

偏心股东券商 挂钩基金销量

基金分仓潜规则背后的利益图谱

证券时报记者 刘宇辉

据日前公布的基金2010年半年报显示,某小型基金公司今年上半年交给自己的股东券商的分仓量达548万元,占到该公司上半年支付交易佣金总额的30.85%,这一比例超过监管层规定的30%红线”。

尽管这家基金公司股东研究实力处于行业前列,但如此大比例向股东方“输送”分仓量实属罕见。基金分仓偏向股东方而非实力券商的做法是基金行业的潜规则,在中小基金公司中更是普遍,一些研究实力平平、整体实力处于行业中下游的中小券商的主要分仓收入源自控股或参股的基金公司。

此外,业内仍广泛存在以销售换佣金的做法,特别是在新基金销售时这种潜规则更为流行,尽管监管层早在2007年发文明确禁止将分仓跟基金销售挂钩。

“血缘关系”重于研究实力

基金公司在分仓问题上往往“口是心非”,将大部分分仓量交给作为股东的券商,而不是交给公认研究实力较强的券商。

除上文提到的一家小基金公司之外,另有多家基金公司虽然交给关联方的分仓比例低于这家公司,但分仓量占比最大的均为股东方券商。

北京一家“老十家”基金公司上半年交给自己的股东券商的分仓量占总佣金的27%,而该公司的券商股东研究实力一般。北京另一家去年以来增长势头很猛的基金公司也将分仓量的“大头”交给自己名不见经传的股东券商。

上海中小基金公司众多,这些中小公司的券商股东多数是实力平平的小券商,这些小券商在自己控股的基金公司中拿走了最多的分仓。

总部位于西北的小券商今年上半年从基金公司获得交易佣金430万元,其中404万来自自家基金公司。北京一家小券商上半年取得基金分仓762万元,从自己参股的基金公司分得佣金达665万元。

券商想分仓 先得卖基金

除了在分仓上偏向关联股东,不少基金公司还把分仓量与基金销售量挂钩。

深圳一家大型券商销售经理告诉记者,在和基金公司谈判租用交易席位时,不少公司均以销售基金作为合作的重要条件,券商必须承诺完成基金销售量,才能获得相应的分仓量,卖出基金越多,获得分仓量也越大,这种情况在新基金销售困难时期特别突出。

基金公司把分仓和基金销售挂钩导致一些券商为了完成基金公司规定的基金销售量,不得不拿出自有资金参与认购基金,在LOF基金和分级基金

前十大持有人中,经常可以看到“积极认购”的券商。

业内人士指出,基金交易分仓偏向关联方和销售支持方的做法可能会导致那些研究实力较强的券商弱化对这些公司的研究支持,这些基金公司有可能很难获得真正高水平的投资顾问服务,这对基金的业绩和基金份额持有人利益造成潜在损害。

基金公司有难言之隐

“从感情上讲,我们把大部分分仓交给自己股东,他们确实给我们很多帮助”,北京一家中小基金公司投研人士表示,只要不违反“30%的红线”就不算违规。

记者从基金公司采访中了解到,他们这样做也有他们的难言之隐。

上海一家小基金公司基金经理告诉记者,因为自己管理的基金规模较小,给券商带来的佣金收入远低于大型基金,因此经常受到研究实力很强的大型券商冷落,获得的研究支持和信息沟通也十分有限。因此,在对券商研究服务进行综合评价时,中小基金普遍对高高在上的大券商亮出较低分数。

相对应的是,作为股东方的券商在业务上给予基金公司更多的支持,研究实力平平的中小券商更看重来自自家基金公司的分仓收入。

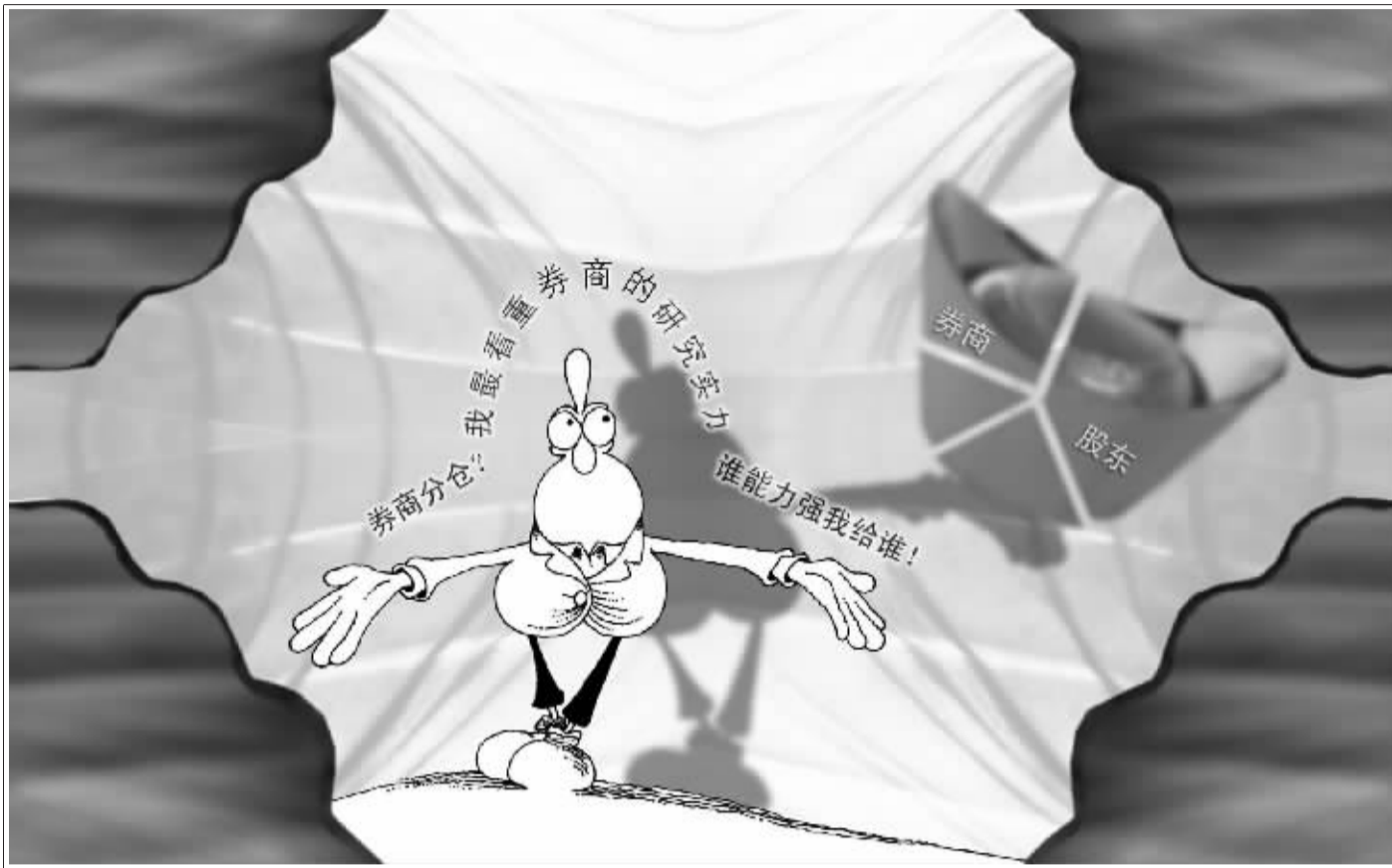
上海一家大型券商研究所副所长表示,基金公司在考虑分仓时大多偏向自己的股东,虽然我们的研究实力很强,但不希望来自同一只基金的分仓量超过该基金公司股东方券商,中国人做事最讲感情和关系,这种事情也很正常”。他表示,相对而言,他们对大型基金公司的支持和公关力度要远超过中小公司,“基金公司佣金收入更高”。

将分仓和基金销售挂钩主要出现在品牌实力不强的中小基金公司,在行业竞争日益激烈的今天,“无业绩支撑、无渠道优势”的中小公司规模扩张步履维艰,新基金销售更成为“最头疼的事情”。银行渠道难以突破,这些基金公司作为研究报告的买方,在分仓谈判时要求券商承诺基金销售量,借助分仓增加基金销售量。

该副所长介绍,目前除个别品牌实力很强、不愁基金销售的品牌公司,大多数基金公司都将分仓和基金销售挂钩,开拓券商阵地。为了规避政策的禁止性规定,上述约定都是事先私下谈妥,不会出现在正式协议中。一旦券商没有完成约定的基金销售规模,券商分仓量将会大幅减少。

也有基金坚守原则

虽然基金公司有难言之隐,但业内人士担心,分仓偏



向股东方、将分仓与销售挂钩并非基金公司发展的正道,可能给基金运作带来潜在的负面影响。

北京一家大型券商基金研究员表示,基金公司在分仓上没有坚持市场化原则,而是出于关系考虑偏向股东券商,这必然会损害大型券商为其服务的积极性,基金运作可能得不到有效的研究支持。这对于基金业绩来说可能造成一定的负面影响。因此,没有坚持“以研究实力决定分仓券商”的原则,很可能给基金持有人利益带来潜在损害,尽管这种损害很难衡量。

同样,把基金销售和分仓挂钩的做法也妨碍了另一些规范运作的券商为基金投资服务的积极性,一些研究实力强、运作规范的券商不愿和其他券商“同流合污”,拒绝基金公司提出的基金销售量要求,券商可能上演“劣币驱逐良币”,基金运作得不到真材实料的研究支持。

虽然偏向关联方挂钩销售早已成基金分仓潜规则,但坚守市场化原则者仍不乏其人。

记者查阅半年报也发现,尽管招商证券的研究实力也很强,但博时基金给自己大股东招商证券的分仓占比属于正常水平。虽然新时代证券持有融通基金60%股份,但融通基金在分仓时也没有“照顾”研究实力一般的股东券商,甚至相比去年来说,还减少了新时代的分仓量。中海、银华、申万巴黎等基金公司也未出现偏向自身关联方股东的情况,尽管他们的券商股东不乏申银万国这样的大券商。

部分券商参股控股基金公司情况一览

Table with columns: 基金公司名称, 公告日期, 股东名称, 出资金额(万元), 股权比例(%). Lists various funds and their parent companies like 博时基金, 长城基金, etc.

相关规定

节选自《关于完善证券投资基金交易席位制度有关问题的通知》

一、基金管理公司应选择财务状况良好,经营行为规范,研究实力较强的证券公司,向其租用专用交易席位。不同基金可以共同使用一个交易席位。

二、一家基金管理公司通过一家证券公司的交易席位买卖证券的年交易佣金,不得超过其当年所有基金买卖证券交易佣金的30%。新成立的基金管理公司,自管理的首只基金成立后第二年起执行。

三、基金管理公司应根据本公司情况,合理租用证券公司的交易席位,降低交易成本。基金管理公司不得将席位开设与证券公司的基金销售挂钩,不得以任何形式向证券公司承诺基金在席位上的交易量。

四、基金管理公司应继续按法规的规定在基金信息披露文件中披露选择证券公司的标准和程序、基金通过交易席位进行证券交易等信息。基金管理公司应保证不同基金份额持有人的利益能够得到公平对待。对租用证券公司交易席位进行基金的证券投资时违反本通知第二条规定的,应在基金年度报告的管理人报告中进行披露和说明。

●摩根“投资通天下”

欧洲会不会重演日本“失落的10年”

很多投资者都担心面临重重困难的欧洲会成为下一个日本,从此进入类似于日本“失落的10年”的漫长经济萧条期。摩根资产管理对此认为,尽管目前的欧洲经济与20年前的日本有很多相似点。比如,20世纪90年代的日本在经历了长达10年的资产价格升浪之后,人口结构出现变化,退休人数增长,劳动力增长呆滞,类似情况如今也正在德国、意大利以及西班牙等欧洲国家发生。

1990年,日本的房地产泡沫崩溃,房地产和土地价格大跌,造成不良贷款激增,为银行带来沉重负担。类似的问题现在也正困扰着爱尔兰、西班牙以及希腊。

此外,日本央行及财务省当年大部分行动的决策过程并不公开,目前欧洲央行的闭门讨论与此十分

相似,这也和美国的公开透明形成鲜明对比。

对比现在的欧洲与当年的日本,两者之间仍然存在不同之处。首先是欧元贬值。20世纪90年代初,日元按贸易加权共升值60%,并在此后一直维持强势。但欧元汇率却在2008年环球金融危机爆发以来显著贬值,令欧洲出口商从中受惠,这也成为欧元区工业产出表现坚挺的一项重要原因。

其次是欧洲宽松的货币政策。在日本经济危机的初期,日本央行继续维持紧缩的货币政策,而欧元区在过去两年积极放宽银根。本集团全球多元资产组别认为,现时欧元区的货币政策正处于历史上最宽松的水平。虽然日本最终在21世纪初实行了量化宽松政策,却已经比最佳时机推后了

数年。但在当前的欧洲,英格兰银行早已采取直接量化宽松措施,而欧洲央行也已大幅扩张资产负债表,为经济提供必需的流动资金。

再次是欧洲房地产价格较为低廉。日本当年的房地产价格远远高于欧洲目前的水平。

最后,欧洲的股市估值也相对较低。日本股市在20世纪90年代的泡沫程度,与房地产市场相差无几,股市市盈率在1999年曾超过80倍。尽管日本股市在此之后大幅回落,并在过去多年保持窄幅上涨,但相比之下欧洲股市估值较为低廉,摩根士丹利欧洲指数目前的市盈率低于20倍。



宏观忧虑创造微观机会

Morningstar晨星(中国)研究中心 陈飞

比尔·尼格雷是奥克马克基金、奥克马克精选基金、以及奥克马克全球精选基金的基金经理之一。最近,全球市场对宏观经济的关注越来越多,他就此现象对于投资组合构建的影响接受了晨星的访谈。另外,他也谈到了持有的苹果公司和媒体股未来的发展。

晨星:您曾经说过市场上不断增加的对宏观经济的关注以及不断增加的交易活动会为您这样的长期投资者创造机会。但是,目前市场对于这些因素与日俱增的关注有没有改变您构建组合的方法?

尼格雷:如果大多数投资者都非常关注宏观环境就能创造出更多的微观机会。这对于自下而上的基本面投资者来说是好消息。

当大多数人都关注趋势而不是价值时,更多的股票会出现股价相对于其长期价值大幅折价或者大幅溢价的情况。这使我们有更多便宜的股票可以选择,但这并不会改变我们买入或者卖出股票

方法。我们依然坚持在股票价格接近合理价格时卖出,然后用这笔钱买入更便宜的股票。在大多数市场条件下,这意味着会在股票价格相当于估值60%时买入,然后在股价达到估值90%时卖出。目前很多股票的估值低于正常水平,我们会在股价相当于其估值50%时买入,然后在股价达到其估值75%时卖出。

晨星:在苹果公司股价大幅上升之后,奥克马克基金依然持有,是否因为找不到更便宜的股票?

尼格雷:数据显示,去年底苹果公司股票每股含50美元的现金,而该公司每股利润约为16美元,股价约为250美元,如果在股价中扣掉50美元现金,它的业务估值仅相当于大约13倍的预期收益。这相对于最优秀的科技、设计和零售公司而言仅有大约20%的溢价。

人们对于苹果公司看法关键在于:iPhone的成功能够维持多久,看空者认为市场中不断出现热门手机,但到目前

为止没有一种手机能够持续保持热门;看多者认为iPhone已不只是一部电话。我们认为,看空者低估了消费者的转换成本;看空者也低估了苹果公司的竞争优势。

晨星:您的投资组合中有很多是媒体公司,该行业的过往表现相当不错。媒体行业会不会出现进一步的整合?哪些公司最有可能参与其中?

尼格雷:我们从来不会买入一只股票,然后期待它被收购。当买入估值较低、业务良好的公司,而且管理层能够专注于价值最大化,这比被收购更好。媒体公司绝对满足这些条件。对于技术变迁的担忧使它们的估值偏低,这些公司的业务成长纪录较好,未来发展前景也相当不错,管理层通常都是大股东。

有些此类公司,比如迪斯尼和康卡斯特,规模已经太大而不可能被收购,但它们能从收购其它公司的活动中获得协同效应或者使成本下降。