



寰宇財金 157

擺脫永遠的輸家

投資散戶的終極戰略

WINNING THE LOSER'S GAME

Timeless Strategies for Successful Investing

Charles D. Ellis 著

劉 恩 廷 譯

The McGraw-Hill Companies, Inc.

Taipei New York San Francisco Washington, D.C. Auckland
Bangkok Bogota Caracas Hamburg Hong Kong Jakarta Lisbon
London Madrid Manila Mexico Milan Montreal NewDelhi Paris
San Juan Sao Paulo Seoul Singapore Sydney Tokyo Toronto

擺脫永遠的輸家——投資散戶的終極戰略

© 2000 年，美商麥格羅·希爾國際股份有限公司台灣分公司版權所有。
本書所有內容，未經本公司事前書面授權，不得以任何方式（包括儲存於資料庫或任何存取系統內）作全部或局部之翻印、仿製或轉載。

Original: Winning the Loser's Game

by Charles D. Ellis

ISBN: 0-07-022010-7

Copyright © 1998 by McGraw-Hill, Inc.

All rights reserved.

1 2 3 4 5 6 7 8 9 0 P H W 2 1 0 9 8 7 6 5 4 3 2 1 0

作 者 Charles D. Ellis

翻 譯 寰宇證券投資顧問公司

合作出版 美商麥格羅·希爾國際股份有限公司（台灣）

暨發行所 台北市大安區復興南路一段 227 號 4 樓

TEL: (02) 2751-5571 FAX: (02) 2771-2340

<http://www.mcgraw-hill.com.tw>

寰宇出版股份有限公司

台北市仁愛路四段 109 號 13 樓

TEL: (02) 2721-8138 FAX: (02) 2711-3270

E-mail: ipc@tp.silkera.net

總代理 寰宇出版股份有限公司

門市地址 台北市仁愛路四段 107 號 13 樓(仁愛路圓環環球企業大樓)

周一~周五 8:30 - 17:30, 周六 8:30 - 12:30, 例假日休息

劃撥帳號 第 1146743-9 號

總經銷 聯經出版事業股份有限公司

台北縣汐止鎮大同路一段 367 號 3 樓

TEL: (02) 2642-2629

出版日期 西元 2000 年 7 月初版

行政院新聞局出版事業登記證/局版北市業字第 323 號

印 刷 普賢王印刷有限公司

定 價 新台幣 240 元

ISBN : 957-493-248-6

目 錄

引言	iii
序	ix
導論：投資人重要嗎？	xv
第一章 輸家的遊戲	1
第二章 擊敗市場	11
第三章 強大助力	25
第四章 矛盾	29
第五章 時間因素	43
第六章 投資報酬	51
第七章 風險	61
第八章 建立投資組合	73
第九章 何以政策重要？	79
第十章 政策的目的	85
第十一章 績效評比	95
第十二章 管理經理人	111
第十三章 虧損之道	125
第十四章 投資散戶	131
第十五章 規畫你的操作方法	149
第十六章 終局策略	171
結論	181

引 言

1975年夏天，我和查爾斯·艾里斯（Charles D. Ellis）初次神交，（五年後才結識他），當時我從《財務分析學報》上，拜讀他一篇很有創見的文章〈輸家的遊戲〉（The Loser's Game）。一年前，我已經從《投資組合管理學刊》上，看到保羅·薩謬森（Paul Samuelson）的經典之作《判斷的挑戰》（Challenge to Judgment），得知薩謬森這位未來的諾貝爾獎得主。

這兩篇學術文章，加上1951年我在普林斯頓大學寫畢業論文時，所探討過和共同基金有關的一些理念，讓我於1975年，在新創的先鋒集團（Vanguard Group）開始營運時，備感自信的決定：我們在業務上的第一個創舉，應該是創設歷史上的第一個指數型共同基金。

至於說我到今天仍然虧欠這兩位大才，應該絕不為過，他們以投資人兼學者、創新專家和策略專家的身分，所做的明智貢獻，不但對我和我創辦的公司至為重要，對各階層的投資人也有重大影響。前人說得好：「這點至關緊要。」

從我拜讀這兩篇文章到現在，廿多年來，指數型基金，也就是持有整個大盤、或持有分類指數如標準普爾500種股價指數的指數型基金，已經從沒沒無聞，變成千百萬投資人投資計畫中的重要工具。今天，個人投資者（散戶）在指數型共同基金的直接投資高達2,000億美元，大型投資機構、退休基金、校產基金等等，爲了本身的利益，投資在指數型帳戶中的資金高達7,000億美元。

我特別樂於爲艾里斯的最新力作寫序，這樣至少可以稍微彌補我對他的虧欠；至於直接、間接受惠於他早年重要的真知灼見的散戶，對他的虧欠更是不在話下。

但是，《擺脫永遠的輸家》絕非他對投資天地的唯一貢獻，他在編纂方面也極爲用心，跨越時代，輯錄了眾多投資大家深思所得的智慧結晶。所有用功的投資人書架上，都應該有他編輯的《投資經典文集》第一冊和第二冊（Classics and Classics II）。他的最新力作、1997年出版的《投資人論文集》（The Investor's Anthology）也成爲我的重要參考作品，這本書兼容並蓄、收錄詳盡，舉凡哲學家 and 投資專家高妙的文章，從漢斯·安德森（Hans Christian Andersen）到華倫·巴菲特（Warren Buffett），從約翰·譚波頓（John Templeton）到亞瑟·齊克爾（Arthur Zeikel）的傑作，無不具備。

他對投資圈的貢獻，遠超過闡釋重要理念，讓投資人可以極爲輕而易舉的瞭解。最重要的是，艾里斯是一位思慮周延、善於規畫投資策略的專家，他的著作《投資政策——如何贏得

輸家的遊戲》(Investment Policy—How To Win the Loser's Game)在1985年初版，至今仍然是簡單、實用的教戰手冊，這本書原來是要讓公司董事和校產基金受託人參考，後來內容擴大，兼顧到協助散戶。

在這本最新版的《投資政策》書中，作者進一步擴大範圍，兼顧協助資金投在投資緩課退休計畫的投資人，這種計畫以401(k)員工儲蓄計畫為主，這一類的計畫從根本上（我要說是永遠），改變了美國家庭為退休歲月做計畫時，分配儲蓄的安排方式。

然而，目前很多投資人在為退休歲月投資時，犯了重大的錯誤。錯誤之一是陷入複雜的程序，持有太多種共同基金，經常只有模糊的策略目標。錯誤之二是在做長期投資時太保守，保有太多現金準備，只能得到穩定但少量的報酬。而第三個問題，就是過於依賴持有自己所服務公司的股票，承擔這種風險，可能會得到相當高的報酬，不過也可能造成財務悲劇。第四個問題是不夠注意計畫的支出和基金的費用，不知道從長期來看，費用很要緊。

簡單的數學顯示，這些錯誤代價可能非常高昂。典型的401(k)帳戶就像下面這種情形：股票占55%（其中一半是自己服務公司的股票）、債券占10%、現金準備占35%，以下是每年投資1,000美元可能得到的結果：

- 假設我們每年從多元化的股票投資組合中，得到9%的長期投資報酬率（任何一種普通股未來的投資報酬率完

全無法預測)。而不是從現金準備中，得到每年5%的報酬率，那麼你在十到廿五年的中期內，從股票所創造的報酬，可能是現金準備所創造報酬的兩倍以上，把時間拉長到一生的工作年限時，投資報酬率可能將近四倍。

- 如果我們計算投資成本，是以目前過高的標準為依據時，這種成本會使現金準備的投資報酬率降為4.5%，股票的投資報酬率會降為7.5%，你從現金準備所得到的全部報酬率可能少掉10%，從股票得到的總報酬率可能減少30%，嚴重的侵害你未來退休後的收入。

上述數字不見得表示投資人應該孤注一擲，全部投資在股票上，只是應該知道，過度保守和費用過高，長期可能要付出什麼代價。例如，根據上面假設的報酬率和成本，投資人每個月在退休計畫中儲蓄300美元，廿五年一共要投資9萬美元。到廿五年結束時，如果投資的是市場型投資組合，也就是保守而平衡的投資，在現金準備和股票投資比率是30：70，會獲得28.3萬美元的退休基金，如果投資費用高的投資組合，謹慎的以70：30的比率，投資在現金準備和股票上，會獲得19萬美元的基金，少了將近10萬美元。

太多投資人、顧問和企業忽視了這種應該很明顯的訊息，他們忽略了稍微冒險一些的價值，沒有正視把費用壓到最低水準的重要性（費用過高的代價）。

我或許也應該強調，我和作者頗有同感，認為作者在這本

力作中強調的另兩點也相當重要。其一是投資計畫必須盡可能排除感情，在投資這一行裡感情用事，不可避免的，都會引導人走到正好錯誤的方向，在你最樂觀時買股票，這時經常是市場的頭部，在你最擔心時賣股票，這時幾乎總是在市場的底部。如果衝動是長期穩健投資的敵人，那麼理智是長期投資最好的朋友。

另一點是投資務求簡單的驚人價值，這點看來好像違反直覺，複雜的做法，例如擁有太多種共同基金、期望基金經理創造奇蹟、從一種投機基金轉換到另一種、從事波段操作等等，根本全都只會帶來反效果。把你的資產明智的配置、擁有若干種走中庸之道的股票型基金（或一種指數型基金），並且謹守不渝，結果會好多了。單純是打開財務成功之門的萬能鑰匙。

艾里斯在這本新版中，深入探討上述和其他極需慎重考慮的問題。他和我一樣，相信簡單的方法，以及財務金融史上已經確立不移的若干重要原則，可以決定退休歲月過得是苦是樂。本書會協助你做出正確的決定。

約翰·柏格爾

1998年2月10日

賓州富吉谷

序

這是本書展現新生命的第三版，前兩版分別在1985年和1993年出版，是針對專業投資經理及其大型客戶，如退休基金和校產基金而寫。但是這本機構用書現在經過改寫，專供另一種新讀者——散戶使用。

前兩版普受歡迎，不僅受到大企業董事和著名校產基金受託人歡迎，也受到散戶的喜愛；因此鼓勵作者做出兩個決定，其一是更新資料和日期，其二是直接處理散戶思考影響投資政策的重大問題時，特別是生命有限和通貨膨脹這兩個嚴肅的因素，是相當重要而且應有的透徹思考方式。散戶的需求一直很受注重，而且會日趨重要，因為愈來愈多人在退休歲月中，依賴由個人參與和自我主導的401(k)計畫，做為財務保障。自由、尤其是財務上的自由，可能是一把兩面鋒利的寶劍。

本書淵源頗長，作者在1975年，看到一些聰明、認真而且極為努力的朋友，在設法擊敗市場時，遭遇重大困難，感觸日深，因而整合自己對這些問題的想法，寫成一篇叫做〈輸家的遊戲〉的文章，這篇文章在投資圈內大受歡迎，這個圈子裡的人對各種理念、尤其對具有挑戰性的理念，抱持極為開放的態

度。（這篇文章獲得這一行最高的獎勵。）

很多人發現，這篇具有挑撥性的文章對我們這一行是種挑戰，我卻從很不相同的另一方面，感受到挑戰。我是在「如果你發現問題，就去找出答案」的傳統中成長，因此很想為〈輸家的遊戲〉所提出的問題，找到解決之道。就像常見的情形一樣，解決之道要「求諸於外」，而且問題要重新定義。因此我的焦點從「輸家的遊戲」（更加努力，以求擊敗市場，卻徒勞無功）轉移到「贏家的遊戲」，也就是專注比較長期的資產配置和投資政策的大方向。所以本書在1985年初版時，以《投資政策》之名問世，做為投資機構經理人的用書，尤其是要供退休基金和校產基金的受託人參考，其後本書在1993年修訂再版。

個人投資熱潮風起雲湧，使本書得到很重要的新讀者，尤其是把個人退休資產託付給401(k)計畫，因此必須自行建立資產配置或投資政策的人。千百萬散戶需要知道如何在一段很長的期間內，使自己的資金成長。

我很重視散戶的原因有三：第一，散戶實在非常多，美國有將近五千萬人，其他國家的人數幾乎也一樣多；第二，所有個人投資者設計長期投資政策和策略時，幾乎都是真的要「靠自己」，因為很少投資顧問能夠以合理的費用，提供個人所需要的諮詢服務；第三，幾乎所有教人「如何投資」的書籍，都是以虛假的承諾做為賣點，說一般人可以擊敗專業投資人，但是，一般人不可能如此，也做不到。

何況他們不必擊敗專業投資人。讀者很快就會知道，投資要成功，不必靠擊敗市場。試圖擊敗市場，希望績效勝過其他投資人，會讓你分心；把注意力從相當簡單，但十分有趣，又能產生成果的任務移開，疏於設計必可提供最佳績效，又行得通的長期投資計畫。

如果你和我一樣，覺得本書的某些建議相當簡單，請記住我的兩位摯友的話，他們都處在醫學和藥學研究生涯的頂峰，也同意醫藥史上兩個最重要的發現是盤尼西林和洗手。洗手防止助產士將疾病從一位母親身上，傳染到另一位母親，而在1900年前，大多數嬰兒是由助產士接生。而且我的朋友主張，想更長壽，沒有什麼建議勝過戒菸和駕駛時繫好安全帶。個中的教訓是：好的建議不見得很複雜。

時代會變化，現在或許適於勸告讀者謹慎為宜。本書十多年前初版時，證券市場似乎嚴重低估，此後，美國出現驚人的多頭市場，以目前的價位來說，今後不會再見到這種盛況。基本的觀念和政策仍然有效，執行起來卻不再是「輕而易舉」，以目前的行情而言，投資人應當審慎。

在倫敦聖詹姆斯教堂附近，一個多世紀前建立的布多斯（Boodles）是最老的社交俱樂部之一，在這個俱樂部樓下的晨光廳裡，一張英國式大橡木桌盤踞了內側左邊的角落，本書的一部分是在這裡寫成。作者寫作本書的其他地方包括約翰尼斯堡、舊金山、芝加哥、奈若比、緬因州普林斯頓、百慕達、維爾、波士頓、紐約市和亞特蘭大的旅館房間內，以及來往這

些城市的飛機上，當然也包括作者在格林威治的家中。

我以對家人和格林威治公司客戶的承諾為優先，因此完成這本小書花了很長的時間，長長的醞釀期對最後的成果有益，因為這樣讓我有時間和機會，獲得別人深思熟慮之後的若干智慧和知識，並且加在本書內。

很多位朋友慷慨的撥出時間和經驗，閱讀和指點本書成書的各個過程，才使本書能夠以現在這種形式出現。

Claude N. Rosenberg, Jr.堅持要以客戶為導向，並且督促我避免學術寫作的生硬傾向，使本書免於落入本來可能被人遺忘的境地。本書的可讀性要歸功於他。

Dean LeBaron以令人欣悅的方式，結合友善的勸誡和愉悅的「何不如此？」，掩飾了一些真正有疑慮的地方。

Rosalind C. Whitehead以她作家的文才，支持處在困境的朋友，接下艱辛的任務，澄清解釋不清的地方，並且用鼓勵的態度，以澄清為樂。

William G. Burns、Karl Van Horn和Chris Argyris都惠賜我十分中肯的批評，並且提出問題，促成本書增加若干章節，他們的功勞我永誌難忘。

Robert H. Jeffrey以耶穌會教諭的嚴格態度，細讀每一章，給了我體貼的稱許，並且對主要的理論和論證的結構，提出極多的建議，甚至對遣詞用字都提出看法。他在十多年後批評

我，說我對租稅管理著墨太少，幸虧他的提議還來得及影響這本新版，有幸親炙這種誠摯而始終如一的思考和審訂，任何作者都會感激不盡。

Dero Saunders的核訂和指導長才，表現在兩次徹底的改寫上，我現在知道爲什麼他希望大家記得，他是能夠把主禱文（Lord's Prayer）刪掉四行，卻沒有人看得出來的編輯。

Cummings & Lockwood公司的 Paul Bourdeau在遺產稅規畫的觀念上，提供了高見。

Jason Zweig在美國《錢雜誌》服務，以精明、有遠見、是散戶最佳的保護者著稱，他寬厚的以觀察家的識見、作家的技巧和關心，提高了本書每一章的明確度和用處，我們都慶幸有這麼一位友人。

Susan Ellis像過去一樣，用清楚的頭腦，強化了本書的秩序、一貫性和論證的力量。

格林威治公司的Kimberly Breed、Lucy Carino、Ann Del Grande、Jeanne Gans、Sandy Jones 和Debra Jo Pennell等人，一再協助我繕打數量眾多的草稿，終於完成定稿。

日本長期信用銀行的大輪正司（Masanori Owa）不但把本書譯成日文，也把其中的觀念轉介到他的文化中，給予我最誠摯、最令人感動的讚語，而且經由多年來多次的會晤，開啓了一段最愉快的友誼。

我要特別感謝數十位投資專家，他們參與一系列三天的投資政策與作法研討會，研討會由我有幸領導近卅年的唐納遜公司（Donaldson, Lufkin, and Jenrette）的友人和舊合夥人主辦。本書許多理念是在這些研討會醞釀出來，其他理念則分別在我有幸任教的哈佛大學商學院、耶魯大學管理學院，以及每年夏季普林斯頓大學資深專業人士的在職AIMR課程中，和研究生一起發展出來的。

最後，我希望對我國投資機構和證券公司中，眾多才氣縱橫、頭腦清楚、辛勤工作的所有朋友，明白表達景仰和崇敬之意，這是有意義卻有反面意味的敬意，由於他們的高明競爭，我才能提出本書所建議的投資之道。

查爾斯·艾里斯

導 論

投資人重要嗎？

你閱讀本書，不但能夠學到如何投資，而且在不到二百頁的篇幅裡，能學到如何成為成功的投資人，知道你在資本市場的實際限制下，所設計的投資計畫也行得通，絕對可以提供能讓你最滿意、最適合你目的的成果。

從這點來說，當你看完本書後，對於要成為真正成功的投資人所需要知道的一切，就會瞭然於胸。以這麼薄的書而言，這種雄心似乎太狂妄了，然而，其中有著抵銷狂妄的謙虛。

本書不打算從傳統投資管理的角度，解釋如何成為成功的投資人，也就是不探討如何選股，如何進行波段操作或執行投資組合的重大策略性調整。要探討這一類的問題，所需要的篇幅顯然超過本書很多，一定是為從事投資服務的專業投資經理人所寫，而且立論時，也是根據今天主導法人投資的假設——從事主動積極的投資管理，確實可能擊敗其他投資者。這種基