

## 中国证券投资基金与中国证券市场互动发展的制度分析

文/邱朝霞

### 一、基于外生性的中国证券投资基金制度安排与基金的行为选择

#### 1. 中国证券投资基金的制度安排及其治理缺陷

与发达金融市场中基金制度的诱致性变迁不同，中国证券投资基金是国家为了最大限度地为证券市场聚集资金、促进证券市场稳定发展在市场倒逼的条件下进行的强制性制度变迁的结果，其制度核心——产权结构的垄断不仅直接影响到基金的组织结构，而且决定了基金的交易行为相对于其它的交易主体而言，享有更多的权利，也承担着更多的义务。为了制度目标的实现，国家在不断地为基金创造一定的寻租空间以激励基金的快速发展的同时，更要保证国有产权对基金的控制能力，进而导致了以基金管理人为中心的基金治理结构。事实上，以基金管理公司为中心的基金治理为证券投资基金追求自身规模的扩张奠定了制度基础，这是符合政府的制度设计初衷的，但是同时也由于其具有外部化效应而加速了政府租金的耗散过程，特别地，理论上证券投资基金以收益最大化为目标的投资行为便异化为基金管理人效用最大化。

从基金的组织结构来看，迄今为止，中国证券投资基金全部为契约型基金，而且无论是《证券投资基金暂行管理办法》还是《证券投资基金法》，都没有将基金的发起人与基金管理人相隔离，由国有控股的基金管理公司成为基金从募集到交易的事实上的代理人，导致了基金管理公司巨大的畸形治理结构。这样的基金治理结构产生的制度后果：第一，为证券投资基金追求自身规模的扩张奠定了制度基础。可以看出，由国有控股的基金管理公司是整个组织结构的中心，其承担着双层的平等委托代理关系，一边是由《公司法》规范的股权约束，即基金管理效用的最大化，另一边是由《合同法》规范的契约约束，即实现投资者资产增值最大化。由于契约合同的制定和修改完全由基金管理公司做主，前者的约束力明显要强于后者。从激励制度来看，基金管理公司的收益与所管理基金的总规模成正比，因而基金管理公司管理基金必然遵循总量原则而非边际原则，竭尽全力地扩大基金的发行量，导致了基金重首发而轻持续发行、重规模而轻质量的短视行为的存在；第二，导致基金投资管理过程中的目标偏差。由于国有产权主体的缺位和投资者的弱势地位所造成的基金产权的残缺，加之信息不对称和外部市场制约机制的不完善，在基金管理中更容易产生道德风险，公司从自身利益出发，会向投资者转嫁损失，实现投资收益的内部化。这样证券投资基金的投资目标便异化为基金管理公司利用产权约束和契约约束达到自身利益的最大化。

#### 2. 中国证券投资基金的行为选择

作为专业的投资理财机构，证券投资基金具有经过行为经济学家具体化了的西蒙所定义的过程理性<sup>1</sup>的特征。也就是说，证券投资基金的投资行为是其投资策略的制定者和执行者在现有认知能力的局限下对不确定条件下的信息和环境进行加工处理的经过深思熟虑的选择行为。从前文分析可知，以基金管理人为中心的组织结构必然导致基金管理人效用最大目标凌驾于其它所有相关主体的目标之上，而以规模为基础的基金管理费提取模式又必然导致了基金对规模的追求。也就是说，本应以投资者资产收益最大化为目的的证券投资基金，其投资目的异化为基金管理人所管理的基金规模的最大化，即基金要对投资者具有足够的吸引力。要达到目标有两个必要条件，一是资金安全是第一位的，二是短期投资业绩不劣于其它基金的投资收益。

由于资金安全的重要性，基金在投资过程中存在着心理帐户现象。即在市场下跌时，追求收益的稳定性，重视分散风险，持股集中度较低，能够在客观上起到平抑市场波动的作用；在市场上扬时，追求成长性，持股集中度高，表现出明显的风险偏好，加剧了市场波动和证券价值的偏离。而投资收益的时期结构被忽略了。由于对短期排名的追求，加剧了基金投资中的羊群行为。

### 二、证券投资基金与中国证券市场效率的改善——基于功能的视角

任何金融体系的功能在于帮助市场主体在不确定的条件下配置稀缺资源和进行风险和资产的管理，（默顿和博迪，1995）证券市场自然也不例外。在这里我们关注的是证券投资基金制度安排对中国证券市场功能完善方面的影响。

#### 1. 证券投资基金对中国证券市场效率改进的影响

不可否认，由于证券投资基金具有专业优势、规模优势，因而能够克服证券市场的信息不对称，实现集合投资的规模收益，特别地，开放式基金的赎回机制使得基金相对于股权投资而言具有更强的流动性，因而使证券市场的流动性得到了优化。正是由于上述特点，证券投资基金的发展能够改善证券市场的筹资效率。事实上，近年来证券投资基金在数量和规模上的迅猛发展证实了证券投资基金在帮助证券市场广泛地吸收社会闲散资源方面的确功不可没。

其次，证券投资基金在改善证券市场资源配置方面有一定的积极作用。证券投资基金的发展对中国证券市场资源配置效率的帕累托改善主要体现在基金的投资理念和投资行为对市场资金流向的影响。一方面由于证券投资基金在规模和信息方面的优势，使得基金的投资行为独立于以往市场上占据优势的庄家的干扰，对市场中蓝筹企业的价值发现和价值提升成为市场投资的一个亮点；另一方面由于基金的专业效应及政策导向，证券投资基金的投资理念一度成为市场中的一面旗帜，引导市场资金向绩优蓝筹企业流动。这样证券投资基金在矫正证券市场的投资行为、引导市场投资的理性回归，从而促进证券市场优化储蓄—投资转化效率的过程中起到了积极的作用。

但是由于证券投资基金在资金来源、投资周期、决策模式及投资理念方面的同质性，其在规模和数量上的超常规发展对证券市场流动性的改善在超过临界点之后呈现出规模递减，甚至加剧了市场的流动性风险，直接影响到证券市场的运作效率。首先，证券投资基金之间的相互模仿和基金在市场上的领头羊作用，加大了市场的波动幅度；其次，当证券投资基金的投资理念作为一种先验信念在市场中占据主导地位时，基金的交易行为便因缺乏交易对手而降低了市场的流动性。对于开放式基金而言，由于赎回机制的存在，市场流动性的弱化会强化开放式基金的流动性风险，引致基金持有人的大范围赎回，进而加大基金的市场交易成本，因此，从微观机制上看，证券投资基金的超常规发展降低了证券市场的运作效率，使得资金的有效配置难以迅速达成。况且证券投资基金的超常规发展是以政府不断地创租为条件的，这样政府资源的倾斜对其它投资者主体便是一种侵害，更别说在基金的寻租行为中必然伴随着效率的损耗。

## 2. 证券投资基金与投资者的风险管理

通过提供多样化的投资工具，证券市场不仅成为资金配置的场所，同时也是风险配置的场所。证券投资基金本身便是通过规模和专业优势为投资者分散投资风险，提高投资收益的金融工具。而且，证券投资基金风格的多样化为不同风险偏好的投资者主体进行风险管理组合提供了便利。客观上讲，中国证券投资基金已经形成了偏股型基金、债券型基金、指数型基金和货币型基金等多种类型，在一定的范围内能够满足投资者进行风险管理的需要。但是从目前学者们对中国证券投资基金投资风格的实证研究结果表明：中国证券投资基金在大盘/小盘及价值/成长风格属性上呈现趋同性，大多数基金都将投资目标集中于大盘价值型股票，尽管大多数基金在募集说明书中约定的是成长型。（杨朝军等，2004）究其原因是投资者在基金治理中处劣势地位，难以保证基金管理人在基金契约的实施过程中不从自身利益出发违背契约的规定，在自己所管理的不同风格的基金之间进行利益输送。对于开放式基金而言，投资者赎回机制对基金有较强的约束力，但是目前国内对基金投资业绩的评价并没有包含基金投资的风格和风险因素，以此作为参考，投资者选择基金时也很难体现自身的风险偏好，进而形成投资者的同质性，并通过赎回机制影响到基金风格的形成。反过来，证券投资基金风格的模糊客观上不利于投资者的风险管理。

## 3. 证券投资基金与上市企业的公司治理改善

由于长期以来中国证券市场非流通的国有股和法人股占较大比重，导致严重的“内部人控制”和大股东对中小股东的利益侵犯问题，使上市公司治理机制无论是在内部控制或是公司控制权市场都存在重大缺陷。理论上讲，证券投资基金作为大量投资者产权的集合体，在规模上增强了与大股东的谈判能力，并能够克服中小投资者“搭便车”问题，从而加强对上市企业经营者的监督并有利于外部公司控制权市场机制的改善。而且随着基金规模的超常规发展，基金对于重仓股票的调整面临着流动性风险，加之政府对基金监管的加强和基金信息披露制度的完善，基金具有改变被动投资战略为公司治理导向战略的激励。因而证券投资基金的发展有利于上市公司治理机制的改善。

然而进一步分析，基金参与上市公司治理一方面需要一定的制度基础，另一方面还与基金的参与能力和市场上机构投资者的结构有关。首先来看相关的制度范畴。《证券投资基金运作管理办法》规定：一只基金持有一家上市公司的股票，其市值不得超过基金资产净值的百分之十；同一基金管理人管理的全部基金持有一家公司发行的证券，不得超过该证券的百分之十。那么，相对于市场上三分之二左右的非流通国有股和法人股而言，基金既无力在公司内部治理中对大股东和企业经营者形成有效约束，也无法通过外部控制权市场的争夺对企业经营者产生威胁。况且，基金与上市国有企业具有相同的产权主体，作为投资者的非国有产权主体在基金治理中的劣势地位决定了基金代理投票权的缺失。在这样的制度安排下，基金无助于解决上市企业经营者的激励问题。其次，受到资金来源的性质和市场环境的约束，基金在投资过程中为避免风险不得不动地适应市场短期投机和交易频繁的特点，因而缺乏做“积极股东”的客观条件；第三，机构投资者参与公司治理的理论基础是由于不同性质的机构投资者在资金来源、资产性质、委托要求、目标偏好和投资周期等方面具有差异，各主体在证券市场中的功能定位、市场空间和实际作用不同，彼此之间竞争和相互依赖，进而对企业内部控制和外部控制能够产生市场互补和功能效应的整合，改善企业治理环境。

（耿志民，2002）在中国证券市场中基金独大的机构投资者主体结构显然无法内生出这样一种机制（作者单位：郑州大学商学院金融专业研究生）

证券市场流动性理论综述  
资产证券化的实证分析  
上市公司审计委员会模式分析  
我国股权分置改革有关问题的思考  
中国企业上市公司股权融资偏好探析  
论有限责任公司异议股东回购请求权  
关于我国证券金融公司模式选择的研究  
浅析上市公司股权分置非流通股股东发行权证的核算  
中国证券投资基金与中国证券市场互动发展的制度分析

---

本网站为集团经济研究杂志社唯一网站，所刊登的集团经济研究各种新闻、信息和各种专题专栏资料，均为集团经济研究版权所有。

地址：北京市朝阳区关东店甲1号106室 邮编：100020 电话/传真：（010）65015547/ 65015546

制作单位：集团经济研究网络中心