

# “行业惯例”有望改写 基金销售料回归本源

近日,证监会就《关于加强公开募集证券投资基金证券交易管理的规定(征求意见稿)》(下称《规定》)公开征求意见,开启基金费率改革第二阶段的工作。其中备受业界关注的是,《规定》严禁将交易佣金分配与基金销售、保有规模挂钩,明确券商销售机构、销售人员的考核不得与基金的证券交易量、交易佣金挂钩,直接颠覆目前的销售考核模式,以往基金公司以佣金置换销售资源的“行业惯例”有望被改写,基金销售格局面临重新洗牌。

● 本报记者 张舒琳  
见习记者 王诗涵

## “灰色”手段受限

今年年中,一则基金公司前董事长实名举报“公募基金分仓”潜规则的消息掀起轩然大波。举报信内容称,该基金长期利用券商席位佣金来换取券商基金代销规模,在基金分仓时仅有40%-50%的分仓比例是通过打分得出,另一半直接用于换取券商的基金代销。

尽管监管方面禁止基金公司将券商交易席位与基金销售挂钩,但类似这样设置一套内部“分仓规则”的情况在业内并不罕见。此前北京证监局发布的基金公司监管情况通报中,也曾出现基金公司将基金销售规模与证券公司席位交易量挂钩的案例。

此次《规定》明确表示,基金管理人应当建立健全证券公司选择、协议签订、服务评价、交易佣金分配等管理制度,严禁将证券公司选择、交易单元租用、交易佣金分配等与基金销售规模、保有规模挂钩,严禁以任何形式向证券公司承诺基金证券交易量及佣金或利用交易佣金与证券公司进行利益交换。此外,还要在每年一季度末前,在官方网站公开披露选择证券公司的标准和程序、与提供服务的证券公司的关联关系、股票交易佣金费率、交易量年度汇总及分配明细、交易佣金年度汇总支出及分配明细等信息。

这意味着,在明确的佣金分配制度、公开透明的信息披露机制下,以佣金置换代销资源的灰色手段将无法继续玩下去。

中国银河证券策略团队负责人杨超表示,利用高额佣金的激励机制推动基金销售的模式将被限制,



视觉中国图片

《规定》或明显削弱通过分配交易佣金来吸引投资者、依赖于规模经营的基金公司优势,部分基金公司或无法适应新的规定,面临销售规模减少的风险。

此外,《规定》还明确了券商不得将基金的证券交易量、交易佣金直接或间接作为销售部门、分支机构的业绩考核指标,也不得与基金销售人员的薪酬绩效挂钩。这条同样被行业视为“重磅炸弹”。

“过往券商基金代销的考核更多地依赖于交易量和交易佣金作为关键指标,但《规定》公布后,券商将不得不寻找其他方法来评估销售人员的表现。这可能包括向客户满意度、客户留存率、新客户获取率等更加客观和全面的考核标准。其次,考核机制的变化会促使券商重视为客户提供更优质的服务,以及建立长期的客户关系。”杨超表示。

## 改写ETF“擂台赛”玩法

ETF发行“潜规则”更是行业“公开的秘密”,过去,在激烈的ETF发行“擂台赛”上,以交易量置换销售规模成常态,基金公司为了争取销售渠道资源,不惜“下血本”向券商贡献高额交易量和交易佣金。

2022年,在某中小盘指数ETF发行大战期间,某大型基金公司甚至一度给出了60倍甚至80倍交易量。一位公募基金市场人士感叹:“卷到天际!若以发行规模80亿元计算,基金公司需要给到券商约6400亿交易量,按照万分之八手续费估算,约5亿元。”

因此,基金公司的股东券商受到更多资源倾斜,动辄包揽单只ETF的大部分交易量。例如,2022

年,某券商系公募旗下的中证500ETF股票交易总金额达到561亿元,这只产品的七成交易量均贡献给了该基金公司的股东券商。据天相财经统计,2022年全年,这家基金公司向券商股东贡献了28.72%的交易佣金量。

在高额交易量换取销售资源的行为受到监管关注并处罚后,畸形竞争态势方有所改变。而近期发布的《规定》更是明确表示,一家基金管理人通过一家证券公司进行证券交易的年交易佣金总额,不得超过其当年所有基金证券交易佣金总额的百分之十五,相比于以往的30%直接砍半。一位中型基金公司的指数基金经理对中国证券报记者表示,此前,头部基金公司的佣金优势堪称“降维打击”。“他们给出的佣金多,置换的销售资源遥遥领先,很容易一家独大。”他说,从长期看,新规对行业起到了规范化的作用,维护了市场公平。

不过,尽管这一销售模式可能会得到扭转,基金公司仍与券商仍然联系紧密,在基金销售方面或仍有一些合作空间。“除了‘佣金换销售资源’的模式,ETF还有另一种出借股票的模式”,拥有大量券源优势的基金公司可以通过出借股票给券商来换取销售资源倾斜。要想让券商帮你多发基金,总得有一种合作的模式,不然,凭什么帮你卖而不是帮别人卖?”上述指数基金经理表示。

## 促进基金行业公平竞争

在业内人士看来,销售换交易佣金的模式若被终结,只有研究服

务才能换交易佣金,这将直接导致基金销售格局出现重大变动。

杨超表示,《规定》将促进基金行业的公平竞争。摒弃“以佣金换销售”的策略后,基金公司需要依靠自身的研究实力和基金业绩来吸引投资者,而不是简单地依赖高额佣金的吸引力,这将迫使基金公司提高业务水平并提供更高质量的研究服务。基金公司将更加重视投资研究,提升研究水平和深度。这样一来,基金销售讲求“真本领”,注重提供高质量研究服务的基金公司将会在市场竞争中获取更大优势。

券商内部考核机制也将迎来重塑。杨超表示,考核机制的变化会促使券商重视为客户提供更优质的服务,以及建立长期的客户关系。券商可能会更注重客户的投资目标和风险承受能力,提供更加个性化的服务。另外,由于不能依赖交易佣金作为收入来源,券商内部可能需要提升其财务知识和市场分析技能,以便更好地理解和推荐适合客户的服务。此外,券商或需要重新设计其绩效奖金结构,以激励销售人员追求长期客户满意度和维持稳定的业务增长,而不是仅仅追求短期的交易量。最后,券商通过确保其销售和考核机制符合新的监管要求,将提供行业更强的合规监控和透明度,有利于提振投资者信心。

国金证券董事长冉云认为,《规定》会推动中小券商开展专业化、特色化、差异化的研究服务。《规定》将研究服务与基金销售进行有效切分,并鼓励券商着重考核销售保有、投资者长期收益。让研究业务、基金销售业务回归本源,有利于促进形成良好的行业发展生态。

## 中关村大河并购重组研究院王雪松: 新经济企业并购重组需求持续增加

● 本报记者 杨晓玉

全面注册制下上市公司优胜劣汰效应持续显现,新经济的快速发展激发了新经济上市公司整体的并购重组需求。近日,中关村大河并购重组研究院院长王雪松在接受中国证券报记者专访时表示,新经济是今后及当下中国经济最重要的发展机遇,利用并购获取新技术、新产品及高技术人才等核心发展要素,是新经济企业保持行业领先地位的重要发展战略。

王雪松团队相关研究发现,新经济领域的并购重组不确定性更强,和投资者利益更为密切,呈现出与传统行业并购不同的特点。由于新经济非线性发展特征突出等问题,相关企业的并购也面临着较多困难与风险,新经济并购尤为值得重点研究。

## 新经济企业并购边际效应高

“经过数十年发展,中国经济已进入以新动能为主要驱动力的发展阶段,大规模发展新经济,是今后及当下中国经济最重要的机遇。”王雪松表示。

她研究发现,新经济企业的核心特征是技术更迭迅速,企业需要不断创新,研发新技术,将新技术迅速转化为产品,投放市场产生盈利。在生产要素需求上,与传统企业相比,新经济企业对人力、研发、资本的要求更高,即更高端的劳动力投入、高科技和创新大量投入以及优质的资本供应。由于高端人才培养、研发需要经过漫长的周期,因此,利用并购获取新技术、新产品及高技术人才等核心发展要素,就成新经济企业保持行业领先地位的竞争优势。

“从并购效果来看,通过并购同类产业中技术先进的企业,从外部获取战略资源和核心技术,成为新经济行业内企业技

## 坚持综合施策 继续在增强信心改善预期上下功夫

(上接A01版)二是提升资本市场服务高质量发展的质效。聚焦“五篇大文章”关键环节、重点领域和明年经济工作的重点任务,以推动股票发行注册制走深走实为牵引,深化资本市场改革开放,健全资本市场功能。制定实施资本市场支持高水平科技自立自强和现代化产业体系建设行动方案。落实“两个毫不动摇”,加大力度支持国企改革和民营经济发展壮大。推动提高上市公司质量,鼓励上市公司聚焦主业,做优做强,巩固深化常态化退市机制。深化多层次资本市场错位发展、适度竞争的市场格局,加快建设世界一流交易所,优化私募股权创投基金“募投管退”制度环境。稳步推动交易所债券市场扩容提质。聚焦建设农业强国、制造强国和绿色低碳发展重点领域,探索中国特色期货监管制度和业务模式,更好发挥期货市场功能作用,助力提高重要大宗商品价格影响力。坚持市场化、法治化、国际化方向,有序推进资本市场高水平双向开放,加快构筑与开放程度相匹配的监管能力和风险防控体系。

三是坚守监管主责主业,有效防范化解资本市场重点领域风险。全面强化机构监管,行为监管、功能监管、穿透式

技术创新的重要途径,而由此带来的边际效应也是最高的。”王雪松举例介绍说,以网络解决方案供应商思科为例,2006年至2019年该企业累计完成40次并购交易,在快速变化和成长的市场中,迅速将收购公司融入自己的生态系统,实现对新领域的快速占领。再往前追溯,从1995年思科第一次有交易价值记录的并购交易以来,思科累计完成121次并购。

## 呈现不同特点

近年来,我国上市公司积极借助并购重组实现产业整合,推动企业向高端价值创造方向转型,新经济领域的并购重组成为我国并购市场的主力军。数据显示,以2023年为例,约40%的并购交易发生在信息技术、半导体及电子设备等新兴行业。

“当并购被视为获取新的研发知识或技术能力的手段,并购就成为了研发的替代品,并购的首要目标便是保留有价值的核心技术和知识。”王雪松表示,例如,在微软收购日本公司TITUS时,微软强烈支持他们收购的管理团队;在思科收购以色列公司Pentacom时也取得了类似的结果。

她发现,正是由于新经济领域的并购重组紧密围绕技术和人才展开,并购不确定性更强、和投资者利益更为关切,呈现出与传统行业并购不同的特点。一是交易结构的安排更为复杂多样。新经济领域的并购更加重视人力资源的价值,业绩承诺的方案更具灵活性和多样性,对资金的筹措能力和标的企业的管控能力提出了更高的要求。二是交易的风险更高、不确定更强。新经济领域的并购面临着更为突出的竞购风险和估值风险,对企业的风险管控能力和产业发展的前瞻判断能力提出了更大的挑战。

监管、持续监管,切实把监管“长牙带刺”落到实处。加大对财务造假、欺诈发行等违法行为的打击力度,持续净化市场生态。严厉打击“伪私募”,清理整顿金交所、“伪交所”,着力消除监管真空。积极配合有关方面防范化解房地产、地方债务等风险。加强对行业机构的全链条监管,督促加强内部治理和文化建设,守牢合规风控底线。

四是深入推进证监会系统全面从严治党 and 干部队伍建设。坚持刀刃向内,自我革命,强化“两个责任”贯通协同,深入推进中央巡视整改常态化长效化,把严的基调、严的措施、严的氛围长期坚持下去。坚持政治过硬、能力过硬、作风过硬标准,加强全方位管理和经常性监督,坚决纠正形式主义、官僚主义,更好激励担当作为,着力打造忠诚干净担当的监管干部队伍。

会议要求,证监会系统党员干部都要牢记“国之大者”,切实增强责任感使命感,坚定信心、开拓奋进,全面对标对表习近平总书记和党中央关于经济金融工作的各项部署,不折不扣、雷厉风行,求真务实、善作善为抓好落实。要统筹当前和长远,扎实做好岁末年初工作,细致抓好安全生产、市场运行服务保障等各项任务落实。

# 新品接连触及清盘线 指数基金市场“换血”

● 本报记者 王鹤静

随着近年来指数基金迎来爆发式增长,市场出清也在加速上演。今年12月以来,国泰中证信息技术创新主题ETF、博时中证有色金属矿业主题指数基金、工银瑞信中证1000增强策略ETF、农银中证1000指数增强基金等多只年内成立的指数基金已发布提示公告,可能触发基金合同终止情形。

业内人士分析,一方面,产品端同质化导致细分类别下头部效应明显,部分小微基金加速清盘;另一方面,年内权益市场行业轮动加速,指数基金作为赛道配置的重要工具,面临资金的快速流出,部分成长性较差、配置需求较低的主题指数基金规模快速缩水。但是,清盘与新发都是市场结构调整中的必然环节,也反映出市场效率不断提升。

## 新产品接连濒临清盘

Wind数据显示,12月以来,多只年内新成立的被动指数型基金因管理规模长期处于水平线以下,而接连发布可能触发基金合同终止情形的提示公告。

12月14日,国泰基金发布公告称,截至12月13日,国泰中证信息技术创新主题ETF已连续40个工作日

基金资产净值低于5000万元。根据基金合同约定,该基金合同生效后连续50个工作日出现基金份额持有人数量不满200人或者基金资产净值低于5000万元情形的,基金合同终止,不需召开基金份额持有人大会。

而与该基金同为今年9月成立并且追踪同一指数的广发国证信创ETF,截至12月8日,基金资产净值已连续40个工作日低于5000万元。截至12月13日,国证信息技术创新主题指数近三个月的跌幅为5.11%。

此外,截至12月11日,今年5月成立的博时中证有色金属矿业主题基金,已连续30个工作日基金资产净值低于5000万元。今年9月以来,该基金已发布4次可能触发基金合同终止情形的提示性公告。截至三季度末,该基金规模仅有2420.76万元,并且受跟踪指数影响,截至12月13日,该基金A份额成立以来的收益率为-16.98%。

## 指数增强型新基规模分化

除被动指数型基金外,近期亦有多只指数增强型基金发布清盘“预警”。

12月14日,工银瑞信基金发布公告称,今年8月成立的工银瑞信中证1000增强策略ETF,截至12月13日,基金资产净值已连续40个工作日低

于5000万元。若连续50个工作日出现基金份额持有人数量不满200人或者基金资产净值低于5000万元情形,基金管理人将在履行清算程序后终止基金合同。

12月1日,农银汇理基金也发布公告称,今年7月成立的农银中证1000指数增强基金可能触发基金合同终止情形,若截至12月28日日终,基金资产净值连续50个工作日低于5000万元,该基金将触发基金合同中约定的基金终止条款,并按照基金合同的约定程序进行清算。

值得注意的是,中证1000指数增强型基金为今年以来发行最为火热的基金品种之一。Wind数据显示,年内公募市场共成立20只中证1000指数增强型基金,5只中证1000增强策略ETF,合计募集规模超110亿元。

但是截至今年三季度末,上述基金规模已呈现出较大分化,其中西部利得基金、中欧基金、国金基金旗下的中证1000指数增强基金规模均在10亿元以上,而长信基金、明亚基金等旗下的中证1000指数增强基金规模已不足1亿元。

## 优胜劣汰加剧

随着近年来国内指数基金爆发式增长,晨星(中国)基金研究中心高级分析师黄威表示,市场优胜劣汰

趋势显现,特别是被动指数基金由于其产品特点,不可避免地会走向同质化竞争,那么在激烈的竞争环境下,缺乏竞争力的产品将逐步缩水甚至清盘。

北京某公募渠道人士在接受中国证券报记者采访时谈到,被动指数型基金以跟踪复制标的指数为目标,因此规模效应更明显;指数增强型基金投资目标是在控制跟踪误差的同时,力求实现超越标的指数的业绩表现,因此更容易因阶段性业绩不佳、策略失效等原因面临赎回。

上海证券基金评价研究中心高级分析师孙桂平认为,成立不足一年的指数基金产品接连濒临清盘,一定程度上反映出基金公司产品布局可能缺乏深度思考,未从产品长久生命力的角度来发行产品,并且今年以来股票市场表现可能低于预期,导致产品成立后规模提升较难。

展望未来国内指数基金生态的发展前景,黄威预计,宽基指数产品将会持续拓展完善,并占据主要市场份额;行业主题指数基金在高度“内卷”后逐步退潮,长期具备发展空间及行业代表性的行业主题基金具备更强的生命力;定制化指数产品(策略指数)大有可为;跨境指数、债券和商品指数基金品种将逐步丰富。