

公募基金存在的问题及私募基金的比较优势分析^{*}

杜英娜¹, 谭 锋², 姜俊臣¹, 乔立娟¹

(1. 河北农业大学经济贸易学院, 河北保定 071001; 2. 东方基金管理有限责任公司, 北京 100032)

摘 要:私募基金是相对于公募基金而言的一种基金类型, 在中国金融市场上已经具有相当规模。本文通过对公募基金存在问题的揭示, 分析了私募基金的比较优势以及应如何采取相应对策和措施促进私募基金的规范化发展。

关键词:公募基金; 私募基金; 优势

近几年, 在国家“超常规发展机构投资者”的政策宣传下, “正规军”封闭式基金和开放式基金的规模迅速膨胀, 而同为市场资金需求竞争者的私募基金, 却并没有因“正规军”的急速发展而萧条, 反而是在公募基金普遍业绩欠佳的反衬下, 以灵活、务实、积极进取的优势在激烈的市场竞争中赢得了自己的生存空间。

一、公募基金的现状及问题

近两年基金市场在多元化发展方向上做出了大胆的探索。一方面, 基金业的高速发展及政策面的放宽鼓励了基金产品的创新, 各基金公司竞相推出新产品以吸引投资者注意, 陆续产生了ETF基金、FOF基金、LOF基金、QFII基金和QDII基金等。

但是相对于国外成熟的基金市场, 中国的基金市场仍存在着基金持股雷同、基金收益率低、投资渠道有限等问题。具体体现在:

(一) 交易主体的利益不一致, 影响基金信托目的

基金份额持有人追求的目标是基金资产投资收益的最大化, 基金管理公司股东追求基金管理公司利润和利润分配的最大化, 基金管理公司高管追求资产管理规模和个人发展空间的最大化。三者利益的不完全一致, 其后果很可能是违背设立基金信托的初衷——从基金投资者的利益最大化出发管理及运用基金资产。

(二) 公司治理结构不完善, 产生基金持有人和基金管理公司的委托代理问题

基金管理公司内部治理结构中, 董事会和监事会成员基本都是由股东会推举产生, 除了独立董事是外部人之外, 其余成员全部由股东和基金管理公司高管和员工组成, 但目前我国基金管理公司的独立董事人选基本都由董事会或管理层推荐, 所以独立董事受基金管理公司的制约影响大。^[1] 因此在基金管理公司内部治理结构中, 缺乏明确的持有人代表制度设计。

(三) 封闭式基金的折价率问题

^{*} 本文获得河北省教育厅课题资助(课题编号: SZ050207)。

【作者简介】

杜英娜(1977-), 女, 河北保定人, 硕士, 河北农业大学经济贸易学院助教; 研究方向: 金融理论。

谭锋(1976-), 男, 河北邯郸人, 学士, 东方基金管理有限责任公司渠道管理总监; 研究方向: 金融理论。

姜俊臣(1962-), 男, 河北沧州人, 学士, 河北农业大学经济贸易学院讲师; 研究方向: 金融理论。

乔立娟(1979-), 女, 硕士, 河北农业大学经济贸易学院助教; 研究方向: 金融理论。

由于封闭式基金在基金发行后的存续期内，投资人不能自由地赎回所持有的基金股份，只能通过二级市场以交易的形式退出。由此可见，封闭式基金的定价除受到基金资产净值影响之外，还受到股票市场、基金投资组合等多方面因素的影响，导致封闭式基金交易价格与基金资产净值之间经常存在着一定的差额，我们通常将两者的比率定义为基金的折价率（或者溢价率，即负的折价率）。^[2]

$$D_{it} = \frac{price_{it} - NAV_{it}}{NAV_{it}} \times 100\%$$

实际上是基金的交易价格与资产价值相偏离的一种现象。折价率越高，说明偏离的程度越大，最终使交易价格不能反映基金资产的内在价值，违背价值规律的要求。

截至 2006 年 10 月 19 日，中国上市交易的 53 只封闭式基金平均折价率 29.84%，其中折价率小于 20% 的基金有 23 只，折价率超过 30% 的基金达 27 只，几乎占了封闭式基金的 51%。因此，中国封闭式基金交易中存在着严重的高折价现象。从现实来看，这种高折价现象已经在很大程度上危及到中国封闭式基金的发展，在某种程度上造成了中国封闭式基金的“边缘化”问题。

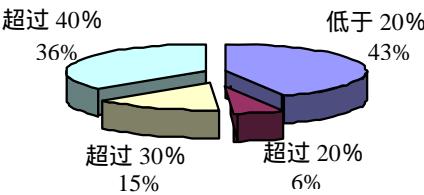


图 1 中国上市交易封闭式基金折价率

表 1 中国上市交易封闭式基金折价率前 10 名

基金名称	现价 10-19	单位净值 10-13	升贴水值（元）	升贴水率
基金同盛	0.669	1.3251	-0.6561	-49.51%
基金景福	0.668	1.3119	-0.6439	-49.08%
基金汉兴	0.632	1.237	-0.605	-48.91%
基金景宏	0.708	1.36	-0.652	-47.94%
基金通乾	0.746	1.4242	-0.6782	-47.62%
基金丰和	0.779	1.4863	-0.7073	-47.59%
基金裕隆	0.756	1.4339	-0.6779	-47.28%
基金普惠	0.773	1.4575	-0.6845	-46.96%
基金鸿阳	0.756	1.4065	-0.6505	-46.25%
基金普丰	0.79	1.4656	-0.6756	-46.10%

资料来源：中国基金网（2006-10-19），<http://www.chinafund.cn/tree/xx.asp?id=35115>。

（四）基金管理公司自持基金问题

从绝对量上看，基金管理公司自持基金（见表 2）的规模 2006 年中期为 11.6 亿份，与开放式基金总规模相比尚不起眼，所占比率仅为 0.34%；而从相对量上看，基金公司自持基金却已经达到了令人吃惊的规模，例如，有自持记录的基金公司家数达到了基金公司总家数的 44%，总自持份额占基金公司注册资本总额的 18%，占有记录基金公司注册资本的比例则高达 36%，也就是说，其注册资本中有 1/3 强投向了自已管理的开放式基金。此外，从任何一个绝对和相对指标考察，自持基金行为今年均呈上升态势。

基金管理公司自持基金会造成这样一种假相：基金价格的上涨不是由于其投资组合能力的提高以及决策正确，而是通过自己申购或赎回的炒作。因此，影响基金公司从自身出发提高经营管理水平，加强专业素质的培养。

表2 基金管理公司自持基金总体情况

	总持有只数	有行为基金管理公司	占开放式基金总只数(%)	占基金公司总家数(%)	占基金公司注册资本总额(%)
2005年末	25	20	14.2	37.7	15.9
2006年中期	34	25	16.3	43.9	18.44
2006年中期~2005年	9	5	2.1	6.2	2.54

资料来源:基金管理公司自持基金行为有哪些利弊,中国基金网(2006-10-18),<http://www.chinafund.cn/tree/xx.asp?offset=46&id=35036>.

二、私募基金的比较优势

(一) 投资方向的创新优势

公募基金的资金投向,仅限于公开上市交易的股票,虽然刚刚推出的股指期货有利地解决了单边交易问题,股票二级市场的系统性风险得以回避,但还是存在着资金投向的单一性,这是造成公募基金投资回报不理想的一个重要因素。

而私募基金的投资方向非常灵活,他们在客户同意的前提下,可以把资金投向任何可能获得良好收益的项目中,投资方向从金融领域扩展至实业领域,有一些已经成为运作相当成熟的创业投资基金。这些创投基金在为客户赚取投资收益的同时,对于扶植民间科技企业的发展也起到了不可忽视的作用。

(二) 利益约束和激励机制的创新优势

中国公募基金管理人收取管理费,是按照基金净值乘以固定系数,不与基金的收益情况挂钩,即投资人无论盈亏,基金管理人都是旱涝保收的,造成对基金经理人的利益约束软化,缺乏激励机制。加上新股对公募基金的优先配售,使得基金管理人赚钱比一般投资者容易很多,从而公募基金在提高资产管理技巧方面的惰性比较大。

而私募基金的出现,将在一定程度上改变公募基金中投资人与基金管理人的委托—代理关系,把投资者和基金经理放在一条船上,使基金经理个人收入与基金经营状况具有很高的相关系数。^[3] 私募基金通常没有管理费的收入,往往是采取与投资者分享投资收益的方式,如果没有为投资人赚到钱甚至亏损,基金管理人就没有收入,甚至要赔钱给投资人。所以私募基金有利于强化基金业的财产约束机制和利益激励机制,将推动更成熟、更理性的机构投资者群体的加速形成。

(三) 客户服务的创新优势

公募基金的集合投资方式,决定了基金管理人无法对不同的客户提供差别化服务,也不可能进行一对一的业务交流。投资者对基金管理人的职业操守、业务能力等无从考察。

而私募基金是向少数特定投资对象募集的,通常要求较高的投资金额起点,基金管理人与投资者私下单独沟通,双方之间有机会深入地了解,建立起个人之间的信任。这种信任常常是促使基金管理人敬业的有效力量。同时,私募基金服务的客户数目为有限的,可以通过经理人与投资者之间的深度交流,使得基金可以针对每个投资者的个性特点,为其度身设计投资方案,进行专户管理。

(四) 人才优势

相当多的从业人员有着多年的实战经验和相关专业的高学历背景,在市场中有着很高的声誉和号召力,其中不少中坚力量原为各大券商、公募基金等的精英分子。近几年的发展中,各家私募基金也不遗余力地网罗各行业的专家学者,或为公司的特聘技术顾问,或为公司的自主研发骨干。

但是,毋庸置疑,私募基金也存在明显的缺陷:私募基金受到地政府监管相对宽松,操作缺乏透明度,有可能出现内幕交易、操纵市场等违规行为,将不利于基金持有人利益的保护;在可能取得较高收益的同时,蕴藏着较大的投资风险,如基金管理者的道德风险、代理风险等。

三、私募基金的规范化发展

（一）尽快出台有关私募基金的法规，建立相应的法律体系和政策，以保障私募基金的健康发展

首先，立法要着重解决的问题是给予私募基金一个合法的地位，即在法律上承认私募基金，这是先决条件。其次，应该着眼于规范投资者的市场准入条件。对于个人而言，应该规定投资额的下限；对于机构投资者，也应规定相应的投资额和净资产收益率的下限；并且要求投资人具备一定的投资经验和金融知识。^[4]这是因为只有成熟的、理性的、能够承担风险的投资者才能承受来自私募的各种风险，并且具备对基金经理人的经营活动进行有效监督的能力。再次，要严格规定资金的来源，对上市公司募集资金要严格管理，防止国有资产流失，避免私募基金成为非法资金的集散地，对于那些不符合要求的资金一定要清理出局。

（二）强化信息披露和风险揭示

对基金运作方式要加以规范化、透明化、防止暗箱操作，最大限度地保护投资人的利益。私募基金虽然没有义务向社会披露有关信息，但向基金的投资者和监管部门披露信息是其义不容辞的责任。在设立私募基金时，应向投资者充分揭示其存在的风险；基金设立之后，应定期向投资者报告基金投资情况及资产状况，并定期将这些信息向监管部门披露，以便投资者与监管部门及时了解其运作情况及风险状况，采取必要的措施以最大限度地控制风险。^[5]

（三）创新基金评级体系

国外成熟市场发展的经验表明，合理完善的基金评级体系和权威的基金评级机构，是基金业规范发展的重要配套措施。目前中国业界对公募基金的评判主要是以基金净值为标准来对基金的运作能力进行排名，对于流动性、安全性等指标则不够重视。在这种制度设计下，公募基金管理人经常采取对个股进行控盘式操作的方法，来片面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。所以，要对私募基金进行准确地评价，基金评级体系的创新就势在必行。针对私募基金高财务杠杆比例的特征，评判标准除了基金净值外还可同时增加流动性、安全性的指标，如最低资本额、基金资产负债率等。

（四）加强风险管理，注重事前预防与事后处罚并举

鉴于中国私募基金管理人的“道德风险”尤为明显，因此可以采取事先预防和事后处罚相结合的办法。事先预防就是在基金设立时，加强私募基金管理者资格的审查。监管部门应注重审查基金管理者是否符合要求的注册资金、经营业绩、经营场所、专业人才等。另外还要参照他们的投资经历和资信情况，以将一些不具有法人资格的工作室以及资信不高的基金管理人挡在门外。事后处罚主要指引入民事赔偿制度，对因基金管理人的欺诈、作假等犯罪行为或明显过失引起的投资者损失，投资者可以提出民事赔偿要求。

（五）健全配套监管措施

完善投资环境，加快金融创新步伐，尤其是创新一批规避投资风险的金融工具和市场，以利于私募基金合理控制风险、获取收益；畅通私募基金的正常融资渠道，同时加强对商业银行信贷监管，以防止私募基金过高的财务杠杆比例操作；对私募基金的利益分配方式做出一些指导性的规则，以利于基金管理人的风险控制，利于投资人和管理人的责权利明晰，以免造成由于利益分配不均而带来的金融风险。

参考文献：

- [1] 冯军. 证券投资基金管理公司的双重委托代理关系及内部治理研究[J]. 当代经济科学, 2006(5).
- [2] 牛文琪. 我国封闭式基金高折价问题探讨[J]. 南京工程学院学报(社会科学版), 2006(6).
- [3] 陈成. 试论“私募基金”在我国的发展[J]. 商业研究, 2003(24).
- [4] 胡树植. 私募市场的风险分析和思考[J]. 特区经济, 2005(6).
- [5] 腾宁. 关于我国发展私募基金问题的通知[J]. 中国物价, 2005(9).

(责任编辑：裴中华、陆军香)