

证券投资基金和产业投资基金的比较分析与协调发展对策

□ 郭春松

2004年6月1日,我国新出台了《证券投资基金法》,表明我国证券市场向法制化和规范化方面前进了一大步,也为证券市场的结构调整奠定了基础。尽管这部法律依旧没有涉及到产业投资基金,但从制订该法的目的和过程已充分表明,证券投资基金与产业投资基金在我国基金市场已并驾齐驱,二者之间的协调发展成了我国基金业发展的重要课题。

证券投资基金与产业投资基金的比较分析

(一) 证券投资基金与产业投资基金的联系

1. 证券投资基金与产业投资基金属于同一个立法体系。首先,从“种属”概念的角度讲,证券投资基金和产业投资基金同属于“基金种”,这就决定了它们必然属于同一个立法体系。同时,基金大类之间存在的各种“属差”,也决定了统一立法的必要性。产业投资基金和证券投资基金在立法上存在着诸如立法目的、基金设立、运作与收益分配等方面的差异,因此,通过统一立法有助于明确二者的定位和发展方向,有助于避免二者在运作过程中利用法律真空进行投机。其次,证券投资基金和产业投资基金的产生决定了应具有统一的《投资基金法》与之对应,使两类基金

能相互促进,协调发展。

2. 证券投资基金的发展为产业投资基金发展起到一定的基础性作用。在我国,证券投资基金的发展先于且优于产业投资基金的发展。证券投资基金的发展同证券市场的发展几乎是同时起步,经历了一个从无法可依、混乱发展到严格依法、规范发展的过程。尤其是1997年《证券投资基金管理暂行办法》出台,为证券投资基金的规范运作奠定了基础。产业投资基金出现于20世纪90年代初,一直处在试点阶段。近年来由于我国股票市场波动较大,国家把更多精力投向证券投资基金,期使基金机构参与股市能平抑股市风波。尽管为支持企业重组和基础产业、高新技术产业的发展,产业投资基金发展一直处在摸索前行中,但相对于证券投资基金,其规模和规范化发展水平相对较低。尤其在当前企业融资证券化水平的提高,能够提供流动性需求的证券投资基金在基金市场中占据了主导地位。基于证券投资基金先于和优于产业投资基金发展的历程,它就为产业投资基金的发展起到了一定的基础性作用。一是证券投资基金的发展改善了我国证券市场的投资者结构,从而在稳定和规范证券市场、倡导理性投资和抑制过度投机方面发挥了积极的作用,这就为产业投资基金基金券的出售和最终的退出机制提供了有

效、良好的运作渠道。并且,产业投资基金与证券投资基金一起,能对证券市场的一级市场与二级市场起着重要的稳定作用。二是证券投资基金的运作为产业投资基金提供借鉴。尽管二者存在差别,但证券投资基金从基金设立、基金上市、收益分配到信息披露、内部治理及外部监管等方面都为产业投资基金提供了很好的借鉴依据。三是基金中的基金运用。证券投资基金可投资于产业投资基金在证券市场上发行的基金券,证券投资基金构成了产业投资基金的股东。一般认为,基金中的基金通过双重的专业管理,会使基金的投资风险降低,因而是一种非常稳健的投资工具。但由于我国基金发展不健全,这种基金形态的运用目前在我国尚不允许。

3. 产业投资基金的发展可以为证券投资基金培养“绩优”证券。一方面,产业投资基金主要投资于实业公司,不论是支持企业重组,还是对新兴实业的投资,资本的有效运营都会造就一批经济效益良好的上市公司。这有利于优化证券市场的资产结构,从竞争角度讲就是为证券市场提供了一种淘汰机制。在证券市场资产结构不断优化的情况下,证券投资基金投资组合的安全性和赢利性也不断得到提高,有利于证券投资基金的信誉和经营的不断改善。可见,产业投资基金的发展为证券投资基金间接提供了创利投资工具。另一方面,我国证券市场中中小投资者占据多数,股权分散,散户股东难以对上市公司形成有效的监督,因而不利于上市公

司行为的规范化和素质的提高。一旦证券市场中投资基金数量增多,股权适度集中,就能形成对上市公司的有效监督,提高上市公司的素质。

4. 证券投资基金与产业投资基金具有类似的运作方式。证券投资基金与产业投资基金的出现是市场经济发展的客观产物。尽管二者产生的背景不同,但其基金的本质决定了其运作方式具有相似性。一是集合投资。基金作为一种资本积聚机制,将社会上闲散资金集中起来进行证券或实业投资;二是专家管理。它们都是由投资管理方面的专家进行组合投资,一般来说,专家投资比散户投资更有理性;三是制度规范。这两种基金都具有一套严密的组织与管理制度来保证资金的安全运营和投资效率的实现。

(二) 证券投资基金与产业投资基金的区别

1. 投资对象不同。证券投资基金主要投资于上市证券,而产业投资基金主要投资于非上市股权和实业,因此,产业投资基金常有一个实体机构,而证券投资基金通常是一个“皮包公司”,这是二者的根本区别。

2. 定位不同。尽管两种基金都着眼于通过基金的内部三权制约与平衡提高投资的风险约束机制,以保证投资效率。但是,证券投资基金设立的目的主要是通过引进机构投资者提高证券市场的投资理性,而产业投资基金是我国市场经济的独创物,从改革发展的角度出发,应将其定位于现有企业的重组、发展基础产业和高新技术产业。这也就形成了产业投资基金的三种基本形式:重组企业基金、基础产业基金和风险基金。

3. 收益风险不同。证券投资基金收益主要来源于股票、债券的买卖价差,但由于证券投资基金具

有虚拟资本性质,其投资收益表现出极大的波动性,无法用市盈率等衡量一般股票价格的指标计算基金市场价格定位。因此,证券投资基金是有风险的,其风险具有双重性,既有企业投资与经营风险,又存在流通市场风险特别是利率风险。产业投资基金的收益一方面来自投资项目产生的分红,另一方面源于股权投资资本增值,其风险则主要在投资项目选择、项目管理以及基金退出等方面。因此,产业投资基金的收益与风险均存在于企业中,是经营风险。

4. 投资方式不同。证券投资基金采取非定向投资,投资于多种有价证券,证券基金法对投资于一家证券的比例和基金资产的分散程度有严格的限制。产业投资基金的目的是为了促进产业结构的调整和优化,采取定向投资方式,其投资方向是明确的,不可能走综合化道路。风险投资基金是产业投资基金的特例。它具有产业投资基金的特性,只是在进入企业的时间比产业投资基金早,是“种子期基金”,具有更大的风险。并且它是人才、技术、资本三要素的有机体。风险投资基金要解决的基本问题是将高新技术转化为高新技术产品。在这个过程中,人才是核心,资本是基础。这种人才、技术和资本三者有机联系,使风险基金明显区别于其他产业投资基金。

证券投资基金与产业投资基金协调发展的必要性

证券投资基金与产业投资基金的产生和发展,为我国国民经济的协调发展发挥了积极的作用。一是缓解资本市场和货币市场的国内资金供应不足问题,特别是包括股票市场和债券市场在内的资本市场的资金供应问题;二是满足普通群众

投资证券市场的需求,疏通个人储蓄资金流向资本、货币市场的渠道,提高人民群众储蓄的收益;三是扩大机构投资者群体,促进资本市场的规范和稳定;四是克服现存金融体系过分依赖银行融资的缺陷,推动资本市场的发展,解决非金融企业股本资金和长期性债务资金的来源问题;五是伴随货币市场的全面发展,建立和完善规范的商业信用体系。可见,投资基金作为一支理性力量,与企业改制和资本市场具有不可忽视的联动作用。这种联动体现了证券投资基金和产业投资基金协调发展的必要性。但是,我国基金业目前仍面临着许多亟待解决的问题,这也凸显了协调发展的必要性。

1. 基金品种少,规模小。美国的基金额已超过4万亿美元,与储蓄额相当。即使是直接融资不发达的日本,投资基金也达到2500亿美元。美国投资于证券的共同基金有4000多只,日本有1500多只,香港有200多只,而中国的投资基金规模小,品种少。我国储蓄逐年升高的原因正是居民储蓄缺乏投资渠道和品种。目前我国基金多是综合性基金,真正投资于股市或实业的基金非常有限,证券市场缺乏机构投资主体,“稳定器”作用的发挥很有限。同时,由于证券市场投资品种的单一和配套政策的不足,基金创新虽然取得了进步,但还不够深入。

2. 基金销售比较困难。一是投资者对基金认识不足。基金是一个新产品,投资者对基金的认识不足是影响基金销售的一个主要原因。很多投资者以投资股票的思路来买基金,不打算通过基金的长期投资来实行保值和增值,只想急功近利。因此基金的长期运作影响了投资热情。二是基金营销手段缺乏。基金管理公司的基金销售是一种崭新的产品销售,缺乏专门的基金销售人才来做这项工作。三是基金缺少长期业绩记录。基金在中国发展不过5年时间,发展历史短,缺乏较长时间的业绩纪录。而长时期、良好的基金业绩纪录正是吸

引投资者的关键所在。

3. 产业基金发展滞后。我国经济发展的根本弱点是基础产业和支柱产业发展滞后，资本投入不足，技术水平较低，从而大大削弱了我国经济发展的后劲。作为高新技术和产业升级“助推器”的产业投资基金在我国却很缺乏，一些名义上的产业基金大多是投资于房地产，这种状况使我国经济发展和证券市场存在潜在的危机。

证券投资基金与产业投资基金协调发展的对策建议

1. 努力构建投资基金的法律体系，从法制上保证证券投资基金和产业投资基金的协调发展。投资基金业的健康发展需要相应的立法保证。尤其投资基金在金融资本市场占有的比重越来越大，尽快将其纳入法制轨道刻不容缓。一是有利于推进金融体制改革；二是有利于保护众多投资者的合法权益；三是有利于进一步完善我国金融立法体系，尤其是能促进基金业与传统金融业之间的协调发展。目前我国投资基金的法律和法规建设还非常不足。新出台的《证券投资基金法》进一步完善了原有的《证券投资基金暂行办法》，但针对产业投资基金仍然空白。也就是说，目前的投资基金法律体系还亟待完善。产业投资基金特别是风险基金是我国国家创新系统的重要元素，它的规范发展将是我国经济增长的动力。所以，在基金立法上应强调产业基金立法的问题，并应注意证券投资基金和产业投资基金的立法差别。

2. 不断完善证券市场的微观结构，从市场机制上保证证券投资基金和产业投资基金的协调发展。市场机制的有效运行是投资基金规范发展的通道。投资基金赖以生存和发展的基础是较为完善、发达的

证券市场。基金与证券市场的联系主要在三个环节：基金券的认购、基金流通、基金退出机制。证券投资基金涉及到三个环节，因此与证券市场的联系十分紧密，可以说是相通的。而产业投资基金主要涉及到认购和退出两个环节。可以说，证券市场发展的好坏决定了投资基金的存活。因此，应积极完善证券市场的微观结构，包括市场准入机制、价格机制、交易机制及退出机制等。我国的风险基金在近两年有尝试性的发展，但其退出机制的不成功导致了风险基金运行的失败。所以完善证券市场微观结构，在一定程度上也完善了基金的退出机制，提高基金的流动性。另外，我国还应加大力度发展创业板市场，配合风险基金的有效发展。

3. 逐步规范新旧基金公司的治理结构，从微观体制上保证基金公司运作的规范和效率。良好的公司治理结构的基本前提是权责明确，权力分立，互相制衡。因此应明确基金投资人、托管人和管理人之间的权利义务，尤其是履行各自的监督义务，降低基金的风险性。合理的公司治理结构讲究市场化理念的运作，包括扁平化管理模式。因此，基金公司应根据基金市场的收益分析选择基金投资，根据基金需求导向创新基金新种类，根据市场化人力需求选聘人才。治理结构问题是我国国有企业公司当前面临的主要问题，完善治理结构正处在积极操作的阶段，各基金公司应顺应这个形势，旧基金公司积极改制，新基金公司努力创建，从根本上改善治理结构弊端，促进基金健康有效的发展。

4. 积极发挥政府机构的调控作用，从宏观体制上保证证券投资基金和产业投资基金的协调发展。政府的推动和引导是投资基金稳步发展的保证。尤其在我国的基金

最初发展主要依靠政府的力量和政策的引导。因此，在投资基金发展的方式、途径、规模及类型等方面的选择中，政府都应起到重要的引导作用。但是，基金作为一种新型的金融机构，在发展过程中市场化水平将逐步提高，从而要求政府退出长期性的行政性干预。因此，政府对基金的引导应主要表现为宏观调控而不是行政干预。产业投资基金是我国的独创物，是针对我国企业发展的需要而设立的，它肩负着国家的政策导向，并不意味着政府可以长期对基金进行行政干预。因此，政府应注意选择退出时机，在完成基金发展初期的支持和推动作用后，在适当的时候逐渐淡化行政性干预，逐步实现基金的市场化操作。◆

参考文献：

- [1] 厉以宁 曹岐山《跨世纪的中国投资基金业》，经济科学出版社 2000
- [2] 包明宝《泛投资基金》，经济管理出版社 2000
- [3] 刘传葵《投资基金经济效应论》，经济科学出版社 2001
- [4] 张东生 刘健钧《创业投资基金与证券投资基金立法比较》，《金融研究》2000 年第 11 期
- [5] 余述胜《我国基金发展存在不足》，《中国城市金融》2003 年第 11 期

(作者单位：厦门大学金融系)

责任编辑：黄楠

