

Mc
Graw
Hill



约翰·博格 与先锋集团

一个人改变一个行业

[美] Robert Slater 著

博格Fans团 译

陈彤 望京博格 策划



John Bogle and the Vanguard Experiment

One Man's Quest to Transform the Mutual Fund Industry



中国工信出版集团



电子工业出版社
PUBLISHING HOUSE OF ELECTRONICS INDUSTRY
www.phei.com.cn

约翰·博格与先锋集团：一个人改变一个行业

[美]Robert Slater 著

博格Fans团 译

陈彤 望京博格 策划

John Bogle and the Vanguard Experiment

One Man's Quest to the Mutual Fund Industry

电子工业出版社

Publishing House of Electronics Industry

北京·BEIJING

Robert Slater

John Bogle and the Vanguard Experiment: One Man's Quest to
Transform the Mutual

Fund Industry

ISBN 0-7863-0559-2

Copyright ©1997 by McGraw-Hill Education.

All Rights reserved. No part of this publication may be
reproduced or transmitted in

any form or by any means, electronic or mechanical, including
without limitation

photocopying, recording, taping, or any database, information
or retrieval system,

without the prior written permission of the publisher.

This authorized Chinese translation edition is jointly
published by McGraw-Hill

Education and Publishing House of Electronics Industry. This
edition is authorized for

sale in China Mainland.

Copyright ©2019 by McGraw-Hill Education and Publishing House
of Electronics Industry.

版权所有。未经出版人事先书面许可，对本出版物的任何部分不得以任何方式或途径复制或传播，包括但不限于复印、录制、录音，或通过任何数据库、信息或可检索的系统。

本授权中文简体字翻译版由麦格劳-希尔（亚洲）教育出版公司和电子工业出版社合作出版。此版本经授权仅限在中国大陆销售。

版权©2019由麦格劳-希尔（亚洲）教育出版公司与电子工业出版社所有。

本书封面贴有McGraw-Hill Education公司防伪标签，无标签者不得销售。

版权贸易合同登记号 图字：01-2019-1924

图书在版编目（CIP）数据

约翰·博格与先锋集团：一个人改变一个行业/（美）罗伯特·斯莱特（Robert Slater）著；博格Fans团译. —北京：电子工业出版社，2019.8

书名原文：John Bogle and the Vanguard

Experiment: One Man's Quest to Transform the Mutual Fund Industry

ISBN 978-7-121-36358-0

I. ①约… II. ①罗…②博… III. ①基金—金融公司—经济史—研究—美国 IV. ①F837.129

中国版本图书馆CIP数据核字（2019）第070964号

责任编辑：高洪霞

印刷：

装订：

出版发行：电子工业出版社 北京市海淀区万寿路173信箱

邮编：100036

开本：880×1230 1/32

印张：9.375

字数：292千字

版次：2019年8月第1版

印次：2019年8月第1次印刷

定价：68.00元

凡所购买电子工业出版社图书有缺损问题，请向购买书店调换。若书店售缺，请与本社发行部联系，联系及邮购电话：（010）88254888, 88258888。

质量投诉请发邮件至 zlts@phei.com.cn，盗版侵权举报请发邮件至 dbqq@phei.com.cn。

本书咨询联系方式：（010）51260888-819, faq@phei.com.cn。

推荐序

Preface

约翰·博格是共同基金行业一位领袖级的人物，他本人通过践行被动投资的理念，不仅改变了整个美国资产管理行业，而且逐步影响了包括中国在内的全球资产管理行业。2018年中国的权益指数基金和债券指数基金均得到了惊人的发展，本书的问世恰逢其时，既使我们更加真实地了解美国共同基金的发展，同时也引发我们对中国公募基金行业的深刻思考。

本书是讲述博格和他的先锋集团的历史的。博格幼年经历了经济大萧条，在金钱方面非常谨慎，不喜欢一夜暴富的赚钱方式，博格对数学尤其感兴趣，数字令他着迷。与一般的歌功颂德体的传记不同的是，本书花费了大量的篇幅来描写先锋集团的办公室政治。像乔布斯一样，博格不是一个人见人爱的领导者，博格的好斗天性使得他会去努力达成每一个目标，他讨厌认输，喜欢竞争。他也曾经在CEO的位置上被开除，同样，最后他又王者归来。好在先锋集团没有用360度考评等后世流行的管理工具来选择领导者，否则这个行业的变革还要等待更多的时间。

博格的研究表明，管理公司所有的问题都归结为一个关键的因素：独立性——基金决策仅基于持有人的利益而定的独立性。在博格的年代，基金分销机构收取的销售佣金费率是令人震惊的8.5%以上，他坚信先锋集团要想在行业内立足，投资绩效是关键，而提高竞争力的最佳方式是将先锋集团打造成行业内综合费率最低的公司，不仅要维持低营运成本，降低投资顾问费用，同时还要走免销售佣金路线。与国内相似，在美国也是直到货币基金崛起，基金投资人才开始关注基金费率。

当他还在普林斯顿大学读书的时候，他已经发现了共同基金行业的问题，他的解决方案在他的论文里面：基金份额持有人利益第一，坦诚公平对待客户，基金产品的创新，低成本运营。博格最重视的理念就是低成本运

营。指数化和博格完美结合，因为指数化和低成本在某种程度上是一个硬币的两面。博格的被动投资理念，不仅改变了投资的格局，也改变了基金的收费模式，进而影响到基金的销售模式，最后改变了整个基金管理行业。此外，本书还包括了对约翰·聂夫等投资大师的介绍、博格如何和媒体沟通，以及美国证监会与博格互动的过程等引人入胜的内容。

美国国内股票指数基金与指数ETF从2009年至2018年十年间净流入1.6万亿美元，同期主动管理股票型共同基金净流出了1.4万亿美元。此外，美国共同基金费率还在持续下滑。2018年美国股票指数基金与债券指数基金的规模加权费率已降至8bp、7bp。股票指数ETF与债券指数ETF的规模加权费率分别为20bp、16bp。据彭博统计，2018年投资ETF的资金97%流入了收费在两美元或以下的ETF。

中国权益指数基金规模从2009年至2018年十年间增长了5090亿元，而主动权益基金规模仅增长了3945亿元。2018年国内股市经历了大幅下挫，但被动指数反而逆市增长，全年规模大幅增长了1271亿，当年中国权益指数基金新发行98只，新发规模1032亿元，2018年因此被称为“中国指数基金元年”。国内指数行业的头部效应也比较显著，规模前15大基金公司指数产品管理规模占全市场85%。全市场最大的3只指数产品规模占全市场20%。国内指数ETF以机构客户持有为主，全市场规模最大的几只ETF产品机构占比基本在70%以上（注：综合考虑了联接基金的机构占比情况）。但零售客户对被动指数的接受程度，以及理财顾问和渠道在被动指数产品上的推广，正在逐步加强。国内的股票型ETF的管理费与托管费普遍在0.5%与0.1%的水平，从2019年年初开始部分已有产品开始降费，新发产品也逐渐有低费率设计。目前市场最低的股票型ETF管理费与托管费率分别是0.15%与0.05%。这些关于中国指数基金的简单介绍，供读者阅读本书时作为背景材料参考。

被动投资的透明能满足机构投资者对穿透的监管要求，低费率匹配现阶段各类收益的不断下降，多元化带来的对个券信用风险的分散，较少的主动投资能在中长期超越指数投资以及投资顾问的逐渐兴起等，都是近年来被动投资逐渐流行的原因。我们坚信在未来不远的未来，被动投资在规模上超

越主动投资不可避免，而整个证券市场以及销售模式的改变也不可避免，这些改变会更有利于持有人的利益并使持有人得到更好的赢利体验，最终也有利于整个公募基金行业的发展。

一群对基金行业和被动投资满怀热情和理想的资深专业人员，由于共同的理想，在繁杂的工作之余，由望京博格等发起并聚集在一起，付出了大量的时间和精力，耗时2年余完成了本书的翻译工作，希望本书的付梓印刷能对中国的资产管理行业有所贡献。

本书没有深奥的理论和数量模型，文笔流畅，能够使人迅速了解约翰·博格、先锋集团及指数投资，适合广大的基金持有人、投资顾问、理财经理，以及基金行业的从业者及中介机构的从业者等阅读。

美国当地时间2019年1月16日，博格在美国宾夕法尼亚州的布林莫尔去世。谨以此译本向博格先生致敬。

易方达基金副总裁 陈彤

陈彤先生，经济学博士，曾就读于西安交通大学管理学院、西南财经大学及清华大学五道口金融学院，目前任易方达基金副总裁。陈彤先生拥有27年的证券及基金从业经验，于2001年易方达基金创立之年加入该公司，曾先后在投研、销售及互联网金融等多个岗位任职，在市场拓展、互联网金融等领域拥有出色的行业建树，被评为2017年度上海金融领军金才。自他担任公司分管市场的副总裁后，易方达基金规模首次达到全行业第一（按证监会口径不含货币及短期理财产品）并保持至今。陈彤先生还担任中国基金业协会产品与销售委员会委员、中国保险资产管理业协会保险机构投资者专业委员会委员、中国互联网金融协会理事。

望京博格是谁？

Organizer

他家住北京望京，偶像不是巴菲特，而是约翰·博格，所以名为“望京博格”！

他有一个组合叫绿巨人组合，建立于2016年5月31日。

目前他在翻译约翰·博格的最后一本书，还在坚持不懈地推广指数基金！

他还是：

雪球大V，拥有10万名粉丝；

集思录副总裁；

《中国SmartBeta 50人》成员。

他还参与编写或翻译了十余本资产配置相关书籍，不信去京东按作者（郑志勇）搜索一下。

- （1）《金融数量分析——基于MATLAB编程》（第四版）
- （2）《金融数量分析——基于Python编程》
- （3）《全球资产配置》
- （4）《资产配置投资实践》
- （5）《资产配置手册》
- （6）《大崩盘：金融衍生品的灾难》
- （7）《风险均衡策略》
- （8）《趋势永存：打败市场的动量策略》

(9) 《玩赚指数基金》

订阅号：绿巨人星球

微博：望京博格

博格Fans团

Translators

以下按所翻译章节先后顺序：

爱米粒 天弘基金（第1章）

戴旻 瑞银中国（第2, 3章）

Tim 华夏基金（第4, 5章）

徐迅 上海银行（第6, 7, 22章）

思思（第8, 9章）

李天骋 中证指数公司（第10, 11, 24章）

王思传 蓝石资产（第12, 13章）

熊菲 中瑞财富（第14, 15章）

Rachel 基金业协会（第16, 17章）

曹传琪 创金合信基金（第18, 19, 23章）

孙静 中银基金（第20, 21章）

引言

Introduction

如果你问，在美国基金行业最牛的人是谁，答案一定不是巴菲特或者彼得·林奇，而是约翰·博格（John C. Bogle）。他被誉为“美国基金业的教父”，他与他领导的先锋集团（the Vanguard Group of Investment Company）改变了美国传统基金行业，使得基金行业的平均管理费率从1.5%降低到0.1%，截至2017年，先锋集团管理规模约为5万亿美元，若依此计算，约翰·博格每年为投资者节约了700亿美元，省下就是赚到，换句话说，他才是真正为美国投资者盈利最多的人！

博格热爱海军和空军的历史，而他本人的一生也经历了很多次战役。其中有一些是他和他的心脏疾病作斗争，有一些是商业上的斗争，包括博格主导的威灵顿资产管理公司（Wellington Management Company）——当时博格已经被该公司的创始人瓦特·摩根（Walter L. Morgan）任命为公司的掌管者。该公司和一家业绩良好的来自波士顿的投资咨询公司合并了，然而在合并之后，来自投资咨询公司的合伙人却成功地将博格赶下了威灵顿资产管理公司CEO的位置。

对博格而言，他参与的大多数战役都取得了胜利。虽然在他的一生中，有多位心脏病专家曾对他下了悲观的诊断，但是博格在第一次心脏病发作后，顽强地活了59年。从威灵顿资产管理公司被赶出来后，博格创建了先锋集团，并使其发展成令对手难以望其项背的公司。而最重要的是，博格做了许多努力，其中包括非常成功地终结了共同基金行业的贪婪行为（比如过度地标榜投资管理的成功，在做广告和市场营销时缺乏诚信）。

1995年5月8日，在博格66岁生日时，他决定将先锋集团交给下一代管理者。从医学上看，博格可谓“行走的奇迹”。他在31岁时第一次犯心脏病，医生预测他无法活过40岁，但是博格乐观地告诉他的朋友，他觉得自己能够

活过50岁。由于强烈的求生欲望，博格打败了命运，对于这一点，熟悉他的人毫不意外，他的医生将他强烈的求生欲望称为“约翰·博格因子”。不过博格很早就开始考虑，总有一天，他的职业生涯会结束，他不再给他的“船员”下命令——博格喜欢将他的雇员称作“船员”。然而，想到他再也无法在改革共同基金行业的事业中挑战同行们，博格还是觉得遗憾。

博格在接下来的几天里认真地考虑了自己的决定，他知道，自己原本就希望在先锋集团强大的时候退居二线，而此时先锋集团成立20年，又正是公司发展最好的时候，因此自己选择退居二线恰逢其时。在先锋集团成立时，管理资产规模为14亿美元，而在1995年5月16日，管理资产超过1500亿美元，成为美国第二大资产管理公司，仅次于富达公司。长期受行业争议的指数基金，也逐渐得到认可，媒体盛赞博格先生给行业引入了指数基金并且促进了行业的发展。而公司发行的产品以其极其稳健的投资策略，使得公司产品业绩排名靠前，为公司赢得了荣誉，也赢得了500多万名客户。

在先锋集团发展的几十年间，博格是其成为最大、最成功的资产管理公司的最核心的影响者。博格在公司内部令人敬畏，虽然他会听取下属的意见，但是公司基本还是以他的意见为准。尽管这样令博格看起来是一个难相处且自以为是老板，但是他的员工却全力支持他——并非仅仅出于忠诚，也因为他在大部分时候的决定都是正确的。在博格管理的先锋集团发展繁荣期，市场也正处于股市和债市的牛市中。虽然行业中很多公司的管理者嚷嚷着要为基金持有人和雇员创造价值，但是没有人像博格那样充满热情。

因此，当博格准备离开他热爱的舞台时，他的心里苦乐参半。在他过了66岁生日11天后，他走进先锋集团在宾夕法尼亚州马尔文的新总部大楼，向董事会其他9名成员宣布，他想从1996年1月31日起，不再担任公司的CEO，但是，如果董事会同意，他希望继续担任董事会主席。博格接着宣布了他希望继任的CEO人选，John J. Brennan。虽然博格表示对不再实际管理先锋集团很难过，但是他仍表示，作为董事会主席，他依然会为持有人利益和员工利益考虑，依然会参与制定投资政策、撰写年报，以及就持有人利益相关的事情进行公众发言。

博格在1974年创立先锋集团时，他常常称之为“先锋集团的尝试”。他的目标是建立一个和行业内其他公司不同的企业。在博格入行之前，基金行业的做法是聘请一家管理公司来管理基金，包括对行政、销售及投资的管理。博格认为，在那样的机制下，基金持有人的利益会受到损害，只有将权力从管理公司交由基金持有人以及独立的董事，基金持有人的利益才能得到保障。

为了让威灵顿公司放弃对先锋集团的共同基金几乎完全的控制权，博格进行了一项最初看起来不可能成功的尝试。他在威灵顿公司1974年解雇他的时候付诸了行动。在结束了解雇时期的一些摩擦和冲突后，博格创办了新模式下的共同基金公司。这是行业中首次有公司的管理者挑战行业的现状，当时行业普遍都是以投资者的利益为代价来获取利润的。虽然和传统的行业做法有冲突，但是博格依然创立了他理想中的基金公司。

当博格准备辞任先锋集团的CEO职位时，他感到非常骄傲，因为先锋集团的尝试取得了成果：先锋集团是世界上最大的免佣金共同基金公司，是2.8万亿美元市值行业中的弄潮儿。的确，共同基金改变了很多美国人规划未来的方式，以及他们对投资和金融市场的看法。然而，让博格感到有一些失望和受挫感的是，他希望能将共同基金行业改造成先锋集团的模式，但是这还有一段路程要走。

博格不断地进行行业发声，使得行业有了一些变化，人们更加重视成本的竞争，意识到需要和基金持有人共同分享规模效应带来的利润，同时也开始表现出一些真诚和责任。但是博格并不满意，先锋集团仍然是行业中没有鲜花的领袖。博格相信，只有基金公司不再依附于管理公司，投资者利益才能真正得到保障。当时他乐观地估计，这一改变在未来的25年内会发生。

如果博格只是基金行业的一个微不足道的人物，那么他那些享受着巨额利润的同行，根本不会理睬他的言论。但是，先锋集团是行业中如此大的一家公司，博格很难被忽视。他的公司在很多方面都是行业的标杆，包括极低的费用、年报中对其所管理基金风险收益的客观描述，以及先锋基金取得的业绩。实际上，在1995年年中时，先锋集团已经被越来越多的人认为是行业

第一的公司。博格想要重塑行业的行为已经显现出成功的迹象，但是博格认为，只有行业里面出现了其他的模式与先锋集团类似的公司，才能证明他的探索是成功的。

这本书讲述了博格，一个毁誉参半的人，以及他创立的先锋集团的故事，看看他是如何改变共同基金行业的。

这仅仅是序言，真正的传奇故事还没有开始！

目 录

[封面](#)

[扉页](#)

[版权信息](#)

[推荐序](#)

[望京博格是谁？](#)

[博格Fans团](#)

[引言](#)

[第1章 “我觉得自己在天堂”](#)

[第2章 共同基金的前驱者](#)

[第3章 “没有人比他更懂基金业务”](#)

[第4章 天作之合](#)

[第5章 权力斗争山雨欲来](#)

[第6章 CEO将被公司开除](#)

[第7章 绝不认怂，奋力反击](#)

[第8章 被驱逐的基金人又回来了](#)

[第9章 投资者利益至上的基金结构](#)

[第10章 先锋集团号铁血战舰启航](#)

[第11章 斩断“戈耳迪之结”](#)

[第12章 永远道德至上](#)

[第13章 先锋集团守则](#)

[第14章 我们来一起改变财富管理行业](#)

[第15章 财富管理行业的盛宴](#)

[第16章 挣脱枷锁，从量变到质变](#)

[第17章 指数基金：“创世纪的发明”](#)

[第18章 传奇投资大师约翰·聂夫](#)

[第19章 成长的烦恼](#)

[第20章 伟大的自我革新](#)

[第21章 始终如一的坚持](#)

[第22章 先锋集团vs富达：资产管理巨头之间的战争](#)

[第23章 资产管理行业的价格战](#)

[第24章 先锋集团精神代代相传](#)

第1章 “我觉得自己在天堂”

◎ 译者：爱米粒 天弘基金

当确定自己的研究目标为共同基金行业时，博格感觉自己“如同在天堂一般”。

William Yates Bogle, JR.，于1896年出生于新泽西蒙特利尔。Josephine Lorraine Hipkins, 1896年出生于布鲁克林。两人在1924年结婚。在结婚的头几年，他们生活宽裕，住在新泽西维罗纳的一所宽敞的大房子里，离纽约非常近。1927年，他们生了第一个孩子，William Yates Bogle III。1929年5月8日，他们生下一对双胞胎，John Clifton（即约翰·博格）和David Caldwell，分别以他们的外祖父和曾外祖父的名字为名。

约翰·博格印象中的母亲漂亮、性格好，很有魅力。博格的父亲曾经是飞行员，在一战时服役于英国皇家空军。他记得父亲的朋友们总是称他的父亲为“威尔士王子”，因为不仅外貌长得像，而且父亲生活得很阔绰。不管父亲在其他方面教给了博格什么，仅仅是他参军的经历，就已经足够让博格感到骄傲。但是，博格在商业上的第一个榜样是他的祖父，William Yates Bogle, Sr.，他创办了美国砖业公司，后来又和人合伙创办了美国铝业公司（后来改名为Primerica）。博格的父亲在退役后，先后在美国砖业公司和美国铝业公司工作，两份工作的收入都不错，一家人的生活过得很宽裕。

1929年，股市崩溃，给博格一家带来了灾难性的影响，家里几乎倾家荡产。紧接着是大萧条时期，经济十分不景气，博格一家不得不卖掉了房子。大萧条伴随着博格童年的开始，他开始认识到，自己的父母不再富有，生活充满了不确定性——尤其在经济收入方面。

由于这样的遭遇，博格认为经济不稳定是一种脆弱的表现，而富有则代表着成功。他决心帮助家人继续过上经济上有保障的生活。家里的三个男孩

很早就开始工作养家。博格在10岁的时候就开始送报纸和杂志，同时还是一家冰淇淋店打工。虽然做这些工作只要适当地有些责任心就可以，但是博格从不松懈。他说：“我从不松懈，对这些工作，我不仅仅是完成而已，我非常负责任。”在他16岁的时候（当时大哥已经在美国海军服役），暑期和他的双胞胎兄弟David在新泽西的湾头区兼职，为在那里度假的人们送信。这份工作的时薪是1.04美元，博格还记得这份时薪超过1美元的工作让他兴奋不已。

和很多经历了经济大萧条时期的人一样，博格在金钱方面非常谨慎，不喜欢一夜暴富的赚钱方式，也不乱花储蓄。在目睹父母和一些朋友陷入经济困境后，他决心自己不论从事什么职业，都会稳健行事，而更重要的是，父母的经历使他成为一个上进的年轻人。



双胞胎兄弟两人在新泽西马纳萨斯中学读了两年，接着去布莱尔学院读了一年。布莱尔学院是新泽西布莱尔镇的一所著名的寄宿学校。博格的学习成绩非常好：英语、科学、数学都是 A；机械制图、打字和体育是B。周围人评价他品格优异，具有亲和力，而且比周围人更勤奋，能力也更强。

虽然学校生活愉快，但是博格的家庭生活却并不顺心。父亲开始酗酒，在1940年年初丢掉了美国铝业公司的工作。几年后父亲和母亲分居（父母亲都在56岁的时候去世）。至少博格在表面上是原谅他的父亲的，因为父亲尽力地照顾了家人的生活。但事实上博格的母亲后来成为家庭的主心骨，维持家庭的正常运转。

在博格还是十几岁的孩子时，他就渴望能有地方创造自己的价值，靠自己的能力成功。他的母亲为他提供了这样的环境。母亲觉得，双胞胎兄弟应该和老大一样去布莱尔学院读书。博格的舅舅是 Clifton Armstrong Hipkins 的一位投资银行家，为双胞胎兄弟争取到了布莱尔学院的奖学金。

布莱尔学院成立于1848年，是一所男校，在博格读初中和高中时，该学院每年只有300个招生名额。虽然布莱尔学院不是新兵训练营，但是却有着严

格的类似军事化的管理。学生每天早上6点起床，上课、打工做兼职，然后得在每晚10点熄灯前完成作业。娇生惯养的学生在这里会感到有些压抑，但是博格却如鱼得水。博格后来曾说，布莱尔学院对他意义重大。

对于博格而言，离开让他饱受困扰的家庭，是一种解脱。在布莱尔学院，他第一次展示了自己的能力——在学习、运动及兼职工作方面的能力。他决心充分利用这个机会来证明自己，取得优异的成绩，让父母满意，同时能够进入一流的大学。

无论是在学习方面还是运动方面，博格都变得越来越自信，因为他发现自己比同学出色很多。他的上进心和竞争意识都很强，一生都是如此。他要求自己在任何方面都是出众的，哪怕是在餐厅打工时。因为他的好胜心，他很快就成了在餐厅做兼职的学生的领头人。他不喜欢失败，不论遇到什么困难，他都要赢。

博格对数学尤其感兴趣，数字令他着迷。在其他同学还没有开始解题时，他就能看出其中的问题；他在心中默算出答案的速度要比其他人用纸笔计算的速度还快。他擅长用尺进行计算，这几乎成了他的招牌。

1947年，博格以优异的成绩从布莱尔学院毕业。虽然他的同学们都认为他是第一，但他还是由于一些学分之故没能够担任毕业生代表。对于博格这么希望赢的人来说，拿第二（他是毕业典礼开幕致辞人）是令人难受的失败。他去找了好几位老师沟通，希望他们能够重新给他判分，这样他可以以第一名的身份毕业，但是没有一位老师同意（即使是后来，博格也从不认为第二是好的，他常常说，在填字游戏中拿第二名就意味着失败）。

博格认为他的成功有很大一部分原因来自他在布莱尔学院所受的教育。在布莱尔学院的好成绩，让他进入了一流的大学，并且取得了后续成就。因此，他非常重视回馈母校，他的大部分捐赠都给了布莱尔学院，以至于成为布莱尔学院建校100多周年来捐赠最多的校友。1972年，博格加入了布莱尔学院捐赠委员会，并从1986年开始担任主席。

因为家庭条件的原因，家里只能有一个孩子上大学，另外两个需要赚钱养家。几乎没有太多的争议，大家决定让博格继续上学，而大哥和David则赚钱养家，维持家人的生活。对家人的责任和对兄弟的歉疚，让博格变得更加上进，更加渴望成功。

由于博格在布莱尔学院学习成绩优异，他可以申请一流的大学，包括威廉姆斯学院和哈佛大学，但是他最终选择了普林斯顿大学，因为这里提供了丰厚的奖学金和很多勤工俭学的机会，两项加起来，能够覆盖博格的学费和开支。在选择科目时，他仔细地做了筛选，选择专攻经济学，同时对莎士比亚、英国文学及艺术史也有广泛的涉猎。有一些课程学起来很吃力，比如微积分，而且国际贸易也让他头疼（他后来开玩笑说，也许就是因为当年国际贸易学得不好，所以他一直不看好海外投资）。

双胞胎兄弟

成年后，博格和他的双胞胎兄弟关系还是很好。他们喜欢拿纽约时报上的填字游戏来进行友好比赛，先完成的会在下周一早晨打电话帮助另一个。在大学毕业多年后，博格仍然十分感激David为他做出的牺牲。1994年David意外去世，博格甚至在葬礼上都提到了这件事情。在赞扬David的一生时，博格称自己是双胞胎兄弟中“爱竞争、有毅力、以自我为中心、性格内向的一个”，而David则是“性格温和、会照顾人、外向开朗、懂得照顾别人感受”的人。他还说：“由于家庭的原因，David没有继续上学，但是就像我经常和他说的，他是我们两个之间更聪明的那一个，通过努力，他成为一个自学成才的学者、爱好广泛的读者和才华横溢的作家，比我们这些受过普林斯顿大学教育的人都要博学。”他接着表达他对成功的看法，也间接地对他们俩进行比较：“成功是个难以捉摸的概念，David很有智慧，很早就认识到成功和金钱没有太大的关系，和事业没有太大的关系，和写书也没有太大的关系。我认为成功是正直的品格、良好的公民道德，以及乐于帮助他人和给予他人快乐的能力。无论从哪方面说，David都取得了巨大的成功。我知道他一直以我为傲，但是我更为他感到骄傲。”

博格尤其对经济导论感兴趣，这是一门有关货币银行学及经济史的课程。Paul Samuelson的经典教科书《经济学》在1948年发布的时候，博格正在读大二，这本书对他的影响远远大于任何其他的教材。他回忆说：“这本书让我重新认识了经济学，看到了一个全新的世界。我知道存钱、借钱，但是我从没有想过这是一门学问、一门科学。”或许是个巧合，1993年为博格的畅销书《博格眼中的共同基金》（Bogle on Mutual Funds: New Perspectives for the Intelligent Investor）作序的正是Samuelson教授。

在普林斯顿大学的最初几年，博格的成绩一般。大一的平均成绩是B，大二上学期的平均成绩只有C。经过努力，他大二下学期的平均成绩上升到了B，而大三的平均成绩是B+。除了上课学习之外，他还在餐厅打工，后来又去大学的体育售票处做兼职，在大三、大四时当上了经理，当时一周需要工作30个小时，才能达到领取助学金的标准。

在大学的这几年，博格喜欢上了写作，并且上了很久的相关课程。为了增加收入，他请一位校友帮他安排了《费城公报》（Philadelphia Bulletin）的执行编辑的暑期实习面试。拿着当时不菲的40美元一周的工资，他作为特约记者报道了在第十街和杰弗逊街警察执勤的新闻。为了独立完成报道，他需要坐电车全城跑。在一个周日的早晨，他听到消息说警察局着火了。因为前一天晚上做报道太累，所以他没有去现场就把这个消息登上了报纸。一位细心的复核人员发现了，问博格房子是什么颜色。博格很尴尬，回答不上来。这件事情的教训让博格记了一辈子：“一定要说出全部的真相，而且只有真相。另一点教训就是，不要走捷径。”后来，博格一直虔诚地追求真实和诚信。

在大三的时候，博格就已经开始着手研究后来给他带来成功的课题。他的大四毕业论文成果丰硕。博格决定研究一个从未被其他经济学专业学生研究过的课题。某天他正在学校图书馆翻阅杂志，在1949年12月的《财富》杂志（Fortune）上看到一篇标题为《波士顿金融巨头》（Big Money in

Boston) 的文章。这篇文章分析了曼彻斯特投资者信托 (Massachusetts Investors Trust)，管理资产10亿美元，是当时美国最大的资产管理公司

当时了解共同基金的人还不是很多，共同基金的整体管理规模不大，集中在波士顿，总管理规模大约为20亿美元，还不到美国居民储蓄的1%。文章说到，共同基金行业是一个小的改革。但是文章也提到，共同基金行业是快速增长和发展的行业，有巨大的潜力。对于这种现状和未来的反差，博格很感兴趣，他觉得他找到了论文的题目。类似的研究以前他从来没有做过，这是深入研究的机会。后来回想起他找到课题时的心情，博格觉得自己“就像在天堂一样”。

博格在大三、大四时都在研究这个课题。在大四时，他的平均成绩是A。1951年，他以优异的成绩从普林斯顿大学毕业，因为自己所做的123页的名为《投资公司的经济角色》(The Economic Role of the Investment Company) 的论文获得了A+。博格对这个行业的深入理解令人印象深刻。他不仅表现出对行业整体的理解，而且指出其未来发展的优势和弊端，并且提出解决的方案。可以说，这篇论文完全不像出自大学生之手，更像一位共同基金公司的主管多年的经验总结。

在这篇论文中，可以初步看到后来的先锋集团在公司运营方面的原则的影子，包括：

- (1) 要用效率、真诚及诚实的品格来服务投资者；
- (2) 在设计产品、开拓机构市场时，要有创新精神；
- (3) 要减少广告支出，因为投资者在被误导后就不会再购买共同基金；
- (4) 在投资的时候，成本是重要的考虑因素。

博格当时写道：“投资公司现在的发展成果靠的是在经济繁荣时集中的销售，未来投资公司最大化的成长则来自对成本的控制。”这段话预示了他未来对成本控制的极大关注。

博格在论文中批评基金行业过度地强调市场营销，而忽视了为基金持有人的利益服务。他指出，投资公司应避免对创造投资奇迹的预期，不应标榜

自己拥有能够战胜市场的能力（这也预示着他未来推出指数基金）。他进一步指出为了避免误导投资者，基金行业应该清晰地说明投资目标。在论文的结尾，他写道：“投资公司的首要职责是管理资产组合，其他方面都是次要的。”他后来对基金行业过度强调资产积累、忽视自身受托责任也表示出很深的担忧。

博格对行业的理念在他21岁的时候就已经形成了，而此时他还只是一个没有入行的年轻人。

第2章 共同基金先驱者

◎ 译者：戴旻 瑞银中国

在1951年，威灵顿基金成为美国第四大共同基金，摩根已俨然成为这一行业的先驱和领袖。然而，此时的摩根并不知晓，他即将聘请的一名毕业于普林斯顿大学的年轻人，将继承他的地位，并成为一名风格迥异的行业领导者。

摩根在1920年创立了先锋集团的前身—威灵顿公司，从此开始了其传奇的共同基金生涯。他于1967年辞去威灵顿资产管理公司董事长一职，并于3年后辞去威灵顿基金的主席一职，此时他已成为共同基金行业中服务时间最长的领导人之一，也是所有美国公司中任职最长的主席之一。在那以后很长时间内，他一直坚持每周在威灵顿资产管理公司办公室出现两次，而后来那已属于位于宾夕法尼亚州马尔文的先锋集团的一部分。

摩根于1898年7月23日出生于宾夕法尼亚州的威尔克斯-巴里。摩根从小就体会到亏损所带来的痛苦经历，当时他从家人那里借钱并买入一些石油公司的股票，结果血本无归。而他父亲在股市中的损失以及祖父在蒙大拿一家金矿公司和电车线路运营中的损失，又往他的伤口上撒了一把盐。从此摩根答应自己，无论以后做什么，都会尽力保护自己的收入，并且永远不会偏离这一保守的理念。

1920年，摩根从普林斯顿大学毕业，他在学校时主修货币与银行学。但即使是普林斯顿大学的教育，也没有给他在一家经纪公司工作的叔叔Charles Loxley留下深刻的印象。“你在别人面前一文不值，”Loxley对他的侄子说，“我要求你出去学些什么。”他的叔叔为他在位于费城的Peat, Marwick and Mitchell会计师事务所找到一份工作，摩根对此表示感激。在那里，摩根的周薪仅有28美元，但他学到了很多关于财务报表的知识。

几年后，在要求加薪被拒绝后，摩根开办了自己的会计师事务所，为众多客户提供投资建议。摩根开始相信他可以通过将众多账户集合成一只大型基金来更有效地提供投资建议，并获得收益。通过这样的基金，他可以为潜在的投资者提供更多的证券，而这些证券的价格超出了这些个人原本能够承担的范围。而当时的共同基金行业尚处于起步阶段，摩根身边几乎没有几位同事可以与他交流这些想法。有一位来自于费城的投资顾问（简称“投顾”）名叫W. Wallace Alexander，他于1907年成立了Alexander基金，该基金成为美国共同基金的“始祖”。



在20世纪20年代后期，大多数投资公司都采用封闭式基金模式。它们汇集了投资者的资金，并在IPO（首次公开募集）时发售一定数量的份额。一旦首发完成，投资者既不能购买额外的份额，也不能通过基金公司卖出他们持有的份额。相反，他们不得不通过股票经纪人在股票交易所买入或者卖出份额。

1924年3月，马萨诸塞州投资者信托（MIT）的成立标志着一种区别于“封闭式”基金的新型基金的产生。作为一只“开放式”基金（后来被称为“共同基金”），它不断向投资者提供新的份额，并允许投资者以其资产净值赎回现有份额。这种开放式的特征为投资者提供了日常的流动性，将其投资转化为现金。更重要的是，它通过汇集资金并在专业投顾的投资管理下，让只具有少量资金且并不专业的小规模投资者可以获得与大型投资者相同的投资回报率。

然而投资者接受马萨诸塞州投资者信托的速度比较缓慢，在其第一年运作期间，仅有200名左右的投资者投资了该信托。但随着其他共同基金的出现，包括Incorporated Investors和道富投资信托（与现在的名字均略有不同），摩根开始通过创立自己的基金公司进入这个新行业。摩根的祖父也鼓励他，他对摩根说：“你最好自己创业，哪怕摆一个花生摊也好。”摩根将自己的2.5万美元积蓄和从朋友家人处得到的资金归集在一起，凑足10万美元

组建了一只共同基金。这只基金在1928年12月28日成立，并于次年7月正式运作。

在早期，摩根得到了投资银行家A. Moyer Kulp及位于费城的宾夕法尼亚银行投资管理部主管Brandon Barringer的支持。摩根最初将他的基金命名为工业及电力证券公司，但它几乎从一开始就被称为“威灵顿基金”，这个名称源于摩根对英国历史的热爱，以及他对1815年在滑铁卢击败拿破仑的“铁公爵”威灵顿的崇拜。

因此，在当时的三大股票型基金——MIT、道富和 Incorporated Investors——之外，摩根的威灵顿基金也加入其中。摩根的基金在开放式基金中的独特之处在于，出于安全考虑，他持有了相当大比例（最初为30%）的高评级公司债和政府债券，而不是仅投资于股票资产。因此这只基金也被称为“平衡”基金，这在当时是独一无二的。同其他封闭式基金相比，摩根为威灵顿基金增加了很多保守的投资政策，包括避免使用杠杆（利用基金资产“借钱”以放大其潜在收益及损失），这样的政策旨在避免过度投机并承担高风险。

在1929年年初，数百家封闭式投资公司管理着大部分公众投资资产，合计规模大约为70亿美元。相比之下，像摩根创立的这样的开放式基金公司只有19家，管理的资产合计仅有1.4亿美元。然而，许多封闭式基金就像定时炸弹。它们的投资经理期望产生奇迹般的回报，而它们在交易所被以相较其资产净值溢价100%甚至200%的交易价格进行交易。当股票市场崩盘的时候，这些基金交易价格迅速由溢价转变为折价（交易价格低于基金投资组合的市场价值）。到了1933年，封闭式基金的价格平均下跌了90%，许多公司因此破产。

现在回想起来，摩根选择了在美国金融史上最糟糕的时期创立一家新的投资公司。然而，由于威灵顿基金的投资风险比其竞争对手的都要低，因此不管封闭式基金表现如何，威灵顿基金都有效缓释了市场崩盘对投资者产生的影响。威灵顿基金主要受益于三个因素：

- （1）作为一只无杠杆基金，它没有利用基金资产借贷投资；

（2）作为一只开放式基金，它可以按需赎回份额，避免了像封闭式基金一样交易价格大幅波动、从溢价变为折价；

（3）作为一只平衡型基金，它持有大量债券和现金，缓冲了因股票市场急剧下跌带来的潜在损失。

实际上，在1929年夏天，作为威灵顿基金首席投资顾问的 Kulp 和 Barringer曾敦促摩根将该基金的股票仓位从75%降低到33%。摩根采纳了他们的建议。以柯蒂斯出版公司为例，摩根以每股124美元的价格卖掉该股票，而三年后这只股票的价格仅为5美元。

尽管其他投资公司在三年的股市崩盘中表现惨淡（以马萨诸塞州投资信托为例，其资产净值亏损超过60%），然而威灵顿基金的损失则少得多，这引起了公众的注意。它的资产规模从1929年7月的10万美元增长到了1933年年底的50万美元。千万不要怀疑投资于威灵顿这只共同基金是一个明智的选择，摩根充满自信地说道：“在投资管理方面，我知道我们可以比大多数个人投资者做得更好。”由于威灵顿等基金在1929年开始的经济大萧条中运作成功，在大萧条之后新成立的投资公司都采取开放式基金的形式。

威灵顿基金的规模增长使摩根的公司产生一些变化。在1929—1933年期间，该公司曾由W.L.Morgan & Co. 管理，而后来则交由新成立的威灵顿资产管理公司管理。此外，摩根还聘请了一个分销管理团队。随着费城乃至其余东海岸地区的经销商逐渐了解威灵顿基金的出色业绩，该基金的规模逐步增长。到了1934年12月，该基金的资产规模已达60万美元；一年之后，它的规模超过了100万美元；而四年之后，这个数字突破了500万美元。

第二次世界大战带来了新的投资机会。当希特勒于1939年入侵波兰时，摩根买入了许多他认为将从这场战争中获益的股票。至战争结束时，威灵顿基金的资产规模已经增长到2500万美元。伴随着规模迅速增长，摩根需要聘请更多的人手。于是他任命Kulp担任投资管理部门的全职主管，同时任命1935年加入公司并担任首席销售的Alvin J. Wilkins担任全国销售团队的主管。自1937年以来一直与威灵顿资产管理公司有联系的Joseph E. Welch成为公司执行副总裁，并于1959年被任命为总裁。在这只高管团队的带领下，该

基金的规模持续增长。1949年，该基金的资产规模突破1亿美元；其后又在不到两年的时间里几乎翻番，达到了1.9亿美元。

到了1951年年中，威灵顿基金成为美国第四大共同基金，摩根已俨然成为这一行业的先驱和领袖。然而，此时的摩根并不知晓，他即将聘请的一名毕业于普林斯顿大学的年轻人，将继承他的地位，并成为一名风格迥异的行业领导者。

第3章 “没有人比他更懂基金业务”

◎ 译者：戴旻 瑞银中国

摩根对其他人说，博格终有一天会带领公司走上快车道。

自1951年从普林斯顿大学毕业后，博格就把他的职业方向定为银行与投资相关的业务。当他苦于在费城国家银行与当地老牌的经纪公司Boenning & Company 这两个工作机会间选择的时候，第三个工作机会恰在此时出现了。博格在普林斯顿大学高年级期间，校园餐饮俱乐部 Elm Club的经理Walter M. Geisler遇见了同为普林斯顿大学毕业的摩根。因为博格的毕业论文是关于共同基金行业的，所以Geisler建议摩根雇用博格。起初摩根拒绝了这个建议，因为他认为普林斯顿大学的学生都被宠坏了，但是最终摩根还是同意给博格一个面试的机会，尽管此时摩根并没有雇用他的意思。

这次面试由两位来自威灵顿公司的高管主持，他们分别是A. Moyer Kulp 和 Joseph Welch。博格的论文给两人留下了深刻的印象，他们甚至建议摩根也读一读这篇论文。当时整个基金行业有100多只基金，管理的总资产差不多有25亿美元，然而博格对这个行业的精明观察让摩根感到着迷。“他比我们更懂基金业务。” 摩根将这一观点标注在这篇论文上，并转发给威灵顿公司的50名员工，敦促他们关注博格的观点。

在面试的过程中，博格表现得很老实，告诉公司有其他的机构也希望他加入，其中一家银行已经确定给他Offer。于是摩根也涮了一把博格，告诉他：“我们不知道该怎么办，我们目前不需要人。”但实际上此时摩根已经决定雇用博格，于是最终他对博格说了实话：“你可别去什么银行了，加入我们吧。我们是一家成长中的公司，而你会成为一个顶尖的家伙。（免费书享分更多搜索@雅书.）”

博格陷入了迷茫。摩根对他的兴趣让他感到高兴，但他知道银行的工作更加稳定——至少5~10年后银行还会在那里，他的饭碗也还会在。对于像博格那样追求稳定的人来说，这一点是非常重要的考虑因素。当时，共同基金行业鲜为人知，在1929年开始的经济大萧条时期，高风险、高杠杆的封闭式基金跟着股市一起崩盘了，让这个行业变得多少有些声名狼藉。不过，虽然博格从小就有保守的倾向，但他也会有追求冒险的想法，银行对他来说可能有些过时了，他渴望创造机会，就像企业家那样，而银行可给不了他这样的机会。

为了弄清楚，博格咨询了他的表兄Edward L. Winpenny，因为他曾担任过研究员和经纪人。可是表兄的回答却很模糊。“你写了一篇关于共同基金业务的论文，”他提醒博格，“所以你应该能够弄清楚你是否想从事这个行业。你应该比任何人都了解如何应对其中的风险。”博格考虑得越多，就越不关心接受摩根的Offer可能带来的风险。博格认为共同基金行业充满了机遇。尽管威灵顿是一家小公司，但它有望扩张并多元化。于是他决定接受这一Offer。

在1951年年中，整个共同基金行业只有100万个账户，管理资产只有30亿美元。与540亿美元的寿险储备、740亿美元的储蓄存款和500亿美元的美国储蓄债券规模相比，这个行业的规模很小。换句话说，共同基金仅占这些储蓄计划1780亿美元总额的1.5%。而马萨诸塞州投资者信托和Investors Mutual这两家规模最大的基金占了整个行业25%的资产规模。

20世纪50年代的共同基金行业不仅规模小，而且经历着巨变。到1995年年中，马萨诸塞州投资者信托和Investor Mutual的市场占有率下降至行业的3%。随着公司的不断出现与消失，投资者甚至经常没有机会搞清楚这些公司的名字。在1951年行业排名前20的公司中，到20世纪90年代有7家已不复存在，这其中还包括原先的行业巨头。也有一些公司不仅幸存了下来，而且业务变得更加繁荣，甚至有的名字今天还家喻户晓。比如，在1951年，富达投资公司仅拥有6400万美元的资产规模和2%的市场份额，在行业内排名第16位；而到1996年，它成为全美最大的基金公司，拥有12%的市场份额。当初的

富兰克林资源基金的规模仅为250万美元，普信的规模仅为120万美元，Dreyfus的规模更是只有可以忽略不计的80万美元，这三家公司的总规模仅占行业的1%——的1/10。而到了1995年年中，这三家公司的总资产已猛增至2100亿美元，占市场份额的9%。

博格于1951年7月5日前往威灵顿资产管理公司工作。当时，该公司仅管理一只威灵顿基金，净资产为1.94亿美元，占全市场6.2%的份额。多年以后，摩根把聘请博格称为“我一生中为威灵顿基金所做的最好的一件事情”。除了对博格的学术背景印象深刻之外，摩根还喜欢他的年轻和缺乏经验，因为他喜欢雇用年轻人，让他们在工作中证明自己——他也将这一标志性特质继承给了博格。博格总是记得摩根给他机会，当时的摩根“是一位忠诚的普林斯顿大学生，一位看起来很害羞，梳着平头，有男孩子气，没有安全感，精力充沛，严肃且拥有可怕野心的年轻人，他给了博格第一个假期”。博格多年来一直与摩根保持密切的往来。1995年5月，博格亲自将威灵顿基金的资产管理规模突破100亿美元大关的消息告诉了摩根——这是两人共同庆祝的一系列里程碑之一。

博格最初在威灵顿位于费城Walnut街的办公室工作。当时他还不知道该做些什么，用摩根的话说，他被困在了角落里。尽管如此，博格还是仅用了很短的时间就让威灵顿资产管理公司的高管们注意到他。他很聪明，他了解每个部门的职能，毫不犹豫地在这些部门的工作中忙碌起来。

后来成为股票交易高级副总裁的James C. French，在博格入职前几天加入威灵顿。在博格刚进入公司时，他坐在了French的办公室里的一个空位上。威灵顿基金的执行副总裁 Joseph Welch 给了两人一些文职类工作。与此同时，为了提高基金销售额，威灵顿基金刚刚开始一项计划，该计划允许份额持有人将其从基金获得的分红自动再投资到基金资产中。Welch 给了博格和 French 一个任务，让他们展示该计划的好处。比如，展示15年前的1万美元用红利再投的方式，在1951年到底值多少钱。在计算过程中，博格打赌他可以用他的计算规则比French 使用最先进的旋转计算器更快地算出答案。结果博格果然赌赢了。

博格和French 同时也负责计算威灵顿基金每笔投资的平均成本。为了计算基金的资产净值，经纪人每天打两次电话——一次在中午，一次在市场收盘后——给基金会计部门提供每笔投资的价格。在每周的最后一个工作日，French 用他的计算器计算平均成本，而博格则用他的计算规则检查计算结果。经过几个月的文职工作，博格被晋升，负责协助摩根撰写基金报告，对接份额持有人，并且处理各种行政工作。

博格与每个人相处得都很好，他聪明、迷人且有趣。他和French 在办公室里用卷起的报纸和一个废纸篓玩“投篮”。如果他对某件事感到兴奋，那么威灵顿公司的其他人也会很兴奋，即使这件事与共同基金一点关系也没有。例如，在1951年的10月，纽约巨人棒球队奇迹般地追回了13个胜场差，在积分榜上追平了他们的死对头布鲁克林道奇队。按照规则，两队需要进行三战两胜的比赛决定冠军的最终归属。在前两场比赛中两队各胜一场，最关键的第三场比赛于10月3日下午举行。作为纽约巨人队的狂热球迷，博格在摩根的办公室里用收音机收听比赛实况，尽管办公室里的其他同事不乐意这样做，但当巨人队的 Bobby Thomson打出一记“再见本垒打”（“闻名世界的一击”）帮助纽约巨人队最终夺冠时，办公室里的每个人都狂欢起来。

博格在办公室里因棒球而激起的兴奋是他的领导能力的早期体现。尽管当时他没有头衔，但他用努力工作和对公司的责任感使自己成为办公室里顶尖的员工。“我显然是那种想要运作任何与我有关的事情的人，”他后来说，“我可能并非天赋异禀，但我非常有决心。”

1953年，博格成为公司的一名公共关系代言人，他给销售代表和行业团队做演讲，经常为平衡型基金站台。他最喜欢将平衡型基金比作一位时速50迈的司机，而股票型基金的时速则有70迈。他说第一个司机要么会到达目的地，要么就会把自己的车完全撞毁。因此，博格指出，股票型基金长期持有可以获得高回报，但风险更高，波动也更大。另一方面，平衡型基金在股票下跌时可以保护投资者，虽然它们的净值增长速度较慢，但它们更可靠。

摩根知道，对于博格这样多才的人来说，安排他做某个部门的负责人其实限制了他的发挥。因此，在1955年，他正式让博格成为他的助手。博格在

这个位子上待就是7年，借此机会了解了基金业务的方方面面。摩根给他的“弟子”很多机会，博格努力独立完成任务。他参与了整个公司的运作，涉及同投资部门的同事一起分析股票和债券，与基金会计一起计算数据，为摩根写信，为销售部门准备年度报告和备忘录。他知道如何在烦琐的图表中获取需要的数据，并汇集整理为公司的亮点。摩根和 Welch 都是严苛的主管，他们提出高要求的任务，仔细审视博格的工作，直到他们觉得完美。他们曾经要求博格把一封信修改了5次。有了这些榜样，难怪博格在日后也变成了这样的老板。

1956年之夏

在1956年夏天，博格邀请朋友们一起来到他和他的兄弟们在新泽西Bay Head的夏季别墅。那年春天，音乐剧《窈窕淑女》风靡百老汇，博格坐在高保真音响旁边听着歌剧。在没有纽约巨人队比赛或者不听音乐的时候，博格通常会去球场和他的兄弟们打篮球，或者与他普林斯顿大学的同学兼好友 John J. F. (Jay) Sherrerd一起打乒乓球。博格还在宾夕法尼亚Merion的 Sherrerd家中度过了很长一段时间，并被她妹妹Eve所吸引（在他们刚认识时博格20岁，Eve15岁。Eve帮她哥哥擦马靴，他对此印象深刻）。Eve于1951年毕业于Shipleigh学校，之后又于1955年从Smith学院毕业。毕业后不久，博格就开始追求她。他们于1956年7月订婚，并于当年的9月22日结婚。他们建立了一个稳定的家庭，养育了6个孩子：Barbara出生于1957年，Jean出生于1958年，John Jr. 生于1959年，Nancy生于1961年，Sandra生于1967年，还有Andrew，他出生于1971年。



到了20世纪50年代末，博格已有足够的自信试图说服摩根采用一个新的投资策略。多年以来，威灵顿模式取得了成功，其保守的投资策略帮助它在1929年的股市崩盘和20世纪30年代的经济大萧条中幸存下来。建于二战后的分销体系加上共同基金行业的迅速扩张，使威灵顿基金的资产规模在1953年12月增长到2.8亿美元，到1957年12月又增长到6亿美元。然而到了20世纪50年代末，威灵顿模式却遭到了质疑。博格认为，平衡型基金正失去其吸引

力，威灵顿资产管理公司应该通过引入新的基金来扩张。与威灵顿基金相比，它的竞争对手在牛市中为投资者赚了更多的钱。

说服摩根改变并不容易，因为他一直认为把业务集中在一只基金——并且是平衡型基金——是自己的优势。他一直能够说服经纪人相信平衡型基金可以降低投资的风险。摩根的伙伴们也真诚地相信卖那些只投资于股票的基金风险太大，因此可能会违反其对基金持有人的受托责任。作为证据，他们指出那些管理股票型基金的公司业绩表现并不好，而且其基金的份额也并没有上升。摩根的团队还认为，运作多只基金会增加公司的开支。业内只有很少的公司有管理多只基金的经验，传统的看法是，如果管理的基金数量翻倍，那么运营开支也会自动地翻倍。例如，新增一只基金可能就需要增加一个投资管理团队，增加其他资源。

然而，博格着眼于未来，他认为如果威灵顿资产管理公司始终坚持一个策略，就会面临风险。他认为公司应该不仅仅有一只平衡型基金，还应有一只成长型基金、一只收益型基金和几只债券基金。但是此时，博格对摩根及公司高管的影响力依然有限。对他们来说，平衡型基金简直是福音，而发起新基金就是异端邪说（后来，先锋集团的工作人员喜欢说摩根把资源集中在一只基金的策略同Henry Ford的市场策略很相似：“你可以拥有任何颜色的车，只要它是黑色的。”）。

威灵顿资产管理公司并不是唯一对新基金有抵触情绪的公司。当时很少有公司准备发行新的基金。即使是那些发行了新基金的公司，行动也非常谨慎。当博格回想起马萨诸塞州投资者信托早期决定发起第二只基金时，他笑了起来。在当时那个行业普遍缺乏创造性的时代，马萨诸塞州投资者信托的第二只基金名字叫作——马萨诸塞州投资者基金二号（后来更名为马萨诸塞州投资者成长股票型基金）。

博格决心解决问题，他推断，如果日后基金行业想通过创新来吸引新的客户，那么单一基金的策略就像把集体的智慧埋进了沙子里。在他的普林斯顿大学的毕业论文中，他提出了许多潜在的新基金产品，包括“由免税证券构成的基金，由特定区域行业证券所组成的基金，以及为养老金和信托基金

的需求定制的投资公司等”。在此基础上，他为公司写了一份初步的商业计划，该计划书将未来的威灵顿描绘成一个拥有多产品类别的基金超市。

尽管博格试图扩大威灵顿资产管理公司的业务范围，然而摩根却越来越清楚地表明他希望培养博格成为他的继任者。但是，晋升的机会必须由他自己争取，博格需要展现他的主动性与创造性。尽管他自己不愿意改变，但摩根依然希望他的继任者是一位积极的活动家。在寻求威灵顿的战略转型时，博格正好符合标准。

博格多次听到反对改变的观点，但他也听到投资者和经纪人在敦促摩根发行股票型基金。到1958年，博格确信是采取行动的时候了，他向摩根建议，威灵顿发行一只纯股票型基金。

而与此同时，摩根也已做好了改变的准备，因为他确实感到平衡型基金已逐渐失宠，大家对风险更高的股票型基金更有兴趣，而且“风险”也早已不像在大萧条时期那样是一个“丑陋”的词语。更有吸引力的是，最近在华尔街首发的新基金募集都非常成功。因此此时发行新基金可以帮助公司获得更多“种子资本”，让新基金的运作实现规模经济，更有利于提升威灵顿资产管理公司的盈利。

在证实了新股票型基金可以得到来自投资人和赞助商的资金后，摩根将祝福送给了博格，而此时博格正在紧张地准备威灵顿股票型基金的招募说明书（这个基金名称也表明博格和摩根并没有比他们的竞争对手马萨诸塞州投资者信托在起名时更有想象力。后来，在1963年，该基金被更名为“温莎基金”）。在摩根的背书下，博格在1958年提出了让公司走向变革之路的计划，摩根赞同“变革是必要的”这个观点，尽管他的想法并不像变革计划里所描述的那样，指出其目的仅仅是为那些自认为已经有足够固定收益投资的投资者提供股票型产品而已。

新基金的设立是博格在威灵顿资产管理公司的职业生涯的转折点。他已经迈出成功的一步，而摩根也会告诉其他人，博格终有一天会带领公司走上快车道。与此同时，新基金的诞生意味着博格获得了他的第一个职务：威灵

顿股票型基金的秘书。随着职位同时出现的还有烦琐的工作，比如会议记录、协助对接，以及在公司挂照片。领导变革并非全意味着名气与荣耀。

第4章 天作之合

© 译者：Tim 华夏基金

摩根临近退休，为博格的成就感到自豪，他与 TDP & L 团队一起参加了鸡尾酒派对，并向他们娓娓讲述20世纪二三十年代发生在共同基金行业的故事。

尽管许多观察家都在怀疑威灵顿股票型基金的未来，但它旗开得胜，开了个好头。受股市大幅上涨的带动，该基金的首发规模在当时的共同基金发行中排名前三，新增募集资金超过3,300万美元，而威灵顿基金此前花费了17年时间才实现上述规模，1959年年底总规模达到4,400万美元。这一良好的开端使威灵顿股票型基金成为该行业的一只新锐基金，并且在1959年年底的管理总资产规模跨过10亿美元的门槛，帮助威灵顿维持了全美最大的共同基金公司之一的地位。

1960年1月，在公司管理规模刚刚达到10亿美元的水平后，摩根通过向投资者出售股票而实现将威灵顿资产管理公司上市。他创设了两类股份——867,800份A类股，每股有1票投票权，10,000份B类股，每股有250票投票权。摩根给予威灵顿资产管理公司的部分高管购买A类股票的权利，并为他们购买股份提供资金。例如，博格购买了10,000股A股，每年定期偿还公司提供的借款。B股的所有者，则主要是摩根和Welch，他们在大约340万票的投票权中控制了250万票，保留了对公司的绝对控制权。

心脏之恙

正当步入事业上升期之时，博格遭遇了重大的个人挫折。他的身体向来很健康，在1956年，他进行了体格检查，医生诊断他的心脏没有任何问题，毫无疑问，这是医生最后一次对他的心脏做出正常诊断结果。在1960年的凉爽的劳动节周末，博格与他的姐夫Jay Sherrerd打网球。博格当时31岁，

Sherrerd 30岁，所以没有理由相信一场简单的网球比赛可能会对他们两人的身体造成伤害。但是，当博格开始在第一盘中间出场时，他突然感到一阵疼痛，并看到了一道闪光。

“你没事儿吧？” Sherrerd问他那看上去茫然的小舅子。

博格低声说：“Jay，我得停一会儿。”在屏住呼吸之后，他说：“或许你不相信，但我想我刚才才是心脏病发作了。”两人都笑了起来，因为这个想法看起来很荒唐。

令人难以置信的是，这两名男子重新开始了比赛。博格甚至赢得了这场比赛，那是他在那个夏天第一次打败Sherrerd。但是他又开始感到不适，于是他们从球场出来开始谈论生意，博格靠在一棵树上。博格休整了一下，直到可以开车回家，但是一到家，他又开始觉得不舒服了，所以他的妻子 Eve 带他去看医生，医生把这个问题诊断为心脏病，后来把他送到医院，住院6周。“我遇到了很多麻烦。”博格回忆说。

博格后来遭受过5次更为严重的心脏病发作。有一次在打壁球时，他的心脏骤停。他的对手，费城经纪公司执行官Raymond H. Welsh通过按压博格的前胸来抢救他。还有一次，他在离开会议后，昏厥在费城火车站，再次住院。他还曾在学校礼堂心脏骤停，两位医生到达现场后使用CPR让他的心脏再次跳动。掐着手指过日子变得很平常，因为医生私下悲观地预测博格长命的可能性较低。

虽然他的同事们担心他，但博格仍然继续全力投入工作。他一直是一个坚强且有决心的人，但此时他有了一些真正需要的东西。他知道他的生命是不稳定的，但他并不准备退出事业在家休养。“我一直以极大的热情和专注力投入到所有我必须要做的事情上，这让我觉得生命更有意义，”他低声说着最后一句话，好像他不想让任何人听到，“继续工作肯定比什么都不做好，等着死神（Grim Reaper）来吧。”



尽管威灵顿股票型基金有着成功的开端，但20世纪60年代初对威灵顿并不友好。新一代的投资者正在涌现，他们拥有更多的资金，更愿意用这笔钱来冒险。尽管如此，威灵顿依然严重依赖于保守的平衡型基金，因为它遵循了传统的投资风格，而且为公司带来95%的收入。平衡型基金凭借其高比例的债券持仓，在1929年股票市场大崩盘中表现优异，老一代的投资者对于保守型基金偏爱有加，而新一代投资者则对债券嗤之以鼻。新一代投资者不太关心如何保住自己的血汗钱，而是更加关注新兴的“高收益”基金，尽管面临风险，他们仍然梦想着去搏杀。与新的激进的投资风格大相径庭，威灵顿的行业规模和份额下降，因为平衡型基金的市场份额从1955年的30%下降到1964年的20%。

1958年威灵顿股票型基金的发行并未极大地改善公司的盈利状况。虽然过去三年表现良好，但新基金在1962年遭遇灾难。1964年6月基金经理变更为John B. Neff（约翰·聂夫）（他将以此种身份任职到30多年后退休，同Peter Lynch（彼得·林奇）和Warren Buffett（沃伦·巴菲特）一起，赢得了真正的投资大师名声。聂夫当了31年基金经理，在1964—1995年年化收益率为13.7%，同期标普500指数的年化收益率为10.6%）。

对威灵顿股票型基金为数不多的热情来自威灵顿基金的几个持有人，他们起诉了威灵顿股票型基金，声称它与威灵顿这一名称貌合神离，并坚称威灵顿基金（Wellington Fund）对该名称享有专有权。该诉讼于1963年结案，威灵顿股票型基金同意将其名称更改为温莎基金（Windsor Fund）。由于新的基金被赋予诸如威斯敏斯特（Westminster）和韦尔斯利（Wellesley）这样的名字，基金命名以W开头并充满英式风格的惯例被保留下来。即便在先锋集团成立之后，这种做法也被引入到沃里克基金（Warwick Fund）和怀特霍尔基金（Whitehall Fund）。

尽管威灵顿资产管理公司所管理的资产在1965年超过了20亿美元大关，但其基金份额的销售量在1965年和1966年持续下降。为了改善这种状况，该公司连续招募了多名基金经理，但投资表现持续落后，基金份额的销售量继续下滑，基金份额遭受赎回的危险性仍然很高。博格相信公司需要一些新的

东西来推动规模增长，他脑海里全是“到底是什么新东西”这样的问题。股票型基金（股票仓位较高的基金，高风险基金，“go-go fund”）在该行业中占据了一席之地，新增销售额占比从1955年的21%的上升到1964年的40%以上，1966年达64%。但博格知道，在内部打造一只股票型基金并不是一件容易的事，因为打造温莎基金的经验已经证明了这一点。

生命之血

新的资金流是基金公司的生命线，因为基金公司的绝大部分收入来自从其管理的基金资产中提取管理费用和其他费用。1970年，在投资于基金的每1,000美元中，典型的基金公司就会收到10美元来支付基金的运营费用，包括投顾费用、广告和营销成本，以及管理公司的利润。

总之，基金必须不断以投资者购买基金份额的形式注入新的资金流。首先，要发展到一个有效的规模，这有助于实现投资组合的充分多样化；其次，要达到收费能够覆盖营业费用的规模；再次，能够应对随着资产增长而增加的基金份额赎回；最后，能够给基金管理公司带来利润。在此基础上，一家拥有10亿美元资产的基金公司将主要以投顾费的形式获得约1,000万美元的收入。如果新注入资金流量将管理资产增加到20亿美元，那么收入将增加一倍，达到2,000万美元，而管理费用往往不会大幅增加。

从博格的角度来看，一个可行的选择是为现有基金收购一家投顾公司并将其合并到威灵顿资产管理公司。在当时这似乎是一个革命性的想法，但威灵顿资产管理公司正陷入它的过去，革命性的想法正是它所需要的。博格在帮助发展温莎基金时已经试图解放公司，但他最近的想法——并购，将代表一个更为翻天覆地的变化。通过一系列的游说，博格拥有足够大的把握将其付诸实践。1962年，摩根将他晋升为行政副总裁；1965年，博格被任命为执行副总裁，摩根和Welch 嘱托他不惜一切代价帮助公司扭转局面。

博格对兼并的前景感到十分兴奋。兼并可以为威灵顿提供严重缺乏的投资管理人才。通过让公司摆脱一成不变的保守运转，兼并可以促进销售额、增大管理资产规模，并迅速扭转公司局面。它甚至可能帮助公司开拓共同基金业务之外的业务，让威灵顿资产管理公司涉足机构投顾业务。博格认为这

个想法很完美。他后来用带着一丝苦涩的声音说道：“如果你既愚蠢又不耐烦，那么你说：‘让我们合并吧，我们马上就能解决所有问题，这将是天作之合。’实际上并不那么简单。基本上，兼并对于其中一方总是不利的。”

不幸的是，博格得出这个结论只是后见之明。在1965年年末，他正在寻找那种理想的天作之合的机会。在与当时最大的经纪公司之一贝奇公司（Bache&Co.）的全国基金销售经理John C. Jansing共进午餐时，博格偶然提到威灵顿资产管理公司遇到的困难，他希望收购一家拥有投资人才和绩优基金的公司。而Jansing知道有可能适合这一需求的投顾。“如果你真的想与一个擅长股票投资的基金（股票型基金）合并，波士顿有一个团队，”Jansing说，“他们还有一块由四个人负责的不错的咨询业务，你会非常满意。”

“股票型基金”，这个短语可能正是博格厌恶的，因为这与他保守的、坚持到底的哲学截然不同。然而，当他意识到Jansing正在谈论Ivest基金时，他的耳朵竖了起来，这只基金在当时是业内最热门的基金，是此前5年表现最好的基金，但它对大多数投资者而言仍是相对未知的。该基金几乎从一开始就取得了巨大的成功，在1959年第一年的运作结束时累积了100万美元的资产。在接下来的6年里，它的总回报率达到了389%，管理的资产增长到了1700万美元，而标准普尔500指数在同期仅上涨了94%。Ivest 的投资策略显然比威灵顿基金或温莎基金的投资策略更激进一些，但这或许正是威灵顿资产管理公司翻身的关键。

管理 Ivest 基金的是一家名为 Thorndike, Doran, Paine&Lewis, Inc.（TDP&L）的咨询公司。它的四个合伙人都在35岁以下，但公司管理的资产总额已达到2亿美元。除了Ivest基金之外，TDP&L还建立了蓬勃发展的咨询业务，包括其客户企业养老基金、大学捐赠、宗教机构和工会。威灵顿资产管理公司尚未介入蓬勃发展的养老基金管理业务，但博格认为养老金管理与共同基金行业的协同效应可能会使公司受益。TDP&L的合伙人很快就会出现于Martin Mayer的《华尔街的新一代》（The New Breed on Wall Street）中，这本书有一个具有讽刺意味的副标题（如后来的事件所证明）——“那些赚钱的男人走了”（The Men Who Make the Money Go）。

对TDP&L的追求始于1965年年底。博格与Robert W. Doran和W. Nicholas Thorndike谈判了兼并的细节，这两位代表了TDP&L的四位合伙人。如果匹配人格非常重要，那么兼并谈判应该是在他们开始之前就失败了。博格外向、精力旺盛、充满自信；Doran却宁静到羞怯的地步，而不是情绪激动，他不愿站在聚光灯下。与博格不同，他不想坚持只有他知道什么是对的。作为一个喜欢用广泛的笔触描绘出问题并将细节留给其他人的人，Thorndike也非常不同于博格，他是一位亲力亲为的人，他确信他掌握了每一个细节。

但奇怪的是，博格和Doran间立刻发生了美妙的化学反应。“我喜欢他，”Doran在将近30年后说，“我发现他非常聪明，非常热情。他很活泼，最初的谈话非常积极。”Doran与博格相处有巨大的好处，因为尽管基金业绩表现良好，但TDP&L相对较小，缺乏强大的销售系统来营销其基金。相比之下，威灵顿资产管理公司的销售能力强大，提供的行政管理和营销能力将与TDP&L的投资管理技能完美结合。威灵顿资产管理公司与TDP&L之间的兼并可能会在共同基金行业产生强大的新生力量。

TDP&L的合伙人受到了这个领域的巨人追捧，他们享有与传奇的摩根相同的声望。后来，67岁的摩根承认威灵顿资产管理公司必须成为一个更具进取型的企业。摩根临近退休，为博格的成就感到自豪，他与TDP&L团队一起参加了鸡尾酒派对，并向他们娓娓讲述20世纪二三十年代发生在共同基金行业的故事。随着满头白发波浪般地颤动，摩根散发出自信和稳重、保守和成熟交织在一起的气息，让TDP&L合伙人的头脑放松了对兼并的关注。然而波士顿人很自信，他们可以为不景气的威灵顿基金和温莎基金提供一臂之力。Robert Doran告诉博格：“我已经迫不及待地希望你把威灵顿基金交给我。”至少在当时，这些话对博格来说非常动听。

大约30年后，博格的声音充满沮丧，因为他回想起一件可能破坏并购TDP&L的事情——这是一个诱人的机会，让他的好朋友Paul F. Miller, Jr.（费城一家投行DrexelHarriman Ripley公司的合伙人）于1966年年初进入威灵顿资产管理公司。Miller和他的合伙人Jay Sherrerd，也就是博格的姐夫，在DrexelHarriman Ripley的机构研究部门获得了良好的声誉。然而，

Miller越来越沮丧，因为他花在研究上的时间更少，管理人员的时间更多，所以他决定是时候变动了。一天晚上，Miller在家中拜访了博格，并建议他们两人联手。博格将负责威灵顿资产管理公司的行政和营销方面的工作，而Miller将负责投资管理方面的工作。

博格因他的好运而不知所措。在为威灵顿资产管理公司资产实现多样化并可能提高其基金业绩表现机会的谈判中，投资咨询领域最耀眼的明星之一Miller有意加入威灵顿团队并成为团队领导人之一。考虑到与TDP&L正在进行的兼并讨论，博格告诫Miller，波士顿团队的投资策略可能会与威灵顿更为保守的理念发生冲突。当Miller对威灵顿与波士顿团队合作是否会有兴趣表示严重保留意见时，博格面临两难困境。博格必须做出选择。

尽管博格对与Miller合作的可能性很感兴趣，但这个想法有其缺陷。如果没有TDP&L团队，那么博格和Miller之间的合作意味着没有股票型基金。此外，与TDP&L的兼并谈判进展太快，根本无法停止。然而，博格并不想失去他朋友的才能，即使兼并继续并最终完成，他仍一直试图说服Miller加入威灵顿资产管理公司。他提议他和Miller可以经营费城基金，而波士顿合伙人也可以经营Ivest基金和TDP&L咨询业务。

Miller最终同意了博格的建议，并预计在当年7月，他和家人到博格夏季在纽约普莱西德湖的家中访问的时候完成交易。威灵顿资产管理公司自1963年以来担任总裁的Joseph E. Welch满怀信心地起草了一份新闻稿，宣布Miller将加入该公司。然而，Jay Sherrerd并不想失去他的伙伴，所以他努力让Miller留在Drexel，让Miller相信他和博格不可能一起工作。

“你们都必须成为老板，”Sherrerd告诉他，“博格是一位经验丰富的实干型经理人。而你讨厌细节，讨厌有原则的人，我无法想象博格告诉你你该怎么做，或者你告诉博格他该如何做。”

在新闻稿发布之前，Drexel向Miller提出了一个他无法拒绝的提议，包括大幅度的加薪以及运作他自己的个人投资基金的机会。虽然博格的这次尝试失败了，但多年后他和Miller都认同他们俩之间的合作即使当年开始了最终也很可能不会成功。“我们都是非常理性的人，”Miller说，“但是我

比博格更有妥协性和理性，我认为我们最终会发生一些实在的冲突。那时，我们都认为自己是不可或缺的。”



1966年春，经过9个月的谈判，与TDP&L的兼并取得积极的结果。博格在回应兼并对他来说并不合适的评论时，只是说：“每个人都喜欢交易。”博格非常有信心，认为兼并不会导致矛盾和冲突，他同意在摩根和Welch将放弃的10,000个威灵顿资产管理公司B类投票权股份中给四个波士顿合伙人每人分配1,250股，占公司投票权的大约33%。加上他们在兼并中获得的148,000股A股（当时价值约为400万美元），四个TDP&L合伙人将控制该公司40%的股份。不过，博格拥有4,000股B股，而他拥有自己的A股，可以控制28%的投票权。在他急于完成兼并时，博格低估了放弃如此多的投票权潜在的危险。“我有一个天真的想法，认为我至少可以说服他们中的一个担任我的职位，那样做的结果就是我有38%的股权，与其他持有30%的股权的三人抗衡，”博格后来说，“与其说是天真，不如说是愚蠢。”

兼并协议是在1966年6月6日达成的。在几十年后，博格对这一天记忆犹新。这是双方庆祝的时候，因为兼并似乎没有任何缺陷。《机构投资者》杂志（Institutional Investor）写道：“汇集威灵顿庞大的资产、斐然的声誉和强大的市场营销能力，以及Ivest团队的研究、投资管理人才和其基金的声誉，这是一个巧妙而完美的结合。”为了纪念这个机会，博格制作了一些银质小托盘，并将它们赠送给四位波士顿合伙人。在每个椭圆形托盘的中间镶上一块银元，上面刻有Peace一词。

尽管一切看起来都很好，但却有人对兼并持怀疑态度。耀眼且富有争议的Bernard Cornfeld在瑞士管理的海外基金中基金拥有威灵顿资产管理公司A股的10%，他对TDP&L几乎没有信心，并相信Ivest基金取得空前的业绩仅仅是侥幸因素。他告诫博格，博格把自己置于了困境之中，因为即使Ivest基金开始失势，他仍然会被波士顿公司羁绊。更糟糕的是，Cornfeld认为如果情况变得糟糕，那么波士顿团队可能会试图解雇博格。Cornfeld对此次兼并表示反对，因此他透露计划起诉威灵顿资产管理公司来阻止这件事。当博格得知

这一可能发生的诉讼时，他立即飞往日内瓦与Cornfeld会面，希望他改变主意。

Cornfeld 向博格说：“瞧，这次兼并很荒谬，来自波士顿的那些人认为他们拥有所有优势，知道如何获得资金来运作。你会发现问题是，如果他们未达到你的期望，那么不是你可以摆脱他们，而是他们会摆脱你。你迟早会发现这一点的。”

博格不确定到底未来会如何，但不论Cornfeld多么强烈地反对兼并，他最终还是说服Cornfeld 放弃了诉讼。

第5章 权力斗争山雨欲来

© 译者：Tim 华夏基金

事实上，兼并慢慢开始困扰博格，他开始质疑波士顿合伙人的言辞，并怀疑他们在投资管理业务方面是否真的如他们自诩的那样擅长。

随着威灵顿资产管理公司与TDP&L兼并谈判的进行，摩根做出了一项使他至少暂时保留对威灵顿资产管理公司的控制权的决策。截至1966年1月1日，摩根拥有威灵顿资产管理公司10,000股B类股中的7,600股；其余2,400股由威灵顿总裁兼首席执行官Joseph Welch持有。摩根知道最终他必须将新公司的部分所有权移交给波士顿合伙人，但他不愿过早地放弃对他亲自创立和培育起来的公司的控制权。

因此，他构造了一个巧妙的计划。他并没有立即给博格和波士顿合伙人新公司部分的所有权，而是安排他们在兼并完成5年后方可获得上述所有权。在这5年内，将上述有表决权的股份放置于摩根指定的投票信托中。这种安排将使董事们有机会来断定兼并是否有效。当投票信托于1971年4月1日终止时，确定各个人在威灵顿拥有多少实际所有权的10,000股B类股将被重新分配，其中4,000股将分给博格；而Thorndike、Doran、Paine和Lewis各分得1,250股；还有500股分配给Doran聘请来负责日常基金管理的Walter M. Cabot。最后剩余的500股将留作未来股票发行之用。因此，在兼并完成的5年后，主要负责人将拥有最初达成一致的数量，博格对公司拥有28%的投票权，四个波士顿合伙人各占10%，剩下的32%将主要由公众股东持有。

公司之躯

与普通的公司一样，共同基金也设有董事会（包括外部独立董事）。然而，共同基金并没有真正意义上的业务人员或者雇员。在许多观察人士眼中，这只是一个公司的躯壳。共同基金惯例上与单独的实体（这里是威灵顿

资产管理公司）签订“管理协议”，提供一系列服务，包括聘用业务人员。总之，除了非坐班的董事之外，没有人可以代表基金行事。

管理公司设立基金和基金的董事会，董事通过合同授权管理公司提供基金所需的全部服务。如果管理公司决定对服务基金的业务人员进行更改，那么基金实际上除了接受指定的个人之外没有别的选择。基金唯一可做的是终止与管理公司的合同。不幸的是，这是不切实际的选择，因为如果没有管理公司，就没有人管理基金的日常运作。

在威灵顿资产管理公司组织内，每只基金都有自己的董事会，其中大部分董事都与该公司无关。每只基金都由同一拨人组成董事会，而这拨人整体上被称为基金董事会。

在兼并完成后，双方同意博格任公司的总裁兼首席执行官。然而，从健康角度来看，1967年对博格来说并不是很好的一年。他经常住院，有一次他离开办公室长达6个星期，这是他未能参与工作的最长时间之一。

博格因患有心脏病导致的心律失常，在1967年春季到克利夫兰诊所（Cleveland Clinic）安装起搏器。该诊所拥有心导管术领域的专家，是当时全美能够安装心脏起搏器的为数不多的医院之一。博格的状况很差，克利夫兰心脏项目的一位高级心脏病专家悲观地预测博格将不能继续工作下去。

博格后来仍旧清晰记得起搏器植入手术那噩梦般的场景。“他们把起搏器放入锯中，打开我的肋骨，并在胸部切出一个很大的大洞，然后把这个该死的东西扔了进去，差点儿把我给弄死。那次是我离死亡最近的一次，我经历了心脏骤停，但我非常幸运地度过了那段时间。”

博格在整个夏天继续遭受心脏病的困扰。然而，真正令他感到不适的是，在他的心脏病情得到稳定和好转之前，Bob Doran和Nick Thorndike这些日常管理波士顿的业务的人都害怕宣布他被任命为新公司的总裁兼首席执行官。在夏季的某一天，Doran来到医院，告诉博格他们计划推迟这一任命，直到他的健康状况得到改善。博格对此表示愤怒而又无奈。

安装起搏器后不久，博格发现心脏问题并没有改善，所以向周围的人打听美国最好的心脏病专家。大家一致认为他应该尝试联系波士顿布里格姆妇女医院的Bernard Lown医生。Lown是心脏心律失常新兴治疗领域的先驱，发明了可以将不规则心脏震荡调整为正常节律的除颤器1981年，Lown与其他人一起发起设立国际防止核战争医生组织，因此在1985年被授予诺贝尔和平奖。Lown代表该组织与其他联合创始人——苏联心脏病专家Eugene Chazov一起接受了该奖项。

Lown回忆，威灵顿资产管理公司董事会的一名高级成员在Lown为博格进行身体检查之前打电话给他，该成员解释说董事会即将任命博格为公司总裁，因此希望深入了解他的健康状况。具体而言，他们想知道博格的预期寿命，如果只有几年，那么他们不想让博格担任该职位。Lown答应在完成检查后再联系该董事会成员。

当博格在1960年第一次心脏病发作时，被诊断出患有心肌梗死，Lown后来将其描述为由于冠状动脉闭合导致的心脏病发作，从而导致心脏肌肉坏死。然而，当Lown在1967年为博格做检查时，他做出了一个截然不同的论断——在1960年，博格遭受了剧烈的心律紊乱。Lown说道：“很显然，他的生命是短暂的，他能再活5年，最多10年，我很困惑他在1960年到1967年间是如何很好地应对健康挑战的。身体应该是一直在变差，或者说在恶化，但是这个有活力的年轻人并没有因为重大的心脏疾病而变得糟糕。”

在进行电动跑步机测试时，Lown预测博格将像其他心脏病患者一样，只能坚持7分钟而无法通过测试，但博格持续了18分钟。一种解释是，他没有坏死的部分心脏肌肉仍然强壮。但另一个较不科学的解释是——Lown称其为“约翰·博格因子”——“一个人要克服困难、坚持下去的意志，这是医学界一直难以解释的神秘力量。”在测试结束后，Lown联系了询问博格预期寿命的威灵顿董事会成员。他显然彻底打消了董事会的顾虑，因为1967年11月董事会宣布博格被任命为新公司的总裁兼首席执行官。

机缘巧合

1966年，是兼并开始的那一年，也是博格一生中很重要的一年。一位于1965年毕业于波士顿学院、正在攻读宾夕法尼亚大学沃顿商学院MBA的年轻人此时正着手撰写一篇名为《共同基金行业的营销》（The Marketing of the Mutual Fund Industry）的论文。那年暑假，在富达公司（Fidelity）实习时，有同事建议这位年轻人可以向博格求助，所以年轻人在这一年的秋天拜访了博格。博格是他为撰写论文而在Fidelity员工之外采访的唯一一人。如果博格知道他的这位客人有一天会成为行业传奇人物，他可能会让他留在威灵顿资产管理公司工作。但这发生在1966年的秋天，而Peter Lynch（彼得·林奇）担任富达麦哲伦基金（Magellan Fund）基金经理的辉煌职业生涯的开始是在很多年之后。

同时，Lown告诉博格他本人对起搏器种植体的运作机理是持保留意见的。此外，他发现了一个当时来看十分紧急的问题——心脏过于迅速地跳动而无法起到泵血的作用，这是一种潜在的致命情形。幸运的是，Lown从博格那里了解到这种情况在他一大早起床以及他进行剧烈运动时容易发生。针对这种情况，Lown提出博格在那些时段服用高剂量药物进行抑制的方案。Lown说：“约翰·博格之所以会出现这些状况，主要是因为他非常容易兴奋，当他醒来或进行比赛的时候容易分泌大量的肾上腺素，当他进入拳击场时，他就像是一名非常出色的职业拳击手。”

之后一个月，博格继续留在波士顿医院，在那里他进行了一系列压力测试。在后来的住院治疗中，博格顺利通过了50次独立的运动测试，打破了医院的纪录，所以护士们为他举办了一个派对，甚至拿出她们的相机永久地记录下这一场面。博格遵照关于药物治疗的医嘱，按此治疗，通常能够在未来8年内发挥正常的效果。就博格而言，Lown最大的成就是极大地改善了博格的健康状况，以使他能够重拾他喜爱的网球和壁球运动。



在兼并完成之后，威灵顿资产管理公司的投资策略变得更为激进。到1968年，其新销售规模的大部分（70%）来自Ivest基金。1961年年底，Ivest基金资产总额约为100万美元，而到1966年年底，资产总额已接近5,000万美

元，两年后累积到3.4亿美元。在1961—1966年这5年期间，Ivest基金是全美排名最高的基金，甚至比Edward Johnson III旗下由传奇人物Gerald Tsai管理的富达趋势基金（Fidelity Trend Fund）和富达资本基金（Fidelity Capital Fund）还要领先（Tsai于1970年离开富达后，成立了曼哈顿基金（Manhattan Fund）和他自己的基金公司，像Ivest基金一样，曼哈顿基金在1969年年底遭遇暴跌）。

为充分反映威灵顿资产管理公司新的攻势，威灵顿基金在1967年11月30日的年度报告中的文字表述有些不同寻常的基调。在那份报告中，摩根主席建议，尽管威灵顿基金的“保本、合理的当期收入和适度风险下的利润”的投资目标仍然具有意义，但需要做出改变以使投资组合符合当代的理念和机会。“我们选择‘动态保守主义’作为我们的哲学”，摩根写道。

动态保守主义对于保守派摩根来说是一个奇怪的表述。由于相信缓慢、稳定和谨慎的投资方法，他总是回避像“动态”这样时髦的形容词。新的摩根无疑是不断变化的行业以及Bob Doran、Nick Thorndike和Walter Cabot这三人影响力的共同产物。这个表述看起来是摩根说的，但似乎更多的是Ivest基金背后的人促成了这句话的形成。

在兼并完成之后，威灵顿资产管理公司的局势发生了变化，这似乎是好事。Ivest基金继续保持名列前茅，截至1968年年底，其资产达到3.4亿美元，创纪录地连续两年增长，这在迅速发展的共同基金行业内光彩照人，甚至在非常受投资者关注的高风险基金中大放异彩。为了充分利用公众对进取型基金的热爱，威灵顿资产管理公司发行了更多的基金。开拓者基金（Explorer Fund，投资于新兴公司的股票）于1967年12月发行，随后公司于1968年发行了Technivest基金（基于股票市场技术指标进行投资），于1969年发行Trustees' Equity基金（从名称上看不出投资特征，主要通过股票价格短期趋势和快速的换手进行投资）。所有这些新基金都是风险导向型的、非常激进的，受到经纪人和投资者的热情追捧，在波士顿销售一空。然而最终，所有这些基金在后来都未能提供有竞争力的投资回报，在随之而来的

1972—1974年的熊市中，所有基金都面临价格大幅下挫的局面。截至1977年，只有开拓者基金幸存了下来。

于1968年新成立的一只进取型基金，在其创立过程中发挥了特殊的作用。具有讽刺意味的是，为解决与威灵顿基金和Ivest基金日益严重的问题，以威灵顿的保守派创始人之名命名的 W.L.Morgan Growth Fund成立。在早些年，投资者几乎都不会在基金之间来回转换他们的资产，而是倾向于将资金放在一只基金中进行长期投资。然而，这时候，销售机构受到来自客户的压力，客户要求他们将客户的资金从一般的威灵顿基金转出到热门的Ivest基金中，而无须支付额外的销售费用。销售机构于是向威灵顿资产管理公司施压，要求公司允许投资者进行这样的自由转换。

但是，博格反对这一做法，他担心保守的威灵顿基金的持有人将被更激进的Ivest基金的业绩所吸引，而未注意到所承担的风险大大增加。他提出了一个解决方案：建立一只全新的基金——W.L.Morgan Growth Fund，该基金足够进取，在能够吸引那些希望像Ivest基金一样有良好业绩的投资者的同时，又不会过于激进，纵使新基金表现欠佳，投资者也不会遭受巨大的损失（博格原本打算使用Morgan作为新基金的名字，这引起了Morgan Stanley & Co. 和Morgan Guaranty Trust Company的不满，后来威灵顿管理层同意在基金名称中添加其创始人的姓名首字母，于是争议很快就解决了）。在经历了一段糟糕的日子后，20世纪70年代，W.L.Morgan Growth Fund成功录得良好的长期业绩。该基金早期增长较为缓慢，但到1995年，资产总额达到12亿美元。

无视波士顿团队对保守型基金的深恶痛绝，博格在1970年建议公司发行债券型基金。博格一直有着逆向思维的本能，他受到《机构投资者》杂志封面插图的启发，将债券形容为恐龙。这是一个让他通过发行一只被行业人士普遍认为是濒危物种的债券型基金来测试他的直觉的机会（在1970年，债券型基金只有10只，而到1996年有3,000多只）。波士顿团队对这一建议感到震惊，威灵顿资产管理公司的董事们也没有同意此项提议。

“这是我听说过的最愚蠢的想法，” Stephen Paine（波士顿四个合伙人之一，也是博格团队中一个重要人物）说，“债券是过去时了。”

“不！债券是未来！” 博格回答。

博格向对此更加悲观的基金董事提出了这个想法。当博格提出推出包含60%的债券和40%的股票（Income Fund）的妥协性方案后，威灵顿资产管理公司的董事和基金的董事都批准了它，这只基金—Wellesley Income Fund 于1970年年中开始运作。尽管如此，博格仍然坚持认为全债基金会取得成功，最终在1973年年初获得两个董事会关于成立Westminster Bond Fund的批复。

从1973年开始，威灵顿资产管理公司旗下有10只基金，管理总资产达26亿美元。然而，只有三只基金的规模较大。虽然其规模正在下降，但威灵顿基金的13亿美元资产是该公司整体资产的一半。其他规模较大的有温莎基金和Ivest基金，资产已经增长到合计9亿美元。随着博格的健康状况得到改善，至少在当时，博格正在大步前进，克服了威灵顿资产管理公司董事会的种种刁难，不断推出新基金，把产品线单一的公司建设成为一个产品线丰富的基金家族。

“左膀右臂”

James S. Riepe于1965年毕业于宾夕法尼亚大学沃顿商学院，他是该校足球队的优秀后卫。他于1967年获得沃顿商学院MBA学位。两年后，25岁的Riepe在费城的Lybrand Ross Brothers & Montgomery（后来的Coopers & Lybrand）公共会计师事务所工作。

在国民警卫队任职期间，他与在威灵顿资产管理公司担任博格助理的Duncan M. McFarland保持着良好的朋友关系，两人经常谈论业务。退伍后，Riepe接到威灵顿的电话，询问他是否有兴趣前来面试助理内控的岗位。虽然被人问起来非常值得吹嘘一下，但Riepe想到要一辈子做会计，并不高兴。他参加了面试，但对被录用的兴趣不大。

接着又接到一个电话，邀请他与公司总裁博格见面。Riepe试图尽可能不感兴趣地告诉博格的秘书，“我的日程安排非常满，我不确定有时间。”

“好吧，Riepe 先生，”秘书回答道，“博格先生非常忙碌，我相信他不会花去你太多时间。”无奈，Riepe同意去见博格。

博格正在寻找一位新助理，并从McFarland那里听说过Riepe。在见过博格之后，Riepe以每年13,500美元的价格获得了一份工作，完胜了施乐的一名推销员。他从1969年3月博格当选投资公司协会主席几个月后开始工作（Riepe自己在1990—1992年担任该协会的主席）。Riepe迅速突破并证明自己是博格的“左膀右臂”，这对于1974年组建先锋集团起到了关键作用。“他站在我旁边，给了我这笔生意和个人的支持，没有这些，我不可能幸免于1974年的危机和随之而来的变革。”博格如是评价Riepe。

Riepe于1976年被任命为先锋集团的执行副总裁，并于1979年被任命为先锋集团董事会董事。博格明确表示Riepe将成为先锋集团的总裁，但Riepe于1982年接受了T.Rowe Price & Associates的高管职位，后来他担任常务董事兼共同基金部门总裁。



在整个20世纪60年代后期，博格公开表示，兼并工作比任何人预期的都要好，这对公司股东来说是一个利好。尽管如此，博格后来承认：“我……非常怀疑兼并对我个人有好处。”

事实上，兼并慢慢开始困扰博格，他开始质疑波士顿合伙人的言辞，并怀疑他们在投资管理业务方面是否真的如他们自诩的那样擅长。例如，他注意到 Ivest 基金的长期业绩纪录的前期是由之前一只叫作Professional Investors的私募基金的业绩拼接而成的，该基金是私人投资池，而不是共同基金。他还质疑人事决定，包括Doran选择Walter Cabot来负责基金日常管理的决定。虽然Cabot被看成是拯救威灵顿基金的领导人，但他的表现与他的名声差距比较大。事实上，1967—1974年间，该基金的收益差得令人震惊。

后来，博格批评自己过于热切地相信波士顿团队会创造奇迹，批评自己没能在高风险基金泡沫破灭之前把握时机。用 John Jackson（他于1971年成为威灵顿基金董事会成员）的话来说：“那些工作不努力，或者至少不像约

翰·博格那样努力工作的人，多半是没有诚意的。”同是基金董事会成员的Charles D. Root, Jr. 说：“博格是最了解投资业绩情况的。Nick Thorndike可能每季度看一次，而博格每天都会看。”在1970年写的一份保密备忘录中，Root轻蔑地将George Lewis称为“对业务毫无兴趣的波士顿贵族”，将Stephen Paine形容为“令人失望的基金经理”。

当时威灵顿资产管理公司的副法律顾问Raymond J. Klapinsky感受到了博格与波士顿合伙人之间的摩擦：“虽然波士顿团队的目的是要比博格的本能在投资方面更具进取性，但他们对战略问题的兴趣不大。博格一直在寻找新想法和新事物，波士顿团队更倾向于采取他们原有的方式得到新客户，他们以比博格想要的更轻松的方式管理着……”

博格开始意识到兼并的脆弱。更糟糕的是，他开始担心波士顿合伙人的真正意图是要夺取威灵顿资产管理公司的控制权，此番担心后来被证明并非杞人忧天。波士顿合伙人受到博格主导型性格的困扰。Doran和Thorndike声称认可参与式管理，在这种管理方式下只有在所有利弊得到论证之后才做出决定。唯一的参与者博格则认为值得与他分享决策权的只有他自己。威灵顿基金董事会成员Barbara B. Hauptfuhrer认为：“‘博格的方式’就是这样。Bob Doran更多的是一个共识接受者，他是一个非常有思想的人，行事方式比较低调。”

不幸的是，对于这种合作关系，博格几乎没有兴趣做出改变。他凭借思考、努力工作和特立独行的热情，不在乎别人是否发现他的傲慢，最后走到了威灵顿管理层的顶端。他认为自己的非参与式管理风格是荣誉的象征：“我知道我不机智，也不是那么富有策略，我就是那种“要么去做、要么不去做”的人，我不希望有委员会，也不希望有很多人参与其中，更不想在最终决定的时候被争论干扰。”

与此形成鲜明对比的是波士顿团队成员，特别是Thorndike，喜欢草草行事。对博格来说，一个注重细节的人草草行事等同于在开车时打盹：“当我做出决定时，我不介意从头开始了解事情，我不喜欢一个委员会突然插足进来说‘这个没问题’，因为如果我没有尽早进入这个过程，那么我怎么知道

是否应该对它竖起大拇指？”而对于波士顿团队来说，这样的谈话无异于挑起争斗。

Bob Doran后来非常不情愿地谈论了那些充满麻烦的日子。他基本上承认波士顿团队和费城分部之间的管理和领导风格存在差异。他描述的情况大致如下：“波士顿团队是私人的、独立的，扁平化的结构，以及平等的共同决策、对话和辩论等形式的参与式管理风格，而费城的管理风格更多的是有专制的和等级的因素，这些特质往往会引发冲突。”波士顿团队可能已经承认博格比他们更擅长经营公司，但他们根本不希望他在周围喋喋不休。

地域因素在恩怨情仇中也扮演了重要角色。波士顿将其工作重点放在投资咨询和养老金管理业务上，在这个领域主要是专业人员面对机构客户。相比之下，费城实际上在运营共同基金，主要是针对经纪人、批发商和消费者的零售业务。承担这些不同的责任，导致波士顿和费城的管理人员对彼此间几乎没有同情心。“当时，投资顾问方面的步调更快，可能会更加灵活、更具投资导向，” Jim Riepe表示，“而共同基金业务的发展期限更长，不会很快就有起色，必须要去开拓关系。”

加剧地域问题的是两个城市之间的资金分配责任。威灵顿基金和温莎基金的管理在费城，而总部位于波士顿的基金包括 Ivest、Explorer、Morgan、Technivest和Trustees' Equity。地盘成为一个问题。TDP & L对在波士顿和费城开两家公司的出发点提出质疑，希望公司运营都被安排在波士顿，这样能够结束两地的纠葛。“逻辑是历史、实用性和情感！”博格愤怒地反驳道。

投资政策的差异进一步加剧了这场争斗，尤其是在如何运营威灵顿基金的问题上。平衡型基金通常将其资产的60%~65%投资于股票，而将其余资产投资于固定收益证券。对威灵顿基金负有最终投资责任的波士顿团队希望基金能够在股票上投入更多资金，在传统蓝筹股和固定收益证券上的投入更少一些。费城团队则忠于基金的初始目标，认为它应该保持为一只较为保守的平衡型基金，注重投资于高等级证券。在投资策略上还存在其他方面的差异。波士顿团队坚持市场时机策略，希望能够利用当前受市场青睐的股票，

同时避免投资于不受市场欢迎的任何股票。在费城，温莎基金和封闭式的双子座基金（Gemini Fund，成立于1967年）的基金经理约翰·聂夫，是真正的逆向交易者，他似乎想买入波士顿团队想卖出的所有股票。

博格承认，这种仇恨并不是单方面的，也并不是波士顿团队单方面有过错，有时他对其他人的意见也同样会持相同的态度。摩根也承担了一些责任，他承认他影响了博格的管理风格：“我教导博格要像我一样坚强，因为我拥有所有的股票，可以做任何我想要的事情，但是当有四五个与你几乎相同的人时，你不可能这么任性。”



随着时间的推移，博格失去了对波士顿团队的认可和尊重，认为他们对业务的了解与他本人相比甚少。如果他们的策略有效的话，他原本可以接纳他们的进取型投资策略，但不久之后积怨势必演变成公开的激烈战争。随着合作伙伴之间不和的加剧，它开始蔓延到波士顿团队占多数的威灵顿资产管理公司的董事会。正如博格指出的那样：“威灵顿资产管理公司的董事会和我正处于一场真正的权力斗争中，我想控制一切，他们也一样。”

敌对状态变得如此激烈，威灵顿的基层员工开始担心他们将不得不两面兼顾，处境非常艰难，因为站错队可能会让他们失去工作。1969年，博格的助理Jan M. Twardowski前往巴黎为威灵顿资产管理公司的一家合资企业工作。三年后当他回到费城时，情况更加恶劣了。“大象在打架，老鼠们很担心，我是其中的一只老鼠，”Twardowski说，“战斗开始时，我担心我的工作和公司，但谁知道会发生什么？”Twardowski面临着一个重大的困境：他应该站在他的老上司博格一边，还是站在波士顿团队一边？他说道：“我度过了那段可怕的时光，但我相信博格，我相信他能和我坦诚相处。”

第6章 CEO将被公司开除

◎ 译者：徐迅 上海银行

博格必须决定，是举手投降，还是全力反击。

1970年夏末，尽管公司的财务数据有所改善，但博格与波士顿团队的矛盾趋于激化。1969年，公司旗下基金出现5000万美元的净现金流出，这是威灵顿资产管理公司历史上的首个负现金流年份。1970年，这个趋势得到了扭转，现金流入总额达到1亿美元，但1969年股市的大幅下跌，还是使公司旗下的共同基金资产在2年时间里从27亿美元下跌到22亿美元。好在公司的私人顾问业务有所增长，使威灵顿资产管理公司1970年年末的管理资产规模达到30亿美元。

在此背景下，72岁的摩根决定辞去公司董事长职务。逻辑上的继任者应该是前威灵顿资产管理公司总裁Joseph Welch，他同时也是一名基金董事和资深管理层成员，但当摩根提出博格是更好的选择时，上了年纪的Welch安静地退到了一边。

虽然博格作为公司的领导开始履职，但他与波士顿团队的关系继续恶化。由于感到在争斗中已经被逼到了墙角，他曾想到辞职。他甚至考虑发起一场针对波士顿团队的代理投票战，但他并不确定能够赢得此战，同时，用他自己的话说，也不忍心将公司置于浩劫之中。

公司董事会成员对恶化的形势感到忧虑，他们建议两位董事会成员Charles Root 和Robert E. Worden出面促使双方讲和（Root于4年后在1974年的危机中再次发挥了关键作用，而Worden则在1970年12月突然去世）。董事会负责监督基金管理策略，而威灵顿资产管理公司董事会则直接管理公司的各种行为。此后，Root和Worden与博格及其对手安排了一系列会议。

在与博格的会议中，Root和Worden发现博格急于在基金董事会成员中寻找同盟者。Root在一份秘密备忘录中写道：

“博格认定，他能够保持权力的唯一机会，在于促使独立基金董事们要求他这样做。他似乎感到无论我们这些独立董事想要什么都能够得到，因为我们拥有强大的权力。”

博格所说的权力，是指基金董事会每个成员拥有在提前60天通知的前提下，终止某只基金与威灵顿资产管理公司签署的投资管理合同或销售合同的权力。理论上如果基金董事会采取此类行动，不必有非常清晰的理由，但在实际操作中，没有哪个董事会敢于在没有极其特殊缘由的情况下，和管理公司撕破脸皮。虽然改变公司管理层的管理本身可以视作有效的理由，但从没有哪个基金团队会对公司采取此类行动。

1970年8月下旬，博格准备辞职。他很严肃地做出了这一决定，甚至已经在脑中起草了一份他希望和他一起建立新公司的人员名单，但威灵顿资产管理公司的顾问Andrew Young劝说博格再做最后一次努力，弥合与波士顿四人组（The Boston Four）的分歧。

双方的争斗暂时搁置到了9月中旬，此时，Root 和 Worden 找Thorndike开了个会。Thorndike对博格是极度不满的，在会后的一份备忘录中，Root记下了Thorndike的抱怨：“博格难以与他人合作，不喜欢与他人开会分享观点，总是发号施令而不是跟人商量。”同一天，他们还与Doran见了面。Root在另一份记录中，写下了Doran对博格的看法：

“一个对于公司丑陋现状及他的副手们撒手不管的CEO，一个从不努力去理解同事内心深处感受的CEO，一个没有坦诚交流空间的CEO……”

一个月后，Root和Worden向威灵顿资产管理公司董事会成员报告：裂缝严重至极，足以使公司全面解体。

与此同时，波士顿团队得出的结论也是博格必须走人。在另一份记录中，Root写道：

“他们承认博格是共同基金行业中现存的知识最为渊博的专家之一。TDP&L同时也认为，博格比他们中任何一个都聪明得多，但问题是，博格对Thorndike的管理能力和Doran的投资能力并不认可，而且在与这两位沟通交流方式上也一点都不讲策略，这一情况因为地理上的分离更加恶化……Thorndike和Doran确定他们无法与博格合作，并要把他排挤出去。”

然而Root还是在弥合矛盾上取得了暂时性的成功。他在12月1日与Doran和Thorndike会面时，Doran告诉他，由于他们3个人完全没有可能和谐共事，唯一的办法是博格辞职。Root被激怒了：“我实际上发出了最后通牒。我说：‘你是要干大事的人，别因为胡整把事情搞砸了。必须马上给我住手。’然后，事情好像平静下来了。”

12月晚些时候，博格表达了与Doran和Thorndike改善关系的意愿。在一份写给Root的备忘中，他写道：“博格、Thorndike和Doran一致同意，为了整个公司的利益，忘却过去的问题，并尽最大努力撇开个人分歧，开始新的合作。”

白宫的晚宴

1970年5月27日，博格第一次，也是人生中唯一一次前往白宫赴宴。那天晚上与尼克松总统的碰撞，一直以来都是他事业的亮点之一。

那是美国举国动荡的时期，月初发生了国民警卫队在肯特州立大学（Kent State University）打死学生事件，金融市场一片混乱，宾夕法尼亚铁路公司（The Pennsylvania Railroad）申请破产，关于“联邦储备委员会是否会向美国经济注入足够的资金，以避免流动性风险”的问题被提了出来。在如此众多负面消息的情况下，“尼克松总统将在白宫会见一批金融界领袖”的消息一经宣布，就将道琼斯工业指数推高了32点（相当于1996年的250点），5.1%的涨幅在此后很长时间里都是股市历史上最大的单日涨幅之一。作为受邀赴宴的35位商业领袖之一，博格感到自己不同凡响。

下午2点，他与其他几位受邀嘉宾一起与联邦储备委员会主席Arthur Burns会面，Arthur Burns向他们征求对金融局势的建议。据博格说，在一段

涉及广泛的讨论后，纽约股票交易所总裁，同时也是尼克松的朋友Bernard M Lasker，发表了一番出人意料的讲话。博格不知为何他会发出怪异的言论，他认为 Lasker 的说法是有侮辱性的，并且毫无疑问是凭空杜撰出来的。上了轿车后，他告诉 Lasker，他的言论令人感觉非常不舒服。Lasker 对博格的反应感到不安，要求博格保密。虽然博格答应不会向任何人提起他们之间的对话，但数年后，当他在一篇杂志里看到了关于这一插曲的文章后，感到终于可以放心地泄露他们之间的“秘密”了。

晚宴于8:30在国家餐厅（State dining room）开始。博格说当他看到主菜时，感觉被踢了一脚，因为主菜竟然是威灵顿菲力牛排（注：他们公司的名称是威灵顿基金）。10点钟，在甜点上来之后，几位高级政府官员相继致辞，然后尼克松表示愿意回答问题，屋里安静了一阵，这时博格站了起来。

“我认为美国所面临的麻烦，同时也是股市的问题和商业前景暗淡的本源，是两代人——老一代和年轻一代之间的深沟。我们无法对国家的状况达成一致意见。既然您的竞选口号是‘让我们团结起来’（bring us all together），对此情况，您打算怎么做？”

从一帮保守派金融家听众中冒出这么个意料之外的问题，尼克松看上去被弄懵了。停了好一会儿，他表示博格提了个好问题，他的政府对这些问题有很多想法，但还需要更多意见。

晚宴后，当博格走出房间时，发现他碰巧和总统并行。“我说，”尼克松随意地说道，“我真的很欣赏你的问题，它正中要害。我们都应该为此做些事情，可能做得还不够。”回到酒店后，博格发现他有6条从媒体打来的电话留言。《纽约时报》的Eileen Shanahan凌晨2点打电话给他：“我们听说有个提问的人把总统结结实实地吓了一跳，”博格没有回答，Shanahan 接着说，“我敢打赌那是你。”

博格对于讨论他与总统的对话比较犹豫。在晚宴前，他问过尼克松的助理Charles M. Colson及新闻部长Ronald L. Ziegler，与尼克松的晚宴是公开的还是非公开的。“都是。”Ziegler笑着含糊地说。甚至当Ziegler说“是的，我想没啥问题”时，博格仍然不确定白宫对于晚宴讨论内容的政策。尽

管不确定，他仍决定回答关于这次晚宴的问题。当《华尔街日报》的记者第二天打电话到他办公室时，博格才知道，和他一起参加晚宴的一些同仁对他违反白宫宴会是非公开性质这一非成文规定很恼火。他辩解说，要怪就怪Ziegler给了他一个模棱两可的回答。然而私下里，他为自己与总统的碰撞被报道出来而窃喜，因为这令他处于他最喜欢的地方：众人关注的中心。



摩根的表决权信托于1971年4月1日，波澜不惊地到期了。他的B类股份转移到博格和Boston团队名下。交战双方在一段时间内实现了相对和平的状态。但到了1973年年初，合并在博格眼皮底下崩裂了。他低估了波士顿四人组，把他们的抱怨看作是吹毛求疵，从没相信他们是真的要除掉自己。1973年2月28日，麻烦再起，Nick Thorndike要求与博格在波士顿开会。在会上，Thorndike表示他计划重掌威灵顿资产管理公司的领导权，这意味着与博格拔刀相向。

公司日益恶化的财务状况令事情雪上加霜。曾经炙手可热的Ivest基金业绩严重下滑，甚至温沙基金也在股市下跌中出现走弱迹象。随着1973年股市的大跌，公司基金总资产从1972年下半年的26亿美元峰值，到1973年年末骤降到20亿美元，在一年多的时间里，资产缩水近25%。

威灵顿基金也状况不佳。与其同类基金相比，业绩表现不仅没有改善（这是合并时的关键目标之一），而且在“动态保守主义”的要求下，加大股票敞口，选择了劣质股票，当牛市到头、整体市场下挫时，受损严重。公司倾尽全力试图阻止基金进一步堕向深渊，一开始由Doran进行投资指导，然后是Walter Cabot，再后是公司经济学家Daniel S. Ahearn，最后由以上三位组成一个委员会一起管理，但一切都毫无效果，对于威灵顿基金来说，被视作美梦的合并，最终成了一场噩梦。基金资产从1964年的21亿美元下降到1972年的12亿美元，到1973年年末，又缩水3亿美元，降到9亿美元（博格此时不会知道，基金在后来的8年里仍持续缩水，到1982年跌至4.7亿美元之低，回到了在1955年时的规模）。

1973年年末，威灵顿资产管理公司的共同基金管理规模为20亿美元，比7年前合并时的24亿美元还低。虽然管理费和销售费收入从1967年的1004万美元达到1972年的1640万美元，但后来的事实证明这已经是最高峰值了。1973年，公司收入下降到1530万美元，并开始直线下降。威灵顿资产管理公司的利润，从1967年的230万美元和1972年的270万美元，下降到1973年的190万美元。在熊市氛围越来越浓的情况下，上述这些退步，充分被公司的股价反映出来：在1967年合并时是40美元1股，到1974年跌到了8美元1股，与合并时的预期相差巨大。

来自前线的看法

20世纪60年代晚期，威灵顿资产管理公司成长为一家规模远超摩根和博格想象的公司。大约在那一时期，曾在 **Sears Roebuck Acceptance Corporation** 做过4年商业票据专家的 **Karen West**，加入威灵顿，成为一名会计师。她的第一个任务是通过用自动化处理的办法，理顺公司内部原有的繁重的纸制处理流程。

West 回忆，威灵顿的员工仍在使用巨型、过时的计算器。它们有今天笔记本电脑的两个那么大。靠着这些老掉牙的机器，每天需要4个人为威灵顿基金公布净值提供服务。员工用的是打卡式计算机，如果某个人掉了一摞卡片，或是踩到打孔带把它弄断了，结果就是灾难性的延迟。

West 偶尔会和博格有联系。为了使雇员们对工作感觉良好，博格经常四处转悠，与雇员们聊天。有时，当有人在一台计算机上解决问题时，博格会迅速回他的办公室，拿起他的算尺，第一个算出答案。但对于**West**来说，博格最大的个性是超出数字能力本身的。在数字上他能够很容易地击败他们，但他似乎更在意的是威灵顿必须保护他的客户资金的价值。

在此情况下，加上Thorndike的威胁性措辞，博格找到Bob Doran，告诉他那样的交谈让他有点不安。Doran 试图向博格表示，Thorndike 的言论不过是一个不太满意的管理层想在公司扮演更重要角色的表现。但Doran知道实际情况不是这样，因为他和Thorndike背着博格进行了谋划。

1973年秋天，博格再次感到来自波士顿四人组的动作。他们谨慎地低调行事，博格很难知道他们背后的动机，但博格有两个推断。一个与James F. Mitchell, Jr有关。他是一位资深的基金董事，波士顿四人组认为他马上就要退休，一旦Mitchell从董事会退出，就可以使董事会的组成向有利于他们的方向发展，从而有助于在解除博格威灵顿资产管理公司总裁和CEO的职务后，把他从基金董事会主席的位置上扫地出门。因为在Mitchell离开后，波士顿四人组只要劝说Richard Corroon加入他们，基金董事会的组成就完全有利于他们了，而Corroon既不属于波士顿，也不属于费城阵营。

博格感觉波士顿四人组会在1974年4月发起针对他的行动，因为此时Mitchell会被要求退休，依据是数年前，基金董事会决议规定，基金董事的退休年龄是70岁。随着博格和波士顿团队的争斗全面激化，基金董事会中同情博格的人想把 Mitchell 留下来从而取得他的选票。于是，当Mitchell在1973年春天满70岁时，Charles Root向基金董事会提交了一份议案，建议Mitchell暂时留在董事会，直到公司的混乱局面得以解决。这使得波士顿团队遭受到一次挫败。

另一个动机，在博格看来，可能是波士顿合伙人对他早些时候因业绩不佳，把Stephen Paine从Explorer Fund 基金经理位置上撤换掉的决定很生气。这只基金在1967年有一个成功的开始，到年末，资产达到1700万美元。一年后，资产达到5800万美元。在运作的前几年，基金盈利相当不错，但到1969年、1970年，基金调整后的资产净值在市场仅下跌5%的情况下，下跌了35%。基金资产则下跌了一半，降至2900万美元。

针对如此糟糕的业绩表现，博格决定把基金组合交给另一个基金经理。博格认为Doran、Thorndike和Lewis会对他主动揽下这个脏活而暗自高兴，但实际上波士顿四人组却认为博格的行为就是想破坏他们在公司里的地位。

1973年9月26日，就在威灵顿资产管理公司从费城中心城区搬到郊区离福吉谷不远的 Chesterbrook 一个月后，波士顿四人组与博格再次会见。在会上，Doran通知博格，他们四个人要对共同基金的工作取得更多的控制权。这次对话不是个好兆头，博格感到大事不好。随后，1974年11月14日，Doran造

访博格。“事情就是没法解决，”Doran用平日少见的、更富情感的声音表示，“我已经与其他几位谈过了，我们都认为你离开公司是最好的选择。”他补充说，会有一个财务上的解决方案，提议在未来15年每年支付2万美元给博格，作为回报，博格要出让他持有的4000股管理公司的B股，价格是当前市场上A股的交易价格（6美元）。然而Doran肯定知道，B股由于有更大的控制权，真实价值比A股要高得多。

虽然博格的心脏跳动稳定，但他的声音并没有如此。“我从没听到过多少比这更愚蠢的事，”他冷笑道，“我做了有效的工作，我多花了很多精力，确保与你们几位进行沟通，保持和谐。我烦透了，不想再说这些了，给我写一份书面的建议，你们四个人都签字。”博格只不过是随便一说，因为他对于把从公司要钱作为让他辞职并把控制权交给波士顿合伙人的交易没有丝毫兴趣，更何况他的对手还不花一分钱。

波士顿四人组显然以为博格的提议是严肃的，他们开始散布消息，说博格马上就要被解雇了。第一个接到通知的是博格的导师摩根。听到这个消息，他感到被击垮了。“你们不能解雇他，”摩根说，“他对这个行业的了解，比威灵顿的所有人加起来都多。”接着，Doran去找了Charles Root，后者听到消息也像被雷击了，他知道，基金董事会既没有时间、没有倾向、也没有专业能力去挑战公司运作的方式，他更知道，博格的水平远远超出波士顿团队，他的离开，会对各只基金的表现带来严重影响。Root说，他向Doran表明，如果威灵顿资产管理公司继续其解雇博格的计划，他将向基金董事会提议，终止威灵顿基金管理公司作为基金投顾的角色。在这一点上，Root建议基金董事会独立董事使用自己的咨询合作伙伴，并雇用了前证监会专员、纽约 Davis, Polk&Wardwell 律师事务所合伙人Richard B. Smith。

虽然形势已经恶化到如此地步，但是博格对于Doran和Thorndike仍没有认真对待。在他的脑子里，他是对的，他们是错的，到最后他们会后退的。Root向博格表示，这种想法是不现实的，波士顿帮是不会退却的，但他向博格保证，基金董事会将支持他，如果形势所迫，他们还将对抗威灵顿资产管理公司。博格对此本应感到宽慰，但他却感觉麻木。

15天后，博格和Doran再次会面。当博格表明他不会辞职时，Doran给博格提出两个选择。一是彻底离开威灵顿资产管理公司，二是离开管理公司，但作为一个行政人员只为基金工作，实际就是个高级职员。

博格必须决定，是举手投降，还是全力反击。

第7章 绝不认怂，奋力反击

◎ 译者：徐迅 上海银行

博格的妻子不知道他会做出怎样的决定，但以她对他的了解，她知道博格会奋力反击。

博格不打算安静地离开公司，他要战斗。他感到波士顿四人组给他开出的财务解决方案对他是一种侮辱。首先，金额太小，其次，出钱的是威灵顿资产管理公司而不是那几个波士顿合伙人，最后，其实财务补偿本身无关紧要，因为博格根本无意与波士顿四人组按他们开出的条件解决问题。

为了找到自己是否有挽回局势的办法，博格与威灵顿资产管理公司的几位董事进行了交谈。他知道找Thorndike、Paine和Lewis没有一点用处，这几位肯定会和Doran站在一边，因此他把自己的工作集中在其他几位管理公司的董事会成员身上。但Doran丝毫都不担心，他知道博格会无功而返，因为他已经在管理公司的董事会取得了保证赶走博格的足够票数。

威灵顿资产管理公司董事会中不属于任一阵营的成员之一是William G. Gallagher。他在合并后被公司雇用，负责公司的全国销售部门。当知道Gallagher的票对于最终结果没有什么用处后，博格让他不论认为谁对谁错，都投票支持波士顿团队。“你可以投票除掉我，”他对Gallagher说，“如果你这么做是为了你的职业生涯而不得已为之，我会理解的。”博格把Gallagher看得很透，Gallagher感觉他没有资本去得罪波士顿团队而伤害自己。



虽然威灵顿资产管理公司董事会已经万事俱备，只差最后一击，但Bob Doran和波士顿团队的其他成员暂时不想把事情闹到基金董事会，因此他们向博格施压，让他接受财务补偿方案。他们让吉列公司（Gillette）前执行副

总裁、曾任Ivest基金董事会成员，也是Thorndike的朋友Colman Mockler去与博格洽谈解决方案。

1973年12月12日，博格与Mockler会面，后者的任务是劝说博格接受Doran 的财务补偿方案，作为回报，博格辞去所有职务，并把他持有的管理公司 B 股以不含“控股权溢价”的价格，转让给波士顿集团。这与波士顿集团在11月14日开出的条件一模一样。博格暴怒，把这个方案称为讹诈。“如果他们想控制公司，”他告诉 Mockler，“那么他们必须自己掏腰包。”基金董事会成员开始感觉到双方的争斗已经失去控制了。Barbara Hauptfuhrer于1974年1月3日写信给Charles Root说：“我非常担心威灵顿内部纷争可能被报道，从而损害持有人利益。此类报道极有可能触发恐慌性赎回，使基金无法有序清盘，从而对持有人利益造成重大损害。你觉得这种情况能够避免吗？”很显然，答案是“不能”，因为4天后博格通知 Doran，他不会接受辞职的要求，“部分原因是，我认为（Doran的）团队想让我把占主要控制权的B股转让给他们，却没有给予恰当的补偿。”虽然博格屡次坚称他不接受财务解决方案，可是不知为什么，情况还是没有变化。

解除博格总裁和CEO职务的正式程序，无疑将在定于1974年1月23日召开的下一次威灵顿资产管理公司董事会被执行，而基金董事会将在第二天开会。博格知道，他唯一可用的武器就是他的大脑了。他计划利用董事会会议，讨论他为公司所做的工作，并为未来发展提出创新想法。为了做好会议准备，他写了一份长20页的备忘录，分发给基金董事会的独立董事们。

在备忘录中，博格提出了一个想法，一个在他脑海里萦绕多年的想法，他称之为“共同化”（mutualization）。要理解他这一理念有多超前，我们得先了解传统的共同基金公司的结构曾经（且至今仍然）是怎样的。一只共同基金的董事会一般会雇用一家管理公司，承担所有基金的运作职能，包括账户行政管理、销售、投资管理。由于管理公司为一只基金（或一批基金）的成立和运作投入了时间和资金，也就是说它们承担了企业风险，因此管理公司认为理应向基金公司收取较高的投顾费用从而获得补偿。因此，一般合同都约定，管理公司会对管理的基金拥有的每一元钱资产，收取大约1%的年

费。没有人曾经为了基金持有人的利益，质疑使用外部管理公司的做法，部分原因是管理公司的首席执行官一般都会选他的朋友进入每只基金的董事会，从而使管理公司和基金董事会之间形成了一种默契的关系。

1966年，市场上似乎出现了试图对基金和管理公司之间的传统关系进行改革的推动力。美国证监会颁布了一份长达300页的报告，题为《投资公司成长中的政策含义》（Policy Implications of Investment Company Growth），这是20世纪30年代以来第一个对共同基金监管法规进行回顾的文件。文件对于两组共同基金自从20世纪20年代创立以来，以“内部化”的方式进行运作的模式给予了积极评价。通过内部化，美国证监会指出，这些基金本身承担起了行政和投资咨询职能，而不是依靠一家“外部”管理公司。对于两组内部化运作的基金，美国证监会列举了一系列对于基金持有人有利的好处，但也表示，由于各种政策原因，目前建议修订 1940 年的美国《投资公司法》（the Investment Company Act of 1940），要求共同基金公司将管理职能内部化的时机还不成熟（实际上，到1981年，上述两组基金都放弃了内部化形式，改变成传统的外部形式）。

从20世纪70年代起，博格就认为威灵顿出现财务困难的原因，部分在于公司的组织架构：管理公司拥有全部的权力，而基金什么权力都没有。在他看来，这种组织架构是错的，因为它允许管理公司根据公司管理层及公司股东的利益做出决定（尤其在当时，这两类人是合二为一的。威灵顿资产管理公司于1960年公开上市，引入外部公众投资者成为股东，成为开市场之先河的例外），而不是根据基金持有人的实际利益做决定。他认为，控制权和决策权应该由管理公司交到基金持有人手上。据此，他们开始大力宣传他所建议的架构，这一架构将使威灵顿资产管理公司从一家公众持有的公司变成一家类似互助人寿保险的公司。其核心在于，基金董事会将掌握管理公司，并将管理公司原来负责的各种职能内部化。不出意料，博格所有关于这一理念的早期讨论都没有得到尤其是波士顿团队的积极回应。

但1974年1月，博格仍然在他的备忘录中建议，威灵顿旗下基金收购威灵顿资产管理公司及其商业资产，从而使威灵顿资产管理公司成为所有基金的

全资子公司，并以“成本价”为基金提供投顾和代销服务。博格写道：“这样，基金将实现‘共同化’并拥有内部管理架构。我相信，对共同基金外部投顾服务模式的这一转变，在共同基金行业是史无前例的。”

这一理念当然是史无前例的，这也是它在当时被采纳的机会很渺茫的原因。加之，虽然博格建议所有基金买断威灵顿资产管理公司，但他没有提出基金收购TDP&L，该公司自身还管理着16亿美元。按照他的计划，私人咨询公司将成为一家独立的实体，各基金将出资600万美元收购威灵顿资产管理公司及其共同基金业务，作为回报，得到价值约400万美元的流动和固定资产，剩余的200万美元将作为企业“持续经营”价值的对价。当然，博格本人将成为新收购的威灵顿资产管理公司的CEO。

博格于1974年1月16日和17日将他的备忘录提交给各基金董事会以及威灵顿资产管理公司董事会，列出他认为共同化合乎情理的四个理由。

1. 它符合美国人生活中出现的广泛变化，包括消费主义及公众对利益冲突的容忍度降低。

2. 它符合共同基金行业出现的具体变化：它将平息对‘公众持有管理公司’恰当性的不断质疑，这一质疑已经成了一个很大的问题；它将缓解独立承销人所面临的市场销售两难困境；它将改变管理公司面对市场下跌时的不合理举措，即由于收入下降导致控制支出而不是采取增加开支这一正确方法。它将提高基金独立董事的地位，让他们像一般公司企业的董事那样发挥作用。

3. 基金可以节省的成本将令人难以置信。所有基金的成本可以节约40%，数量相当于威灵顿资产管理公司在基金业务上每年200万美元的利润（因此，基金在收购中支出的200万美元成本仅一年就可以收回）。

4. 它将从实操的角度，解决基金董事们与公司打交道时的问题。“如果我不承认此时提出共同化想法的原因之一，是要解决这一问题，”博格写道，“我就是不够诚实的，然而……当前的论战对于一场全面的公司重构可能是‘因祸得福’。”

博格用6条要点总结了他的备忘录：

1 “. 从我们面临的外部、行业和公司内部环境看，这是一件正确的事。”

2. “它为共同基金持有人节省大量成本。”

3. “它对管理公司是无害的，甚至会是很有利的。”

4. “它对威灵顿的组织和员工是有好处的，至少是最好的替代方案。”

5. “它在当前是可行的。我们不能确定这样的好时机是否还会到来。”

6. “最后——可能不是那么重要的一点——它将推翻1967年的合并，当时对于威灵顿资产管理公司有好处，但对基金持有人不确定有利，同时显然使促成合并的几位负责人面临个人问题。非常重要的一点是，共同化将以一种积极而不是消极的姿态，平息这些管理上的问题，同时具有可观的公众关系价值（包括客户、持有人、员工及投资界等）。”

1月23日上午10点，威灵顿资产管理公司董事会会议在福吉谷附近的办公室召开。会议室墙上精心装饰着描述威灵顿公爵各次军事行动的版画。参加会议的有博格、波士顿四位合伙人、Walter M Cabot、约翰·聂夫、Daniel S. Ahearn、William G. Gallagher、Philip H. Gwynn和David D. Ogden（两位均是TDP&L公司的高管），以及Richard E. Eisner（唯一的非高管董事，也是Doran的老朋友）。会议由Thorndike主持。

上午，董事会处理了一些常规事务。到了下午，博格——仍希望有些董事能够改变主意，对解雇他的提议投反对票——提出了他的共同化议案。波士顿团队在计划除掉博格的同时，竟然允许博格在同一个会议上，提出接管管理公司的议案，这看上去有点奇怪，有可能是因为他们认为，让他表达出他的想法比较好，这样就不会有人指责他们没有给他说话的机会了。

博格向威灵顿董事会建议，关于共同化的议案与他们将讨论的人事问题——解雇他——不能被分开。他说，解雇他将使得共同化工作更加困难。Doran对此表示怀疑，大声质询博格在此时提出这一议案的动机。然后，他建议对这一想法开展进一步的研究——实际上是试图雪藏议案的礼貌说法。董

事会同意并批准成立一个由聂夫、Ogden、Ahearn和James L. Walters（威灵顿资产管理公司的内部顾问）组成的四人委员会，研究这一问题。

董事会最后终于开始处理争议最大的事项：终止博格在威灵顿资产管理公司的领导职位。董事会成员分成了两个阵营，少数一方只有聂夫和博格本人，另一方有10名董事会成员忠于波士顿四人组。Doran宣布，公司决定解雇博格，这一决定将得到威灵顿董事会的批准。

很显然，Root威胁Doran将要求基金董事会终止威灵顿资产管理公司作为基金投顾的分量不够，没能阻止Doran。“我们知道，解雇他具有很大的风险，”Doran说，“但无论如何这是一件正确的事。基金董事们当然有权对威灵顿资产管理公司采取极端行动。他们可能会说‘你们解雇了博格，因此我们要解雇你们。’这很可能会发生，但我们认为不会这样。事实上，我们不能确认基金的独立董事们会怎么做。”

当博格开始讲话时，所有人的目光都转向他。他有力的语音掩盖住了他内心的感受。他提出三条要求：Thorndike交出主持人席位给其他人，保留一份完整的会议记录，所有投票都以秘密形式进行。他大概想，秘密投票可能让董事会成员可以支持他。在一个简短的休会之后，Thorndike仍保留主持人席位，但同意保留完整的记录，并进行私密投票，然后，突然间，他抛出了关键问题：

“那么，博格先生，你愿意辞职吗？”

这是约翰·博格职业生涯的最低点。董事会给了他一个自己离开而不被解雇的机会。他必须调集自己全部力量来应对即将发生的一切。他提出请董事会考虑他的议案，紧接着强调，董事会必须知道为什么他被解雇。Doran简要列举了做出这一决定的原因，没有迹象表明他把Root的威胁传达给了董事会。他说完后，Thorndike再次问博格他是否计划辞职。作为回答，博格拿出一份长达28页纸的文件——他称之为他的抗辩书，并全文念完。

“我们今天坐在这里，”他最后总结说，“不像一个董事会，倒更像一个‘袋鼠法庭’（译者注：19世纪50年代美国西部的临时法庭，意指非法或

不公正的法庭），它不公正、不公平、变化无常……事前内定。”然后，他拒绝了让他辞职的要求，并列举了4条原因：

1. 无法证明他的离开符合威灵顿资产管理公司的最大利益。“相反，它将给公司带来无法弥补的损害。”

2. 迫使他离开的方法是“违反基本公平准则和公司运作中的常规准则的”。

3. 开出的条件是“既不道德，又非法”的。

4. 如果他接受要求，将使董事会涉嫌“严重的对公司资产的滥用，以及对受托职责的违背”。

“这种做事方法，如果是一个大学兄弟会或什么俱乐部干的还说得过去，”博格说，“但不是一个负责着40亿美元他人钱财的公司董事会应该干的。如果这不是个严肃的问题，那么它就是个笑话。”

他继续辩驳道：“这家公司的商业战略及其实施一直都很健康、稳固和成功。”他指出，公司利润取得了增长，相比之下没有几家竞争对手能够在市场动荡时期做到，这是“不可忽视的成就”。虽然知道董事会已经被拉拢反对他，他要求董事会“真正本着开放的思想处理问题，避免过往联系、个人关系、学校友谊及地域偏见”。

博格的话大多都被当作了耳旁风。董事会最终以10比1的投票结果，要求博格辞职，作为回报，公司同意每年向他支付6万美元，一直到他在其他地方找到工作后，每年支付2万美元，直到他的收款总额达到32万美元。博格本人因为个人在这一交易中的财务利益，放弃投票权。支持博格的一票是约翰·聂夫。“一个人的分量，”聂夫在几年后说，“在于他在事情不顺的时候如何把控自己。那是博格最出色的时刻，我所见到过的最出色的人最出色的时刻。他正在被解雇，他把控自己的表现不能比那再好了。”

在投票结果出来后，博格仍然拒绝辞职。在他拒绝提案后，董事会马上进行了第二轮投票，这次是以10票同意、2票弃权（博格和聂夫）的结果直接解雇他。然后，董事会投票决定，博格作为顾问，向新成立的四人共同化委

员会提供建议，委员会按当前水平向博格支付工资。这个委员会此后再没有人听说过。Doran被选为威灵顿资产管理公司的总裁兼CEO。会议开到半夜才结束，但直到1天后，才有人通知媒体。没有人有兴趣把博格丢了工作这一公司私密信息早一天透露出去。

虽然他已经有很长时间对这一结果做好准备，但博格还是对最后的决定感到心碎。他不敢相信，董事会真的会走到这一步，毁了他的职业生涯，把他视作自己的公司交予他人。他也无法预见，他被解雇是另一个新生事物——先锋集团投资公司诞生的关键一步。后来，当痛楚缓解、先锋集团的试验开始后，博格和别人开玩笑说，他离开威灵顿资产管理公司和他加入即将成立的先锋集团的方式完全一致——“激情被开，激情开火”（原文Fired with enthusiasm中的Fired一语双关）。

凌晨1点，博格回到家，告诉他的妻子Eve，他刚刚被解雇了。Eve一点都不惊讶，因为她知道所有的争吵和矛盾，知道波士顿团队想要除掉她丈夫。她不知道他会做出怎样的决定，但以她对他的了解，她知道他会奋力反击。

第8章 被驱逐的基金人又回来了

◎ 译者：思思

博格喜欢从地板上爬起来，掸去身上的灰尘，给对手击倒性的一击。

1974年1月24日早上6:00，在被威灵顿资产管理公司董事会解雇后的第二天，博格和他的助手Jim Riepe坐在去纽约的火车上，那里正举办基金的董事会会议。在乘车过程中，博格向Riepe开诚布公地说：“我有两个选择。我可以继续抗争，或悄悄地离开。”Riepe意识到博格很痛心，但毫无疑问，他的老板已经下了决心。“如果他们想让我出局，”博格说，“必须公开宣示，而不是私下进行。”

Riepe试图让他振奋起来，但同时他又感到尴尬——尽管他与博格私交不错，但Riepe对威灵顿资产管理公司也负有责任。他担心，在不久的将来他会不得不在博格和公司之间做出选择。但是这种焦虑并没有持续多久，他知道他不能抛弃自己的朋友。（免费书享分更多搜索@雅书.）

Riepe想知道博格打算如何行动。一个显而易见的选项是代理权争夺战，这就要求股东通过对“是否开除博格”投票来选择博格或他的对手；但博格总是说他并不想让学生付出这种代价（基金董事会的一些独立董事事后失望地表示博格没有发动代理战，并认为他本来可以赢的；其他人则认为这样的斗争只会造成更多基金运作的中断）。改变威灵顿资产管理公司董事的想法似乎是不可能的。此刻，不清楚博格正在考虑什么样的行动，但最靠谱的选择似乎是争取基金独立董事的支持。根据美国联邦法律，基金董事会必须包括大多数独立于公司的董事。尽管威灵顿资产管理公司的董事会里挤满了波士顿型董事，然而博格在基金董事会成员中获得的支持更多，虽然投票相当平均：在11名成员中，有3名是威灵顿公司的管理人员（博格，Thorndike和Doran），其余8人为独立董事。在这8名独立董事中，又有5人曾仅供职于费城办公室管理的基金的董事会（Richard F. Corroon, Barbara

Hauptfuhrer, John Jackson, James Mitchell和Charles Root), 3人曾仅供职于波士顿办公室管理的基金的董事会 (Daniel S. Gregory, John T. Jeppson和James O. Welch, Jr.)。

如果决定是由根据地理分界的基金委员会做出的, 那么博格仍有获胜的机会, 至少一些独立董事还是希望他留任。他认为很有可能以6票赞成、5票反对通过。当Root意识到博格、Doran和Thorndike的利益发生冲突时, 就建议这三人都不要参与影响他们个人或威灵顿资产管理公司的投票。如此博格的机会就被改善了。董事会同意了Root的建议, 在博格看来, 潜在投票数已变为5:3, 他获胜的机会增加了。

问题是, 他是否可以依靠他认为是盟友的独立董事们的支持。他们有权反对威灵顿资产管理公司董事会, 但他们中的任何一个转向博格、与他一起抗争都需要相当大的勇气。博格的支持者之一是John Jackson, 他后来说: “我反对整个事件。我不想看到博格离开, 因为我认为, 如果博格离开, 那么波士顿集团会赶走所有费城的人。” 但是, 博格最坚定的盟友是Charles Root, 他曾长期对波士顿集团的投资能力持悲观的看法, 曾扬言如果博格被解雇, 要向基金董事会建议解除威灵顿资产管理公司作为基金投资经理的资格。

事实上, 在博格的所有支持者中, Root 表现出了最大的勇气, 在业界历史上首次对抗资产管理公司, 触犯了行业禁忌。在正式董事会开始前, 该基金的董事们经行政例会面见了Doran和Thorndike, 听取了他们关于解雇博格的相关情况。Root深信Doran期望董事会不经讨论便同意解雇博格并立即解除他基金总裁和主席的职务。然而, Root 无意被威灵顿资产管理公司董事会成员欺负。他十分尊崇博格的能力、人品和管理风格, 并认为博格对机构的生存而言是必需的。像博格一样, 他感觉到了行业其他人在这个点仍没有意识到的东西——基金董事会对资产管理公司的权力, 有一些尚未被利用。他们的王牌是不仅有权为基金选择主席和总裁, 还有他们想要的任何资产管理公司。



在正式会议开始后，董事们进行了广泛的讨论。由于博格的解雇案悬而未决，董事们认为提出一整套问题是合理的，这一切都围绕着基金董事会与威灵顿资产管理公司之间的关系展开。基金董事会是否应该继续与威灵顿资产管理公司的合作？如果是的话，谁应该负责投顾职能？是否应该要求其他投资经理来管理一些资金？虽然很难讨论出答案，但重要的是最迫切的问题——博格是否应该继续担任总裁和基金董事会主席，必须立即回答。博格也有自己的看法。“你不必解雇我，”他坚持说，“这是你们的公司。你们代表股东监督这些共同基金。威灵顿资产管理公司不拥有共同基金。这对我们来说是个大好机会。基金应该有自己的声音。”博格一定感觉到了来自董事们的一些支持，因为他继续为他的共同化建议辩解。会上有些人对他的大胆感到惊讶。一方面，博格几乎不立足于一个客观的立场。一旦董事会采纳了他的建议，吞并了威灵顿管理公司，博格可能会赢回前一晚被剥夺的头衔。另一方面，考虑到威灵顿资产管理公司董事会在其基金董事会上历来贯彻的传统，基金负责人宣扬如此激进的观点似乎不可想象。

波士顿合伙人很愤慨。换个情境，如果他们真的有机会脱离摇摇欲坠的共同基金业务，他们还是很乐意的。但在他们看来，他们看到的却是，博格所提的共同化建议无非是一个聪明的策略，用来最后挽救自己的工作。博格预料到了这项攻击并为自己辩护，指出他几年前就提出了这个问题。事实上，在1972年7月刊，《机构投资者》杂志曾有报道称：“博格曾探讨‘共同化’全部或部分威灵顿资产管理公司的可能性……以便基金能拥有资产管理公司，并被质疑是否‘像我们这样的公司，应该被公开拥有并努力赚很多钱’。”

在问过Doran、Thorndike和博格后，独立董事们要求他们三人离席，重新执行会议以解决这些问题。Root和Hauptfuhrer坚称波士顿合作伙伴不会“这样对我们”——“这样”指的是解聘博格之事，“我们”指的是博格在基金董事会的支持者。渴望留住博格并准备无视威灵顿管理公司“解雇博格”的愿望，使独立董事们达成了一个大胆的解决方案。他们认为博格应该直接主导一项重大研究，也被称为“对未来结构的研究”——考察威灵顿集团是否应该重组和如何进行重组。博格的工资应该被规范地支付，并和

Root、Hauptfuhrer、Jim Welch一起检查基金在未来获得最好咨询、管理和承销服务的方式。原来，该特设委员会仅举行一个敷衍的会议来规划这个研究策略，所有进一步的评估由整个基金董事会执行。

基金董事会研究的选择包括：

1. 继续维持与威灵顿资产管理公司的现有关系。
2. 分拆威灵顿资产管理公司的投资咨询与共同基金管理业务。
3. 再找一个或多个新的投顾、投资经理或承销商。
4. 通过收购威灵顿资产管理公司共同基金管理资产来内部化基金服务。

Doran和Thorndike一致认为，威灵顿资产管理公司应继续支付博格薪水并为他提供一间办公室以供他进行研究。这是一个令人难以置信的转变：前一天他们解雇了博格；后一天，他们同意让博格留下来并让他督导研究，这个研究可能会导致部分或完全地分拆威灵顿资产管理公司。

此次事件转折最可能的解释就是，Doran和Thorndike现在明白了前一晚他们未能理解的一些事情——基金董事会严重反对威灵顿资产管理公司解雇博格的决定。虽然基金董事会无法推翻这一决定，但他们想在一定程度上留下博格。除非波士顿分部能放弃完全解雇博格的努力，否则基金董事会将准备针对威灵顿资产管理公司的行动。总之，Doran 和Thorndike可能认为，对未来结构的研究可能会给他们时间来制定一个新的、旨在摆脱博格的策略。

基金董事会决定让博格发起对未来结构的研究，在共同基金业的发展史上是一个重大事件。通过威胁会向威灵顿资产管理公司宣战，基金董事会宣告了其独立性，并将自己确立为一个独立的实体，而不是威灵顿的仆人。对未来结构的研究是Charles Root威胁波士顿合伙人的一着好棋，一场争夺谁控制基金——基金董事会或威灵顿董事会——的战争打响。尽管对未来结构的研究有重大意义，然而博格最新发布的新闻稿宣布董事会的行动几乎没引起媒体的关注。与今天不同的是，商业阴谋，无论多具戏剧性，当时的媒体对此都没有什么兴趣，所以威灵顿的内部争斗在很大程度上仍是公司范围内的秘密。尽管故事开始走漏风声了，但外界对威灵顿资产管理公司正在发生

的事情，仍非常含混不清。1974年3月10日《纽约时报》上发表的一篇文章进一步放大了这种混乱。前期版本的标题是“被驱逐的基金人又回来了”，后期版本的标题则被修改为“前任基金负责人又回来了？”。

Doran和Thorndike对基金董事会的决定极为震惊。他们从来没有认真地对待过Root的威胁，仍然相信基金董事会永远不会接管威灵顿资产管理公司。一直以来他们认为已经解决了“约翰·博格问题”，博格也不会反击。对博格的误读让他们付出了昂贵的代价，现在博格似乎处于强势地位，在收拾威灵顿资产管理公司。共同化不再是空中楼阁，它有机会成为现实。“博格政变”的意义在于，现在他可以掌握威灵顿资产管理公司最宝贵的资产，即基金。就在那天早些时候，登上返回费城的火车后，在Riepe的陪同下，他的身体筋疲力尽，感情也透支了。他突然哭了起来，虽不全是因为他的“政变”——克服了重重困难，现在终于有了成功的机会，然而，他的整个人生，到此时为止，都是过去24个小时的一种缩影。他手上的牌——童年时家庭经济的困境、他的心脏问题、失败的并购——考验了他的勇气。然而，他不仅仅是被成功所感召，从这些冲突中脱颖而出，并为此而振奋，他喜欢从地板上爬起来，掸去身上的灰尘，给对手击倒性的一击。波士顿合伙人却不知道到底是什么打败了他们。

第9章 投资者利益至上的基金结构

◎ 译者：思思

博格团队正在考虑的行动实际上是没有先例的，他们希望确保履行受托责任——为基金持有人的利益最大化服务。

在1974年1月24日董事会会议后，博格严肃地质问——自己是否真的想留下与威灵顿共事。他曾努力地争取能继续管理这些基金，但他不确定他是否还有足够的容忍力来应对这场无疑已摆在眼前的冲突和争议。他最可能离开威灵顿是在那一年的春天，当时他考虑杠杆收购德尔福管理公司（Delphi Management, Inc.），总部设在特拉华的威尔明顿（Wilmington, Delaware）。杜邦家族所有的德尔福管理公司管理着 Sigma 基金。在这四只共同基金资产不足1亿美元时，博格热爱共同基金行业，且他认为，如果没有他在威灵顿资产管理公司所经历的争论，他会非常享受创建 Sigma 基金这一挑战。然而，当他收到来自粉丝的邮件时，更难下定离开的决心了。某公司的总裁这样写道：“我感到震惊和无语。我能为你做点什么吗？以任何可能的方式。祝你好运！”纽约Auerback Pollak&Richardson公司副总裁Chapman Clark，写道：“只想让你知道你在这条街上的朋友发现情况有点难以置信——对我们大多数人来说，威灵顿就是约翰·博格。”

博格开始意识到，如果他让别人去领导他自己的公司，那么他将会付出一定的代价：那样做会让波士顿合伙人转败为胜，也就意味着他将公司拱手相让了。此外，他要承担对未来结构的研究，他想知道他是否能把研究变成现实。然而，最后说服他留下来的是，他脑海中 Doran 和Thorndike脸上会出现的傻笑，如果他决定离开的话。

从现实的角度看，对未来结构的研究时机十分有利。道琼斯工业平均指数从1973年1月的1052高点暴跌至1974年2月的800点，并在1974年10月触及580点的底部。威灵顿资产管理公司的股票价格从1967年的每股40美元的高点

下跌到每股5美元。公司股票价格的下降令波士顿合作人感到特别焦虑，他们在并购中收购了148,000份 A 类股——对他们而言，曾价值150万美元，如今却只有185,000美元的低价。

如前所述，威灵顿基金，该公司旗下的标志性基金，到1966年年底资产管理规模达20亿美元，到1973年年底资产管理规模缩水至9亿美元。一度大热的股票型基金，资产曾一度高达近4亿美元，也最终跌至不足2亿美元。股东纷纷离去。1974年是连续净资本流出的第二年。基金总资产已从1972年年底的26亿美元下跌至1974年度的15亿美元，且还不见底。在令人绝望的时代，任何有可能改善威灵顿资产管理公司基金前景的事情似乎都值得尝试。

博格无法得知对未来结构的研究是否会产生他所宣扬的重组主张，但他确信重构共同基金与威灵顿公司的关系将让基金持有人受益。他指出，比如，如果管理公司的首席执行官也是基金的首席执行官，那么管理公司指定服务的整体打包费用——包括行政、投资咨询和分配。这两个关键因素一起创造了他戏称为“戈耳迪之结”的难题——将基金与威灵顿公司相绑定（注：“戈耳迪之结”意为难解的结、难题、难点，“斩断戈耳迪之结”意为“快刀斩乱麻”“大刀阔斧，果断处置”）。只有解除绑定关系并让基金与威灵顿公司彻底隔离，才能让基金无论是与威灵顿公司还是与其他投资咨询事务所，通过谈判来支付更低的投资咨询费。通过将公有管理公司的所有权转移到基金本身，也可以降低成本，因为这样就不需要为管理公司的股东创造利润和分红了。

在1月24日的董事会会议后又过了几周，博格开始着手准备对未来结构的研究。基金的独立董事们与这些关键人物，包括博格、Doran、Richard Smith和独立董事们的特别顾问，召开了多次会议。Smith坚持认为基金董事会独立董事们的最终决定是一致的，这对研究结果的最终形成起到了重要的作用。Smith知道，威灵顿资产管理公司将尽全力阻止博格的共同化建议，因为此建议一旦成功，将拆散威灵顿资产管理公司——但这只有在多年法庭斗争的情况下才会发生。当博格得知 Smith 的立场时，他的心沉了下去。他知

道，在不久的将来，共同化是一个转瞬即逝的机会，因为他不太可能得到独立董事们的一致支持。

关于其他选择的建议反反复复，文书工作堆积如山。博格不屈不挠，他做了那么多页的备忘录，概述论据，他知道威灵顿公司管理层不会觉得这些论据古怪。一位威灵顿代表则写了备忘录反驳博格的论据；博格会再次反驳。Jan Twardowski，博格当时的助理，称整个过程有点吓人：“这些家伙互相指责……当时看起来觉得很小心眼，现在则觉得很可笑……大人物们会在楼上会面，我们这些小喽啰还有工人们都在楼下，在发生战斗时还不忘喝了几杯。”

数周过后，这项研究开始在博格的指导下步入正轨。如果说博格是这项研究的总设计师，那么Philip Fina，基金董事会法律顾问和费城律师事务所Stradley, Ronon, Stevens & Young的合伙人，则是大师级工匠。Fina是将博格的理想写入先锋集团公司章程的圣手，制定先锋集团和单个基金间的正式约定，并起草证券交易管理委员会的豁免审批程序。

1974年2月20日，在基金董事会接下来的一次会议上，博格与独立董事们讨论了所建议的重组的目标。最重要的是，他强调说，所有的问题都归结为一个关键因素：独立性——基金决策仅基于持有人的利益而定的独立性。问题在于，现状是否真的是为基金股东服务的最佳结构。如博格在他对基金董事会的评论中指出的：“随着基金自主地执行更多活动，而不是由威灵顿资产管理公司主导，它们不仅变得越来越独立，还可以节省大量费用。”博格继续提出构建基金和威灵顿资产管理公司之间关系的7个选项：

1. 继续现有关系。

2. 如果基金的份额分配和投资管理暂时中止，则必须将基金所需执行的所有行政职能内部化。威灵顿资产管理公司将继续担任承销商和投顾之职。

3. 将所有行政和分配职能内部化。威灵顿资产管理公司将继续担任投顾之职。

4. 通过让基金自己执行威灵顿资产管理公司所代劳的运作工作，使所有管理、分配和投资管理职能内部化（这是博格最想要的、激进的共同化步骤）。

5. 内部化管理和分配之职，由一个或若干新顾问提供投资管理服务。

6. 由新的外部管理公司取代威灵顿资产管理公司。

7. 通过创建一个全新的内部组织来内部化管理、分配和投资管理。

在会议结束的时候，博格十分清楚，独立董事们想要重点分析选项2和选项3。在他们看来，后面的选择动作过大，不宜认真考虑。

迎接挑战

如果基金董事会的独立董事们能在这一年早些时候展示出他们的勇气——确保博格仍是这些基金的掌舵人，那么这些董事们会在处理对未来结构的研究时表现得更坚定、更热情。最重要的是，共同基金的董事是“一月之中仅一天”的参与者，但随着博格对未来结构的研究，基金会董事们，相比任何基金所做的，都愿意花更多的时间并从事更严谨的问题分析。他们正在考虑的行动实际上是没有先例的，他们希望确保履行受托责任——为基金持有人的利益最大化服务。

随着研究的推进，基金董事会每月通常仅持续7个小时的定期会议——一般从上午9点开到下午4点，后来经常变成为期一天半或两天的会议，也常持续到深夜。此外，还有许多特别会议和董事会会议。数以千计的文件被提交至基金董事会进行分析。董事会成员 John Jackson 成为一个特别重要的成员。在1974年6月的某个阶段，Jackson连续两天在纽约与主要成员挤在一起，讨论协议的最终形式，决定谁将留在威灵顿资产管理公司、谁将直接为基金工作。用一位参与者的话来说，是Jackson的角色促成这一交易的达成：“正因他这样做了，我们都避免了一场对抗和一个无人能接受的结果。”

因此，博格在1974年3月20日的下一届基金董事会会议上会见了董事们，又提出了一个全新的研究课题——威灵顿投资集团未来的结构。该研究课题

首先回顾了基金与威灵顿资产管理公司当前的经济关系，且含蓄地认为，现有关系的延续是不可能的，因此它分析了三种最有可能的结果的优点：

选项1，威灵顿资产管理公司将继续向基金提供投资管理和承销服务，但这些基金将为自己提供所有行政服务。

选项2，威灵顿资产管理公司将继续向这些基金提供投资管理服务，但这些基金将为它们提供所有行政和承销服务。

选项3，基金将收回威灵顿资产管理公司所有的投资公司活动，从而使所有投资管理、行政和承销职能内部化。

据博格的判断，独立董事达成的统一意见——与他们相关的任何决定都应是一致同意的，极有可能排除选项3。通过控制经营共同基金公司的三项必要任务——行政、分配和投资建议，基金完全可以独立运营且为基金股东节省大量成本。因此，尽管他怀疑行为激进的步骤在此刻不可行，但他继续推进此方案，希望能谈下来他所认为的次好选项——将行政和分配职能内部化。他对控制投资管理这一盈利的职能感兴趣，若不行，至少也控制了分配的职能，这将让他与威灵顿资产管理公司之间处于他所希望的、正常的咨询交易关系。

这一妥协也是一种巨变，博格知道律师 Richard Smith 担心，SEC可能不允许直接从持有人资产中支付分配费用。博格反驳说，威灵顿资产管理公司已经间接地使用股东资产来支付分配费用了，它通过收取更高的咨询费来覆盖这一费用。

在随后的3月20日召开的会议上，威灵顿资产管理公司的代表们以一堆理由反对博格的共同化计划。他们辩驳称博格夸大了各选项的俭省效果。他们还认为，如果每只基金共享一个内部管理组织，就会出现冲突：“不同基金持有人将就费用分摊引发严重的新冲突。每只基金在管理费用和分配费用中所占的比例将取决于分配方法。此冲突的强度很可能要求每只基金都有自己的董事会。”

威灵顿资产管理公司还坚持认为，作为一家多元化的综合管理公司，其基金业务不能像博格建议的那样轻易地脱离其咨询业务。代表们说，这种做法可能会严重影响向基金提供的服务的质量。他们坚称为基金提供了优秀的行政服务，并产生了一个高度可信的投资业绩记录，他们补充说：“一个新创建的内部管理组织几乎不可能维持现有的管理服务，更不可能去强化服务或创新。”

最后，威灵顿代表们指出，内部化既不会赋予基金更多的独立性，也不会减少基金与其管理公司之间的利益冲突。他们说：“那样做只会使基金更依赖于其内部管理，并将外部管理所带来的众所周知的、得以控制的利益冲突替换为不同寻常的新型利益冲突。”

凝视窗外

在1974年4月30日召开的威灵顿基金持有人的年度会议上，恢复博格作为威灵顿资产管理公司总裁兼 CEO 的建议被提出。Thomas P. Emmons是威灵顿一家子公司的前副总裁，他提出了这项决议。博格声称事先他什么都不知道。

作为威灵顿基金的主席，博格主持了会议和股东投票。在投票进行时，没人胆敢要求他离开主持的位置。为了避免与任何认为他在试图影响投票的人有目光接触，博格盯着窗外。通过举手表决，全体股东以30比2的票数赞成恢复博格职位的决议。基金顾问Andrew B. Young回顾此轮投票，认为是声望的 PK，于是他告诉股东们：“你们可以告诉威灵顿资产管理公司做什么，但你不能要求它做什么。”然而，投票事件给威灵顿资产管理公司发出了一个信号：博格一直颇受基金持有人欢迎。



截至1974年6月，基金董事们已差不多做出决定了。经过5个月对选项的仔细分析和评估，他们准备确定威灵顿资产管理公司的命运。如果波士顿合伙人期望这项研究会以博格离开威灵顿而结束，那么他们就错了，因为研究结果更巩固了他的地位。虽然他未能说服独立董事们，让基金来接管威灵顿

资产管理公司，但他说服了他们改变基金与威灵顿资产管理公司之间的关系，剥夺了后者的部分权力。

独立董事们的共识是打算让基金接管行政职能，但分配和投资咨询职能仍留在威灵顿管理层手中（实质上是采纳了博格研究中的选项1）。这一不太有争议的改革将实现本研究的主要目标，借用博格的话说是“赋予了基金法人和业务的独立性，以保证一贯卓越的业绩……最佳的成本效益……通过激励导向的组织和全新的收益分配安排……公司治理结构符合消费主义的环境、新的商业道德标准和不断加强的监管督察要求”。

董事会于1974年6月20日达成决定，如Smith所追求的投票结果那样一致通过。新闻发布会宣布了新协议，部分内容如下：

威灵顿资产管理公司董事会和威灵顿投资集团（即威灵顿基金）今天联合宣布，他们就未来公司与基金间关系的治理机构，原则上达成了一致。

该协议实质上仔细考虑过这种假设——基金将行政管理职能内部化，而此行政职能之前是由威灵顿公司来提供的。威灵顿资产管理公司将继续担任基金的投资顾问和主要承销商。基金和威灵顿将继续谈判，以减少基金支付的管理费。

当拟议的重组生效时，这将显著背离共同基金业当下的普遍做法，共同基金经理通常为共同基金提供其运作所需的大部分服务，包括投资组合管理、销售和分销，以及公司内部管理。

约翰·博格，基金主席，评论说，“重组将使得在进行基金投顾关系谈判和实施时，给予基金极大的独立性。”

最终，董事会决定采取最保守、最不具争议性的做法：投资咨询和分配职能将留给威灵顿资产管理公司，行政事务由基金自己管理。

1974年7月22日，Charles Root与Phil Fina曾到访华盛顿证券交易委员会办公室，向证券交易委员会的工作人员们通报最新的重构威灵顿基金管理公司与基金之间关系的重组方案。他们受到了质疑。“那么，对威灵顿公司有什么好处呢？”证券交易委员会的工作人员不停地问。Root和 Fina很难解

释清楚重组并不意味着威灵顿公司受益，而应该是基金持有人受益。在与美国证券交易委员会会晤两天后，基金董事会正式批准了重组计划，这天也是威灵顿资产管理公司董事会正式批准该计划的第二天。

博格很高兴他总算赢回了些东西，即使只是一个方面的业务，且他对此并没有太大兴趣。回想起来，他意识到自己只得到了一些面包屑，因为更吸引人的分配和投顾职能仍然与他无关。至少在当时，他不过是Doran曾设想的“首席书记员”。尽管如此，对于一个6个月前从一个职位上被解聘且即将在另一职位上被解聘的人来说，他的部分性胜利是一个巨大的成就。他说：“每个人都知道我要做更多的事情。”他已经计划增加自己的职责，即使其中一些还没有得到正式的同意。例如，虽然不该由他的员工们提供投资建议，但他们的主要任务之一就是审查这些基金是否从投顾那里得到了最佳服务。而且，虽然基金董事们承诺让威灵顿资产管理公司继续承销基金，但博格对基金后期如何继续承担这些职责有一些想法。博格猜测将来一场更彻底的重组可能会让基金支付给威灵顿资产管理公司的咨询费用至少骤减几百万元。

当务之急就是确定行政职能的范围。多年来，威灵顿一直在管理这些基金，因此这个问题从未出现过。然而眼下，基金董事会和威灵顿资产管理公司必须明确谁将做什么。所谓的“破产理论”将成为指导原则：基金将负责任何不履行就会迫使该公司破产（停止运营）的职能。因此，所有与合规、财务、受益人注册登记、结算和审计相关的工作——以确保基金的价格每日都能从报纸上查到，都由基金来负责。

博格认为，自从得知从威灵顿资产管理公司那里争取到了足够的法人独立权，基金已经被赋予了比实际情况更多的独立性。事实上，它们仍然依赖威灵顿提供投资咨询和分配服务。这是《波士顿环球报》（Boston Globe）在调查了所谓的“威灵顿妥协”后得出的结论：“博格想共同化。在妥协中，他得到一个作战基地和一个参谋——这个人曾跟他在费城工作过，但威灵顿的波士顿顾问们则保住了700万美元的费用。目前这些条款并不代表权力正在向基金做大量的倾斜。大多数基金员工已经常驻费城了。威灵顿保住了

基金的销售职能，因为众所周知，分配和投资管理是紧密相关的，且基金持有人不应该对投资咨询所造成的损失进行补贴。”



这不是一个在共同基金行业引入新理念的理想时机，因为行情相当惨淡。作为该基金董事会的主席，博格致信Ivest基金持有人，截至1974年8月31日，上一财年非托管标准普尔500股票指数值下降了28%，创该指数有史以来（可追溯到1926年）同期的最大降幅。Ivest基金表现更差，净资产价值下降了43%。以他典型的坦白个性，博格写道：“我们（基金管理人）认为基金的业绩并不令人满意。”当该基金董事会成员Daniel S. Gregory读博格写的东西时，他毫不含糊地告诉博格——他做得太过了。他批判说，博格说出关于基金业绩不佳的全部真相，是危险而愚蠢的。他认为基金持有人可能会起诉该基金。

威灵顿资产管理公司的其他基金对公司并无帮助。Technives 基金太令人失望，其资产持续缩水，并于1973年被并入Ivest基金。Explorer基金的业绩比Ivest更糟，和Morgan基金表现差不多。仅仅两年，Explorer基金的资产从2800万美元降至900万美元，Morgan 基金的资产则从1亿2800万美元减少至6700万美元。威灵顿基金持续表现低迷。甚至连温莎基金，在1973至1974年间的表现也令人失望，尽管它在1975至1976年间的业绩有所反弹。在威灵顿的主要基金产品中，仅Wellesley收入基金在艰难的证券市场环境中的表现相对不同。

简而言之，威灵顿的让步极不可靠。从未有一只共同基金曾试图承担自己的行政和管理职能。如果新结构表现混乱，则投资者可能会将资金从基金中撤回。不确定的气氛蔓延，人们被迫选边站队。

一个被夹在冲突中间的人就是Raymond J. Klapinsky，后来他担任先锋集团高级副总裁兼总法律顾问。他是德拉瓦大学法学院的毕业生，曾担任证券交易委员会的一名律师，于1969年加入威灵顿资产管理公司。Klapinsky 是在先锋集团任职时间最长的成员之一，并且是先锋集团成长历程的一手见证

人和积极参与者。Klapinsky 是威灵顿为数不多的、支持雇用博格的高管成员之一，很快他就被证明是新先锋集团团队的关键成员。

博格，对于 Klapinsky 而言，在他的人才团队中极具价值。“一开始我们只依令执行法律、会计和持有人服务职能，”他说，“而且完美履职非常关键。博格有很强的法律背景、不错的头脑、对细节的追求，以及完好的平衡感和平和度。他达到了我们的最高期望值并超出了预期。”

回顾威灵顿做出让步的早期，Klapinsky 强调“最大的风险是妥协之事会失败。因为它不是传统的解决方式，员工不会遵守，也不会被执行”。为了吸引Klapinsky和其他人站到他们那边，波士顿合伙人对这些担忧加以利用，警告集团这一小部分“妥协的员工”总是有名无实，做不了什么的。他们指出既然他们仍提供投资建议——在所有共同基金运作中最重要的功能，那么实际上他们还在继续运作这些基金。Klapinsky 和他的同事们担心波士顿高管的话可能是正确的。“当时，共同基金的日常运营真的没有太多的事情可做，” Klapinsky说，“工作的90%都归投资建议。”还总结说，行政管理职能真算不上什么工作。

在1974年夏季结束时，George Lewis，波士顿合伙人之一，问博格：“对你的新工作，你不觉得很无聊吗？”

博格心想，这人估计不知道将会发生什么事情。

第10章 先锋集团号铁血战舰启航

◎ 译者：李天骋 中证指数公司

“想到‘先锋集团’这个名字简直就是神来之笔，它就像被施了魔法一般，从书页中自己跳了出来。”

1974年8月1日，星期五，博格带着他14岁的儿子John Jr. 驱车沿纽约州高速公路一路向北，前往他们购置于普莱西德湖畔消夏的住处。同一时间，在费城总部，基金董事会正为是否保留威灵顿的名字而争执不休。这11只基金有一个共同的非官方名号——威灵顿集团投资公司（Wellington Group of Investment Company），代表它们属于威灵顿资产管理公司。眼下的问题是，威灵顿资产管理公司能否保留其名称，或者这些基金是否被允许继续使用威灵顿的名号。

不管对博格、威灵顿资产管理公司还是基金董事会来说，这都不是无足轻重的小事。基金董事会的部分成员对一年来激烈的言辞交锋记忆犹新，他们一心要剥夺博格继续使用威灵顿名字的资格。另一些成员则担心这无异于重起炉灶，多年来形成的品牌影响力将付之东流。威灵顿公司将之前达成的折中方案看作是博格图谋夺回基金掌控权的第一步，坚持要求博格放弃使用威灵顿这个名字。

博格将车驶入高速公路休息站，给Charles Root和Richard Smith打了电话，得到的却是坏消息：博格无权要求威灵顿资产管理公司改名，这就意味着11只基金不得继续使用“威灵顿”名称，唯一的例外是其中的一只基金——威灵顿基金的名字可以保留。盛怒之下，博格向他们吼道：“这是最后一根稻草了！这实在是个愚蠢的决定！我不干了，我彻底不干了！”

博格从来都不是一个冲动鲁莽的人。在这之前，不管是波士顿四人组在他背后暗射冷箭，向他施压，拉他下马，还是董事会夺他的权，他都不曾轻

易就范。而这次，关于名称的问题却成了压垮骆驼的最后一根稻草。第二天一早，Root 和 Smith 打电话到他在普莱西德湖的家里劝他说：“能走到今天这一步已经不容易了。放弃威灵顿的名字吧，基金叫什么一点儿都不重要。取个新名字吧，取个响亮的名字。”

博格掂量了一下目前的局势，很快克服了冲动。无奈之下，他开始为基金考虑新的名字。但他对威灵顿公爵形象的执念却挥之不去，并且他偏爱的名字都是以字母 W 或字母 V 开头的。有一阵子他考虑使用Victory，以纪念英国海军中将霍雷肖·纳尔逊。纳尔逊将军于1805年在特拉法加战役中击溃了法国和西班牙的联合舰队。皇家海军胜利号战舰（HMS Victory）是此次战役中英军的旗舰。纳尔逊将军在此役中战死疆场。不过博格后来觉得在当时的处境下使用这个名字稍显矫揉造作，于是作罢。

最后选定“先锋集团”这个名字却是无心插柳的结果。在基金董事会的施压下，威灵顿资产管理公司允许博格继续使用他的旧办公室，但办公室墙上挂的版画属于威灵顿资产管理公司的资产，被悉数撤走。正好这时一位画商前来拜访，带来了一些反映拿破仑战争的版画。博格买下一批，其中包括6幅威灵顿公爵作战的画作和6幅反映纳尔逊爵士海战场面的作品，这些都取材于1825年出版的一本图书，书中对每一次战役做了介绍。画商把这本书赠送给了博格。博格在书中读到纳尔逊将军在200年前对麾下军队的褒奖之辞：“指挥得当，战士英勇，军纪严明，战无不胜，所向披靡！”1798年，在尼罗河战役中大败法国舰队后，纳尔逊将军在他的战列舰甲板上豪迈地写下这段话。那艘战列舰的舰名就叫“先锋号”（HMS Vanguard）。

“先锋号”这个名字激起博格强烈的共鸣。在此前一段时间里，他饱经磨难，此时再没有什么能阻挡他前行的步伐。他想象着自己掌舵着“先锋号”乘风破浪，这个名字象征着领袖精神，象征着开拓创新。在最终获得董事会的同意后，这些基金有了一个响亮的新名字——先锋集团（the Vanguard Group）。后来博格如此回忆当时那一幕：“想到‘先锋集团’这个名字简直就是神来之笔，它就像被施了魔法一般，从书页中自己跳了出来。”

博格认为有必要在所有基金之上建立一种公司组织，而不是单独管理每一只基金的日常运营。于是，先锋集团就这样诞生了，先锋集团的所有权属于旗下的11只基金，而根据之前的折中方案，先锋集团负责11只基金的运营。先锋集团的运营支出，包括雇员薪水，都从基金资产中列支。公司不以营利为目的。新公司的成立不需美国证监会批准，但公司日常开支由旗下基金分摊，这需要向美国证监会申请。在等待监管层批复期间，先锋集团投资公司于1974年9月24日正式完成公司架构的设立。新公司承接了原来11只基金——威灵顿、温莎、Ivest、Explorer、Gemini、Trustees' Equity、Exeter、Wellesley Income、Morgan Growth、Westminster Bond、Fund for Federal Securities，基金持有人有38万人。

在成立之初，先锋集团有员工总计59名，其中管理和行政人员有19名，基金会计有40名。博格继续担任每只基金的董事长，薪水也跟在威灵顿期间持平，每年10万美元。威灵顿公司负责基金组合投资，并通过股票经纪商发售基金份额。先锋集团承担基金会计、税收申报和向政府机构呈交报告等之前由威灵顿资产管理公司承担的运营职责。博格承认，这些工作确实有些单调，但必须毫无差错地完成。之前，威灵顿公司将投资者账户管理和份额转让等业务承包给一家外部机构，但先锋集团在成立之初就将这些业务收回了。



博格深知创业艰难。在威灵顿时期，尽管他主持工作，但其实活在摩根的阴影里，最终波士顿合伙人上位，自己被扫地出门。从某种意义上说，现在白手起家，博格希望凭借他在先锋集团的开拓创新成为商业领袖。创业的路径通常是发现客户需求、寻找资本、设立商业机构。而博格的志向并不仅仅在于创设一家商业机构。在他看来，先锋集团的创立就像是道德伦理剧的最后一幕，是一场行业的颠覆运动，是茫茫大海中的一盏明灯。

博格认为，只有先锋集团旗下的基金才是名副其实的“共同基金”。先锋集团正在进行一项伟大的试验，把共同基金置于新的公司治理结构、新的规则和理念之下，看它们能否生根发芽，枝繁叶茂。由于先锋集团的所有权

属于旗下的基金，集团的经营利润归基金持有人所有。绝大部分资产管理公司以利润为导向，而先锋集团的低成本运作、基金持有人利益优先的做法在行业中独树一帜。博格要做的正是他认为基金行业大部分竞争对手没有做到的事——公正地对待每一位持有人。

博格很小心，避免直接批评共同基金行业不注重投资者权益。他当然知道每家公司都宣称恪守信托责任、秉承基金持有人利益为上的原则。先锋集团的竞争对手的一位高管曾经开玩笑说：“公正对待持有人的结果很可能是毁了这个行业。”但博格坚信先锋集团走的才是正道，行业中的太多公司都把为公司挣钱置于为投资者创造价值之上。这位高管在另一场合讽刺博格：“既然你想做慈善事业，那么何苦要选择共同基金这个行当？”博格明白，与其说他是在创建一家公司，不如说他是在向整个行业宣战。



不幸的是，在博格创立先锋集团的初期，共同基金行业正值严冬岁月。尽管美国股市已经走出1973—1974年的漫漫熊市，但先锋集团旗下的基金连续40个月遭遇净赎回。博格此时并不知道，投资者资金撤离的趋势还将延续40个月，直到1978年1月才出现转机。后来，博格把持续6年零8个月的资产缩水称作先锋集团历史上的“黑暗时期”，那时新投资者的申购量远远不及老持有人的赎回额。据事后统计，这段时期基金净赎回9.3亿美元，相当于“黑暗时期”开始前基金资产的36%。先锋集团从建立的第一天起就面临着生存危机，面临着资本短缺，先锋集团进行的试验随时可能夭折。尽管先锋集团生不逢时，但博格依然充满信心，他把这一伟大试验类比为“将基金持有人从后座挪到驾驶座”。

先锋集团从成立之初就开始寻求建立与威灵顿资产管理公司之间新的合作关系，以尽可能保持基金的独立。在从威灵顿资产管理公司手中收回基金运营职责之后，先锋集团每年向威灵顿资产管理公司支付的费用从740万美元下降至640万美元，节省了100万美元。博格的目标不止是这些，他力图从威灵顿资产管理公司手中夺回部分甚至全部的投顾业务。他认为目前威灵顿资产管理公司提供的服务质量不高，要价不低。事实上，基金确实拥有更换投

顾的权利。按照行业惯例和协议内容，先锋集团有权中止聘用威灵顿资产管理公司为投顾，只需提前60天告知对方即可。但实际情况是，基金的外部投顾往往通过垄断基金的销售来把持其投顾业务。只要威灵顿资产管理公司掌控先锋基金的份额销售，就不怕先锋集团会中止它们之间的投顾协议。

尽管博格认为理想状态是“基金独立于外部投顾，在运营上实现完全自立”，但他否认完全踢开威灵顿资产管理公司的意图。他表示：“别把折中方案看作是我们摆脱威灵顿资产管理公司控制的一种举措。我们只是希望能与其保持必要的距离，就像所有养老基金、大学捐赠基金或者其他基金一样。这样我们的投顾才会有危机意识，才会努力提供更好的服务。”他补充说，关注基金运营费用、投顾管理费用也好，关注基金业绩也好，说到底就是要向基金持有人负责。

1975年2月19日，先锋集团宣布美国证监会已批准公司重组为先锋集团投资公司。代理委托书立即发放给了基金持有人，并于同年4月22日的会议上表决通过。1975年5月1日，先锋集团正式成立，成为美国共同基金行业的一员新兵。当时的美国共同基金行业总计有基金390只，管理规模为459亿美元。老基金的董事会成员全部保留，成为先锋集团董事会成员。这成为博格的一块心病，因为他的两位大冤家——Doran和Thorndike依然留在董事会中。作为基金的董事长，博格把权力牢牢掌控在自己手里，并想方设法赶走他们。他向董事会表示：“要想维持先锋集团的独立地位，先锋集团的董事会中不应该有外部投顾的成员。”董事会附议。最终Thorndike和Doran分别于1976年和1977年离开先锋集团董事会。



在先锋集团创立初年，品牌建设一直是件棘手的事情。很多投资者熟悉威灵顿基金，却很少有人知道先锋集团是什么。由于先锋集团缺乏品牌知名度，很多雇员不看好公司前途，而年复一年的持有人赎回又加剧了他们的担忧。阴云笼罩下唯一的希望，就是先锋集团“不走寻常路”，这激励着创业者们克服困难，并建立起同志般的情谊。

在公司建立之初，创业者们承担了大量琐碎无趣的工作，但没有人抱怨。其中一件事情特别有代表性。在收回运营外包业务后，Ray Klapinsky负责11只基金的代理人投票工作，并修订基金的招募说明书。但他以饱满的热情投入到如此琐碎的工作中。先锋集团副总裁兼审计长Karen West这样回忆道：“我们都认为这些工作很让人振奋，就像自己身处华尔街一样。每天关注各种新闻，并琢磨这些消息将如何影响明天手上的活儿。我们有一种强烈的参与感，并不觉得自己在摆弄些无足轻重的小玩意儿。”

对于初创的先锋集团来说，正需要这种高涨的士气。这是一家完全由基金持有人所有的私人公司，公开上市并不在未来的议程之列。而且博格也反对公司高管牺牲持有人利益去套现发财。Ian MacKinnon于1981年加入公司，他回忆道：“直到一年之后，我才意识到受雇于先锋集团就别指望挣大钱。这家公司几乎没有净资产。我惊讶地发现这不是一家小型资产管理公司，而是一家由基金持有人所有的小型互助公司（Mutual Company）。 ”

江湖传闻越来越多，甚至传说有人因跑去先锋集团工作而遭受罚款。对此先锋集团很少站出来辟谣。但经过几年时间，先锋集团慢慢建立起一种独特的雇员计划，让每位员工成为公司的股东，分享公司利润。博格坚信先锋集团的每一位雇员有着和他相同的愿景，心怀高尚的目标——以持有人利益为先。博格的“先锋集团号”启航了。

第11章 斩断“戈耳迪之结”

◎ 译者：李天骋 中证指数公司

“先锋集团后来发展壮大。现在想起来，当时做出那样的决定，对公司的意义怎么评价都不为过。”

到了20世纪70年代末，在先锋集团旗下的基金中只有货币市场基金表现亮眼。先锋集团于1975年成立了货币市场基金，投资于短期（期限在30~90天）高信用等级债务工具，如大额存单、高等级商业票据和美国国库券。货币市场基金份额净值保持1美元不变，当时其收益率最高达到16%，由此成为银行存款甚至股票型基金的替代品种。到1981年年末，先锋集团旗下的货币市场基金总规模达到16亿美元，占公司管理总资产的40%。

不仅仅是先锋集团，整个共同基金行业在那段时期都主要靠货币市场基金维持规模。传统的股票型基金规模扩张陷于停滞，先锋集团也不例外。随着股票市场从1973—1974年的大跌中复苏，先锋集团的资产管理规模也走出低谷：1974年为14.5亿美元，1975年为17.8亿美元，1976年为20.5亿美元。投资者赎回金额从1976年的1.27亿美元下降至1977年的8900万美元。尽管如此，赎回额还是高于申购额，导致1977年年底的资产管理规模回落到18.5亿美元。原因是当市场复苏时，投资者主要关注的还是股票型基金，而先锋集团作为新公司，股票型基金是其短板。因此，资产规模的增量都流向了先锋集团的竞争对手。

1976年年初，先锋集团成立才8个月，博格就着手制定计划来扭转业绩不佳的局面。根据公司成立时的安排，先锋集团只负责基金运营，而分销和投资都由威灵顿资产管理公司负责。博格的计划（不管他对外是如何宣称的）是摆脱威灵顿资产管理公司的控制，获得完全独立。他决定斩断“戈耳迪之结”（译者注：“戈耳迪之结”源自希腊神话，意为难解的结、难题、难

点，斩断“戈耳迪之结”意为“快刀斩乱麻”“大刀阔斧，果断处置”），而第一步就是收回基金分销业务。

先锋集团的基金自公司成立以来（甚至在公司成立之前）就将份额分销的业务交由威灵顿资产管理公司负责。尽管分销的重要性不言而喻，但分销对公司而言是个成本中心。威灵顿资产公司之所以愿意承担基金分销，是因为这会提升基金规模，而规模扩张会带来投顾收入的增长。此外，威灵顿资产管理公司也深知分销渠道是一张王牌。博格自然清楚，分销业务一旦掌握在自己手里，先锋集团就有了同投顾谈判费率的筹码，在必要时也能自主选择更换投顾。共同基金行业最大的利润来自投顾收入，如果先锋集团有权自主招标投标投顾，则将直接影响威灵顿资产管理公司的营收。

博格说：“为了解决这个问题，我们需要把基金的分销费和管理费分开来列支。这样我们才能避免受制于人。目前我们的困境就在于先锋集团不能轻易解雇投顾。如果那样做了，那么基金怎么卖？只有掌握了分销，我们才能获得自主权。之后我们才能夺回投资管理业务。眼下我们的投顾业绩不佳，收费太高，特别是货币市场基金，过高的费率直接侵蚀了投资收益。”

博格相信，夺回分销控制权的办法是建立免佣金的分销系统，也就是免除基金的销售佣金，不通过股票经纪商等中介，将基金份额直接卖给投资者。他的提议遭到威灵顿资产管理公司的强烈反对。而博格则认为先锋集团必须直接建立分销渠道，正如他于1974年在“对未来结构的研究”（Future Structure Study）中构想的那般。

当时的共同基金同现在一样，既有直销也有代销。直销指基金管理人直接通过广告、邮件或投资者的口口相传来营销基金。代销则通过股票经纪商、理财规划师、银行等中介来完成销售。通过中介销售的基金需要支付销售佣金（销售佣金由投资者支付给经纪商等外部机构，而基金年费则从基金资产中划出一部分支付给先锋集团作为运营费用）。一般来说，有80%到90%的销售佣金到了经纪商口袋里，其余归提供分销服务的资产管理公司所有。这些分销机构向投资者收取8.5%以上的销售佣金，最高可以达到每笔一万美元。申购额越大，销售佣金享受的折扣越多。尽管资产管理公司获得了部分

销售佣金收入，但佣金费用侵蚀了投资回报，因此必须为投资者创造更大的收益，才能比免佣金基金更具竞争力。博格经常讲，基金收取销售佣金的行为，就相当于在百米短跑的赛场上，别的选手跑100米，而你要跑108米。

博格坚信，先锋集团要想在行业内立足，投资绩效是关键。而提高竞争力的最佳方法是将先锋集团打造成行业内费率最低的公司。不仅要维持低运营成本，降低投顾费用，同时还要走免佣金路线。20世纪60年代到70年代初，市场上大部分基金为股票型基金，那时候投资者对费用考虑得比较少。直到20世纪70年代货币市场基金崛起，基金投资人才开始关注费用。当时的情况是，各家公司都在发行货币市场基金，行业竞争的结果是大部分的货币市场基金都免收销售佣金。博格倡导的免佣金行动可谓正当其时。

在事后看来，博格做出免佣金决定和他打造先锋集团一样，具有革命性意义。投身免佣金意味着先锋集团不再需要分销渠道。在此前几十年里，由于基金对分销渠道的依赖，威灵顿和经纪商形成了牢固的同盟关系。威灵顿资产公司靠它的经纪商网络销售基金份额，挣了大钱。自从1924年共同基金在美国诞生以来，经纪商的佣金分销模式已成为行业主流。而先锋集团要做的正是打破传统，跳开分销渠道，直接向投资者销售份额。不出所料，先锋集团立即遭到了经纪商的群起围攻。

博格在很早之前就已经意识到免佣金基金必将引发行业的重大变革。他在1971年的一次讲话中这样预言：“共同基金行业的竞争主要来自传统的分销渠道之间。经纪商的价值，在于帮助普通投资人在众多基金中挑选出最适合自己的品种。免佣金基金将会挑战现有的佣金模式（即分销渠道销售模式）。尽管目前这一趋势还不明显，但它必将改变共同基金的游戏规则，免佣金基金的销量正在赶超传统渠道。”他于1972年发表在《机构投资者》杂志上的一篇文章进一步阐述了他的观点：“如果我们（指当时博格所在的威灵顿资产管理公司）不依靠经纪商，那么最好的选择就是采用免佣金模式。”时隔四年，一语中的。

博格相信，推行免佣金模式的动力来自投资人的自主选择，正如他在1974年预期的那样，投资人对费用越来越关注，对8.5%的销售佣金意见很

大，因此需要免除这部分费用，留住客户。另一个理由是，长期来看，依赖经纪商销售先锋基金份额会越来越难，因为经纪商代销的基金产品会越来越多。最后也是最重要的理由是，博格预期未来共同基金持有人中机构投资者的比例会越来越高（他预期将从当前的20%提高到50%），免佣金模式将有助于先锋集团扩大机构投资者客户基础。因为机构投资者都关注成本，所以投资免佣金基金是必然的选择。

从本质上看，投身免佣金和自建销售体系可谓殊途同归。1976年6月，先锋集团在纽约Richard Smith的办公室召开会议。Richard Smith从1974年的多事之秋以后一直担任基金独立董事的特别顾问。参加会议的有博格、Jim Riepe、Philip Fina，以及威灵顿资产管理公司的两名律师，James Walters和Richard M. Phillips。会议讨论的中心议题是将基金的投顾咨询费和分销费分离，即先锋集团分别同威灵顿资产管理公司签署投顾协议和分销协议，分别支付费用。另外，还讨论美国证监会是否认可由基金资产支付分销费用的安排。Fina对此持谨慎乐观态度。Smith则建议博格从长计议。在之后的半年里，围绕免佣金和建立分销，董事会进行了一次又一次激烈的讨论。

博格不得不再一次直接面对他的老冤家。Bob Doran 和 Nick Thorndike 这时候还留在先锋集团的董事会（虽然不久之后他们就先后离去），两人强烈反对博格自建销售体系的计划。他们深知这将影响威灵顿资产管理公司的既得利益，削弱其对先锋集团的掌控力，更重要的是将导致投顾收入下降。因为投顾费用的一部分用于补贴基金分销的开支。他们坚持认为，外部分销体系是必不可少的，经纪商的渠道和市场实力比先锋集团直销强得多。如果先锋集团一意孤行地走免佣金道路，则将导致客户大量流失。博格回忆，Doran将先锋集团的免佣金计划称作“一场浩劫”（Doran 表示，他可能确实用了“浩劫”这个词，但他已记不清楚了）。Doran 辩称自己其实并不完全反对免佣金计划，他建议采用差异化定价策略，股票型基金保留佣金销售模式，固定收益产品可以降低销售佣金，甚至采用免佣金模式。

不管威灵顿合伙人的态度如何，先锋集团此时已无须仰人鼻息。但博格必须说服基金董事会，让其明白直销带来的好处大大超过放弃分销模式在短期内带来的负面影响。但他相信随着直销体系的建立，营收数字一定会改善。还有个问题同样不容小觑，就是先锋集团必须获得美国证监会的豁免，允许由基金资产来承担渠道开支。但是获得监管层的豁免要耗费时日。在此期间除非基金获准施行过渡性安排，否则还必须依靠威灵顿的佣金代销模式，用投顾费用覆盖分销成本。

先锋集团董事会就此争论了好几个月。董事会成员的立场分成三派：一派从一开始就坚持免佣金模式；一派坚决反对自建直销渠道，甚至反对先锋集团收回基金运营业务；一派虽然赞成搞直销，但担心会遇到监管层阻碍。先锋集团的干事 Ray Klapinsky 回忆道：“走进会议室，你会看到当博格讲完后，威灵顿的人就起来跟他唱反调。”博格认为免佣金是大势所趋，对股东、对新投资人都有利。他进一步说，当前的分销体系已经难以为继，多年来威灵顿资产管理公司靠投顾收入补贴分销支出，才得以勉强维持。

尽管博格据理力争，但他对采取如此大胆的行动也不是完全没有顾忌的。凭他和老上司摩根多年的关系，他感觉现有的经纪商分销体系还是难以被撼动。在一次午餐中，他向董事会成员 John Jackson 坦承了自己的忧虑。

Jackson 回忆道：“他很担心，或者说害怕一旦抛弃了分销商，投资者全部赎回怎么办。博格跟经纪商谈起这事，所有人都建议他放弃这个主意。他们告诉他，必须依靠经纪商，基金才卖得出去。”

最终，博格心一横，决定把这些烦恼全部抛在一边：“都到这步田地了，我想象不出情况还能糟到哪里去。”



离先锋集团董事会表决的日子越来越近。这一次，摩根没有站在博格这一边。他说：“如果我支持博格，那么我在投资界的很多卖威灵顿基金的朋友将得不到佣金收入（译者注：在先锋集团旗下的基金中，只有威灵顿基金保留了原来的名字）。”尽管如此表态，但他没有投票权，而且他也无意迫

使博格放弃。作为博格的老上司，摩根教会博格的最重要的一件事就是：只要你相信你是正确的，那就坚持到底，让别人说去吧。

1977年1月末，先锋集团召开董事会，但没有就免佣金方案达成最后决议，将这一议题搁置到下次会议再行讨论。博格对此又气恼，又失望。他认为建立直销体系这一计划已经到了箭在弦上、不得不发的地步，其利害得失已经在1974年的“公司治理结构规划方案”和1976年提出免佣金模式之后的6个月里被完全充分考虑了。1977年1月的早些时候，先锋集团董事Dan Gregory（他本人反对免佣金直销模式）提交了一份问题清单。其中所有的问题博格和他的支持者都已经回答过了。Fina认为，关于建立自己的直销体系，确实该讨论的都已经反复讨论过了。很多年之后，Fina在给博格的一封信中回忆当时的情形，说感觉就像在打仗，成败的关键在于博格能否带领大家战胜负面情绪。

博格、Fina和他们的小团体不折不扣，勇往直前。1977年2月8日，董事会在纽约再度召集开会，讨论一直进行到半夜。第二天凌晨一点半，以7:4的投票比例通过由先锋集团提出的、由博格主导的关于建立直销体系的议案。最终让大多数董事会成员投出赞成票的主要原因，是他们认可博格关于“免佣金模式是未来趋势”的观点。

免除销售佣金，并且自建直销体系也是基金董事会担心先锋集团过于依赖威灵顿资产管理公司、缺乏话语权的一种回应。博格的方案——用免佣金模式取代佣金模式，放弃威灵顿资产管理公司的分销渠道——让先锋集团摆脱受制于人的境地。结果一出，博格在得意之余，不免有些许遗憾。他觉得要是赞成票和反对票的比例更接近些就更好了，更能体现胜利的来之不易（实际上，他本希望董事Corroon能投下反对票。这样一来票数比例将会是6:5，结果更加耐人寻味）。

决定一公布，来自波士顿合伙人的董事Daniel S. Gregory就递交了辞呈。此举不是为了表示抗议，而是他觉得事到如今，自己继续留在董事会里已经失去了意义。Jim Welch投的也是反对票，但他没有选择走人，后来居然成为博格的忠实拥趸。不管每位董事个人意见如何，议案好歹最后通过了。

这就意味着当年博格“公司治理结构规划方案”中的方案二在遭否决的三年之后被正式采纳了。当时提出的分三步走实现互惠公司治理结构规划，此时已经顺利迈出了第二步。



博格的举动遭到行业的嘲笑奚落。同业德雷福斯公司在印刷广告上大书：免佣金？没门！愤怒的经纪商接连给先锋集团打去抗议电话，并威胁会去建议投资者赎回先锋集团的基金。在先锋集团宣布免佣金决定的第二天，Jan Twardowski接到一家经纪商负责人的电话，这位负责人为温莎基金签下了100万美元的订单，这在当时是一笔大买卖。Twardowski回忆道：“他很愤怒。他让他的客户相信温莎基金值得拥有，但现在他付出的努力却得不到任何回报。他不来骂我们才怪呢。”

确实，先锋集团做了一个冒险的决定。正如Twardowski说的：“我们不知道能不能挺过去。我们根本不知道该怎么做品牌，怎么发邮寄广告。一切都得从头开始。我们确实雇用相关人员，但有些人根本不中用。当时在先锋集团没有人知道该怎样卖我们的基金。”先锋集团最大的挑战就是如何打开直销渠道，找到潜在的投资者，并在他们中间形成口碑。博格坚信，尽管暂时遇到困难，但是免佣金一定是未来的趋势。先锋集团必须拥抱趋势。同时，他也相信投资免佣金基金是投资人明智的选择。

先锋集团一开始很担心原来代销他们基金的经纪商会劝客户赎回。但博格相信这不会引发大规模的赎回潮。在缺乏合理解释的情况下，让投资者大量赎回基金是触犯监管底线的。另外，先锋集团是一家低成本的小公司，雇员人数不足60人，因此即使管理规模缩水一半，也不至于养不起现有团队。事实上，做出免佣金决定确实并没有引起投资者的大量赎回。在这之前的两年里，平均每月赎回率为0.9%，而在免佣金之后的两年里，平均每月赎回率只提高到1%。尽管1974年之后市场复苏，但先锋集团旗下的两只基金——威灵顿基金和Ivest基金依然业绩不振。

最终约翰·聂夫成了先锋集团的大救星。他管理的温莎基金资产规模从1974年年末的3亿美元涨到1978年年底的6亿美元。博格认为，温莎基金优异

的业绩表现和基金经理聂夫如日中天的名声使经纪商不得不重新考虑给投资者的操作建议。另外，尽管先锋集团放弃了佣金代销的渠道，但直销的业务量显著增长。温莎基金的申购额从1975年、1976年的4800万美元一路增长到1977年、1978年的1.17亿美元。温莎基金取代了威灵顿基金成为先锋集团旗下最大的基金。到了1979年，温莎基金的资产规模飙升到6.25亿美元，在此期间，威灵顿基金的资产规模却不断缩水。到了1982年，温莎基金一举突破10亿美元规模门槛。先锋集团得以顺利度过转型阵痛期，聂夫可谓居功至伟。



促使先锋集团转向免佣金模式的原因之一，是公司决定发起一系列的市政债券基金 Warwick。这个系列基金投资于不同到期期限的市政债券。投资者可以选择长期债券组合、中期债券组合或者短期免税货币市场工具的组合。大家都认为，对于这一系列市政债券基金，哪怕将佣金降到6%，基金经理都难以做出理想的费后回报。另外，投资者为股票型基金支付销售佣金还算说得通，但对于高评级债券的组合设置销售佣金就有点说不过去了。

Warwick市政债券基金于1977年9月13日开始运作。之前曾就找哪家做投顾进行过讨论。先锋集团已经掌握了基金的运营和销售业务，但让先锋集团自主管理基金投资可没有那么简单，毕竟培养一名合格的基金经理不是一朝一夕的事（最终先锋集团还是建立起了内部的固定收益投资管理团队。公司的低成本结构在管理固定收益品种方面具备显著的优势）。在Warwick之前，威灵顿资产管理公司一直承担先锋基金的投顾业务，但先锋集团一直希望摆脱威灵顿资产管理公司的控制。最后先锋集团选择花旗银行作为 Warwick 基金的投顾。先锋集团的律师 Fina 说：“这个决定关系重大。这意味着先锋集团开始自主选择外部投顾了。”

这时候成立的货币市场基金也推动了先锋集团资管规模的上涨。先锋集团的这只免佣金型货币市场基金——原来的名字叫Whitehall货币市场信托——吸引了大量投资者，特别是银行储户。当时，美国联邦监管部门对银行存款设置了最高5.5%的利率上限，而当时的年通胀率达到了两位数的水平，

吞噬了银行存款的实际购买力。货币市场基金通过投资商业票据等个人投资者无法参与的金融资产，为持有人创造了年化收益率为两位数的投资收益。

货币基金规模的提升对公司的业绩非常关键。货币基金吸引的新投资者也是先锋集团旗下其他基金的潜在客户。事实也证明如此：1977年，先锋集团投资人净赎回8000万美元；第二年，实现净申购5200万美元；第三年，实现净申购2.8亿美元。到1979年年末，先锋集团的资产管理规模超过24亿美元，已经接近1972年26亿美元的峰值。到1980年年末，资产规模跨过30亿美元门槛。

在此期间，先锋集团不断扩充旗下基金品种。在1978年年末，公司发行了高收益市政债基金和高收益公司债基金。一年之后，又发行了“吉利美”收入基金（GNMA Income Fund），它是当时市场上同类基金中第一只免佣金基金。1981年，在Invest基金中加入了一个国际增长组合，由伦敦的施罗德国际资产管理公司负责投资管理。这是美国共同基金行业中第一批投资海外资产的基金之一。该组合最终于1985年成为一只独立的共同基金。至此，先锋集团布局全产品线的发展规划逐渐成形。



既然先锋集团自主承担起了基金的销售业务，那么下一步自然需要考虑如何支付这笔开支。对博格而言，这个问题只有一个答案：由基金资产承担销售开支。除此之外没有别的途径。过去很多年，先锋集团的基金向威灵顿资产管理公司支付了过高的投顾费用，足以补贴威灵顿提供的基金分销开支。如今威灵顿当然不再愿意承担这笔开支。博格认为应当明确由基金资产承担必要的营销开支。因为只有持续营销才能做大基金规模，由此带来的规模效应才能显现。

当然，博格的看法同市场的主流做法是格格不入的。当时行业中普遍的做法是用高额的管理费补贴基金的营销开支，从规模效应中获益的是投顾，而不是基金的持有人。博格反对用管理费暗补营销开支的做法，主张使之透明化、阳光化。

博格主张由基金资产承担销售开支。这一主张必须获得美国证监会（SEC）的同意。在20世纪70年代初，美国证监会多次公开表态称，由基金资产承担营销开支违反《1940年投资公司法》。SEC认为应该由投资公司承担这笔开支。讽刺的是，当时SEC自己的一项研究显示，行业总体的营销收入（即投资者承担的营销开支）无法完全覆盖营销成本。因此，基金资产（以高额管理费的形式）实际上已经在支付一部分的营销费用。先锋集团内部的研究结果与SEC的结论基本一致。但博格坚持认为，这部分费用应该公开透明。

在Warwick基金成立之前，1977年2月24日，先锋集团向SEC提交申请，要求豁免《1940年投资公司法》中有关基金营销的相关条款。博格他们都很害怕直接面对监管。他们知道等待SEC的批准耗费时日。在这之前，公司会面临诸多法律风险。事实上，SEC在历史上只有一次授权共同基金豁免《1940年投资公司法》，允许从基金资产中支付营销费用。在1972年和1976年11月，SEC允许了Broad Street集团（历史上有名的两家“内部管理基金”集团之一）支付营销费用。事实上，SEC认可了“与资产相关的费用分配方式”，但先锋集团的申请遭到了主持听证的行政法官的驳回。为闯关成功，先锋集团只得一遍遍地修改其申请内容。

1977年7月15日，SEC发出通知书，称8月9日是提请召开听证会的最后期限，否则SEC将于30天之后准予先锋集团的豁免申请。基金董事会急于求成，他们安排于8月18日召开基金董事会，促使基金资产支付营销费用的议案获得通过。7月19日，代理委托书发给了每只基金的投资者，征求他们的投票，并告知这项安排需等待SEC的批准。最后该议案以大比例通过。

回过头看，先锋集团内部部分人士认为博格此举操之过急。当时，先锋集团并没有义务提前告知投资人基金正在申请SEC的豁免。尽管SEC会通过《联邦纪事》（Federal Register）发布公告，但投资者不太可能会关注到这种信息。如果先锋集团能先等到获得SEC豁免，再向投资人发出代理委托书，这时候投资者再想提请召开听证会就会为时已晚。但博格显然没有耐心等待。

在先锋集团发出代理委托书之后，费城的一位名叫Joseph Silberman的投资者提请召开听证会。Silberman 标榜自己是威灵顿基金投资者的代言人，但SEC质疑他的代表性。Silberman称，威灵顿基金是先锋集团旗下规模最大的一只，它的资产承担了先锋集团一半的营销开支，他认为这是不公平的。这只基金过去十几年表现平平，规模增长乏力，却支付了高额的营销开支。

1977年9月13日，SEC发表公告，临时准予先锋集团的豁免申请，但要求召集听证会。另外，SEC 附带提出一个要求：先锋集团不得将此类基金称作“免佣金基金”。SEC认为，听证会要解决的一个问题就是，由基金资产承担营销费用的基金还算不算免佣金基金。SEC 原则上同意先锋集团提出的方案，即由基金资产支付基金的营销支出，但必须等待SEC做出最终决定之后。

SEC 指派投资管理部主任 Sidney Mendelson 负责这场听证会。Silberman聘请Fred Lowenchuss为他的律师。Lowenchuss在美国联邦地方法院提起民事诉讼，要求法院驳回博格的申请。博格大惊失色，认为一切都完了。但是他错了。在等待SEC的最终裁决期间，地方法院的这场诉讼被搁置了将近4年之久。

听证会由行政法官Max O. Regenstein主持，分为两个阶段。第一阶段从1978年1月5日持续到2月3日，每周5天，每天8~10小时，这很可能是有史以来为申请《1940年投资公司法》豁免所召开的最长时间的听证会。12月1日，法官宣布了SEC的初步决定（Initial Decision），反对博格提出的豁免申请。但他同时表示，如果先锋集团同意做出让步，那么他会重新考虑他们的申请。先锋集团原本的方案是由每只基金根据其资产规模的固定比例列支营销费用，不考虑这笔费用是否完全用于该只基金。而SEC的法官认为，这样的安排有失公允，部分基金承担了本不属于该基金的费用。法官还决定不允许称此类基金为“免佣金基金”。先锋集团辩称，由于其低成本的费用结构，个别基金的资产规模是涨是跌都不影响整体获得规模效应。但法官似乎对此并不买账。

获悉SEC的初步决定后，博格一怒之下将文件狠狠地往墙上砸去。但其实，这个决定并没有宣判先锋集团死刑。临时豁免依然有效，只要能够提出更为合理的费用支付方案，说服Regensteiner法官，先锋集团就还有机会。博格和他的团队立即投入了工作，于1979年1月31日提交了修改后的方案。根据新方案，营销费用还是由基金资产承担，但在基金规模之外又考虑了销售份额，从而使卖得差的基金相对承担了较低水平的营销开支。

1979年4月16日再度召开了为期4天的听证会。10月4日，法官宣布了对此前初步意见的补充说明，这次同意了先锋集团的申请，但依然不允许先锋集团使用“免佣金基金”的名字。又过了三个星期，SEC正式发布12b-1规则，第一次正式允许共同基金资产承担自身的营销开支。但该规则没有涉及先锋集团那种复杂的费用结构安排。

SEC的决定使先锋集团能进一步通过基金的规模效应降低运营成本。但12b-1规则却给整个共同基金行业带来了意想不到的反效果。随后，其他公司纷纷仿效，从基金资产中收取一层新的费用。先锋集团的基金平均费率从1974年的0.71%降低到1995年的0.31%，而同期整个行业的费率却从1.08%上升到了1.10%。极具讽刺意味的是，博格甚至被贴上了“12b-1费用之父”的标签，这个绰号让他极为愤怒：“这就像是弗兰肯斯坦和他创造的怪物。怪物其实是整个行业搞出来的，但我却成了那个背锅的博士。”

即使在SEC裁决之后，Silberman还是继续给先锋集团制造麻烦。他向SEC提出申诉。1981年2月25日，SEC正式公布了Regensteiner法官的裁决结果——这一次，先锋集团大获全胜，甚至获准继续使用“免佣金基金”名字。鉴于SEC已经做出终裁，地方法院的民事诉讼被撤销，法官要求先锋集团支付原告85,000美元律师费和3469美元其他费用，与原告要求的110万美元相去甚远。先锋集团打了一场历时4年的战役，最终获得完胜。

SEC的裁决结果不仅支持了行政律师同意豁免的决定，更重要的是对先锋集团的营销方案做了背书。博格至今对此记忆犹新。他写道：

先锋集团的方案与《1940年投资公司法》的立法精神是一致的。这一方案使基金董事会更关注基金的成本和业绩，使他们能够更好地对服务质量做

出评估。此外，方案促使基金的信息披露更为充分，让投资者基金更了解基金运作情况。另外，该方案也使基金获得了更大的独立性，在必要情况下，赋予了基金更换投顾的自主权。该方案促进了基金治理结构的完善，有利于基金业的繁荣，有利于基金削减投顾费用，有利于产生规模效应，有利于摆脱基金对渠道的依赖。

总之，SEC 的裁决大大支持了先锋集团所进行的伟大试验。博格明白，现在先锋集团面对投顾时有了更大的话语权，当务之急就是削减基金的投顾支出。如今先锋集团再也不用看威灵顿资产管理公司的脸色了。谈判的过程耗时费力，但最终先锋集团得偿所愿。1977年，投顾费用从740万美元降到了520万美元，这其中还包括了先锋集团自建营销体系的开支。第二年，先锋集团的投顾费用进一步降低了70万美元。先锋集团终于能同投顾平等地谈判费用了。先锋集团支付给威灵顿资产管理公司的费用总计削减了39%，相比之前少支付290万美元。

“你真是太明智了！”

Charles Root从董事会退休的时候，董事会送给他一份特别的礼物：一幅包括所有成员照片的相框。在每位董事的照片下面写有一句亲笔赠言。Jim Welch是原波士顿合作人中唯一一位在1977年后继续留在先锋集团董事会的人，他曾激烈反对先锋集团的免佣金方案。他在赠言中写道：“Chuck（译注：这是对Charles的昵称），你真是太明智了！”Root觉得这句话对他意义重大。

博格的下一步目标最为关键，就是收回投资管理业务。博格从来不把先锋集团看作是一家循规蹈矩的资产管理机构。他认为先锋集团完全可以自己管理旗下的债券基金和货币市场基金。当时，作为投顾的花旗银行没有管好Warwick 市政债券基金，另外先锋集团也认为自己掌管债券基金和货币市场基金还能显著地降低成本。1981年，博格向董事会提出由先锋集团作为投顾管理旗下的这两只基金。这一次，他的提议没有遇到什么阻力。当年免佣方案的投票结果是7:4。8月15日，董事会投票，结果是8:2。博格多年之后提起

这事感慨道：“先锋集团后来发展壮大。现在想起来，当时做出那样的决定，对公司的意义怎么评价都不为过。”

至此，博格于1974年在“公司治理结构规划方案”中构想的方案三已经被董事会接受。分三步走实施的目标已经全部完成，这三步，博格花了7年时间（1974—1981年）走完。先锋集团规划发展部高级副总裁Jeremy Duffield强调了最后一步的重要性：“博格自建固定收益投资团队的决定是明智的，这让先锋集团的成本优势更加突出。在投资者选择货币基金或者债券基金时，成本优势变得非常重要。不久之后，就像巨浪冲上甲板，源源不断的资金会涌向我们的债券和货币基金。”

在博格看来，将先锋集团打造成投资人和股东一体的互惠公司，最重要的意义是获得充分的独立，以及降低了基金成本。一开始成本优势还不明显，但之后慢慢显现出巨大的优势，后来每年节省开支10亿美元，投资人大大获益。到了20世纪80年代，先锋集团的试验被证明是巨大的成功，用博格的话讲：“我们坚信会成功，只是不知道最后搞出这么大的动静。”

第12章 永远道德至上

◎ 译者：王思传 蓝石资产

“这再一次证明了，博格就像活在18世纪的男人，永远道德至上。”

有时候，博格就像睡着了，梦回Horatio Nelson勋爵在1798年尼罗河之战中击败法国人的时刻（注：先锋集团名字的由来取自此战役中的主舰名称），几分钟后又醒过来。布莱尔学院院长T.Chandler Hardwick III认为，博格就像一个活在18世纪的男人，在那个年代，无论是在学校还是教会，最重要的就是道德的威严。道德延伸到了生活的各个领域，无论是文学、音乐还是金融。

博格的身上就散发着这种道德威严的气息，这可能源自他对生活的热爱。他认为先锋集团独特的企业架构不仅适用于先锋集团本身，也适用于整个共同基金行业。较低的运营成本不仅对公司有利，更有利于所有共同基金的投资人。博格在接受本书作者采访时说的第一件事就是：“到2020年，先锋集团会改变整个共同基金行业，嘉信和富达基金都会变成跟随者。”博格认为这是他的使命。

人们常说博格有着经济学家的思想，却具有传道者般的性格。他的前助手Jim Riepe曾经开他的玩笑，送了他一件神职人员戴的那种白领子，但博格并没有生气。博格认为自己已经看到了光明的前景，也坚信自己有着传道者一样的热情，可以帮助别人看到同样的光明。“可以说我就是个传教士，在追求理想的过程中竭尽全力。”博格这样评价自己。美国证券交易委员会主席Arthur Levitt曾经问博格，如果他当选证券交易委员会主席，他会怎么做。博格回答：“我会像罗斯福总统在白宫一样勤奋工作，对我的基金公司董事们说‘我们的工作是为股东赚钱，把股东利益放在第一位，然后才是管理公司’。”在1990年的先锋集团工作会议上，博格曾经像传教士一样说过：“先锋集团是行业里的独行侠。我们不关心短期的规模增长，只关心未来能走多

远。对于我们来说，最珍贵的事情是坚守骨子里与生俱来的珍贵的原则，我很自豪，先锋集团拥有这种原则，这种原则将带领我们走向行业的成功。”

正是由于博格经常在公众场合表达上述观点，他和先锋集团的名字已经成为道德品格的代名词。博格在他的使命宣言中扮演了道德传道者的角色，使得先锋集团在共同基金行业里成为保护股东利益的最好的公司。博格也是第一个将保护股东利益作为准则的首席执行官，而且是唯一能坚持做到这一点的人。

在博格的性格中还有很有趣的一面，因为他的抉择常常是正确的，所以他认为所有事情就得按他的决策和方法来进行。他的一位助理James M. Norris说：“在这个世界上有两种做事准则，博格的方式和其他方式，其他方式显而易见都将是错的。”博格也承认自己是霸气外露的性格。尽管博格也会在会议中寻求别人的观点，但一般到了会议结束的时候，他的观点通常就会变成会议的主流观点。例如公司计划发展部门高级副总裁Jeremy G. Duffield负责针对发行新基金的投资策略进行提议。虽然博格明明知道反对Jeremy G. Duffield的提议会引起对方的反感，但依然否定了他的提议。Jeremy G. Duffield提议发行一只高收益的短久期策略债券基金，主要投资墨西哥等南美地区。博格认为风险太高，并且投资者的收益不确定性太大。与此同时，博格自己在提议发行新基金的时候会否定其他的反对声音，例如债券指数主题的新基金，投资范围包括各种剩余期限的债券。显然，博格拥有发行基金的最终决定权。博格在行业里的一个好友，波士顿Putnam基金的主席George Putnam曾经说过，博格在很多时候就像一个只有一个人的帮派，特立独行。

博格喜欢在做出正确决策时的感觉，尤其是当他能证明其他人都错误的时候。博格承认自己自以为是，也是一个逆向投资者。先锋集团高级副总裁F. William McNabb曾经问过博格：“当这个世界上其他人都做出同样的决策的时候，我们难道不应该跟他们一样，也做出相同的决策吗？”博格回答：“我们应该看着他们、观察他们，但不意味我们也要做出相同的决策。”没有人能像博格一样有勇气去反对潮流。

“博格说的是……”

《博格眼中的共同基金》（Bogle on Mutual Funds: New Perspectives for the Intelligent Investor）一书的作者 Jim Norris，曾经对比过“博格说的是……”和“博格的真实意思是……”，他把范例发给博格本人和博格的历任助手，然后根据收集到的所有反馈，做了如下的对比表格。

| 博格说的是…… | 博格的真实意思是…… |
|------------------|---------------------------------|
| 我知道这不是你的错。 | 这就是你的错。 |
| 你可以在有空的时候完成这件事情。 | 我昨天已经跟你提过这件事了，你需要在 5 分钟之内告诉我结果。 |
| 你检查过这个数据吗？ | 这个数据有错误。 |
| 你来决定吧。 | 按我的意思来办。 |
| 你能写一下这份材料吗？ | 以后我会重写这份材料。 |
| 我还没有机会看它。 | 我已经记住了。 |

博格有时候令人难以琢磨，虽然他可以控制自己的嗓音，避免冲同事大声嚷嚷，但同事却丝毫不敢怠慢和放松，生怕因为犯错引起他的注意。而且同事为了不引起他的注意，都避免直接说出他的意思，而是让别的同事来说。在会议上博格经常会问起一些细枝末节，在同事眼中看来这些问题过于琐碎。在交流中，博格经常把话题提炼成一个模型，让同事站在他的角度来思考问题。所以同事与他交流起来觉得既复杂又简单，需要从多个维度来体会博格的想

法。所有这些令博格看起来是个很强势的人。曾经为先锋集团做过咨询服务的费城咨询公司董事总经理Kenneth G.Martin说过：“与博格打交道的大部分人都既尊重他，又害怕他，害怕他开会，害怕他布置任务。博格并不属于传统意义上的职业经理人。与他打交道就像在参加一场战争般紧张。”

Kenneth G.Martin补充说：“尽管如此，博格是一个真心实意关心他人、也为他人着想的人。这么多年以来，博格记住了大部分员工的名字及员工家人的名字，并希望员工在工作中开心。员工们也认为博格是一个正直善良并且无所不能的人。”

Jim Norris的感受也反映了先锋集团的员工与博格关系的复杂性。一方面Norris 很自豪地表示，在全世界，他只想为博格一个人打工，但也觉得博格

有时候会“浮躁”“冷酷无情”“漠不关心”“善变”，并且认为别人“愚蠢无比”。Norris认为这可能与博格的身体状态有关系：“当博格身体不舒服时，员工也会跟着一起倒霉。”

Norris 回忆有一次他修改博格写给《投资组合管理》（Journal of Portfolio Management）杂志的稿件，博格上午同意他在第二天再把文章修改好，但是当天下午的时候博格来到Norris的办公室问：“你修改好文章了吗？我想今天晚上看到改好的文章。”Norris答道：“我还没改呢，咱们上午商量的是明天改好。”博格不满地说：“我可没这么说过，我有理由这么说吗？我们还有一整晚的时间，现在马上把它改好。”

Norris 评论道：“当这种事情发生的时候，我感觉自己像是在经受一场测试，因为博格会记得一清二楚。为他工作可能会让自己发狂，因为需要面对各种挑战和挫败感，需要有快速学习和反思的能力。当然我也不愿意与任何人交换我的工作，在这里工作可以让我对整个共同基金行业有最透彻的了解，为博格工作值得我付出忠诚与感激。”对于博格的各种指示，Norris觉得自己有权力提出反对意见，但是还是会坚决地执行。

下属们对他的管理风格的怨言并没有影响到博格，“我认为任何组织要想取得真正的成功，都不应该靠什么委员会来驱动。显然我被当成了一个会让人望而生畏的人，”他说这些话的时候眼睛在闪烁着，然后补充说，“我无法想象我会是这样的人。”博格的另一位前助理Jeremy Duffield说：“博格完全就是一个斗士，他好斗的本性会在辩论、谈判、与别人一对一的斗争中随时展现出来，他就是自己观点的发言人。甚至在其他非工作领域比如填字游戏、拼图、壁球等也是如此。”



博格认为他的自负是先锋集团与其他同行竞争的优势。正是由于他常常自信地表达自己的观点，而这些观点又经常被媒体所引用，就相当于免费帮公司做了宣传。他说：“自负不是缺点，只要你对自己所相信并表达出来的内容心中有数。”

博格为自己极大的自负感到开心。在1994年的一次演讲过程中，他讲道：“一位员工曾经给我留了一张便条，说如果自己只剩下20分钟的生命，都会用来听我富有启发性、哲学性、充满力量的讲话，这对自己的生命是一种永恒。”不久之后，博格承认便条留言是他自己虚构出来的。

博格所做的不仅仅是炫耀自己。真正伟大的传道者懂得如何与他人沟通。自从摩根让博格负责威灵顿集团的公共关系业务之后，博格成功地向员工、股东和公众阐述了自己的愿景。Jeremy Duffield说：“每个人都感受到自己是博格所描绘出愿景的一部分，大家相信自己所做的事情不仅仅是为了做大一家公司，更是为了更伟大的事业。”

咨询顾问 Ken Martin 在分析博格在先锋集团的工作内容之后认为：“看到博格在公司扮演的角色之后，我终于知道把精力集中在一块业务上并且持续不懈地为之努力是多么重要。在高速发展的20世纪80年代，众多财务公司都投入形形色色的业务中，博格的公司可以选择的业务方向也非常多，但他并没有偏离主业务航道。他还曾被认为过于保守而在公司内部饱受质疑和批评，因为他没有让公司参与到高速增长的创新业务中，致使在市场上某些业务领域甚至都看不到先锋集团的名字。但博格从来没有为此而妥协过。”



对于一个患有严重心脏病的人来说，变成一个工作狂不是一个明智的选择。但博格乐在其中，甚至觉得每周可以工作6~7天、每天可以工作13小时是给自己最好的礼物。他的好斗天性使得他会去努力达成每一个目标。他讨厌认输，喜欢竞争，渴望实现自我，立志达成每一个目标。在他办公室的墙上挂着一幅由前助手Jan Twardowski送给他的壁画，上面有法国革命家Georges-Jacques Danton的题字“勇往直前，继续勇往直前，永远勇往直前”。博格曾说：“我不希望自己的墓碑上写着‘我经营着美国最有效率的基金公司’，因为高效是无意义的，我希望我的墓碑上写的是‘我经营着美国最好的公司’。”

在博格的儿子John Jr.的脑海里，父亲似乎永远在工作。John Jr.成年后印象最深的一个画面就是父亲每周末都会有一部分时间在书房里坐着，书桌旁

堆着大量的文件和书籍。John Jr说：“我路过书房很多次，看着父亲不停地看书，在书桌上看，趴在地板上看，甚至放在膝盖上看，他总是在不停地学习新的东西。” John Jr回忆，父亲总是会满怀激情地把事情做对、做完美。他们当时在后院一起用树枝堆一个城堡，城堡并不是简单将树枝扔在一起堆砌而成，而是“以极高的精确度完成。我们尽力找到所有适合的工具，确保所有尺寸都是准确的，严丝合缝，完全对齐”。

有时候，博格也会对工作之外的事情感兴趣。1951年他在普林斯顿大学毕业25周年的年鉴中写到，自己的兴趣有帆船运动和壁球。但是他却对工作着迷，这比其他任何事情都更让他感兴趣。他想参与任何对公司经营有影响的决策。例如，平均每个月他能收到150封以个人身份发给他的邮件，大部分公司的CEO会安排专人来负责回复这些邮件，但博格则会仔细地阅读每一封邮件，其中有五分之一他会立刻回复，剩下的会转交给部门负责人让他们回复，并确保寄件人已经收到了回复。博格认为这些邮件就像晴雨表，能够高度评估公司的服务能力，即便邮件是投诉的内容也很重要，因为这可能是一个公司尚未发现并且亟待解决的问题。

博格对公司业务的细节非常关注，甚至会亲自对年度股东报告中的信息进行核对，在报告打印前还会检查是否会有印刷错误。他吹嘘说自己是先锋集团最好的校对员。他一直叮嘱自己的员工要“仔细核对”。在后来的几年里，博格意识到自己过分关注细节可能会对员工造成很大压力。他经常听到一些员工说：“看在上帝的份上，我们真的要和老板一起做校对吗？”事实上最后他们真的一起做校对了。



博格保守的生活方式可能来自他压抑的童年生活的影响。他厌恶世俗的物质和金钱生活，比如，他拒绝回答记者关于他的薪水的问题。20世纪90年代曾有媒体报道他的薪水可能达到数百万美元。他嘲笑这些报道，称他们夸大其词：“我是积累了一些财富，但绝对不是行业里的亿万富翁。不过我也不穷。”

博格不喜欢奢侈的生活。他坐飞机时会选择坐普通航班；他在宾夕法尼亚州布林莫尔的家也很朴实低调。在1996年，他的座驾是一辆有10年车龄的1987款本田讴歌。“我不会梦想拥有一辆捷豹或者奔驰跑车，那样会让我看起来像在炫耀自己。”

虽然人们对时尚的认知一直在发生变化，但是博格乐于守旧。他留着13岁起就没变过的寸头发型，使得他在20世纪80年代看起来就像一个精力旺盛、从事行政工作的男孩（直到1993年由于长期住院，头发渐渐长长，他才决定就保持一定的长度，因为已经习惯了）。在男士衬衫变得更偏运动、更休闲后的很长时间内，他依然穿着蓝色或者白色的、领子需要系扣的衬衫。Jim Riepe说：“20世纪70年代博格还穿着一件黄色衬衫，就像离开这个时代很久了。大家会认为他还穿着一套灯笼裤服装。”更节俭的是，他甚至还打着深色羊毛领带（不是浅色丝绸的，因为羊毛材质不易变形，而且深色更易打理），穿现成的套装西装（尽管是Brooks Brothers品牌的）。据说他的一条皮带用了20年。

一件不断被提起的小事充分显示出了博格的传统与节俭。1984年，他在纽约的豪华广场酒店办理入住，要求住最便宜的房间。前台告诉他最便宜的房间价格是230美元一晚，公司协议价还可以额外优惠20%。博格说：“我绝不可能为一个房间付这么多钱。我在这里住过15年了，每次我都住你们最便宜的房间，而且房价绝不超过100美元。”最后前台给他安排了一个位于嘈杂的电梯井旁边的小房间。

“多少钱？”博格问道。

“100美元整。”

“我还可以再享受公司的协议折扣吗？”

“不能。”店员尴尬地说。

“好吧，那我就要这间房吧。”

此时，在博格后面排的长长的队伍中，有一个排队排得不耐烦的人问道：“你不是博格吗？”

“你怎么知道？”

“我是先锋集团的股东，我看过你的照片，”当博格为造成延误而道歉时，男子回答说：“哦，不，不要那么想。起初我不明白你在做什么。现在我知道你是谁了，我完全理解了。所以先锋基金的运营成本这么低，对吧？”



说博格看起来像18世纪的男人，还有一部分原因是他有着深厚的历史感。他是一个有思想的人，并希望自己被列入知识阶层。给公司全体员工的演讲让他有了沉浸于历史之中的机会。第十届先锋集团合作伙伴年会在费城动物园的一个大型穹顶下举办，在演讲中博格参考了历史上的很多名言佳句，例如，雨果的：“军队的入侵可以抵抗，但新思想时代的来临却无人能够阻止。”艾略特的：“四月是最残忍的月份，荒地上长着丁香，把回忆和欲望混合在一起，又让春雨催促那些迟钝的根芽。”还有爱默生的：“用犀利的语言说出真挚的想法。”

他的其他演讲也经常引用历史名言和励志的歌词，比如：

✧ Calvin Coolidge总统：“世界上任何东西都不能取代持之以恒——勇往直前。”

✧ 体育记者Grantland Rice：“一个伟大的得分手，是靠在比赛中的表现而不是比赛的输赢来成就的。”

✧ 经济学家Joseph Schumpeter：“有三种创业的动机比金钱更重要：（1）建立新时代的意愿；（2）想要征服和成功的意志，喜欢成功的过程，而不是成功的结果；（3）对创新、燃烧激情充满喜悦。”

✧ 旧约：“身手敏捷未必能赢得赛跑，力量强大未必能赢得战争，时间和机会对每个人都是均等的。”

✧ 歌曲《无法实现的梦想》：“这是我的追求，去寻找天空中那颗星，无论多绝望，无论多遥远。”

✧ 歌曲《我的路》：“时间证明，我经受住了磨难，坚持走自己的路。”

博格热爱写作，这体现了他对知识的渴望。有些时候他看起来更像一名作家，而不像一位共同基金公司的负责人。从1970年开始，为了拉开基金和外部管理公司的距离，他开始撰写几乎所有的基金年度管理报告。直到20世纪90年代中期，他依然坚持每年撰写30份年报。他写这些报告不光是为了让股东了解到基金运行的真实情况，也是因为热爱写作中斟酌词句的感觉。他不会让员工帮他写好初稿，而是自己一气呵成。博格的姐夫、MAS投资管理公司的创始人Jay Sherrerd说：“你知道他没有时间……但是那些报告对公司来说非常重要。博格知道这些报告其他人也可以完成，但他们不会有他写得好。他不是一个人谦虚的人，如果他觉得一件事自己会比别人做得更好，那么他就会亲自做。”

博格一直非常喜欢填字游戏，多年来的每个星期天他都测试自己要花多长时间完成《纽约时报》上的最难的填字游戏。最快的纪录是36分钟，他很少需要60分钟以上的时间来完成。

写诗

除了写报告之外，博格甚至还会写诗。比如1994年，博格就为约翰·聂夫写了一首诗，祝贺他在温莎基金担任组合投资经理30周年。整首诗一共九节，下面是节选：

他在美国的中心加入我们
很快执掌温莎基金的缰绳
他的工作如此伟大
需要智慧与知识
他是荣耀三人组的一员
聂夫、彼得·林奇、巴菲特
组合投资成就的典范
他们的业绩令人难以望其项背
这里有我们珍视的宝藏

投资敏锐并且灵巧

一定是上帝眷顾我们

让聂夫掌管温莎基金

由于对词汇精确的使用和独到的见解，博格在先锋集团被称为文学老师。有一部20卷的《牛津英语词典》第2版常年放在他办公室外面的书架上，大家经常可以看到博格倚着高高的书架，努力在字典中寻找一个单词的准确含义。Jim Riepe曾经是博格的助理，后来任先锋集团最敬重的竞争对手之一T. Rowe Price的董事总经理，他有一个习惯，特别爱使用一个单词irregardless。终于有一天，博格实在无法忍受，像一个高中英语老师似的对他说：“Jim，你必须停止使用 irregardless 这个词。” Jim问他为什么，博格以他惯有的姿势把钱包放在桌上跟他打赌说，这个词不存在。Jim于是查了博格书架上的一本时尚手册和他视若珍宝的词典，发现使用irregardless这个词的人被归类为“文盲”。

Jan Twardowski回忆起帮博格起草文件初稿的时候说：“我已经习惯了他把初稿彻底否定，甚至感激他这么做。我会按照他的要求帮他分析，虽然分析结果对他来说可能微不足道。从博格身上我学到了用词的准确性，学会了将复杂的东西简单化，并以易于理解的方式呈现给读者。”对于博格来说，用词恰当很重要。

博格深信用词考究可以形成一个组织的风格。他禁止使用的词汇有产品（product）（认为它像零售行业的用词；他更喜欢用共同基金（mutual fund）或者组合投资管理（investment portfolio）），还有雇员（employee）（感觉有贬低之意，需换成员工（crew）），还有顾客（customer）（感觉有短期关系的意思，要用客户（client））。他讽刺说：“如果一家公司不使用这些词汇，就能走得更远。”

“向CEO致敬”

博格发现媒体经常乱用CEO这个头衔，他想知道这个词是如何成为公司一把手的代名词的。于是他给《纽约时报》专栏作家William Safire写信，询问

他CEO这个词是怎么来的，但并没有期待那个作家会在专栏里回答他的这个问题。他在信中写道：“一家公司的领导者过去通常用‘董事长（president）’或者‘主席（chairman）’来表示。CEO这个词的起源值得探究。”

但是作家竟然回了信。在1986年9月28日，Safire的专栏文章“向CEO致敬”发表。Safire提到这篇文章的由来是因为博格——既是先锋集团主席又是董事长的来信。专栏详细阐述了CEO这个词的由来，并且指出CEO在美国大部分公司的领导序列中应该排第二，而不是第一。

除了词汇的使用以外，思维也很重要。博格经常精进自己和他人的思维。他喜欢给他人一些信息，然后测试他们的思维是否敏捷。同事很难跟得上他跳跃的思维，也很难解决他抛出来的难题。博格的前任助手，后来任威灵顿基金总裁的Duncan McFarland回忆，有一次博格在黑板上给他们出题，写下了一组数字，让大家答还缺哪个数字。大家面面相觑，直到有人说出了答案。原来数字的含义是纽约地铁中各个地铁线的总站数。博格称赞回答正确的人在专注思考问题。

普林斯顿大学经济学教授兼先锋集团董事会成员Burton Malkiel对博格分析问题的能力非常敬佩。他说：“博格拥有一个科研人员的本能与直觉。他的大多数演讲都经过了充分的研究准备。在他写的书里也有很多很好的学术观点。虽然我们有时会有争论，但都是因为在探讨一些学术问题，他提出的都是专业的学术观点。这也是他有别于常人的原因。”

20世纪90年代的时候博格曾发表过大量学术文章，这些文章使用图标、数据等提出理论和分析，发表在很多重量级的金融杂志和期刊上。例如在《投资组合管理》杂志（Journal of Portfolio Management）上的“20世纪90年代投资方向”“奥科姆剃刀定律再分析”“权益型共同基金的挑选”“奥科姆剃刀定律在20世纪90年代初的实践”。早在1960年的时候，他就想在《金融分析师》杂志（Financial Analysts Journal）上发表自己的文章“共同基金管理案例”。他的同事说用真名可能会违反共同基金公开宣传的准则。他当时只好用了自己的笔名。

博格喜欢写作的另一个例子是1993年出版的《博格眼中的共同基金》（Bogle on Mutual Funds: New Perspectives for the Intelligent Investor）。他努力把书写得尽善尽美，希望这本书能向格雷厄姆1949年的著作《证券分析》看齐。博格认为格雷厄姆另外一本著作《聪明的投资者》（The Intelligent Investor）是股票投资方面最好的书。他把自己那本书的副标题起名为“聪明投资者的新视角”，以此希望读者能将自己的作品与格雷厄姆的著作相提并论。博格说：“我希望自己写的这本书，不仅能帮助投资者做出正确的选择，而且能改变整个共同基金行业的命运。在降低客户成本、增强信息披露的透明性和广告宣传的真实性、落实董事会监督的责任等方面，这个行业都有很大的改进空间。”

这再一次证明了，博格就像活在18世纪的男人，永远道德至上。

第13章 先锋集团守则

◎ 译者：王思传 蓝石资产

“在以后的投资过程中，我们会想象博格会如何做，我们会想到做事的底线，并且容易做出正确的选择。对于对客户有益的事情，我们不会再犹豫。”

当博格还在普林斯顿大学读书的时候，他就已经发现了共同基金行业存在的问题并想到了解决方案。为此博格专门写了一篇深度论文，论文的理论框架包括：基金份额持有人利益第一，坦诚公平对待客户，基金产品的创新，低成本运营。

在20世纪80年代，博格的信念日臻完善。博格在创立先锋集团后，开始推行投资者利益最大化原则，通过这一原则推动，先锋集团在与其他公司的竞争中逐渐获得优势。博格的父辈经历过经济大萧条时期，这代人更需要有专业的机构帮助他们打理好积蓄。博格恰好明白公司业务的核心就是照顾投资者的利益，他希望自己基金的份额持有人活跃起来。他把他们称为“脚踏实地、带着恐惧与希望、诚实面对上帝的人”。

在共同基金行业内也有一些机构宣传自己以份额持有人利益为核心，但大都显得有些苍白，他们有时候过于看重自己应收的管理费用，而忽视了持有人的收益。博格希望在先锋集团的实践中可以单纯地照顾好份额持有人的利益。然而，他还无法对外宣传自己已经改变了整个行业，因为他也不确定自己的方法是否会成功。直到20世纪70年代，博格通过一系列对公司的改革，包括降低基金运作成本、明确基金管理职责等措施，才让先锋基金取得了真正的成功。

随着他与先锋基金一起克服重重难关，博格变得无比自信，认为自己对先锋基金的改造是绝对的成功。一个例子就是他开始修改老基金产品的名

称，前缀统一加上“先锋”两个字。在20世纪80年代中期，威斯敏斯特债券基金、沃里克债券基金、白厅货币基金、第一指数基金，统统被加上了“先锋”（Vanguard）的冠名。到1993年，所有基金的命名都加上了“先锋”二字。原来的威灵顿基金，变成了“先锋威灵顿基金”（Vanguard/Wellington Fund）。

博格相信，公司的组织愿景比以往任何时候都更加清晰。其中一项原则就是“简单可执行”。作为摩根的学生，并且童年时得过抑郁症，博格投资非常保守显得并不奇怪。他认为那些追求一夜暴富的投资策略过于鲁莽，没有道德。他认识到，在威灵顿管理层与TDP&L合并后，有太多的投资经理为了迎合股东的短期利益，冒着产品破产的风险进行投资。所以博格看上去与共同基金行业传统上追求快速致富的思路不太一致，他选择了走另外一条路。

在20世纪80年代，博格没有选择跟随当时共同基金行业的潮流。其中一例就是“反向的价格战——一些共同基金开始提高管理费用，用来支付高额的宣传费用及营销佣金”。还有一个潮流是不断推出投机性的新基金，这些新基金并没有经过市场的检验。在博格看来，“这是一场恶性竞争，是一场炒作。这些基金超越了审慎的管理原则，为了追求高收益股票和债券而不顾一切”。

在大多数时候，先锋基金坚守自己的方向。公司没有提高管理费用，而是降低了费用；没有发行投机的基金，而是发行保守的资金；没有通过广告宣传优秀的历史业绩，而是讲述投资的逻辑。随着先锋集团哲学的诞生，博格在《先锋集团管理及员工手册》中写了这些原则：

1. 最重要的事情是提供价值，让投资者支付的运营成本保持在行业最低水平，让投资者无须为基金支付隐藏的销售费用。
2. 坚持我们的方向，将精力放在我们最熟悉的共同基金行业。
3. 坚持创新，相信智慧的力量，铭记历史教训。
4. 为客户创造回报，在满足客户的风险偏好的情况下，超越平庸。
5. 拥有一批坚守先锋集团原则的员工。

对于先锋基金的原则，博格通过一个个词汇进行总结：价值、专注、创新、成绩、奉献。

“公平的安排”

传统的投顾使用一系列的业绩比较基准来衡量成功，衡量为客户创造的收益，衡量提取的利润，衡量股票交易的价格。相比之下，先锋基金不太容易量化盈亏平衡点，因为其擅长节约成本。博格在1987年12月的一份备忘录中写道：“我们公司的财务指标很难衡量，我们没有传统意义上的财务指标，有人说我们应该取得12%~100%的资本回报率。但是我觉得我们应该给客户一个最佳的安排，那就是我们的高质量基金有更低的成本和更好的服务。”



先锋基金最重视的理念就是低成本运营，它起源于20世纪50年代，博格加入威灵顿基金时。威灵顿基金是第一只下调管理费用的共同基金。随着基金规模的增加，客户享受到了费用下降的好处。在摩根1959年的备忘录中，博格自豪地指出：“威灵顿基金在151只共同基金中的低费用排名从第12名上升到了第7名。”

博格一直铭记早年间降低运营成本的经验。与其他共同基金公司相比，先锋集团在头几年处于明显的劣势，当时大多数基金公司都将大笔的资金用于投放广告，但先锋集团没有。尽管如此，先锋集团将弱点转化为优势，这表明降低成本不仅本身有好处，还有益于提高投资收益率。博格承认管理股票型基金需要较高成本的人才，但是只要基金赚钱，就能覆盖聘请高级人才的成本。另外他认为，在货币基金和债券基金上成本控制至关重要，这些基金的投资经理在择券的水平上相对差异不大。共同基金公司如果能够以低成本运营，则会有明显的竞争优势，所以先锋集团能够以最低的成本运营基金变得至关重要。

以货币基金为例，各个基金收益率差异主要取决于费率的差异，而费率的差异主要是因为基金运营成本的差异。博格认为，费用的控制对货币基金

收益率的影响因素占比为95%，对债券基金收益率的影响因素占比为80%，对股票型基金收益率的影响因素占比约65%。博格在一次演讲中解释道：“鉴于这种成本回报关系，大家很容易对两位投资者的回报进行对比，假设两位投资者初始投资都是1万美元，费前收益率都是年化10%，但是如果第一位投资者的基金费率是0.3%，相当于费后收益率是9.7%，那么20年后，他得到的总回报是63,700美元，假如第二位基金投资者选的基金费率是1.2%，相当于费后收益率是8.8%，20年后他得到的总回报是54,000美元，两者差距约9700美元，差不多是当时1万美元的初始投资了，而差异归因于基金费率的差异。

博格自诩，先锋基金的低成本秘密是股东的所有权，因为基金份额的持有人是基金公司的股东，所以不能从基金的回报中提取利润付给母公司。博格解释说：“我们的结构和策略非常自然，你想要低成本，就不会想要销售费用。你想要把股东利益放在首位，就不会想要投放昂贵的、误导性的广告，广告只会给投顾带来好处。如果基金规模因为广告增加，投顾就能得到额外的利润。我们不是那种公司，我们通过经营来节约成本，所以我们的销售纪律也遵从这一原则。

先锋集团也从与投顾公平地磋商费用中受益，避免了传统基金公司在这块业务中的冲突。博格指出，随着先锋基金规模的增加，先锋集团能够谈判到更优惠的费率来吸引到最优秀的投资经理。与此同时，通过内部的管理机制，公司进一步降低债券和货币基金的费用支出。这些基金在规模经济效应的带领下获得巨大的利润。在1995年年中，先锋基金在750亿美元规模的货币和债券基金中，仅仅支付了800万美元的管理费，相当于管理费率接近0.01%。

除了低成本之外，先锋基金的另一个经营哲学是坦诚。这意味着先锋基金将自己的基金业绩完全开诚布公地宣传。博格有时候说，把坦诚作为公司的一种营销策略，可以将先锋集团与其他基金公司区别开来。他不喜欢误导性的营销，指责那些误导性的广告。同时他认为像先锋集团这样做生意会好得多，投资人可以从先锋集团那里准确全面地了解到每只基金的表现。

如果某个细分领域市场表现不佳，造成先锋基金短期内业绩不佳，则博格会在股东报告上提出这一事实，并告诫股东这样的情况可能还会持续一段时间。在1974年的基金年度报告中，博格写到了Ivest基金的表现不佳。该基金的基金经理Daniel Gregory对此倍感愤怒，害怕引起客户的投诉。这种事在传统基金公司中没有先例，因为基金经理可能也是公司的高管，但博格对此没有禁忌。

这种坦诚的哲学在先锋集团持续发扬。在1989年的年度报告中，博格提醒客户不要期待未来的10年会重复20世纪80年代的黄金10年，20世纪80年代是金融资产回报率最高的10年，一旦到了1990年，股票和债券市场都会开始下跌，而且随着海湾战争的临近，经济衰退会越来越严重。博格写道：“遵循我们投资建议的客户拥有股票、债券及现金储备，可经受风暴，虽然也会有损失，但不会被市场击垮。”

在1991年医疗保健股票表现异常出色的时候，博格写信给拥有先锋集团医疗保健基金的投资者，告诫他们基金的潜在风险，并指出“这种高收益率的绝对回报不可能持续很长时间，基金短期内的优异表现来源于医疗保健板块的整体上涨。经验表明一个板块不会无限制地上涨，一段时间里较好的涨势往往伴随着一段时间的回调。”

先锋基金还有很多类似的事例，在1990年，一本名为《对话高收益率债券》的小册子被送给每个先锋集团高收益债券主题基金的投资者。该小册子警告说：“高收益率债券的风险不适用于以下投资者：（a）风险厌恶型投资者；（b）短期投资者；（c）靠债券基金收益维持生计的投资者。”在1995年的先锋集团指数基金的年报中，博格警告说：“今年指数基金的收益率大幅超过主动管理的股票型基金，但如果追求短期的收益率，那么请远离这些指数基金，将来会有更多的基金表现超越指数基金。”

一些竞争对手将博格的诚实看作一种疯狂，但新闻界很喜欢他，而且通过阅读投资者的回信，可以判断出投资者很欣赏他的坦诚。先锋基金的董事会成员甚至开玩笑说，博格给投资者的建议越强硬、越坦诚，资金申购就会越多。


博格的坦诚对整个公司都产生了影响。Bill McNabb 指出：“博格的道德观让公司的运行方式大不一样，有一次我们的一个账户新增了一笔资金，我们把投资搞砸了。客户当时的指示有些模糊，我们可以把错误推到客户的指令上，但我们是一个整体，还是选择忘记模糊的指令，承担起自己的责任。在以后的投资过程中，我们会想象博格会如何做，我们会想到做事的底线，并且容易做出正确的选择。对于对客户有益的事情，我们不会再犹豫。”

第14章 我们来一起改变财富管理行业

◎ 译者：熊菲 中瑞财富

博格知道自己面对着一个艰巨的任务，就是赢得金融行业的尊重，他们将共同定义公司的形象和声望。

博格关心的不只是通过做“对的事情”建立客户忠诚度并赢得尊重。他强势，总是坚持“我知道对我们而言什么是最好的”，对他最严峻的考验是能否获得员工的忠诚与尊重。如果无法把先锋集团的价值观深深植入员工心中，他就没办法拓展事业版图。为了灌输自豪感，办公室被博格打造得很独特，看起来像是一艘有200年历史的英国军舰，在舰长博格的带领下，要完成一项伟大的使命。博格承认，航海主题可能看起来有点老土，但他相信“船长”必须让“船员”意识到，他们不是仅仅在“另外”一个共同基金工作而已。

 图像

关于英国海军形象，颇具讽刺意味的是，先锋集团总部距离 George Washington 军队度过1777年到1778年寒冬的地方只有几英里。然而，博格并不在乎那些人的丰功伟绩。他甚至从来没有开过船或从事过航海工作。他对于航海事物的情怀更多的是因为喜爱战争，而不是开船。因为他深受Admiral Nelson战役和其他海战的吸引，到先锋集团办公室的访客开车沿先锋集团大道走，会很快穿过海军上将纳尔逊车道，在那里停车区指示牌指示“临时停车”。穿过这条路，在一个正在建造新建筑的区域，标示着“区域外禁止停车”。走进先锋集团的办公室，在访客入口的左侧是一个玻璃箱，里面是HMS Vanguard的比例模型；右侧是和船锚、船和旗子放在一起的6个圆形奖章。主建筑在纳尔逊的最后一艘旗舰后面，叫作“成功号”。其他建筑则采用了参与 Nile 战役的其他纳尔逊的船名：Zealous（泽勒斯号，热情

号),Majestic (宏伟号),Audacious (创新号),Swiftsure (确捷号)和Goliath (歌莉娅号)。

实质上,公司办公室的方方面面都是部分的现代HMS先锋集团,从自助餐厅到健身中心,从公司商店到先锋集团客户服务电话号码。英国海战的古老印记装饰遍及公司。

指挥官的办公室看起来也像个博物馆。在博格的桌子后面是关于Nile战役、Waterloo战役和威灵顿公爵(来自摩根的礼物)的雕刻。墙上也是一幅Nile 战役的地图。三份关于纳尔森的档案、一个望远镜、一个六分仪和一份描绘了Nelson和威灵顿唯一一次会面的古董照片,让访客觉得这个房间像是在海上轻摇。“有时我们觉得他有点夸张,”Charles Root主管说,“但总体来说员工发现博格对于航海的强烈爱好是个加分项。它激励着他们,使他们认为自已投身于某件更大、更高尚的事情。最重要的是,它提醒员工,博格和他的公司不仅是基于一项使命,更是一场战争。”“我喜欢危机,”他曾说,“危机不仅激发我们最好的一面,而且在一个危机环境中,先锋集团才得到激励。”

博格用航海形象在先锋集团创造一种家庭氛围。他似乎把每一个成员都看作他大家庭的一分子。有时候,助手们几乎像他的6个孩子一样和他亲近。顺便说一下,这些孩子们没有一个在先锋集团全职工作过。他几乎总是招聘20几岁、没有太多商业经验但是在国家顶级学府有优秀成绩的年轻人。因此,先锋集团给人一种年轻的感觉:在1995年春公司的3700多个雇员中,只有8个是从1974年创立之日起就加入公司的。

博格喜欢雇用那些可塑性强、学习能力强、对他和先锋集团忠诚度高但不随声附和的人。尽管他相信自己通常是对的,然而他希望身边的年轻人能够独立思考,如果有反对的观点就大声说出来。他想要在做出决定前听他们的意见,了解问题的各个方面。他给助理抛出很多责任,然后观察他们能否胜任。他们学得非常快。他的三个助手——Jim Riepe、Duncan McFarland和Jack Brennan——都引领顶级的共同基金公司。其他人也建立了成功的事

业，包括Jeremy Duffield，先锋集团的高级副总裁；Daniel R. Butler, CSC网络的总裁；Jan Twardowski, Frank Russell安全公司的总裁。

到了1989年，博格的所有助理都是从公司外招聘的。唯一从内部晋升的是Jim Norris，博格后来的助理。Norris于1987年从费城圣约翰大学毕业后加入先锋集团，在1989年时当会计，当时计划离开先锋集团。先锋集团的总裁Jack Brennan风闻Norris即将离开，说服博格去和Norris谈谈关于最近空出的助理位置。Norris强烈要求博格给他一个机会，他过往的表现和潜力给博格留下了深深的印象，博格就答应了。Norris当时只有25岁，他成为博格任职最长的助理。

在从外部招聘的助理当中，有两位是哈佛大学 MBA（Brennan 和David A. Hamra）；一位是达特茅斯Amos Tuck商学院的MBA（Thomas E. Chapin）；有两位从宾夕法尼亚大学沃顿商学院毕业（Jan Twardowski和Jim Riepe）；一位从俄亥俄卫斯理大学毕业后加入（Daniel R. Butler）；Jeremy Duffield毕业于弗吉尼亚大学，在加入博格团队之前曾短暂供职于里士满联邦储备银行；Duncan McFarland 则是从耶鲁大学毕业后直接加入的。

“斯文加利效应”

Jeremy Duffield 最早是在纽约的一次会议上引起博格注意的。Duffield在那次会议上做了演讲，内容基于一篇他在里士满联邦储备银行时联合署名的论文。这篇论文是认识货币市场共同基金潜在经济意义的顶级论文之一。博格回忆自己是被这件事“征服”的。“这个24岁，看上去甚至更年轻的年轻人，带着满满的沉着和像老兵一样的风度，给前辈们做了一场有力量的、经过认真推理的、高度有说服力的演讲。午餐时，我邀请他和我一起吃饭，之后我对他的印象就更加深刻了。”在那之后不久，博格就说服Duffield加入先锋集团了。

在做了博格两年助理之后，Duffield 在1982年升职为计划发展部副总，又在1985年被任命为高级副总裁。在位期间，Duffield 监督创设了72个先锋集团证券组合产品，到1995年6月资产规模超过了700亿美元。让博格印象深刻的不仅是Duffield卓越的才能和诚实的品质，还有他的自驱力和决

心。“他差不多在先锋集团创业的时候就和我在一起，” 博格说，“他是‘我们兄弟连，少数快乐派’当中的一员，这个团体在早期一起战斗，在1982年年中解散。他是一个战士，有他在我身边很有趣。”

Duffield 没有辜负博格。在一封给作者的信中，Duffield 高度赞扬了博格的领导力、驾驭忠诚的能力。

“这些年，我看到博格对无数人施展了他的魔力。我把它叫作‘斯文加利效应’（没有邪恶的意思）。几个（通常是聪明且有趣的）词语，一个胜利的微笑，一个大笑，他们就被勾住了。他们知道其中有一些特殊物质，让他们感受到魔力。他们会听他的，和他一起笑，不管他去哪里都追随他。

“我们生存和繁荣的关键之一是全体员工自始至终的支持。他们分享成长的兴奋，分享使命感，甚至分享博格培养的十字军东征的精神。我认为他在这方面是个奇迹，这是他作为领袖最伟大的特质之一。

“这是个经典的故事，但极少有其他公司能像先锋集团一样。一位领导者发展出一个他狂热相信的愿景，而他的队伍也一样相信。这包含了他们认同的社会目标，包含了他们自己成功的种子。博格利用每一个机会和团队交流。在早期，每达到百万美元的成绩，他就发表一次演讲。一年至少举办两次先锋集团的宴会、一次合伙人野餐和一次假日会议，他把大家聚到一起，用15分钟的演讲把重点讲清楚。那些信息出奇地有用，总能引领大家走向成功。领导者的价值观成为员工的价值观，这些价值观支持着整个企业，就是极其强大的公司文化将员工绑定了。这是一个良性循环：受到激励的员工具备服务热情，带来满意的客户，反过来又可以与员工分享这些成功，帮助创造积极的工作氛围，等等。博格有个人魅力，有幽默感，关心员工，这让整个团队都喜欢他，这很有帮助。”

资深的助理们差不多算是成立了一个永久的俱乐部，从20世纪80年代初期开始每年和博格碰一次面，打壁球，在费城餐厅吃晚餐，举行商务会谈，互相调侃。据说他们水准高超，但常常希望以优雅的方式被胜利者（通常是博格）击败。每年聚会的人不带家属，可能从下午3点玩到接近半夜。博格的

传统致辞，每年都是这么开始的：“先生们，你们使我对人性有了更准确的判断。”



先锋集团在20世纪80年代早期的增长对它的雇员的个人财富没有重大的影响，这不是什么秘密。如果先锋集团是一家上市公司，那么雇员将会有机会获得股票、期权等类似的激励。为了避免引起不满，让先锋集团比其他基金公司更有竞争力，博格和他的同事在1983年为高管们创立了一个年度奖金项目，提供分享先锋集团成功权益的机会。

在每次实现重大里程碑的全员会议上，博格都强调，对先锋集团来讲，把费率降到比其他竞争者更低的水平是至关重要的。他提醒每个员工，先锋集团的目标是保持并强化其作为基金行业最低成本服务商的地位。博格也谈到了追求效率的需要，也感觉到员工们开始用劣质的服务换取客户的低价。他对这件事越来越重视，和Brennan充分讨论了这个问题。根据在Johnson Wax的经验，Brennan建议也许所有的员工都应该有机会参与该计划。博格立即同意并且迅速地开展了个项目，如果先锋集团能保持最低费率且提供一流的服务，那么员工可以得到和先锋集团的资产增长相称的奖励。就在紧接着的1984年，高管参与盈利分配的计划扩展到了每一位员工。这就是先锋集团的“合伙人计划”。

在这个计划里，先锋集团采用新方法来计算分配。上市公司因为基于成本进行经营，所以奖金是从利润中支付的。但是先锋集团拒绝盈利。它把成本远低于竞争对手而为股东省下的钱算作利润。换言之，其他基金公司通过高成本运营所赚得的利润与先锋集团为客户省下的钱是一样的。

因为不是上市公司，所以先锋集团不公布财务报表。先锋集团的“利润”基于其低费率与主要竞争对手费率相比而为股东创造价值的程度。这种差异被用于先锋集团年度平均资产，随着它的成本水平改进和资产基础的增长，创造了更大的收益。数据显示，在1994年先锋集团的总费用占资产的比例是0.3%，而行业平均值为1.05%。由此，先锋集团为基金股东赚取的利润总计约9.69亿美元，即综合成本优势0.75%乘以平均总资产1290亿美元。这个利

润的特定部分会进入合伙人计划池，并基于基金的相对回报（相对于拥有相同投资策略的其他共同基金）进行调整。

基于先锋集团不断提升的成本优势和快速增长的资产规模，其利润相当可观，合伙人计划的分配也随之增长。通过合伙人计划，公司1985年为员工发放了50万美元，1987年这个数字为180万美元，1989年为390万美元，1991年为800万美元，1993年则是1600万美元。博格认为，基金利润在1995年估计会增加到10亿美元，那么超过2500万美元会被发放给员工，剩余98%的利润将直接成为基金股东的利润。

合伙人计划不出意外地在员工当中迅速取得了成功。但博格随后却说：“钱不是一切。”合伙人计划帮助大家一起努力工作，并致力于实现先锋集团使命。合伙人计划被一个加强组织内部沟通的项目强化了，得到了更好的设施，成为一个响应全体员工需要的开明项目（包括开放政策和开放渠道政策，让大家能够接触到高管讨论公司政策）。

博格强烈地感觉到有太多的公司要求忠诚却不回报忠诚。他强调：“忠诚必须是从个人对机构和机构对个人都要有的。”在回复员工的一条条消息中，他回到了每个员工个人和先锋集团作为一家机构共同关心和尊重的主题。他在一次演讲中注解道：“关心，是一件共同的相互的事情”，唤起先锋集团作为一家机构需要注意的责任感，为每个员工提供“尊重、事业成长、参与和创新；有吸引力的工作环境，通过有意义的沟通项目获得合作信息和合理的薪酬”。反过来，他引用马萨诸塞州科技研究所主席Dean Howard W. Johnson的话：“我们需要深切关心组织的人……关心是一件严格、严苛的事……担子必须由所有为之工作、所有拥有它、所有被它服务的、所有管理它的人来承担。”

博格相信，对先锋集团而言，“关心”很重要的一部分，是由公司员工识别出有突出成就的个人，特别是那些在较低职位却履行重要行政任务的同事。1984年，先锋集团优秀奖诞生，用于奖励超出职责外的服务。奖项的候选人每季度由同事们提名，以“为先锋集团做出不同贡献”作为被考虑的重要基础。考虑的其他因素很多，如表现得很礼貌、专业知识丰富、工作表现

出色、有创造力、热情和自我驱动。有一组高管会按季度评估提名的候选人并做出最后的推荐。

奖项要么在全公司会议上颁发，要么在其部门会议上颁发，博格会亲自为获胜者颁奖：颁发晚餐奖励和两张剧院或体育赛事的门票，为获胜者最喜爱的慈善机构捐款，和男士握手，和女士亲吻。奖项本身是一个刻着获胜者姓名的勋章，写着HMS先锋集团并带着一句博格的话：“我相信哪怕一个人也可以带来不同。”博格描述他事业当中最值得的时刻就是颁奖时。

1988年，在一次题为“传统”的演讲中，博格重申，摩根为威灵顿建立的传统——平衡证券投资组合中的保守投资，聚焦于长期投资者，和客户公平交易——依然是先锋集团经营中不可缺少的部分。他明确地指出，对先锋集团人的忠诚应该加入传统的列表当中。“真的很不可思议，”他说，“这么多美国公司花了这么长时间才意识到这是不对的：让每天工作的人对公司忠诚，公司却不带着同样的热情，做出同样的承诺说公司也会对他们忠诚……双向忠诚的概念——基于共同的关心——将成为先锋集团的另一个传统。”



博格也面临挑战，就是让公司以外的人尊敬他。因为他的想法是革命性的，站在了传教士的立场，理所当然地认为会疏远行业里的许多听众。他知道自己面对着一个艰巨的任务，就是赢得金融行业的尊重，他们将共同定义公司的形象和声望。

博格很明智，首先聚焦于赢得媒体。他知道创造忠诚的尝试不仅不可能，而且不合适。他相信，如果处理得十分坦率，先锋集团独特的结构和使命就能引起媒体的正面关注。很少有管理者像博格一样善于处理新闻报道。他自己就是发言人，很享受和媒体的沟通。可能是因为拥有在1949年夏天担任新闻特约记者的经历，他似乎比大多数人更能理解记者的需求。他的见解充满争议，说着简单易懂的句子，引用各种语句为故事增色不少。不管先锋集团是否参与到故事当中，他接到记者的电话时总是很开心。即使故事的主题是温和的，博格总是采取相反立场，找到让它引发争议的方法，不是通过

设计，而是因为先锋集团的独特看法。至少，他提供了背景，使记者能够掌握故事的真实关联性。

记者不愿容忍啰唆和撒谎的人，他们觉得博格的坦诚很有吸引力。一直以来记者都觉得共同基金行业晦涩难懂，因此没有什么兴趣。博格鼓励他们开始问行业领导者探寻的问题，然后写下一一直被当作禁忌的故事，例如需要准确披露基金业绩，需要高薪酬董事代表他们本应该服务的基金股东发挥影响力。对于媒体来说，他们长期以来把基金行业的秘密行为方式当作理所当然的，而博格像一股新鲜空气。那些记者们发现博格是一个很好的新闻题材来源，开始友好地撰写博格最关心的先锋集团。

在记者们和其他行业领袖交流时，频频吃闭门羹，与之形成反差，博格对于媒体的亲和力令人愉快。媒体发现接触博格如此简单，因此先锋集团的主要公关负责人Brian S. Mattes很少有必要召开媒体会议。博格更喜欢和记者一对一，他喜欢有来有往，把这个场合当作教育作者的机会，特别是向他们表达自己的好恶。

他最厌恶的是广告，传教士认为它非常罪恶。博格真诚地相信，如果有人做了一个更好的“捕鼠器”，顾客将会自动找上门（他的一次演讲借鉴电影《梦幻成真》（Field of Dreams）的主题，标题是“你打造了，他们就会来”）。博格认为共同基金公司应该和顾客拥有受托人与委托人的关系，他想要区分共同基金和其他商品（比如啤酒或牙刷）的分配方式。“因为公众想要新事物而推出新基金，对布卢明代尔公司（Bloomingdale）来说没有问题，”他说，“但是假如公众想要一只糟糕投资的基金，那是否意味着我们必须卖给他们？我并不如此认为。”

基于博格对于广告的坚定看法，先锋集团在对投资者宣传它的基金方面花费的金额相对少，也就不足为奇了。而它的对手，主要是Fidelity，则经常超支。在1991年，先锋集团花了600万美元做广告；据说Fidelity花费了5000万美元。到1995年，Fidelity把它的广告预算调高到约1亿美元；而相比之下，先锋集团的广告费，仍然是原来的600万美元。对博格来说，广告不但贵，而且常常是变质的。“绝大多数广告，”他说，“声称某一只基金

是‘表现一流的’，所以是一个好的投资。而基金发起人知道，今天的第一可能明天会变最差，很可能未来的回报总的来说趋向平均值。”

无论博格是否在占据舆论的道德制高点，他都知道他依然必须找到方法来吸引潜在投资者的注意——只要让他们知道一个更好的“捕鼠器”做成了。一种方式是确保先锋集团与投资者沟通的信息是清晰的，而且高度聚焦、有吸引力。除此之外，给出好的报价、有用的背景信息报告并通常保持争议都是一个有意识的商业策略，目的是赢得先锋集团持续的媒体关注。博格后来任命的先锋集团继任CEO Jack Brennan坦言：“博格和媒体的关系很好，媒体在许多主题上都会首先和博格进行探讨，他是巨大的资产，对我们来说，价值每年数百万美元市场费用。”

博格总是试图在先锋集团的公司事务和他的个人事务之间划清界限。绝大部分时候他是成功的，但当他认为被侵犯隐私时，就会非常敏感。在1992年问题爆发了。Daniel F. Wiener，《美国新闻和世界报道》（U.S. News & World Report）的前记者，拿到一条两年前的报道：“先锋集团顾问”。发行量据Wiener说为15000份，报道主要是关于如何在各种先锋基金中进行挑选的推荐。在1992年的秋天，Wiener告诉《福布斯》杂志，他对于博格工资的估计为：260万美元的工资加上可观的奖励。“当报道出来的时候，”Wiener回忆，“博格显然勃然大怒。他是一个把名声定位为便宜、推动低费用并说不浪费股东钱的人。如何能够看出他每年赚260万美元？”博格公布他的工资只是Wiener所估计的一小部分，事实上，只有报道数字的20%。他的薪酬份额是基于先锋集团回报给基金股东的利润和先锋基金的相关表现的。无论如何，《福布斯》杂志强调博格的报酬实际是低于行业平均水平的，标题是《在先锋集团，除了薪水》。关于Wiener对博格薪酬的估计，文章陈述道：“以如今这个行业的繁荣发展，那只是很少的钱。”

在那之后不久，先锋集团起诉了Wiener所在的公司，坚持要求停止用《先锋集团顾问》作为报道的标题。博格声明，股东受到Wiener蛊惑寄出愤怒的信件，打电话给他，他们认为先锋集团已把他们的名字和地址卖给了那家报社。作为回应，Wiener 指控先锋集团试图使他破产。他争辩，博格的不

安不是因为他使用先锋集团的名字，而是由于《福布斯》的报道。“如果名字是个问题，那么他们两年来去哪了，在睡觉吗？”他发布了一则新闻稿，给出他对事件的看法。新闻界密切关注这个故事。在Wiener同意把文章的标题改为《先锋集团投资人的独立顾问》后，事情就很及时地解决了。尽管有Wiener的让步，但是博格依然很愤怒，把Wiener称为“公共信息搜查人”。他说利用在基金家族中提供转换基金建议而意图谋利的出版商是寄生虫，但他补充道：“归根结底，无关紧要。”

当碰到关于先锋集团的负面报道时，博格非常执着于他对公司的价值观，以至于如果报道不是牢靠地基于事实就会激怒他。例如，在1975年5月1日，《福布斯》杂志关于导致先锋集团诞生的事件发表了一篇标题为《瘟疫在两院》的文章。愤怒的博格抓住一个黄色的便签本，给编辑James W. Michaels写了一封长达6页的信。“我简直不知道从哪里开始评价一篇如此大范围的不公平、不准确、如此使人透不过气来的文章。”他批评杂志变成“自封的基金行业的敌人”。他主要的抱怨是，《福布斯》使用了错误的研究，以至于不公正地批评了先锋基金的业绩。除此之外，他写道：“文章真正的悲剧不在于它歪曲了一些事实和数据，而是没能利用机会，对共同基金投资者说一些关于未来的积极的内容。毫无疑问，在我看来我们的新结构是行业发生实质性变化的开始。”

博格以自己为荣，但不记仇。1995年5月8日的一篇题为《先锋集团的阿喀琉斯之踵》、批评公司的股票型基金业绩的文章，让《福布斯》再次出现在他的视线里。博格称文章非常不公平、不正确，但他并没有写信给编辑，而是写了一封尖锐的反驳信给先锋集团董事会，并抄送给《福布斯》那篇文章的作者。一周后，《福布斯》发表了一篇文章，将费用支付给基金的董事。一个记者打来电话，博格同意跟她谈这个问题。

“我很吃惊你愿意和我讨论，”记者对博格说，“我看了你寄给你董事的反驳信。”博格回答：“我愿意谈论任何事情……无论新闻报道多么糟糕，我们都不会抵制新闻界。”

他还直率地说：“如果你受不了热，就应该从厨房出来。”

第15章 财富管理行业的盛宴

◎ 译者：熊菲 中瑞财富

博格强调：“永远不要低估好运气在我们的成功中扮演的角色。”

在20世纪80年代和90年代上半年，共同基金行业经历了爆炸式增长的时代，管理规模飙升长达15年，从9500亿美元上升到25万亿美元，复合增长率达每年24%。先锋集团登上了顶峰，资产从1980年的24亿美元上涨到1995年6月的15,500亿美元，增长速度更快，达年化31%。

当然，该行业增长的主要原因是1981年夏开始的金融资产大牛市。紧随其后的一段时期，是股票、债券和现金储备都提供了和美国历史上任何时期相比都最高的回报。股票的年回报率为16%，长期债券的为15%，美国国库券的为7%。在这个时期，每个资产类别分配三分之一的投资组合平均年回报率为13%，而自1926年起等价加权证券组合的长期年平均回报率为7%。这个时期确实是金融资产的太平盛世。

道琼斯工业平均指数从1982年年中的低于800，几乎持续上涨，在1995年底突破5000点的障碍。这是20世纪最长、最强劲的牛市。基于传统的市场敏感性，共同基金业可能是牛市的主要受益者。只要是处于行业当中，实际上就可以保证两位数的资产增长率，不管基金的运行情况如何。为强调这种区别，博格喜欢说“永远不要混淆天才和运气、牛市”。

共同基金行业增长惊人的第二个原因是，新一代投资者正进入金融市场，亲眼目睹了非凡的回报。在20世纪80年代之前，个人投资者倾向于远离证券市场，他们认为自己缺乏知识来应对其波动和不确定性。但是婴儿潮一代的7700万人在20世纪80年代长大了。他们比前几代人接受了更好的教育，他们对股票和债券、投资组合多样化及专业投资经理的技能越来越有信心。

一旦在富裕的省份证券市场变得平民化，那么有更多闲置资金的中产阶级就会投资那些更富裕的市场。

该行业增长的第三动力是信息技术的巨大飞跃。800电话号码的创建和计算机的普及使一只复合基金在一天内处理数千个电话成为可能。随着通信费用的下降和信息可用性的增加，投资者的数量不断增加，大型共同基金组合通常能够相当容易地处理数以百万计的账户。

第四个因素是相对于金融服务业其他部门的保守派来说，共同基金经理的不断创新。管理单只基金的共同基金公司成为过去，取而代之的是通过多基金公司管理多只基金。1974年成立的货币市场基金，在1979年已成为共同基金行业中最大的一个组成部分。这个非凡的创新把共同基金推广给数百万名新投资者，他们正在探索如何以两位数的投资回报率缓解两位数通胀率的痛苦。先锋集团的经历很典型。1977年，该公司的18亿美元资产中只有1%被投资于货币市场基金；1982年，即5年后，先锋集团56亿美元资产中的22亿美元，也就是39%持有货币市场基金。1977至1982年间，该公司的货币市场基金投入近20亿美元，而其他所有基金组合仅为9亿美元。

类似地，随着1983年初短期利率开始下降，货币市场收益率暴跌，投资者寻求债券基金的更高收益率。自20世纪30年代到90年代，债券基金没有占据该行业资产的大部分，在1975年仅占10%的资产基数。但在一个更高的利率环境，因为美国联邦税法使基金投资的产出可买入免税的市政债，到了20世纪80年代中期，债券已经成为业界的一个重要组成部分，达到资产基数的20%。

在毁灭性熊市的开始，股票型基金占到行业资产的90%。在1982年之前，股票型基金从现金流出转变为现金流入，更进一步地推动了行业增长。更重要的是，牛市刺激了公众对更高回报的胃口。新的、通常更投机的股票型基金应运而生。到1995年年中，2.8万亿美元的行业资产包括45%的股票型基金、30%的债券基金及25%的货币市场基金，多样性降低了行业过去承担的股票市场风险。

最后，退休账户的增长大大激励了共同基金的普及。1974年，美国联邦税法制定了个人退休账户（IRA），鼓励人们在延税的基础上存钱以应对退休。共同基金对 IRA 投资者来说是完美的，使他们可以获得专业管理和多样化经营，每年可获得2000美元的最大免税投资，以及账户上的延税生息。1978年，401（K）计划出现了，以启动创建它的税法的部分税务代码命名，开辟了一个巨大的投资者市场，投资者可以在税前扣除部分收入并投资，所得税可推迟到退休后。到1995年，所有共同基金有30%投资于长期的退休计划，总额为6360亿美元，其中包括约3420亿美元的IRA资产和1860亿美元的401（K）的资产，以及其他类型的退休计划1080亿美元。

总而言之，在股票和债券牛市的1980年至1995年，对每一个市场部门的共同基金公司来说都是好的环境，无论是货币市场基金（早期）、固定收益基金（中期）还是股票型基金（晚期）。正如博格所说，真正的引爆点发生在1982年8月的一个炎热的星期四下午，华尔街经济学家Henry Kaufman预测，无论其他事项如何，利率都将要下降。果然如此。利率的下降，伴随着通货膨胀率的下降，使得股票和债券市场暴涨。值得注意的是，此后的上涨实际上是不间断的。即使是灾难性的1987年——四五月份债市惨败，十月股市坠落——和令人失望的1994年——债券很差、股票的回报从零到负的一年——也并没有阻止潮流。和20世纪70年代时相比，投资者对经济更加自信，对通货膨胀不那么担心，对长期投资更感兴趣，他们的钱不是在硬资产如房地产、钻石和黄金中，而是在共同基金中。

股票共同基金的爆发导致人们有一种普遍的错觉，认为他们控制了美国股票市场。现实情况是，尽管它们的增长率很高，但共同基金在1995年的所有公司股票近6万亿美元的市值中所占份额不到20%。家庭、私人养老金计划、州政府养老金计划的占有率在市场中占的份额大得多。然而，此前的15年依然是共同基金的辉煌时期。即使它们缺乏流动性或其他金融工具的稳定性，也不用担心，因为共同基金享有良好的声誉，它们在证券交易委员会的监管者被视为投资者的保护者，并保证充分披露过去的收益、潜在风险和当前成本。尽管投资者在较早时期感到焦虑，但共同基金越来越成为投资者选择的投资工具。

共同基金业回应了——甚至加速了繁荣。新公司进入该领域，现有公司以前所未有的速度募集新的基金，以满足市场的需求。个人基金的数目从1980年的600个增加到1990年的3100个，到1995年则增加到5800个。特别是，更具投机性、投资目标更精确的基金迅速取代了更多的传统基金，有着新的投资策略的基金扩张得很快，和它们吸引投资者资产的速度一样快。在许多情况下，市场需求取代了常识。博格对“政府+”基金（通过出售他们的投资组合债券看涨期权创造虚幻的收入）、“全球短期债券基金”（利用国际利率暂时的繁荣）和可调整利率抵押贷款资金（据称比货币市场基金收益高，但不增加风险）都持否定态度。在投资承诺被证明是虚幻的和资产暴跌之前，所有一时流行的基金都处于全盛时期。



先锋集团也积极扩大其产品线，但它回避了自己从不尝试的投机基金，忽略其短期的流行。不过，从1980年到1995年，先锋集团增加了60只新基金投资组合，到1995年中期，基金总数达80个。它专注于保守策略的基金，打造了8个新的货币市场基金、18个市场指数基金、14个新的股票型基金，以及20个明确定义“资产类别”的债券基金。例如1980年6月，虽然遇到波折，然而先锋集团推出了第一个以资产净值出售的Ginnie Mae（GNMA）基金。Jeremy Duffield回忆，该基金是他加入先锋集团之后开发的第一批基金之一，而且是在一次利率下降之后推出的。当利率突然大幅上涨时，Ginnie Mae基金价格暴跌。“这让新人震惊，”他说，“它本应是相对安全的，因为美国政府保证在到期时支付利息和本金。我还记得看到有人来信说‘我可以去哪里写信给美国政府，要回本金？’”不过，随着利率在未来几年的下降，该基金规模已达70亿美元，成为业内最大的基金之一。

虽然和其他基金集团相比，先锋集团早早涉足机构业务，对其成功有重大影响，但最有利于先锋集团的普遍趋势可能是行业的直销部分（通常免佣金）的增长。在1980至1995年的15年间，整个行业的年增长率为24%，经纪公司控制或分配的基金增长率为20%，而直销市场的增长率为26%。如前所述，

先锋集团的资产以一个更高的速度增长，达年化31%，它的直销市场行业领先，份额从9%增加到21%。

显然，先锋集团1977年大胆决定消除所有佣金是正确的。如果先锋集团在这一时期以低速率增长，那么到1995年中期，它的资产会是400亿美元；按照全行业的增长率估计，其资产会是630亿美元；以直销部分的增长率估计，将达到840亿美元。实际上，如前所述，在1995年中期先锋集团的资产总额达1550亿美元。

尽管先锋基金是从共同基金繁荣和直销市场繁荣中发展起来的，但先锋基金的其他属性使其成为共同基金公司中增长率最高的：消费主义时代对低成本基金的诉求，基金相对于竞争对手的表现，它提供高质量的投资者服务的机构声誉，在市场的指数基金中独特的角色，以及公众在有利的新闻报道的支持下对于先锋基金品牌和价值主张的认可。不管你怎么看，这都是一个令人难以置信的成长时代。

最重要的是，先锋基金的低成本引起了公众的注意。在先锋集团出现之前，没有一家基金公司声称是该行业成本最低的提供商。事实上，从这个时期该行业主要基金组合不断上升的费用比率来看，似乎大多数公司都在竞相提高收费。

具有讽刺意味的是，在先锋集团1974年创业之始，其成本略高于竞争标准，成本率为0.71%，与之对比，大型基金公司平均为0.7%。截至1995年，先锋集团是当时成本最低的供应商，已将其成本率削减至0.30%，而大型综合基金的平均比率则升至0.92%。

先锋集团巨大的成本优势是由于其独特的“成本”结构、综合的经营效率、经济规模、纪律性的市场营销和广告支出，以及在向外部投顾支付费用方面的议价能力。不管是什么原因，低成本引起了投资者的共鸣，他们敲开了先锋集团的门。



先锋集团最初主要是个人及零售业务，只有少量的机构交易。少量公司业务（养老基金管理），仍然是威灵顿资产管理公司的子公司TDP&L负责的。在20世纪70年代末，先锋集团积极拓展机构业务也是其增长的一个主要因素。

“一对王牌”

在先锋集团于20世纪80年代后期努力拓展机构业务的同时，博格和Brennan在公司外部寻找有经验的经理人来主导机构业务。搜寻工作于1989年结束，聘请了James H. Gately担任公共机构部门的高级副总裁。

Gately，毕业于卫斯理大学和哈佛大学，之前负责Prudential保险公司的资产管理子公司。当他接手机构部门时，公司资产总计为100亿美元，约占先锋集团总资产的30%。在Gately的带领下，先锋集团成为机构业务中占主导地位的公司，其资产在1995年中增长到近700亿美元。

当被问及 Gately 对先锋集团的成长所做的贡献时，博格回应：“Jim Gately 在发展我们的机构投资人业务中做了出色的工作，特别是在401（K）储蓄计划领域。他把我们高难度的记录保持活动和营销工作结合起来，并发展了一流的团队。他是个非常聪明的人，富有商业头脑、投资头脑和常识。”

在1995年改组先锋集团的业务线时，Gately离开了机构部门，担任个人部门的领导。在机构部门代替他的是F. William McNabb, Jr.，他自1990以来就与Gately密切合作，制定公司的战略计划，直接负责市场、教育和销售活动。McNabb曾在大通曼哈顿银行做财务主管助理，在1986年由Jeremy Duffield聘请作为保险业务的经理。

像Gately一样，McNabb有很好的学历：达特茅斯学院（1972）和沃顿商学院MBA。博格称：“McNabb是从工作的第一天起就有望成功的人。他聪明，善于与人相处，是个有远见的思想家。加上Gately，我们就有了一对‘王牌’，经营着我们的两条业务线——机构业务和个人业务——这真的很棒。”

在20世纪70年代，传统的企业退休计划是明确的福利计划。这意味着，雇主负责以其认为适合的方式投资退休资金——共同基金、银行、哪怕放床垫下，然后向退休雇员支付固定养老金。博格认为，明确的福利计划是先锋集团的机会。然而，事实证明，真正的增长来自确定的缴款计划，包括利润分享和401（K）计划，在这些计划中，雇主将退休资产管理的责任移交给了雇员，使他们能够将他们的资产直接投资到任何满足他们需要的投资中——包括共同基金。公司最终锁定了401（K），因为它比固定收益计划更便宜，并将投资风险从公司转移到员工身上。

转向确定缴款计划的趋势对各大共同基金公司的成功至关重要，因为大多数固定福利计划都是由私人管理的，很少投资于共同基金。到1995年，所有企业退休计划的一半是界定供款计划，而越来越多的公司正试图取消他们的界定福利计划，转而支持401（K）。对于像先锋集团这样的共同基金公司来说，这些计划的利润非常丰厚，使公司能够直接获得数百万新投资者。

Bill McNabb解释了公司是如何在20世纪80年代初赢得了相当大一部分的401（K）业务的：“起初只是个非常初始的业务，但先锋在这个领域又一次成为先驱。我们采用了零售计算机系统，并对其进行修改，以完成在401（K）环境中所需的管理功能。我们最大的不同在于我们将401（K）计划中的参与者和基金中的其他投资者同等对待。这意味着每天晚上都要对他们的账户进行估价，给他们800电话号码，允许他们转换基金。当时，只有少数几家共同基金公司在追逐401（K）时与先锋集团相匹配，其中包括T. Rowe Price和富达公司。先锋集团的成功相当可观，截至1995年6月，其机构业务资产已达700亿美元，几乎占公司管理资产总额的40%。”

先锋集团的机构业务出现了一些个人业务不存在的问题。在激烈的竞争中，先锋集团不得不不断地向机构计划发起人推销自己。在公司向潜在客户提出的正式商业提议中，该机构的高级官员可以与先锋集团高管面对面，就基金提出尖锐的问题。他们密切审查了先锋集团的记录保持服务、对技术的追求，以及它是否能够快速有效地将各种投资计划的信息传递给机构的广大

参与者。相反，个人投资者越来越把先锋集团提供高质量的服务当作理所当然的，他们唯一需要关心的是基金的投资价值和业绩。

随着先锋集团在个人和机构市场上的实力和存量，其资产增长开始变得复合。第一个重大里程碑出现在1980年9月17日，当时公司管理的资产达到30亿美元，比1974年年初的14亿美元的初始资产翻了一番还多。博格办了个香槟派对，先锋集团的所有300名员工挤在一个房间里听他站在桌子上发表祝词。先锋基金的前身威灵顿基金，花了31年的时间——从1928年到1959年——才达到10亿美元。所有的先锋集团（当时由威灵顿公司管理）基金的总资产在1965年第一次超过20亿美元，这是一个里程碑，当20世纪70年代初的黑暗日子到来时，在很长一段时间里被遗忘，而直到1979年先锋集团才又一次达到。此后，这些里程碑迅速被超越：1981年为40亿美元，1983年为70亿美元，1985年为100亿美元，1987年为250亿美元，1993年为1000亿美元，1995年5月达到1500亿美元……

博格不只追求增长速度，但他承认这是衡量成功的最佳标准之一。他认为所有这些公司里程碑的价值是员工士气的助推器，他确保会用庆祝活动和演讲来纪念每一个场合。但是他害怕增长带来的副作用，尤其是徒劳无用的官僚主义的发展，将侵蚀对客户的灵活性和温度，这是规模较小的基金能够保持的。

但他知道成长至关重要，他在一篇演讲中引用了 John Cardinal Newman 的话：“成长是生命的唯一证据。”他看到先锋集团在1975年的资产规模在当时的巨头——包括富达的巨人、资本集团、德莱弗斯、美林、T. Rowe Price和Putnam等——当中排名第十，他知道他必须和这些公司及其他即将出现的公司进行竞争。最重要的是，他希望先锋集团的成功取决于其投资业绩的实力、对客户的服务质量，以及在成本上给予他们的公平竞争。他拒绝妥协自己的价值观，去采取可能增加资产但在他看来风险过高的投资策略。在行业增长的15年里，形容先锋集团的基本策略的最好的词是“不温不火”。博格说：“如果人们想要惊险刺激，那么这里不是他们要找的地方。”

总之，保守的投资策略、超过竞争标准的业绩表现、行业内最低的经营费用、1977年免佣金的决定和优质的服务，以上组合把先锋集团推到了行业资产增长的峰顶。事实上，先锋集团不仅仅是在冲浪，它还是浪潮的主要创造者。然而，一直都是实用主义者的博格，坦然承认运气在先锋集团这个时期的成长中扮演的作用。他承认，尽管公司为客户履行了它追求的使命，但其成功有一部分是由公司无法控制的事件造成的，特别是货币市场基金和税收优惠退休计划的出现。在1989年6月发表的一次演讲中，博格强调：“永远不要低估好运气在我们的成功中扮演的角色。”

第16章 挣脱枷锁，从量变到质变

◎ 译者：Rachel 基金业协会

“先锋集团的试验旨在证明共同基金可以独立运作，并且能够直接造福它们的持有人。先锋集团的试验成功的程度……已经超出了我们最疯狂的梦想。”

为了充分实行“不激进、不保守”（no-thrills-or-chills）的投资策略，博格坚信先锋集团最终一定要将固定收益和货币市场基金组合的管理权掌握在自己手中。因此，每一年博格都会努力让先锋集团和威灵顿资产管理公司进一步分离。1981年4月，美国证监会决定允许先锋集团利用持有人资产支付分销费用，进一步巩固了先锋集团向免佣金体系的转变，同时也强化了所有与分销有关的责任。同年后期，先锋集团朝着博格完全独立的愿景又进了一步。

在1980年年初，威灵顿资产管理公司仍然是基金的主要顾问，管理着总资产的90%。博格预想，如果先锋集团能够从威灵顿手中拿下更多的投资管理职能，就会在投资策略方面获得更大的控制权，也能节约更多成本。因此，1981年9月，先锋集团迈出了重要的一步，将其货币市场基金的投顾职能内部化。同时，先锋集团也接管了市政债券基金组合，该基金自1977年成立以后，一直由花旗银行管理。这些基金组合资产总计为15亿美元，相当于公司资产管理总规模的三分之一。此后，先锋集团对这些基金按照成本价提供投顾职能，渐渐将组合每年的投顾成本占比从1981年内部化之前的0.2%削减到1995年的0.01%，当时资产总值已经上升到450亿美元。成本的差异会为基金组合的投资者节约8500万美元的成本，数量着实惊人。

先锋集团在接管了分销职能后（甚至在美国证监会最终批准其分销方案之前），也拥有了新的机会，即雇用威灵顿资产管理公司之外的其他投顾管理股票型基金。采取这种一视同仁的策略，博格关注到了 Dean LeBaron，他是货币管理领域最具盛名、最有创造力的人物之一，也是Batterymarch Financial

Management的创始人和首席执行官。博格曾经读过Batterymarch的年报，认为LeBaron将会是一个有趣的生意伙伴。1980年创立的受托人混合股票型基金（Trustee's Commingled Equity Fund）由Batterymarch作为投顾，也为先锋集团提供了第一次雇用威灵顿之外的外部投顾的机会。此后不久，先锋集团又委派Schroder Capital Management International of London管理新设立的Ivest基金的国际部分，这也是先锋集团首次涉足国际市场。到1995年，先锋集团拥有14个不同的独立投顾管理其股票型基金。



1981年，博格知道想要内部化所有投顾职能是不现实的。像约翰·聂夫一样富有才华的股票型基金经理不可多得——而且虽然聂夫在费城工作，但是他仍然是威灵顿资产管理公司的一员，也在其董事会任职。所以，除了被动管理的先锋集团指数信托（Vanguard Index Trust）之外，所有的先锋基金都是由外部投顾运营的。

博格的目标是内部化所有债券和货币市场基金的管理，但股票型基金还是继续由外部投顾运营。这样的举措会为份额持有人在固定收益基金领域降低成本，而低成本和免佣金分销体系对产生高额净收益至关重要，这样才能进一步吸引新的投资者。当时主要的问题在于先锋集团没有人具有足够的专业知识管理债券和货币市场基金。因此，博格寻找了一些新的人才，很快聘用Ian A. MacKinnon为先锋集团首位内部的投资经理。

MacKinnon出生于纽约Niagara Falls, 1970年毕业于Lafayette学院，获经济学学士学位。后来，他在宾夕法尼亚州立大学获得了硕士学位，曾在新泽西普林斯顿的Mathematica担任了一年的经济学家。1975年起，MacKinnon在费城的Girard银行工作了6年，担任组合经理，也是该银行30亿美元固定收益组的领导者。他对自己在Girard的工作甚是满意，所以当猎头因为先锋集团的工作找到他时，他的积极性并不高。最终，当博格和Jim Riepe同意聘用他成为新部门的总监，并且让他招聘自己的团队时，他才接受了这份工作。

用萌芽期来形容MacKinnon即将率领的“部门”再恰当不过了。他在上任的第一天，就发现他的“办公室”是由一张靠着墙的桌子组成的，身后是埋头

于纸堆中的成排的审计员。墙上挂着一部老式旋转拨号电话，旁边掖着一张外卖披萨菜单。1981年11月16日，17亿美元的固定收益资产归他“所有”了。即便是管理着比在Girard多一倍的资产，MacKinnon也没有觉得有什么了不起。虽然如此，这仍是一笔不小的数目。“你要在思想上砍掉几个零，这样晚上才能睡得着。”他说。

MacKinnon回忆，先锋集团在收入方面“穷得叮当响”，因此先锋集团的标准费用比率很高——约60个基点（每年1000美元的资产需要支出6美元）。但是每多进来一美元，费用比率就会下降一点。“我们是用镊子在夹每一分钱。”MacKinnon说，他在第一次问Riepe自己是否可以雇一个市政债券分析师时被拒绝了。

斯巴达式、简单原始、令人激动、风险重重——这完全是一场试验，无论是试图修好空调还是管理金钱，他都好奇这家公司是否真的会成为业界的领军者。但他也觉得这是一趟充满乐趣的旅程。到1995年，他已经将自己的部门建设成为先锋集团增长的重要引擎，拥有620亿美元资产、9个投资组合和42名员工。

博格对先锋集团涉足主动组合管理的愿景就是提供有着清晰投资政策、质量标准 and 到期标准的固定收益和货币市场基金。这些基金的名字能够体现其政策的特点，如先锋长期市政债券组合、先锋中期美国国债组合、先锋短期企业债券组合等。就像博格说的：“技巧就在于告诉投资者基金是做什么的并描述风险，然后就放手去做，还要在年报中告诉他们真相。”后来，他将先锋集团货币基金和债券基金命名为“定义资产类别基金”（Defined Asset Class Funds）。

先锋集团定义资产类别组合

下表展示了1995年年中先锋集团定义资产类别策略中包括的组合，包括组合的数量和总资产。

定义资产类别组合1995年6月资产（百万美元）

| | |
|----------------|----------|
| 组合（数量） | |
| 货币市场 | |
| 应税（4） | \$24,706 |
| 免税（6） | 7,600 |
| 美国政府债券（7） | 5,244 |
| 企业债券（5） | 9,470 |
| 政府国民抵押协会（GNMA） | 6,359 |
| 免税债券 | |
| 国家短期债券 | 3,190 |
| 国家长期债券 | 10,026 |
| 州债券 | 4,584 |
| 总数（37） | \$71,179 |
| 占先锋总资产比例 | 46% |

到1981年年底，先锋集团在定义资产类别中提供了10个组合，包括7个内部管理的组合。到1990年，又增加了19个，此后又增加了8个。到1995年，先锋集团提供了37个债券和货币市场基金组合——每个组合都旨在提供稳定、根据一定标准可预测的回报，总资产超过710亿美元。其中，固定收益组合基金有590亿美元。其他120亿美元存在于 GNMA、长期企业债券、优先股和高收益债券组合中，由威灵顿资产管理公司管理。

在MacKinnon的指导下，这些基金由专业人士进行管理，但不会持有高风险证券，也不会靠利率的波动受益。博格认为，通过维持严格的质量和持有期标准，先锋集团的固定收益和货币市场基金将会凭借其成本结构，取得高于同类产品收益和回报的优势。他们也会额外为投资者写一个说明，告诉他们收益与市场中同类产品相比是稳定的。

让先锋集团引擎加速运转的是博格和由 Jeremy Duffield 率领的开发团队，原因是他们设计了一些新的基金，包括 GinnieMae 基金、一只短期债券基金、一只高收益债券基金、一只市政货币市场基金和州立市政债券基金。这一新的战略始于1981年，先锋集团在共同基金业界率先为持有人提供了机

会，让他们可以从三个分别投资于短期、中期和长期债券的免税组合中进行选择，而不是只投资于一个命名简单、描述模糊的“管理市政债券基金”。

博格对 MacKinnon 为先锋集团所做出的贡献赞不绝口：“他聪明睿智，品行端正，不仅是投资技巧还是管理能力，都出类拔萃。” MacKinnon 迅速实施了博格有纪律的高质量投资概念。博格说：“充分利用了一切机会，在先锋集团的低成本经营模式下稳定地提高利润。”如《晨星共同基金》（Morningstar Mutual Funds）所评价的，MacKinnon 已经建立了“美国最棒的投研团队”。在 MacKinnon 的领导下，先锋集团的定义资产类别基金为先锋集团在货币市场基金领域赢得了一席之地，同时在债券基金直销领域树立了无与伦比的领先地位。

虽然先锋集团一直很少打广告，但是“更好的捕鼠器”理论起了作用：人们开始认识到，先锋集团提供的投资机会是其他共同基金公司所没有的。讽刺的是，其他基金公司的广告反而帮助了先锋集团。如果说这些公司在先锋集团保持沉默的同时通过宣传得到了一些竞争优势的话，那么他们也鼓励看到广告的人进行对比购买。在1995年年中，先锋集团在资产管理总规模方面排名第二（仅次于富达公司）。先锋集团有80个投资组合，其中52个由内部管理。根据博格的定义资产类别模型，公司的资产包括46%的定义资产类别基金（债券基金和货币市场基金）、17%的指数基金、37%的主动管理基金（通常为保守的股票型基金和平衡型基金）。公司的“不激进、不保守”战略得到了坚决的贯彻。



博格在20世纪80年代经历了几次个人的损失。一次与他亲手挑选的继任者 James Riepe 有关。在先锋集团的所有员工之中，博格觉得自己和 Riepe 最亲密。1982年，虽然 Riepe 对博格心怀崇敬，而且除了接任博格的位置之外再无所求，但是时年38岁的 Riepe 还是失去了耐心。当时，博格只有53岁，虽然心脏有恙，但是 Riepe 在短期内也无法继承博格的事业。而 Riepe 渴望着主持大局：“我和博格之间只差了半辈。他还年轻、活跃，在我看来，博格还会在他的位置上坐很久。我觉得我需要证明自己可以独掌大局。”

在T. Rowe Price向Riepe抛出橄榄枝，邀请他去管理80亿美元的共同基金业务并加盟公司的四人管理委员会时，Riepe的机会到来了。Riepe无法拒绝这个机会。他喜欢被内部投资经理围绕的感觉：“来到T. Rowe Price 让我喜欢的一点，” Riepe 在1995年表示，“就是比在先锋集团有更大的专业团队。博格给了我许多头脑上的激励，但不像这样有一大群投资人士围绕在身边。”

博格给Riepe施加了大量压力，希望他留下来，但是他也明白Riepe离开的根本原因。博格总是很遗憾失去Riepe，他们仍然保持着亲密的朋友关系，每年至少相约两次，一次吃晚餐，一次打壁球，同时还有博格前助手的年度晚宴。在Riepe离开的时候，博格送给他一座壁球手的铜雕像，上面的板子上刻着“伙伴、竞争者、朋友”。作为回礼，Riepe 送给博格一块航海手表，上面刻着《先知》（The Prophet）中的话：“当你们奉献自己时，才是真正的施与。”他们彼此间的尊重和欣赏从来没有消失。

当Riepe离开后，博格的助理Jeremy Duffield得到晋升，负责新基金产品的开发，博格开始寻找新的助理。新的责任落在了从 Wisconsin 的Racine的John Wax来的John J. Brennan身上，他也叫Jack，于1982年7月加入先锋集团。在他进入公司之前，他甚至从来没听说过先锋集团。他在波士顿长大，在那里富达就是共同基金行业的同义词。Brennan还没来得及适应自己的新职位，先锋集团就遭遇了危机。

在1982年5月，先锋集团为其联邦货币市场基金从Lombard Wall（1 债券交易商）处购买了美国政府担保船舶融资债券。8月，Lombard Wall宣告破产。在债券8月末到期时，先锋集团应该得到偿付，这时他们发现子托管银行Chase Manhattan并未将债券登记在先锋集团的名下，登记的名字仍然是Lombard Wall。

在很短的一段时间内，先锋集团并不知道这个船舶融资债券是否会得到偿付。先锋集团在4月就已经向Lombard Wall付了钱，但是这家过户代理人并没有确认该笔支付，因为显示债券仍然属于 Lombard Wall。一大笔钱——1500万美元——岌岌可危。虽然这笔钱只占先锋集团联邦货币市场组合（Federal

Money Market Portfolio) 资产的3%，但失去这3%就意味着资产净值将会跌到1美元以下，可能会产生致命的后果。

MacKinnon 和博格一直和先锋集团的律师事务所和托管银行费城国民银行 (Philadelphia National Bank) 在电话中交谈。最后，Chase从代理人 Lombard Wall那里得到了钱，PNB从Chase那里得到了钱，又交给了先锋集团。尽管如此，这对Brennan来说仍然是一个可怕的开始：“我不明白这些机制，但我看到了博格和MacKinnon 脸上的表情，我知道这对我们来说是一个重大的潜在问题。”但让Brennan印象最深刻的是，博格在压力下的冷静和他一直关注持有人利益的方式，在危机得到圆满解决之前绝不放松。他回忆说：“在先锋集团工作的早期时间，可以说是先锋集团最激动人心的时刻……公司正在成长，我们有着爆炸式增长的感觉，但我们主要依靠本土人才来做这件事，到处都是晋升机会。新的基金不断涌现，那段时光无比精彩。”

很难想象，先锋集团在1974年起家时，只是一家为少数共同基金提供公司、法律和会计服务的籍籍无名的小公司。15年后，这家无名的小公司负责所有持有人的账户管理、销售责任和大部分投资管理服务。博格在先锋集团1990的年度报告中写道：“先锋集团的试验旨在证明共同基金可以独立运作，并且能够直接造福它们的持有人。先锋集团的试验成功的程度……已经超出了我们最疯狂的梦想。”

第17章 指数基金：“创世纪的发明”

◎ 译者：Rachel 基金业协会

博格巧妙而积极地推动了“魔鬼的发明”，并且在实践中证明了指数理论。伴随着1995年的结束，指数成为共同基金业务中的一支主力军。

先锋集团的定义资产类别策略在1981年成立之后发展迅猛，成为先锋集团资产的最大单一组成部分。这一策略提供了博格喜欢的“不激进、不保守”的投资方式，同时也为先锋集团货币市场和市政债券基金的投资者提供了优异的回报。最终，业界注意到了先锋集团。但是，几乎没有人注意到的是推动先锋集团在20世纪90年代取得发展的更早期的一项创举——于1976年8月成立的第一个“市场指数”共同基金，最初被称为“第一指数投资信托”（First Index Investment Trust）。指数化是终极的“不激进、不保守”投资策略，充分保证了参与金融市场的涨跌。

传统的股票投资组合管理方法是确定基金经理认为最能实现基金投资目标的特定股票，这在如今仍然是行业运作的方式。而最重要的是，这些股票的表现要优于“市场”本身。在这个模型中，投顾在感知相对价值变化的同时，通过购买和出售股票来主动管理投资组合。

先锋集团引入第一指数投资信托代表了这种主动管理方式的完全逆转——即被动管理方法。在这种方法下，基金经理按比例模仿特定市场购买股票，实际上就是永久持有这些股票，以期复制整个市场或者特定市场的表现。在被动的投资方式下，指数基金会呈现与其追踪的市场相同的表现。基金经理、个人、养老金经理等积极投资者也应该与市场表现相匹配。事实上，作为一个群体，他们就是市场。但积极的基金经理群体最终会为其份额持有人带来低于市场的表现，主要原因在于咨询费用、运营费用和交易成本，更不用说基金投资者所支付的销售费用了。

在普林斯顿大学就读时，博格也曾在他的毕业论文中写道：“这些基金可以说没有超过市场平均水平的优势。”后来，他也觉得Burton Malkiel在1973年出版的《漫步华尔街》（A Random Walk Down Wall Street）一书中提出的经典论断很有趣。Malkiel写道：“一只被蒙上眼睛的大猩猩朝《华尔街日报》扔飞镖，也能选出和专家一样的投资组合。”

与身处共同基金行业的许多人形成鲜明对比的是，博格适应了Malkiel 这样的学术专家，他们的定量研究似乎证实了所谓的有效市场理论。根据这一理论，公司股票价格能够立即反映与公司有关的所有可用信息及投资者预期。有效市场理论学者认为，由于金融市场是完全有效的，因此长期打败市场非常困难。正如博格喜欢说的那样：“市场只能给予如此多的回报，不可能每个经理都能打败市场。”博格可能一直记得Stephen Paine在1967年的吹嘘，即他可以为Explorer Fund提供25%的年化收益。从1967年至1995年年中的20多年中，该基金的年平均回报率仅为9%，不仅远低于Paine的预测，而且低于无管理人的标普500指数的11%。

博格检查了主动式和被动式管理的历史业绩记录，也检查了每种管理类型的成本。他的结论是，与主动管理相比，基金更有可能在被动管理下产生高于平均水平的回报。他基于以下两个因素得出结论：

1. 所有投资者共同拥有全部股票市场。由于被动投资者（持有股票市场所有股票的投资者）将与股票市场的总收益（未计费用）相匹配，因此所有主动投资者作为一个群体不会有更优于市场的表现，他们还必须与股市的总收益相匹配。

2. 被动投资者的管理费用和经营成本大大低于主动投资者。此外，主动管理的基金交易成本也较高，因为它们的管理人策略促使它们被频繁买入和卖出，所以投资组合换手率及总成本不断上升。由于主动和被动投资者的总收益相等，因此成本较低的被动投资者一定会获得较高的净回报。

把数字放在这个理论中，成本差异是巨大的。先锋集团每年会为指数基金投资者节约1.8%——500个投资组合的费用比率为0.2%，股票型基金（费用加交易费用）费用比率为2.0%。从这个角度来看，在年回报率为10%的市场中，

指数型基金可能提供9.8%的年回报率，而主动管理的基金可能获得8.0%的年回报率。如果是这样的话，经过20年，初始投资额为10,000美元的指数型基金将增长到64,900美元，而初始投资额相同的主动管理型基金将增长到46,600美元，累计账户价值相差18,000美元以上。

总而言之，博格认为，尽管短期内一些投资者可能会从主动管理中获益，但长期来看，高于平均水平的利润将会蒸发，因为业绩会不可避免地回落至平均水平。历史表明，很少有经理人会打败市场，而他们事先也对此无从知晓。相比之下，被动管理必定会为投资者提供至少与整体市场相同的回报。在长远来看股票市场将不断走高的假设下，博格的被动管理是一个可靠的策略。他进一步相信，许多投资者都赞同他对指数化的看法，并且如果短期内被动管理基金提供的回报更加稳定，那么他们愿意将资产从积极管理的共同基金转移到被动管理的共同基金。

指数化本身并不是博格的发明。新的先锋基金源自20世纪70年代早期起银行运营的巨额养老基金这类指数导向型基金。先锋集团的创新是以共同基金的形式利用指数。在先锋集团创造其指数基金时，道琼斯工业平均指数是投资者最熟悉的股市基准。然而，由于标普500股票综指（一种反映美国500家最大公司总市值的加权指数）的接受程度更加普遍，指数的构建也十分可靠，博格将其作为第一指数投资信托的追踪标准。

指数化和博格完美契合，因为指数化和低成本在某种意义上是同一枚硬币的两面。先锋集团自称，在1995年为其指数基金持有人节省近3亿美元，主要原因是指数基金对共同基金公司的管理技能要求不高，降低了成本。例如，对于一只标普500指数基金而言，完全不用想要买哪500只股票，或者每只股票要买多少。指数本身的组成已经自动完成了这些决策。

尽管指数化的优点非常明显，然而博格在1976年6月成立第一指数投资信托（First Index Investment Trust）（后来是先锋集团指数信托500组合）时并未引起多大的关注。对这一想法并不热衷的先锋集团董事会支持的唯一原因就是博格的坚定信念。而行业内的反应明显更为消极。“追求平庸。”一位评论家称。“不像美国人。”另一位评论家说。“魔鬼的发明。”第三位

说。“一个坚定的、始终如一的、长期的失败者公式。”第四位说。尽管有反对者，然而博格最终说服了Dean Witter领导新基金的认购。他们花了三个月的时间才筹集到了这个基金初始的1,200万美元。到1976年年底，该基金的规模只增长到1,400万美元。要说服投资者把他们的资金投入到只能与市场匹配的基金并不容易。投资者想要打败市场。

尽管深信指数化，然而博格也愿意承认一些主动的投资经理在管理过程中可以为基金增值。他认为，在大多数情况下，这些管理者要么是幸运的，要么是少数真正的投资天才——比如沃伦·巴菲特、彼得·林奇、迈克尔·普里斯和先锋集团内部的约翰·聂夫。不过，总体而言，博格认为试图超越市场是徒劳无益的。他说：“指数基金，是对‘任何一个金融经理都能超越市场’这种观点持怀疑态度的结果。怎么可能有人能选出未来10年业绩最优的股票型基金？”在这种情况下，最好的策略是试图简单地匹配市场的总收益，并依靠指数化的低成本获得比大多数竞争对手更高的净收益。

对于传统的主动基金经理来说，这一切当然是邪教异端，他们认为投资于共同基金的唯一理由是尽量获得最大回报。例如，资产为140亿美元的Fidelity Puritan基金的负责人Richard Fentin反对道：“从5年期和10年期看，我们已经打败了市场。博格怎么说无法打败市场呢？显然，我会拒绝这个想法……我们经常打败市场。”（事实上，Fentin 的基金在1995年的表现远远落后于标普500指数，使其10年回报率达到+ 13%，而该指数的10年回报率为+ 15%）。

博格毫不畏惧地与显示这种方法危险性的一众数据对抗着。从1984年到1994年的10年间，有7年，标准普尔500指数的表现超过了一半以上的基金经理。在整个10年期间，这一指数超过78%的普通股票型基金，这一数字在1995年结束的10年期内上升到80%。事实上，当考虑到销售费用时，只有约五分之一的共同基金随着时间的推移打败了市场。与乌比冈湖的孩子（注：乌比冈湖效应指高估自己实际水平的心理效应）不同，并非所有的基金经理都可以高于平均水平。

尽管饱受主动基金经理嘲笑，然而最终指数化还是开始流行起来。先锋集团指数信托基金（Vanguard Index Trust）自成立起每年的净现金流量都达到了正值，并且在1986年年底已经增长到5亿美元——这是先锋集团树立开创性愿景的十年。同年，Colonial Group推出了业内第二只指数基金（然而，到1990年，该基金歇业，因为其费用急剧上涨，费率过高，抵消了与指数相匹配的能力）。到1988年，Fidelity和Dreyfus也纷纷效仿，推出了自己的指数基金。从1984年到1994年，先锋集团指数信托基金基于标准普尔500指数获得了290%的平均回报率，而普通股票型基金的平均回报率为224%。尽管如此，博格指出，虽然早期取得了成功，但指数基金并未成为一种现象。他称先锋集团的指数化策略“即便不是商业上的成功，也是艺术上的成功”。

这种情况在20世纪90年代发生了变化，指数化开始真正腾飞。先锋集团指数信托基金组合于1988年突破10亿美元大关，20世纪90年代初资产规模达到18亿美元，到1995年年中增长到156亿美元，成为美国第四大股票型共同基金。

对于先锋集团而言，以标准普尔500指数为原型的指数基金仅仅是个开始。随着500强投资组合在市场的接受度越来越高，以及以最低成本运营取得的成功，博格对这一概念的信心愈发增强。标准普尔500代表了70%左右的市场份额。那么跟踪其余30%股票的投资组合又会怎样呢？成立于1987年的先锋集团的扩展市场组合（Extended Market Portfolio）做到了这一点，使投资者可以追踪Wilshire 4500指数。后来，为了简化持有500组合和扩展市场组合的过程，先锋集团通过追踪可用的最全面的市场指数 Wilshire 5000指数提供了全部股票市场投资组合（Total StockMarket Portfolio），基本上拥有整个股票市场。1989年，以小盘股Russell 2000指数为基准引入了小盘股投资组合（Small Capitalization Portfolio），为机构投资者设计了一个成本较低的500组合，投资额至少为1000万美元。

1990年，在面对费城金融分析师的一次讲话中，博格表示：“引入专注于成长股和价值型股票的指数基金只待开发一套成长指数和价值指数。”标准普尔在1992年5月推出了这两个新指数，仅仅两个月后，先锋集团就推出了具有相似目标的投资组合。总之，先锋集团的美国股票指数基金蓬勃发展，总资产在1995年年中达到240亿美元。

博格相信，指数化原则也可以在全球市场上发挥作用——或许效果会更好，因为国际上的共同基金费率和交易成本远高于美国国内的基金。先锋集团国际股票指数基金（Vanguard International Equity Index Fund）于1990年成立，包括欧洲和太平洋地区的投资组合；1994年年中又新增了新兴市场投资组合（Emerging Markets Portfolio）。每一个投资者组合均在最大的国际基金中占有一席之地，1995年年中的总资产达到近20亿美元。

在引入第一只股票指数基金近10年后，先锋集团将指数理论应用到了债券市场，以雷曼综合债券指数（Lehman Aggregate Bond Index）为基准。反映所有应税美国债券市值的先锋集团债券指数基金（Vanguard Bond Index Fund）（当时称为先锋集团债券市场基金）的总体债券市场组合（Total Bond Market Portfolio）成立于1986年年底，像先锋集团指数信托一样为债券基金提供低成本、高质量和多样化的优势服务。1994年年初，在同事热情不高的情况下，博格根据相应的雷曼指数启动了另外三个短期、中期和长期的债券组合。与最初的全部市场债券投资组合类似，三个新的投资组合虽然在早期接受程度一般，但是到1995年6月，先锋集团债券指数基金的四个投资组合的资产总额已增长到25亿美元。

1994年，公司引进了先锋集团税收管理基金（Vanguard Tax-Managed Fund）和先锋集团人寿战略基金（Vanguard Life Strategy Funds）。税收管理基金包括三个旨在尽量减少应税资本利得和收益分配实现的投资组合。该基金将这些投资组合作为指数基金进行管理，并迅速获得了2.5亿美元的资产。人寿战略基金包括四个投资组合，分配了先锋集团不同的股票和债券基金，并依靠指数策略来组合每个资产配置部分。人寿战略基金的资产在1995年年中达到了3.8亿美元。所有股票指数投资组合由先锋集团的核心管理集团管理，债券投资组合由固定收益组管理。

先锋集团指数组合

先锋集团将指数化的概念从狭义的标普500扩展到19个指数组合的完整“产品线”，到1995年年中，总资产达到260亿美元。

指数投资组合1995年6月资产（百万美元）

| | |
|-----------|----------|
| 组合（数量） | |
| 标普 500（2） | \$17,415 |
| 扩展市场（1） | 1,197 |
| 总体股票市场（1） | 1,152 |
| 国际股票（1） | 1,699 |
| 小盘股（1） | 747 |
| 平衡型（1） | 484 |
| 价值型（1） | 361 |
| 成长型（1） | 158 |
| 债券型（4） | 2,485 |
| 税收管理（4） | 486 |
| 总计（19） | \$26,184 |
| 占先锋总资产比例 | 17% |

与先锋集团的260亿美元相比，Fidelity、Dreyfus和T.Rowe Price共同管理的指数型资产只有50亿美元，而且几乎完全投资于标准普尔500组合，主要的投资者是雇主出资的401（K）俭省计划（thrift plan）。即便考虑到行业内所有的竞争者，先锋集团的指数基金在1995年仍然占据了共同指数型基金资产近60%的市场份额。

直至今时，先锋集团指数基金的投资范围和规模一直被大多数竞争对手所忽略，而且那些加入竞争的人也无法与之匹敌。博格认为，原因包括他们对指数化概念缺乏热情，源于他们的专业骄傲和信心，他们相信自己的组织将提供优越的市场回报，认为在匹配指数方面没有太多利益可图。此外，所有竞争对手指数基金到此时为止都拒绝达到先锋集团指数基金的低成本标准。用博格的话说，他们“被拖着又踢又尖叫地奔向指数基金，祈祷投资者能够接受高成本所带来的缺点”。尽管先锋集团的竞争对手指数基金的平均费率为每年0.65%，但先锋集团通常为0.20%或更低。0.01%用于满足投资组合监管要求，基金服务和持有人记录成本为0.19%。总之，先锋集团的成功是基于这样一个事实，就像《晨星共同基金》所说的那样：“在指数方面没人比先锋集团更好。”



到1995年，先锋集团已经将其声誉和大部分资产押在了近20年前开创的概念上。凭借高度可预测的短期相对回报和大概率超越竞争者的长期收益，这种股票管理中的“不激进、不保守”策略（如先锋集团的固定收益策略）似乎让博格承担了零失败或极小的风险。尽管如此，他依然不断挑战自己的信心程度，经常问他的同事：“哪些地方可能出错？”没有答案。而曾经的逆势者博格表示，这个回应令他担心。

随着投资者对指数概念的接受程度越来越高，先锋集团继续警告指数基金投资者，在不确定的投资环境下，指数基金可能面临着意想不到的挑战。早在1995年，在由博格撰写的一本小册子《指数的胜利》（The Triumph of Indexing）中，他非常努力地强调了这种不确定性：

在1995年第一季度，该指数完全超过了所有主动管理的共同基金的90%。在任何情况下，这种卓越的排名都不应被视为可重复或可持续的。这种现象源于大盘蓝筹股异乎寻常的有利回报，大盘蓝筹股相对于小盘股和投机性股票而言占主导地位，后者在许多高风险股票型基金的投资组合中扮演着重要角色。

George U. "Gus" Sauter是先锋集团的主要负责人及其核心管理团队负责人，自1987年以后长期运营着该公司的股票指数基金。Sauter指出，投资者将资金投入先锋集团指数基金后，他和他的团队就会立即将这笔钱用于投资。如果基金在市场上涨时还处于超额现金状态，那么投资组合的表现将会落后于市场。Sauter还讨论了维持指数中每只股票适当权重的理论：“可以想象，我们可以按照比例购买指数中500只股票里每只股票的一小部分，但实际上我们不会那样做。我们可以购买整个指数的一个较小样本，从而降低成本；另外，我们可以通过购买稍大的份额来减少交易成本、经纪费用及托管费用——每只股票至少1000股。”对于多样化的指数，先锋集团开发了一套名为优化器的计算机程序。这些程序执行数百万次的计算，生成推荐股票的列表、这些股票的组合跟踪目标指数，其收益能够更加精准地追踪到指数。到1996年为止，“跟踪误差”已经很小。

Sauter 向指数基金投资者提出要保持耐心：“长远来看，指数基金的优势已经显现，就像乌龟和兔子的故事一样，乌龟只是缓慢而平稳地走路，但最终赢得了比赛。这就是我们正在做的。”

毫不奇怪，即使有出色的表现，指数还是饱受诟病。其中一位批评者是追踪共同基金表现的 Lipper Analytical Services 总裁 A. Michael Lipper。Lipper 认为，许多投资者在股市低迷、股价下跌时可能没有魄力坚持投资指数基金。此外，他补充说，如果大量持有人在低迷的市场中赎回指数基金，则会带来灾难性的后果，导致组合证券的大量清盘。博格认为基于标准普尔500指数的指数基金在低迷市场中的损失可能会少于非指数基金，他列出了两条原因来进行反驳：（1）标准普尔500指数包含高质量、高流动性的股票；（2）当前大多数非指数基金似乎持有风险较高、流动性较差的股票。

另一位批评者是标准普尔通信《展望》（Outlook）的编辑 Arnold Kaufman。他表示，在一段漫长的熊市中，“典型指数基金的被动投资策略可能产生比积累现金储备、关注高收益股票、使用对冲策略的股票型基金更大的损失”。Fidelity 的 Richard Fentin 也加入了批评者的行列：“我们主动管理这些资金是因为持有人期望我们具有侵略性，即使像我自己的保守型基金，我们也很激进。为什么有人不想在钱上激进呢？如果不想激进，为什么要投资共同基金？你不想打败市场吗？人们希望只取得平均回报吗？”

虽然有批评的声音，但博格的概念也吸引到了支持者。Fidelity 麦哲伦基金（Magellan Fund）明星经理彼得·林奇在1990年与 Barron's 的采访中谈到，大多数投资者在指数基金中的收益好于主动管理的基金：

你已经有了8年的上行市场，公众不明所以。他们想到所谓的专业人员，带着电脑，拥有全部的能力，占据了全部的优势。这完全是胡扯……

情况越来越糟，专业人员的恶化越来越严重。但公众认为他们做得很好，因为基金在10年内平均上涨了283%（而标准普尔指数上涨了344%）。他们赚了4倍的钱，但他们在指数基金中会获得更高的收益。

1995年8月13日，《纽约时报》刊登了一篇题为《如何从基准中挤出血来》（How to Squeeze Blood from a Benchmark）的文章。文章开头写

道：“它被称为‘博格的复仇’。多年来，先锋集团主席约翰·博格一直在宣讲，试图击败市场是愚蠢的行为。今年看来，他似乎是个智者。”文章指出，根据总回报，美国国内股票型基金平均落后于标准普尔500指数。事实上，该指数在1994年，超过了82%的主动管理型基金，在1995年期间超过了78%的主动管理型基金。在这一成功的部分原因下，投资者纷纷抢购指数基金。

同月，Money 杂志关注到了指数基金，开头就是强烈的支持社论，标题为“博格赢了：指数基金应成为当今大多数投资组合的核心”。该社论由执行编辑Tyler Mathisen撰写，倡导了指数概念，呼吁Money杂志的读者“作为投资者重新定位您的期望”。他描述了指数的三个主要优势，即低运营成本、低交易成本和低资本利得税的风险，“像Domingo、Pavarotti 和Carreras（世界三大男高音）一样令人印象深刻的组合”。Mathisen最后对博格表示了个人的祝贺：“所以这是对你说的，博格，就像你在最近的一本先锋集团的销售手册中所写的那样，取得了‘指数的胜利’。”

Money 杂志的封面故事题为《当今基金赚钱的新方式：从指数基金开始，加入打败市场者》。Gus Sauter是封面照片中的投资组合经理之一，文章特别关注了先锋集团指数信托的500组合。该基金10年期业绩位列所有369个多元化股票型基金中的前25%。而且，1994年11月，Money杂志在关于美国25只最大的共同基金的封面故事中推荐的500组合比股票型基金的平均波动幅度小 14%。Money 杂志观察到，收取最低费用的指数基金最接近其指数的表现，这对博格来说一定是令人满意的。他对Sauter 和他的员工在满足先锋集团多个目标指标越来越严格的标准方面的技能特别满意。“Gus 满足了我们的一切要求，并且以一流的方式完成了这一切。”博格赞赏地说。

指数的概念同时得到了资深经济学家的支持。麻省理工大学的诺贝尔奖获得者Paul Samuelson说：“指数就像看着油漆变干一样，它非常无聊。它恰好发生了，而且在过去40年里，最好的、最耀眼的人才也不会像最广泛的指数一样，在长时期内向客户或他们自己的私人投资组合提供这么高的回报。”而另一位诺贝尔奖获得者，斯坦福大学的 William F. Sharpe 则因为博格在指数方面的开创性尝试，将博格放在他的“英雄殿堂”中。

同一屋檐下

博格经常被问到，先锋集团的主动管理股票型基金如何能够与其被动管理的指数基金在同一屋檐下兼容并存。他的回答是，他认为没有任何冲突或问题：“首先，指数的价值主要在于其特别低的成本结构。由于先锋集团管理的股票型基金的费率一般不超过40至50个基点，原因在于我们的组织关注最大限度地降低成本，并对付给外部投顾的费用进行激烈的谈判。这些基金在指数成本方面具有竞争力，因此比竞争对手遇到的‘逆势’更少，比如说，200个基点（2.0%）总成本结构。”所以他强调，“先锋集团管理的股票型基金几乎有相同的机会击败指数。”

其次，他说：“如果我们的工作是在挑选、监督并在必要时替换我们的外部顾问，那么我们应该凭借经验、判断力及耐心，留下成功概率高于平均水平的投顾。这是一项艰巨的工作，但无论是凭借运气还是技巧，迄今为止我们这样做都取得了合理的成功。”

最后，他承认，明显的一点是：“在这个行业中，就像它的过去和现在一样，你无法摆脱行业建立在传统主动管理基础之上的现实。无论历史教给我们什么，指数投资是否、何时以及如何成为规则而不是例外都不清楚。”

即使有媒体和其他人支持指数投资，然而大部分共同基金同行却没有遵循这一原则。指数化是违反直觉的，许多人拒绝相信被动管理可能超过主动管理，投资者仍然希望找到最优秀的管理人并利用他们的技能（博格称这一因素为“希望永驻”，来自 Alexander Pope 的《论批评》（*Essay on Criticism*））。虽然指数看起来前途光明，但它几乎没有触及共同基金行业的表面。1995年，股票指数基金只占股票型共同基金1万亿美元的4%，债券指数基金的数字更低，约为投资7000亿美元债券共同基金的0.6%。

自从博格1951年在他的普林斯顿大学毕业论文中提出这个问题以来，指数已经成为博格愿景的一部分。他在1976年引入了这一理念，当时共同基金行业的其他人认为这是不明智的。然而在20年中，他巧妙而积极地推动了“魔鬼的发明”，并且在实践中证明了指数的理论。伴随着1995年的结束，指数成为共同基金业务中的一支主力军。

第18章 传奇投资大师约翰·聂夫

◎ 译者：曹传琪 创金合信基金

先锋集团能够跻身于行业前列，倚赖的正是这只基金经验老到的基金经理——约翰·聂夫——极具冒险性的投资风格。

约翰·聂夫是比肩彼得·林奇、不输索罗斯的传奇投资大师，他执掌温莎基金31年，有22次跑赢市场，投资增长55倍，年平均收益率跑赢市场平均收益率达3%以上。有些人称聂夫为“价值投资者”，有些人称他为“逆向投资者”，而聂夫更喜欢称自己为“低市盈率投资者”。他认为，低市盈率的股票既有机会获得更大的上涨空间，又有更小的风险损失。

博格坚信，投资者作为一个整体，将在持有某个核心指数的指数基金期间获利，他同样拥抱传统的投资管理方法。毫无疑问，这其中原因之一，正是先锋集团舰队早期的旗舰型产品——温莎基金（Windsor Fund），该基金在很长的时间里都取得了远超过标普500指数的回报。具有讽刺意味的是，先锋集团在20世纪80年代的增长主要来源于这只主动管理的股票型基金——而不是先锋集团标志性的指数基金。更为讽刺的是，先锋集团能够跻身于行业前列，倚赖的正是这只基金经验老到的基金经理——约翰·聂夫——极具冒险性的投资风格。（免费书享分更多搜索@雅书.）

聂夫性格直率，来自美国中西部地区。他的母亲一直认为他将成为一名律师，因为聂夫似乎时刻准备与人争论。“你应该和路牌吵一架。”她总是这么说。聂夫于1931年9月19日出生于俄亥俄州的西恩，随后和家人一起来到得克萨斯州。在后来的许多年里，家庭长期日光式的生活方式激发了聂夫的叛逆心理。“我那时便决定以后一定要看好自己的钱包。”聂夫后来说。

高中毕业之后，聂夫前往密歇根州一家工厂工作，并一直待到他回到俄亥俄州的托莱多，加入父亲蒸蒸日上的汽车与工业装备供应业务。在海军服役两年后，聂夫进入了托莱多大学，并在两年后以优异的成绩从工业营销专业毕

业，在这期间他接触到了投资管理相关的内容。在校期间，聂夫师从托莱多大学金融系主任西德尼·罗宾斯（Sydney Robbins），他对本杰明·格雷厄姆（Benjamin Graham）和戴维·多德（David Dodd）的价值投资方法产生了兴趣，这也是他后来在管理温莎基金期间所采用的策略。随后，聂夫于凯斯西储大学（Case Western Reserve University）获得了银行与金融学的硕士学位。

1955年在研究生毕业之后，聂夫原计划加入纽约一家经纪公司的管理培训生项目，但最终还是选择回到俄亥俄州，进入克利夫兰的国家城市银行（National City Bank），在信托部找了一份研究员的工作。他的工作职责是从8个行业中为信托部挑出可投资的项目。随着他与信托部其他同事在投资理念上的分歧越来越大，聂夫开始对其工作感到灰心。喜欢股票投资的聂夫认为，在投资的过程中采用更为激进的方式，而不是做一只缩头乌龟，将获得更为丰厚的回报；但信托投资委员会喜欢“让人放心的东西”，这也符合委员会负责人出身于债券业务的背景。尽管如此，聂夫在克利夫兰的这家银行待到1963年，具备了出色的股票投资能力。

在四处寻找新工作机会的过程中，聂夫参加了纽约、费城的许多基金公司的面试，这其中包括威灵顿资产管理公司（Wellington Management Company）。尽管博格并不在当时面试他的高管之列，但聂夫还是回忆起了与博格在走廊里偶遇的情景：“我们几乎一见如故，因为我有他喜欢但却无法触及的东西，我很清楚这一点。我们那时都留着平头”。威灵顿的高管雇用了聂夫，但聂夫得通过行动来证明自己对公司是有价值的。1963年夏，聂夫开始了在威灵顿资产管理公司的工作——用他的话来说，那时的他就是个万金油。

1963年，威灵顿资产管理公司仅管理着两只基金，一只是规模为16亿美元的威灵顿基金，另一只是规模仅为7500万美元的温莎基金。温莎基金在成立后的前5年里处境极其艰难，尤其是在1961至1963年间；而其首任基金经理Robert Kenmore在聂夫加入之前刚刚离开威灵顿公司。“我意识到这只基金是一个‘弃儿’，”聂夫说，“是一个需要强有力的舵手和优秀领导力的弃子。”他写了一份文件，讨论了温莎基金存在的问题，以及如何改进这些问

题。他的建议必定是得到了某人的赞许，因为在不到一年的时间里，聂夫就被任命为温莎基金的基金经理。

现在聂夫得到了证明自己的机会。温莎基金由6人组成的投资委员会监督，聂夫一开始并不是投资委员会成员，在形式上要向投资委员会成员汇报。但从一开始，在做出任何决定之前，聂夫就没有直接咨询过投资委员会的意见，因为担心投资委员会人数众多，很难与他的专业性、投资逻辑及他所掌管的基金打算购买的公司的任何微小细节形成一致意见，他选择了逐个击破的办法。一年之后，聂夫成为投资委员会的一员。

起初，申购温莎基金份额的投资者并不多，每个月的申购金额平均约为60万美元。尽管在聂夫接手后基金的表现变好了，然而行业内的其他基金则表现得更为出色。对此聂夫评论说：“它们的投机性很强、风险也很大，迟早是要付出代价的。”聂夫认为威灵顿资产管理公司旗下的Ivest基金也不会例外——这只基金是1967年威灵顿在与TDP&L合并后接手的。到了1967年秋天，博格开始意识到，威灵顿资产管理公司只关心如何改进威灵顿基金的表现，温莎基金则被完全扔给了聂夫，并且没有以足够清晰的方式向公众说明温莎基金的投资目标和投资政策。“我们必须知道温莎基金的品牌形象是否足够清晰，”他在一份内部报告中写道，“我们已经把基金的卖点告诉经销商了吗？我们如何给予这只基金所需要的支持？”

事实上，在聂夫的掌管下，温莎基金早已经变得稳健而不失进取：稳健之处在于他是价值投资的信徒，将重点都放在了那些经过细致分析、价格被市场低估且通常愿意慷慨分红的股票上，这是一种能够有效降低下方风险的做法；进取之处在于，投资组合的持仓高度集中于聂夫最喜欢的股票，这意味着与那些更为分散的竞争对手相比，温莎基金的回报在短期内难以预测。虽然很难讲得十分清楚，但温莎基金的卖点最终还是得到了认可。

到了1969年，温莎基金的表现出现了逆转。在资深分析师 Arthur Lipper 跟踪的174只基金中，温莎基金在1967至1972年的5年期业绩表现排名在第24位。这一纪录足以使温莎基金的资产规模在1972年年底冲上5.5亿美元。它也帮助聂夫拿到了威灵顿资产管理公司董事会的一个席位。当时聂夫除了管理温

莎基金，还管理着一只名为Gemini的基金——一只规模为5000万美元的封闭式基金。但在20世纪70年代初，由于大型成长股主导了市场行情，温莎基金的表现并不出色。聂夫称这些年是令人沮丧且难以置信的。1972年，温莎基金在Lipper跟踪的296只基金中排名第172位，即便是在1973年的熊市中，也比市场下跌得更明显。尽管如此，《华尔街日报》认为聂夫“被普遍认为是华尔街为数不多的投资专家”，并且引用了某家经纪公司高级合伙人的一段话：“如果我不幸发生了意外，我希望由聂夫来打理我的家族财产。他是个可靠的家伙，长期来看他会做得很棒。他将在熊市中遥遥领先，因为他很稳。”

建立在审慎基础上的自信不久之后就得到了回报，温莎基金的长期表现也使其成为先锋基金的明星。1968年，威灵顿资产管理公司的资产管理规模合计为26亿美元，彼时温莎基金的资产规模仅有2.25亿美元；到了1974年，温莎基金成为先锋集团的一部分，其资产规模已攀升至3亿美元，此时先锋基金所管理的资产规模已下滑至14亿美元。1975年股票市场涨了37%，温莎基金的回报令人吃惊地达到了54%，创下其年度回报之最。1981年，温莎基金的资产规模迈过了10亿美元大关，贡献了先锋基金40亿美元基金资产的25%。当时先锋基金旗下资产规模超过温莎基金的基金只有一只，即规模为11亿美元的先锋集团货币市场信托——菁华基金（Prime Portfolio）。到了1984年年底，温莎基金已成为全美最大的共同基金，资产规模超过了25亿美元。随着基金的资产规模在1985年年初接近30亿美元，基金不再接受新的申购，有很大一部分原因是因为聂夫开始将温莎基金不断增加的规模视为一种负担，希望做出一些让步，以使用自己的能力为基金份额持有人提供持续良好的投资回报。

温莎2号

博格和聂夫一直都认为，共同基金优异的表现所吸引来的大量资金迟早将导致基金无法得到有效的管理。换句话说，他们都认为基金规模的增长和基金长期业绩之间的关系是不可调和的。基金在规模增长之前所采用的战略和战术是其获得成功的关键，但随着规模的增长，这样的情形是无法持续的。他们一致认为，在温莎基金的规模变成一种负担之前，暂停接受新的申购不是是否要执行的问题，而是什么时候执行的问题。

1985年年初，温莎基金的资产规模已经增加至30亿美元，投资人汹涌地申购资金依然在加速流入。聂夫找到博格，告诉他时机成熟了，温莎基金不应该继续接受新的申购资金。先锋集团需要一只以“增长和收益”为目标的基金来更好地执行其营销策略。很显然，这只新的基金无法由聂夫来管理，因为他认为自己已经无法管理更多的资金。于是博格和同事们对其他投顾的人选进行了深入的研究，决定由位于得克萨斯州达拉斯的BHMS有限合伙公司来管理这只后来被称为“温莎2号”的基金。

先锋集团非常清楚，虽然看起来温莎2号的名字与温莎基金有关，但其投资策略完全不同，并且，聂夫——以及威灵顿资产管理公司——和这只基金完全没有任何关系。温莎基金暂停申购的消息在1985年5月15日公告，并自该日起执行（博格认为，暂停申购的公告日和执行日不一致会增加涌向基金的资金）。对一个以尽可能增加管理规模为目的的行业来说，这是一个毫无先例的决定。温莎2号于1985年7月24日开始发售，期间夹杂着先锋集团的担忧——公司可能会因为采用“温莎”的品牌名误导大众而被批评。与此同时，先锋集团之外的人们几乎一致认为新的基金无法复制温莎基金巨大的成功。但10年之后，到了1995年年中，Barrow Hanley的表现显然达到了先锋集团之前的预期：温莎2号基金不仅10年期业绩比肩温莎基金，事实上其同期的表现比后者波动更小、回报更高。

后来，两只温莎基金已经完全没有关系。1995年年中，温莎基金的资产规模达到了125亿美元，温莎2号基金的资产规模为93亿美元。它们的资产规模在美国股票型基金中分别排名第6位和第12位。



约翰·聂夫的投资管理方法被称为“价值投资法”，但从商业的角度来说，他曾为此饱受争议。聂夫从20世纪60年代之初、远在价值投资成为一种潮流之前就开始采用这一策略，并且无论这种方法在不同年份是否能够获得成功，他自始至终都在坚守。他从来不会因为被质疑其持股是冷门股而受到困扰，无论持有的是银行股还是公共事业行业的股票；也不会因为其他人批评他买入的股票没有好的名声而有所退缩，因为这些正是价值投资的精髓——买入便

宜的、过气的股票。聂夫称这些投资容易“被误解且令人沮丧”并在市场重新拥抱它们的时候被卖出。

聂夫认为投资者通常对股票的成长预期过于乐观——因为在他看来，得到认可的成长股通常无法长期维持其“成长性”。他对收益更感兴趣，认为投资者投资于增长慢但股息率高的股票，能够获得更好的回报。他说：“你所付出的每一分钱，都是为了获得总回报。”

因此，聂夫的策略就是找到那些被市场忽视、市盈率低、股息回报率高于平均水平的公司。他说：“敲门就在于，你得在公司被市场忽视且市盈率没有被市场纠正的时候买入。你所做的事情实际上是以折扣价格买入好的资产。如果对基本面的判断是对的，你的投资就不会出大问题，即便你弄错了，你也不会因此而缺胳膊少腿，你的投资回报是有一定的下方保护的。”

聂夫认为，选股最难的地方是知道何时从市场的某个部分退出。聂夫在管理温莎基金时，在不少行业进行过投资。例如，在1986年的某个时期，将温莎基金24%的资产投资于石油行业的股票；但在20世纪80年代的其他时间里，温莎基金并不持有石油行业的任何股票。在聂夫管理温莎基金的不同时期，投资组合中汽车行业股票的权重都在15%以上，但基金也曾一度完全没有汽车行业的持仓。有时候聂夫偏爱电话行业的股票，有时候则是银行股，31年间，聂夫在大西洋富田公司（Atlantic Richfield）上来来回回买卖了6次。1994年，他大量持有化工、造纸、金属等周期性商品股票，随着这些股票随后成为市场的热点，他在同一年将基金持有的周期股从15%减少至7%，但在1994年年底又增加至13%。每一次，他做出买卖决策的基本公式都是相对于市盈率的总回报。

聂夫对汽车行业总是情有所钟，这恰恰是其他投资专家经常忽略的一个行业。20世纪80年代末，聂夫大量持有通用汽车和福特汽车的股票，但他自1988年便开始卖出通用汽车股票，并在1991年的时候完全清仓了这两只股票。随后，在1994年的夏天和秋天，他大量买入市场不看好的汽车股，投资包括了在克莱斯勒（这也是所有共同基金的最大头寸）和福特汽车上的5亿美元。对于投资克莱斯勒，他认为小型车和吉普切诺基将有效地提升公司的利润率。1995

年4月，他也得到了回报：克莱斯勒收到收购要约的事情使其每股股价在一天之内涨了9.5美元。

到了20世纪80年代中期，温莎基金已经几乎是当时最为成功的基金之一。《机构投资者杂志》将聂夫的照片刊登在了1985年5月刊的封面上，标题为“约翰·聂夫是如何做到的”。文章的开头写道：“他过去20年的业绩就是基金管理公司的传奇。温莎基金的基金经理做了哪些其他人做不到的事情呢？”聂夫的秘诀就是全面掌握一家公司的基本面的细节。他除了大量阅读年报和行业杂志之外，还会在周末重读这些年报、杂志的同时，看完前一周的一大堆华尔街日报，不放过任何可能漏掉的细节。每周一他都会用很难回答的问题拷问他的下属，对引发他兴趣的地方（尤其是那些可能被华尔街忽略的地方）刨根问底。

在聂夫的带领下，温莎基金取得了耀眼的业绩回报，持有人也因此赚得盆满钵满。一笔在1964年6月30日以1万美元投资于温莎基金的投资，在1995年6月底增长至55万美元。在这一时期的理柏基金排名（Lipper Rankings）中，温莎基金的业绩位于所有基金前5%。理柏分析服务公司总裁A. Michael Lipper说：“我不开玩笑，很多人认为约翰·聂夫是弄潮儿。”

先锋集团的管理型股票组合

聂夫的成功所带来的名气与声望，使得温莎基金成为先锋集团在股票型基金和混合基金这一细分市场的登顶之作。温莎2号基金的成功继续巩固了其领导地位，先锋集团主动管理的其他基金则为此锦上添花。先锋集团在1987年调整了美国成长股组合的投顾后，该基金成为其提供内部投顾的产品。国际成长组合的表现同样遥遥领先于同业。Primecap基金业绩爆棚，不得不在1995年暂停申购，就像当年的温莎基金一样。

管理型股票组合（Managed Equity Portfolios）截至1995年6月底（百万美元）

| | |
|-----------------|----------|
| 温莎基金 | \$12,474 |
| 威灵顿基金 | 10,623 |
| 温莎 2 号基金 | 9,349 |
| 卫斯理基金 | 6,489 |
| 国际成长基金 | 3,176 |
| 美国成长基金 | 2,881 |
| Primecap | 1,396 |
| 资产配置基金 | 1,396 |
| 探险者（Explorer） | 1,350 |
| 摩根成长基金 | 1,246 |
| 股票收益基金 | 901 |
| 其他（13 只基金） | 5,723 |
| 合计（24 只基金） | \$58,316 |
| 占先锋基金管理资产总规模的比例 | 37% |

最令博格感到满意的一点应该是威灵顿基金的复兴，这只基金在公司合并后曾因业绩不佳而受重创。反转在1978年到来，当时先锋集团将基金股票投资组合的投资策略从成长策略改成了价值策略。选择这个时机是幸运的。威灵顿基金很快便成为平衡型基金中的佼佼者。其资产规模从1966年的20亿美元一路下滑，到1982年时已不足5亿美元，但到1995年中期，则冲到接近110亿美元。截至1995年6月底，先锋集团所管理的股票型基金（包括平衡型基金）合计规模为580亿美元。

多年以后当博格回顾过去时，对于先锋集团在20年前开始独立经营时，股票型基金在全部组合资产中的占比曾高达95%的这段历史，和此时占比仅37%的现实，总是忍不住惊叹。1996年，先锋集团63%的资产都投向了事先定义好的大类资产和指数基金，公司的资产组合整体上更为分散了，风险程度也因此而降低了。

聂夫如此声名远扬，以至于当《机构投资者》杂志邀请50名顶级投资经理就他们理想的个人资产管理人人选进行投票时，有7位选择了聂夫，其他人都

没有得到这个票数。他被称为权威人士、传奇人物，以至于让他觉得不太自在。“我只是选对了股票。”他总是这么回应。而1992年1月27日的《商业周刊》（Business Week）写道：“如果说彼得·林奇是基金行业的巴比·鲁斯（Babe Ruth），那么聂夫就是基金业的卢·格里格（Lou Gehrig）。”言下之意聂夫是罕见的业绩常青树。1995年3月刊的Money 杂志称，聂夫是有史以来最聪明的投资人之一，是全天候全明星阵容中的一员。这些评价得到了威灵顿资产管理公司董事长兼 CEO, Duncan M. McFarland的认同，他曾长期与聂夫共事：“聂夫完全不同于其他人，他独一无二。我们一再看到他专注和奉献的一面，但事情远不止如此。他比绝大部分人更卖力地工作，并且总是富有预见性。聂夫是一个从不犯错的大神。”

尽管聂夫是威灵顿资产管理公司的一员，但他并不在费城办公。先锋集团成立后，他在先锋集团的总部保留了一间挂着威灵顿资产管理公司牌子的办公室。虽然并没有太多的交集，但博格和聂夫却一直彼此敬仰，这一点在关键时刻就能一览无余。1974年1月23日，在波士顿的合伙人剥夺博格作为威灵顿资产管理公司董事长兼CEO的职务时，聂夫投出了支持博格的唯一一票。20世纪80年代初，当博格四处寻找投资管理专家来帮助先锋集团走向独立时，他首先想到的是请聂夫来先锋集团为他工作。他需要聂夫，不仅仅是因为聂夫的忠诚，还因为温莎基金在先锋集团走向成功的过程中所扮演的重要角色，尤其是其为先锋集团旗下的其他基金带来了数不胜数的投资者。“博格提过一次，建议我们一起新开一家公司来担任温莎基金和双子座基金的投顾，我来管。整个谈话只有五分钟。我拒绝了，”聂夫说得很简洁，“博格后来再也没有正式地向我提过这件事情。”

站在博格的角度，他希望聂夫加入，是因为他认为两个人在一起共事是符合逻辑的，并且如果能够请来聂夫，那么先锋集团可以节省一些投顾费。“约翰·聂夫对威灵顿资产管理公司是有感情的，”博格谈及此事颇有些沮丧，“为此，我非常尊重他的选择。”到了1995年春，聂夫依然在先锋基金占有一个办公室，谈到博格时热情依旧：“我从来不曾想过，博格应该也从未预料到，先锋集团能从一家管理资金在10亿美元左右的公司成长为一家管理着

1500亿美元的公司。如果你做得很好，那么整个世界就在通往你家门口的路上。博格非常聪明，他是共同基金的教父级人物。”

作为回应，博格毫不吝惜地表达了他对聂夫的尊敬和感激。博格说：“对于早年为了生存而挣扎的先锋集团而言，约翰的重要性不容置疑。在我们为树立自身的形象而苦苦挣扎之时，他的名气提升了先锋集团的信誉，给我们带来了投资公众的认同。此外，温莎基金投资业绩的回升吸引了大量的资金。在许多年里，其吸引的投资额在先锋集团的股票型基金所吸引的资金总额中占比超过了50%。我记得1978年，温莎基金的净申购金额约为7000万美元，而先锋基金其他以股票投资为主要方向的基金合计被赎回了1.5亿美元。先锋集团和我，在很长一段时期里都将为此而感激约翰。”



1987年10月19日，华尔街自1929年后最为黑暗的一天，为聂夫显示其过人的一面创造了条件。当天他正在底特律拜访福特汽车和通用汽车的高管。晚上回到费城后，他没有直接回家，而是先回到了公司。整个公司只剩下了一名收发员。“世界末日来了吗？”收发员问聂夫，聂夫笑了。他有充分的理由——当天他买了1.18亿美元的股票，并且计划在第二天一早加倍买入。就在其他投资者陷入恐慌、纷纷抛弃曾经坚守了多年的股票时，聂夫正在忙着以接近地板价买入这些股票——有些股票的价格只有此前一周卖价的三分之一。也多亏他自己，当时他才能有这么多资金。早在1987年10月19日之前，聂夫就认为股票市场已经被系统性地高估了，于是他卖出了大量的股票，并将这些钱全都买成了短期债券。当股价跌到他认为合理的价位时，聂夫开始忘情地买入。最后的结果是，在1987年崩盘的寥寥数日里，16.6万名投资人将55亿美元投给了聂夫，并使他在1988年收获了大量的利润。

1989年，在暂停申购长达4年之后，温莎基金开始接受新的投资。这对于聂夫而言可能是一份厚礼，因为在仅仅开放申购5个月后，温莎基金就因为净申购达到11亿美元而不得不再次暂停申购。但在1989年和1990年，聂夫因为温莎基金重仓银行股、储蓄和贷款股遇到了难关。在1990年度写给温莎基金投资人的年度报告中，博格在主席致辞部分的头几段话就谈到了这个问题：“这是

我第21次以主席身份致辞，毫无疑问这是我写过的最难的文字。”随后，博格在一次演讲中说：“作为我们舰队多年来的旗舰，温莎基金的投资业绩连续两个财年令人极其失望。”在这一时期，市场下跌了7.5%，温莎基金下跌了28%，博格称这段表现骇人听闻。

尽管这两年令聂夫感到失望，但他的名声丝毫没有受到影响：20年的年度复合收益率为13.2%！很快他就从1989年和1990年的阴影中走了出来，到了1994年5月，温莎基金的资产规模已经达到了110亿美元。截至1995年5月，聂夫在其担任基金经理的30年里为基金份额持有人带来的年平均回报率为13.5%，而标普500指数同期的表现只有10.2%。

1994年秋，聂夫在一次新闻发布会上宣布了退休的消息——考虑到聂夫的一举一动所引起的广泛关注，对于先锋集团来说这是非同寻常的一步，却也是必须接受的事实。聂夫表示，他会在1995年年底卸任温莎基金的基金经理一职，但在新的基金经理需要时，他随时愿意提供咨询建议。聂夫的继任者是51岁的Charles Townsend Freeman，他在1969年从沃顿商学院毕业后加入了温莎基金管理团队，从1975年起一直担任基金经理助理。

第19章 成长的烦恼

◎ 译者：曹传琪 创金合信基金

先锋集团针对4月份债券市场危机而做出的反应，将帮助这家公司平安度过10月份那场更大的市场浩劫。

到了1987年，博格变得谨慎起来。他开始担心先锋集团的规模会变得太大，并且很担心先锋集团的高速增长会因为一些外部事件的冲击而突然终结。在这之前的12年间，先锋集团的管理资产以年化收益率27%的增速超音速式地聚集——1980年至1987年间的年化收益率增速更是高达42%。1986年4月，公司的资产规模超过了200亿美元大关；9个月后，又越过了250亿美元；截至1987年5月，资产规模已经超过了300亿美元。1979年投资者每个月向先锋基金投资500万美元，而后来新增500万美元的时间则按小时计算。此时，公司拥有150万投资人，旗下产品数量已达到44只，而在1975年公司成立时只有11只基金。

在始于1982年的长期牛市中，大多数投资公司的情况都不赖。在前面的章节中也曾提到过，博格总是喜欢说“风来的时候，猪都能飞上天”。在从1982年到1986年的5年里，普通股的年化收益率为20%，这是现代股票市场历史中最好的时光。债券市场同期也表现强劲：1982年至1986年间，长期美国国债的年均回报率高达22%，是长期国债市场表现最好的5年。随着1987年的到来，存单的利率下滑到6%，投资者纷纷关掉其储蓄账户，将资金投向股票和债券，以及共同基金。不断涌入金融市场的资金带动了整个基金行业管理规模的增长。但不同于其他同行，先锋集团打算以自己的方式来迎接成功。

先锋集团开始从行业中脱颖而出。商业媒体开始关注这家公司，报纸和杂志上开始越来越多地出现赞美先锋集团的报道。其中最有代表性的是刊登在1985年9月25日《福布斯》杂志上的一篇题为《浴火重生》（Out of the Ashes）的文章，引言部分是这样写的：“10年前，约翰·博格接手了一家毫

不起眼的基金公司。如今，先锋集团是美国最为成功的基金提供商。”1988年3月，一篇名为《约翰·博格的管理之道：先锋集团特立独行的董事长关于基金行业的看法》的文章登上了《机构投资者》杂志。博格的核心管理哲学——不骄不躁、持之以恒、不追热点——此时开始与媒体产生了共鸣。

就在先锋集团为胜利而狂欢的同时，指数函数式的增长所带来的问题也逐一显现——资产规模的快速膨胀使得公司的经营一度陷入了失控的状态：账目处理的出错率持续增加、客服电话总是占线、技术系统故障、人力也出现短缺……为应付这些挑战，博格请费城股票交易所前副总裁Vincent S. McCormack出任运营高级副总裁。事后看，McCormack确实是流程处理领域的专家，他很快就使先锋集团在运营过程中所面临的混乱局面得到了有效控制。的确，McCormack所带来的改变对于先锋集团来说是至关重要的，因为在不到两年之后的1987年10月19日，先锋集团就将直接面对股市崩盘而带来的巨量交易。1995年在McCormack退休时，博格对他“远超职责范围内”的服务感到非常歉疚。他管McCormack叫“无敌的Vince”，并称其是“先锋集团成功背后的无名英雄”。

McCormack 是先锋集团第一批预见到信息与通信技术在高速发展的共同基金行业中有广袤运用前景的人，在他的推动下，先锋集团配备了最为先进的计算机系统。尽管博格同意这么做，但作为一个曾经使用计算尺的人，博格对技术系统依然持反对意见。“追求技术领先太昂贵了。”博格当时这么说。



博格对先锋集团管理资产规模的谨慎是情有可原的。他发现，作为1987年排名仅次于富达和美林的美国第三大基金公司，先锋集团正在为规模的增长付出代价——源源不断寄往其办公室的信件就是最好的证据。这些信件中的很大一部分都在抱怨同样的事情：很难通过打电话找到服务人员、收到的文件错漏百出、未接电话从不回复，等等。一位恼羞成怒的客户甚至写信质问博格，为什么先锋集团每个礼拜7×24小时投放营销信息，而在客服上只有

40个小时。“博格气压计”——博格这么称呼这些信件——记录了这些暴风雨。

“船员们”也在大海中迷失了自我。随着先锋集团在20世纪80年代以来的巨大成功，其员工对于不断增大的资产规模所带来的激励越来越不敏感。先锋集团的管理层意识到公司的1000多名“船员”出现斗志下滑的现象值得引起重视。公司内部员工调查表明，虽然先锋集团在提供工作保障和建立公司形象方面做得很好，但其在工作培训和员工薪酬方面却并不令人满意。这种情况很快发生了变化，相继出台的措施包括：推出薪酬改革方案、创办名为《船员新闻》（Crews News）的企业简报以改善交流环境，以及为员工的小孩提供日托等。一开始，先锋集团的管理层认为解决这些问题只需要做出很小的改变。然而这种看法完全不着调，因为种种表象之下的亟待厘清和解决的问题非常多。

博格的另一重担忧——可能冲击行业的外部事件——也即将成为现实。让先锋集团和整个国家震惊的危机在事后看来反而是因祸得福，因为它彻底警醒了先锋集团，让先锋集团明白了它必须做出哪些改变。

问题出现在1987年4月。不断飙升的利率导致了债券市场的动荡，在30年期国债的到期收益率从7.5%上升至8.7%的同时，这一市场基准指数下跌了12%——这一切都发生在短短几周之内。结果，原本在1987年1月份，全行业投资债券基金的净资金流入是200亿美元，仅仅10个月之后，就变成了130亿美元的净流出。先锋集团也发现，持有其长期债券基金的投资者大量地将手头的基金转换成了货币市场基金；在两个月内，先锋集团旗下债券基金的赎回量和转换转出量合计接近10亿美元。

博格非常担心他所谓的“202情形”（这是用通往先锋集团停车场的202号路上容易塞车的现象打的一个比方）发生在先锋集团旗下基金上，而投资者确实蜂拥而至，争先恐后地赎回其资产。对于交通问题，当新闻媒体派出直升飞机航拍，在晚间新闻上报道交通堵塞的情况后，这种情形就会变得更加严重，基金的交易也一样。因为媒体在这种情形下的报道往往有很强的煽动性，这将导致等待赎回的投资者更加恐慌。这种恐慌性的赎回对于先锋集

团来说是头一遭，受到惊吓的高管也开始担心他们将成为公司倒闭的见证人。Jack Brennan回忆道：“感觉就像我们就要慢慢地被赎光了一样。”

在此之前的10年里，由于吸引新的资金太容易，先锋集团的管理层从未考虑过流动性管理的问题。一切看起来如此顺利，似乎这种危急时刻根本就不会到来，因此先锋集团从来没有认真考虑过以极低的流动性备付金（例如低至资产规模1%的水平）进行基金管理将面临什么后果。现在，这个问题突然爆发了：先锋集团有足够的备付金来应付其固定收益基金所面临的全部赎回要求吗？

为了在发生净赎回和净转换转出的情况下提供足够的现金，共同基金必须大量地将其持有的证券变现。在1987年4月债券市场崩盘期间，随着越来越多的证券被卖出，交易商开始降低其“报价”——即他们为购买这些证券所报出的价格。更低的报价意味着债券基金净值下跌，这使得更多的投资者选择赎回其基金份额，先锋集团旗下的债券基金被迫出售更多的证券，进而导致债券基金的净值进一步下跌，形成了一个恶性循环。Brennan沮丧地说：“感觉好像永无止境一样。”

在危机期间，只要客服电话有人接，投资人就心满意足了。但是，就在1987年那个接近于灾难的春天，先锋集团根本就没有足够的人手来处理与日俱增的客户来电——每天的电话数量都在8,000~16,000个左右。每个小时，投资人都在呼叫先锋集团的客服电话，但几乎都无人应答。Brennan说：“一家共同基金管理公司的客服电话无人接听，就好比一群人等在银行门外取钱但又无法取出一样。”

随着投资人潮水一般涌向先锋集团，要求将债券基金转换为货币市场基金，先锋集团意识到其没有备份系统来处理危机期间不断增加的来电量。公司必须尽快对此做点什么。作为对此的响应，先锋集团制定了一项计划，以确保其在需要的时候，能够及时地倍增其电话接听能力。该项计划在1987年秋季开始实施，名为“瑞士军队”，其原型取材于瑞士的预备役制度，即日常维持一定规模训练有素的武装储备，以备应急之需。这就要求每个人，从博格、Brennan到一线员工，必须每年两次、每次参加四小时的电话服务，并

且在电话访问量增加的时候能够立即就位，没有任何人能够例外。在启用“瑞士军队”系统后，截至1995年，先锋集团在提前几个小时做出通知的情况下，能够投入1500名员工参与紧急的电话服务。“瑞士军队”系统在出现极端冰冻天气的小型危机情形下也能够很快派上用场。

瑞士军队

1987年6月23日，博格在一场讲演中第一次引用了瑞士军队的故事，借此来说明先锋集团作为独立基金管理人，不盲目追求共同基金资产规模的经营策略，并将这一策略与瑞士保持中立国的策略相提并论。“自从1515年以来，瑞士一直放任欧洲列强为其自己的战争而战，并为此付出惨重的代价，”博格说道，“它并非靠拥有军队来维持这种中立地位，而是‘成为’一只军队，这是在其他国家之间不停上演类似的战争时，保障瑞士的和平昌盛及其独有的文化、价值观和道德观的一种策略。”这是先锋集团准备应对即将在当年10月到来的股市崩盘的先兆。

在债券市场危机之后，先锋集团为安抚投资人的神经采取了另一项措施：对其所管理的市政债券基金，按照基金资产规模的8%计提永久的流动性储备，这是为了在债券以超低价出售时以满足赎回要求而持有现金而设计的一项政策。先锋集团针对4月份债券市场危机而做出的反应，将帮助这家公司平安度过10月份那场更大的市场浩劫。

在1987年夏天股票市场加速见顶之前，博格一直反复在说，股票市场在一天之内下跌100点只是时间早晚问题。10月16日，星期五，他一语成谶，道琼斯工业指数当日下跌了110点。然后就是10月19日的“黑色星期一”。当天市场开盘就很弱，道指低开50点，随后市场就一路崩溃，截至当地下午3点时跌幅达到300点。一个小时后，市场在一片狼藉中收市，全天下跌了508点，美国股票市场的整体市值蒸发了25%（相对于同年8月份的高点下跌了35%）。

在短短一周时间内，先锋集团接到了11.4万通电话，接近正常访问量的三倍。其中的大部分都来自那些急切地希望将股票型基金的持仓转换为货币基金的投资者。其他投资者则希望找到帮助和指导。为了帮助处理这些电

话，新组建的“瑞士军队”立刻投入战斗，一夜之间，负责投资人信息服务的员工数量翻了一倍。

10月20日，星期二。博格亲自走上客服电话岗位，在7个小时的时间里接了投资人110通电话。虽然先锋集团的资产规模在此前一天已经减少了21亿美元，但从这些电话中，他已经明白公司能够度过这次危机，因为他在与投资人的交谈中感受到了对方心态的平和。能够在电话的另一端听到董事长的声音，这使得投资人愿意跟着公司坚持下去（他在次日出席 NBC 的电视采访时给出了同样的建议）。但其中的一个来电差点让他乱了方寸。一位来自夏威夷的女士告诉博格，她被吓坏了，准备从窗户跳下去。博格试着安慰这位女士，此时他更像一名精神病医生，而不是一名企业高管。“别担心，”这位女士笑着说，“我住的是平房。”

当听说富达公司为了满足赎回的资金而启用了 T+7日延期支付赎回款的条款时，先锋集团的员工们笑了（因为调查显示，客户服务超过先锋集团的唯一一家共同基金公司正是富达公司）。先锋集团在此期间很好地应付了每一笔赎回。因为10月19日的混乱，富达公司挂掉了15万个电话，而其基金的净值并没有如期公告。先锋集团则做到了。记者们在晚上10点的时候依然可以拨通博格的电话。和其他共同基金公司的高管不同，博格会以闲谈开场：“当然，这已经足够接近灾难了，”接着，他会说，“但我们挺过来了。想知道为什么吗？”在一个靠信任建立声誉的行业里，先锋集团凡事“预则立”的品质赢得了回报。它的危机处理能力极大地提升了其行业形象。

博格称先锋集团在1987年股灾期间的表现是其职业生涯中收获最大的一段经历：“我们向我们的客户——并且更为重要的是，对我们自己——证明了先锋集团能够承受来自金融市场的任何程度的挑战，并且保持从容、自若、适应，甚至愉悦。毫无疑问，在那个黑暗的日子里，我认为我们是这个被围攻的行业里表现最为出色的公司。”Brennan 也这么认为：“我对于1987年股灾期间的回忆是美好的。在此之前，我从未因为自己是先锋集团的员工而感受到如此自豪和狂热。”

随着1987年步入尾声，用Brennan的话来说，先锋集团明显“更好、更强、更自信”了。公司的基金资产规模全年来看其实是增长的，从250亿美元变成了270亿美元。债券组合当年获得的高票息在很大程度上对冲了其从4月至9月的价格损失。总体说来，如果算上分红收入，先锋集团债券基金的基金份额持有人所持有的投资与债券市场发生危机之前的水平基本持平。剔除股灾期间的波动，先锋集团期限股票型基金的持有人所持有的基金资产同样基本上完好无损。在公司的23只股票型基金中，有18只都达到或超过了其同类基金的业绩表现，而跟踪标普500指数的先锋集团指数信托当年实际上还录得了正回报（4.7%）。与此同时，先锋集团旗下货币市场基金的收益持续处于行业领先水平——所有5只先锋集团品牌的货币市场基金都超越了行业同类产品的表现。先锋集团的客户基数增加至180万户，公司当年处理了4500万笔申购、赎回和转换交易业务。

1988年前4个月，节奏慢了下来，先锋集团也已从1987年的股灾中完全恢复。在此期间，尽管先锋集团旗下股票型基金、混合基金和长期债券基金的申购量同比下降了65%——净申购从21亿美元减少到1.44亿美元，其货币市场基金和短期债券基金还是带来了一些安慰，合计资产规模从1987年3月底的50亿美元增加至1988年6月底的100亿美元。与此同时，先锋集团旗下债券基金的合计资产规模则从100亿美元减少至80亿美元。

博格开始认识到，先锋集团的试验已经获得了成功。公司资产规模在1974年至1988年的15年间增加了25倍，从10亿多美元增加到34亿美元。1975年，公司仅有59位员工；1988年则达到了1700位。在全美2653只共同基金中，只有3只在长达60年里保持着其原有的形态：马萨诸塞投资者信托（Massachusetts Investors Trust）、道富投资信托（State Street Investment Trust）和威灵顿基金（Wellington Fund）。在股票市场和债券市场崩盘后的两年里，整个共同基金行业的资产规模增长了13%，而先锋集团旗下基金的管理资产规模令人吃惊地增长了32%。

博格认为，对先锋集团危机应对能力贡献最大的因素是先锋集团的哲学。这其中尤为重要的则是公司鼓励平衡型投资的传统，即持有一个同时包

括股票、债券和现金储备的投资组合。这一点从公司旗下基金的布局结果也能体现出来。同样重要的是公司整体层面保守的投资哲学。博格说：“我们一直尽力避免追求短期热门投资，将重心放在了那些投资特征具备可预测性的保守型基金上，而不是投资目标过于狭窄或投机性太强、换手率高的产品，这些品种不具备长期生命力。”

从市场的角度来看，先锋集团往往是离经叛道的。当竞争对手推出可调整利率抵押贷款基金时，先锋集团并没有这么做，其高管认为这些产品太复杂了，投资大众无法理解其特有风险。先锋集团避开的其他热门投资还包括“政府+”债券基金、短期国际债券基金、优惠利率信托基金，以及各种行业基金（但先锋集团确实发行了一些行业基金，其医疗保健行业基金是1980年至1995年间公司的业绩冠军）。先锋集团同样对复杂“衍生性”固定收益证券保持了谨慎的态度，因为这些衍生品会放大价格波动，有时候放大倍数高得惊人。

公司迈出的最为重要的一步是其决定积极地开拓机构业务，这部分业务在先锋集团旗下资产中的占比仅为25%。先锋集团的高管们认为，先锋集团的机构业务之所以相对个人业务一直发展滞后，是因为机构业务很难提起博格的兴趣。博格所关心的一直都是普罗大众。先锋集团可以通过人们的口口相传赢得个人投资者。但“至于机构业务，”一位员工说，“你必须用‘S’开头的尊称，你必然是乙方……这种业务不会走上门来。这对博格来说是无比令人厌恶的事情。他不认为投资是拿来卖的。”

尽管如此，博格在1984年还是饶有兴致地同意了公司拓展机构业务的举措。先锋集团聚焦的机构业务是401（K）储蓄计划，这一欣欣向荣的业务正在逐渐显示出其重要性，为此，先锋集团采购了复杂的技术系统，以满足管理这一类业务的要求。在拓展机构业务方面的另一个重要举措，是在1988年聘来了James H. Gately，这是公司从外部请来的少数“大人物”之一。在Gately到来的同时，先锋集团对其原本散落在公司各个单元的机构业务进行了重组。在拓展401（K）业务的过程中，先锋集团并没有采取向所有推出401（K）计划的企业全面撒网的策略，而是仅关注大型企业。经过数年在

401（K）业务上的耕耘，先锋集团的业务布局乘上了行业增长的快车，成为这一类计划的第二大供应商。

20世纪80年代末和90年代初，先锋集团的管理资产规模突飞猛进。1987年年末至1990年年初，先锋集团的资产规模增长了32%，在最大的5家直销型基金公司中排名第一（富达公司以18%的增速排名第二；随后是德雷福斯，15%；普信，14%；斯卡德，7%）。先锋集团旗下的基金数量增加至56只，其员工数量则超过了2000人；基金持有人户数增长至300万户，并且还在以每天3000个新增账户的数量增长；合计资产规模则达到了550亿美元，这一数字在随后的5年内又翻了3倍。1991年，受惠于股票市场在1990年下跌后的强劲反弹，公司的资产规模增长了38%。同年，先锋集团的债券基金也吸收了大量新进资金，尤其是短期债券基金产品线：GNMA 基金、美国国债基金，以及市政债券基金。1992年1月，净流入先锋集团的资金达到了20亿美元，这一数字甚至超过了公司在1974年初创时的资产规模。

当然，整个基金行业也在快速增长。20世纪80年代，整个行业只有600只基金，到20世纪90年代，这一数字超过了3000只。1990年，共同基金行业的资产规模越过了1万亿美元大关，服务于6000万户持有人——相当于1980年的5倍。

虽然快速的增长提升了其在基金行业的影响力，但先锋集团的行为依然像一家小公司。在其他公司推进新技术的时候，先锋集团没有跟进。例如，证券交易的结算依然是通过纸质文件来完成的。公司没有人力资源政策手册，没有交易业务指南，没有成文的员工行为规范（博格的信条是：“做正确的事。如果你无法确定事情正确与否，那么去问你的上司。”）。对于成长中的公司，这些都非常重要。但对于先锋集团来说，似乎并没有理由要做出这样的改变，因为现在的方式就很好。

第20章 伟大的自我革新

◎ 译者：孙静 中银基金

博格是要动真格的吗？这些原则可都是先锋基金得以创立和发展的根基，现在反而变成了他要一手宰掉的神牛了？

到1990年时，博格已有足够的底气对外宣告：“先锋基金（Vanguard）已跻身共同基金行业的领军地位。”博格和先锋基金的其他高级管理人员对能够满足如此多投资者的需求都倍感欣慰。尽管博格也承认，当时先锋基金并未能在投资收益方面起到引导行业的作用，因为先锋基金并未在所有共同基金分类中全面领先，但在行业的每一主要细分领域里，先锋基金均已跻身前列。在货币市场基金中，先锋基金的产品独占鳌头；在债券基金中，先锋基金的产品是领先者之一；在股票型基金中，先锋基金的产品紧随富达基金之后。向份额持有人提供的服务质量是另一个重要评价维度，在这一维度中，先锋基金遥遥领先。

1990年，《金融世界》（Financial World）杂志进行的一次针对共同基金投资人的独立调查结果显示，先锋基金的客户服务质量全行业第一。自此，先锋基金被贴上了“行业精品服务供应商”的标签。在该杂志进行的后续一系列调查中，先锋基金均获得了优异的口碑。实际上，即便是在公司持续削减旗下基金费率的情形下，其所提供的服务质量仍一如既往。在20世纪80年代，先锋集团旗下基金的费率约为0.59%（基于平均基金规模的费率，以下同）；到1990年，这一费率下降了40%，达到了0.35%。而在同期，先锋基金的主要竞争对手的费率水平从0.62%上升到了0.85%，涨幅接近40%。

最重要的是，先锋基金得到了媒体的热爱。1991年2月，先锋基金被金融世界杂志冠以“业界最佳”名号，荣登该杂志封面。在报道中，金融世界杂志将先锋基金旗下17只产品推选进了“100只最优秀共同基金”榜单。当年6月，先锋基金由于横扫《财富》（Fortune）杂志三大固定收益类产品榜首，

并且因成为成长-收入类基金中的第二名而被该杂志称为共同基金业绩的最大赢家。一个月后，《福布斯》（Forbes）不甘落后，一举将先锋基金旗下24只产品纳入“最值得买入的基金”榜单，先锋基金成为同期入榜产品数量最多的一家基金管理者。1991年12月30日，《财富》在一篇深度报道中声称20世纪90年代是先锋基金的年代。报道指出，自1985年起，先锋基金的资产管理规模已增长333%，富达基金同期增幅为267%，Dreyfus基金同期增幅为148%，而T.Rowe Price基金的同期增幅为93%。到1991年年底，先锋基金的资产管理规模已高达770亿美元，仅当年一年就增长了210亿美元；12个月以后，其资产管理规模一下突破了1000亿美元。



毋庸置疑的一点是，20世纪90年代早期的先锋基金与博格在1975年创设的先锋基金已不可同日而语了。15年里，伴随着巨量的规模扩张，博格在管理中也竭力维护公司初创时订立的根本原则。显然，保守的投资策略发挥了重要作用，而博格此时并无必要去做一些改变。

然而，明智如博格，清楚地知道衡量一家公司实力的标准之一是不不断适应新变化的能力。博格认识到，行业正在发生一些变化，比如，行业中有一些共同基金公司正快速地利用和发展计算机技术，因此先锋基金也需要在策略上做一些调整。更重要的变化是，先锋基金的竞争对手开始着手在成本优势方面与之抗衡，在债券基金、货币市场基金及指数基金上尤为明显。为了吸引先锋基金的潜在客户群，这些竞争对手们开发了一些成本更低的基金产品，或提供了一些成本更低的投资者服务，比如投资咨询业务。在这种充满竞争压力的氛围中，博格和高管们需要对造就先锋基金成功历史的策略进行反思。1992年6月6日，先锋基金于波克诺山（Poconos）的Skytop召开了一年一度为期两天的策略会，博格在前往会议的路上仍旧琢磨着如何向公司管理层展示战略调整。

会议伊始，博格迅速回顾了行业竞争态势，并陆续展示了他事先准备好的一系列图表。他宣布：“从今天开始，我们要自己动手献祭几头神牛了。”博格给大家展示了12幅图片，每一幅图片在标题部分都用大写字母写

着“SACRED”，后面跟着一头牛的照片。在每一幅图片的标题下方，都写着一段话，或长或短，但无一不体现了广为先锋基金成员奉为圣神信条的战略：

1. 不应从事股票资产的主动管理，也不从事固定收益资产的主动管理。

2. 不应在科技方面领先。

3. 不应（也不能）提供定制型投资咨询服务，以及资产配置指引服务。

4. 在费率问题上，绝不跟风。

5. 在销售方面，不应与银行合作。

6. 不应从事机构货币市场业务。

7. 不应从事包管账户服务。

8. 不应大量投入广告宣传。

9. 不应从事大量跨境业务。

10. 不应开展实体店零售业务。

11. 不进行低成本销售。

12. 不从事无关业务。

当博格一页接一页地展示时，会场在座人士几乎无法相信他所说的。博格是要动真格的吗？这些原则可都是先锋基金得以创立和发展的根基，现在反而变成了他要一手宰掉的神牛了？答案是否定的。事实上，在上述12条原则中有4条要被干掉。博格认为，为了在未来保持较强的竞争力，先锋基金的成员，尤其是他本人，过去所信奉的许多原则，未来都将面临一些调整。

一些信条，包括上述第一条原则，已经开始面临调整。博格提到，早在6个月前，先锋基金的核心管理团队已经将温莎2号基金（资产管理规模约为2亿美元）6%的资产用于测试性投资，以证实其投资管理能力。如果这项测试成功了，那么没有理由不将这一模式扩展到先锋基金旗下其他“多元投资经

理”产品中去，甚至这个团队最终也可以独立管理一只基金，由市场来监测并评价其投资业绩（后来的事实显示，这支团队在此后不到一年的时间内管理了摩根成长基金资产中的1亿美元头寸，在1995年中期，该团队已成为新的先锋集团Horizon基金下激进成长组合的投顾。此时，这支团队已经主动管理了先锋基金旗下10亿美元的资产）。

主动献祭几头神牛的过程还需要报以更大幅度的变革。比如，先锋基金从未强调自己要在客户可见技术方面被称为行业领头羊（对应前述第2条原则）。事实上，先锋基金此前曾明确表明过，不会像富达公司那样在科学技术方面投入巨大资源。技术应用对于先锋基金来说无异于一个工具。但这时，博格承认，他看到了技术应用带来的曙光。

按照Jack Brennan的建议，先锋基金已经开始投入资源用于升级电脑硬件、电话系统、本地网络和其他一些后台设施。博格要求加速客户可见技术以及后台技术方面的资源投入。他改述了1985年9月23日他被《福布斯》杂志引用的一句话，原文为“我们不力求在技术方面领先，因无力担负资源投入”，现在他重新表述道：“我们一定要在技术方面领先，因为无力承担落后的后果。”

在Skytop会议后的几个月内，为取得行业内技术领军者的地位，在Brennan和Robert A. DiStefano（公司信息技术高级副总裁）的带领下，先锋基金不惜重金进行了全新的深入规划，史称先锋基金的“信息技术航程”。Robert A. DiStefano（Bob）于1969年毕业于Saint Joseph大学，在1984年加入先锋基金时，其已在信息技术方面积攒了15年的第一手管理和执行经验。

博格称：“Bob为先锋基金的成功所做出的贡献是巨大的，这不仅在于他既有的关于计算机和数据处理知识和经验，更重要的是，他为先锋基金带来了更广阔的视野、商业直觉以及追求目标的信念。他已经具备一流的领导力了。”总之，Bob似乎是将信息技术合理整合进先锋集团日常业务的完美人选。

另一头要被献祭的神牛是前述第3条原则。在此之前，先锋基金还从来没有提供过投资咨询服务，当然其中一个原因是先锋基金没有相应资质。投顾

一直被认为是向个人投资者提供投资咨询的最佳人设。先锋基金所做的只是向其潜在客户提供足够的信息，以便客户自己做出投资决策。现在，博格决定要放弃这头神牛了，因为投资者对先锋基金已经滋长出了这方面的期待和要求（博格做出这个决定并非表明他要启动经纪业务，在20世纪80年代时，先锋基金已经开展了低佣金经纪业务，通过这项业务，先锋基金的客户可以通过先锋基金的平台交易股票或债券。博格当时同意开展这项业务的前提是不对这项新服务投入营销宣传资源）。博格认为，尽管金融市场的本质是持续的不确定性，但基于股票、债券和现金资产的资产配置还是能够带来一些边际效益的，并且先锋基金的指数产品是投资者配置基金组合的最佳选择。此时，在他脑海里已经初步形成了向客户提供资产配置及构建基金组合的服务模式了。而在两年以后，先锋基金正式开展了这项业务。

第四头神牛（对应前述第4条原则）也上了黑名单。博格一向鄙视那种为了达到短期利益而临时性调整基金产品费率的行为，认为这是一种营销把戏。但此时，博格打算调整思路，因为一种全新的业务趋势正在形成，即在货币市场基金和债券基金中增设一类份额，这类份额的保有量门槛较高，但长期费率水平较低。1992年，富达基金启动了这类产品的产品线设计，并将这类产品归类为斯巴达系列产品（Spartan Funds）。这类产品最低持有金额为1万美元，目标客户是那些相对富裕的投资者。富达基金大幅削减了斯巴达产品线的费率水平（降低后约为0.45%），尽管这一费率水平还是远远高于先锋基金旗下平均0.3%的正常费率水平。

在Skytop的策略会上，博格提出了一组新产品概念，他称之为“海军上将系列基金”（Admiral Funds）。该系列产品将复制先锋基金旗下四只美国国债组合（美国国债货币市场组合，以及美国短期、中期和长期国债组合）。与斯巴达系列产品类似，海军上将系列产品的目标客户也是较富裕的投资者，首次投资最低金额为5万美元。为了进一步与富达基金竞争，先锋基金将海军上将系列产品的费率从0.3%削减至0.15%。博格也承认，海军上将系列产品是对富达基金的警告。

在3年后，博格的Skytop讲话已广为流传。博格口中的四头神牛已被献祭，而先锋基金也在以下领域取得了新进展：

- (1) 股票的主动管理；
- (2) 科技技术的领先地位；
- (3) 按需定制的投资咨询业务；
- (4) 为高净值客户提供低成本产品。

虽然先锋基金仍旧没有大规模开展跨境业务（9号神牛），但1995年它试探性地在澳大利亚开了一间办事处，期望在当地崛起的机构业务中抢占一个据点。此外，当时先锋基金虽然没有跟随主要竞争对手开展区域性的实体店零售业务（10号神牛），但1994年，公司在Arizona的Phoenix设立了一间客服中心，为福吉谷（Valley Forge）总部提供电话支持服务（到1995年年末，该服务中心已雇用200名员工）。

存活下来的6头神牛证明了其自身相对于先锋基金企业文化的价值。博格也曾表达了需要重新审视这些原则的意愿，但最终还是选择继续坚守。博格的形象几乎已经成为了保守主义的典型代表，因此即便是他的这一想要探讨剩余6条原则的意愿，也激起了公众对于先锋基金领袖地位的好奇心。这是否只是打响公司一系列变革战役的第一枪？难道江山要改本性要移？博格会再次发起一场变革吗？Jack Brennan，这位有望成为博格继任者的领袖人物，是否会对剩下的神牛发起挑战？

最后的决定显示，博格一方面愿意并且渴望做出一些必要改变，另一方面也不允许在其任上对先锋基金低成本和零尾佣金的根本性原则加以改动，这种根本性原则建立在“太公钓鱼，愿者上钩”的哲学基础上。简而言之，博格愿意去消除先锋基金加诸自身的竞争性约束，但其经营策略——比如12头神牛——并不会颠覆公司本身。先锋基金最重要的根基得以保存延续。

博格以对未来挑战的郑重警告结束了其在Skytop的讲话。考虑到增长态势，他认为，先锋基金应该学习伊卡洛斯的故事，这个虚构的神话人物飞得过高，被太阳灼化了他的双翼，以至于他掉进海里并从此消失了。博格引用

了当时一本名为《伊卡洛斯悖论》（The Icarus Paradox）的书，认为发展过快的企业总有以下三个特点：

- （1）高度成功；
- （2）企业文化和公司战略极其有力且清晰；
- （3）公司领导久居其位。

博格并不需要向与会人明示他所描述的企业指向谁，他只是说道：“预则立，不预则废。”

第21章 始终如一的坚持

◎ 译者：孙静 中银基金

“如果先锋基金想要维持或提升价格优势，那么公司必须持续致力于降低产品的费率水平。（免费书享分更多搜索@雅书。）”

1993年对先锋基金来说是丰收之年。现在回头看，增长似乎源于天赐。当全公司员工聚集在福吉谷音乐展的1993年业务规划会议上时，博格展示公司自1975年以来资产管理规模年复合增长率为27%。1993年1月18日，公司资产管理规模突破了1000亿美元大关，每个员工都收到了一只印有“尼罗河战役”主题的蒂芙尼碗，内里刻着“辉煌里程碑日”。当年3月，先锋基金一跃成为世界第二大共同基金管理者，超过了美林基金。当时，公司在先锋集团可变年金基金中增加了两个组合——股票收益组合和美国增长组合，并着手为1994年推出的新基金准备材料。到6月份的时候，先锋基金的资产管理规模已达1100亿美元，9月份，这一数值为1200亿美元，到当年12月31日，资产管理规模已达1270亿美元，全年涨幅达30%。

随着规模增长的加速，先锋基金投入大量资源进一步简化其运营流程，优化资本结构。提到资本结构，经由份额持有人同意，先锋基金最多可从基金资产中提取0.25%的资金用于覆盖资本支出。尽管如此，公司认为为了提升远期经营的应变能力，应进一步提高可得资本。1993年，经由美国证监会及基金份额持有人的同意，资本支出的比例上限提高了0.4%。

同时，先锋基金就调整外部管理人的选择方式征得了美国证监会和基金份额持有人的同意。在此之前，如果基金发起更换投顾或投顾费率，则需召集份额持有人大会。在此之后，如遇更换投顾或调整费率，则只需董事会决议通过，随后向份额持有人发布相关公告即可。但免去召集份额持有人大会一项，就可为投资者节省数百万美元。

1993年，博格出版了一本投资方面的书，《博格眼中的共同基金》（Bogle on Mutual Funds: New Perspectives for the Intelligent Investor）。这本书倾注了博格个人大量心血，数易其稿，从未对自己描述事件的角度满意过。他期待读者能够认真对待这本书，而非将其视为入门书籍。博格知道这本书的内容超过了大部分读者的理解能力，因此该书给予了他向世人展示自己高智商的机会。尽管出版商数次督促他简化语言表达和一些概念，但博格拒绝了。不管内容有多复杂，他都希望能展现出他所认为的最佳状态，以此获得金融圈专家们的评价。

书评相当热烈。尽管书中内容超出了一般人的理解能力，但评论家一致认为该书是有关共同基金的最好著作。《费城问询报》（Philadelphia Inquirer）的商业专栏作家Craig Stock评论道：“在这本长达306页的作品中，每隔几页就能给你提供至少一个有用的建议或者重要观点，要了解投资，读这本书太值了。”

《博格眼中的共同基金》

《博格眼中的共同基金》的出版是博格职业生涯中最重要的事件之一。投资者和媒体对该书好评如潮，它曾雄踞畅销书榜单前列数月时间。到1995年，该书已成为有史以来最畅销的金融书籍之一，卖出了20多万本精装版和5000多本简装版。博格自豪地提到，成百上千的读过此书的先锋基金持有人给他写信表示，他们额外买了一些给自己的孩子和孙子作为礼物。博格沉醉在这些评论中，并对其中的一些内容信手拈来。

✧ PIC（Philadelphia Investment Community，费城投资社区）的校长：“对于投资者和投资共同基金的人来说，无疑是一个巨大福音。”

✧ 某大型金融机构负责人：“好极了！”

✧ 某非小说文学畅销书作者：“逐字读来，写作方式异常清晰。竖起一根一公里的电线杆也比完成一次写作容易。然后，你做到了。”

✧ 某著名金融咨询人士：“有史以来最好的投资书籍。”

✧ 某金融分析人士兼份额持有人：“当初你说你要写一本书，与《聪明的投资者》（The Intelligent Investor）齐名，我最初的反应是这也太自大了。现在我要纠正我的看法，这本书现在放在我家的书架上，与本杰明·格雷厄姆的书放在一起，实至名归。”

✧ 某评论员：“能与《聪明的投资者》齐名？当然不能。但这本书实在是太棒了，可以肯定的是，数年内共同基金方面，不会有比这更好的书了。”

✧ 某评论员：“对金融产品和金融服务的最好的总结……在微小细节中，博格不但向我们描绘了如何提高反手抽击能力，也告诉我们在网球场上怎么找到最好的草和泥土。”

✧ 某评论员：“尽管不愿意承认，但这本书确实是数年来共同基金方面最好的一本书。不愿意承认的原因是从沃伦·巴菲特到Money杂志，几乎人人都喜爱这本书，还有一个原因，比起鼓励来，打击这些自以为是更加有趣。”

1993年，整个商业媒体都在为先锋基金的成功喝彩。10月份，《财富》杂志将先锋基金旗下13只产品列入1993年投资者指南的最佳业绩基金榜，这一榜单的筛选指标包括此前三年里的收益率（扣除相应税费）。在这13只产品中，有6只均为先锋基金内部管理产品，包括4只股票型指数基金和2只市政债券基金。

1993年以鼓舞人心的方式画上了句号，“瑞士军队”整装待发。在圣诞节的第二天，突发暴风雪，路况极差，先锋基金的副总裁Jack Brennan不得不跑步8英里上班。慢慢地，公司员工也陆续到岗。Brennan回忆，三名机构销售同事在到公司后，甚至都没等脱下外套就拿起“瑞士军队”笔记本开始拨电话。对于公司员工在这次天气灾害中的反应，Brennan深感欣慰：“毕竟，加利福尼亚没有冰冻。”在这种情形下，先锋基金能够无视自然环境的恶劣影响，为客户提供不间断的服务，这是至关重要的。



1994年，增长戛然而止。电话呼叫量下降了，交易量下降了，新增账户量下降了，向 IRA 账户的对外转移增长了。随着债券市场的急剧下跌，大量债券基金持有人都退出了，看着这一切，先锋基金员工的脸都黑了。

有史以来第一次，先锋基金市场份额的增速下降了，甚至市场份额占比也略有下跌。1980年，先锋基金旗下资产管理规模占据了整个市场（免佣金基金，以下同）规模的9%；1992年，该数值一度增长至20. %；1993年略有回落，为20%，对于博格来说，这一微小滑落意味着某种不好的开始。更重要的是，先锋基金的资金流入量（一项对基金公司生死攸关的指标，同时也是反映现实投资者情绪的指标）的市场占比从1991年的26%下跌到了1993年的20%，到1994年年中时，更是跌到了10%。也就是说，在三年前全市场每100元买入基金的资金中，有26元是买入先锋基金旗下产品的，而三年以后，在全市场每100元买入基金的资金中，仅有10元买入了先锋基金旗下产品。1994年对富达基金来说是标志性的一年，当年富达基金旗下产品收益率大幅打败了其竞争对手，许多投资者开始追捧富达基金旗下产品，全市场61%的资金均流入了富达基金，富达基金成为媒体宠儿，投顾甚至把富达基金视为全世界最聪明的投资机构。1994年，先锋基金旗下资产管理规模增长了4%，而富达基金增长了16%。

博格认为，1994年，先锋基金的竞争劣势来自公司的经营理念，市场份额之所以流失，是因为先锋基金所抱持的长期战略与这个只看短期竞赛结局的游戏完全格格不入。博格认为，打败共同基金投资者的是“波动”。当一只基金的资产净值从10美元涨到30美元时，所有人都争相买入；但当资产净值从30美元跌到20美元时，大部分在30美元买入的投资者亏掉了1/3，尽管此时基金资产的价值与最初比仍然上涨了100%。博格坚称，从长期营销战略看，过度营销这种波动幅度巨大的基金是不对的，然而基金行业却一直这么做。

面对这种未曾遇见过的困境，博格在1994年6月4日举办的第十届合伙人计划聚餐会上发表了题为“少有人走的路”（The Road Less Traveled By）的讲话，以此激励公司员工。这次讲话的灵感来源于罗伯特·弗罗斯特（Robert Frost），罗伯特·弗罗斯特认为最重要的就是要“走不同的路”。因为身体原因，博格没能参加上一年的圣诞节聚会，公司有不少员工开始猜疑，博格在这个位置上还能走多远。会议当天异常炎热，置身于帐篷中让人倍感窒息，博

格感到身体不适，Jim Norris建议他考虑放弃演讲。然而博格性格中“一往无前地坚持”的特性，使他坚持在Malvern大楼前草地上的帐篷里向挤作一团的公司员工发表了演讲。

在演讲中，博格坦诚地向大家描述了公司的问题，并且清晰地表示：“尽管先锋基金的经营理念暂时不被大众所接受，但公司将一如既往地坚持‘保守、自律和节约’理念。”

继而，他要求公司的员工：“应该展望一个更加理性的股票和债券市场，在这样的市场中，无论趋势是向上的还是向下的，先锋基金的产品都会出类拔萃。”“用不了多久，市场的钟摆在摆向投机冒进那一端后会摆回防守端，在下一个摆动周期开始前，仍然会回到摆动曲线的中心，也就是那个保守点。”

然后博格讲到了竞争形势，他提到其他大型基金公司，比如富达基金，都在广告方面花费了巨量资金，这些公司旗下产品的曝光度增加了，也吸引了更多资金流入。先锋基金每年的广告费用大约为600万美元，而据说富达基金每年花费的广告费用高达1亿美元。博格强调说，先锋基金必须“向投资者传达我们是谁以及我们如何服务客户”。也许听众中有人听出了这意味着公司将增加广告费支出的意思，但当博格说到先锋基金必须“重新审视我们有意控制下的谨慎的（费用方面和内容方面）广告策略，构建起先锋基金有力、有品且有信的品牌力量”时，这个意思已经清晰无疑了。博格似乎认为，现在已经是时候献祭另一头神牛了。

博格也认识到，公司此时所处的竞争劣势主要源自旗下两只最大成长基金在1993年较差的业绩表现，同时公司产品线中也缺少高风险、激进型风格的基金。博格向员工保证，先锋基金正在“采取措施修复股票型基金产品线的缺陷”。公司将从长期业绩的角度出发通过使用更加严格的投顾评估和筛选机制来优化投资业绩。博格强调说：“我们必须充分利用好公司指数基金的运作优势……但我们也必须先在先锋基金内部发展股票的主动管理团队，将来不但要管理现有基金和新基金的资产配置，还要管理更加激进类产品的资产配置……先锋基金的目标客户是真正的长期投资者，而非基金投机者。”最后，博格警示

道：“如果先锋基金想要维持或提升价格优势，那么公司必须持续致力于降低产品的费率水平。”

在这次演讲的最后，博格再一次重申了他所坚信的，即先锋基金保守的自律的投资方式兼以低成本策略，在长期来看是正确的经营理念，谴责了行业中那些只顾短期挣快钱的经营策略。他告诉员工们“尽管这是公司自1981年以来面临的第一次困境，但绝不是最后一次，也不会是最差的一次”。公司的立司之本是三问：

第一，对客户来说什么是最好的？

第二，对员工来说什么是最好的？

第三，什么样的方式能够体现我们一流水准的传统和特色？

博格继续讲道：“如果我们能回答这三个问题，那么就没有什么市场、敌人、内部纠纷、风暴、潮汐或其他情况能够挡住我们扬帆追求最终胜利的決心。”

当听到这里时，员工们纷纷起立并报以热烈的掌声。Norris 说：“我当时想，现在应该是这个公司的某种历史性时刻吧。台上这个人把当前的一切情况在一次演讲中剖析得明确无疑，实事求是。公司有将近4000人，正承受着大公司成长的阵痛，确实面临挑战。”



尽管1994年是收缩的一年，但先锋基金并未陷入困境。《美国新闻世界报道》（U.S. News & World Report）杂志在2月份的一篇文章中将先锋基金列为投资业绩维度的前十大共同基金管理者之一。3月份，先锋基金发起设立了三只债券指数基金。4月4日，一天当中就有1万人致电先锋基金。接着，在5月份，《福布斯》公布了共同基金行业年度最佳买入基金榜单，在35只入榜基金产品中，有16只来自先锋基金。而数量排行仅次于先锋基金的管理者仅有5只基金产品入榜。

即使是在资产管理规模增长最慢的时候，博格仍然担心先锋基金巨大资产管理规模带来的管理压力，尤其是官僚化倾向和非人性化倾向（大概是因为这

个原因，博格经常出现在 Galley 的午餐餐厅，尽可能与碰见的员工打招呼）。博格期待公司规模壮大，但仅乐于看见这种壮大源自份额持有人持有资产规模的增长。博格更愿意指出先锋基金节约成本的方式是在能打一个电话的时候就不要打更多的电话。同样，博格也认识到先锋基金过去年化27%的资产管理规模增长率是不可持续的，他经常开玩笑说，要是按照这个速度增长，“我们最后的规模会比美国联邦政府还大”。他觉得每年10%~15%的增速可能更加可持续。

今非昔比

Ray Klapinsky 早在先锋基金成立时就供职于这家公司，他还记得1975年时博格的影响力极其微弱，而20年后的先锋基金已经不可同日而语。“刚开始的时候，博格的角色只是一名普通的名不副实的CEO，并没有什么起色。在随后的20年中，变化越来越明显，先是先锋基金拿下所有行政管理权限，接着是所有销售职能，接着开展投资咨询服务，再后来投资咨询服务成为重要业务。在1975年的时候，我可从来没有想到会发生这一切，也没想到我们今天能做成这样。”

凯伦韦斯特，1995年时仍在先锋基金供职，与Klapinsky的想法一样，感受到了先锋基金业务和职能的巨量增长。在先锋基金创立的早期，即便有足够的机械设备，每天计算共同基金的各种数据都是非常困难的。1995年，凯伦坐在办公桌前，看着她和她的同事每天都用的计算机终端，她感觉到生活一度变化得既复杂又简单：更加复杂，在于基金产品和基金所持有投资标的的增长；更加简单，在于计算机和自动化的应用。

“在过去，我们仅处理股票、债券和货币市场工具就足够令人崩溃了，”她说，“现在每天都会新增各种各样复杂的组合。我们不做奇异期权，但也会做一些为了最小化风险的基于货币或者指数的期权交易。8年前，我们开始加大了跨境证券投资力度，然后就开始了各种利率工具的使用，随之而来的就是更加复杂的税法。今非昔比了。”

让博格感到欣慰的是，先锋基金的巨大成功并未给予公司管理层花式回馈自己的特权。他提到波士顿的Putnam刚给自己的管理层建了一座新餐厅，还设

了一个酒吧。博格本人当然是反对这种花样的。他曾经在一次高级员工午餐会上说过，每个人都应自食其力，“这不是钱的问题，这是一种生存态度。我们不需要亨利·福特二世那种来自英国的多佛比目鱼”。

1994年，先锋基金仍然是共同基金行业内的第二大管理者，名列其竞争对手富达基金之后。彼时，富达基金管理规模达2630亿美元，市场占比达34%，较1993年增加了3个百分点。虽然先锋基金的管理规模从50亿美元增长到了1320亿美元，但其市场份额占比仍未达20%。当时，博格是失望的，不在于当年先锋基金不尽人意的投资业绩，而在于公众为富达基金所迷惑。在他看来，有太多人都愿意接受富达基金旗下产品风险较低这一不言而喻的姿态，而实际上，1994年富达基金旗下产品业绩的增长只是1993年出色业绩的延续。

在1994年晚些时候，市场的风格似乎开始转变了，从激进的收益取向转为保守的风险规避型。在这样的市场环境中，富达基金的激进投资方式同时刺痛了其旗下股票产品和债券产品（为了应对这一困境，富达基金的固定收益产品投资管理团队很快重组，投资理念也更加趋向自律和保守）。相比之下，先锋基金的保守投资方式，如博格1994年6月份在合伙人计划聚餐会上所预言的，显得尤为重要。先锋基金保守的投资方式、低成本的费率结构在1995年的牛市中获得了认可。重要的是，标普500指数基金的收益率比所有主动管理股票型基金高出了85个百分点。

随着市场风向的转变，先锋基金在1995年上半年稳健复苏，摆脱了1994年的困境。这一胜利几乎是全方位的。先锋基金市场份额占比涨到26%，富达基金跌到36%。与1994年相比，先锋基金每月资金流入上涨了125%，从5亿美元涨到了11亿美元；而富达基金同期则下跌了41%。在《小企业》（Small Business）杂志3月刊中，在排名前50的共同基金里，35只股票型基金中有3只来自先锋基金旗下产品，15只债券基金中有5只来自先锋基金旗下产品。先锋公司再次一举拿下了《金融世界》杂志最佳服务质量奖项，投资者买入交易量比1994年增加了25%。先锋基金的市场份额占比再次上升，到1995年中期达到了20.9%，富达基金的份额占比则滑落至33%。这一年也是先锋基金的投资业绩回归年：截至1995年6月30日，先锋基金旗下债券产品和货币市场基金在过去

12个月里的业绩超出同类型产品90个百分点，股票型基金超出同类型产品84个百分点，混合基金超出同类型产品92个百分点。

1995年5月20日，先锋基金旗下资产管理规模超越了1500亿美元，并在6月底达到了1550亿美元，规模细分如下：

| 基金组合 | 数量 | 资产规模 |
|----------------|----|----------|
| 各类资产组合 | 37 | 710 亿美元 |
| 指数产品 | 19 | 260 亿美元 |
| 主动管理的股票产品和混合产品 | 24 | 580 亿美元 |
| 合计 | 80 | 1550 亿美元 |

在1550亿美元中，先锋基金内部管理的规模为850亿美元，包括按资产类别分类组合中的590亿美元和指数产品中的260亿美元，占比55%。剩下45%的比例对应了700亿美元的资产规模，由外部投顾管理。威灵顿资产管理公司管理了330亿美元的股票及偏股型组合，以及120亿美元的固定收益组合，包括高收益债组合、长期公司债组合和GNMA组合。其他外部投顾管理了250亿美元的资产规模。威灵顿基金的成长也得益于此。1972年7月，该产品的资产管理规模一度跌至4.67亿美元。后来，随着投资业绩的回升及保守型投资理念广为接受，该产品的资产管理规模大幅增长。在1988年早些时候，这只基金成为行业里最大的混合型基金，超过了规模为15亿美元的Investor Mutual。到1995年5月时，威灵顿基金的规模已超过100亿美元。

另一个可喜的成果是先锋基金旗下产品的费率水平仍是行业最低的——行业平均费率水平为1.05%，而先锋基金旗下产品费率水平为0.3%。低费率水平使得先锋基金旗下的债券产品一直位居行业业绩排名前列。同时，公司旗下以被动方式管理的500指数信托组合（Index Trust 500 Portfolio）资产管理规模达到了130亿美元，其费率水平低至0.2%，并且无交易成本，过去10年的业绩打败了美国77%的股票型基金。

尽管成绩喜人，然而先锋基金在主动管理型股票型基金的业绩方面仍然遭受了很大压力。《福布斯》杂志在1995年5月8日的一篇文章中提到，先锋基金旗下主动管理型股票型基金的业绩过去10年跑输其旗下指数型基金约3个百分

点，但这篇文章没有提到的是，这些主动管理型股票型基金在同期还是打败了大部分同类型产品业绩的，并且这些同类型产品也没有跑赢先锋基金旗下的指数型基金。

同一个月，《彭博社》（Bloomberg）商业新闻记者Mary Rowland在一篇文章中批评了博格：“博格极不情愿地放松了对先锋基金的控制权，与此同时他一手缔造的大厦似乎也需要修修补补了。虽然博格还在总体上把控着公司的发展方向，但行业里出现了一些失控的传闻。”面对这样的报道，博格认为Rowland彻底改变了态度。Rowland早先曾在《富达的共同基金指南》（The Fidelity Guide to Mutual Funds）一书中赞扬博格发明了第一批指数型基金；Rowland还曾在LearŌs杂志的一篇题为《约翰·博格：共同基金投资者最好的朋友》的文章中称指数基金是博格智慧的产物。

1995年先锋基金的资产管理规模的反弹有目共睹，因此声称博格丧失了前瞻性的说法是有问题的。如果真有什么变化的话，那也是博格正在根据投资者需求的变化调整其战略方向。1994年夏天，先锋基金另辟蹊径，发起设立了4只策略更加激进的组合，并在1995年大获全胜。博格将产品命名为先锋集团视界基金（Vanguard Horizon Fund）——“为那些具有更长投资期限、更愿意承担高于平均水平风险的投资者打造”。先锋集团视界基金下设4个独立组合，包括资本机遇组合、激进成长组合、全球股票组合和全球资产配置组合。这些组合将博格所称的“更加激进的管理方式和品牌性低费率”糅合在一起。资本机遇组合的风险水平最好，在激进成长组合中有75%的资产盯住中型上市公司，25%的资产盯住小型公司，是先锋基金核心管理团队推出的第一只独立主动管理的组合。全球股票组合（在传统股票投资风险中增加了汇率风险）同时投资于美国境外和境内的股票，全球资产配置组合，恰如其名，所使用的资产配置策略是同类型产品中少有的能成功实施的。

这4只组合的发布在行业内和金融媒体间掀起了热议。一方面，先锋基金的长期策略似乎正在变化，过去先锋基金一直抱持这样的理念，激进成长型组合对投资者来说风险太大，并且跨境投资的汇率风险会加大组合波动性。博格认识到这4个组合的发布是先锋基金发展路径的一次主要改变，并且他也认为

现在是先锋基金破壁的时刻。先锋基金已经遭遇竞争对手在激进投资策略方面的打击，不得不做一些反击。是时候再宰一头神牛了。

另一方面，先锋基金一直以来对待主动管理模式的态度也有所改变。博格一直认为任何一只类似这4个组合的基金跑赢一只相应市场指数的概率不会超过1/4。就这一改变，博格对Bergen County Record的Warren Boronson做出了如下解释：“到目前为止，我们还没有给投资者提供根本性的、有别于保守型投资流程的选项。并且，我们坚信一个核心组合应该包括一只股票指数基金、一只债券指数基金，再加上先锋基金旗下的温莎基金，我们的美国成长基金，以及美国国债基金。但我们认为我们应该再多给一些选项。我们最大的竞争对手之一（富达基金）有27只美国国内成长基金和激进成长基金，而我们只有5只。当然，马上我们就要有7只了。所以我们不会完全转向那个阵营。如果你只想要短期业绩表现，那么那里不失为一个好去处。”

其实，博格是在告诉投资者：如果你想要投资主动管理产品，那么至少参照先锋集团视界基金的方式做，该基金始终强调长期投资期限的需求，买入免手续费，费用成本低且组合换手率低。为了防止短期投机性资金流出导致的换手率提升，以及为长期投资者带来的成本的增加（即使得长期投资者不断实现应税的资本利得），博格为持有不满5年的赎回行为附加了1%的赎回费，该费用全部归入基金资产。总而言之，从博格的角度来说，在现有的保守型经营策略上增加一些更加激进的因素是完全没有问题的。

然而，媒体对这些新组合持质疑态度。比如，《福布斯》杂志在1995年5月8日的一篇报道先锋基金的文章结尾酸溜溜地提道：“我们的建议是，如果这些基金的业绩得到了市场的认可，才能说没问题了。尽管先锋基金在债券基金和指数型基金上有所建树，但该公司这种低预算理念导致其在择时和择股方面让人非常失望。”但投资者对新视界基金的热忱并不为媒体这种冷嘲热讽所动。到1995年晚些时候，4只组合的资产管理规模合计已达到2.5亿美元。并且，具有讽刺意味的是，由先锋基金核心管理团队管理的激进成长组合是4只组合里规模最大、也最成功的一只。



博格自己可能尚未觉察，他在1992年5月份为Vanderbilt大学Owen管理研究生学院的毕业生典礼所做的演讲中，已经为先锋基金在1993—1995年的业务定下了主题。那次演讲的题目是“一往无前地坚持”，一个月后在先锋基金合伙人庆功会上对员工的讲话中，他再次使用了这个题目。博格的小舅舅Clifton Armstrong Hipkins 曾获得了一艘旧的新英格兰捕虾船，这艘船的名字就是“一往无前地坚持”，自此，该词成为博格家族的底色。博格觉得这个词适合作为先锋基金的座右铭。

博格回忆起St. Paul的名言：“I press toward the mark.”，并且将“press on”这个词的历史用法追溯至Calvin Coolidge总统。Coolidge总统曾在一次演讲中说道：“这个世界上没有一样事情可以代替坚持……不论是天赋、天才还是教育。‘press on’这个口号可以解决、也能够解决人类的问题。”在给员工所做的演讲中，博格提到，把“regardless”这个词加进来只是“提示公司员工，不论身处什么样的环境，成功的也好，灾难的也好，都必须坚持下去”（而在下一年里先锋基金就收获了无论从资产管理规模的增长、服务质量还是业绩方面的成功）。为了强调这一点，他引用了Rudyard Kipling的诗《如果》中的一段：

如果可以梦想，勿为梦想所控，

如果可以思考，勿为思想所困，

如果可以同时遇见成功和灾难，

勿为其名所惑，等视之。

博格继续说道：“根本的挑战在于，不论在什么样的环境，都要百折不挠。先锋基金的所有成员都应当一往无前地坚持，甚至在现在这样看起来安逸、明亮的日子里，也要报以更多的热情，尽管成功之名无定数。”

在这次讲话后的三年中，先锋基金经历了很多事情，更不要说博格给先锋基金高级管理人员所做的那次关于“神牛”的演讲了。公司过往的一些约束性传统被摘除了，但其理念根基完好无损，并得到了巩固。同时，这期间的资产

管理规模翻了4倍。虽然市场份额一度下降，但很快又有所回升。船长驾驶旗舰一往无前，驶入过微风，也触碰过暗礁，航程弥坚。

第22章 先锋集团vs富达：资产管理巨头之间的战争

◎ 译者：徐迅 上海银行

在20世纪90年代，世界最大的两家资产管理机构就是富达与先锋集团，富达排名第一，后起之秀先锋集团排名第二。在那个年代，先锋集团与富达直接上演了资产管理巨头之间的战争，让我们回到过去回味一番。

波士顿富达投资（Fidelity Investments of Boston）创立于1933年，到1987年成长为共同基金行业最大的公司，并且从那以后一直保持着这一荣誉。而先锋集团则在1975年作为一个“新人”加入这个行业，到1980年总资产尚排名第十，但此后排名迅速上升，到1990年上升到第四位，1993年排名第二。即便强大的富达年均增长率达29%，其增速仍无法与先锋集团相比。富达和先锋集团越来越被人们视作共同基金行业里的“双巨头”。

富达和先锋集团这两个巨人的共同存在，使人们不由自主地认为它们之间处于战争状态。如果说真有这么一场战争，那么谁都不曾正式宣战，但战争是以各种不同的、细微或不那么细微的方式进行的。对于富达在一些事上的做法，先锋集团的人难以掩饰他们的怒气，博格的表态也时常让人感觉两家公司在决一死战。他的预言就与此很合拍——“只有拥有最佳作战计划、最优秀船员的最优质战舰，才能够获得胜利”。

富达一方则否认双方正在进行一场战争的说法。富达的巨型基金麦哲伦基金（Magellan Fund）前传奇主管彼得·林奇（Peter Lynch）说：“我读过所有关于这场战争的故事，但我从没有看到我身边有人穿着印着‘打垮先锋集团’字样的T恤。” Richard Fentin管理着规模为140亿美元的富达第二大股东型基金——清教徒基金（Puritan Fund），他对于先锋集团员工评论富达“没有像先锋集团那样关心持有人利益”而感到惊讶。Fentin说：“事实

上，我们非常关心我们的持有人，我们关心运作的底线和优良的业绩，这些是持有人关心的最基本问题。”与此同时，Fentin 对博格也有褒奖之辞：“我认为博格是行业良心所在。他一直站在持有人一边，他始终如一，直截了当。”

1995年2月，在波士顿哈佛大学协会的一次会议上（无巧不成书，开会地点就在富达的后院）博格做了一次题为“结构决定战略”的演讲。他借此机会，细致阐述了先锋集团与业内其他主要竞争对手间的主要区别。虽然这种比较是针对行业整体的，但似乎博格在脑子里想的是富达。虽然在讲话中，他没有提到任何具体的公司名称，但当他提到一个波士顿巨人是“目前资产规模上的庞然大物和真正令人生畏的竞争对手”时，他指的是谁再明显不过了。

博格的论点是，先锋集团的独特商业战略，直接且必然源自其互助型公司结构。公司管理的共同基金都由内部管理，按成本收费。照此原理，大多数共同基金的管理人所遵循的战略来源于他们的结构——基金受制于外部管理公司对自身企业利润的自然追求。有人问博格，他在演讲中所指的“行业”是不是富达的委婉代称，他没有正面回答，只是说“欢迎对号入座……”

“结构决定战略”

博格在哈佛大学协会的演讲题目——“结构决定战略”——是对建筑师 Louis Sullivan “功能决定形式”这一知名设计原则的演绎。博格向听众展示的第一个图表，总结了他认为先锋集团与行业的7个最主要的不同点：

| | 先锋 | 行业 |
|-------|---------|-----------|
| 所有权 | 基金持有人 | 管理公司 |
| 利润导向 | 高(为持有人) | 很高(为管理公司) |
| 投资者成本 | 很低 | 很高 |

续表

| | 先锋 | 行业 |
|-------|--------|--------|
| 服务质量 | 优秀 | 优秀 |
| 风险厌恶度 | 高 | 中/低 |
| 指数投资 | “极度热情” | “极不情愿” |
| 营销战略 | 保守 | 进取 |

博格在演讲中总结道：“由于先锋集团的公司结构以及它所追求的战略，我们做事的基本方法是非常关键的。无论人们如何定义成功，成功就是我们的独特结构所产生出的战略是否有效的终级测试标准，我们的结构在无形中推动着战略。我相信，成功将是、也应该是由我们给持有人取得的实际投资净回报，以及我们为他们提供的服务所决定的。如果我们达到了上述两个目标，那么我们的资产增长、市场份额都无须刻意操心。时间将证明我们的战略会成功还是失败，我已经等不及这一天的到来了。”

先锋集团和富达之间最大的区别在于公司的结构。先锋集团在运营中控制成本，是为了有利于公司所有人，即其共同基金的持有人，在运营中极其重视基金持有人利益，以提高持有人总体回报为主导。而富达虽然也努力为其基金持有人的利益服务，但它也会为其管理公司的利润最大化所左右。在博格的演说中，他指出：“我不是在说谁错了，但那么做，使基金持有人的资产，成为管理公司的老板们迈向亿万富翁的资源。实际上，这就是美国方式。”

先锋集团和富达在对待投资者的方式上也大不相同。先锋集团以免佣金的方式直接销售基金给投资者，成功地树立了低成本基金供应商的形象。而富达则与此相反，通过各种渠道进行销售：大多数基金是免佣金的，但有一些是低佣金的，另一些由经纪商以全额佣金销售。除了成为一个金融超市外，富达还经营非金融业务，包括一家豪车服务公司以及一本财经杂志《价值》（Worth）。富达对于经纪人来者不拒，从打折销售经纪商Charles Schwab，到华尔街巨头美林。当被问到先锋集团的免佣金策略时，彼得·林奇说：“免佣金不算是成功，我从来没在一个鸡尾酒会上听人说起它。”

两家巨头间在投资策略上也有很明显的不同。先锋集团保守，而富达激进。富达在其董事长Edward C “Ned” Johnson III领导下，长期以来着重于

高风险基金、细致的证券研究、量化投资技术，以及给予年青的基金经理——包括股票和债券基金——广泛的投资自主决定权。而先锋集团在博格的领导下，长期以来，关注于指数基金、对于选票质量和久期有明确标准的保守型固定收益基金，以及谨慎型股票型基金。富达——至少在先锋集团看来——关注于短期，承受高风险，持有人在吃到苦头之前，难以察觉这些。而富达的管理层则无法理解为什么一个投资者会仅仅因为保值而买共同基金：“那是银行做的事。”

两家公司在推广它们基金产品时的做法也不尽相同。在1992年对先锋集团员工的一次讲话中，博格说：“整个行业的策略——包括但不限于富达——都在宣传过往业绩或排名第一，如果这些过往业绩或排名与未来真有关系，那么这些可能也是我们的卖点，但毫无疑问，这些宣传没有任何预测价值，制造这些广告的人肯定知道这一点，那么宣传这些有什么目的？从短期看，这种方法可能有用，但从长远看，这种方式更有可能导致不满，因为没有达到预期。”

博格还把行业内其他公司在广告和市场推广方面支出的大手大脚与先锋集团的“锱铢必较”做了比较。他说：“这个行业的增长所产生的财务利益，都被管理公司而不是基金持有人赚走了。”他进一步阐述，“行业所特有的结构使我们的竞争对手成为激进的资产收集者。我们每年花费大约600万美元用于广告和市场推广，而我们的主要竞争对手可能花费10倍于此”。这明显再次指向了富达。

先锋集团在市场推广方面的做法的最佳例证可能就是1995年在先锋集团大市值基金（Vanguard Primecap Fund）上的作为了。这只进取型的大市值成长基金，是此前10年中业绩最好的5只基金之一。先锋集团对该基金保持了低调策略，基本上没有花钱做广告，尽管媒体开始夸赞它的业绩。1994年该基金取得了突出的业绩，但在年报中，博格仍然十分谨慎。他警告投资者，该基金高度集中于科技股，具有风险，并表示该基金不大可能在未来保持如此好的业绩。但1995年，投资者蜂拥而入，购买该基金，到1995年年初已成洪水之势，基金资产迅速膨胀到20亿美元。先锋集团于1995年3月7日停止新投资者申购该基金。在宣布暂停申购的公告中，先锋集团表示，在与大市值管理公司（Primecap Management Company）商议后，决定暂停申购，因为公司相信，

持续流入的现金难以得到有效及时的使用，同时大多新进资金都来自短期投机者，他们“每年都跳上最新‘热门基金’的花车”，然后一旦基金碰到挫折，马上就弃车而去。这种行为在先锋集团看来，是“对与基金同甘共苦的长期持有人的伤害”，先锋集团认为，其首要责任是保护现存持有人。

两家公司之间的另一个不同，博格没有在哈佛大学协会的讲演中提到，那就是两家公司领导风格的不同。博格一般都愿意回答媒体的问题，而富达的Johnson则一般不会。很难有人能够像博格那样对他的公司抱有那么积极的感觉，尽管在共同化结构下，博格在先锋集团连一份股份都没有。与此相反，Johnson拥有富达投资公司即所有富达基金管理人的控股权。《福布斯》估计Johnson个人及家族净资产达51亿美元。他从他父亲手中接手了富达，并一直保持隐居状态。多年来，只要可能，就不让任何人了解公司的任何细节。他很少出现在新闻里，更愿意用数百万美元的广告预算为他的公司做宣传。与此不同的是，博格把他对竞争对手的看法通过演说为世人所知，其措辞之激烈于博格本人也不常见：“我们的竞争对手的所作所为，与诸多消费品生意长期以来的做法一样——行走于正当行为的边缘，随时准备全身而退。我就是要挑战他们这种不清不白的哲学，认为给共同基金提供顾问服务只是另一门生意。当然，他们像我们一样，也为基金投资人服务，但他们同时还想着为私有控股股东服务，这些人控制着他们的基金，并自己设定收费标准。而我认为，没有人能做到一仆二主。”

无论两家公司竞争背后的动机是什么，它都贯穿了整个20世纪80年代。1980年年初，富达管理着60亿美元的资产，而先锋集团管理资产规模为20亿美元。15年后，截止到1995年6月30日，富达基金管理资产达到3100亿美元（其中2600亿美元是免佣金或低佣金基金，被认为是直销类），相比之下，先锋集团管理资产规模为1550亿美元（所有的都是免佣金类）。在1984年的10大基金公司中，只有先锋集团和富达到1995年6月提升了其市场份额。实际上，从1980年到1995年6月，富达的基金资产增长了5000%，而先锋集团的基金资产增长了6500%。

在资产的竞争上，富达在股票型基金领域享有明显优势，而先锋集团在固定收益基金上取得了一定的领先。许多新投资者倾向于购买货币基金和债券基

金，用以替代收益率很低的银行存款，这是先锋集团的强项。虽然富达也有很大的债券基金资产，但其主要实力还是在于股票型基金，特别是取得辉煌成功的麦哲伦基金，规模达500亿美元，是到1996年为止美国规模最大的基金。由于两家公司都取得了成功，财经媒体和投资公众都对双方在争斗中的战术和对策兴趣十足。



随着先锋集团的成长，博格提出了一个决定性的举措，将公司的增长作为一般重要指标，提出增长并不是成功的重要指标。先锋集团的大多数员工，都能背诵博格关于市场份额的著名的两条法则：

1. 市场份额一定是挣来的，不是买来的。
2. 市场份额是方法，不是目标。

这种哲学不仅为先锋集团的员工减少了压力，而且在与富达的竞赛中也起到了出其不意的效果。如果规模不再重要，那么就没必要对富达有惧色。如果富达在“谁最大”的比赛中胜出，那么先锋集团可以在“谁最好”的较量中获胜。

至少，这是博格希望给公众留下的印象。但在现实中，博格却是一个竞争爱好者，而且相当执着。在他眼里，第二名是无法和第一名相提并论的，这让人回想起博格十几岁时，找到老师，要求修改分数，能让他以本班第一名而不是第二名的成绩毕业。从上千家基金公司中脱颖而出，对于一个不那么争强好胜的人可能已经足够好了，但对于博格来说，无论他怎么否认，在管理资产规模上排在富达之后的现实，必然是他挥之不去的烦恼。

因此，博格总是尽情享受那些先锋集团似乎取得胜利的时刻。例如1995年5月3日，他在办公室接待一批来访者时，客人刚一落座，他就把一份当天的《纽约时报》拿到他们眼前问道：“你们看了那篇关于先锋集团的好文章吗？”那篇文章占了商业版面的整个头条，实际上只是顺带提到了先锋集团，而主题是关于富达的。文章的标题是《耍小聪明的债券基金策略：富达复制股票型基金的成功的企图栽了跟头》。在此前一年，富达宣布，它将成为债券基

金领域最大的玩家，正如其在股票型基金上一样。《纽约时报》报道说：“一年后，这一计划以灾难终结。”很多基金经理及他们的老板，都被迫辞职或被解雇。

当利率于1994年上升时，对于债券基金而言这无论如何都是一个困难的年份，成千上万的投资者遭受巨大损失。但对于富达来说，最大的问题是它在墨西哥债券和衍生品上持仓过重。《纽约时报》写道：“富达一直都想同时达到三个目标：最大、最好、赚更多的钱。因此，与众多竞争者不同，富达有心搜寻债券市场中最昏暗的角落，然后押上重注，希望挣到大钱，正如它在股市的做法一样。”这就让人们很容易想象到，一贯保守的博格，一定对这一评价非常赞赏。

先锋集团和富达最常短兵相接的战场，是在大公司的会议室里。它们之间为了机构客户针锋相对，尤其是在争夺401（K）计划（译者注：美国主要的企业年金制度）的业务时。先锋集团的高管经常在进入或走出一个营销会议时，与富达的对手面对面撞上。对于机构资金的争夺，使两个巨头间的竞争更加激烈。Jim Gately，一位主管机构业务的高级副总裁说：“当一家的投资业绩不太好时，有可能另一家就做得不错，反之亦然。当对手遇到困难时，找我们的电话就会蜂拥而至。”



虽然商业新闻界不断编撰故事，暗示先锋集团和富达之间处于公开战争状态，但Jack Brennan试图消除这一概念。他说：“我们并不是盯着富达做业务的。”Smart Money杂志于1993年10月刊登了一篇描写双方竞争的文章，标题为《泰坦间的碰撞》，其中写道：“两个自负的男人（博格和Johnson）四目相对，斗智斗勇”，把双方的争斗人格化。文章似乎欣喜地暗示，两个人互相仇视。Johnson被描写为“极力压制住自己的怒气，用充满嘲讽的口气”问道：“博格已经给自己写讣告了吧？”Brennan认为杂志的描写太过关注个性，以及先锋集团和富达是否采取了正确的战略，是无的放矢：“他们本来有机会写写博格和Ned（Johnson）通过截然不同的方式，在同一商业领域各自取得令人瞩目成就的故事。”

然而，先锋集团时常表现出对与富达之战的矛盾心理。公司宣传部门似乎对《波士顿环球报》于1992年11月29日刊登的一篇文章颇为欣赏，文章的标题是《劈头盖脸搞定你，富达》，主题是探讨先锋集团的成功经验。据该报称，先锋集团故意把当月限量邀请的高端客户研讨会地点选在富达的大本营波士顿，并暗示，这一决定是先锋集团进取战略的一部分，旨在抢夺富达份额，扩大自身业务。

对于先锋集团的中高层来说，富达在这场“战争”中保持微弱领先，部分原因是其拥有巨型体量，并能够支持其在广告开支上大大超过先锋集团。富达仅仅一只麦哲伦基金1995年的销售佣金和投顾费用，就超过先锋集团全年的预算。波士顿巨头（富达）在这一商业模式中有着另一个更令人兴奋的地方。Jack Brennan说：“股票业绩常常魅力四射，债券基金从来平淡无奇。似乎没人会写关于债券的文字，虽然人们将一半的金钱都投入了债券。”

1992年，两家公司的较劲达到了顶峰。当时，先锋集团管理层向证监会提出申请，请求在基金持有人批准的前提下，授予公司更加灵活的资本运作权，通过增加先锋集团可运用的持有人股份，形成公司融资机制。最直接的需求，是先锋集团为其在宾夕法尼亚州的马尔文正在建造的新办公楼融资2亿美元。富达对此采取了非常举措，提请证监会对先锋集团的申请召开听证会。富达管理层表示，他们希望知道，先锋集团的这种融资方法，是否可以适用于股权结构不同于先锋集团的投顾公司。

博格怒不可遏，在回答媒体关于富达要求听证的问题时直言不讳。在一篇题为“富达矛头直指对手先锋集团”的报道中，《华尔街日报》引用博格的话说：“这是对我们公司内部事务的一次卑劣可耻、愚蠢透顶、傲慢自大的干涉，对于我来说，证监会对此召开听证会是不可思议的。”博格丝毫不理会富达的争辩，担心听证会可能耽误项目建设，限制先锋集团的融资方式，他补充道：“难以判断（富达的举动）是出自其贪念还是愚蠢，但二者必具其一。如果出自贪念，那么它是一次对我们内部事务毫无根据的干涉。如果出自愚蠢，则是因为他们根本没有读我们的申请，没有认识到这不是什么新的、有创意的东西。这一融资结构自从17年前先锋集团成立时就一直存在。”

当公众得知这一事件时，很多人写信支持先锋集团。一些同时持有两家公司基金的投资者，写信给Johnson，同时抄送一份副本给博格。其中一封尤其令博格感到高兴，他时常向来访者朗读该信的节选。在信中，作者质问富达在共同基金行业的总体做法：“在我眼里，富达已经成为一个低佣金、高费用、12b-1（译者注：指基金销售、广告、市场推广等费用）垃圾基金的混合体，大多数费用毫无存在的必要，而只是为了自吹自擂地叫卖。你们浪费持有人的钱财，投入到垃圾广告、垃圾邮件、垃圾宣传品上。更有甚者，我至今没见过富达在财经媒体上提起过一个他们关心投资者利益的词。而约翰·博格一向公开为我们提供帮助。”

证监会希望结束这场争吵，劝说富达撤回召开听证会的请求。这一插曲有着一个具有讽刺意味的结尾：利率大幅下跌，使先锋集团融到资金，不必使用股东资产来建造新办公区了。

“先锋集团办公区背后的男人”

一提起绵延200公顷的先锋集团办公区，博格就对高级副总裁兼首席财务官Ralph K. Packard及其团队难掩骄傲之情，他们的工作让这一项目开花结果。Packard是前美国海军上尉，大学毕业于Holy Cross学院，在康奈尔大学取得MBA学位，1986年加入先锋集团任副总裁兼财务主管，此前他曾任康涅狄格州哈佛储蓄协会高级副总裁兼财务主管。

博格表示：“当我们聘用Ralph时，我们都相信，他有能力管理好我们的基金财务部门、公司会计工作，并在公司迅猛发展的过程中，开发和实施对公司发展极为必要的先进的财务管理机制。他把这些工作完成得极为专业。”考虑到Packard在财务运营上高超的能力，当博格和Brennan第一次开始讨论新的先锋集团办公区时，他们立刻拍板由Packard领导这一项目。博格说：“多年来，他为我们做出了杰出贡献。他是这种大型项目的天选之才。”

尽管此事证明先锋集团和富达间的竞争明显升温，但博格还是像Brennan一样，继续在公众场合否认两家公司之间存在战争状态，强调两家公司的目标和战略有着显著不同。博格甚至断言，他“绝对没有兴趣成为另一个富达”。

虽然这可能是真的，但两家公司间持续的竞争，暗示着人们对此质疑的理由非常充分。

在富达提出听证会要求引起广泛的公众争论期间，博格向他的公司员工发表了一次演讲，题为“机敏的对手和宽广的海面”，这一标题来自一条古老的英国海军祝酒词。博格的演说表现出，他显然对与富达竞争行业统治地位乐在其中，“战斗”或“作战”二词的使用次数达到30次。他引用Mount Rushmore雕塑的作者Gutzon Borglum的一句名言作为讲演的结束：“人生就是一场竞赛。人们不知道，经历一场战斗，会给一个人的心灵和精神带来何等力量。”无论这场战争是否存在，似乎毫无疑问，先锋集团做好了战斗准备。

第23章 资产管理行业的价格战

◎ 译者：曹传琪 创金合信基金

其结果是带来了一场价格战，几大基金公司都开始有针对性地推出一系列降低基金费率的举措。

先锋集团试验的初衷是想通过将基金管理公司的“利润”分配给基金份额持有人（或者说基金的股东）的方式（形式上是降低了基金的费用支出），来为持有人创造更多的利润。在先锋集团成立20年后，这种模式已经获得了成功——投资者累计获得了50亿美元的利润；仅在1994年，先锋集团的基金份额持有人得到返还的利润额就高达9.69亿美元。当然，先锋集团试验的成功也体现在其他方面——公司的资产管理规模、领先的投资者服务，等等。而这其中最为重要的一点，是其作为行业标杆而建立的声誉——这体现为对各种细节的考虑：从先锋集团低费率的经营策略，到其详细揭示投资风险的信息披露机制，贯穿始终。

大部分商业领袖对于这样的经营结果都会感到心满意足，但博格看得更为长远。他并不满足于缔造一个共同基金巨头，他要的是改变整个行业，而先锋集团就是点亮道路的灯塔。在他看来，行业内的很多做法都是错误的：过多的费用种类、高昂的销售佣金、贪婪的基金管理公司、缺乏对投资者的坦诚、追涨杀跌的激进型基金经理、无视热门基金预期表现而在市场高点继续兜售这类基金时做出的误导性宣传，等等。博格说：“整个行业都迷失了方向。在我看来，大多数基金公司对管理人的受托义务没有给予足够的重视，他们过于追求管理资产规模（以及因此给基金经理带来的收入）。而事实上，物美价廉的资产管理服务才是为基金份额持有人提供增强回报的更好方式。”

在他所坚持的信念之外，博格始终认为，唯利是图、快速成长的基金行业领袖们不会主动让利于投资人——即便他告诫这些人，这样做会净化他们

的灵魂。他知道他受到无数人的批评，其中有一些对他确实满怀愤怒，认为他让渡了太多的权利给基金份额持有人，使得共同基金无利可图；有的则认为他抛开了基金公司的经营传统，是对行业的一种伤害。

对于公众而言，博格被宣传为一个特立独行、离经叛道的人。《华盛顿邮报》（The Washington Post）热情洋溢地称赞他是“共同基金行业的坏小子……一个有追求的人”。博格说：“在办公室，我通常被叫作法西斯。”类似的评价从来都不曾动摇博格。“我觉得我在人气竞赛中完全甘拜下风。”在说这些话的时候，他充满了自负。

在推动行业以先锋集团的模式进行变革的过程中，博格几乎是一个人在战斗。具有讽刺意味的是，博格对行业的变革越成功，他给先锋集团带来的竞争者越多：随着越来越多的公司开始更多地转向以持有人为中心，并开始注重成本控制，这些公司迟早会与先锋集团在相近的目标客户群上正面交锋。尽管这种做法看起来是在搬起石头砸自己的脚，但博格并未因此而受到任何困扰。一旦铁了心要进行变革，他根本不会有任何顾忌。



博格基本上不可能成功地劝说同行采用先锋集团的模式。Putnam 共同基金组织的负责人George Putnam说：“对于我们许多人来说，如果我们和公司的所有人之间有问题，那么先锋集团的结构是一个很好的选择。但公司的规模越大、其自身的业务规则体系越清晰，公司就越难以实施这种改变。”德雷福斯的总裁Howard Stein对先锋集团模式持怀疑态度，认为这种模式使得先锋集团缺少备付金。他问《财富》杂志的一位记者：“如果先锋集团旗下的一只货币市场基金出了问题，那么先锋集团怎么办？先锋集团从哪里获得足够的资金来补足资金缺口呢？”（博格以其特有的方式做出了回应：“如果德雷福斯对其管理的货币市场基金提供保本义务，那为什么它不在基金的招募说明书中这么写呢？”）

在推动降低费率这件事情上，博格显然更为成功。确实，因为他的努力，共同基金行业在1995年有了那么一些变化。在此前20年，整个行业都将营销的重点放在公司旗下表现最抢眼的基金上；1995年，先锋集团的竞争对

手越来越多，都开始强调低费率的重要性。媒体也开始接受这样的观点，认为低费率对基金份额持有人意味着更好的预期回报。比如，在进行其年度“热销”基金的排名时，《财富》杂志的分析就主要建立在历史表现和低成本两个因素的基础上。

博格在1975年开始“成本削减运动”，彼时先锋集团刚刚独立出来；这一举措在1977年公司决定转向免佣金（no-load）模式后得到了加强。几乎是突然之间，先锋集团就以其15亿美元的资产成为行业第二大免佣金基金公司（仅次于规模为20亿美元的普信）。整个行业都保持着谨慎观望的态度，因为先锋集团是行业内第一家将从佣金分销模式转向免佣金分销模式的大型基金公司。显然，其他公司从先锋集团的举动中发现了一些机会：几年后，富达开始部分地免佣金，而曾在广告中取笑先锋集团免佣金模式的德雷福斯，也将其部分基金转成了免佣金模式。随后，连美林都开始建立新的营销团队来教经纪人如何销售免佣金基金——早些年美林一度在嘲笑“免佣金”这个概念。自从先锋集团提出了免佣金的模式后，行业内大部分债券基金和股票型基金都开始采用这一方案。例如，在1995年成立的共同基金中，约有45%都是免佣金基金。而在博格倡导这个概念之前，“免佣金”这三个字对行业来说就像是诅咒。

但是，推出免佣金基金只是这场投资者革命中的一部分。降低运营费率同样很重要。“1981年，股票型基金的资产规模合计为400亿美元，平均的支出费率为1.04%。”博格1991年在北美证券管理协会的一场演讲中的说辞，后来也引发了一场行业范围内的辩论：“1991年，股票型基金的合计资产规模达到了2500亿美元，支出费率则提高至1.45%。结果，行业的收费从47亿美元到350亿美元，增加了近8倍，但资产规模只增长了5倍。问题在哪儿？问题的根本并不在于支出费率为什么提高了这么多，以及是否提高（相对于我们行业惊人的增速）。问题在于为什么费率没有下降。请相信我，基金行业是有潜在的规模效应的。”

作为美国最高效、成本最低的基金公司，先锋集团为行业树立了一个榜样。博格称：“投资者认为成本控制对于货币市场基金来说至关重要，对债

券基金非常重要，对股票型基金来说也比较重要。”先锋集团旗下的货币市场基金推出了一种全新的、远低于同业的支出费率结构；指数基金也以低成本方式运作，而博格在行业内率先推出了这一类基金。尽管市场起初对指数基金的接受度并不高，但投资者后来已经开始拥抱指数基金，在整个20世纪90年代中期，资金都源源不断地投入到指数基金中。博格因为指数基金的成功而获得了极大的赞誉。

毋庸置疑的是，行业并没有很快对博格降低费率的努力做出响应。不过，一些公司随后开始阶段性地降低费率。博格认为这种策略是一种抄袭。20世纪90年代早期，富达推出了斯巴达系列基金（Spartan Funds），这是一批主要面向富有人群的货币市场基金和固定收益基金。由于采用了免佣金模式，并且阶段性地免收年度管理费，这一系列基金甚至一度比先锋集团的基金还要便宜，至少在免收费用的政策结束之前是这样。作为对这一挑战行为的回应，先锋集团推出了其海军上将系列基金（Admiral Funds）。其结果是带来了一场价格战，几大基金公司都开始有针对性地推出一系列降低基金费率的举措。

德雷福斯也加入了这场战役，它推出了一系列以高预期收益率为目的的货币市场基金，不收取管理费用，并且为基金的其他费用进行代付。但在一段时间之后，随着足够多的投资者因为高收益率而成为基金的持有人，该基金开始恢复更高的费率水平。博格把这种策略称为“虚假收费策略”，认为这种做法完全是昧良心的：“基金因为免收管理费确实可能产生相对高一些的收益率。这些公司在免收管理费期间借机大量地进行营销推广，但在免费政策结束、基金的收益率降下来后，这些公司就再也不推出类似活动了。”

在这场“货币市场基金之战”中并没有产生真正的赢家。德雷福斯阶段性地赢得了一些市场份额，但公司收入也因此而明显受到了影响；当免费活动结束、收益率降低、基金份额持有人赎回基金后，市场份额也随之减少。富达获得了数十亿美元的新增资产，但其并不打算改变所有的投资策略。至于先锋集团，这一场战争是一把双刃剑。一方面，先锋集团很乐意看到其重要竞争对手竞相效仿其做法；另一方面，其他巨头的介入也确实让先锋集团

头一回体会到了前所未有的压力，迫使其重新检视其长期以来坚持的价值观。

降低基金成本水平并不是博格为改变行业而做出的唯一努力。他同样坚持认为基金应该在其年报和广告中对有所成本项目进行坦诚和全面的信息披露。更有甚者，他希望精确地了解个人投资者在投资基金的过程中究竟花了多少成本。在一定程度上，因为博格的抱怨，从20世纪80年代起，每只基金都开始在招募说明书的基金简介章节中，就投资人参与基金所发生的成本进行举例和说明。这样的信息披露要求是一直都有的，但在长篇大论的招募说明书中，很难找到合适的章节来对此进行说明。

博格同时还鼓励在定期报告中就基金的业绩表现进行更开放的讨论和分析。在20世纪90年代之前，在许多基金的年度报告中，基金经理都没有对基金过往相对于市场指数基准的表现进行直接的评述。在1989年的一次演讲中，博格建议美国证监会（SEC）做出规范，规定“基金年度报告的第一部分必须体现基金以及与之可比较的任一相关基准的总回报”，并就在年报的“管理层讨论和分析”章节，说明基金的目的和投资目标，以及基金是如何成功实现这些目的的（或者为何未能达到相关要求），同时就影响其表现的主要因素进行分析。1992年，SEC制定了这一规则，要求在所有基金的年度报告（或招募说明书）中，必须包括博格在其演讲中所提到的相关内容。博格在先锋基金年度报告中对基金份额持有人所做出的坦率致辞成为行业标杆，这使得其他公司在告知投资者基金业绩表现时也开始采取更为开放的态度。

尽管博格在此前的15年里每每都以改革派的主要代言人示人，但SEC 对信息披露的重视程度很难完全归功于他一人。监管人员通常都把先锋集团视为行业领袖，在1994年SEC推动简化基金招募说明书的行动中，先锋集团是受邀参与这一行动的8家基金公司中的一员。每家公司都准备了自己版本的《招募说明书概要》。这份一页纸左右的文件，将被用来取代过去长达40页、秩序浩繁的基金招募说明书。它简明扼要地对基金的风险、费率、成本及投资策略进行说明，并且必须包括一张10年期业绩表现的图表。SEC 同时就其完

善货币市场基金信息披露的提议征求了意见，并提出了一项新的要求，即这些基金应该按月度就其持仓情况进行信息披露。

除了敦促坦诚的信息披露之外，博格还将问题指向了董事津贴。早在媒体对董事的费用提起兴趣之前，博格就对独立董事几乎什么都不做、无视股东意见但却领取高额报酬的现象进行了抨击。当《华尔街日报》揭露一些基金的独立董事几乎只是挂名就领取每年高达20万美元至45万美元的薪酬时，博格回应道：“这完全是昧良心的钱。为什么要把这些钱付给一年只参加四次会议的人？唯一的原因是因为这些董事会按照你的意愿对高费率投出赞成票，而不是要求降低费率，并且他们对于管理公司的合同修订向来心不在焉。大家对此都心照不宣。”



博格的此番抨击使得行业内的一些人不得不尊重他。这些言论刊登出来后，共同基金的领袖们开始意识到博格所支持的改革已经改变了整个行业。博格的好友、来自美林的 Arthur Zeikel 称，博格是“唐吉珂德（Don Quixote）和拉尔夫·纳德（Ralph Nader）的结合体”。

“我并不认为人们会因为他的所作所为而感到愤怒，” Zeikel 说，“我也不认为人们会因为博格断了他们的生财之道而感到不安。他迫使我们去证明，除了先锋集团的模式之外，我们能够用另一种方式为行业带来价值。我不得不说，至少在某种程度上，他确实是这个行业的楷模。”

尽管有些不大情愿，但奥本海默管理集团的CEO Jon S. Fossel还是对博格表达了尊重之情：“博格喜欢走上台，提醒我们‘开发低成本的产品’这种模式是可以复制的。博格对其商业策略的这种积极态度，有时候会让这个行业有些反感。博格不想直面所有的事实，这也确实情有可原。但有意见并不代表整个行业不尊重他，我认为我们大家确实都非常敬仰博格。”

偷来的许可证

博格可能注定要成为一个特立独行的人。博格的外曾祖父，Phila B. Armstrong，于1875年率先引入了共同财产保险的概念。他成立了许多保险

公司，包括菲尼克斯互助保险（Phoenix Mutual）和“阿姆斯特朗”（Armstrong）保险。

当博格第一次看到Armstrong的背景简介时，他非常吃惊地读到了这样的文字：“他创造了互助保险……Armstrong 的方案是原创性的，并且与国内几乎所有被保险人完全相反……他的理念是避免代理人、经纪商或中介的干扰，直接与被保险人进行交易，这正如他后来所获得的成功所显示的一样。他的方案总是能够得到公众的认可，当然也受到了来自反对者的严厉的批评，但他敢作敢当、无所畏惧，总是能够赢得胜利。”博格还留意到Armstrong于1886年在密苏里州圣路易斯一场演讲的演讲稿的副本，其结尾这样写道：“为使我们的业务免遭损失，我们必须立刻推动一场强有力的变革。为了达到这个目的，第一步就是得减少支出。”

Armstrong 的改革运动记录在其1917年出版的一本名为《偷来的许可证：人寿保险，骗局中的骗局。我们的法律如何盗取了人民的血汗钱》（A License to Steal: Life Insurance, the Swindle of Swindles. How Our Laws Rob Our Own People of Billions.）的书中。与《博格眼中的共同基金》（Bogle on Mutual Funds）一样，这是一本出自业内专业人士的著作。Armstrong在其书中对保险公司和国家监管机构之间混乱的关系进行了抨击；博格则在其著作中对投顾和共同基金之间的混乱关系进行了尖锐的批评。

博格说他可能会就这种利益冲突写一本更有深度的书，但不会用一个过于尖锐的书名。“外曾祖父一定不像我那么擅长交际”。博格笑着说。

博格深知经济利益的重要角色，也知道行业不会仅仅因为他清晰地表达了自己的态度就会接受他的观点：“你无法指望现实中的某个人会说‘瞧，我有50亿美元的共同基金公司，抛开要支付给投顾的部分后，我个人能拿到1.5亿美元（此时，共同基金公司的估值平均为其资产管理规模的3%）。现在，突然之间，我会跑到董事面前说，我想把这1.5亿美元都分给基金持有人。’”尽管如此，博格还是认为，随着时间的推移，整个行业会有所改变。

尽管博格赢得了业界的尊重，但他在行业内的竞争对手也毫不客气，非常尖锐地表达了他们对博格观点的意见。富达的 Ned Johnson 宣称：“我们提供先锋集团无法提供的许多服务。我认为博格弄错了一件事情——投资公司并不是只有一种经营模式。” Johnson 将其攻击目标指向了先锋集团为旗下基金聘用外部投顾的行为，他向《福布斯》杂志说道：“我们从初级分析师开始培养员工。我们的成功不依赖于那些我们无法控制的合同制资金管理人。”这对博格来说是非常具有讽刺性的言论，因为博格此前20年的主要工作就是致力于争取基金和基金份额持有人完全独立于基金管理公司。

对于犬儒主义者来说，博格的改革派运动无异于一场骗局。他们认为博格的言论是事先构思好的营销策略，对于先锋集团来说是一种免费的宣传手段；他们还认为博格的爱恨情仇只是一种吸引注意力的策略。但平心而论，放眼整个行业之内，可能确实找不出来第二个人有诸如博格一样的语言天分。即便是先锋集团的高级副总裁 Ian MacKinnon 也认为“他的确非常能说”。在他的努力下，博格引起了媒体的大量关注。在一篇名为《共同基金的能量》（The Power of Mutual Funds）的专题报道中，《商业周刊》称博格是“共同基金行业的摇滚明星”。《财经》杂志则写道：“约翰·博格在共同基金行业的地位无人能及。作为一个审慎的低价策略信徒，他是基金业的亨利·福特；而作为一个骨子里的批判者，他也是基金业的拉尔夫·纳德尔。”

虽然对其褒贬不一，但行业却无法忽视博格，因为他已经成为一股媒体力量，并且他每次都言之有理。在贯穿20世纪80年代的增长期间，大多数公司没动力去跟随博格的建议；但是，到了20世纪90年代，情况发生了变化，拮据和吝啬已经成为常态。在这种背景下，博格的话变得更有说服力，他的名字也经常被提及：“我认为博格对此肯定有他的看法。”

总而言之，博格对于改革共同基金行业的探索还在继续。他在一些领域获得了成功，也在一些领域经历了挫折。他的特别之处在于他第一个将这种探索付诸行动。如果他不是那么离经叛道，那么可能根本就不会有人会注意到他；如果他在商业上没有那么成功，那么也不会有那么多人会注意到他在说

些什么。因为博格占据着道德的制高点，并且通过不断实践他的理念而成功地缔造了全世界第二大共同基金公司，他必然广受关注，而先锋集团也因此成为行业的标杆。

第24章 先锋集团精神代代相传

◎ 译者：李天骋 中证指数公司

公司上下所有人都认为先锋集团必须坚持公司基本理念：低运作成本、纪律化投资理念、高品质服务、免佣销售、真诚沟通——总之就是投资人利益至上。

1995年春，66岁的博格开始考虑工作移交。他希望在自己身体状况良好时离开先锋集团。在公司度过辉煌的一年后，眼下看来是交接班的合适时机。公司管理业绩卓著，投资人纷纷来电要求将资产委托给先锋集团管理。

同时，这也是确保管理层平稳过渡的好时机。博格最先希望由 Jim Riepe接管公司，但Jim已于1982年离开了公司。博格对此痛心疾首。1982年9月，博格聘请了Jerald L. Stevens做先锋集团总裁，希望将他培养成公司CEO的继任者。Stevens先后毕业于耶鲁大学和哈佛大学，在1967年毕业后曾就职于威灵顿资产管理公司。他于1973年离开威灵顿公司，之后曾担任耶鲁大学负责财务和校务管理的副主席。尽管博格认可Stevens的能力，但他和博格及董事会气场不合，最终于1984年离开先锋集团。

之后博格开始重用他新雇的助理 John J. Brennan。同 Riepe 一样，Brennan是个完美的人选。他年轻，聪明，善于表达，精力充沛，进取心强，诚实可靠。最重要的是，他具备博格的价值观，即以投资人利益为上。

尽管早在博格1982年聘用Brennan不久即把他当作接班人，但公司从来没有对外正式宣布。Brennan于1985年升任公司首席财务官，1986年成为公司副总裁，1987年进入董事会，1989年成为公司总裁。

即使博格认定 Brennan 做接班人，但从来没有白纸黑字发过文。在1990年先锋集团制作的一本名为《先锋集团的优势》的小册子里，有一张Brennan

跟摩根和博格在一起的照片，文字说明写道：“1989年年中，Brennan就任公司总裁，先锋集团精神代代相传。”



1995年年初，在博格决定让贤之前，有人提出根据先锋集团的公司章程，董事会成员不得超过70周岁，暗示博格最多只能继续留在董事会4年。博格表示他不会主动退位，除非身体情况不允许。他说：“如果我能活到70岁，那么我相信先锋集团董事会一定会考虑修改规章。”

博格了解自身的身体状况，在每天离开办公室前，他都会祈祷明天还能正常上班。对公司大部分员工来说，博格的身体状况是公司的禁忌话题。大家心知肚明博格健康状况存在巨大的不确定性，不清楚他还能撑多久。有人还认为博格出于健康考虑也应该尽早退休。

博格的健康状况同样让董事会感到担忧。早在20世纪80年代末，董事会就预期 Brennan 会继任公司 CEO。但他们担心投资者对 Brennan不熟悉。另外，只要博格还在位子上，别人的风头就不可能盖过博格。所以，董事会建议博格赋予 Brennan 更大的职权，更多抛头露面的机会。Barbara Hauptfuhrer 说：“我们不希望让投资者认为先锋集团只依赖博格个人，我相信Brennan跟博格理念一致。但只要博格还在位，别人就很难崭露头角。”

博格答应了董事会的要求，他希望管理层实现平稳过渡。Brennan逐渐获得实权。他在更多场合发言，他的名字也出现在更多的媒体报道中。同时，他也开始直接同先锋集团的大型机构投资人会面。博格只在重大决策上向 Brennan提供咨询建议。由此Brennan在公司的话语权逐渐加大。对他而言，一方面，他知道他终将完全执掌公司，另一方面，他也不得不小心谨慎，特别是对博格始终敬重有加。

先锋集团的员工对Brennan非常认同，也对他充满期待。博格一直表现强势，以至于他的缺点往往被人忽视。先锋集团的一些人相信，博格身上的缺点有一天终将拖垮公司。比如，博格对技术没有兴趣，且对激进型的基金充满鄙视。博格从不搞海外基金产品，也不扩展海外市场。Brennan正相反，他

是个技术爱好者，也不反对扩展海外业务和增加高风险基金品种。很多员工认为他能带领先锋集团走进“后博格时代”。

另外，尽管员工崇敬博格，但他们同样感觉到行业在发生变化，而他们不确定博格是否能够审时度势。Jim Norris 说：“我觉得博格的长项并不在于管理公司方面。尽管他自己不承认，但他曾经说过他从来没有管理过任何人。Jack Brennan是一个很好的管理者。博格的角色是一位领袖，他给出了公司的愿景。”

当然，公司上下所有人都认为先锋集团必须坚持公司基本理念：低运作成本、纪律化投资理念、高品质服务、免佣金销售、真诚沟通——总之就是投资人利益至上。尽管在“后博格时代”，可能会对公司理念做一些调整，但先锋集团的公司架构必须得到传承。公司内部人士曾说过：在公司里，没有人会希望在博格离开后先锋集团选择上市，让每一位员工发财。所有人都明白，公司成功的基石是公司特有的架构。



尽管博格计划退休，但他在行动上并没有表现出即将退居二线的懈怠。1994年12月，博格和Brennan等其他6位公司高管在费城郊外的一处培训中心开了两天战略讨论会。博格依然表现得非常强势，与会的人中有人回忆到当时没有就一些问题展开充分讨论。1995年5月，博格在《华尔街日报》上读到先锋集团签署了一份多家基金公司向加州州长的联名信，要求他向面临市政债违约的橘县（Orange County）施压。博格没想到，公司在公开信上签字前居然没有请示他的同意。

在这之后不久，博格迅速做出了退休的决定。在此之前，只有Brennan知道这个消息。博格在先锋集团1995年5月19日的董事会上正式宣布辞职。他心里清楚，他的心脏疾病导致他的身体状况难以预料。另外，他也不想退休后继续把持公司的领导权。最重要的是，他希望他能在公司最好的时候退休。到1995年，先锋集团已经成为行业里最成功的公司之一。每天博格办公室都收到大量感谢信。

在5月19日的董事会上，博格宣布他将于1996年1月31日正式卸任公司CEO，但如果董事会同意，他将保留董事长职务。博格表示，卸任后他将每周工作四天，因此其实他并没有完全放权。他还说在他退休后将继续关注投资者的权益，会写作，会演讲，也会继续关注行业动态。简而言之，博格还是博格。

5月25日的新闻稿宣布了以上细节。新闻稿最后引用了博格的话：“我还在你们身边。”此外，新闻稿也宣布了博格提名 Brennan 继任公司CEO。博格称“Brennan是我能找到的最合适人选——智慧、勤奋、有判断力”。另外，值得一提的是，博格提议将对新CEO的任命延后7个月，他认为需要给投资者留出时间适应这种变化。

在消息公布后，公众普遍认为博格宣布退休是因为他快要进行心脏移植手术。博格继续收到大量投资者来信，甚至有人建议他采用红辣椒疗法治疗心脏疾病。博格回信称自己身体状况很好。Lown医生也表示，从来没见过哪一个病人在病情如此严重的情况下还能活那么久。医生说：“这对作为医生的我和其他病人而言，都是一个典范，一个不向病魔屈服的典范。”

媒体对博格退休的消息给予了大量正面的评价。《共同基金市场新闻》（Mutual Fund Market News）报道说：“分析师、行业观察员和管理专家都赞赏这一人事调整。同时我们也对博格的退休感到遗憾。”埃默里大学管理学教授Jeffrey Sonnenfeld，同时也是一本论述高管传承的专著《英雄的告别》（Heroes Farewell）的作者说，对先锋集团来说，这是一个双赢的局面。Brennan由公司内部培养，确保了公司文化的持续，也减少了更替所带来的摩擦和人事斗争。

博格一直为先锋集团的未来担忧，害怕先锋集团有朝一日荣光不再。此时，先锋集团的未来掌握在新领导手里。尽管大家都相信他会秉持公司理念，但大家也清楚他不可能仅仅是博格的传声筒。《共同基金来信》（Mutual Fund Letter）的编辑Gerald Perritt说：“世界上只有一个博格。Brennan能更好地平衡各方，而先锋集团在未来正需要有这种品质的管理者。”管理咨询公司Hay的执行董事Ken Martin说：“Brennan是完美人选。”

因为他跟博格是两代人，是师徒而不是同辈的关系，Brennan有很强的进取心，也善于审时度势，才能获得博格的赏识。”

CEO 换人带来一些疑虑。第一，Brennan 能否继续将投资人利益放在第一位。诺贝尔经济学奖得主Samuelson认为先锋集团的投资者至上的理念是它与其他共同基金的最重要差别。先锋集团的其他支持者认为，在20世纪八九十年代的牛市中，将投资者利益至上是比较容易的。他们担心在市场下跌时，Brennan是否能坚持先锋集团的理念。

第二个问题涉及Brennan和整个共同基金行业。毕竟Brennan不是博格，先锋集团同富达的竞争可能不再像是博格时代善恶分明的道德剧。先锋集团的部分高管担心，Brennan受博格的教诲时间太长（13年），能否独当一面值得观察。他们认为尽管博格退休，但新掌舵人的政策还需延续博格的理念。

第三个问题涉及Brennan是否愿意调整先锋集团的商业战略。尽管先锋集团的大部分人希望新CEO能清晰表达其核心价值，但他们也希望新CEO采取更务实的做法。1992年在Skytop讲话之后的3年里，博格在以下5个方面改变了公司长久以来坚持的价值观：增加了激进策略的基金品种Horizon Fund；启动了IT技术的升级；先锋集团的投顾项目也终于获得成效（尽管有人批评该项目花费了太多时间）；打造了超低费用基金Admiral Fund；在凤凰城建立了新办公室。但部分高管还是希望做出更多的变革。

最后一个问题跟前一个有关，就是先锋集团是坚持做资产管理业务，还是升级为金融服务集团。博格一直以来就不打算发展成金融服务集团。他举了富达进入信用卡领域的失败案例。部分先锋集团的内部人士希望他重新考虑。有人认为，尽管进入大额存单业务或保险业务会提高费率，但由于先锋集团本身已经具备强大的固定收益管理能力，因此进入这些行业对先锋集团是有利的。其他人看好经纪业务。而另一个考虑是扩展国际业务。先锋集团一名高管说：“我们迟早是要进入欧洲市场的，但只要博格活着，恐怕我们就做不到。”

1995年，Brennan在一次公开场合提到了他的规划，他表示：“个人电脑已经能够取代电话。没过几年，投资者就将可以通过电脑申购先锋集团的基

金。我希望先锋集团在技术上能够保持领先。” Brennan 还表示他将继续发展指数基金。正如博格所说，越来越多的证据显示，指数投资理念是可行的。其他对手将发现难以同先锋集团进行竞争，因为先锋集团做到了费率最低。

Brennan有一次同作者谈到了他对先锋集团转型的想法，他比较了自己跟博格的差别：“我不会成为博格，我也不希望成为博格。但我必须能向投资者、向整个行业清晰表达公司的战略。我不会完全照搬博格的做法，但我会跟他一样执着。”

接着他谈到了转型之路：“公司跟10年前有很大的不同。公司有了更多资源，可以进行转型尝试。我们将投资2000万美元用于新技术。这在10年前相当于公司经费的20%。我相信我们跟客户的交互方式将发生重大变化。但更重要的是我们坚持不变的东西，那就是我们的价值观。”

当问及哪些方面会发生变化，他说：“我不会做‘为了变化而变化’的事情。我不会做‘新官上任三把火’的事情。我想回答的问题是，当我卸任时，先锋集团是否依然是行业里最受人尊敬的公司？我们是否为投资者创造了更大的价值？在持续的竞争环境中，我们的核心价值是否保持不变？这是我衡量工作业绩的标准。”

Brennan 回想起他在先锋集团工作的13年，表示让他印象最深刻的是公司对理念的坚持。“尽管公司越来越大，但我们的核心价值观没有发生一丝变化。我们的高管收入都不高，没有人拥有公司的配车、公司提供的车位，也没有人有俱乐部的会员资格。只有我的办公室有窗户，为此我还感到特别惭愧。我们坐飞机坐经济舱，吃饭在公司食堂，也不打高尔夫。”谈到公司这几年所积累的财富，Brennan自豪地说：“我们在花公司的每笔钱时，都像从自己的口袋里拿出来一样。”

谈到薪酬，他说：“我们的很多竞争对手都嘲笑我们，因为我们的高管薪酬远没有到上千万美元。公司挣的钱都分给了我们的股东。当然，行业也羡慕我们是家特别纯粹的公司。我觉得每个行业都需要有一家像先锋集团这样的讲情怀的公司。”



让博格感到欣慰的是，当他宣布将退休的时候，很多老朋友，甚至旧敌人，都充分肯定了先锋集团的成绩。Robert Doran此时是威灵顿资产管理公司的主席，已经忘记了跟博格的恩怨是非，他说：“现在我可以真诚地说，博格是个聪明的人。他的先锋集团理念是一种独特的结构，也是一种成功的结构。”Doran 承认当年和博格的争斗不堪回首。但他说：“先锋集团的理念和他们的个性使得公司克服困难，完成公司使命。”1995年，威灵顿资产管理公司依然替先锋集团管理着450亿美元的资产。

美林的Arthur Zeikel也对博格赞不绝口：“他待人真诚，当他发现事情做得不对的时候，就会站出来捍卫行业。博格将他的理念和坚持付诸行动，他是美国的福音。”

著名经济分析师、Capital Ideas的作者Peter Bernstein说：“相信富达的人对博格恨之入骨。富达不愿意采用免佣金模式，但先锋集团逼得他们不得不采取这种模式。博格不走寻常路，这让他感觉颇有成就感。别人越憎恨他，他越坚信自己所做的是正确的事。他是个特立独行的人。在别的行业很少有这样的人。”

赞美同样来自行业之外。哈佛大学教授、著名企业战略专家Michael E. Porter在1993年美国投资公司协会的会员大会上特别提到了先锋集团。当时博格就坐在会场。Porter在演讲中对共同基金行业提出了批评，认为行业已经变得臃肿懒惰，正在渐渐失去竞争力，行业里大部分的公司都雷同。当时博格惊讶地听到Porter特别提到了先锋集团。Porter表示，只有先锋集团是一家独特的公司，保持可持续的竞争优势，其他公司都将面临来自先锋集团的竞争。这也许是博格获得的最高赞赏。



1995年10月8日，博格住进了费城的一家医院。在这之前，他已经进入了心脏移植手术的病患名单。他的医生建议他进行手术。他被要求住院三个月，以等待合适的心脏进行移植。在这期间他把病床变成了办公室，每周见

一次Brennan，同先锋集团高管进行电话联系，写年度报告，或者接受作者的采访。他劲头很高，尽管他没有说，但感觉他希望能尽快完成手术，继续正常生活。

尽管他为共同基金行业带来很多变革，但他还是觉得有很多工作没有做。他希望行业能为投资者更好地服务，也希望有更多的行业中人能追随他的保守理念、指数化理念。他希望共同基金的费用能进一步降低（Brennan不认为这对行业是好事，“博格是个传教士。可我是个商人。我只希望能比别人费用更低”。），他还希望先锋集团的一些股票型基金的业绩能更出色。

事实上，共同基金行业确实在沿着博格希望的道路发展。在20世纪90年代中期，整个行业都在沿着费用更低、服务更佳、不追求短期业绩、不看重过往业绩等方面努力。当然博格的每个愿望不可能都能实现，但至少有很多人都相信博格的理念是正确的。尽管他对行业变革的追求并没有完全实现，但先锋集团的试验已经证明了其价值和博格理念的正确性。正如博格所言，这是个好的开始。