

文化衝突

投資，還是投機？

◆
The Clash of the Cultures
Investment vs. Speculation

約翰·柏格 JOHN C. BOGLE — 著
黃嘉斌 — 譯



序 —— 亞瑟·李維特 (Arthur Levitt)	004
謝詞	007
關於本書	009
1 —— 文化衝突	025
2 —— 雙重代理社會與巧妙陰謀	061
3 —— 基金的沈默	105
4 —— 「共同」基金文化：由管理事業而行銷事業	153
5 —— 基金經理人是否真是受託人？	199
6 —— 指數型基金	235
7 —— 美國退休制度	296
8 —— 威靈頓基金的興衰與中興	345
9 —— 投資人的10項簡單法則以及投機客的警告	399

附錄

- I —— 主要共同基金經理人績效排序，2012年3月 433
- II —— 普通股基金vs. S&P 500指數年度績效，
1945～1975 436
- III —— 指數型基金成長狀況——數量與資產，
1976～2012年 438
- IV —— 威靈頓基金紀錄，1929～2012年 440
- V —— 威靈頓基金股票比率與曝險（Beta），
1929～2012年 444
- VI —— 威靈頓績效vs.一般平衡式基金，
1929～2012年 446
- VII —— 威靈頓基金費用比率，1966～2011年 449

序

亞瑟·李維特 (Arthur Levitt)

「即使是一個人，也可以造成差異。」這是約翰·柏格 (Jack Bogle) 經常掛在嘴邊的座右銘 (也適用於本書)。雖然是藉由這句話讚美與推崇某位相對無權力者的貢獻，但這個座右銘也非常適合套用在約翰·柏格身上。

這個人對於美國金融界的貢獻，不只是一種可以有效執行的概念——指數型基金——而且也是可以有效執行的投資和人生哲學。這種哲學具有雙重效益：單純，而且已經證明可以成功。

認識柏格已經好幾十年，我深深體會他對於投資人講話所具備的獨特能力，他採用的語言，清楚易懂，熱情奔放，而且令人精神振奮。他明確指出，我們金融市場目前存在的利益衝突，最主要是投資人和許多金融專業人士之間的衝突。

對於共同基金的相關討論，他提出一些嚴厲的批判。很多投資人誤認為，共同基金是一種安全而功能相對單純的投資工具，可以提供低成本的分散風險效益。事實上，如同柏格在此處與其他場合詳細舉證的，共同基金有著強烈的動機，試圖造

就本身產業的經濟效益，而不是照顧投資人的長期財富。所以，我們看到某些共同基金不僅收取高額的費用，而且所引用的投資組合管理策略，讓投資人實現的報酬，往往落後股價指數，而且在某股票、類股或策略方面，也明顯存在曝險過度嚴重的問題。

這幾十年以來，柏格持續對抗這類的產業慣例，凡是認識他的人，對於他的這種行為，應該不覺得意外。他是個具備非凡勇氣與智慧的人，而且異常坦率。關於對抗傳統智慧，他從來沒有喪失熱忱和能力，尤其是在獨力作戰的關鍵時刻。柏格絕頂聰明，而且深具說服力；對於金融市場最複雜的議題，他總是能夠直指問題核心。

他熱愛投資，也熱愛投資所能夠辦到的一切。對於企業之業主與經理人排除萬難而共同追求的股東長期報酬，這方面創造出來的奇蹟，總是讓他覺得訝異。他是自由市場最了不起的朋友：最忠實的盟友。可是，當他看到金融投資活動，演變為貪婪的投機遊戲，柏格也沒有保持沈默。他清楚其中涉及的利害關係。

《文化衝突》(The Clash of Cultures) 具有定調的意義，而且不論投資人的年齡如何，這本著作也可以做為哲學與學術方面的根本基礎。整個過程裡，他採用的語言有著令人釋懷的坦率感。由於對於投資人的尊重，他避開花言巧語與過份簡化。

柏格界定了承擔風險和魯莽草率之間的心態差別。他讓成本和報酬之間產生關聯。他解釋指數型產品為何可行，以及積極管理方法為何不可行的理由。他追蹤目前金融市場的根源，回溯到企業代理人的興起，以及隨後的投資經理人——兩者都形成昂貴而刀槍不入的「雙重代理」結構（double-agency），使得真正的投資人／所有人不能實際控制其資產。

華爾街專業人士雖然未必會同意此處所寫的每個字——或甚至其中的某部分內容——但我希望他們會閱讀這本書。集體思維是對於金融市場的最大威脅之一。如果主管當局、市場專業人士、投資人與政策擬定者，都採納共同的假設，來自於相同交易場合，彼此認同對方的基本論述，期待相同的結果，結局將完全可預測，而且也會是一場災難。約翰·柏格破壞傳統束縛的作為，將有助於克制集體思維。我們需要更多像他這樣的人。

本書涉及許多壞人：審核人員、監管當局、政客、信評機構、證管會（我也是其成員之一）、聯準會、賣方分析師，乃至於媒體。這些人集體（以及個別）造成的罪惡，都有共同的受害者：投資人。

他的見解沒錯。有關金融市場的任何改善措施，重心都應該是投資人。不論是法規改革、市場慣例，或新的金融產品，如果投資人的利益沒有獲得最優先考量，我們就應該質疑這一

切的目的何在。有人認為，應該立法揭露更多的資訊。如此並不會讓投資人掌握更靈通的資訊，實際情況剛好相反。藉由法律術語與繁文縟節而揭露的更多資訊，對於多數投資人來說，這些東西猶如不存在。我們真正需要的，是透明化：讓投資人擁有更充分的管道取得資訊、瞭解資訊，讓他們得以更明智評估其投資選項所蘊含的潛在風險與機會。

任何有效的市場規範，「透明」都是其核心所在，因為這可以讓投資人享有更多權力。很遺憾地，增進透明程度的努力，主動權大多來自於資金充裕的共同基金遊說團體，及其相關盟友。美國證管會最近的一項提議，就是典型的例子，該提議希望貨幣市場基金能夠每天按照市場價格重新計算價值。這項改革不僅可以讓投資人更清楚自己持有資產的價值，也讓共同基金經理人可以更精準領會其持有的流動性。可是，共同基金產業想必會阻擾這項提議。

謝詞

本書試圖提供有關當代某些重要成分的鮮明歷史，闡述我們金融體系之性質改變，其中充滿許多個人的軼事。可是，這些改變並非朝好的方向發展。我們必須先瞭解金融體系出了什麼差錯，才能採取必要的步驟，建構一個更好的系統。除非我們能夠以「最經濟、最高效率與最誠實的方式服務個人與機構投資人」——套用我於1951年畢業於普林斯頓大學的論文用詞——我們才能重新兌現過去管理其他人之資金而普遍奉行的信託責任。

各位如果曾經閱讀我過去的著作——總共有9本——想必對於本書準備探討的某些主題不覺得陌生。事實上，我不僅故意重複強調先前著作的某些主題，甚至引用其中的某些敘述。對於那些熟悉我先前著作的讀者，我猜想各位可能會覺得，我當時如果說得很好，現在為什麼說得比較不好？對於新的讀者，由於沒有讀過我先前的著作，所以無從判斷。雖說如此，但《文化衝突》談論的內容，絕大部分都是嶄新的，提供額外的資料，並更新資訊，顯示我們金融界的標準持續惡化，而作者的論述也更加堅定、自信，不怕說老實話得罪人。

我想借此機會，感謝我們公司的三位員工，包括他們的技巧、支持、耐心與沈著。Emily Snyder已經伴隨我23年，貢獻卓越。Sara Hoffman也是如此，雖然才任職7年，卻非常擅長處理我們小小辦公室的諸多雜務。Michael Nolan是務於先鋒公司（Vanguard）長達10年的資深員工，但加入我們才一年，他擅長搜尋與核對資料，協助編輯我的草稿，整理我的資訊來源。他在資訊科技方面擁有的傑出技巧，對於本書得以順利出版，有著巨大的貢獻。

我要特別感謝出版商John Wiley & Sons的Pamela van Giessen，以及編輯Leah Spiro。Leah的工作不簡單，但她總是能夠順利完成，在她的協助之下，本書也變得更好。我過去的助理Kevin Laughlin與Andrew Clarke都回到先鋒公司的系統，他們提供許多珍貴的建議。感謝這些老朋友的持續幫忙。

直言不隱未必討喜，所以我要特別感謝John Woerth，他是先鋒公司的公關負責人，也是我長達25年的老同事。John基於公司的立場而提供一系列的建議，我也儘可能地回應他。雖說如此，我的某些意見未必代表先鋒公司目前管理當局的立場。即使是理性的人，有時候也會有不同意見！

反之，我擔心某些讀者可能會認為本書偏向我所創辦的公司，把本書視為是推銷先鋒公司的某種「商業廣告」。關於這類批判，我只能說我已經儘量保持客觀立場了。資料就是資

料！更廣泛地說，對於我成立先鋒公司所秉持的投資策略和人性價值，我實在不必說抱歉，因為這些策略和價值絕對禁得起時間考驗。

但願讀者喜歡這本書，讓我知道各位的想法。請造訪 www.johncbogle.com，閱讀我的部落格。

約翰·柏格 (John C. Bogle)

Valley Forge, Pennsylvania

2012年6月

關於本書

1951年，我剛踏進這個行業時，投資界倡導的主張，是長期投資。到了1974年，當我成立先鋒公司時，這個信條仍然沒變。可是，過去這幾十年來，我們國家金融圈子的性質，出現了根本變動——而且不是往好的方向變動。短期投機文化猖獗，完全取代了第二次世界大戰結束初期盛行的長期投資文化。資本市場與資本形成的整個發展歷史過程，這兩種文化始終並存，但當今的資本主義已經完全失衡，而且顯然不利於投資大眾——事實上，對於我們的社會也構成終極傷害。

專注於短期投機的相關策略，排擠了長期投資策略，這些改變使得金融圈內部人士直接受惠，而此方面的每塊錢代價，完全都是由客戶負擔。事實上，投資與投機之間的緊張糾葛，正是美國投資界與美國企業界面臨的最嚴重挑戰，這些挑戰終究會損害我們的金融市場功能，威脅我們個人投資者 / 人民累積財富的能力。

所以，我非常擔心我們金融市場當前投機文化凌駕投資文化的現象。我之所以心存憂慮，是基於身為金融界一份子的立場，也是投資界一份子的立場，更是做為這個國家人民的立