

# Document

■ 光荣与梦想——中国基金业十年回顾与展望

## 基金十年:显“鲶鱼”效应 促市场活力



如果把中国基金业十年来、特别是近年来快速发展走过的道路,与成熟市场的基金发展相比较的话,最为引人注目的,应当是基金快速发展对于上市公司、相关的金融机构、相关的金融市场的创新推动作用。作为治理最为透明规范、监管法规相对完备的金融机构之一,中国的基金行业以其市场化的运作模式与路径,对中国整个金融市场的发展发挥了积极的推动作用,这一点是很多成熟市场的基金行业所没有或者较少体现出来的行业特征。或者说,在特定的市场条件下,快速发展的基金,成为了中国金融市场上增强总体市场活力的“鲶鱼”。



巴曙松(研究员,国务院发展研究中心金融研究所副所长、博士生导师、中国证监会基金评价专家委员会委员)

◎ 巴曙松

### 基金走进上市公司激发多重效应

参与过股权分置改革的人士大概不会否认,如果没有基金行业的快速发展,股权分置改革在启动阶段可能不会如此顺利,在这场史无前例的重要金融改革中,基金公司作为重要的流通股股东,他们的投票往往直接决定了股权分置方案的成败,上市公司在制定方案时

将会更加重视基金的作用,基金为基金持有人争取更大的利益,保护了众多中小股东的利益,也为股权分置改革的成功贡献了力量。同时,多数基金公司也成功把握了后股改时代的投资主题,带给了投资者回报。

当然,这只是基金走上上市公司的一个渠道而已。优秀的基金公司作为专业投资者,可以跳出企业从更一般化的战略、管理、财务视角分析企业的问题,在股权结构较为分散的企业中,基金公司持股较多时可以发挥积极股东作用,向企业管理层提出经营策略、投融资的建议,进而与优秀企业共同成长。

2008年,基金公司专户理财业务正式获准,这为全流通背景下企业完成战略并购提供了一个良好的平台。由于专户投资受到的约束较少,不存在组合仓位上的“双十”规定,同时专户信息的隐秘性也使得收购方可以较为顺利地达成筹码的积累。因此,企业可以通过在基金公司设立专户的形式,指定某一时期在二级市场收购目标公司一定规模的股票,配合其他手段完成收购,这种模式在国外已经屡见不鲜。对比传统业务,基金公司可以在战略并购中收取高得多的管理费,既实现了一级市场和二级市场的互动,也实现了实体经济与虚拟经济的对接,使得二级市场有可能成为资源整合的平台。

### 基金开始改变中国人的资产结构

十年间,基金作为投资理财工具经历了从最初的鲜为人知到近两年的火爆

发行,使更多渴望参与投资但又缺乏投资知识或精力的人有机会参与市场。2007年股票型基金平均收益率126.48%,为投资者带来了显著的回报也使更多的投资者由于赚钱效应认识并投资了基金。投资者积极认购、申购基金导致金融机构资金来源的结构发生了比较大的变化,从资金流量账户看,个人可以用到金融投资上的资金总量在2007年的上半年是24万亿,从这些资金的投资方向看,各种金融工具中银行贷款占比34%,较往年有较大下降,而上升最快的是基金,占比达到25%,全社会对股票、基金类资产的偏好,实际上就是居民资产结构调整的过程。

基金的大发展壮大了证券市场的规模,正是证券市场有了较为充裕的资金,才逐步提高了企业直接融资的比重,在一定程度上增大了改变了我国的金融市场结构。2007年前10个月国内金融市场的融资总量接近5万亿,股票融资的占比是8.4%,占整个融资的结构比重明显上升。

在金融市场发育逐渐成熟的条件下,基金行业的飞跃契合了居民理财需求的爆发。个人投资者持有的基金资产从2004年2季度的46.6%上升到62%,成为基金资产的最大持有人。飞跃之前的中国基金业一直处于产业形成阶段,基金作为创新的金融工具,只是被一部分股民了解和参与,保险公司、财务公司等机构投资者才是基金的投资主体。广大居民的理财意识由于家庭财富偏低、金融产品单调尚未被激发出来。经过多年的市场培育,本

轮股市牛市,正好与国内居民财富快速增长、金融体系跨越式改革、金融创新迅速发展的大趋势相结合,大大激发了居民理财的热情。

基金改变了投资者的投资习惯甚至生活方式,比如定期定投业务的开展帮助投资者建立了长期投资,不进行短线操作的投资习惯。这也使得基金资金来源更加稳定,一定程度上减少了因为赎回压力带来的对市场的冲击,减轻了市场的波动。

### 基金:不大的规模,极大的激活力量

无论从人员还是资产,基金公司在中国的金融机构中,规模当然不大,这就客观上决定了基金公司的发展需要与众多的金融机构的合作,寻求双赢。

对于商业银行而言,增加非利差收入业务是重要的业务战略,而基金销售和托管费用是银行中间业务的重要增长点。银行作为基金公司最重要的销售渠道,保守估计2007年银行业受益于基金销售业务的收入在200亿元左右,基金托管业务的收入应该在70亿元以上。银行开展基金相关业务的数据表明,掌握有巨大银行储蓄资源的国有银行,在银行存款向基金市场搬家的过程中获益最多,仅托管费一项,其市场集中度就达2005年的77%上升到2007年的85%。

另一方面,基金公司通过担任银行理财产品投资顾问,也可以收取一定的投资顾问报酬。对于基金公司而言,尽管有了银行这样宽广的销售网络,但最终决定基金公司发展的还是业绩。在美国,以2005年为例,46%的资产集中于10年收益率排名前25%的基金族中,37%的资产集中于排名前25%-50%的基金族中,就是说,长期排名靠前的50%的基金获得了四分之三以上的资产。

基金公司的基金经理成为券商研究团队和明星分析师的重要参与者。市场中每年都会由各方媒体对卖方分析师及其团队进行评选,这种方式可以为分析师市场化定价。担任这些评选裁判的往往是各类资产管理公司的投资负责人,每位裁判打分的权重也往往以所管理资产的规模来划分。基金公司管理资产规模超过3万亿,持有的股票市值已占到股市流通市值的27.25%。在股票市场上已经成为最重要的机构投资者,因此基金经理的评分就成为评选卖方分析师最重要的参数。

卖方分析师深入细致的研究以及与上市公司良好的关系,为基金公司的投资决策提供了全面及时的参考,特别是排名经常靠前的明星分析师在市场中更有更大的话语权,也更受基金公司欢迎。现有的券商盈利模式中,经纪业务仍然是最主要的收入来源,拥有优秀分析师团队和研究能力的券商有望在与基金公司的分仓中获得更多的交易量,进而增加交易佣金。

长期以来,保险公司是封闭式基金的主要机构投资者。截至2006年中期,保险公司投资封闭式基金的规模达到263.4亿份,以43%的持有比例高居投资者首位。2006年,机构投资者对基金的投资重点有所转变,大幅减持开放式基金,增加对封闭式基金份额的持有量,其中,保险公司共增持封闭式基金18.21亿份。为了扭转高折价率所致的亏损,保险公司更为注重封闭式基金在封转开中的短期价值,整体表现出对大盘到期封闭式基金的偏爱。从封闭式基金的持有情况不难看出,机构投资者对封闭式基金进行了较大比例的增持。保险公司不断增持,获得了封闭式基金未来走向的话语权,进而确定了封闭式基金未来进行封转开的大方向,为基金的创新提供了条件。

### 基金:与监管机构良性互动,共同前行

在中国基金行业的发展路径中,还有一点是十分显著的特征,就是灵活而且专业的监管机构与基金行业的互动。

这种良好的互动关系首先表现在监管机构对于整个基金行业运作的专业化的介入,在许多市场中,这种监管层的过份介入可能是会受到严厉批评的,也可能严重制约市场的活力,但是,在中国基金行业的发展中,这种监管层的介入重点集中在基金行业发展的风险因素方面,可以归结为是基于风险因素的监管导向,这种严厉的专业监管,抑制了很多国家在基金市场发展早期可能出现的影响整个行业声誉的丑闻,为整个基金行业赢得了良好的市场声誉,对整个基金行业的快速发展奠定了良好的基础。特别是所谓“基金黑幕”之后,基金行业就因相对严厉的监管和严格的信息披露制度,被市场视为透明度最高的金融机构之一。

其次,监管机构介入市场运作的边界,是以培育市场自身独立的运作能力为目标。一旦市场迅速学习和积累了自身独立运作的力量,监管机构就及时从相关环节中退出。这集中表现在对于基金产品的审批上。在市场的起步阶段,几乎所有的基金产品都需要报送到监管机构审批,这种审批类似于新股发行的多环节的审批和评审,时间较长,也存在较大的审批不确定性。随着市场的迅速发展,这种审批迅速淡化,审批时间迅速缩短,审批内容迅速减少,最后仅仅对少数可能存在争议的新产品进行评审,多数产品则交给市场自行发展。这就为整个中国基金业的快速发展奠定了制度上的基础条件。

第三,与许多金融产品强调管制的审批导向不同,基金行业的评审是市场友好的,例如,基金行业的产品评审会议,与其说是带有审批性质的评审,不如说是一个由监管部门召集的、不同领域专家对一家基金公司的产品进行义务咨询和提出建议的会议,对于促进市场的快速发展和提高发挥了十分积极的作用。

## 如何正确理解新会计准则下每股收益指标的含义

◎ 深交所投资者服务中心

上市公司2007年年报已经开始陆续和投资者见面,在上市公司披露的众多财务数据中,每股收益是一个非常关键的财务数据。它反映了企业某会计年度内平均每股普通股所获得的收益,是衡量普通股持有者获得报酬水平的重要依据。

### 一、新会计准则下每股收益指标计算方法的变化

在新会计准则颁布之前,每股收益的计算有两种方法,即全面摊薄法和加权平均法。对于上市公司的定期报告披露,证监会要求在主要财务指标计算中应全面摊薄法计算每股收益,同时应在报表补充资料中披露按加权平均法计算的每股收益。因此,之前投资者较为熟悉和广泛运用的是全面摊薄每股收益,即直接用报告期的净利润除以期末的股份数得出。

2006年,财政部颁布新会计准则,对每股收益的计算进行了详细规定。新会计准则下,每股收益指标的计算方法发生了重大变化:首先,要求在计算每股收益时需充分考虑股份变动的时间影响因素后加权计算得出基本每股收益;另外,与国际准则接轨,还要考虑潜在的稀释性股权计算稀释每股收益。2007年,证监会相应修订《公开发行证券公司信息披露编报规则》第9号:净资产收益率

和每股收益的计算及披露进行了修订,要求上市公司在定期报告中应同时披露基本每股收益和稀释每股收益。

值得注意的是,在新会计准则下,定期报告中将不再出现原来为投资者所熟悉的按全面摊薄法计算的每股收益,取而代之的是基本每股收益,它将成为衡量上市公司每股收益的基本指标。相对于全面摊薄每股收益,基本每股收益进一步考虑了股份变动的时点因素及其对全年净利润的贡献程度。

### 二、新会计准则下每股收益的含义和计算

1.基本每股收益  
基本每股收益的计算,按照归属于普通股股东的当期净利润除以当期实际发行在外普通股的加权平均数计算确定,考虑的是当期实际发行在外的普通股份,反映目前的股本结构下的盈利水平。以公式表示,基本每股收益= P÷S,即按照归属于普通股股东的当期净利润,除以发行在外普通股的加权平均数。

就上述公式而言,归属于普通股股东的当期净利润的计算较为简单,但发行在外普通股的加权平均数计算比较复杂,投资者应该充分关注。在报告期内如果因增资、回购等原因造成股本发生变化时,要按照当年实际增加的时间进行加权计算。需要注意的是,并不是所有的股本变动都要按照

当年实际增加的时间进行加权计算。如当期发生利润分配而引起的股本变动,由于并不影响所有者权益金额,也不改变企业的盈利能力,在计算发行在外普通股的加权平均数时无需考虑该新增股份的时间因素。具体加权考虑因素详见表格:

以某公司2007年度的基本每股收益计算为例:

该公司2007年度归属于普通股股东的净利润为25000万元。2006年末的股本为8000万股,2007年2月8日,经公司2006年度股东大会决议,以截至2006年末公司总股本为基础,向全体股东每10股送红股10股,工商变更登记变更完成后本公司总股本变为16,000万股。2007年11月29日发行新股6000万股。

(1)按照新会计准则计算该公司2007年度基本每股收益:  
基本每股收益= 25000 / (8000+8000+6000\*1/12)  
= 1.52元/股

在上例的计算中,公司2006年度分配10送10导致股本增加8000万股,由于送红股是将公司以前年度的未分配利润对投资者进行分配,并不影响公司的所有者权益,因此新增的这8000万股不需要按照实际增加的月份加权计算,直接计入分母;而公司发行新股8000万股,这部分股份由于在11月底增加,对全年的利润贡献只有1个月,因此应该按照1/12的权重进行加权计

算(注:该部分股份也可按照实际增加的天数进行加权计算)。

(2)上述案例如果按照旧会计准则的全面摊薄法计算,则其每股收益为25000 / (8000+8000+6000)=1.14元/股。从以上案例数据来看,在净利润指标没有发生变化的情况下,通过新会计准则计算的基本每股收益较旧会计准则计算的每股收益要高出33%。目前2007年年报披露已经拉开帷幕,由于新旧会计准则的差异,部分上市公司基本每股收益有可能较2006年度出现较大增幅,投资者在研读上市公司2007年基本每股收益指标时,应注意以下两点:

第一,自2007年1月1日起,上市公司每股收益指标是按照加权平均法计算得出的,因而其结果可能会大于投资者所熟悉的用全面摊薄法计算而得出的每股收益。应注意不要孤立地将2007年度的基本每股收益和以前年报中披露的每股收益进行简单比较。投资者可在2007年年报的“主要财务指标”部分中找到按照同一口径计算的历年基本每股收益比较数据。此外,在运用市盈率对上市公司股票价值采用相对估值法进行估值时投资者应关注由于新会计准则的因素造成每股收益的变化。

第二,按加权平均法计算基本每股收益,是基于当年新增股份所贡献的效益和其存续的时间长短成正比的假设,以及新增资产在年度内均匀地为上市公司贡献利润的假设。如果新增资产未

报告期内股本变动的情形	是否需要考虑时间加权因素	
股本增加	发行新股	是
	债转股	否
	公积金转增股本 股票股利分配	否
股本减少	回购股份	是
	缩股	否

能按照股本扩张同等比例贡献利润,在不考虑其他因素的情况下,上市公司的次年基本每股收益将有下降的可能。

### 2.稀释每股收益

实践中上市公司常常存在一些潜在的可能转化成上市公司股权的工具,如可转债、认股权或股票期权等,这些工具可能在将来的某一时点转化成普通股,从而减少上市公司的每股收益。

稀释每股收益,即假设公司存在的上述可能转化为上市公司股权的工具都在当期全部转换为普通股股份后计算的每股收益。相对于基本每股收益,稀释每股收益充分考虑了潜在普通股对每股收益的稀释作用,以反映公司在未来股本结构下的资本盈利水平。

稀释每股收益的计算需要在基本每股收益的基础上,假设企业所有发行在外的稀释性潜在普通股在当期均已转换为普通股,从而分别调整归属于普

通股股东的当期净利润(分子)以及发行在外普通股的加权平均数(分母)计算而得的每股收益。

### 三、对投资者使用每股收益指标进行投资建议

一般投资者在进行投资决策时,往往单纯考虑每股收益的指标,但实际上每股收益指标并不能完全反映上市公司的财务状况、经营成果以及现金流量。仅仅依赖每股收益指标进行投资,片面、孤立地看待每股收益的变动,可能会对公司的盈利能力及成长性的判断产生偏差。我们建议投资者在使用该指标时一定要结合其它财务信息、非财务信息等相关要素,如公司的净利润增长率、净资产收益率、销售利润率、资产负债率等指标的变化以及公司所处行业的周期、行业地位、宏观环境变化等因素的变化,进行综合分析后理性投资。