

□ 许德培

我国投资基金若干问题的探讨

投资基金在我国的起步始于1987年前后,首先是由熟悉海外业务的金融机构在海外组建“中国投资基金”开始的。至1995年初,我国各种国内基金已达70多个,基金总面值达80多亿元。在现有基金中,除“淄博”、“蓝天”、“天骥”三只基金在全国性的交易所上市交易外,还有20多只基金分别在沈阳、天津、武汉、海南、四川、大连等地方性证券交易中心交易,投资基金与基金市场在我国已渐成气候。

作为一种新生的金融工具,投资基金及其市场的发展,无疑会给我国的资本市场和投资体制带来深远影响,但由于它在我国的发展时间短,其基本知识介绍不够充分,理论研究不够深入,以及在全国统一性的基金管理制度未形成的情况下,各地就自行纷纷设立基金并投入运行,这不可避免会出现很多问题。这些问题都值得关注基金业发展的人们去探讨、去研究。

一、关于基金的发起审批

虽然有些国家的做法是实行注册制,但在我国目前仍采用严格的审批制。我认为这是必要的,因为:

1. 我国正处于建立市场经济体系的初期阶段,金融市场尚不成熟,投资基金的重要目标市场——证券市场,特别是股市,仍处于起步阶段,股票上市有着严格的审批。如果投资基金一哄而上,势必对股市的供给造成压力,容易形成“泡沫经济”。而且一些基金大搞固定资产投资,对国家的宏观调控也会造成冲击。

2. 我国对投资基金的监控措施尚很不够,为了尽可能地对投资基金的投资者的利益进行保护,通过审批,对基金发起人、管理者、托管人的素质进行考核,是属于不得已而为之的唯一可行办法。

3. 国外的一些“注册制”,也并不是简单的备案就了事,仍然有着十分严格的标准。如美国,只有严格地按照立法要求设立的基金,才能通过注册。只有“注册”过的基金才能享受一些国家税收上的优惠和法律上的保障,否则,被视为“名不正言不顺”的基金。当然,审批制的最大毛病是效率低,容易形成“一刀切”的现象,如何在现阶段让行政审批发挥它的历史作用,让合格的基金与投资者见面,是管理层应考虑的一大问题。在做法上,可以稍作改变,在《投资基金管理办法》出台之后,主要以立法的形式对基金的发起设立进行约束,人民银行在掌握总规模的前提下,将具体审批的权力移交给证监会所属的专门职能机构。

二、关于基金的模式选择问题

基金的两大分类,国内讨论得很多,封闭式或开放式,契约型或公司型。我国目前存在的基金多数为契约型封闭式,虽然管理部门并没有明文规定,但众多基金不约而同地采用这种模

式,也一定有它的道理所在。

(一)封闭式还是开放式?

封闭式与开放式的重要区别就在于其资产流动性,具体区别有以下两点:

第一,封闭式基金经过首次发行之后,资本规模便已固定下来,投资者买卖基金券只是在投资者之间进行换手,而不会影响到基金的规模;开放式基金则不是这样,它的资本规模可能由于投资者的赎回而减少,也可能由于投资者的继续购买而增加。不过,根据美国 1933 年证券法的规定,“连续发行”超过核实资本的部分,也应报证券交易委员会备案。

第二,在基金的市场表现上,由于封闭式基金资本额固定,经过首次发行后,它的市场价格表现就由市场的供求双方来确定,成了供给与需求的函数(即与股票的价格形成原理相同),它的价格与它所管理的资产组合的价值联系并不一定大。在美国共同基金的历史上,封闭式基金的价格相对于它的资产值来说,是折价的时候占多数。开放式基金的市场价格是严格地以它的净资产价值为依据的,不存在折价、溢价的现象,开放式基金的赎回价就是它的净资产值,如果它与买入价有不同的话,价差部分是其销售费用附加。

另外,在各国投资基金发展的初期,无一例外地皆以封闭式基金为开端,究其原因有:

1. 投资者刚接触一种新的投资工具,对收益的偏好要远大于对流动性的偏好。在开放式基金的发源地——美国,开放式基金的出现是在 1924 年,是在大量封闭式基金激烈竞争的条件下产生的,而其获得重大发展是在 1929 年股市大崩溃之后,大多数封闭式基金倒闭,或大打折扣,使该类基金投资者大受损失,这才使投资者对其流动性要求得以提高。而我国目前,投资者对基金的风险尚无切实的感受,基金的竞争还未真正体现,因此,开放式基金的出现并不十分迫切。

2. 投资市场本身也限制了开放式基金的出现,由于我国股市的投机气氛颇浓,风险极大,投资基金为了分散风险,必然将相当部分资金投入房地产等实业上,而这些项目投资本身缺乏良好的流动性,使得开放式基金在现实中难以操作。

3. 从基金管理角度看,开放式基金的规模比封闭式基金的规模要难控制得多,在我国基金尚执行严格审批的情况下,封闭式基金无疑是较好的选择。

4. 开放式基金某种程度上可以说是封闭式基金的一种高级化形式,过早设立,有拔苗助长之嫌。

(二)契约型还是公司型?

两者主要区别在于:

首先,形成依据不同,契约型基金形成的依据是信托契约,其法律依据是《信托法》;公司型基金形成的依据是公司章程,采取按《公司法》而设立的股份有限公司形式。

其次,组织形式不同,以图 1 表示。

第三,制衡机制不同,由于组织形式不同而形成了两者不同的制衡机制。契约型基金依据投资人、委托人、受托人三方认可的信托契约,形成以投资者为收益者,以行使、运用信托财产意图的人为委托者,以按照委托者意图运用和管理信托财产的人为受托者,其对经理人的约束,是受益人大会和托管方,受益人大会拥有依据信托契约最终解散信托关系的权力,但常设的监督方是托管人。而公司型基金的机构设置与股份公司基本相同,托管方除执行清算、保管职能外,权力义务都缩小得多,对经理人的约束主要由投资公司内部传导下来,投资公司董事会有权更换经理人,可见两者的制约机制有“内外”之别,契约型强调托管方的外在监督,公司

型则重视内部压力。

我国目前适宜发展契约型基金,这是因为:

1. 从法律依据看,我国现代公司制度尚在试点,《公司型》尚有许多待完善的地方,相对而言,信托行为在《民法》中早有专门论述,关系也相对简单明了。

A: 契约型

B: 公司型

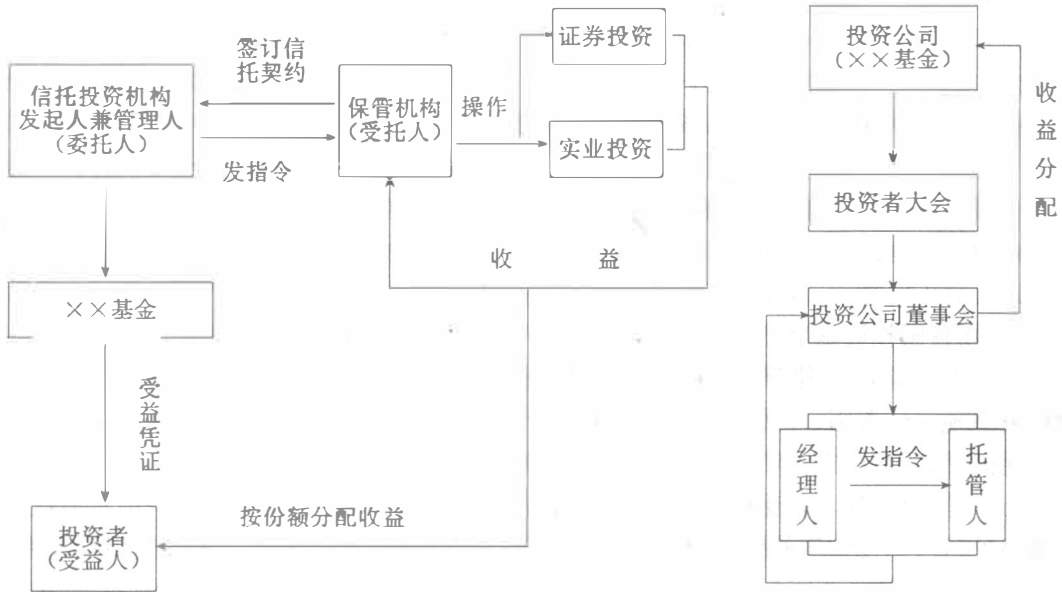


图 1 组织框架图

2. 契约型基金,一定有个信托期限存在,当然也可展期,但公司型基金可规定期限,也可永久性存在。在我国投资基金发展初期,具有明确期限规定的契约型基金无疑更易被投资者接受。

3. 从两者制衡机制看,在我国投资者整体素质尚不高的情况下,外在的监督比内在的压力更有效,所以,从保护投资者的角度看,亦是如此。

参见国外投资基金的发展,美国以公司型为主,而日本等亚洲国家以契约型为主,两者并无明显的优缺点,主要与各国的国情,投资者行为习惯有关。因而,明确地规定,孰可孰不可,都无道理。而从实际出发,从本国的国情出发,得出的结论更有利于本国基金的发展。预计在我国,公司型、契约型基金都会存在(事实上目前现状亦是如此),而契约型基金的多数地位不会动摇。

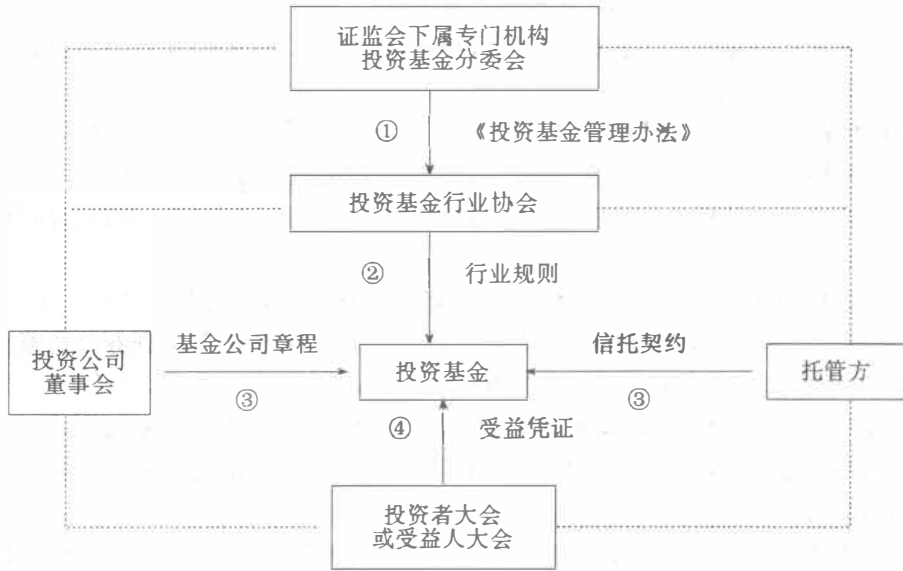
三、关于投资基金的管理体系问题

我国投资基金业的管理现状是:人民银行主管基金的审批,计委主管基金证券发行计划,证券委、证监会对基金的市场交易行为实施监督,所以说是以人民银行为主的多头管理。这种方式难免在协调、效率方面存在一些问题,而且在基金的约束机制方面,托管方的责任未能很好地履行。有的基金,管理人、托管人不分,有的托管人只起一个开户银行的作用,对基金管理的外部约束机制未能很好地建立起来,总之,由于管理上的混乱,投资者的利益保障很成问题。

对我国基金业的管理,可以从以下几方面进行:

第一,立法是根本。市场经济也是法制经济,公正的规则是市场有效竞争的必要条件,无论是行政管理,还是自律管理,要是无法无规可循,都是空的。

第二,在立法的基础上,如何执法?即投资基金业的管理体系如何建立,以下模式可供参考:



(以上实线为对投资基金的管理,虚线为对其他方面的制约)。

图 2. 管理网络图

上述管理网络图,具体可分为四个层次:

第一个层次是证监会下属投资基金分委会。当然在这里,有一点需要补充,我国目前,在基金的总规模方面,还需要中国人民银行的总体控制,至于具体的管理,应由专门的职能机构——投资基金分委会来进行。这是因为投资基金本身亦为证券的一种,而且投资基金的投资对象仍以证券市场为主。国外成功的做法也是如此,美国的共同基金统一由证券交易委员会(SEC)管理,香港投资基金的管理权力也由金融科转移到了证券及期货交易委员会手中。投资基金分委会的主要职责是:依据《投资基金管理办法》审批基金的设立与上市,研究基金业现状与问题,监督投资基金同业协会的职能开展,也可直接对任何一家投资基金进行专门稽查,对违法违规情况进行惩处等。

第二个层次是成立投资基金行业协会。这是由基金成员组成的自律性的组织,拟作为基金业管理的主要部分,它有义务依法、按行业规则对所有基金进行自我协调监督,并本身接受投资基金分委会的监督。之所以要让它成为管理体系的主要部分,是因为,单纯依靠一级国家主管机关对分散在全国各地的基金进行监督,显然是力不从心,而制订统一的规则,让参加比赛的选手进行互相监督,效果会更好,而且投资基金分委会仍保留直接稽核的权力。

第三个层次是基金制衡机制发生作用。公司型基金由投资公司董事会依据《基金公司章程》对基金经理进行监督,这对于保证基金个体的微观运行十分有效。

第四个层次是投资者本身。由于投资者(受益者)是基金财产的最终所有者,他们完全有理由依法对基金进行监管。应加强基金业的信息披露,立法赋予投资者的应有权力,如投资者大

会或受益人大会应每年开一次,平时基金也应有专门的人员接待投资者的寻询。

四、关于投资基金的发起人资格问题

目前对这一问题的较多看法是由证券公司和信托公司发起。而现有投资基金的发起人情况较为复杂,一般有三种形式:(1)由多家金融机构参与发起设立基金公司;(2)由基金管理公司和某家专业银行共同发起的;(3)以独家非银行金融机构发起设立投资基金,并自己管理。此种情况属大多数,因为简便易行。其实这里仍有两问题:

第一,以上发起人资格特别注重金融机构,而将一些大的工业企业、集团公司排除在外。其实,这对证券投资基金比较适合,而一些专项基金,如专门投资于能源工业,或原材料工业,就必须有该行业的专家参与不可。目前,一些国内的在行业内有影响的大企业已尝试与国外基金联合发起组建海外基金,用于国内的专门的行业投资。在国外行,在国内为什么就不行呢?因此,对于投资基金发起人资格的问题应视基金的投资目的物而定,不好笼统地将它局限在金融机构之内。

第二,在金融机构中,发起人应以信托公司或商业银行为主,而证券公司和专业银行倒不便做基金的发起人,因为,只有商业银行才能最终对它的商业行为负责,而证券公司兼自营、代理、基金业务于一身,在管理上造成相当大的难度。当然,国内的基金发起,由于当初的一哄而上,造成了五花八门的既成事实,取消不现实,规范应是管理部门考虑的重要问题,如对证券公司的基金业务,不光是人员和资金要求独立分开,而且基金业务应由别的经纪商进行,如托管方经纪人,而不应由自家代理。

另外,为了增强投资基金的自我约束机制,对于投资基金的发起人必须规定最终发起人的认购比例,这样不仅可以在设立时形成一条实在的财力资格标准,而且可以将基金以后的表现与发起人的切实利益挂起钩来。但目前许多基金并未做到这一点,特别是在基金增设时,也应相应增加发起人的认购比例。

五、基金托管人的资格与义务问题

前面已经说过,基金托管人的权利和义务,是契约型基金的制衡机制中相当重要的一环。作为受托人,作为基金财产的名义持有人,不但执行的是清算、保管功能,更重要的是监督功能。在选择托管人时,对托管人自身的人员、清算系统功能、相应的资产规模等应有基本的规定,而且对基金托管人的职责也应进一步明确;对基金管理人的违反信托契约和其他法规的指令有权并有义务提出质疑,且不予执行,防止基金管理人挪用基金财产,及时向投资者披露基金运营情况等。总之,我国的基金托管人职责一直未受到重视。一方面托管人与发起人、管理人必须完全独立;另一方面,托管人的素质尚有待提高。还有,对托管人本身,还缺乏应有的监督、约束机制,投资基金行业协会应有权对托管人的职责履行情况进行监督检查,建立健全基金的内外制衡机制。

六、关于基金管理人的问题

目前,基金管理人的身份有两种,一种是证券公司、银行或信托公司的基金管理部,一种是基金管理公司。作为一种发展方向,应以基金管理部为过渡,向基金管理公司发展。这里主要的问题是基金管理人的素质和监管问题。现在的基金管理人状况,基金管理公司稍好一点,一些基金管理部存在许多问题,在人员的要求、人员的变动等方面,投资者不甚了了。由于基金管理人直接关系到基金资产的保值增值,直接影响到千家万户投资者的利益,加强对基金管理人的管理才是提高基金业水平的一个最重要的环节。在管理中应注意到以下几点:(1)基金管理

人所受教育程度、工作经历,应向投资者公布;(2)基金管理人的人员变动必须作为一项重大事件向投资者及时披露;(3)主管机关在审批基金时,基金管理人的要求应作为一项重要条件;(4)基金管理人应向独立的基金管理公司发展,以达到规模经济。

七、关于投资基金的投资限制问题

首先,投资基金在本质上要求投资限制。投资基金的理论基础便是分散投资原理,它的魅力就在于通过分散投资来降低风险,防止风险过份集中。投资者的风险意识要求对投资进行限制。就我国目前的基金业现状,有很多基金没有基本的投资限制,也有一些投资限制不符合实际。

第二,由于我国目前的投资基金都是封闭式的,对于基金资产的流动性要求不如开放式的高,因此,我们的投资限制也不象其它国家那么多,但就封闭式的基金而言,除了一些共同的限制规定以外,还应视基金管理人的现状,投资者的要求,再施加个别的、特别的限制。当然,这都是通过基金公司章程或信托契约明文规定的,不得违反。如稳健型的基金,投资者愿冒的风险程度较小,就可限制基金管理人在目前股市和期货市场的总体投资比例,如不得超过50%或30%;而对一些基金管理人,如不熟悉房地产市场,就可规定投资房地产的最高比例,甚至禁止进行房地产投资;而对于一些专项投资基金,就必须限制其投资在该行业的最低比例,如不得低于60—80%,象淄博乡镇企业投资基金就规定其投资于淄博乡镇企业的比例不得低于60%。这些可以充分体现投资基金的本身的投资政策。这就要求,基金成立前的工作要做细致,通过基金招募说明书,详细地向投资者阐述本基金的特点,制定符合本基金的投资限制。当然,就我国目前的投资基金的基本的共同的的规定,所有的投资基金都应遵守。

第三,在投资基金的投资限制中,对基金间的相互投资,基金业人员普遍认为理论上应该“禁止”,因为相互投资无形中会加大投资者所付的基金管理佣金。国外的情况是:有限制,也有不限制,而以不限制的居多。个人认为不应限制过死,实行一定的比例限制即可。因为以封闭式基金为例,且不谈各个基金之间存在优劣互补的情况,相互投资可分散投资风险,就二级市场看,封闭式基金也存在市场对它的价值高估和低估情况,如果某基金发现另外的基金价格被市场低估,为什么不可以购进呢?对它本身的投资者来说,又有什么损害呢?事实上,现有的基金之间相互购买是存在的,只是在相互投资的比例上,应该有最高比例限制,防止发现连锁反应。

第四,为了防止基金利用自己的实力操纵股市或个股股价,发挥它的稳定股市的积极的一面,建议对它的市场行为实行一定程度的限制,限制其进行频繁的短线进出。如可规定:如果它的收益30%以上来自于持有股票期限短于2个月的买卖,应予以上缴或处以罚款。这样做,可以促进基金以一个投资者的眼光来看股市,在股市中扮演长期投资者的角色,以达到稳定股市。

八、投资基金的上市交易问题

一旦设立投资基金,它的上市就无可厚非,这是起码的流动性的要求。我国目前基金的上市,主要有两种:一种是在全国性的证券交易所上市,另一种是在各地区的证券交易中心交易。还有一种上市兼具双重身份,象沈阳证券交易中心通过与上海证券交易所联网,形成该交易中心的证券两地上市。但在上市管理中,即使上海、深圳两家交易所也有很大的不同。其中,上交所对基金持有分布较为重视,而深交所对经理人、托管人要求较严,而全国各地的几个证券交易中心,更是各行其事,没有统一的规则。究竟如何来看待基金的上市问题呢?

第一,基金上市是基金流动性的必然要求,在审批设立基金时,就应考虑。因此建议,基金设立审批权与上市审批权应统一由证监会掌握,否则审批大量基金,而上市步伐落后,管理层必然面临大量来自投资者的要求上市流通的压力。

第二,上市交易的基金一定要符合最起码的规范化的要求,包括基金设立、运作、管理的规范化。对于一些不规范的基金应予以清理,其以任何形式的流通,只能造成更大的危害。因此,无论是证券交易所,还是证券交易中心,都必须要做到“先规范,后上市”。

第三,基金上市是目的,亦是手段。目的是保证基金的流动性,手段是指通过上市,来规范基金的运作。这一点可参照股票上市后的信息披露规则,基金至少也要公布规定的、通过授权的、确认的会计师事务所进行审计的“中期业绩报告”和“年度财务报告”,其中特别注意的是基金资产的评估的准确性,是否通过专业评估师评审,评审的标准是什么?应尽可能详细。另外,基金的日常的重大事件也应披露,如重要的人事变动,重大的投资决策等,至于披露的方式、内容可具体制订细则。

九、基金的税负问题

在现有投资基金的设立之初,皆称“基金的税负事项按国家有关规定执行”,其实到目前为止,国家之“有关规定”并未出台,税收上出现“真空地带”。我们希望有关部门尽早拿出方案,原则上,认为应该坚持以下几点:

1. 防止重复课征,即避免在对基金征税后,再对受益人进行第二次课征,如美国的 Sub-chargem 细则规定,合格的投资公司可将利息和红利直接转股东,由个人统一纳税。
2. 对年终分红收益中的股利及利息收入必须纳税,证券交易所得税征收与否,服从国家进一步统筹规定。

十、基金的规模大小问题

我国目前的基金个体规模,小到 1000 万、大到 5.8 亿,相差悬殊,基金平均规模为 8000 万元左右,但多数为 3000 万元左右,在股市中只相当于一般大户的作用。在分散投资时,资金使用上捉襟见肘,就稳定股市而言,也是力不从心。因此,从稳定股市和分散投资的角度来看,以后在基金规模的报批时,最低不得低于 5000 万元。当然,这也是个经验数字,可随实际的变化而作调整。

在基金的整体规模方面,也应注意:第一,要与固定资产投资总规模相联系。第二,投资基金的规模还应与证券市场的规模联系起来考虑。这里的证券市场特指不包括投资基金的证券市场。因为投资基金的相当部分投资还是选择证券投资,证券市场的扩容与基金的设立应结合进行,尽可能地维护一种市场供求总量上的均衡,防止由于供求关系的巨变而引起股市的剧烈震荡。