者排除在开放式基金之

* 收稿日期: 2001-04-23

作者简介: 肖鹏(1976-), 男, 汉族, 河南正阳人, 厦门大学财政金融系在读研究生, 主要从事投资问题研究。

外。以下所论述的开放式基金是针对无发行上限和无认购限制的开放式基金而言,并非即将推出的“华安创新基金”。

对比封闭式基金而言,开放式基金的最明显特点在于基金单位无发行限额规定。如果基金管理公司管理水平高,经营业绩好,则其对投资者的吸引力也就会不断增强,基金规模也就像“滚雪球”似的不断增长,基金管理公司可收取更多的管理费,基金持有人也可获得较高的投资回报,实现双方的“共赢”。也正缘于此,开放式基金的推出能较好地发挥“储蓄——投资”的转化功能,比较好地解决证券市场资金供给方面的问题。但另一方面,如果基金管理公司经营管理差,投资运作时不以基金持有人利益最大化为原则,甚至损害基金持有人的利益,则其在广大投资者间就丧失赖以生存的基础——信誉,其所管理的开放基金就可能面临被不断赎回、清盘的危险。

正是由于开放式基金具有可随时被基金持有人购买和赎回的特点,使得开放式基金的运作风险要远大于封闭式基金。开放式基金最主要的风险莫过于随时要应付基金持有人赎回要求的流动性风险。我国股市经过数十年的发展,上市公司已经超过 1100 家,证券市场市价总值占 GDP 的比重(国民经济的证券化比率)也达到 50%左右,流通市值占 GDP 的比重为 17%,但我国股市仍是一个新兴市场,投机性强,指数波动幅度大是其主要特征,当遇到空发性事件或调控政策出台时,指数大跌,开放式基金所投资的股票也注定难逃厄运。在大多数投资者抛售狂潮的冲击下,开放式基金的单位资产净值也势必下降,而基金持有人为了避免所持有的基金单位进一步贬值,势必要求尽早尽可能高价地赎回基金单位,如果基金管理公司所持有的流动性资产不足以满足偿付基金持有人赎回需求,而又无其他融资途径可供选择的话,只能抛售手中股票来满足偿付需求,这样注定会进一步加剧指数的下跌,进而又进一步加剧投资者的恐慌情绪,从而形成新一轮的恶性循环,更有甚者不排除有形成股灾、金融危机的可能,所有市场参与者的利益均受到损害。因此,在开放式基金推出之际,必须对我国开放式基金的运作环境进行客观分析,并相应的进行一些制度创新来满足开放式基金的运作要求。

二、我国现阶段推出开放式基金的制度约束

理论上而言,开放式基金的推出是与开放程度较高、规模较大、流动性较强的证券市场联系在一起,证券市场的规模太小、品种单调、而且质量低劣(缺乏投资价值),其显然不适宜投资基金尤其是开放式基金的运作。结合目前我国证券市场的现实环境,在现阶段推出开放式基金的制度约束主要表现在以下几方面:

1. 与投资基金有关的法律体系还未建立,投资基金各当事人的权利义务无明确规定。从制度经济学的观点来看,制度设计的重要功能在于合理界定权利边界,只有权利界限清楚,责任才能明确,才能降低制度运行成本,减少外部效应。但目前,投资基金各当事人的权利义务关系还仅是以《证券投资基金管理暂行办法》来加以界定,并且该《暂行办法》主要是针对封闭式基金而言的,没有充分考虑开放式基金的具体特点。基金持有人和基金管理人、基金管理人、基金托管银行间从理论上而言,属于信托关系,但目前我国的法律体系中也无《信托法》的内容。这样,权利和义务界定的不明确、规章制度的前瞻性不强在实际运作中就会加大制度运行成本,造成额外的效率损失,不利于证券投资基金业的长期规范发展。

2. 我国现在市场的发育程度较低,市场的广度和深度均不利于开放式基金的发展。首先从市场规模来看,目前我国证券市场共有上市公司 1100 多家,流通市值 5 万多亿,封闭式基金规模 800 亿元左右,在这种状况下就已经出现基金大规模交叉持股的现象,那么如果再推出总额为 200~300 亿左右的开放式基金,其不交叉持股几乎是不可能的,这样开放式基金大规模的交叉持股势必降低所持股票的流动性,在开放式基金遇到基金持有人大规模赎回基金单位时,很易产生流动性危机。其次从市场结构而言,目前我国的投资基金仅能投资于 A 股和国债,投资品种有限。从美国和香港的情况看,投资品种非常多,有股票基金、混合基金、债券基金、市政债券基金、货币市场基金等,并且其还可以在全球范围内寻求投资机会,对比之下,使得事实上我们管理的基金面对的是单一市场风险,如果国内

沪、深指数大幅爆跌,势必给开放式基金带来相当大的运作压力。

3. 有关金融制度设计,主要是融资制度设计方面,存在不利于开放式基金发展的规定。由于开放式基金随时面临着基金单位的赎回要求,在出现巨额赎回、基金资产又难以在规定的时间内变现的话,就会对临时性流动资金产生一定的需求。对此国际上的通行做法是由托管银行向基金提供短期信贷,该种信贷属于“过桥贷款”的性质,主要是为了给基金一个调整资产结构的机会。但目前我国的《证券投资基金管理暂行办法》中却规定:禁止“基金管理人从事资金拆借业务;动用银行信贷资金从事基金投资”。这些规定的本意是限制基金进行信用交易和超出自身的能力进行投资,主要是针对封闭式基金而言的,但对于在开放式基金的情况下,上述规定却存在较大的限制。

4. 金融衍生品中缺乏开放式基金防范系统性风险的交易工具。开放式基金的发展特别需要有做空机制,而目前我国证券市场仅有做多机制。任何一个投资者想参与中国证券市场,必须由最初买入股票开始,而实现最终盈利,也只能由卖出股票结束。加之我国证券市场属于新兴市场的特点,使得事实上我国证券市场的系统性风险是很大的,这样,开放式基金虽能通过投资组合来防范个股间的非系统性风险,但仍要承担较高的系统性风险。股指期货交易的缺乏可以说是开放式基金正常运作的一大瓶颈限制。

5. 缺乏合理的基金评级体系和权威的基金评级机构。目前三大报是以基金净值来对基金运作能力进行排名的,在这种制度设计下,就会诱使基金管理人采取片面提升净值的捷径——对个股进行控盘式操作来提升所管理基金的单位净值,而不是在风险和收益的结合中,寻找最佳平衡点。运作开放式基金如果沿用旧的封闭式基金的思路,势必引起开放式基金所持有股票的流动性大为降低,易引发开放式基金的流动性危机。况且,在基金发起设立时,其投资目标在其招股说明书中有明确规定的,有的是成长型基金,有的是优化指数型基金,不同投资目标的基金其运作思路肯定会有很大的差异,而如果单一用净值水平作为评价基金管理公司管理水平的硬性指标,明显带有不合理性,也易引发基金管理公司间的恶性竞争。另外,从基金评估机构而言,美国基金业的快速发展与基金评级机构的配套发展也密不可分,当前美国基金评级机构与股票评级机构、债券评级机构一起成为资本市场信用评级的三大支柱,并以严格、客观、公正保持投资人对资本市场的信心,而我国目前却缺乏此类公正独立的基金评级机构。

三、我国现阶段推出开放式基金的制度创新

从我国证券市场“超常规培育机构投资者”的指导思想来看,开放式基金的推出无疑会进一步增强证券市场机构投资者的力量,同时也为广大投资者提供了新的投资品种,但开放式基金的运作更需要一个全新的制度环境,在客观外围环境仍不成熟的情况下推出开放式基金,很可能会使开放式基金的运作出现一定程度的扭曲,不利于我国证券市场的稳定和基金业的长期规范发展。结合我国证券市场现实状况,目前的制度创新工作可以从以下几方面入手:

首先,在融资制度创新方面,可考虑在即将出台的《投资基金法》中允许托管银行向基金提供短期信贷。同时,为防止基金管理人从事信用贷款投资,可考虑对借款的用途和比例进行限制,如规定基金借贷的最高限额为基金净资产的10%,并且仅限于用于支付赎回申请的要求。由托管银行对基金提供信贷支持,主要考虑到基金资产规模的大小和托管银行本身利益密切相关,基金的稳定经营对基金托管人也是有利的,并且托管银行对基金资产状况最为了解,可以有效地对基金管理人进行监督,保证借贷资金按规定用途使用。

其次,在金融衍生产品创新方面,可考虑适时推出股票指数期货交易或国债期货交易。目前,由于没有做空机制的存在,基金管理人就缺乏有效的规避市场风险的手段,在市场下跌时抛售股票更有可能使基金陷入“净值下跌——赎回——净值进一步下跌”的恶性循环,引起市场指数的大幅波动,引发投资者的抛售狂潮,使市场参与者各方的利益均受到损害。因此,应尽快推出全国性的股票指数期货或国债期货,为开放式基金提供避险和投资组合工具,这也是开放式基金稳定收益、增加吸引力的

需要。

第三,在辅助性制度建设上,应考虑建立科学的基金评级体系。科学基金评级体系的建立至少应包括三个方面内容:基金评价方法、基金业绩评价基准和独立的基金评级机构。净值水平是评价基金管理人管理水平的一个重要指标,但不应是唯一指标,并且仅以净值水平作为唯一评价指标将诱使基金管理人采取操纵净值的方法进行基金运作,而不考虑基金的风险水平和流动性水平。这种制度导向在开放式基金情况下应充分加以调整,不仅要考虑净值水平,同时也要考虑基金取得净值增长所承担的风险、基金最佳风险收益比和基金所持有证券在证券市场变现的难易程度等。同时,基金业绩的评价还需要有专业的基金评级机构,而且这个机构必须是独立于基金管理人的。这方面的建设可考虑由全国证券业协会牵头,组成一个由管理层官员、理论界经济学家、海外同行人员组成的证券投资基金业协会,独立地对基金的业绩做出综合评级,供投资人参与。

参考文献:

- [1] 滋维·博迪,亚历克斯·凯思,艾伦丁·马库斯著,朱宝宪,吴洪,赵冬梅等译. 投资学(第4版)[M]. 北京:机械工业出版社,2000.
- [2] 司晓晨,韩会泳. 开放式基金融资研究[R]. 华夏基金管理公司研究报告(基金投资), (2).
- [3] 包明宝. 泛投资基金——从证券投资基金、产业基金到创业基金[M]. 北京:经济管理出版社,2000.
- [4] 袁源. 谁最适合做开放式基金[J]. 新经济,2000, (8).
- [5] 许占涛. 投资基金论[M]. 北京:经济科学出版社,1998.
- [6] 陈儒主编. 投资基金运作及风险投资[M]. 北京:中国金融出版社,1998.
- [7] 肖鹏,陈石头. 适时推出股指期货交易的思考[J]. 福建金融,2000, (6).

责任编辑:张友双

论点摘录

下岗问题五大认识误区

一是对失业性质认识不清。主要存在以下几种认识:(1)把失业看作资本主义所固有,否认社会主义存在失业问题。(2)对失业的外延认识过窄,仅看到公开性失业的一部分。

二是把下岗问题归罪于改革。实际上,失业作为一种经济现象,从社会主义中国成立之初至今一直存在,失业率上升不过是隐性失业转化为显性失业的结果。改革非但不是引起失业的原因,恰恰是减少失业、实现充分就业的必然选择。

三是把职工下岗归罪于科技进步。随着科学技术日益进步,减少劳动需求,必然会加剧失业,这确实是一个现实问题,但如果只看到科学技术发展带来某些部门失业,而看不到它创造新的经济增长点,带动其他领域就业,那未免过于简单和轻率。

四是把职工下岗归罪于按常规增长的经济增长速度。经济增长与就业的关系有个“度”的问题。经济增长太慢会直接影响就业岗位的增加,但经济增长过快,往往会事与愿违。

五是不能正确对待失业利弊。一定程度的失业,是现代社会经济发展不可避免的正常现象。再就业人口的适度存在,对社会经济生活会产生积极、重要的作用。但中国目前过量失业人口的长期存在,对社会经济生活也会产生一定的消极影响,应正确对待。

(李品秀 整理)