

# 我国证券投资基金投资行为的异化

李俊英(博士)

(新疆财经大学公共经济与管理学院 乌鲁木齐 830012)

**【摘要】**在我国证券投资基金得以高速发展的同时,其异化的投资行为与监管部门和市场最初的预期出现明显的偏离。本文主要对我国证券投资基金存在的异化投资行为进行分析,为证券监督提供参考。

**【关键词】**证券投资基金 投资行为 异化

1998年以来中国加快了对证券投资基金发展的步伐,监管部门和市场期待着证券投资基金的发展能成为稳定市场的重要力量,并且引导价值投资理念在资本市场的逐渐形成。但在我国证券投资基金高速发展的同时,其异化的投资行为与监管部门和市场最初的预期出现明显的偏离。我国证券投资基金投资行为的异化突出地表现为以下四种行为:

## 一、羊群行为

“5·19行情”以来从高科技板块的炒作中可以直观地感受到证券投资基金存在明显的羊群行为和正反馈行为。基金的羊群行为可以从其行业集中度和个股集中度中反映出来。我国证券投资基金的行业集中度一直偏高,多只基金甚至一度高达80%以上,在50%以下的基金很少。从个股集中度方面看,各基金公布的2002年年报中显示,沪深两市1 201只股票中845只股票被66家基金分别持有,其中仅212只股票在66家基金重仓之中。这些基金的重仓股存在明显的交叉,其中最明显的是中国联通,66家基金都持有该股,而且其中的44家对其重仓持有。中国联通、中国石化、招商银行等大盘蓝筹股成为绝大多数基金的重仓股,各基金的投资组合越来越相似,其投资风格和个性越来越模糊。

刘建洲等(2003)的课题研究显示:样本基金存在较显著的羊群行为。由于我国股市缺乏足够的蓝筹股和绩优成长股,可供选择的投资品种较为有限,且大量的资产重组使得企业的经营状况和产业特征处于不稳定的状态。在这样的市场环境下,基金无法形成和坚持既定的投资风格,而只能追逐热点,出现多个基金同时买卖相同的股票。当短线投机充斥于市时,基金的理性投资理念遭遇“适者生存”法则的挑战,基金经理原先所奉行的成长型或价值型投资理念,在某种程度上退化为“追逐热点、短线运作”的投机方式。更重要的原因却是我国股市严重的制度缺陷和结构失调。

史永东(2005)利用LSV方法对机构投资者羊群行为研究的检测结果显示,在1999~2002年期间,我国的封闭式投资基金存在明显的羊群行为(见下表)。总体而言,我国投资基金的羊群行为度比成熟证券市场的羊群行为度大得多,基本上与勒克斯(1996)的结论相符。

新兴市场和成熟市场的羊群行为比较表

市场类型	新兴市场		成熟市场(英、美)		
	中国	葡萄牙	美国	美国	英国
基金类型	封闭式基金	共同基金	共同基金	养老基金	共同基金
样本期限(年)	1999~2002	1998~2000	1975~1994	1985~1989	1986~1993
n≥1	-	11.38	-	2.7	-
n≥2	-	12.44	-	-	2.6
n≥4	6.97	-	-	-	-
n≥5	6.89	13.54	3.4	-	2.5
n≥6	6.72	-	-	-	-
n≥8	7.61	-	-	-	-
n≥10	-	13.96	3.6	2.0	3.3

## 二、操纵市场行为

由于我国证券投资基金大多是由证券公司发起设立,其独立性较差,各基金不同程度地存在同其发起人共同建仓和操纵市场的行为,价值投资理念受到抑制。例如,南方基金管理公司旗下的基金天元和基金开元,同其发起人南方证券在南京高科、飞乐股份、江苏工艺等重仓股上存在共同建仓的行为,富国基金管理公司旗下的基金汉兴和基金汉盛在泰山旅游上存在高位购入股票的行为,证券投资基金还同证券发起人共谋,使基金哄抬股价,证券发起人则配合其行动,发布利好消息,引诱中小投资者跟进,并最终出货给中小投资者。

交叉持股是指单个基金管理公司旗下的几个基金重仓持有几只相同的股票。交叉持股行为增加了市场筹码的集中度,基金共同进入和退出某一只股票必然会导致该股股价的大起大落。从基金的集中持股和交叉持股中可以发现基金操纵市场的痕迹。

1. 基金黑幕。2000年爆出的“基金黑幕”事件首次公开揭露了基金业普遍存在“对倒”、“倒仓”等操纵市场的行为。拥有资金优势和信息优势的证券投资基金通常的操作手法是以制造虚假交易信息诱使中小投资者入套。基金坐庄、中小投资者寻庄和跟庄的博弈加剧了个股和大盘的波动。

《财经》杂志2000年10月爆出的“基金黑幕”中揭示了一些

基金业中的黑幕,例如,基金利用“对倒”(即自己买卖自己的股票)以制造虚假的成交量,报告作者认为,大部分的基金都发生了对倒行为。报告作者指出基金“倒仓”是一种更能迷惑人的操纵行为。“倒仓”是指甲、乙双方通过事先约定的价格、数量和时间,在市场上进行交易的行为。由于这里所涉及的甲方、乙方是同一家管理公司的两只基金,也有自买自卖的意思,也称双向对倒。一家基金公司管理的两家基金相互倒仓,无疑解决了先上市的基金的流动问题,不影响甚至可以提高净值。由于我国的证券投资基金多是由证券公司发起,其独立性相对较差,不同程度地存在着与其发起人共同建仓的行为。《财经》记者在采访中获悉,证券投资基金在股票股价高位接盘的情形在市场上并不鲜见。基金为了互相攀比,采取对倒、倒仓等手段将股价抬高,提高自己管理的基金净值。基金在“投资组合公告”中存在着严重的信息误导。

**2. 基金的联合操纵案例。**中国的证券投资基金从诞生伊始就享受政策的优惠,首先是新股配售政策的优惠。其次,由于我国基金管理公司主要是由信托投资公司、大券商发起设立,其决策人员主要是来自大券商高层,而且是十几家基金管理公司管理着几十家基金,此种格局必然为券商和基金的关联交易提供了便利条件。由于目前的证券投资基金规模均不大,还有持股限制,加之其交叉关系较为复杂,于是证券投资基金成为一些大券商坐庄的工具。从证券投资基金操作的个股来看,多只基金利用资金优势实施联合坐庄的现象十分明显,例如:①“裕”字头基金联合操作ST海虹(现海虹控股)(0503)、清华同方(600100)、风华高科(0636)、乐凯胶片(600135)、ST深华宝(0034);②“景”字头基金联合操作国电电力(600795)、新太科技(600728)、中兴通讯(0063);③“安”字头基金联合操作环保股份(0730)、东方电子(0682);④“元”字头基金联合操作东方钨业(0962)、海正药业(600267);⑤“兴”字头基金联合操作银基发展(0511)、北商技术(0863);⑥“同”字头基金联合操作中体产业(600158);⑦“安”、“同”字头基金联合操作雅戈尔(600177),等等。

**3. 公募基金和私募基金合谋操纵。**市场操纵、内幕交易等绝不局限于私募基金和上市公司、券商与上市公司之间,公募基金与私募基金、上市公司之间此时也许正在合谋着一桩桩交易。公募与私募基金的内幕交易最基本手法是公募基金先购进一些股票,然后锁仓,接着,私募开始协助拉升股价,之后收益双方分成。伴随着股权分置改革的顺利推进,一轮牛市爆发了,基金作为证券市场的一个机构投资者取得了空前的巨大发展,在牛市中,市场操纵、内幕交易、“老鼠仓”有了肥沃的土壤,在利益面前缺乏道德力量和法律制约的机构自然就干起了合谋的勾当。

(1)公募和私募基金合谋长城股份(000569)。长城股份股价异常波动真正爆发是从今年2月初开始至3月13日,在2007年2月26日、3月2日、3月14日,长城股份先后三次因为股票交易异常波动而发布公告。其股价从3.75元(2月14日开盘价)一路猛升到7.56元(3月13日收盘价),股价最高飙升至7.78元,期间公司股价累计上涨幅度达到125.67%。即使2月27日A股大

跌,该股仍然拉出一根小阳线。此间,长城股份先后三次因为股票交易异常波动而发布公告,每次都表示公司“不存在应披露而未披露信息”。

该公司二级市场的股价与其基本面背道而驰,与长城股份股价在二级市场上狂飙突进形成鲜明对比的是,在此前的1月31日,长城股份还发布公告称,预计2006年度亏损金额2.4亿元左右。在股价波动的公告里,年度亏损也被反复提及,并强调“从2006年年度报告披露之日起,公司股票将被实施退市风险警示的特别处理”。预亏并没有挡住基金参与该股票的炒作。知情人士称,这只股票的异动即是某家知名基金公司和私募机构配合操作,联合坐庄炒作长城股份,先由基金买进股票,按住不动,然后私募负责拉抬。2007年4月24日,长城股份季报显示前十大股东均无基金身影,基金联手私募坐庄传闻不攻自破。

(2)公募和私募基金合谋做多中国南车(601766)。中国南车2010年上半年实现净利润11亿元,实现每股收益0.09元,同比增长76.27%和80%。在盈利能力释放的条件下,机构整体看好的意愿也较为明显,其中交银施罗德基金背景的私募基金重阳3期及三家交银公募基金合计持有超过2亿股,占流通盘近7%。诱人的业绩下,机构对其青睐程度有增无减,二季度末,前十大流通股东中有9家机构,除长城基金小幅减持71万股外,其余机构全线做多。

其中,交银施罗德基金投资前总监李旭利掌舵的私募重阳3期增持636万股,其在去年末入场以来,持股数已高达6740万股,跃居第二大流通股东;而交银“直系”公募基金中,交银蓝筹(519694)增持170万股、交银精选(519688)新进5846万股。此外,交银先锋(519698)也持2638万股,虽未能入围名单,但该股已成为其第二大重仓股。在此之下,“交银系”公私私募基金合计持股已高达2.09亿股,占流通盘的6.97%,一家独大,无人争锋。

(3)公募和私募基金合谋爆炒广晟有色(600259)。2010年6月,刚刚摘帽的广晟有色(600259.SH,原名为“ST有色”),从鲜有问津的冷门小盘股上冲成为2010年以来涨幅前20名的大牛股。这种凌厉升势仅用了两个多月的时间,而且主要的两轮暴涨恰恰发生在A股狂泻的二季度。在横盘了一年之后,广晟有色股价自3月底的17.5元附近开始启动,至4月23日已升至25.43元,涨幅达8.21%,而同期上证综指下跌了1.18%。之后该股走势逐步回落,待5月19日摘帽后,掀起一波更为猛烈的行情,股价自5月21日的18.28元一路飙升至6月2日的30.53元,最高触及32.19元,在有色金属板块低迷时成为一枝独秀,9个交易日4次涨停,涨幅达64.28%,远超同期上证综指0.61%的跌幅。

经济观察报记者采访发现,该股5月21日开始的这轮行情的背后,是公募和私募基金合谋表演了一出推高股价的大戏。中邮核心优势基金在其第一波上涨后于25元的价位上顺利出逃。而新进场的公、私募基金合力爆炒了广晟有色第二波行情。

(4)公募和私募基金“对倒”。“对倒”的更严谨解释是约定

交易。相关法规显示,如果存在关联关系或疑似关联的证券账户之间,大量或频繁进行互为对手方的交易,这种交易行为就涉嫌约定交易操纵。其实“对倒”早在2000年曝光的“基金黑幕”中就已经被揭露,过去的“对倒”多出现在坐庄、操纵市场等违规、违法案例中,一般表现为短期内被操纵的个股价格出现剧烈波动。而当前监管层严打的公募基金和私募基金的“对倒”,通常没有股价涨停等现象,而且公募基金和私募基金从资产所有权上看完全不存在关联关系,但是个别基金经理可能出于人情或者利益关系,利用所管理的基金资产和特定对象针对某一股票进行约定交易,如当某私募基金欲卖出一重仓股,而近期大盘不好或该股本身交易量较小,为使交易顺利且价格平稳,事先和某基金经理私下沟通,则在双方约定的交易日中,私募卖出,基金买入,表面上看这都属于市场正常交易行为,给监管机构增加了难度。

公募基金和私募基金“对倒”的“黑箱”操作,可以滋生内幕交易、价格操纵、利益输送、损公肥私等非法证券行为。但是此类约定交易行为在基金公司内部风控程序中难以被察觉,需要监管层、交易所等部门的多方综合监管才能被及时发现、有效防治。“对倒”早已是公募和私募基金之间公开的秘密,而日前国务院发出了力度空前的内幕交易“严打令”,或许代表证券行业将掀起新一轮风暴。

### 三、基金“老鼠仓”行为

2007年5月上投摩根基金经理唐建的“老鼠仓”事件曝光。所谓基金业中的“老鼠仓”是指,基金管理者在利用基金资金拉升股价之前,先使个人资金在低位建仓,等到股价被拉升至高位后,个人仓位先于基金卖出而获利的行为。“老鼠仓”既不属于内幕交易行为中的一种,也不属于市场操纵,而是一种新的罪种——金融从业人员背信罪。2009年11月5日,深圳证监局公布,景顺长城基金经理涂强、长城基金公司基金经理韩刚和刘海涉嫌利用非公开信息买卖股票,涉嫌的账户金额从几十万元至几百万元不等,证监局已启动稽查提前介入程序。继唐建、王黎敏、张野后,涂强、刘海和韩刚成为第二批被证监会查处的基金经理。已成公开秘密的“老鼠仓”,频繁的内幕交易和利益输送丑闻,再次将中国基金业推到了十字路口。

基金“老鼠仓”行为伴随着的基金行业发展的整个过程,早已成为行业公开的秘密和潜规则,是基金行业的一个难以根绝的“顽疾”。甚至于上投摩根大股东、JP摩根资产管理亚太区CEO许立庆在2009年12月的媒体见面会上回应“老鼠仓”问题时这样说:“到现在为止没有一个机构100%能杜绝这个问题。”

### 四、内部人控制行为

基金管理人和基金投资者之间存在着代理冲突问题。基金管理人可能有许多行为决策并不符合投资者的最优利益(Shah,1999)。在现实中基金经理人拥有大部分的控制权,由此造成的潜在问题是基金经理人可能会直接或间接转移资本或者进行过度的职务消费等。在法律保护不健全的情况下,经理人直接或间接转移资本的可能性较大。而过度的职务消费

即使是在法律十分健全的国家也在所难免,格罗斯曼和哈特称之为“控制权的私人利益”。更严重的是,即使基金经理人已然没有了管理能力,但由于其在基金中形成了“内部人控制”,基金投资者无法替换他。经理人的“内部人控制”是所有代理问题中代理成本最高的现象。

在当前内部和外部控制机制双双软弱的情况下,我国证券投资基金管理人拥有大部分的控制权。我国证券投资基金中内部人控制行为主要表现为:①基金管理人为自身谋利的行为。基金管理公司和证券投资基金大多尚未建立具有约束力的董事会,缺乏真正履行其职能的独立董事。基金管理公司的内控体系不健全,缺乏防止内幕交易、自我交易和审计监督等相关制度。基金托管人没有发挥应有的监督作用,有些托管人甚至与经理人串通谋利。基金管理人可以自由支配基金资产,在“早涝保收”地收取基金管理费的同时,利用职权为自身谋利,不少基金延迟、甚至不给基金持有人分红,即便是分红的也是薄利。基金管理人买入与其利益相关的股票,如买入自己所持有的股票,或者在基金建仓前以低于基金建仓成本的价格提前购入目标股票,再或者与庄家联手,从庄家手中接过往庄股,如果基金被“套牢”,基金管理人却可从庄家那里分取利益。②基金管理公司同其发起人之间的关联交易行为。我国证券投资基金的发起人多为国有控股的证券公司、信托投资公司等机构,许多基金管理人和基金经理都是由作为发起人的母公司派来的,而基金管理公司也被形象地比喻为大证券公司的“资产管理二部”。证券投资基金的独立性很差,基金治理结构极不完善,这就不可避免地在证券投资基金同基金管理公司、发起人之间出现关联交易行为。证券投资基金频频发生在高位接货等情况也就不难理解了,蒙受重大损失的是基金持有人,而基金管理人照样按固定费率提取管理费收入。与个人投资者在年末或春节前更愿意实现盈利不同,基金管理公司在年末存在卖亏的动机,通过卖亏降低当年实现的利润以延迟股息的支付。

面对我国证券投资基金投资行为的种种异化,监管层和市场该做些什么应当成为一个重要而紧迫的研究课题,诸如:加强对证券市场投资者的风险教育,加大投资者权益的保护力度;完善股市的进化机制,提高证券市场的投资价值以此引导理性投资理念的形成;强化对包括证券投资基金在内的各类机构投资者的监管和规制,提高证券市场违法违规行为的成本;健全证券投资基金的内部和外部控制机制,遏制内部人控制现象;推进资本市场的制度变迁和制度创新,改善制度非均衡的程度等。

### 主要参考文献

1. 史永东. 投机泡沫与投资者行为. 北京: 商务印书馆, 2005
2. 赵娟. 广晟有色: 公募私募基金上演一轮合谋爆炒. 经济观察报, 2010-06-19
3. E·菲利普·戴维斯, 贝恩·斯泰尔著. 唐巧琪, 周为群译. 机构投资者. 北京: 中国人民大学出版社, 2005
4. 陈永洲. 交银系合谋做多中国南车公募私募控股近7%. 新快报, 2010-08-31