

晨星亚太区CEO张晓海:

# 中国基金业亟须解决信托责任问题

证券时报记者 朱景锋

## 晨星在中国的八年历程

每一年都有一个预期中的增长

**证券时报记者:** 作为晨星亚太区的负责人,您对中国基金业的发展有什么规划?您如何评价晨星过去几年在中国取得的成绩?未来您有何新思路?

**张晓海:** 晨星在中国已经八年了,八年来发展确实很快,特别是最近几年的进步很大。首先,从业务层面来看,虽然中国区在晨星整个体系里不是担当非常大的角色,但最近几年还是取得了非常大的进步,每一年都有一个我们预期中的增长。其次,从员工的发展方面讲,八年前在深圳建立办公室的时候只有5个人,到现在已经有950人的规模,这当中有不少人是服务于中国区和整个亚太地区,但更大的部分是支持晨星全球的业务。第三,我们在品牌建设方面也有了很大的进步,我们每年颁发的中国基金奖得到了中国基金市场很大的认同,晨星是最早获得中国证监会批准开展基金评价业务资格的机构之一,中国所有大的银行和券商跟我们都有业务上的往来,我们的数据和品牌在各大媒体上都有很大程度的曝光,这些都是我们在品牌建设方面所取得的成就。

总体来说,晨星在中国近年来的发展是预期之中的,最大的感想是,晨星在中国已经被认为是独立第三方评价机构,为投资者服务的宗旨也得到了很好的认同。未来晨星在中国要走的路还非常长,我们会继续加强在投资者教育方面的投入和支持,我们在自己的网站、服务或者平台方面会更专注给中国的投资者带来更多的资讯,为他们做投资选择提供支持。另一方面,相对欧美等市场,中国基金市场发展迅速,十多年时间走过了海外几十年的历程。同时,中国又是一个特定的市场,有一些在外国成功的做法不一定在中国也可以成功。晨星在未来一个比较大的责任是把外国成功的经验带到中国,并进行本土化,或者说把国外的经验拿到中国做个参考,也会把中国没有的产品或服务带过来,比如基金研究的方法论、对其他金融产品的研究等。

## 晨星眼里的中国基金业

需要更多制度创新来突破目前发展中遇到的瓶颈,促进行业的健康发展,增强整体行业的信托责任与社会责任。

**证券时报记者:** 您如何评价目前的中国基金业?中国基金业近几年发展停滞不前,您认为中国基金业存在一些什么问题?中国基金业发展的最大障碍是什么?如何突破基金行业现有的制度瓶颈?

**张晓海:** 作为中国资本市场的重要组成部分,中国基金业在过去十四年中伴随中国资本市场风雨兼程,见证了中国资本市场发展的重要时刻。在这期间,中国基金业经历了资产管理规模与个数爆发式增长、产品不断创新、基金公司治理结构不断完善、基金公司参与主体增多以及业务多元化、投资者教育不断践行的历程。中国公募基金是市场机构投资者的重要力量,是稳定资本市场发展的基石。但同时我们也看到,也许是由于走得过快,当中一些东西可能被遗漏了,比如说,对最终投资者的信托责任,对持有人利益的保护,基金公司本身架构、管理层跟基金经理还有投资人之间的利益关系,这些方面在过去没有得到充分关注。因此,未来还需要更多制度创新来突破目前发展中遇到的瓶颈,促进行业的健康发展,增强整体行业的信托责任与社会责任。

中国基金业近年主要受到资本市场的下跌影响,整体没有给投资者带来绝对回报,行业的吸引力逐渐降低,同时行业内基金经理离职率较高、基金经理的违规操作等都威胁这个行业的信托责任。信托责任是这个行业目前面临的最大问题,公募基金行业亟待把信托责任建立起来,即重点解决如何把股东、管理层和基金持有人利益绑定在一起,所有的制度都应该围绕这个宗旨来展开,重点体现在基金公司治理结构、基金经理激励机制、产品创新制度等方面。当然,我并不觉得欧美那一套在中国就能适用,但是有一些经验可以借鉴。

## 基金契约型与公司型之辨

无论运用什么组织形式,有效保护投资者利益才是根本。

**证券时报记者:** 中国基金公司均为契约型基金,组织结构单一,由此引发的公司治理结构问题已阻碍基金业的发展,制度变革的呼声越来越高,您对此怎么看?在这方面,美国基金业可以给我们什么启示?

**张晓海:** 与中国的情况不同,美国的基金主要以公司型存在。公司型和契约型的区别在于组织形式和法律关系不一样。美国公司型基金的法律基础是美国的投资公司法,基金持有

编者按:2004年,晨星资讯登陆中国,将海外先进的基金评价理念和投资方法带给中国的广大投资者。八年间,伴随中国基金业的发展壮大,晨星资讯在中国也经历了快速成长,现已成为业内公认的最具影响力的基金评级品牌。

作为享誉世界的独立第三方基金评级机构,晨星资讯如何看待当前中国基金业面临的种种问题?未来中国基金业的突围之路将在何方?中国基金业可以在哪些方面取得突破?面对亟待变革的中国基金业,晨星资讯将会采取哪些对策?针对市场最关心的问题,证券时报记者专访了晨星资讯新任亚太区CEO张晓海先生。



张晓海先生

晨星亚太区 CEO,主要负责晨星公司在中国、新加坡、马来西亚和韩国市场的战略定位及发展。  
张晓海先生于2000年加入晨星亚洲公司开拓亚洲地区业务。

人为公司股东,最高的权力机构为股东大会,公司的董事会受雇于股东大会,代表股东聘请投资顾问来管理基金。同时,法律要求董事会中至少有50%为独立董事,而且对独立董事的定义和聘请流程也有严格规定。独立董事权力较大,对投资管理人、销售机构、会计等服务部门的聘请有最终投票权。从组织形式和法律条文来看,明确了股东是基金的所有人,董事会应该代表股东(基金持有人)利益。这样,董事会、独立董事、投资顾问的关系就变得相对独立,利益关系就相对减弱了。然而,如果没有得到有效的执行和有严厉惩罚的震慑力,那再好的法律和形式也等同虚设。

公司制固然有它的优势,但要想有效发挥这种优势,一方面需要法律制度的完善和配合,另一方面必须有效执行并设法提高违规成本。美国也在不断完善。所以,无论运用什么组织形式,有效保护投资者利益才是根本。

## 可适度开放基金经理投资禁令

前提是严格监管措施,加强信息披露,构建从业人员自律原则。基石是受托人责任标准。

**证券时报记者:** 中国的证券法规定,从业人员不能买卖股票,基金从业人员也不能,这一规定是否应该放松?在美国,对基金经理买卖股票有什么规定?

**张晓海:** 是否应该允许基金经理参与投资股票市场?我觉得,关键是要制定严格监管措施和加强对投资者的信息披露,构建基金业从业人员自律原则,提高从业人员的道德标准和出现“老鼠仓”后高处罚的机制。在做好监管的前提下,适度开放国内基金经理投资禁令不失为留住人才的一种有效尝试。

在美国,共同基金雇员个人的投资交易活动会受到各种联邦证券法规的限制。这些法规的基石是受托人责任标准。共同基金作为客户的受托人,受托人责任标准要求共同基金忠诚于客户,为其客户的最佳利益行事,并始终把客户的利益放在首位。当共同基金雇员在自己个人账户内投资交易时,客户和雇员之间可能出现利益冲突。这些冲突包括(但不限于):第一,雇员抢占原本属于客户的投资机会。第二,雇员利用其咨询地位,在客户交易之前交易。第三,雇员利用客户的资产影响市场的走向,在个人账户内谋取利益。

在美国,涉及共同基金从业人员个人投资交易活动的证券法律和法规有:1.《投资顾问法》第206条禁止任何欺诈或欺骗客户的计划、交易或业务。2.《投资顾问法》204-3条款要求投资顾问填写ADV表格,要求投资顾问向其客户披露其业务和其在客户交易中的利益。3.《投资顾问法》第204-2条(记录要求条款)要求投资顾问向其客户提供投资顾问的个人交易记录。4.《投资公司法》第17J-1条款关于相关人的个人交易法。5.《证券交易法》第16条关于上市公司董事、管理人员和主要股东的投资交易活动。6.《证券交易法》第10b-5条及第10条关于操纵和欺骗手段的使用。

这些法律和法规的基石都是受托人责任标准,也就是说,受托人责任标准明确了投资顾

问应该如何避免与客户在交易方面产生利益冲突,法律法规的基础框架是为了指导投资顾问如何进行他们的交易活动。美国国会颁布《投资顾问法》的部分用意就在于加强投资顾问的信托责任。美国最高法院曾表示,《投资顾问法》第206条建立联邦的受托人责任,以治理投资顾问的行为。该条款的具体细则包括:首先,禁止投资顾问从事任何有诈骗现有客户或潜在客户性质的交易。其次,禁止投资顾问向自己的账户里向客户出售或购买任何证券。第三,禁止在未得到客户书面允许前,为客户购买或出售证券。第四,禁止从事欺诈、欺骗或操纵证券行为。美国证监会表示,投资顾问作为受托人对他们的客户履行几项具体职责,包括提供最适合每个客户的投资咨询,充分披露所有重大事项和潜在的利益冲突,最高的忠诚和诚信,最好地执行客户交易,行使合理的风控措施,避免误导客户等。此外,共同基金公司对其雇员的个人投资交易活动也有法定的监督职责,防范雇员违反联邦及州证券法律。

我们用一个例子来描述一下共同基金预防、解决雇员个人账户交易与客户利益冲突的流程。首先,如果出现潜在的冲突,共同基金和其员工必须对客户有利的方法解决问题。客户的利益将优先于共同基金和其员工的切身利益。其次,共同基金的雇员在从事一笔证券购买或销售时,需要填写相关表格进行信息披露,这种预披露机制是为了保护共同基金以及员工,以免出现可能的利益冲突。第三,雇员必须在打算交易和执行交易的当天提前递交表格并获得批准,交易也必须在当天执行。如果当天未执行交易,雇员必须重新递交表格并再次等待批准。第四,雇员必须连续持有单一持仓至少30天。

总之,在一个缺乏总体框架(如没有受托人责任标准)的环境中,要基金公司设立适当的操作程序是非常困难的。一旦有了这样的总体框架和具体规则,我们就可以探索对共同基金雇员及相关人员个人交易禁止的松懈。

## 第三方销售必须走差异化道路

比较成功的只有三个市场:美国、英国和澳大利亚。最重要的原因是法规和产品创新。

**证券时报记者:** 中国基金业面临销售难题,有近70%的基金份额由银行销售,因此,银行渠道非常拥挤,而在与银行的合作中基金完全处于弱势地位。专业投顾在中国能否发展起来?您是否看好第三方销售的发展前景?美国基金业这方面的情况怎样?

**张晓海:** 晨星坚决支持发展第三方销售渠道和专业投顾,投资者如果有更多的渠道买到基金产品,对他们来说是件好事,因为充分的竞争之后,他们得到的服务会提升,费用也会降低。

但在目前的中国,要发展这个也会面临很大的问题。首先,在中国,银行网点众多,已经有了先天的优势,其他第三方渠道如果要和银行去竞争,必须采用不同的方式,不能依靠网点或银行那样的方式来运作。第二,银行不仅网点多,而且具有品牌优势,一般的投资者对银行的信任比独立的投资顾问和第三方销售

渠道要高得多。第三是产品的创新方面,现在第三方销售渠道提供给投资者的产品,与银行提供的产品相比,并没有很大的差异,很多时候银行比他们更具有创新性,比如结构性产品。第四,在中国,投资者对第三方销售的认识还比较欠缺,对资产配置也没有概念。在外国,独立的投资顾问可以为投资者提供定制理财方案,提供个性化的服务,这一点在中国还需要花很多时间来培育。

所以,我觉得,中国第三方销售机构和渠道应该会慢慢建立起来,但是没办法跟银行竞争,这种情况在亚太地区十分常见。例如中国的香港和台湾地区,还有新加坡、日本,基本上每一个市场都是银行主导,第三方销售渠道则主要服务于小众的投资者。我并不觉得短时间内中国第三方销售机构会有很大的业务量。

在美国,第三方销售渠道非常发达,大概有65万专业投资顾问,他们最大的优势是法规比较完善,产品也比较多元化,第三方投资顾问可以为客户提供很多服务,比如,帮客户管理所有的资产,包括股票、债券、REITs,基本上可以涵盖所有金融产品。但在中国,法规需要进一步完善,才会使第三方渠道可以做更多事情。

在美国做得比较好的是,他们收费的方式非常多元化,比如有些纯粹是靠收取顾问费,有些是佣金制,有些是网上交易的免佣基金。现在比较成功的只有三个市场,分别是美国、英国和澳大利亚。最重要的原因是法规和产品创新。

在中国,第三方销售要走差异化的道路,突破传统的银行网点模式,例如网上交易。要把产品的费率降下来才行,如果费率太高,投资者是不会选择你的。第三方销售的角色不应该仅仅是销售渠道,而应该帮投资者做资产管理,跟银行有所差异。此外,第三方销售要想走得长远,品牌建设也是不能少的。

## 投资人和基金公司都要有长远眼光

海外投资者采取基金定投的方式比较普遍,这样可以回避择时风险。共同基金在美国这样的成熟市场上被视为最常用的储蓄工具。

**证券时报记者:** 中国基金业的一个问题是,大多数基金持有人在股市高位买入基金,处于亏损状态。这暴露了什么问题,应该怎么解决?

**张晓海:** 个人投资者的投资教育还需要持续,海外投资者采取基金定投的方式比较普遍,这样可以回避择时风险,国内投资者可以借鉴。同时,直接给投资人提供建议的销售机构在这方面也承担着重要的责任,银行和个人投资者都需要将自身的风险收益特征与产品特点结合起来进行基金选择,大类资产配置的建议能够以中长期为调整周期,回避追求市场的热门品种。我们回过头再来看,市场最热的时候或是市场最热门的品种,往往都是承担着比较高的风险,投资者需要谨慎对待。

**证券时报记者:** 怎样投资基金才是一种成熟、理性的方式?美国的投资者投资基金的目标是什么?持有的期限通常有多长?

**张晓海:** 晨星一向奉行理性投资、价值投资的理念,在基金投资上倡导投资者根据自身财务状况与需求进行资产配置、精选基金,并坚持长

期投资。套用巴菲特的一句名言——如果你不愿意持有一只基金三年以上,那么请不要考虑持有它三分钟。”成熟的投资者不会对基金的短期业绩抱有过高的期望,或受市场波动影响短炒基金,这样都难以分享到基金经理的管理成果。

就晨星在美国市场上的多年观察,可以毫不夸张地说,人们购买基金90%以上是出于储蓄投资的目的,也就是说共同基金在美国这样的成熟市场上被视为最常用的储蓄工具。这是有美国投资公司协会的数据支持的,据统计,93%的基金持有人是为退休储蓄,也有相当部分是为了应急需要或子女教育储备。那么,相应的,他们的持有期限也远远超出中国的投资者,2009年的数据是平均持有期为8年。

**证券时报记者:** 在中国,一个常见的情况是,一只基金如果当年业绩优秀,第二年规模就可能大增,因此,基金公司博取短期业绩的行为很普遍,但这种业绩却很难持续,对此您怎么看?

**张晓海:** 我觉得这也暴露了基金经理在基金管理上的追涨杀跌行为,根据市场热点或是趋势投资,短期内承担了比较高的风险,这样很难形成中长期稳定收益的投资组合。基金作为市场的主要力量,需要依据长远的投资价值理念进行投资,在为投资人获取长期稳定收益的同时,也应该成为中国资本市场长期稳定发展的基石。当然,从公司角度讲,应该避免片面强调规模而鼓励基金经理的短视行为,基金经理激励机制的设置也要着眼于中长期,而不是单纯用季度或是当年度业绩来评价、考核基金经理,可以结合中长期业绩,使基金经理将更多的精力投入到证券研判,更好地为持有人服务。

## “好基金”的四个要素

基金经理的投资能力、投研团队的稳定性、基金公司的信托责任和费率。

**证券时报记者:** 什么样的基金才是好基金?应该具备哪些基本特征?

**张晓海:** 普通投资人对优秀基金的特点有一个共识——业绩好同时波动低,即风险调整后收益要好。这是从看得到的数据结果对优质基金的评判。但支撑这一结果的是背后的四个重要因素:基金经理的投资能力、投研团队的稳定性、基金公司的信托责任和费率。

首先,基金经理是业绩的掌舵者,决定买什么、卖什么和什么时候买卖,从而直接影响组合的业绩表现。基金经理需要有较丰富的投资管理经验,最好能够经历不同市场的历练,形成较稳定的投资风格与较好的风险调整后收益,他可能不是某一时期市场上的佼佼者,但长期下来能够取得稳健的收益。

其次,基金经理背后的投研团队需要稳定。基金经理不是一个人在战斗,背后的团队可以给他提供强大的研究支持。同时,投研团队之间要形成良好的配合,保证研究能够有效地转化为投资成果,形成以研究驱动投资的机制。因此,研究团队的稳定性和实力、投研团队的配合是优质基金的重要保证。

第三,基金公司要有信托责任,即公司在制定策略时首先考虑投资者利益。例如,适时关闭基金申购,保证基金经理执行既定的投资策略,使业绩保持稳定。与投资者建立良好的沟通渠道,例如基金经理的工作报告简明清晰,便于投资者理解;公司内部的考核机制更着眼于从长期考核基金经理,避免短期考核使基金经理冒更大的风险而追逐业绩,进而损害持有人的利益。这更有利于基金经理的稳定。

最后,保持较低的运作费率(包括管理费、托管费以及股票交易费用,这些费用会侵蚀基金的业绩)。过高的股票交易费用也从侧面反映出基金经理交易频繁,不利于业绩的稳定。

## “百年老店”的三种特质

信托责任第一,专注于特色优势领域,谨慎于规模扩张。

**证券时报记者:** 在美国,能做成“百年老店”的基金公司有哪些共同点?

**张晓海:** 在美国竞争激烈的共同基金业,历经数个经济周期轮回与多年市场洗礼,能长期生存并经营出色,伴随整个行业成长成熟的“百年老店”公司实际上并不多。通过横向、纵向比较,我认为,这些公司有三个最鲜明的特征,概括起来就是:信托责任第一,专注于特色优势领域,谨慎于规模扩张。

资产管理行业的规律很复杂,但本质很简单——受人之托,代客理财,信托责任是行业发展的基石,是公司管理制度、激励机制、团队建设、产品创新等一切上层建筑的本源。真正将信托责任视为公司的安身立命之本,将投资者利益放在首位的公司才能在变幻莫测的市场中长期生存、发展壮大。这些老牌基金公司的规模往往不是市场上最引人瞩目的,他们选择默默坚守自己最擅长的特色细分市场,如成立于1930年的Dodge & Cox公司,管理资产规模位列美国第13位,成立八十多年来旗下仍然只有五只基金,历史业绩优秀而且全部为免佣基金,前三只分别成立于1931年、1965年和1989年,可谓“三十年磨一剑”。