

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場。呼應英國作家史諾（C. P. Snow），我稱這種變化為「文化衝突」。半世紀之前，史諾描述某種類似的對立狀況。他的著作《兩種文化》（*The Two Cultures*），強調科學凌駕人文的現象，所謂科學是指精確衡量與計量的文化，所謂人文則是指穩定教化與理性的文化。同樣地，《文化衝突》則是對照長期投資文化與短期投機文化，前者是知識份子、哲學家與歷史學家的基石，後者則是數學家、技術者與煉金師的工具。

對抗這種投機凌駕投資的趨勢，似乎是公然挑釁我們的科技文明發展。各種創新發明、資訊、立即通訊與競爭，畢竟都為我們的社會帶來了巨大的貢獻。可是，我認為，我們的金融體系應該不同於無所不在的其他經濟和商業系統。

「價值創造」與「尋租行為」

經濟學家描述的所謂「價值創造」（value-creating）活動與「尋租」（rent-seeking）活動，兩者之間存在性質上的根本差異，前者可以幫社會創造價值，後者則會讓社會整體損失價值。一個可以提供嶄新或改進的產品/服務，透過更有效率的管道運送，價格更具競爭力；另一個只是把經濟所有權由某方轉移至另一方。

如同法律訴訟案子一樣：某方贏，另一方輸，但律師與司法系統將因此獲利，所以訴訟雙方整體將發生損失。政府的運作方式也是如此：政府支出之前，其稅金收入就會因為官僚體系的費用而減少。金融系統更是典型的範例，投資人彼此之間進行交易，有人會獲利，有人會虧損。可是，由於交易本身會發生成本，所以投資人整

體而言，將因為交易活動而發生淨損失。

不錯，當今的金融體系也能創造價值——創新發明、即時資訊、龐大的流動性，以及某種程度的資本形成。但是，科技並不能排除金融體系發生的摩擦性成本。單位交易成本雖然顯著下降，但交易量大幅增加，所以金融體系的整體交易成本持續上升。金融市場出現了無數讓華爾街受惠的創新發明，付出代價的卻是其客戶/投資人。前聯準會主席，最近擔任歐巴馬政府經濟復甦委員會主席的保羅·沃克（Paul A. Volcker），在媒體記者追問之下，表示最近四分之一世紀以來，金融界最有用的創新發明是「自動提款機」（ATM）。（保羅最近對我表示，期間如果延伸到過去 40 年，他會把 1975 年的指數型共同基金包含在內，視為對於投資人最有用和最正面的創新發明。）

60 年的觀點

我撰寫本書的最主要目的，是要對於我現在已經從事 60 年之金融生涯親眼見證的金融文化驚人變動提出警告——也就是現代投機文化逐漸而持續的發展，還有金融市場特有的狂熱活動，複雜的金融產品，以及各種證券的衍生性交易工具（不是這些證券本身）。這些特質瀰漫於當今迅速成長的金融體系，充滿自利與貪婪慾念。將來——如果不是已經發生的話——勢必會對於我們的投資人、社會、國家造成嚴重的傷害。

這種短線投機風潮，已經成為新的主流文化，嚴重侵蝕了我在 1951 年剛踏入金融圈子看到的長期投資傳統文化。事實上，我的金融生涯是從更早的 1950 年開始，當時我的普林斯頓畢業論文就是研究共同基金產業。我開始閱讀美國證管會向眾議院提出的 1,059 頁 4 巨冊報告，記錄著 1940 年通過之投資公司法案（Investment Company Act）的重要始末事件。這個法案是對於發生在 1920 年代非常類似（如同後來演變所顯示者）之投資公司領域侵犯行為的回應，這些行為結果導致 1930 年代的崩解。最近爆發的危機事件雖然不是歷史重演（套用馬克吐溫的可能用語），但彼此的韻律相當一致。

2011 年夏天，我開始著手準備本書的草稿，但很快就發現我不僅是親眼目睹這 60 多年來金融歷史發展。事實上，我還是這段歷史的最積極參與者之一。這段漫長生涯的過程，對於我重視的許多重要議題，我實際上都可以發揮影響力。所以，我是出自於某種歷史使命感而撰寫本書，免得這些故事將來由某些只具有旁觀者身份的人敘述。《文化衝突》不是談論 2007 年開始之金融危機的另一本書，而是從自由市場資本主義和資本形成立場，探討全球與美國金融和商業歷史上所發生之長期劇烈變動。

重點

本書第 1 章談到一些概念，這也是我最終寫成「文化衝突」的最初構想。這些構想取材自我在 2011 年春天幫《投資組合管理雜誌》(Journal of Portfolio Management) 寫的一篇論文，這篇文章則是整理自我更早幾個月前在華爾街美國金融博物館的演講。這篇論文的主旨，是凸顯短期投機文化如何凌駕於長期投資文化之上。舉例：近幾年來，美國股票的年度交易金額——為了創造交易成本而必要發生的行為，對於交易者構成負面價值——平均大約是 33 兆美元。可是，資本形成——換言之，引進新資金於最迫切與最佳用途，譬如：成立新事業、開發新科技、醫療突破、既有企業更新現代化廠房和設備等——平均每年只有 2,500 億美元。所以，我們股票市場體系的整體活動大約有 99.2% 屬於投機，資本形成大約只佔了 0.8%。

第 2 章探討我目睹資本主義之各種失敗現象的雙重近因——「雙重代理社會」(Double-Agency Society)，其中大型企業經理人/機構與大型投資經理人/機構互動而形成「巧妙的陰謀」(Happy Conspiracy)，專心操作股價波動的金錢遊戲，而不是營造企業的長期內含價值。處在這種雙重代理系統，企業經理人/機構與投資經理人/機構都無法克制而優先考慮自身的利益。

如同本章提出的，我們的「守門人」——法庭、美國國會、主管機構、會計師、信評機構、證券分析師、基金經理人、企業董事，乃至於股東們——大體上都不能履行其職責，沒有糾正發生在他們眼前的諸多荒唐現象。這個時代推出的高風險「創新」證券，我們某些最大型企業玩弄的金融詭計，還有美國國會對於不符資格房屋買家超額貸款的制裁等，只代表無數案例的少數。

第 3 章「基金的沈默」，我敘述機構基金經理人——共同基金經理人與其相關的退休基金經理人，他們共同掌管了美國退休基金的絕大部分資產——沒有為了維護基金持有人與退休基金受益人的利益，履行他們應該負責執行的公司治理職務。我運用兩個當前事件做為例子，說明這些管理「其他人之資金」的經理人的缺失：企業主管報酬制度與企業政治捐獻的浮濫。現在正是這些經理人應該站起來負責的時候，優先考慮客戶的利益。

共同基金

由某種意義層面上來說，本書第 4 章是由整體而轉向特定，討論共同基金產業在我過去 60 多年專業生涯內的變化。這段漫長的期間內，共同基金產業的資產管理規模，成長了將近 5,000 倍，由 25 億美元演變為 12 兆美元。專業經理人過去原本只需要專注於投資活動，現在則儼然成為重視行銷的生意人。當然，共同基金產業的成長，

使得這方面變化成為不可避免。可是，這個產業的諸多變化也造成了反效果，由私有制演變為幾乎全然的公有制，基金經理人幾乎完全被金融集團控制。對於基金持有人（股東）來說，這是悲劇性的變化。

先鋒公司（Vanguard）的成立，與其採行的真正共同（基金股東擁有）結構，截至目前為止是唯一的異類。本章解釋這個結構為何最適合運作，以及這終將成為產業主導結構的理由。如此一來，可以把這個一度優異的產業，帶回其傳統的根源，本章提出一些改變建議，試圖做些補救：建立信託職責的美國政府標準，把基金股東的利益擺到優先考量。

現在，我們都知道投資信託職責是什麼意思：把提供資金給機構的投資人／當事人之利益，優先擺在管理資金之經理人／代理機構的前面。由於投資人很難憑著直覺衡量信託職責，本書第 5 章將協助共同基金投資人衡量其基金經理人，根據 15 個不同基準做評估。本章內容或許會造成一些爭議，因為我提出了我自己的評估基準——雖然可能存在瑕疵，而且也失之於主觀——針對先鋒公司與三個其他基金經理人規劃了我所謂的「管理係數」（Stewardship Quotient）。

指數型基金

1975 年，我創立了第一個指數型共同基金，也就是現在的「先鋒 500 指數基金」（Vanguard 500 Index Fund）。當時就如同現在一樣，我認為這是長期投資的最具體典範，分散投資美國的股票，具有最高的節稅效率，成本也壓到最低，設計上適合「永久」持有。現在，這個基金是全世界規模最大的股票共同基金。本書第 6 章將敘述這個基金成立的歷史，其投資優勢，其最低成本，以及其優異的績效表現。正因為具備這些條件，使得指數型基金得以成長，並居於當今共同基金產業的龍頭地位，持有股票基金總資產的 28%。

可是，指數型基金發展成為市場主導產品的漫長過程，卻發生一件很有意思的現象。1990 年代初期，出現一種新的指數型共同基金，也就是所謂「整天即時」交易的基金。原則上，ETF（exchange-traded fund，集中市場掛牌基金）方便於投資人從事短期投機，不只是標準 ETF 產品的 S&P 500 指數而已，實際上有 1,056 種（！）各類的所謂指數型基金，有些甚至是以信用擴張為號召。這顯然不同於我多年前專為長期投資人設計的 TIF（traditional index fund，傳統指數型基金）。本書第 6 章的後半部份，我會表達個人對於這種指數型文化帶來之劇烈衝擊的看法。ETF 當然是 21 世紀截至目前為止最偉大的金融行銷概念。至於這種產品對於投資人來說，究竟是否是一種偉大或好產品，則仍然有待時間來證明。（記住，ETFs 擁有的資產價值，目前已經超過 TIFs。）

我們的退休制度：即將出軌的火車

美國退休制度也受到投機風潮侵蝕，但許多應該有所作為的金融界領袖卻對此無動於衷。如同本書第 7 章所做的解釋，社會安全（**Social Security**）是美國退休制度的主軸，而其參與者除了賭我們的政府會整頓這套制度或面臨相關後果之外，似乎也別無其他選擇。（根據我的觀察，簡單的整頓不至於涉及浩大工程，可以逐步進行改善。我們的政客們如果不能及時採取行動，那就真的是丟人現眼。）同樣地，我們的企業與地方退休基金也賭他們將來賺取的年度投資報酬大概會有 8%，這種不切實際的幻想，最終會招致嚴重的經濟後果。

更甚者，由於現在的趨勢發展，是由「確定提撥制」（退休金性質）逐漸取代「確定給付制」（儲蓄性質），退休計畫參與者的選擇，將涉及下列各種投機風險：1 參與者有生之年賺取的退休計畫投資報酬；2 哪些積極經理人會有優異表現；3 某單一企業的股票表現（雇主經營的企業），或得以生存與否；4 資產配置。（很多退休計畫參與者的態度過於保守，很多人的態度則過於積極。至於此兩個極端的中間部分，態度雖然明智，但是當然是無關的。）我的結論認為，不論是國家提供或個人的退休制度，如果不從結構和執行層面上做改革，我們將面臨火車出軌的後果。

威靈頓基金

同時抱著尷尬與驕傲的心情，此處要介紹我親身經歷的案例，說明某個美國最古老、最輝煌，以及目前最成功共同基金的文化發展。本書第 8 章將敘述威靈頓基金（**Wellington Fund**）的歷史。1951 年，我大學畢業之後，加入該基金，而且一直到今天都與威靈頓基金保持關係，最初擔任員工，然後擔任主管，後來晉升為執行長，最後在 1999 年擔任「榮譽」職務。自從 1928 年成立以來，威靈頓基金就標榜長期投資的傳統文化（「一種證券的完整投資計畫」），但在 1966 年的新管理團隊主導之下，我屈服於股票市場當時盛行的急功近利風潮而引進新的投機文化。我承認，關於這項愚蠢的行動，我必須負起部分責任。可是，到了 1972 年底，當股票市場創峰位之後，我在寫給該基金投資組合經理人的備忘錄裡，嚴厲提出抨擊。

當然，這段期間股票市場呈現的過熱行情很快就崩解，威靈頓基金持有的資產價值也大幅萎縮將近 80%。我恢復了威靈頓基金的原始文化與辛苦營造的聲譽；關於這點，我深覺虧欠終身好友與導師瓦特·摩根（**Walter L. Morgan**），他是該基金的創辦人。在 1978 年的一份備忘錄裡，我清楚說明如何辦到這點，並且得到基金董事會的支持，我強行恢復長期投資的文化。我清楚說明新策略，甚至提供一份股票投資組合的樣本。基金顧問接受這方面的改革，而且有效執行。（本章提供 1972 年和 1978 年的備忘留言摘要。）對於《文化衝突》的讀者來說，我希望藉此提供某個明確的實例，顯示短期投機通常會導致失敗，長期投資更可能成功。我的專業生涯讓我身處這個議題雙方的最核心；威靈頓基金的發展歷史就是最經典的模型。

1966年，我犯了嚴重的錯誤，臣服於股票市場當時盛行的投機風潮；我也因此付出慘烈的代價（我被炒了魷魚）；我在先鋒公司扮演的角色，則獲得了修正自身所犯錯誤的大好機會。威靈頓基金隨後的復活，可以說是我長期專業生涯的最大喜悅。

競技場上拼搏的人

本書原本是某位有志觀察者整理的歷史紀錄，但後來——很大成分內——卻成為金融世界某位積極參與者的個人回憶錄。我在本書闡述的諸多軼事，讓我憶起漫長專業生涯經歷的許多趣事，以及所面臨的各種挑戰機會，還有——雖然一路走來也呈現缺失、觸犯錯誤——我為了營造投資人利益而召喚的力量和決心。是的，即使清楚這些努力將讓我遭受許多挫折，我承認對於自己贏得的許多勝利仍然深感驕傲。

這個時候，我不免憶起「競技場上拼搏的人」(The Man in the Arena)，也就是美國老羅斯福總統 (President Theodore Roosevelt) 藉由下列經典措辭描述的人：

並不是評論者說了算數；也不是那些指出強者怎麼摔倒，或行為者應如何做更好的評論說了算數。真正的榮耀，應該歸屬於那些實際在競技場拼鬥、臉上沾滿灰塵和血汗的人；那些英勇戰鬥的人；那些屢屢犯錯、不斷遭受挫折而繼續拼鬥的人，因為所有的奮鬥都免不了錯誤和不足；可是，那些實際拼鬥的人，才是真正有作為的人；他們才知道什麼是真正的熱情、真正的投入；為了崇高的目標奉獻自己；他們之中的最幸運者，最終將品嚐勝利的滋味，最不幸情況下，如果失敗，他們至少是勇於嘗試而失敗，所以其地位絕對不是那些懦弱冷漠而不知何謂勝利和失敗的人所能相提並論的。

至於我的審判，陪審團當然還沒有達成結論。可是，我承認，我無從擔心別人可能給我的評價。是的，我曾經犯錯。是的，我經常有不足之處。可是，即使我最終被認定為失敗，那麼我的失敗至少已經投入熱忱；至少我最珍惜的理念成就——共同的基金結構、最廉價的成本、指數型共同基金、停收手續費、創立債券基金的新結構——已經獲得證實；至少我已經奉行了「在經濟上，誠實而有效地」服務美國人民投資人的崇高目標——這也是我在 60 年前寫在普林斯頓大學畢業論文的詞句。很快地，歷史就會給我該有的評價。

某些投資指引

是的，我們的時代正面臨著資本主義湧現的許多缺失，想要營造一個更適合投資人生存的世界，其挑戰仍然嚴峻。我們的金融體系除非進行徹底的改革，否則問題應該會愈來愈嚴重。所以，我認為，對於美國資本主義的這種見解，尤其是短期投機凌駕長期投資的金融文化，想必可以促使各位成為更關心的公民，更睿智的投資人，

並且在金融狀況更穩定的將來，成為更成功的資產累積者。

可是，即使對於當今的新金融文化深感失望，也不應該——不能——讓自己不參與投資活動。首先，因為不做投資，只能保證我們最終將一無所有。其次，撇開短期投資的瘋狂世界不談，仍然有符合常識的長期投資機會，容許我們在上市公司賺取的利潤之中，分享合理程度的一杯羹。

所以，本書第 9 章，也就是最後一章，我認為，讀者如果能夠堅持到最後，閱讀我的所有想法、歷史和軼事，就應該得到適度的獎賞：提供某些法則（事實上，有 10 個法則），幫助各位藉由長期投資，達成財務目標。關於這些法則，第一個法則最重要：金融市場回歸均值（**reversion to the mean, RTM**）的永恆法則。多數人認為，只要觀察昨天的贏家，就能找到明天表現最好的基金。可是，我提出 8 個主要基金做為例子，它們都一度是共同基金產業績效最佳者，但後來都搖搖欲墜，甚至解散。（這個 RTM 法則也適用於股票市場本身，以及上市公司賺取的投資報酬，我提供過去一世紀以來的資料。）對於短線投機客，我所能夠做的唯一建議，就是這方面的警告：停止！

不論各位是否認同《文化衝突》的論述，想要尋找某個優於我們目前所處的金融體系，或是不認同；也不論各位是否滿意當今的美國資本主義狀況，各位都必須做投資。有一天，我們將整頓目前相當不堪的企業金融體系。如同邱吉爾指出的，最終「你絕對可以信賴美國人會做出正確的事情，但必須在他們嘗試了所有其他一切之後。」所以，我的最後一章，提供某些投資指引，目的是要協助各位穿越目前遍佈荊棘的金融體系叢林。我的結論：「堅持到底」。

所以，本書的主張如果符合各位認定的常識和智慧，請接受我的建議，無畏地迎接未來的繁榮與蕭條；發展過程裡，倫理道德喪失、內線貪婪致富、投資人報酬降低等現象將慢慢改善。然後，成為投資大軍的一份子，站起來，勇於對抗不公不義，承擔我們社會面臨的嚴苛挑戰，繼續服務我們偉大的國家。「無論如何，繼續挺進。」