

合资基金十年调查之一：基金十年合资样本

文 | 机构投资
nstitution Investment 袁方晨

解读合资基金公司 10 年历程,笔者在寻找一个样本。

摇身演变成了纯本土公司。2002 年 12 月,第一家合资基金公司招商基金成立,到 2012 年 10 月合资基金走过十年,招商基金年合资基金公司的剪影:从万众期待、悉心呵护到泯然众人、黯然淡出。

合资对中国基金业,甚至中国资产管理行业的发展乃至趋向成熟,其作用毋庸置疑——从风控、公司治理到市场营销、投资理念等。只是在本土机构越来越壮大的时候,我们需要发问:外资的那一套还有没有价值?我们学到精髓了么?未来我们还需不需要从政策上鼓励外资的进入?

如果说本土公司股东之间存在冲突,更多是在利益层面,需要的只是利益分配的机制平衡,而合资公司的冲突是来自于理念和彼此的不认同,难以调和。

这十年,合资之路的艰难,估计总经理最有发言权。毕竟不是每个人都能熟稔地

周旋于中外方。

国海富兰克林是个经典样本。

在合资基金公司中,国海富兰克林是股东冲突比较典型的公司。成立以来,不乏亮点,但是在这背后,是中外股东理念和控制权无休止的争执。

作为为数不多的由女性坐镇董事局的基金公司,国富成立八年,先后有三任总经理吃到了董事会开出来的“罢黜牌”;投研连年拿“金牛”,但公司规模一直不上档次;最早建立完美风控体系,却没把脉到中外股东勾心斗角的风险,也不小心搞出了个黄林事件……

归根结底,也许可以归咎为资本贪婪的天性:中外方股东都在各自使劲,希望为自己所代表的资本方捞得更多权力和利益。

事实上,上述问题或多或少在其他合资基金公司身上也能看到。从 2006 年证监局决意为“中外合资机构”大开绿灯、扶持合资基金公司开始,业内业外、媒体坊间就开始源源不绝地述说着中外股东相互角力的故事。

从 2006 年 5 月 8 日中资公司中邮创

业基金成立,到 2010 年 9 月 28 日中资公司浙商基金成立,期间 4 年多,证监会暂停发放中资基金公司的牌照,只发放合资基金公司牌照。

然而,监管层会发现,当初所预见的“外资股东将先进的投资理念和合规风控带进公募市场”得到兑现的同时,行业里开始浮现另一种混乱:在海外拥有丰富资产管理经验的外方股东,与了解国内市场、拥有“地头蛇”优势的中方股东互不相让,都期待获得更大的话语权,于是争端不断,公司经营备受困扰。

已经有外资股东熬不住,“割肉”走人。比如 2012 年 3 月,比利时联合资产管理公司退出金元比联,出资五年最终戴着一顶亏损 3300 万元的破帽子离开。又比如,泰达宏利在外方股东的不断轮换中二度更名,湘财荷银和泰达荷银都是它的前身。

此外,中国金融环境和投资政策的多变性,也教早年窥视中国庞大市场而来的外资股东们吃了一些闷亏。如 2010 年 8 月,出于“外资机构只允许持有一家中国基金公司的股份”的规定,同时持有申万巴黎

和海富通两家股权的法国巴黎银行,无奈退出申万巴黎,接盘者为日本三菱 UFJ 金融集团。

关于外方股东撤退最新的案例是,2012 年 10 月,招商银行和招商证券公告称,两家公司拟携手出资 9800 万欧元接过荷兰国际集团(ING)手中招商基金 33.3%股权,中外合资基金公司变身中资基金公司。

更多的合资基金公司抱怨,公司中方与外方股东经营理念出现了较大差别,公司内部斗争非常激烈。据说,有基金公司的中方股东正酝酿增资,以获得更多的话语权,甚至控制人事权。

而国海富兰克林的外方股东对增加股权的期待也是毫不避讳。

值得注意的是,自 2009 年的大幅反弹行情后,迄今 A 股市场持续低迷,公募基金资产管理规模连年下降,目前仅有 2.5 万亿左右。同时,基金公司的利润遭受银行渠道的大力挤压。由此,多数基金公司盈利能力大幅下降,甚至部分公司今年上半年利润的下滑幅度高达 50%。

数据显示,在我国的全部 73 家基金公司中,有 40 家公司打着“中外合资”的标

合资基金十年调查之二：国富投研“独秀”之谜

文 | 机构投资
Institution Investment 袁方晨

“在公募基金中,我们的投研综合能力可以排在行业前三”,国富投研人士自信地说。

中外股东纷争不断,总经理频繁换人的国海富兰克林,还能维持住不错的局面和市场地位,投研是基石。

三甲定位未必服众,不过国海富兰克林成立以来确实交出了一张优秀的成绩单。晨星统计显示,截至二季度末,国海富兰克林旗下所有成立满五年的基金产品均获晨星 4 星或 5 星评级。资产管理能力总分靠前的基金公司中,国海富兰克林、新华基金等均位居前 1/3,表现出色。

在基金公司为投资业绩绞尽脑汁的时候,上层架构有点乱的国海富兰克林业绩保持稳定,笔者调查试图来解开这个谜团:一、总经理不参与投资,二、基金经理全权决策,三、研究员不设末位淘汰,四、不设双基金经理。

王亚伟之后,在这样一个混沌的市场里,赚钱效应的缺失让市场迫不及待地找寻下一个奇迹。

核心架构安排

林晓时代开始,国海富兰克林的投研业绩就很突出。

2007 年,张晓东和朱国庆管理的股票型基金业绩表现优异。让业界对这家刚成立不久的公司刮目相看,加上市场形势向好,当时,公司规模上涨较快,国海富兰克林很快进入中游基金行列。

“当年公司高层力保朱国庆,没有给他的基金搞分拆,这对他的最终业绩起了很大作用。”有公司原高层人士回忆。在 2006 年、2007 年,基金公司纷纷拆分冲规模,基金难以抵制住拆分分红诱惑,没有拆分的基金投资业绩相对稳定。当年是林晓主政。2008 年之后是金哲非。

“金哲非对投资的支持力度也很大,为投研团队引进了不少中层人才。现任基金经理中,刘怡敏 2008 年加入国富,赵晓东 2009 年加入,2010 年徐荔蓉加入。”国海富兰克林某前任高管很认同金哲非投资方面的贡献。

“其实金总在投资上管得不多,给下面的人以足够的发挥空间。她是一个好的主管:如果需要支持去找她,她会给你支持;如果不需要,她也不会来干涉你。这样的领

张晓东历任情况及业绩						
起始期	截止期	基金名称	基金类型	任职期间	任职回报%	同类基金平均回报%
2005-06-01	2006-03-05	国富中国收益混合	混合型	277 天	9.8980	21.2740
2006-06-14		国富弹性市值股票	股票型	6 年又 108 天	221.1422	112.5673
2006-07-03		国富深化价值股票	股票型	4 年又 88 天	53.7456	2.5218

图一

导风格,很适合国富这种中层执行力很强、经验丰富的公司。”

在此期间,2007 年年初,申万菱信第一任投资总监张惟闵离开申万菱信基金,来到国富担任投资总监,三年时间,为国富投研团队招来不少有能之士。

“张惟闵擅长投资行政管理方面,而不是投资。他的行政管理确实有独到之处,打造出一些不错的员工。”国海富兰克林基金经理评价。

很早的时候,公司曾许诺张惟闵给他一个副总头衔,但是一直拖,拖到张惟闵三年合同到期也没有给他升职,最后甚至没有续约。最后张惟闵选择辞职离开上海,某位与张惟闵私交甚好的业内人士回忆。

卸下国海富兰克林头衔的张惟闵离去,国富从那以后没有再设投资总监,是一个没有投资总监的投研团队。

国海富兰克林的投研实力一直很强,也不缺少明星基金经理。

当然,明星太多,也会有衍生问题。如张惟闵任投资总监时,无法掌控投研部门下面的明星基金经理,总经理也不愿下狠手来下命令,投研团队中总有一块不知应该如何指挥,基金经理甚至会公开与叫板。一位熟悉国富投研架构的业内人士说:“这也是国富一直找不到投资总监的原因,大家都知道国富这个特殊的情况。”

张惟闵之后,投资总监空缺。

投资总监的职能被分摊到三个人身上:产业总监朱国庆负责制定风控规则和考核标准;研究总监徐荔蓉负责投研的行政工作;张晓东为首席基金经理,则是国富投研团队的精神领袖。

按照约定,投资归外方富兰克林管辖,但外方绝不参与投资决策。

在国富成立初期,富兰克林参与更多的是风险控制。当初核心投研来国海富兰克林,经过八轮面试,也曾经历很长时间的观察期,足见外方股东在投研上的谨慎。

“富兰克林是全球运作的公司,所以它会很关心自己的名誉。其实国富这块对富兰克林利润贡献并不多,但是一旦出事,可能会因一件事而毁了名誉。”

这也是很多合资基金公司外方股东的真实心态。

总经理请“靠边站”

在国海富兰克林,投研体系相对独立,内部人士透露。

无论董事会层面矛盾如何激化,总经理人选怎样的难产,幸运的是国海富兰克林的投研受到的干涉较少。由于有一批强势明星基金经理的存在,国海富兰克林投研能够对抗外界干扰,成为动荡中难得的净土。

在国海富兰克林独特的投研体系中,国富的投研团队表现稳定——平均 10 年左右的从业经验、平均 4 年左右的公司在职年限,成立近 8 年来,仅一名基金经理离职。

而其他领域,如公司高管、市场营销等部门,国富已经是换了一茬又一茬。

在张惟闵后,国富的投研部自成一国,即使投资决策委员会主席——总经理李雄厚,也无法干涉投研的决策。

这源于富兰克林体系的传统,总经理仅管行政和销售,没有权利管投资。

在目前投资决策委员会中:总经理李雄厚兼任投资决策委员会主席,此外还包括灵魂人物基金经理张晓东;基金经理兼权益类投资团队负责人朱国庆;基金经理兼研究分析部总经理徐荔蓉;固定收益投资主管兼 QDII 投资总监刁晖宇;首席数量分析师、兼金融工程部总经理张志强;风险控制部总经理戴刚。

其中督察长李彪有权列席投资决策委员会的任何会议。

国富基金经理透露,在国海富兰克林,基金经理拥有充分的投资决策权,在仓位、行业和个股选择上在任何时候都不受总经

理、投决会和部门主管的干涉,唯一受到风控规则的制约。

这一点,许多公司规则上都有,但基金公司并不一定能做到,投资总监,总经理干预投资在业内并不罕见。

“投研团队定了两个规定:其一,投资总监、总经理不得在任何时候干涉投资决策。基金经理的授权,仓位、行业、个股选择,全是自由决策。其二,研究员推荐给基金经理的股票如果有所下跌,基金经理承担主要责任,而不是研究员。”国海富兰克林某核心人士介绍。

还规定研究员不设末位淘汰,基金经理不设双基金经理,这是给投研团队稳定安全的感觉,权责明晰。

“仓位、个股、行业,总经理没有任何权力做决策。投决会是务虚讨论,大家有什么想法 PK 交流,但是不形成决议。我们投决会只形成风控决议,不形成投资本身的决议。”国富投决会成员透露。

无冕之王张晓东

谈及国海富兰克林的投研,张晓东始终是灵魂人物,无论总经理怎么更换,这块投研的基石都在。

他不是投资总监,不是分管副总,却是一家公司的投研灵魂人物,这估计也是公募基金一道难得的风景。

“国海富兰克林看中的是张晓东的明星效应,他管理的金牛基金能给国富带来更多的关注度和收益。”国富某投研团队员工说。

“晨星”五星基金经理、“金牛”基金经理是投资业绩赋予张晓东的光环。自张晓东 2006 年开始担任国富弹性市值股票基金经理,该基金 2007 年、2008 年均获得股票型金牛基金,并以 5 年 114.77%(天相投顾数据)的超额收益率摘得 2011 年“五年期股票型金牛基金”。

记。但大多数合资基金管理公司最为看重的是增加管理资产规模,在这几年并没有明显的起色。多家合资基金公司的资本金宣告吃紧……

后期以参股形式介入的外资,不少只是扮演财务投资的角色,如富国、嘉实等,这种合资的意义本身就有限。

另一个特点是海外背景人才的淡出。最早如光大保德信纯外方的总经理、投资总监,接下来是海外背景的如我国台湾郑安区、香港地区人才的主动或被动淡出。这到底还是胜利还是损失,也是见仁见智。

国海富兰克林拥有几乎同样强势的中国外方股东背景。其外方股东的控股股东富兰克林邓普顿基金集团具有 60 多年的资产管理经验,早在 1997 年入驻中国、落脚上海,是首家进驻中国的外资证券机构。中国外方股东国海证券,其前身是我国首批券商之一,去年借壳上市成为我国第 16 家上市证券公司。

自 2004 年 11 月成立以来,国海富兰克林中外方股东的战火大部分赤裸裸地投射到“总经理”这一职位人选的争夺上。

在短短 8 年间经历四任总经理,林晓杰、林晓、金哲非都因为董事会的选择而被罢免,如今的总经理李雄厚已经通过董事会一年的“试用期”,暂时坐稳了位子。

笔者希望窥豹之一斑,通过解剖国海富兰克林的内部更替,解读合资基金公司的生存现状和困境。

在可以预见的将来,合资基金公司的矛盾仍然会存在。

我们要不要外资?

到目前为止,张晓东旗下的两只基金仍然表现出色。据好买基金统计,截至 2012 年 9 月 28 日,国富弹性市值股票任期回报超过 221%,是同类基金平均回报的一倍;而另一只基金国富深化价值股票的任期回报高达 53.7%,而同类基金平均回报仅为 2.5%。(见图一)

笔者调查到,尽管在投研的影响力很大,不过,在投资上,张晓东对于非他旗下的基金和所持个股却完全不关注。

“与张晓东没有关系的基金和个股,他完全不会搭理。但如果他旗下基金持仓的个股在投资、运营,甚至后台方面支持力度不够,他会马上跳出来叫板。张晓东很重视自己管理基金的业绩表现。”知情人士表示。

也许正是因为对业绩的较真,让张晓东的投资能力一直走在行业前列。

然而,内部当时对张晓东的投资风格有过不少争论。

“张晓东的风格就是重仓+风险。最早外方股东对张晓东的投资方式有意见,因为他不做风险分散,喜欢集中投资。当初投决会、董事长、总经理都沟通了无数次,但是都没有改变张晓东的风格。”

张晓东习惯重仓绩优股,但由于集中投资,也蕴含了一定的风险,一位熟悉张晓东投资风格的前国富中层并不认可他的投资风格。如果从投资的角度看,任何成熟的投资都应该规避风险。鸡蛋不能都放在同一个篮子里,因为如果有一天,篮子砸了,所有的鸡蛋都会无可幸免。

根据上海财汇数据,张晓东管理的国富弹性市值股票的全部持股数仅为 29 只。截至 2012 年 6 月 30 日,前 10 名股票占股票市值比为 65.61%。从基金 2006 年成立开始,其前 10 名股票所占股票市值比仅在 2010 年 9 月 30 日低于 50%,但也高达 48.66%,而最高比率则高达 72.81%。

张晓东旗下另一只基金国富深化价值股票的持股情况与国富弹性市值股票类似,甚至股票集中度最高的时候,在 2008 年 9 月 30 日出现过前 10 只股票占比高达 96.88%的情况。

没有观察半年以上的股票,我根本不会投资,张晓东曾在私下表示,正式投资一个股票之前,一定会做大量的调查和观察,也许正是对股票的熟悉和了解,让其敢于重仓集中。

有句话说,运气也是一种实力,当这种运气持续了 6 年,你也需要承认,这是一种能力。

张晓东说,希望在国海富兰克林干下去,拿出 10 年、20 年的成绩。

“如今在名与利之间,张晓东选择前者。像张晓东到其他公司,头衔至少是副总,但是他觉得如今维护自己的平台是最重要的,他并不需要别人的平台。”某知情人士透露。

业绩优秀,却没有出走之心,也许,这是国海富兰克林投研最大的秘密。