

CAPITAL

长线

The Story of
Long-Term Investment Excellence

资本集团的成功之道 [美] 查尔斯·埃利斯(Charles D. Ellis) / 著
吴文忠 吴陈亮 常长海 王元元 / 译



中信出版集团 · CHINACITICPRESS

长线 || CAPITAL
资本集团的成功之道 || The Story of Long-Term
Investment Excellence

[美] 查尔斯·埃利斯(Charles D. Ellis) / 著
吴文忠 吴陈亮 常长海 王元元 / 译

图书在版编目(CIP)数据

长线:资本集团的成功之道/(美)埃利斯著;吴文忠等译.—2版.—北京:中信出版社,2016.7

书名原文:Capital: The Story of Long-Term

Investment Excellence

ISBN 978-7-5086-5795-0

I. ①长… II. ①埃…②吴… III. ①投资管理—经验—美国 IV. ①F837.124.8

中国版本图书馆CIP数据核字(2016)第007612号

Capital: The Story of Long-Term Investment Excellence by Charles D. Ellis, ISBN-13 978-0-471-73587-8

Copyright © 2004 by Charles D. Ellis.

Published by John Wiley & Sons, Inc., Hoboken, New Jersey.

Published simultaneously in Canada.

Simplified Chinese edition copyright © 2016 by CITIC Press Corporation

All Rights Reserved. This translation published under license. Authorized translation from the English language edition, Published by John Wiley & Sons. No part of this book may be reproduced in any form without the written permission of the original copyrights holder. Copies of this book sold without a Wiley sticker on the cover are unauthorized and illegal.

长线:资本集团的成功之道

著者:[美]查尔斯·埃利斯

译者:吴文忠 吴陈亮 常长海 王元元

策划推广:中信出版社(China CITIC Press)

出版发行:中信出版集团股份有限公司

(北京市朝阳区惠新东街甲4号富盛大厦2座 邮编 100029)

(CITIC Publishing Group)

承印者:北京楠萍印刷有限公司

开本:787mm×1092mm 1/16

印张:18.25 字数:264千字

版次:2016年7月第2版

印次:2016年7月第1次印刷

京图字:01-2006-0662

广告经营许可证:京朝工商广字第8087号

书号:ISBN 978-7-5086-5795-0

定价:78.00元

版权所有·侵权必究

凡购本社图书,如有缺页、倒页、脱页,由销售部门负责退换。

服务热线:400-600-8099

投稿邮箱:author@citicpub.com

查尔斯每推出一本新书都令我们欢欣鼓舞，能够为他的书撰写序言，我深感荣幸。就知识而言，整个投资行业都应该深深地感谢查尔斯。他是金融界的泰山北斗、思维敏捷的思想家、金融市场上敏锐的观察家。他是一位将严谨的学风和最普通的常识完美地结合到一起的作家，是一位有影响力的顾问。他给整个投资行业留下了深刻、永久的印象。他所创建的格林威治合伙人公司以及他所撰写的文章和著作帮助成千上万的投资机构和个人投资者做出更好的投资决策。查尔斯的作品已经成为投资界的经典指南。《失败者的游戏》(*The Loser's Game*)是投资界的入门读物。《赢得输家的游戏》(*How to Win the Loser's Game*)为投资机构和个人投资者如何进行有效的资产部署和分配提供了不可或缺的指南。《经典：投资者选集》(*Classics: An Investor's Anthology*) (第一卷和第二卷)汇集了投资领域的主要作品，这些作品推动了投资管理实践从一门技艺上升到一门科学。《华尔街的人们》(*Wall Street People*) (第一卷和第二卷)介绍了沃伦·巴菲特和乔治·索罗斯等杰出人物。现在，他又推出了本书，这是关于世界上最大和最成功的投资公司之一资本集团的故事。

从许多方面来说，查尔斯·埃利斯都是最合适的讲述这家杰出公司的故事的人选。资本集团的创建和维系这家公司的价值观与查尔斯自己的格林威

治合伙人公司的发展可谓异曲同工。促成格林威治合伙人公司成为全球最佳的金融战略咨询公司的各种因素和资本集团的成功之路十分相似。查尔斯对资本集团的评价是“所有的工作都十分完美”。在这两家公司的经营原则中，最重要的部分也许就是“绝对的正直”和“一切为顾客着想”这两个因素。在当今研究成果弄虚作假、内部交易成风、肮脏的薪酬安排和那些把公司利益置于投资者利益之上的共同基金公司盛行的时代，令我们欣慰的是，那些追求基本价值观的公司也能繁荣昌盛。这些基本的价值观就是：坚持正确的道路、目光长远、永远坚持质量和追求卓越。最后一点就是，资本集团和格林威治合伙人公司的领导者显然是一批具有远见卓识、坚韧不拔和富有灵感的人。他们深知将一家新兴公司领向辉煌需要付出多少艰辛。

确实，这本书是投资界最敏锐的观察家与有史以来最杰出的投资公司的一次完美结合。查尔斯不仅睿智，他还是一位职业倾听者。在准备撰写这本书时，他采访了资本集团的那些创业者，并且让所有接受过他采访的人都深信，他们所说的每一句话都至关重要。他意识到了将一群精英融为一个有机体是多么重要，而且深知不断提高优质标准的重要性。能以如此娴熟的技艺和既挑剔又充满理解的眼光讲述资本集团的故事，这个人选非查尔斯·埃利斯莫属。

然而，从另一个意义上讲，查尔斯又是极不可能写这本书的人，我也是给这本书撰写序言可能性非常小的人。查尔斯和我乃神交。我们都认为，不断地选择股票是一种必输无疑的游戏，职业投资忠告最强大的功能就是根据不同投资者的需要、情况和偏好选择恰当的资产组合，而不是根据所看到的价值变化从一种股票转到另一种股票。其实，要想挽回输掉的游戏，你必须利用投资基金买进和持有那些具有广泛市场指数的股票（以及证券和房地产投资信托股）。在查尔斯和我共事的一个投资基金委员会会议上，他曾经严厉地批评我对指数化的支持热情不够（我建议开始时只将证券投资组合的一半

指数化，查尔斯想做的则要多得多)。查尔斯认为，在股票市场上，投资机构人才济济且都锲而不舍，所以没有谁能够“做得比别人好到哪里去，从长远的观点来看更是如此”，可是他为什么又要撰写一本书来赞扬一家公司，而这家公司存在的理由又是对证券投资组合进行积极的管理呢？

就资本集团的优点写一本书至少应该有两个正当的理由，即使对像查尔斯和我这样坚定的倡导指数化的人来说也是这样。

赞扬资本集团那些积极主动的管理人员的第一个理由源自有效市场理论中的一个基本反论。假如市场永远是那么完美无缺的高效，专业人士就没有动力获取那些能够迅速反映在市场价格上的信息。市场需要一些专业人士保障信息迅速体现在市场价格上，而那些专业人士也必须得到高于市场的回报来补偿他们做基础研究所花费的时间和精力。我坚持认为，人们在寻找定价错误的证券上投入了太多的精力，而这样做真正获得收益的投资者却寥寥无几。但是如果人人都投资于指数化证券投资基金，那么市场也不可能高效。尽管听起来或许有些似是而非，但市场还是需要像资本集团这样的公司来保证让低成本的指数化真正成为一项制胜的战略。

第二个理由是，资本集团是为数不多的取得了丰厚的长期投资回报的资本管理公司之一。由资本集团管理的共同基金的记录都公开，我们可以对比广泛的指数化基金来检查这些基金的长期结果。在表 1 中，我将资本集团管理的国内普通股共同基金的结果与标准普尔 500 指数和威尔希尔 5000 指数的收益率做了比较。标准普尔 500 指数和威尔希尔 5000 指数的收益率是按照 30 年的期限展示的，普通股共同基金的收益也是根据同一时期做的比较。见表 1，假如投资者当初投资于资本集团管理的共同基金，他们将得到更大的收益。投资公司确实帮助其投资者取得了高于平均数甚至是远远高于平均数的市场收益。

表 1 年平均收益（1973 年 6 月 30 日~2003 年 6 月 30 日）

指数（未扣除成本）	
标准普尔 500	11.46%
威尔希尔 5000	11.58%
资本集团管理的国内普通股共同基金公司（已扣除成本）	
美国资本基金公司	14.71%
美国增长基金公司	15.33%
美国共同基金公司	13.36%
美国投资公司	13.25%
华盛顿共同基金公司	14.02%
美国收入基金公司	12.28%

资料来源：Lipper 和 CRSP。

那么资本集团的秘诀是什么呢？当大多数公司都在赔钱（至少就投资结果而言是在赔钱）的时候，为什么资本集团却能在投资竞赛中脱颖而出呢？在这本书里，查尔斯讲述了资本集团的故事，并且告诉世人这家公司是如何为了持续性的成功而打造组织的。

在资本集团成功背后的诸多因素中，有三个因素最为重要。第一个因素是，在一个明星和傲慢十分普遍的行业里，资本集团有独特的方式组织自己的“知识工人”。资本集团在聘用、培训和开发自己杰出的投资分析员的过程中投入了巨大的精力和财力。在公司里没有骄傲自大的明星大腕，那些不利于员工在一起有效工作的等级标记被完全取消。该公司成功地创造了一种相互信赖、相互尊重和人与人之间愉快相处的和谐氛围。

资本集团组织特色的第二个因素（也是相关因素）是其对证券组织管理具有创新意义的“多元顾问制度”。一个公司的证券投资组合并非交给一个经理去管理，而是交给若干个经理（其中可能包括该公司的某些研究分析员），每个经理只负责所有基金的一部分，并做出直接投资决策。这个制度保证不会出现明星大腕经理，而且有效地解决了投资组织特有的一个问题：随着

管理的资产规模越来越大，一个证券投资组合经理的灵活度往往受到严重的限制。

第三个因素是，资本集团在热点不断变换、投资风格不断变化的大潮中始终注重长期效果。在注定要出现经营低潮期时，资本集团对“你们准备怎么变化”这个问题的回答就是“不准备改变”。当竞争对手将时尚的产品（比如新的互联网或者高科技基金）带到市场上时，资本集团并没有推出类似的产品。资本集团不出风头。资本集团的领导人对传颂自己基金的故事没有兴趣（尤其是对传颂那些热门故事更不感兴趣），因为他们知道投资者往往是在最糟糕的时间把钱投入此类基金，而这时候投资结果很可能变得微不足道。资本集团甚至根本不使用“表现”这个词来形容投资结果，因为该公司认为“表现”只能用于形容好莱坞或者纽约的演员的表演。

在这本书里，你会看到那些发生在将资本集团打成一个极为成功的投资组织的人们身上的传奇故事。在众多成功的间隙偶尔也穿插一些失败。《长线》风格文雅、诙谐睿智、文笔流畅。查尔斯·埃利斯善于变一种与弥达斯点金术截然相反的魔术。如果他点到了金子，金子就被赋予了生命。我很难想象还有哪个作家能够把关于管理服务的讨论和过户代理功能写得这么有趣。查尔斯对投资业务的深刻理解无人能及。读者将享用一顿丰盛的精神大餐，祝您好胃口！

伯顿·马尔基尔
《漫步华尔街》作者

给读者的提示

尽管资本集团的数十位员工都接受了采访，并且都知无不言、言无不尽，有些人还对一些事实给予了纠正，但是本书也绝不能算作一部传记。在所有提供给我的信息中，只有四个小地方被要求删掉。我在采访和撰写本书的整个过程都得到了资本集团每一个人的理解，即我要根据自己的认识来讲述这个故事。我相信自己已经恰如其分地做到了这一点。

世界上没有任何一家公司能够像资本集团这样，做得这么长久、成果这么显著、客户这么多。它是世界上最大的投资管理公司之一，广受客户和竞争对手的赞誉，而且取得了优质的长期投资效果。但是，大多数人甚至该公司自己的客户对资本集团的了解都少之又少。

这绝非偶然，资本集团是一家私有化程度极高的组织（从财务制度和哲学理念上讲都是如此），而且公司并不认为他人承认与否或者是否享有盛誉会给自己的客户带来什么好处。

作为一个组织，资本集团的企业宗旨就是取得可持续的成功。为了在一切工作中都做到最好、为给全世界的客户奉献优质的长期结果，资本集团在

组织、员工聘用和激励方面都做得无与伦比，没有任何一家投资公司能够望其项背。

资本集团不做广告，而且尽量回避媒体。公司里最大的一个部门（也是世界上最大的共同基金之一）甚至使用了一个全然不同的名字：美国基金（The American Funds）。正因为如此，大多数人并没有认识到资本集团的如下特点：

- 资本集团是美国三大共同基金管理公司之一，为 2 000 多万个投资者账户服务，并管理着全美 10 家最大的共同基金中的 4 家。由于长期保持最优投资纪录，该公司的市场份额不断扩大。

- 资本集团是最主要的投资管理机构，服务对象是全美国 35% 的大型机构，拥有超过 100 亿美元资产的特大型基金公司中 65% 的份额。

- 资本集团是世界上大型独立性质的投资研究机构之一，连续被证明拥有最好的研究分析员。

- 资本集团是世界上所有大型资本市场上颇受尊敬的投资管理公司之一。这些市场包括美国、日本、英国、澳大利亚、加拿大和欧洲大陆，而且市场份额仍然在扩大。

- 资本集团是世界上最主要的国际投资管理公司。

- 资本集团是新兴市场上遥遥领先的最大投资者。

对公司和公司的投资者来说，更为重要的是，资本集团取得了卓越的长期投资成果。在过去的 5 年中（以及过去的 10 年、20 年、50 年乃至更长的时间里），资本集团的投资结果都排在前四名。没有任何一家投资管理公司在如此长的时期内能够做得这么好。而且在配备资源、缜密组织以保证未来的成功等方面，也没有任何一家公司可以与之匹敌。

毫不奇怪，资本集团是投资界大部分从业者最愿意工作的地方，而且是他们最愿意向自己的家人和朋友推荐的长期投资管理公司。资本集团也是资

深公司总裁们最愿意让其持有自己公司普通股的投资公司。

最后一点，资本集团是最有可能实现长期投资项目的公司，同时又是最不愿意说甚至不愿意承认这种前景的公司。正如对资本集团的发展起过至关重要作用的乔恩·洛夫莱斯（Jon Lovelace）所说的那样：“靠吃老本会让你颓废得比什么都快。”资本集团里人们谦虚蔚然成风，因为他们对未来的兴趣要比对过去成绩的兴趣大得多。

想努力弄清资本集团为什么如此广受赞扬的投资者（个人投资者和机构投资者）将在本书中找到许多关于组织设计、职业人才管理和战略开发等方面值得学习的东西。这些值得学习的东西不仅赋予其他投资公司启示，还为其他类型的职业组织提供了可运用的实践经验。资本集团可能是世界上打造得最好的、被彼得·德鲁克（Peter Drucker）称为“知识工人”的组织。使资本集团成为世界上广受赞誉的投资组织的主要因素包括：

- **注重长期。**对当前十分流行、很显然有利可图但从长远来看会伤害投资者的主意，资本集团有自己独到的防范措施，而且会很坦然地说“不”。资本集团对于新的共同基金项目往往采取稳步的延缓策略，直到市场对长期投资承诺具有了真正的吸引力。资本集团很坦然地承担大规模的经营亏损（许多年来都是这样），以此方法支持能够证明有远期回报的战略承诺。

当大多数投资公司都在努力（许多公司真是竭尽了全力）跟上投资行业不断变化的潮流时，资本集团却向我们展示了从长期效果来看，只有忠实地为投资者真正的长期利益服务，才能打造一个十分强大、不断增长且利润可观的行业巨头。

- **一贯的客观态度。**理性的思想和行为在资本集团是至高无上的。公司经常公布投资结果，薪酬与长期结果缜密地结合在一起，以此保证一

贯的客观性。

• **以人为中心的管理。**尽管公司有着种种规章制度和一贯严格的理性文化要求，但是资本集团的经营（日常经营和长期运作）具有人性化的特点，并且对每位员工的需求都很敏感。资本集团在聘用杰出人才的工作上花费了大量的时间和精力，使得这些人才能够凝结成一个强大的团队，从而为投资者提供优质的服务和成果。

为了帮助每位员工提高个人能力，并且使每个人都能够做出最大的贡献，资本集团在组织结构的设计等方面不断创新，取得了更大的成就。资本集团根据每位员工的具体特点，精心设计每份工作，而且不断地重新设计，以发挥他们的最大优势。

与其说资本集团从事的是投资行业，不如说资本集团着力于开发个人和团队的能力，以便让他们做出最佳的投资决策并为客户提供优质的服务。资本集团这方面的工作做得十分出色。

• **潜在的组织创新。**资本集团的潜在组织创新（也许只有资本集团自己能完全利用这种创新制度）就是对证券投资基金管理的多元顾问制度，该制度有效地解决了“资产规模障碍”的难题，因为在通常情况下，这种难题最终会使大多数发展中的投资组织变得十分混乱。规模问题不能彻底解决，但是通过将大宗的证券投资基金分成几个部分即可对其加以管理。每部分的经理人将自己的“最高信念”植入工作，并且对严格检测的结果负有全部责任。

• **组织的灵活性。**资本集团的整个组织都十分灵活且具有可变性（对局外人来说，该公司往往显得捉摸不定或者不可名状）。资本集团将决策的权力广泛下放，并将未来开发的战略选择权尽可能长期地由全体员工讨论决定。因为稳定的结构往往是活力战略的危险敌人，所以资本集团避免诸如既定官衔、办公室大小不一和等级制报告等有形的组织等级地

位标记。公司里的头衔经常变动，并没有多少真正的意义。

- **薪酬的灵活性。**资本集团的薪酬政策不仅灵活，而且直接根据对员工数年的客观考察而定，就是说要同时看一个员工对三个同样重要且互补的群体（投资者、员工和所有者）的服务，看其对资本集团的长期目标做出了多大的贡献。

- **产权私有化。**广泛、合理的产权私有化至关重要。

- **对自我力量的认识。**公司不但禁止自大、傲慢的态度和消极的言论，而且每位员工都需要内在的自我力量在职业和个人素质领域提高自己，因为员工的周围都是干练和具有献身精神的同事，大家紧密合作并不断竞争以取得优异的长期投资成果。

作为一个组织，资本集团也曾经犯过严重的错误，尤其是在 20 世纪 70 年代，但是它所犯的重大错误毕竟很少，而且犯错之后改正的速度比竞争者快。资本集团的员工也会犯错——感情受到了伤害、发了脾气，当然，在每天的投资中都可能犯错。如果说犯错是努力工作不可避免的代价，那么改正错误（并且学会如何避免重复犯错）就是一个善于学习的组织最好的措施，从而使公司不断进步、蒸蒸日上。资本集团内部的员工会第一个说资本集团并不完美而且从未完美过，甚至希望它永远不要变得完美，因为不断创佳绩的努力营造了极具活力的紧张氛围，使得员工永远关注未来以及不断地完善。

成为冠军固然很难，但最难的任务是卫冕。一个组织成功的时间越长，它要保持继续提升所需要的创造力和竞争力就越困难，但是资本集团保持成功的时间比世界上任何投资公司都要长。每年的成功都给他们带来更多的挑战，因为他们必须防止“成功”所特有的传统的和隐袭的症状：自鸣得意、思想狭隘和过度自信。如果说洛夫莱斯父子代表了公司的前两代领导人，那么沙纳汉（Shanahan）、费希尔（Fisher）、罗滕伯格（Rothenberg）等第三代

领导人已经准备将重大的责任传承给第四代领导人。正如资本集团里的许多领导人深知的那样，不断成功是一种持续的挑战。

一种面向未来的观点向我们提出了更具普遍性的问题：为了保持实际上的收益增长率，资本集团是不是在人才方面投入得过多？成功是否会导致任人唯亲或者某种偶像崇拜文化？如果资本集团在债券管理方面开发自己的业务或者为豪门富宅服务，岂不是会取得更大的成功？资本集团复杂和微妙的企业文化能否在世界各国繁荣发展？资本集团能否在不同的国度和商业文化氛围中保持一致性？以后各代领导人能否继续发展越来越强大的组织，并让这个组织为资本集团的三大群体做得更多、更好呢？随着世界资本市场更多地被机构投资者主宰，像资本集团这种以强大的投资为基础的组织还能继续取得比被动投资更卓越的成果吗？资本集团的职业精英们利用自己对投资的理解并以投资顾问的身份与客户一起工作、帮助每位客户开发适宜的投资项目来达到其临时的和长期的目标，他们的发展空间还有多大？对于这些问题，资本集团很可能做出很好的回答，但是这些问题仍然富有挑战性，对资本集团来说也不例外。

序 言 - VII

导 语 - XIII

第一章 公司的创建 - 001

第二章 保持活力 - 015

第三章 多元顾问制度 - 025

第四章 组织核心 - 037

第五章 共同基金的发售 - 049

第六章 破釜沉舟：资本集团 - 077

第七章 为投资者服务 - 087

第八章 并购和新创公司 - 107

第九章 资本监护信托公司 - 121

第十章 全球投资 - 145

第十一章	新兴市场	- 163
第十二章	人力资源	- 177
第十三章	管 理	- 197
第十四章	薪 酬	- 221
第十五章	投 资	- 235
后 记		- 257
附录一	公司目标概要	- 265
附录二	资本集团基本管理章程	- 269
附录三	资本集团发展一览表	- 271
致 谢		- 273

第一章

公司的创建

给读者的提示

像其他专业组织一样，一家投资管理公司赖以生存的基础就是其员工的能力、性格、动力和价值观。而最初创建者的特点在很大程度上决定了该公司在未来的岁月中将吸引什么样的专业人士。色子一旦掷出，再想将公司的档次提高就非常困难了，因为若想在以后的日子里提高自己几乎是不可能的。因此，公司的缔造者和早期的创建者起着决定性的作用。

在过去的 50 年中，数百家投资管理公司成立。总的来说，这些公司在聘用人才方面的表现证实了戴维·奥格尔维（David Ogilvy）的忠告：“只有巨人才会聘用巨人。普通人将会雇用那些比他们矮一些的人，而下边的那些人将雇用比他们还要矮的人，直到最后整个公司由一群侏儒组成！”^①缔造、建设然后维持一家卓越的专业公司总是一个慎重的、连续的且“非自然的”过程。所谓的非自然就是指某种新的和不同的东西被赋予了生命并永远留住。

乔纳森·贝尔·洛夫莱斯（Jonathan Bell Lovelace）^②和儿子乔恩·洛夫莱斯在聘用杰出人才为资本集团工作的过程中展示了一贯卓越的领导才能。

① *Confessions of an Advertising Man* by David Ogilvy, NTC Publishing Group (1994 年 3 月)。

② 乔纳森·贝尔·洛夫莱斯是 1931 年资本集团的缔造者。