

只有制度创新才能推动基金行业大发展

孙国茂

基金行业的职责和对基金行业发展的评价

经过 13 年的发展,我国共有公司 62 家基金管理公司,管理着 700 多只各种类型的证券投资基金,总份额为 2.40 万亿份,基金资产规模为 2.39 万亿元,基金投资者为 3300 万人,如果从这些数字上判断,基金业的发展成就斐然。

但是,如果将基金行业的数字与其它统计数据进行比较就会发现,基金行业的发展不容乐观,甚至令人担忧!2007 年以后,基金总份额始终徘徊在 2 万亿份上下,无法取得突破性发展。2008、2009、2010(截止 9 月末),基金总份额增长率分别为 15.3%、-4.7%和-2.3%。这固然是 2008 年受国际金融危机和股市大幅下跌有关,但是,即使在股市全年大幅反弹近一倍的 2009 年,基金总份额仍然出现负增长。最近几年基金资产占 GDP 之比和基金资产占股票流通市值之比同样呈明显下降态势。

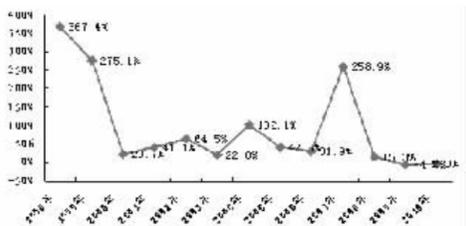
基金总份额、GDP 和各类存款余额的增长率

年份	基金总份额增长率	GDP增长率	各类存款余额增长率
1998	36.74%	7.8%	16.1%
1999	27.5%	7.7%	12.7%
2000	9.3%	8.0%	15.3%
2001	41.1%	7.3%	16.1%
2002	64.3%	8.0%	15.1%
2003	22.3%	9.1%	21.7%
2004	12.1%	9.5%	15.4%
2005	47.3%	9.9%	15.4%
2006	31.5%	10.7%	16.2%
2007	153.9%	11.6%	16.1%
2008	-5.3%	9.0%	15.7%
2009	-4.7%	8.7%	20.2%
2010	-2.3%	9.6%	17.5%

数据来源:Wind,截至 2010 年 9 月份

如果再与银行理财业务和私募基金所管理的资产规模相比,情况就更加令人担忧。统计表明,在过去的几年里,商业银行发行的理财产品规模增长迅速,到 2009 年底,商业银行理财产品的发行规模已经达到 5 万亿元;尽管只有短短 5 年的时间,我国私募基金产品的数量已经超过 850 只,远远超过了公募基金产品数量!这些私募基金都是通过第三方发行和第三方托管的,因此也被称为“阳光私募”,私募基金的公募化特征已经越来越明显。

基金总份额年度增长率(百分比)



数据来源:Wind,截至 2010 年 9 月份

商业银行理财产品发行规模

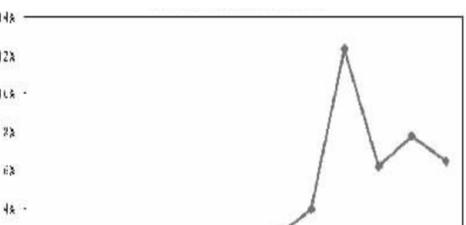


数据来源:21 世纪经济报道

为什么会出现这样的情况?我们首先必须弄清楚一个最基本的问题,那就是基金公司或者基金行业的职责究竟是什么?在这个行业诞生之初,从监管部门到市场人士都认为基金公司作为机构投资者理应承担维护市场和稳定市场的职责,甚至,时至今日还有一些业内权威和主流媒体经常指责基金业未能起到稳定市场的作用,在市场波动时常常是助涨助跌。

靠基金公司来稳定股票市场是一个伪命题!到目前为止所发行的基金产品(不管是封闭式还是开放式的)都是契约型产品。也就是说,基金行业是一个法律法规允许的、并受到监管部门严格监管的“受人之托,代人理财”的行业。狭义上说,基金公司的职责就是为基金持有人创造最好的业绩回报;广义上说,基金行业承担着为全社会管理财富的职责,管理好社会公共资产是基金公司最大的社会责任!由于绝大多数基金产品都是开放式的,当市场上涨时持有人必然会加大申购基金的力度,当市场下跌时持有人同样会加大赎回力度,助涨助跌是开放式基金所具有的天然属性之一。

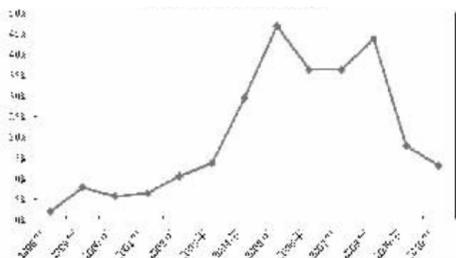
基金管理资产规模占 GDP 比例



截至 2010 年 9 月份,2010 年 GDP 用 2010 年前三季度和 2009 年第四季度之和代替

经过 13 年的发展,中国基金行业已经遇到了明显的制度瓶颈。在现实条件下,只有制度创新才能实现基金行业的健康、快速发展。一个国家的金融战略需要一个强大的、以公募基金为主导的资产管理行业,宏观经济发展中的转方式、调结构以及快速增加的社会财富管理更迫切地需要一个强大的、以公募基金为主导的资产管理行业。

基金管理资产规模占流通市值比例



数据来源:Wind,截至 2010 年 9 月份

在过去的很长时间内,基金行业的职责被错误地理解了!对基金行业职责的错误理解不仅导致了制度设计的先天缺陷,也导致了社会公众对基金行业的信任发生改变。现阶段基金行业所面临的问题,从本质上说是与基金行业的职责定位有关,是失去持有人和社会公众信任的结果。到目前为止,基金行业是中国证券市场乃至整个金融市场中受法律法规约束最多、监管最严、管理最规范和职业操守最好的行业。

基金行业所面临的问题

1. 信任危机导致社会财富无法流入基金行业

我国社会财富和金融资产的积累达到了相当可观的程度,存在巨大的资产管理需求,但大量的资产并没有流向基金行业。截至 2010 年 9 月,我国各类存款余额达到 70 万亿,沪深股票市值 24 万亿,债券市场市值 19 万亿,金融资产总额超过 120 万亿元。从社会居民拥有的财富看,到 2010 年 9 月,居民储蓄存款余额达 30 万亿元,2005 年以来年均增长 16.2%。在社会公共资产方面,社保基金规模已达 8000 亿元,企业年金规模约 2500 亿元。如何提高社保资产的投资收益率,让老百姓的养老金真正发挥作用是一个重要的社会课题,从国际经验看,社保资产管理的市场化是大势所趋。此外,还有 2 万亿可投资固定收益产品和 1 万亿可投资权益类产品的保险资金,以及高达 2.5 万亿美元的外汇储备,此部分资金亦面临同样急迫的资产管理服务需求。

与数十万亿资产规模相比,基金行业所管理的 2.5 万亿元的资产规模显然微不足道。基金公司的长期投资业绩已经得到了证明。从 2005 年到 2010 年 9 月底,开放式基金平均年收益率为 19.8%,远高于上证指数年均上涨 13.6% 的幅度,而且完全可以达到战胜通胀,实现资产长期增值的目的。然而,由于制度性原因,基金行业正面临着前所未有的信任危机,基金公司正在逐步失去管理这些资产的机会。

在另一方面,管理社会公共资产的“进入壁垒”也同样制约了基金业发展。目前,我国已拥有 2.6 万亿美元的外汇储备,这些外汇储备由于大量配置美国的国债,每年贬值部分将达到 1000 亿元。尽管如此,至今已获得 QDII 资格的 29 家国内基金公司中却没有一家参与外汇资产的管理,相反,有关部门却委托国外投资银行和基金公司管理中国的外汇资产。难道国外投资机构真得比国内基金公司更值得信赖吗?它们的专业水平真的比国内基金公司更好吗?

社保基金的管理也是如此。目前,62 家基金公司中只有 9 家公司取得了投资管理资格。自 2002 年以来只有 1 次更新投资管理资格,在长达 8 年的时间里,不少基金公司无论从投资业绩和产品创新上都非常出色,却始终无法获得参与社保基金管理的资格。据悉,全国社保基金理事会近期已经开始委托私募基金公司管理社保资产。正是这些“进入壁垒”阻碍了各种社会公共资产流向基金行业。

2. 制度缺陷造成人才流失

基金行业与实体经济行业有着本质的不同。证券投资是一项融合科学、经验和艺术的高智力劳动,优异的投资业绩只能由优秀的投资人才创造。因此,支持这个行业的不是机器设备和固定资产,而是人力资本。基金公司的研究业务、投资交易、产品设计和技术支持等各个环节都需要一流的人才进行团队协作,所以,优秀的专业人才是基金公司的核心竞争力所在。

然而,近年来基金公司面临严重的人才流失。据统计,2008 年全行业基金经理流失为 136 人次,2009 年为 237 人次,到 2010 年上半年已达到 222 人次。相对于 62 家基金公司的基金行业而言,这样的人才流动速度显然是不正常的。如果是在基金行业内部的良性人才流动,则有利于人力资源的最优配置和提高行业整体水平。但令人心忧的是,优秀的基金经理几乎都选择了离开基金行业,进入私募基金领域。2007 年以来,行业内的明星基金经理、投资总监级别的人才离开基金行业的数目已不下几十位。基金公司培养一名优秀基金经理的投入是巨大的,但公募基金行业却变成了私募基金的廉价培训基地。基金经理和行业优秀人才的流失,说明了一个问题,即在缺乏激励机制的情况下,他们可能被更高的薪酬待遇所吸引。

3. 商业银行和私募基金挤压基金行业的生存空间

近年来,基金行业资产规模徘徊不前、基金份额出现下降事实上是商业银行和私募基金利用不受监管的便利,挤压基金行业的业务空间,与基金行业争取客户和资产的结果。据统计,在过去的 5 年里,私募基金已经推出了 850 多只产品,其中今年上半年就推出了 400 多只。尽管目前私募基金所管理

的资产规模还无法与公募基金相比,但是,私募基金产品的增长速度已经到了令人吃惊的地步!与此同时,商业银行也利用自身的客户资源优势和渠道优势,吸收各类资金以扩大其理财业务,在这些理财产品中,有一些属于类信贷产品。

部分商业银行理财产品规模

理财产品名称	工行	建行	中行	交行	光大	民生
理财产品名称	1.11T	1.11T	1.11T	1.11T	1.11T	1.11T

数据来源:21 世纪经济报道,截至 2010 年 6 月底

基金行业生存空间受到挤压的另一个事实是,商业银行利用渠道优势,在基金销售中收取基金公司的管理费(即通常所说的“尾随佣金”)。目前,大型商业银行甚至将新发行基金的管理费收取比例提高到 75%,可以说这个比例已经到了基金公司难以承受和难以容忍的程度。而现实情况是,国内基金销售体系以商业银行渠道为主,券商销售和基金公司直销为辅。据统计,2009 年的基金销售中,银行渠道销售占比高达 80%。根据《证券时报》的统计数据,目前 3 家资产管理规模位于前 10 名的基金公司发行股票型基金时,向银行支付的尾随佣金比例在 0.48% 至 0.53% (偏股型基金的管理费通常为 1.5%)。而大部分中小型基金公司为了争取银行的销售支持,不得不把分给商业银行的管理费比例提得更高。从一家大型商业银行目前正在发行的 22 只新基金看,小型基金公司支付的管理费比例高达 0.75%。这意味着基金公司要把每年管理费收入中的 50% 都分给银行。根据保守估计,在全行业存量基金资产中,商业银行收取的管理费比例约为 30%,若以年均 25000 亿元基金资产计算,银行每年收取的基金管理费高达 75 亿元!再加上基金的申购费、认购费和赎回费等,银行每年从基金销售中获得各项收入加起来要超过 100 亿元,这个数字已经接近整个基金行业的实际营业收入(这里,我们还没考虑商业银行的托管费收入)!

问题是,基金管理费是现行法律规定的基金持有人付给基金管理人的报酬,与这个报酬相对应的是基金公司在契约型基金管理中的信托责任!商业银行长期收取基金公司的管理费不仅挤压了基金行业的生存空间,也严重扭曲了契约型基金管理中的信托责任关系,从本质上说,这是对基金持有人利益的极大损害!

4. 不当公司治理使基金公司缺乏长远目标

基金公司在公司治理结构上有着极大的独特性,可以说是不同于其他任何组织形式的公司或者企业。对于一般企业而言,企业的“目标函数”就是股东价值最大化,或者说是股东利益高于一切,企业的“目标函数”可以用制度经济学中的“委托-代理”理论来解释。但是,“委托-代理”理论却难以解释基金公司的“目标函数”,因为在基金公司中存在着双重的“委托-代理”关系。一方面,基金公司的股东作为出资人与基金公司之间存在“委托-代理”关系;另一方面,基金持有人和基金公司之间则是更加典型的“委托-代理”关系。对于基金公司来说,现有的制度体系始终强调的是“持有人利益高于一切”,这也是基金监管所遵循的原则和逻辑基础。

双重“委托-代理”关系可以解释,为什么一些规模较大的基金公司所管理的大部分基金业绩表现一般。它还可以解释,为什么有的基金会出现高换手率——因为高交易成本由基金持有人支付,即使节省下来也不能给基金公司和基金经理带来利益。在国外,基金公司的绝大部分交易都是通过电子化算法交易来减少冲击成本。但在我国,无论多大规模的基金,绝大多数交易还是手工操作,在市场剧烈动荡中,基金经理不计成本买卖股票所产生的冲击成本是对持有人利益的一种损害。另外,基金经理往往难以抗拒自己的“投资偏好”而忽视基金产品的风险收益特征,承担的风险可能超出基金持有人愿意承受的范围,这同样是对基金持有人利益的损害,这种损害真实存在,但却不像“老鼠仓”那样显性化,并且难以量化——这正是基金公司管理的复杂性。

很显然,持有人利益高于一切的原则与一般企业的目标函数相悖。不幸的是,一些基金公司的股东(尤其是大股东)往往从自身利益出发,不顾基金公司的特殊性,按照一般公司治理方式对基金公司的人事安排、重大决策和经营活动进行影响和干预。这种影响和干预在股东发生变化时表现得最为突出。我们把把这种现象称为基金行业的不当公司治理。不当公司治理给基金公司带来的后果有两种,一是加剧人才流失;二是基金公司缺乏长远发展目标。

只有制度创新才能推动基金行业发展

从以上分析可以看出,经过 13 年的发展,中国基金行业已经遇到了明显的制度瓶颈。在现实条件下,只有制度创新才能实现基金行业的健康、快速发展。根据欧美等国的经验,在未来 5-10 年的时间里,我国公募基金管理的资产应达到占 GDP 30%-50% 的规模,这意味着,即使按保守估计,未来 5-10 年基金行业所管理的资产规模将增加 10 倍以上。一个国家的金融战略需要一个强大的、以公募基金为主导的资产管理行业,宏观经济发展中的转方式、调结构以及快速增加的社会财富管理更迫切地需要一个强大的、以公募基金为主导的资产管理行业!就现实而言,我们认为应该通过制度创新尽快解决以下问题。

1. 建立统一的基金销售平台

2004 年 6 月,中国证监会出台的《证券投资基金销售管理办法》规定,商业银行、证券公司、证券投资咨询公司以及专业基金销售机构等都可以申请基金代销业务资格。但是,到目前

为止,除了商业银行和证券公司外,只有天相投资顾问有限公司一家机构获得了基金代销业务资格,成为第三方基金销售机构。但由于天相投资无法取得资金清算资格(属于银行业务),所以其销售的基金数量微乎其微。目前影响第三方基金销售机构发展的主要障碍就是销售机构无法取得资金清算业务资格。

第三方基金销售发展不起来,银行垄断基金销售业务的局面就无法改变。当前,最直接、最有效的办法就是由监管部门或行业自律组织牵头,建立一个全行业统一的、具有资金清算功能的基金销售平台。使未来的基金销售以统一销售平台和基金公司直销为主,银行和券商销售为辅。建立统一的基金销售平台至少可以解决三个问题:首先,可以打破商业银行垄断基金销售业务的局面,有利于证券市场增加客户和资金流入。银行垄断基金销售的结果是大量的资金和客户最终流入银行,对整个金融市场和金融体系而言,资金的过度集中无疑将大大增加商业银行的系统性风险。其次,可以极大地缓解基金公司的生存压力。建立统一的基金销售平台后,银行不能随心所欲地索取基金公司的管理费,这不仅增加了基金公司的营业收入,还理顺了契约型基金管理中的信托责任关系,最终受益的是基金持有人。第三,可以大大降低(甚至可以考虑取消)基金发行和申购认购费用,这不但降低了基金持有人的投资成本,还可以吸引更多的投资者参与基金投资。

2. 建立独立的基金托管机构

《基金法》第二十五条和《证券投资基金托管资格管理办法》均规定,基金托管人由商业银行担任。目前已有 18 家商业银行取得了基金托管资格。但实践表明,现行的商业银行托管制度既没给基金公司带来利益,也没给基金持有人带来好处。所以,银行托管制度不利于基金行业发展。银行除了每年按基金资产规模的 0.25% 收取托管费以外,对基金的运行、持有人的利益并不关心。毕竟,对银行来说,基金持有人不是自己的客户。一些基金公司曾经做过变更托管人的尝试,但是由于银行托管制度本身就是一种垄断性制度,即使变更了托管银行也不意味着基金运行和持有人利益会得到改善。此外,在金融分业经营、分业监管体制下,证券监管部门对商业银行作为基金托管人的监管约束非常微弱,从长远看,这不利于对持有人利益的保护。

基金托管人的主要责任和义务就是保管持有人资产,监督基金公司对持有人资产进行管理,从法理上说,商业银行并非天然的基金托管人。因此,要改变现行的银行托管制度就必须修改《基金法》和其它相关规定。我们强烈呼吁由证券监管部门牵头成立独立的基金托管机构,或者在证券金融公司(证券金融公司是融资融券业务全面放开以后,为证券公司提供融资的金融机构,在业务开展方面,它具有明显的商业银行特征)成立以后给予其基金托管业务资格。成立独立的基金托管机构后,一方面可以托管新设立的各种基金(甚至包括私募基金),另一方面,也为老基金变更托管机构提供了可能。独立的基金托管机构收取的托管费,除了用于维护自身经营管理以外部分可以用于建立“股市平准基金”,使托管费“取之于民,用之于民”。如果按照每年托管 2 万亿元基金资产计算,每年的托管费则为 50 亿元,但是,随着基金资产规模的扩大,托管费收入会变得非常可观。未来,当托管资产规模和股市平准基金的资金规模增加到一定程度时,可以考虑逐步降低托管费的收取比例。所以,建立独立的基金托管机构既有利于基金持有人的利益,更有利于基金行业和证券市场的长远发展。

3. 允许基金公司公开发行股票并上市

在美国、加拿大、台湾和香港,公募基金上市早有先例。美国的上市基金公司已有 10 多家,最著名的是弗兰克林邓普顿公司,香港的惠理集团也是上市的公司。但是在中国证券市场上,已有的 37 家各类金融上市公司中唯独不见基金公司。目前,在证券行业中已有 15 家券商成为上市公司,但是其中有相当数量的证券公司经营业绩远不如好的基金公司。基金公司上市将带来基金行业有史以来最大的组织创新和业务创新。

我们可以举一个中等规模基金公司的例子来说明这个问题。假如一家基金公司资本规模为 2 亿元,管理的资产规模为年均 500 亿元,管理费收入为 5 亿元(管理费平均为 1%),营业收入大约为 6 亿元,那么它的净利润应该超过 3 亿元。如果公开发行 1 亿股,发行后的每股净利润为 EPS=1 元/股,按发行市盈率 PE=50 计算,那么募集资金至少为 50 亿元。公司上市后,投资者 50 多亿元的资本事实上已经变成了一个公司型的基金。这意味着,基金公司既要管理契约型基金,又要管理公司型基金。在这种情况下,基金公司的双重“委托-代理”关系也可以在一定程度上得到统一。

监管部门还应当允许基金公司尝试实行股权激励,这样就可以从根本上解决公募基金行业的人才流失问题。

4. 给予基金公司管理社会公共资产的资格

公募基金行业是证券市场乃至整个金融行业中受到法律法规约束最多、监管最严的行业。经过十几年的发展,基金行业正在逐步走向成熟,加强规范管理、主动控制风险和自觉接受监管已经成为基金公司的经营管理常态,把各类社会公共资产交给基金公司管理等于将这些资产的管理纳入监管范畴。

如果人为地设置基金公司管理各种社会公共资产的“进入壁垒”,放任这些资产大量流向私募基金和外资机构,不仅是对社会公共资产的不负责任,而且也将这些资产至于危险的境地。因此,我们也呼吁证券监管部门尽快会同其他有关部门,制定相关规则,给予基金行业管理社会公共资产的资格,允许基金公司参与社会公共资产的管理。

(作者为中央财经大学经济学博士,加拿大不列颠哥伦比亚大学金融系高级访问学者,曾在英国里丁大学、美国宾夕法尼亚大学沃顿商学院进修学习)