

# 我国证券投资基金的竞争力缺陷及改进策略

■杜朝运

近年来我国证券投资基金虽然发展迅速,但基金的总体业绩却不尽人意,可见我国证券投资基金的竞争力状况着实堪忧。具体言之,我国证券投资基金存在如下缺陷:

## 缺陷一:治理结构不恰当

证券投资基金是建立在现代信托关系基础上的,它必须按照基金契约的规定运作。但在现实中,基金持有人的话语权不足,无法决定基金经理人选、基金托管人选、业绩报告、经理人报酬等重大事项;基金托管人由基金管理公司选定,无法有效行使基金资产保管职责;基金发起人、基金管理公司和基金托管人存在

高度关联的关系,缺乏相互制衡机制。另外,基金公司内部的机构设置、权限划分及防火墙安排都不完善,导致基金运作效率不高以及出现内部人控制现象。这些问题都同证券投资基金的治理结构不当有关。

## 缺陷二:投资理念不成熟

基金公司未能贯彻契约或招募说明书中约定的投资策略,而是通过集中持股或联合“坐庄”方式来炒作股票,这种投资理念有悖于证券投资基金“研究驱动投资”的特点,不仅无法引导证券市场正确的价值投资理念,而且在一定程度上加重了证券市场的投机风气,最终自

身反受其害。

## 缺陷三:营销手段不规范

2001年下半年以来,我国股市进入调整阶段。由于我国股市没有做空机制,在下跌市中基金普遍遭遇“发行难”。而这段时期基金又要“超常规发展”,为募足期望的目标值,在发行中就出现一些非市场化的营销手段,如给回扣、承诺保底收益、摊派、汇集机构投资者资金等。2003年上半年开放式基金赎回比率高有一些就是非市场因素造成的。

## 缺陷四:信息披露不充分

基金持有人享有对基金运作情况的知情权,基金公司必须及时披露基金信

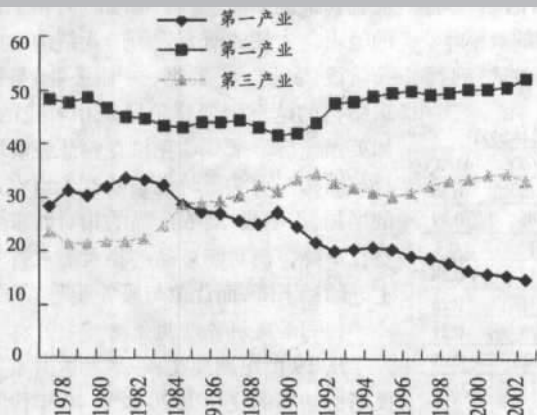


图1 三产业国内生产总值相对比重(%)

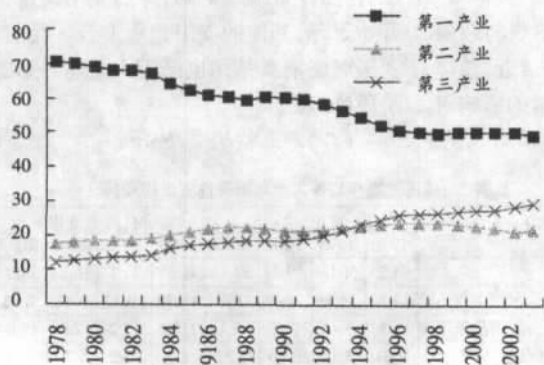


图2 三产业劳动力相对比重(%)

美国经济学家库兹涅茨在分析产业结构演进趋势的过程中,总结了国民收

入和劳动力在产业间分布趋势:农业部门国民收入的相对比重及劳动力相对比重均不断下降;工业部门国民收入的相对比重大体上升,劳动力相对比重大体不变或略有上升;工业部门国民收入的相对比重大体不变或略有上升,劳动力相对比重上升。根据我国1978~2003年的统计数据,得出我国三产业的GDP、劳动力相对比重图,其变动趋势与库兹涅茨分析结论相似。

## (三)两结构对比分析

(1)居民消费的食品支出不断下降,我国农业的GDP和劳动力的相对比重相应下降。

(2)居民消费的居住支出自我国住房体制改革后逐步攀升,住房成为我国居民消费以及投资的一大热点,以至于2003年我国的房地产及紧密相关的水泥、钢铁等部门出现过热现象。

我国的工业也保持稳定的上升趋势。

表3 2000年三产业GDP相对比重(%)

	中国	日本	印度	美国
农业	16.35	1.38	24.62	1.61
工业	50.22	32.1	26.6	24.45
服务业	33.42	66.51	48.78	73.94

注:数据源于中国经济信息网

(3)受医疗、教育体制改革影响,我国居民的消费支出比重逐年上升;居民对服务业的重要部门——交通通信的消费支出比重也大幅提高。2003年上述三项支出比重共计为27.78(城镇与农村的平均值),并共同拉动服务业的发展。

(4)但需注意的是,改革开放以来,我国工业和服务业的GDP和劳动力相对比重增长幅度较小,产业结构还存在不足:第一,与其他国家相比较,我国的产业结构仍需不断调整升级(如表3);第二,与居民消费结构相比较,产业结构也有不合理处,如从居民消费支出构成看,2000年居民仅医疗、教育交通通信消费支出比重平均为24.08,服务业的GDP相对比重为33.42,发展相对不足。所以,根据消费需求调整生产,是我国经济增长的关键所在。

(作者单位/重庆大学)

(责任编辑/亦民)

息,使投资者了解基金的运作绩效和投资价值,这同时也能构成对基金公司的有效约束。但我国基金往往未能充分披露本基金的相关信息,甚至披露的信息不准确、不真实,有的还有误导之嫌,使投资者无法对基金的实际情况进行评估并相应做出投资决策。

#### 缺陷五:政策倾斜不合理

为扶持证券投资基金的发展,管理层赋予证券投资基金新股配售的特权。在股票一级市场和二级市场差价很高的情况下,基金通过这一优惠政策可以轻易获得巨额收益。但是,有关学者的实证研究表明,扣除新股配售特权后,基金的投资能力并不会比市场平均水平高。换句话说,证券投资基金的竞争力在除去政策性优惠因素后并没有太多的优势。

#### 缺陷六:监督管理不到位

基金公司作为机构投资者,在营利动机的驱使下,难免存在一定的违规运作倾向,加之我国证券投资基金的治理结构存在缺陷,对投资者实行保护更应成为监管层职责的应有之义。但由于监管经验不足以及对基金守规操作的美好预期,导致监管不严厉甚至出现监管“真空”。2000年披露的“基金黑幕”用事实说明了基金公司同一般逐利的经济人并无二致,监管层在监管规则和惩罚力度方面必须予以改进。

#### 缺陷七:法制建设不健全

我国的《证券投资基金法》已于2003年10月28日在十届全国人大第五次会议上获得通过,成为继《证券法》之后我国资本市场的第二部大法。但在此之前,我国证券投资基金所依据的是1997年11月14日国务院证券委员会所颁布的《证券投资基金管理暂行办法》。虽然这之后也出台一些具体的指导意见或通知,但缺乏法律性的规范使基金市场的健康有序发展受到影响。

#### 缺陷八:投资对象不理想

证券投资基金的投资领域是证券市场,上市公司质量的优劣在很大程度上决定着证券投资基金的投资效果。由于我国上市公司“重筹资、轻改制”现象较为严重,很多上市公司的内部治理结构尚未真正按照现代企业制度建立起来,导致证券市场中具有投资价值的股票不够多,证券投资基金很难通过价值投资方式获取较好的收益。

以上所列诸种缺陷反映出我国证券

投资基金的竞争力水平仍有待提高。证券投资基金要改善自身的竞争力状况,不仅有赖于基金内部对各种资源要素的有效整合,还取决于基金外部环境的优化。笔者认为,构建证券投资基金的竞争力宜从以下几方面着手:

#### (一)建立合理的证券投资基金治理结构

证券投资基金的运行本质是“受人之托、代人理财”,但在基金持有人、基金管理人、基金托管人等之间存在较长的“委托—代理”链,如何解决委托人和代理人之间的信息不对称问题,如何设计出最优化的激励和约束机制,使委托人和代理人的利益尽可能一致,这就需要一个好的证券投资基金治理结构作为基础。构建这一治理结构的关键在于解决好基金资产的控制权问题和剩余索取权的分配问题,为此,应从制度层面保障基金持有人对基金受托人的选择、确认、监督和评价以及同属受托人的管理人和托管人之间的相互制约。

#### (二)加强证券投资基金的人力资源开发和组织建设

基金业是一个知识密集型的行业,基金之间的竞争从根本上看就是人力资源的竞争。基金管理水平的高下、经营状况的好坏,取决于基金人力资源的整体素质和配置情况。为此,基金公司要加强人力资源管理,合理配置人力资源,充分发挥人力资源的潜能,使其创造性地开展工作。同时,要加大研发力度,提高研发能力,为基金的运作提供决策依据。由于知识正日益成为行为主体竞争力的最关键的因素,所以基金公司在人力资源管理和信息管理中,更要努力建立有效的学习机制,使基金公司成为一个学习型组织。

#### (三)确立以客户为中心的证券投资基金市场营销理念

如何吸引投资者购买基金,要求证券投资基金树立合适的营销理念,讲求科学的营销策略。西方国家的企业很早就重视以客户为导向的经营理念,并在不同时期提出和实践了不同的经营战略思想,如20世纪80年代初的CI(企业形象战略)、80年代末的CS(顾客满意战略)、90年代末的CL(顾客忠诚战略)。基金公司应积极借鉴国外经验,从CI、CS上升到CL,努力培育基金的忠诚投资者,这对具有持续申购机制和持续赎回机制的开放式基金而言尤为重要。

#### (四)树立具有市场认同度的证券投资基金价值投资理念

基金的投资应体现专业理财的优势,注重对个股基本面和行业发展趋势的研究,以从中挖掘具有投资价值和成长潜力的股票。由于投资者偏好各异,基金可以通过细分市场来选择目标市场,并确定这一目标市场投资者的投资目标需求,从而形成一个被该目标市场认同的投资理念。基金必须严格按照确定的投资理念,在证券市场上寻找合适的对象进行投资。这种价值投资理念的形和贯彻,是基金实施差异化战略获取自身特殊竞争优势的关键。

#### (五)规范信息披露,提高证券投资基金运作的透明度

美国法学院的证券法经典教科书《证券法基础》(Fundamentals of Securities Regulations)强调信息披露的重要性时诙谐地指出:“如果一个人被迫在大众面前裸体,他一定会更加注意自己的体型。”同样道理,基金运作不应成为“黑箱”,基金信息披露义务人必须及时披露信息,并保证信息的真实性、完整性和准确性,以使投资者了解基金运作情况。这同时也构成对基金公司的约束,督促基金运作相关人格尽职守,履行勤勉义务(Duty of Care)和诚实义务(Duty of Loyalty)。

上述策略侧重证券投资基金的资源动员和能力打造,除此之外,证券投资基金的外部环境营造对于提升基金的竞争力亦非常重要。笔者认为,当前应加快这几方面的工作:(1)由于我国实行分业经营、分业监管的金融体制,而证券投资基金的运作涉及多个金融机构和金融市场,所以必须协调好基金市场的多头监管问题,避免出现政策打架或监管“真空”;(2)随着开放式证券投资基金的发展,要尽快建立全国统一的基金登记结算体系,将各销售机构和基金管理公司的交易系统联网,为投资者在不同基金之间的转换提供交易平台,这有利于形成基金的市场竞争约束;(3)强化上市公司的治理,提高上市公司的质量,加大证券市场的监管力度,促进证券市场健康、规范发展,为证券投资基金营造有效的投资场所,同时,还应适时推出做空机制,拓展基金的运作空间。

(作者单位/厦门大学金融系)

(责任编辑/亦民)