



## 国际资产管理公司的商业模式

○ 王亚伟

### 王亚伟

现任华夏基金管理公司副总经理、华夏大盘精选基金和华夏策略混合基金的基金经理

所谓商业模式，通俗意义上讲就是一个企业做什么、如何做、用什么方式赚钱的问题，它对企业的发展至关重要，我们在研究一个企业时，往往首先关注其商业模式。因为商业模式的好坏关系到企业的发展路径、发展空间、发展的持续性和稳定性。

成功的商业模式具有两个特性：一是在模式发展初期具有独创性，敢为天下先，在别人的嘲笑和质疑中顽强地成长；二是在模式成功后具有独享性，等别人醒悟过来为时已晚，进入壁垒已经被抬得很高，同样的模式已很难复制了。我们熟知的企业如沃尔玛、GE、GOOGLE、苹果、戴尔、亚马逊、苏宁、腾讯、淘宝，包括丰田、富士康，等等，都是靠独特的商业模式造就了它们的成功。当然，商业模式也需要与时俱进，曾经大获成功的商业模式可能到一定阶段就出现局限性了，得不断创新。

在国际资产管理领域，最成功的公司也有各自独特的商业模式，虽然在竞争对手眼里这些成功模式已很难复制，但对于尚处发展初期的中国资产管理行业而言，还是很有借鉴意义的。

由于资产管理行业的门类很多，我们以共同基金的情况来举例说明。在共同基金方面，美国占据了全球共同基金一半的市场份额，是最有代表性的市场。截至2008年底，美国前20名共同基金管理公司中排在第一的是富达，其管理的共同基金规模超过了1万亿，达到了10700亿。紧随其后的是先锋基金集团，管理9800多亿。第三是资本集团公司，管理规模8400亿。再往后是Black Rock和JP摩根、纽约梅隆资产管理、景顺、PIMCO、富兰克林坦普顿等，都是三四千亿左右的规模。

对于共同基金公司而言，规模是衡量成功的最主要标志。因为共同基金和靠提取业绩报酬的私募基金不同，是靠管理费作为主要的收入来

源。规模越大，收入越高，所以共同基金的经营管理者都有做大规模的冲动。另外在这个行业里，规模越大，受到的重视程度越高。当然，大家都想做大规模，但是真正做大是非常难的。这需要很多条件，首先要有好的投资业绩，这是吸引投资者、扩大规模的一个必要条件。但是规模是业绩的天然杀手，好的业绩本身就是很难保持的东西，何况在规模不断变大的情况下。而业绩一旦掉下去，规模也很难保持。所以如何保持规模和业绩的协调发展是共同基金的经营管理者面临的共同挑战。在这方面，美国排名前列的共同基金的管理公司，都发展出了他们各具特色的商业模式。

### 富达基金

首先看排名第一的富达基金。富达是美国最负盛名的资产管理公司，由现任董事长爱德华·约翰逊的父亲在1946年创立，目前管理的共同基金规模超过1万亿美元，相当于中国目前共同基金管理资产规模总和的3倍还多。富达基金规模发展得这么大，跟他们早期的良好投资业绩息息相关，历史上富达曾经出现过三位非常著名的基金经理。第一位蔡志勇1929年出生在上海，18岁时移民到美国，20岁获得波士顿大学的经济学硕士学位，23岁进入富达从事研究工作。28岁时，蔡志勇向他老板提议成立富达首支成长型基金，并成为基金经理。蔡志勇的投资风格激进，改变了富达以往保守的投资方式。他重仓进出一些成长型的新兴公司如施乐、宝丽来等，取得了非常好的业绩，每年回报率超过50%，在华尔街无人能及。他管理的富达资本基金从设立时的1200万美元短短几年内就扩张到10亿美元，成为当时美国最大的共同基金。蔡志勇改变了当时整个基金行业只是为投资者赚取稳定分红收入的传统投资理念，是富达历史上第一位堪称超级巨星的基金经理。

第二位是大家很熟悉的彼得·林奇。彼得·林奇毕业于沃顿商学院，25岁进入富达做研究，后来成为研究负责人。1977年33岁时接管当时奄奄一息的麦哲伦基金担任基金经理。凭借做研究时打下的扎实功底，加上远超常人的勤奋付出，彼得·林奇擅长通过大量的实地调研，自下而上地发现未来有望涨10倍的大牛股，也就是他津津乐道的tenbagger。担任基金经理的13年间，他的复合年回报率高达29%，麦哲伦基金的规模也从他接手时的仅仅2000万美元增长到离任时的140亿美元，成为美国单只规模最大的股票基金。从某种程度上来讲，林奇比巴菲特和索罗斯更加传奇，因为巴菲特在一定程度上从事了私人股权投资，并借助了保险资金进行融资放大，索罗斯也使用了杠杆交易和各种衍生品交易策略；而彼得·林奇管理的是乏味的共同基金，靠的是实打实的真功夫。彼得·林奇离任后，麦哲伦基金凭借以往的名声规模仍继续增长，在1999年泡沫高峰期甚至超过了1000亿美元，是当时世界上规模最大的基金。

第三位是安东尼·波顿，号称欧洲的彼得·林奇，他的投资风格和彼得·林奇比较类似，采取“自下而上”的选股方法，主要基于和公司本身密切相关的特定标准，而非普遍的宏观经济因素选择投资对象。他的独到之处在于，更加擅长逆向思维，做反向投资，并注重结合技术分析手段选股选时。安东尼·波顿管理富达特殊情况基金长达28年，复合年化回报率达到19.5%。2007年他57岁时卸任基金经理。

上面三位明星基金经理对于富达建立投资业绩方面的品牌功不可没，正是借助优良的投资业绩，富达的资产管理规模得以快速增长，成为美国最大的基金管理公司。但是伴随规模增长而来的烦恼，是整体投资业绩的平庸化。即使对于富达这样靠业绩起家的公司，这也是绕不过去的坎。不过由于富达在保持规模方面有其独到之处，所以虽然业绩下滑但规模并未大幅缩小。

产品经营方面，富达走多元化道路，股票和债券、美国国内市场和国际市场、共同基金、机构专户、退休基金等，各领域全面出击，力图打造覆盖每个可能有超额收益的投资市场、投资风格、地区、行业的多元化基金平台。富达旗下的基金产品种类繁多，还不断根据市场需求推出热门的新产品，比如房地产基金、新能源基金、黄

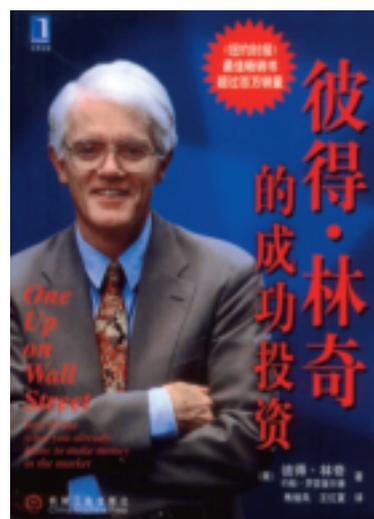
金基金、免税基金、高收益债券基金、新兴市场基金等等。富达在营销手段的创新方面走在行业前列，上个世纪七八十年代就在美国首家推出了可以开支票的货币市场基金，让货币市场基金在一定程度上取代了银行存款账户，大大促进了货币基金的销售。富达也是美国第一家推出免费电话进行基金销售和服务的基金公司，第一家每小时计算并公布净值的公司，第一家发行信用卡的基金公司。后来，富达甚至发展到不光卖自己的基金，还卖别人的基金。现在，富达拥有美国最大的基金超市，在里面可以买到400多家基金公司的8000多种基金。

由于富达现在过分注重产品的包装和服务，没有精力在最重要的产品质量——投资业绩上下工夫，所以导致业绩出现下滑。虽然强大的营销服务体系暂时把老客户留住

了，但新客户不会去买富达的基金。所以虽然最近几年美国基金市场规模一直在增长，但是富达的规模却徘徊不前，被两家竞争对手先锋集团和资本集团追平甚至超过。

### 先锋基金集团

如果说富达是主动型基金管理的代表，那么先锋基金集团Vanguard Group就是被动型基金管理的代名词。创始人约翰·博格早先在威灵顿基金管理公司工作了23年，一直做到总经理。1974年的熊市中因公司管理的资产规模从20亿美元大幅缩水到只有5亿美元，约翰·博格作为总经理被解雇之后创办了先锋基金集团。约翰·博格研究了1945~1975年30年的数据，发现标准普尔500指



数增长了11.1%，而股票基金整体平均增长率只有9.6%。

他认为基金已经构成了市场的主体，整体上不可能自己战胜自己了，再加上管理费用、交易费用、营销费用等各种成本的侵蚀，跑输指数是必然的。于是他认为通过简单地复制指数，就可以打败大多数主动基金。约翰·博格在1975年设计出世界上第一只指数基金：先锋500指数基金。本来准备募集1.5亿美元，但当时大家对指数基金的概念还不太理解，只募集到了1100万美元。事实证明他是对的，后来30多年的时间里，先锋500通过复制标准普尔500指数打败了绝大多数主动基金，年复合收益率超过主动基金平均水平2个多百分点，取得了巨大的成功，目前规模已超过1000亿，坐上了美国最大的股票基金的宝座。

可以说约翰·博格找到了很好的商业模式：被动式管理能取得优良的业绩，有利于扩大规模，而规模扩大后业绩基本不受影响。这两方面一结合就变得非常有竞争力。

另外他的成功还得益于两个外部条件，首先是计算机技术的发展让被动基金的管理变得简单轻松，进一步降低了复制成本和跟踪误差。其次该基金成立于市场底部，长期的大牛市使得指数基金投资者获得了很好的回报。

在牛市里，指数基金战胜主动型管理基金更加容易，因为指数基金基本上是永远满仓的，接近100%，而主动基金要准备一些现金应付赎回，所以仓位一般控制在90%~95%之间，再加上成本的损耗，主动基金要达到指数基金的回报水平更难。由于先锋基金集团的成功，指数化投资在美国已经深入人心，连巴菲特都说指数基金是普通个人投资者和机构投资者最佳的选择。

先锋基金集团围绕指数化投资不断创新和优化，覆盖到不同资产类别、地区、行业，还推出了杠杆型指数基金、反向指数基金等等，市场份额持续上升，目前管理规模已经接近1万亿美元，一度超过富达。指数化投资的成功在很大程度上改变了共同基金行业的生态。

### 资本集团公司

如果说富达基金是主动型产品多元化发展，先锋基金集团是被动型产品多元化发展的话，那么资本集团公司就是主动型产品专业化的代表。他们只专注于股票型基金的主动管理，管理的基

金数目非常少，但是每只基金的规模都是巨无霸型的。2007年，资本集团旗下的基金在美国最大的10只共同基金中占据了6席，总规模也曾超过富达和先锋冲到第一的位置，目前其管理规模排在第三位。

资本集团是一家很特殊的公司，他们很低调，从不做广告，但规模仍然快速增长，凭借的是优异的业绩。最近30年来，其整体业绩平均每年超过标普500指数两个多百分点，创造了行业的奇迹。

资本集团的成功除了得益于在新兴市场投资获得了很好的回报外，最主要的还在于他们有优秀的人才。资本集团对于人才的吸引、保留是有独到做法的，首先在招聘环节就非常慎重，每个加入该集团的人才前前后后需要经历15~20次面试。在此过程中，应聘者既接受方方面面的考察，也能借此判断资本集团是否适合自己。虽然过程拖得很长，但相对于以后为公司长期工作而言，在开始多花些时间是值得的。资本集团尽量给人才创造一个平等宽松、合适发挥的工作环境。资本集团刻意消除代表身份和等级的标志，让所有员工都觉得自己能够受到充分的尊重。比如不在视线最好的办公楼角落设私人办公室，而是留作交易室或者会议室，高管和大家用一样的办公家具，等等。

另外资本集团非常重视员工的薪酬激励，他们的薪酬水平在业内是最高的，而且整个公司已经从一个家族企业转变成为完全由员工持股的公司。公司的创始人在1954年公司刚刚开始盈利的时候，就把过半股份以很低的价格转让给员工。目前有数百名员工都是公司的合伙人，并且这些股份都是他们以很低的价格，从退出的合伙人那里买过来的。除了公司合伙人，还有很多员工成长很快，为了及时激励员工，资本集团在合伙人分配利润之前，就把公司税前利润的很大一块拿出来，实施利润分享计划。

除了物质激励外，在资本集团这样一个优秀团队里跟一大批优秀的同事共事，这一点对吸引人才也很重要。资本集团每年的投资研究人员流失率只有2%，而且这2%多数还是因为退休才离开公司的，这在高流动性的行业里面也是一个奇迹。

资本集团旗下的基金能在很大的规模下创造优异业绩，得益于他们在投资管理模式上革命性的创造——多基金经理模式。

传统的投资管理模式有两种：基金经理负责制和投委会集体决策制。基金经理负责制给予基金经理比较大的决策权，什么时候买、什么时候卖，仓位是多少，买什么股票，基金经理基本上就能决定了。好处是决策效率高，责权利统一。但弊端也很多：首先基金经理发挥不稳定，导致基金的业绩起伏比较大；其次基金经理一个人的能力有限，基金规模太大就管不过来。另外这种机制会鼓励基金经理为了追求收益而冒不必要的风险。

而投委会集体决策制也有很大的问题，因为参与决策的人都有各自不同的个性和思维方式，出现不同的意见是必然的事情。关于投资的集体决定经常都是各种意见的折中结果，而这种折中的结果往往是投资上最糟糕的决策。

在投资方面，最好的主意往往在最初阶段都不是很明确，经不起追问，但是这种好的想法却可能在未来带来巨大的收益。所以投资要有创造性，要敢于做出一些非常规的决策，伟大的投资决策最好应该由对自己行为负直接责任的个人来做，而投委会集体决策在责权利上却是划分不清的。

这就又回到了基金经理负责制的问题上，而资本集团通过多基金经理模式成功克服了单一基金经理负责制的弊端。在多基金经理模式下，一只基金被分成几块独立的单元，资金分散到了几个基金经理手里，每个基金经理管理的资金规模都不会超过100亿或200亿美元，不需要说服整个团队就可以坚持自己的理念进行投资。这样即使有个人的投资失误也不会过多的影响整个团队的业绩，即使某个基金经理离职也不会对整个基金造成太大影响。弊端被控制在局部，不会影响全局，而综合了各位优秀基金经理的多种投资策略之后，基金的持有人可以在整体上享受一个优秀而且更稳定的业绩。

规模对业绩的制约也被突破了，每当基金的资产规模有了较大膨胀，就增加一名新的基金经理，例如美洲增长基金已经有了11名基金经理，资本集团运用多基金经理模式成功地管理了这只规模超过1000亿美元的美国最大的主动型基金。除了基金经理外，还可以划出一块资金交给研究团队管理，这样能更好地调动研究人员的积极性，为他们未来的职业路径提供更多的选择。

多基金经理模式虽好，却很难模仿，还没有



太平洋投资管理公司的创始人、全球最大债券基金经理人格罗斯 (Bill Gross)

听说哪家公司能模仿资本集团的这种模式也同样做得很好的，因为核心的东西在于细节，概念用30秒就能说明，但解释细节可能需要花30天时间，为实施这一制度，光在软件上资本集团就投入了上亿美元。公司内部尊重个性、平等、共享的文化也是实施这一模式不可缺少的。

## 太平洋投资管理公司

前十名里排第九位的太平洋投资管理公司PIMCO，与资本集团类似走主动型专业化发展道路，只不过他们是专业做债券的。公司以“通过深入研究影响市场长期趋势的结构性因素发现长期投资机会”为核心理念，大力发展自上而下的债券投资管理能力。公司的灵魂人物比尔·格罗斯对债券市场有深刻的理解和惊人的判断力，多次准确地判断了利率的变化趋势。他掌管数千亿的债券投资，长期业绩优异，号称“债券大王”，往往他的一句言论就能引发十几万亿美元债券市场的震动。

以上介绍了在美国排名前面的几家基金管理公司的几种模式。可以看到，资产管理公司的商业模式是围绕投资、营销、产品几个方面设计的，其中投资是核心。业绩是安身立命之本，没有业绩，公司根本就无法从小到大地发展起来。而为了提升业绩，基本得走专业化道路才能有竞争力。业绩带来规模后，需要及时提升大规模的资产管理能力，需要在业绩和规模之间寻求一个平衡点，相应地如何调整商业模式、组织架构，是管理者面临的严峻考验。