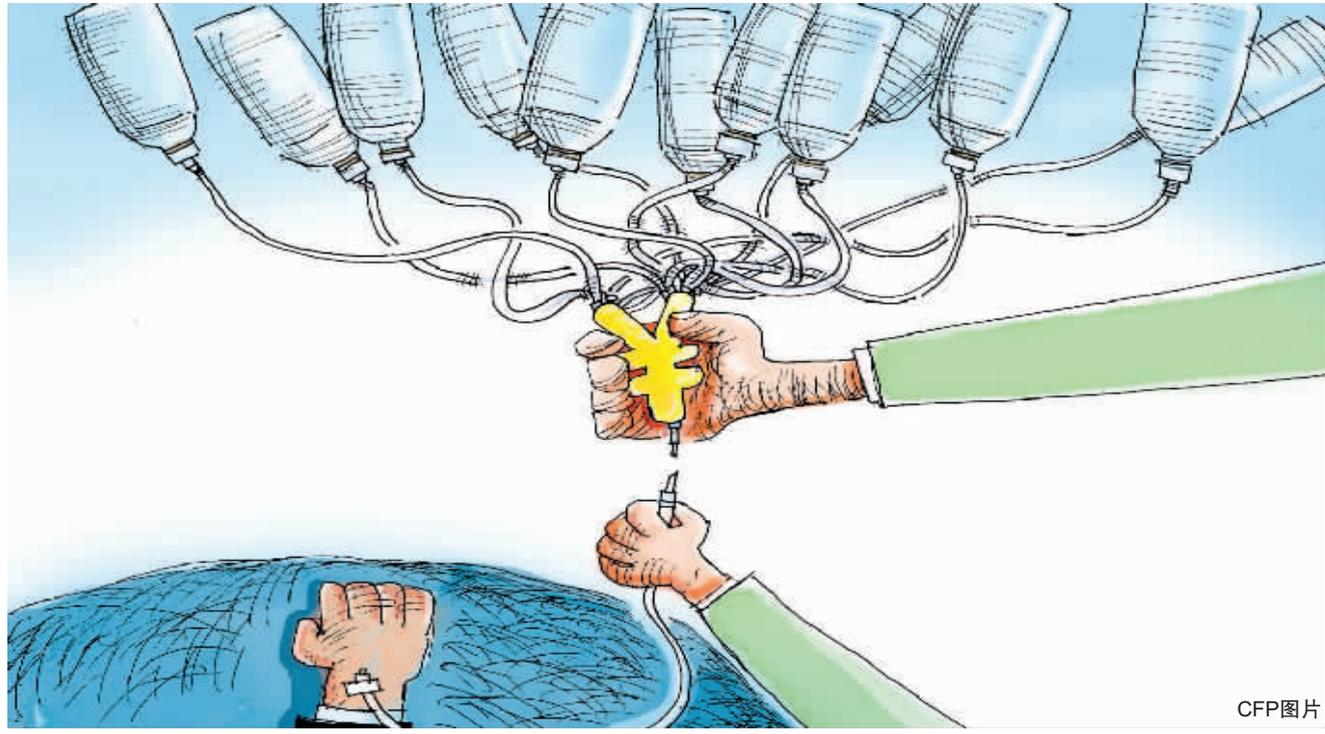


# 券、基“武斗”扯碎“遮羞布” 基金苦修“内功”重构分仓利益链

□本报记者 李良 黄淑慧



CFP图片

观点相左，言语不合，最终拳脚相加——发生在券商研究员与基金经理之间的戏剧性一幕，近日成为圈内热议话题。在业内人士看来，诱发“武斗”的根源，表面看是双方对券商研究员所推荐个股的意见分歧，但深层次的原因，却是多年熊市正在不断削弱和挑战券商与基金业分仓利益链，致使两者之间矛盾日益尖锐。

“这场小小的打斗，之所以成为整个业内关注的焦点，是因为它折射出目前券商研究员靠‘服务式营销’来获取基金分仓佣金的模式已难以为继。出于对券商研究质量的不满，许多基金公司正在强化自己的内部研究力量，这势必引发分仓利益链的重整，近而对券商研究造成巨大冲击。”业内人士表示，“一切最终会回到正轨上来，这也是券商研究通过洗牌整合力量、健康发展的一次机会。”

## 矛盾撕开“冰山一角”

8月10日下午，某券商相关研究员赴某基金公司路演，推荐上市公司“银河磁体”。基金方面人员对其大力推荐这样一家公司存有疑惑和不满，出言驳斥。券商研究员对买方的步步呛声也无法忍受，最终愤然离场。其间双方因此发生诸多言语上的激烈碰撞，并“升级”为肢体冲突。

从表面来看，双方对于“银河磁体”的判断相左是这起冲突的直接导火索。但事情过后，业内纷纷感慨，冰冻三尺非一日之寒，买方与卖方投研之间的矛盾积累日深，发生这样的激烈冲突既是偶然也是必然，这起事件不过是券商、基金两大阵营之间矛盾的“冰山一角”。

券商为基金提供研究服务，并获取基金分仓佣金作为“对价”，这种合作模式已绵延多年。但近些年来，双方阵营之间不和谐的因素与日俱增。

从买方的角度来看，近些年来券商提供的研究报告质量良莠不齐，导致基金对券商研究水平的信任度急剧下降。多位公募基金基金经理私下与中国证券报记者交流时均表示，卖方推荐股票的“含金量”着实有限，很难给自己的投资决策提供参考和启发。“每天打开邮箱，满目都是研究报告，内容却是乏善可陈，我现在都不大愿意看报告了。”上海某基金经理向记者抱怨，“但我们不愿意看报告后，一个有趣的现象是，他们开始注重研究报告的标题，希望能靠题目的标新立异来吸引注意力，而问题在于，没有内容，光有标题，对我们的投资决策能有什么帮助？”

而站在卖方的立场，不少券商研究员也抱怨，基金投研人员以“衣食父母”的心态自居，对券商研究员缺乏应有的尊重。但为了顺利争取到分仓或者维护好双方的合作关系，当观点产生分歧时，甚至完全不认同对方的观点时，券商研究员多是压抑真实想法，尽量回避与买方投研人员的争论。熊市背景下，这种矛盾更被放大。基金业绩的整体不佳乃至亏损，成为众多基金经理当前承受的最大压力。但很显然，券商研究员们在此时并不能发挥“排忧解难”的作用，甚至反而误导了基金的判断。而给券商支付的高比例佣金，也日益遭到来自持有人的质疑。

与此同时，由于二级市场和基金换手率的降低，给券商带来的分仓量也随之减少，拖欠佣金的现象屡见不鲜，卖方机构的生存环境愈发面临考验。业内人士透露，上述券商与基金之间的冲突，对于路演标的的分歧固然是原因之一，该基金公司尚未完成2012年对该家券商的分仓计划，也在一定程度上导致了矛盾的激化。

## 走样的“研究服务”

原本券商与基金之间的合作方式很简单：券商研究员们的任务，是通过“研究服务”，赢得基金公司投研团队的认可，让基金公司尽可能多地将旗下基金的交易放在该券商席位进行，券商因此获得交易佣金。这本是一个光明正大的交易，但多年来，在利益的驱动下，一些券商重服务甚于研究，甚至在服务中猛撒“添加剂”，使得原本简单的利益链逐渐变形，一些不能见光的行为充斥其中，为今日二者尖锐矛盾的爆发埋下伏笔。

曾声名大噪的新财富分析师评选，是这一利益链的最大受益者之一。通过基金经理们单方面打分评选出的新财富分析师，成为各大券商争抢的香饽饽，待遇也因此一路扶摇直上，数百万年薪甚至直通基金经理。业内人士告诉中国证券报记者，新财富分析师过去之所以成为争抢对象，

并不一定是他们研究实力的雄厚，也在于他们能带来巨量的基金分仓。

“只有和基金经理关系好的分析师，才有望当选‘新财富分析师’，这是行业的潜规则。换句话说，你的研究报告是否出彩并不重要，重要的是你在基金业能有多深厚的人脉，这些人脉的分仓决策是否能为你左右。”该业内人士告诉记者，“这种潜规则的后果，便是研究员们并不都看重研究报告的质量，而是将更多的时间花在陪基金经理们吃喝玩乐的‘服务’上，因为后者带来的利益更直接、更明显。”

这种重服务、轻研究的券商研究员生存模式，使得这个本应靠深厚研究积累方能“老当益壮”的行业，越来越变成一个吃“青春饭”的行业。大家比拼的，不仅是研究力量的高低，更是服务基金经理的能力，很显然，越

来越花样百出的“服务”是需要体力去支撑的，年轻的研究员们在这点上更占优势。“这个行业新生代涌现得很快，资深分析师的优势被侵蚀得很厉害，而券商考核的根本又是分仓佣金，所以，我们的职业生涯也是‘短、平、快’，趁年轻时多挣点，到了没能力‘服务’了，再寻找出路。”某新财富分析师向中国证券报记者感叹。

这种模式导致的另一个恶果，无疑是券商研究报告质量的下降。绞尽脑汁在“服务”上不断创新的研究员们，经常很难下工夫在提高研究报告质量上，这也是近年来频频出现券商“研报门”的重要原因。不仅如此，巨量分仓佣金的诱惑，诱使更多的券商研究员加入战团，导致券商研究报告的低质量与高数量并举，已然令基金公司投研团队头疼不已。

由于分仓利益不均，基金公司的投研团队内部也曾因此出现裂痕，引发了基金公司管理者们的警惕。某基金公司的一位基金经理因为券商研究员“服务”不到位，曾擅自决定将所管理的基金分仓放在该券商，引发研究部门的集体抗议，抗议的理由便是该研究员的研究报告水平过低，令基金研究员们无法容忍。最终，该基金经理被迫撤销了分仓的决定，但与研究部门的裂痕已难以修补。

这种现象，过去在基金公司里面频频发生，不仅投研部门，其他相关部门甚至是高管都将分仓视为一块肥肉，纷纷插手这块业务，导致公司内部不断，正常的投资行为受到严重影响。”某基金公司高管向记者表示，“所以有些公司已经开始规范分仓的权力分配，尽量削弱分仓利益对公司投资决策的不利影响。”

## 利益链重构进行时

就在券商与基金之间的“武斗”成为市场热议话题的时候，另一则消息开始在业内流传：多家基金公司联合向券商提出降佣要求，管理层也正在考虑“基金降低券商佣金20%”。虽然目前这一方案尚在讨论阶段，但如果最终实施，对于目前券商研究的运作模式、基金与券商之间的利益链格局，无疑是一次巨大的冲击。

业内人士预期，在散户佣金率市场化下行的大背景下，加之基金对卖方研究的倚重近年来逐步弱化，万儿左右的基金分仓佣金率的调整也是大势所趋。

事实上，由于近年来对于券商研究能力的不信任感增强，绝大多数基金公司都在扩充自己的研究队伍，改“借外力”为“修

内功”。以沪上一家大型基金公司为例，其投研团队已经由二、三十人扩充到六、七十人，增加的人手主要为研究员。不少基金公司都表示，虽然卖方研究仍不容忽视，但其对投资决策的贡献度正在逐步被削弱，对于个股的研判正越来越多地倚赖公司内部研究员。而华夏基金近几年业绩突出，也被业内普遍认为与其建立上百人的投研团队、崇尚独立研究密不可分。

在此背景下，基金与券商合作模式的改变与利益链的重构或许也将成为题中应有之义，“重服务、轻研究”的模式今后将难以以为继。在目前的市场背景下，对于我们基金业来说，首要的任务是提高基金投资水平，为基民提供优

秀的业绩来挽回形象，所以我们对券商研究员的‘研究服务’要求，就要回到正轨上来，即强化研究能力，提供更有价值的投资建议。今后券商的分仓佣金率下调是趋势，而要获取基金分仓佣金，那就得提供一些真正有价值的报告。”某基金公司投资总监向中国证券报记者表示。

值得一提的是，眼下正值一年一度的“新财富”中国最佳分析师排行榜评选活动拉开序幕，北京某大型基金公司已被传出可能不再参加评选。作为业内管理资产规模靠前的基金公司，该公司此前一直是“新财富”评选的重要票源。业内人士透露，每年为了新财富评选，券商针对基金公司的“拜票”行为接二连三，已经干

扰了买方的日常工作。一些基金公司人士也对券商、基金之间这种建立在个人关系乃至利益交换上的合作模式心生反感。

不仅仅是买方，卖方也在反思这种模式的利弊。有券商人士表示，花费重金“拜票”让分析师榜上有名，结果分析师转而跳槽，最终也是“赔了夫人又折兵”，因此一些券商也逐渐淡化了对新财富的追逐。一些券商已经决定，如果分析师个人出于树立品牌的需要自主参选，公司不反对。但公司层面不再参与评选，也不对评选工作给予支持，不带队拉票。