

巴菲特、彼得林區、愛德華索普都推崇，真正可以賺到錢的投資方法

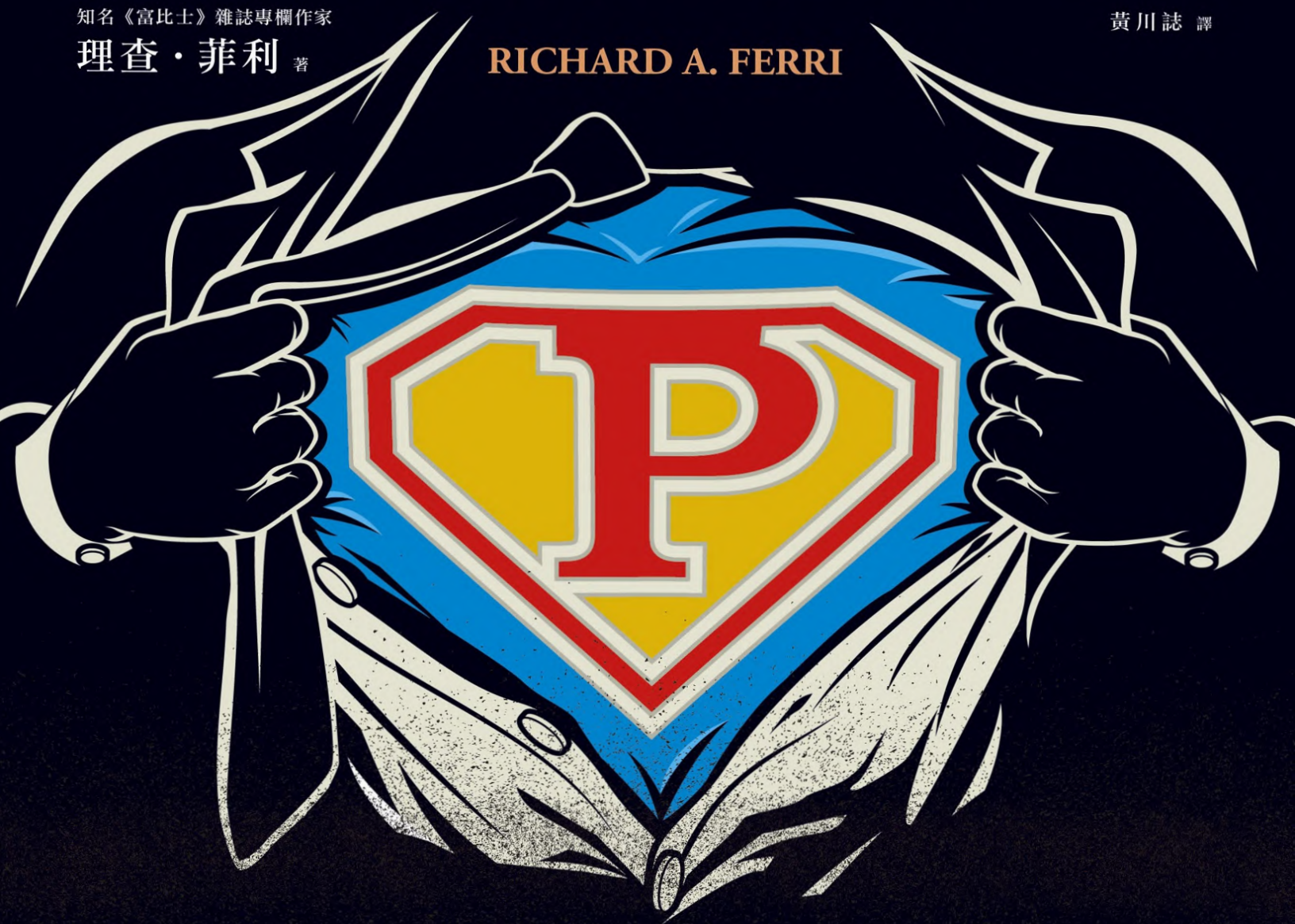
# 被動投資學

知名《富比士》雜誌專欄作家

理查·菲利 著

RICHARD A. FERRI

黃川誌 譯



## THE POWER OF PASSIVE INVESTING

*MORE WEALTH WITH LESS WORK*

ameryu 「A大的理財心得分享」版主 | Ffaarr 「Ffaarr的投資理財部落格」版主

Jet Lee 「Jet Lee的投資隨筆部落格」版主 | 竹軒 「竹軒的理財筆記」版主 | 余家榮 「效率理財王」版主

林長揚 簡報教練、暢銷作家 | 清流君 財經YouTuber | 陳逸朴 「小資YP投資理財筆記」版主 | 綠角 財經作家 熱情推薦

巴菲特、彼得林區、愛德華索普都推崇，真正可以賺到錢的投資方法

# 被動投資學



THE POWER OF  
PASSIVE INVESTING

*MORE WEALTH WITH LESS WORK*

理查·菲利 (Richard A. Ferri) —— 著

黃川誌 —— 譯

推薦序

## 投資是用錢賺錢，不是加班賺錢

財經作家 綠角

---

什麼叫投資？

簡單的說，就是用錢賺錢。讓錢生出更多的錢。

如何達成呢？

其實很簡單，你必須把錢放在有回報的資產，譬如股票與債券。這些資產有機會帶來勝過通膨的實質報酬。

而股票跟債券都會波動，假如遇到向下的波動，反而會造成虧損。

為了避免這個問題，有些人努力判斷短期市場未來走勢。他期望自己在下跌前離開市場。上漲前回到市場。這叫做「擇時」。

金融市場有成千上萬支證券。其中有表現好，也有表現很差的股票。為了避免投資賠錢，很多人努力挑選證券。這則是「選股」。

很多人努力研究總體經濟指標、公司基本面等各種投資資訊，想要完美擇時，成功選股。

到這裡你會發現，這些投資人其實不是單純的用錢賺錢。他們是很努力的投入自己的時間、精力與資源。就跟上班一樣，是很費力的，用工作賺錢。

假如這些投入可以帶來比較好的投資成果，那也算是值得的努力。

問題在於，在金融市場這些主動的努力，帶來的不是比較好的成果。通常是適得其反。

想要擇時進出，你會發現時間點很難拿捏。以為市場已經漲得太高即將下跌，你離開市場後，卻仍是持續上漲。你以為市場跌很深，已經

到低點了，大力買進，然後發現真正的主跌段還在後面。

想要成功選股，你會發現很難操作。一支股票漲50%了，你覺得賺夠了，獲利了結。結果它是一支漲10倍的股票。一支股票已經跌很多了，你低點加碼。結果是變壁紙。

投資界已有大量的證據與討論，證明主動投資很難帶來加分的效果。

想想看，假如有一個工作，每加班一小時，扣1,000元的薪水。你會想加班嗎？

但投資時，很多人努力的主動選股、擇時進出，去做這些很可能降低自身報酬的事。這不就是一種「負薪資」的工作嗎？

努力，要放在正確的地方。在很難帶來效用的地方投入心力，恐非明智之舉。

投資最難的一點，就是要體認金融界有許多跟直覺完全相反的現象。主動選股與擇時進出通常會降低報酬，就是其中之一。

這並非無法克服的障礙。現代人都知道，地表看來是平的，但地球是圓的。看起來太陽繞著地球轉，但事實是剛好相反。當我們都可以用理性觀點了解這些自然現象時，沒有道理我們無法理解投資界的反直覺現象。

事實是，投資人不需要主動投資，被動往往是更好的選擇。

不需選股，採用低成本指數化投資工具投入市場；不用擇時，採用一個符合自己投資目標與風險忍受度的固定股債比率投資組合。就會帶來勝過大多主動投資者的成果。

但有很多人希望你這麼做。

主動型基金業者不希望。因為這樣一來，誰要投資他們的高成本主動型基金呢？

財經媒體不希望。因為假如你知道那些立足於過去績效的基金獎根本沒有參考價值，占據整個版面的經濟分析意義也不大。那還有誰要看

他們的報導？

你自己的心魔恐怕也不希望。很多人想著：「要主動才有機會取得更好的成果」（事實是機會渺茫）、「要主動研究，才會顯得自己有投資素養」、「要主動，日後才有機會拿出可誇耀的高超報酬」。

克服這些外在與內在的反對聲音，學會並了解為什麼指數化投資與資產配置會是更好的方法。然後實際去做。

當你的閱讀與思考，讓你懂得放棄主動投資，堅持指數化投資與資產配置時，你會發現，這是一個最值得的投資。你也會發現，自己將達成投資的真義，那就是單純投入市場去賺取報酬。而不是努力半天，卻減損成果。

《被動投資學：巴菲特、彼得林區、愛德華索普都推崇，真正可以賺到錢的投資方法》完整解釋被動投資的論點與優勢，也說明實際執行時如何克服障礙。對於想要充分利用被動投資優勢的投資人，是一本不可或缺的投资書籍。

推薦序

## 必定會贏的指數化投資哲學

指數基金教父 約翰．柏格

---

在《被動投資學：巴菲特、彼得林區、愛德華索普都推崇，真正可以賺到錢的投資方法》這本書當中，理查．菲利提供我們一種投資策略正發生實質革命的全面指南。直到1980年代，對個別投資人而言，「選股」都是最主要的投資方法。接著，到了1990年代，透過專業投資經理人進行主動型基金管理的狀況逐漸上升。而後，漸漸的，被動投資（index investing）——買進並持有代表整個股票市場（或債券市場）或這些市場中不同類型的投資組合——已經吸引投資人最多的關注（與資金投入）。

理查的書，一開始就說明指數型基金的歷史背景。身為見證第一檔指數型基金創立的人，我能夠為他所撰寫的時間順序的正確性作證（我在領航集團（Vanguard）這家新興的新貴公司，做出的第一個決定，就是在1975年5月成立世界上第一檔指數型基金，並且開始營運）。另外，我們同時也學到包括：崔諾（Treynor）、薩繆森（Samuelson）、墨基爾（Malkiel）、艾利斯（Ellis）以及夏普（Sharpe）等人闡述，有關指數投資的其他先驅性概念。

在此有個很簡單的事實是，指數投資贏了，因為指數投資必定會贏。畢竟，身處投資族群當中的我們每個人，都是投資大眾平均數的一分子（在全年總收益為7%的股票市場當中，我們每個人都平均分配那7%的報酬）。但是，在我們將投資成本列入計算後——我稱它為「賭場荷官（croupier）」費用，估計是2.5%——我們（同樣的，仍是同一個投

資族群）能夠獲得的淨報酬率就只剩4.5%。最好的指數型基金會贏的原因，單純的是因為它們免除了管理費、銷售佣金，同時將營運成本、投資組合的週轉率與週轉產生的成本降到最低。在這種作法之下，他們每年提供的服務費用，低到只要總資產1%的十分之一而已。正是這「簡單算數的無情規則」（relentless rules of humble arithmetic，編按：也稱為「主動式管理的算術」，指的是將金融市場的報酬減去金融管理的費用，才等於投資人實際獲得的淨報酬），驅動了被動投資的理論。

不過，菲利把我們從理論帶往真實世界，提供許多範例、圖表，證明指數投資獲勝的原因。跟很多分析師一樣，他發現，對基金未來（相對）報酬的最佳預測指標，不是基金過去的業績而是低成本。在等權重比例相同的共同基金投資組合，在未來的25年，能夠擊敗市場報酬率的機率僅有3%（如果持有十種共同基金的投資組合，勝出機率則只有1%）。同樣的，歷史紀錄又再次證實假說的正確性。

本書也很徹底的討論像儲蓄與投資、資產配置，以及僱用投資顧問，這些範圍廣泛的問題；這全都是理查的專業領域，而且他更是一位直率的被動投資倡導者。在這本很棒的書中，他表示只向服務的客戶收取最低的費用，他說到做到，言行一致。我向各位推薦這本書。

——約翰．柏格

福吉谷，賓夕法尼亞州（**Valley Forge, PA**）

**2010年9月**

## 謝辭

---

關於這本書，我要感謝很多人。首先，是我很有耐心而且鍾愛的太太達莉亞（Daria），我要把這本書獻給她。其次，要特別感謝約翰．柏格讚賞有加的序言，還有梅爾．林道爾（Mel Lindauer）、史考特．賽門（Scott Simon），以及艾德．陶爾（Ed Tower），很仔細周密的閱讀手寫的原稿，並且提供一些關鍵性意見，讓本書變得更好。

我同時也要感謝下列的人，透過提供研究、推薦支持，以及協助我校對。這些人包括：魯迪．奧古利亞（Rudy Aguilera）、芭芭拉．比龐（Brab Biban）、羅伯特．布羅卡姆（Robert Brokamp）、史考特．伯恩斯（Scott Burns）、強納森．克萊蒙特（Jonathan Clements）、史坎特．達西（Shikant Dash）、隆．德里格（Ron DeLegge）、查爾斯．艾利斯（Charles Ellis）、哈洛德．伊凡斯基（Harold Evensky）、蘿絲．瑪莉．菲利（Rose Marie Ferri）、謝里爾．嘉瑞特（Sheryl Garrett）、克雷格．伊斯拉森（Craig Israelsen）、理查德．金（Richard Kang）、泰勒．雷利摩爾（Taylor Larimore）、凱文．羅夫林（Kevin Laughlin）、亞倫．洛斯（Seddik Meziani）、拉米洛．桑契斯（Janet Novack）、比爾．蘇西斯（Bill Schultheis）、馬汀．史威爾（Martin Sewell）、勞倫斯．席格（Lawrence Siegel）、米奇．土克曼（Mitch Tuchman），以及吉姆．維瓦達特（Jim Wiandt）。另外，還有很多給我鼓勵的柏格頭論壇（Bogleheads.org）成員。

最後，我希望能感謝負責保衛我們這個偉大的國家，所有在武裝部隊的男性、女性成員。他們無私的將自己置身於險境，除了希望我們提供堅毅的支持外，別無要求。這本書的版稅，將捐給慈善機構，以協助

受傷的士兵、海軍士兵、海軍陸戰隊士兵，以及空軍士兵。請永誌不忘；自由不是免費，是有代價的。

## 前言

# 最佳獲利公式， 就是「指數投資」＋「被動策略」

---

你是否曾經因為認為某種產品比較好而去買它，但是對結果感到失望？這正是大多數共同基金的問題，因為它們並沒有履行諾言。

大多數情況下，投資人購買共同基金，是因為他們相信基金經理人，會賺取比市場平均值還要更高的報酬；只不過一般的情況並不是如此。大部分試圖戰勝市場的基金都表現不佳，有些基金的表現甚至差距很大。當現實中這種很平庸、不夠好的結果接連不斷湧現時，投資人的希望很快就會消失。接著，他們會再尋找新的基金，意圖尋求新的希望，但卻又再次失敗。這種惡性循環在共同基金產業裡幾乎存在一世紀之久。

如果你認為你所挑選的或是你的顧問選擇的共同基金能戰勝市場，那就很有可能使得你一生的投資組合報酬都低於市場報酬。戰勝整體市場報酬的情況是不會發生的，至少在很長時間內是不會出現的。或許有一檔或兩檔存續夠久的基金能夠達到這個困難的目標，但是隨著時間推進，由好幾檔基金組成的整個投資組合是無法戰勝市場的；而這，幾乎是可以肯定的事。

基金公司的廣告，總是在暗示他們的經理人已經取得了很優異的報酬，並且你可以利用他們的這項技能，在未來賺取更高額的報酬；但這只是一廂情願的想法。基金經理人做為投資團隊的一員，其實並沒有特殊天賦，如果他的績效勝出市場平均值，大多是因為運氣而不是與能力有關。針對這點，學者們已經這麼說了好幾十年。

其實還有其他的選擇。當主動型基金經理人持續收取很高的費用，卻未能履行會有高報酬的承諾時，就成為進行被動投資一個很有說服力的例子。被動投資是關於投資在低成本、被動管理的指數型基金、指數股票型基金（**exchange-traded funds**，後文皆以英文縮寫**ETF**指稱），在扣除少許的費用後，能與金融市場的報酬相匹配。比起主動式管理的基金，這樣的策略，能夠讓你的投資組合的報酬更接近市場的報酬，並確保你能從這些報酬中獲得公平份額的報酬。

身為投資人的目標是，在一定程度的風險下，使選定的投資組合賺取最高的報酬。在相同程度的風險下，持有指數型基金、ETF被動式管理投資組合的績效，將會勝過壓倒性多數、試著想要擊敗市場的主動式管理共同基金投資組合的績效。換句話說，被動式的投資組合將會大幅增加你達成財務目標的可能性。

這本書提供詳細的研究報告與無可否認的證據，來支持被動投資的方法。書中回溯數十年前的學術研究報告、數據，這些資訊清楚顯示，想要戰勝市場，在過去一直都不是個可靠的投資策略，而且也沒理由可以相信，這種投資策略在未來能擊敗被動投資。反之，被動投資提高了你個人或你為他人監管的投資組合的成功機率。因此，被動投資是強而有力的投資方法！

## 想要賺到錢，先改變你的投資信仰

華爾街到處充滿承諾。主動式管理共同基金的公司推銷產品時，往往讓人們感覺到，公司擁有非常精明、消息靈通的人員，且將能賺取高於市場的報酬。然而大多數投資人都沒注意到的是，學術領域的研究事實已經證明，大多數的基金皆無法達成這個目標。任何基金可以獲得優異報酬的機率都非常的低，儘管它有可能會發生，但是發生的機會卻

是微乎其微。

在美國高速公路沿途，威力球樂透彩（Powerball lottery）的廣告看板上，只顯示了可能贏得的獎金，但卻沒有說明中樂透彩的機率是多麼的低。大多數的投資機會也是用這種方法進行銷售。華爾街宣傳、推銷的是，賺取優異報酬的可能性，而不是賺取優異報酬的機率。

挑選到獲勝共同基金的可能性極低，並不是投資人唯一的問題。第二個問題是，支付的報酬。少數成為贏家的主動型基金，並沒有支付超過市場報酬的足夠超額報酬，來彌補選擇的風險。多數主動型基金的報酬不只輸給市場報酬，而且遠低於市場報酬。而少數獲勝的主動型基金的績效表現並不夠好，無法補償其他主動型基金大量虧損的不良結果。

主動型基金投資人的第三個問題是，當多個基金同時在同一個投資組合時，會出現損失的情況。這是因為由數個主動型基金組成的投資組合，和單個獨立基金相比時，成功的可能性是比較低的。當愈多主動型基金加入投資組合時，整個投資組合績效會勝出的機率，將戲劇性的滑落。而且這個問題，會隨著時間推進變得更加惡化，經過一段時間後，主動型基金績效勝過被動投資方法的機率將會降到接近0%。

獲勝的主動型基金，只占全部已發行基金的很小比例，而如果想要預先辨認出這些獲勝的基金，更是幾乎不可能的事。並沒有任何方法經過證實，可以正確預測未來會獲勝的主動型基金是哪些。當然，這並沒有阻止市場上許多主動型基金的投資大師，宣稱他們擁有一個能成功的主動型基金挑選公式，且會在收取費用後把基金賣給你。然而這些都只是行銷手段，旨在讓投資人把錢掏出來。

企圖藉由挑選主動型基金來賺取高於市場的報酬，是無效且浪費時間與金錢的作法。在了解這個事實且承認這一點後，就能讓你擁有前往另一個方向的自由——就某種意義上而言，這正是改變信仰。

## 當「被動投資」對上「主動投資」

本書為買進低成本的指數型基金、ETF，展現無可辯駁的事實。它強化數十年來，學術界已經證明的一種投資哲學，它比很多擊敗市場基金的策略，能夠實現更好的報酬。隨著被動投資帶來的力量，你可以建立獲利性更高的投資組合，同時符合你或你協助監管金錢的這些人的需求。

被動投資依據的前提是，所有金融市場的參與者，會比不同意這個價格且試圖預測價格走向、賺取超額利潤的個別投資人，更擅長確定有價證券（股票或債券）的價格。而事實也正是如此。每個有價證券的買家，在市場上都會有一個相對應的賣家。整體市場的報酬，是投資人唯一可以獲得的報酬，這個報酬也是由所有投資人一起分享。如果有某個人賺取了較高的報酬，這意味其他人將失去獲得報酬的機會。除此之外，市場也就沒有其他的報酬了。

但是有個問題：投資人並無法賺取整體市場的報酬，因為資金管理並不是免費的。要進行數千億美元有價證券的交易、管理投資，每年都得扣除一些費用，因此你很容易就能了解，為什麼投資人不可能長期勝過市場。由於投資成本的關係，一般投資人的績效一定會低於市場的績效。

如果你只是閱讀共同基金、證券經紀商、資金管理公司，以及投資顧問提供的廣告，或是看大多數書籍、雜誌、投資時事通訊及網站的內容，你是無法知道這一點。它們的作法是，讓每個人看起來好像都是贏家；然而那既非事實也不正確。

本書運用低成本的指數型基金、ETF，建立長期、健全的投資策略的案例，讓你能夠更接近市場正常的報酬。這本書的內容在於闡明量化投資的目的，然後在風險可控制的架構下，去執行一項最有可能實現該

目標的審慎計畫。

## ■ 共同基金讓投資變得容易

共同基金是很重要的投資工具。它們藉由將許多投資人的資產匯聚在一起，以取得規模經濟，就讓投資人可以用相對較低的成本，參與全球的金融市場。此外，基金持有者也享有基金每天的流動性，只要市場有營運，他們可以在任一天，買進或贖回基金。

現代的基金產業，是在1924年從美國波士頓開始的。儘管在貧乏、不足的情況下起步，基金產業還是在歷經了1929年的美國股市大崩盤、經濟大蕭條後倖存了下來。而到了現在，已有數百家共同基金公司，提供客戶7000檔不同的共同基金，其中包括大約1000檔ETF。

直到1976年，領航集團（Vanguard Group）才推出市場上第一檔公開的指數型基金。這種基金的概念普及得較慢；然而，沒過多久，投資人就意識到這種指數投資的價值。時至今日，已有數百種的指數型基金，它們幾乎追蹤了所有的資產類別、投資種類和風格。

ETF則於1993年年底出現，這些基金大多數也是設計用來追蹤指數。它是共同基金的一種類型，相較於傳統開放式基金，ETF的交易是整天都在證券交易所進行，而傳統的開放式基金則是在當天結束時，投資人根據基金公司公布的淨值來進行交易。

在公開交易的指數型基金與ETF的產品之間，任何人都可以運用低成本、具稅務效率又沒有爭論的基金產品，創造一個完全的被動投資組合。投資人如果謹慎選擇以低成本的指數型基金、ETF來穩定投資，比起依靠主動型基金的投資人，將可在較小的風險下賺取較高的報酬。而這，只是時間早晚的問題。

運用指數型基金、ETF來投資的作法，是行得通的。然而，在這本書裡，你不會看到很多被動式的投資組合。這本書主要是在說明被動投

資的案例。關於資產配置的建議、基金選擇的方法，你得閱讀其他書籍，以了解更詳細內容。在個別章節裡，本書也將為讀者推薦一些相關書籍。

## ■ 指數型基金讓多數主動型基金變成輸家

在指數型基金進入市場之前，主動型管理基金是市場上唯一的共同基金，它們的績效並不需要擊敗市場，因為在當時，它們是投資人唯一的選擇。共同基金公司提供廣泛、多樣的風險分化，以及個人無法以相同成本複製的證券投資組合，來履行其對投資人的義務。就這樣的作法而言，主動型基金對投資人來說是一種很划算的投資；只不過，這種情況已經成為過去式了。

在現今，同一種資產類別，已經不再需要主動型基金，才能做到廣泛的風險分化。指數型基金、ETF，能夠更有效的完成這項目標。它們的成本更低廉，分散的範圍更大，基金持股明細的透明度也比較好，而且這些基金較低的週轉率，使得帳戶需被課稅的投資人，也能享有稅務優惠。

指數型基金和ETF在各種資產類別的成長幅度，已經讓主動型基金公司採取防禦的態勢。由於主動型基金已不再是在低成本條件下，獲得廣泛分散風險的最有效方式，因此該產業不得不為自己的存在，塑造另一個理由；而它存在的理由，就是能擊敗市場。

就某種意義來說，被動投資已經迫使主動投資的基金經理人，邁向極為困難、需勝過市場的任務。當領航集團在1976年推出指數型基金後，主動型基金產業，開始用一些很有趣的評論做出回應。當時最大的主動型基金公司負責人就曾詢問投資人：「為什麼有人只想要獲得市場的平均報酬就好。」還有人借用領航集團創辦人約翰·柏格的名字，把它稱為「笨蛋柏格的把戲」。此外，另一家基金公司更誇張的作法是，

在海報上標示指數型基金是非美國的產品（un-American，編按：此為諷刺暗指不具有或不符合美國習俗、原則的特徵）。<sup>1</sup>

在指數型基金導入市場後，主動型基金已經不再是投資最有效的方法。這為沉悶的基金產業，帶來極大壓力。指數型基金迫使主動型基金經理人，用較好的績效證明他們的能力價值，而且要對表現不佳的結果做出說明。而這在過去，主動型基金經理人從來不需要這麼做。

主動型基金在新的任務下，表現又是如何？用一句話來總結的話，那就是：糟透了。在調整風險之後，主動型基金經理人試圖擊敗市場的努力，已經單方面的失敗了。整體而言，在扣除所有成本、費用之後，就各種類型與風格的基金，以及橫跨各洲的基金來說，主動型基金經理人投資策略的績效，都比標竿指數的績效還要差。

1975年，查爾斯·艾利斯（Charles Ellis）將主動式投資稱為專業投資人士中的「輸家遊戲」。艾利斯說：「多數投資機構的經理人仍然認為，至少他們自己相信，他們能夠而且很快就能再次讓『績效勝過市場』。但其實他們既不能也無法做到。」<sup>2</sup> 主動投資是一種輸家遊戲。主動型基金經理人無法打敗市場，那些想要找到共同基金買進、賣出時機點的主動型投資人，同樣也不會成功。

諷刺的是，主動型經理人無法擊敗指數型基金的原因，並不是因為經理人很笨。事實上，情況是相反的，投資業吸引了世界上一些最有智慧的金融人才。問題出在經濟面，是因為競爭、成本的關係，有太多聰明的人都想要打敗市場，但是機會實在是太少了。把前述原因再加上高額的營運費用，最終，主動型基金就將一直低於市場報酬了。

運用主動型基金的投資組合管理，已經變得過時。使用指數型基金、ETF，執行設計良好的長期投資策略，將會有比較高的機率達到財務目標。這樣的作法，對於你的金錢，或者是你可能在監管的其他投資組合而言，也是比較精明的選擇。而這，正是對你來說能獲得較佳績效

表現投資組合的答案。

## 章節內容概述

本書分成三部分。第一部，解釋主動對被動的爭論，回顧數十年的學術文獻，並且為應該投資個別指數型基金、ETF，而不是投資個別主動型基金，提供充分的說服理由。第二部，聚焦在主動型共同基金與指數型基金的投資組合，以及當人們嘗試選擇能勝出的主動型基金時，會使用的不成功方法。第三部，則為四種不同類型的投資人提供被動投資的理由：個別投資人、慈善機構與私有信託、退休基金，以及投資顧問。

### ■ 第一部：指數型基金現身！撼動主動投資地位

最初，只有主動式的投資組合管理，指數型基金尚未存在。人們不是自行選擇個別有價證券，就是僱請投資組合經理人挑選有價證券，或是購買已經選好有價證券的共同基金。

多年來，主動型管理的共同基金，已經成為很多投資人的首選產品。與購買個別有價證券相比較，它能用較低的價格，就獲得範圍較廣、風險比較分散的經濟型解決方案。基金股東將他們的資產匯聚在一起，並有權從基金中獲取他們的利潤與收入。儘管得到的報酬結果，通常都低於市場績效，但這是一套公平的交易系統。

指數型基金直到20世紀末期才出現。這是因為華爾街的高額固定佣金率與缺乏計算能力，使得指數化投資成本高得讓人卻步。美國證券交易委員會於1975年，對佣金鬆綁、解除管制，同時計算能力的提升，促成第一檔指數型基金的誕生。也就是在1976年，由領航集團推出，追蹤標準普爾500指數的第一檔指數型基金。

在多頭市場優勢的支持，以及主動型基金經理人持續乏善可陳的績效表現下，指數型基金在1980年代早期，開始進入重要的成長階段。對共同基金的投資人而言，這是全新時代的開始。相較於高成本、高風險的主動型基金，低成本、範圍廣泛且風險分散的指數型基金，成為另一種可行的選擇。

第一部分的內容，追溯自二十世紀初至今，主動對上被動的爭論。它涵蓋早期到現在的研究。許多詳盡的學術研究報告，都會在這個章節裡檢視，甚至有些還會回溯到1930年代。在這些研究報告所涵蓋的時期，都得出一個結論，那就是主動型基金經理人的整體績效，並沒有賺取較好的報酬。有些基金確實打敗市場的績效，但是數量不多、幅度不大、時間也不長，而且也無法事先確認究竟有哪些主動型基金能取得獲勝。

採取被動投資策略的前提，是以機率和支付報酬為基礎。在五年的期間裡，主動型基金的績效，只有大約三分之一的機會，會比被動型基金的績效好。不過，這只是問題的開端。獲勝的主動型基金每年都會變動，而且所選出的獲勝主動型基金的平均超額報酬並不高，不足以證明其承擔的風險是合理的。

由於主動型基金不太可能成功，因此，獲勝主動型基金的報酬就得去彌補，那些選擇了未達績效的主動型基金所衍生的虧損。然而這是無法彌補的。未達到績效、報酬有損失的主動型基金，不只比獲勝的主動型基金還多，而且有些沒達到績效的主動型基金，虧損額還相當大。由於選到失敗基金的機率和這些基金的平均績效虧損的機率都偏高，相對之下，獲勝主動型基金的報酬就遠低於合理的報酬。

有趣的是，對被動投資強而有力的支持者，是來自兩個不像是真實的群組：著名的主動型投資人與美國聯邦政府。投資界的大師如：華倫·巴菲特（Warren Buffett）、彼得·林區（Peter Lynch）以及大衛·史雲生（David Swensen），都是對被動投資很坦率的擁護者。此外，

美國聯邦政府為公務人員提供的個人儲蓄計畫制度（Thrift Savings Plan, TSP），也只提供參與者被動投資的選項。

在今日，有數百檔被動式管理的指數型基金，跟數千檔主動式管理的共同基金在競爭。投資人可以在幾乎囊括了所有類別、風格的資產當中，選擇一種被動投資的產品，包括：美國與海外的股票型基金、債券型基金、商品基金，甚至貨幣。

如果基金績效好的機率低還不夠糟糕的話，那另外值得注意的是，投資組合只要每加入一檔主動型基金，投資組合的績效會優於市場的可能性，就會跟著減少。此外，相對於全是指數型基金的投資組合而言，投資組合中持有主動型基金的時間愈久，它的績效就會變得愈差，直到主動型基金的投資組合幾乎沒有勝過指數型基金投資組合的機會。

## ■ 第二部：投資信仰轉變，打敗擇時、選股的被動投資

反對被動投資的人，會指出一些績效優於市場的主動型基金。這是事實並沒有錯，因為總有一些主動型基金能打敗市場，只要事先知道如何挑出獲勝基金的人，就能賺取額外的利潤。但是，這幾乎不可能只靠一個理論和技術就能實現。尋找獲勝主動型基金可能可以滿足一個人的好勝心，但與達成投資組合的投資目標卻是背道而馳。就跟中樂透彩一樣，找到會持續創造高額報酬的主動式投資策略雖然可能發生，但發生的機會很渺茫。

即使發現了能持續獲勝的主動式投資策略，其他投資人也會模仿這種方法，進而迅速的消除了它的優勢。被人所發現的極少數獲勝主動式投資策略，總是帶著毀滅自己的種子。

投資人糟糕的市場擇時，同樣也會降低他們投資組合的績效。很多投資人為了打敗市場，會根據一些市場短期報酬的預測，策略性的改變他們共同基金的權重。然而，這種方法根本就行不通。根據統計數據顯

示，如果投資人試著要在下一次市場變動之前改變投資，他們每年會損失超過1%。

比較好的策略是採用策略性配置。為投資組合中的每種資產類別分配固定權重，並且透過定期的再平衡使其保持一致。長期而言，使用策略性資產配置的投資人的策略績效，會比使用戰術性策略投資人的績效好得多。

儘管所有證據都支持被動投資，但為什麼沒有更多的人使用這個策略？這是因為人們無法讓自己願意這樣做。正如普林斯頓大學教授柏頓·墨基爾（Burton Malkiel）的說明：「人們很難接受的原因，是因為這好像告訴某個人，聖誕老人是不存在的，而人們並不願意相信這一點。」<sup>3</sup>

對投資是否成功而言，人類行為是最大的障礙，如果要改變行為，需要的是時間、意願；而透過教育與重複經驗，是可以完成改變的。這就是為什麼雖然人數依舊很少，但有愈來愈多的作者寫了許多關於投資指數型基金的書籍、文章，並持續發表新作。這類書籍可能無法在書店得到最高的評價，但真相必須被一再重複強調；因為關於投資的謊言總是不斷被人提起。

### ■ 第三部：投入新信仰，實行被動投資的各種方法

在第三部分，首先討論了投資政策的目的。一個表達得清楚的投資政策，將可以引領健全、平衡的資產配置決策，以及有紀律的管理。它意味著審慎的投資選擇，能最妥善的代表資產配置的規畫。最後，投資組合需要持續的維護、檢查，以確保它遵循投資政策，而且受到環境影響時，也得稍微調整計畫。

最後四章的內容，從四個不同群組投資人的角度來討論被動投資政策，包括：個別投資人與他們的家人；慈善信託與個人帳戶；退休金受

託人，與在投資計畫選項中，選擇參與雇主提繳退休金計畫的人；以及專業投資顧問。這四個投資群體都有個別的特殊原因能說明，為什麼實施被動投資策略對他們而言是比較有利的。

個別投資人應該選擇有最高機率，可以達到他們退休和遺產規畫目標的策略。然而，並沒有理由可以相信，個別投資人有辦法找到績效表現優於市場的頂尖基金經理人。這就是為什麼就長期而言，建立並維持一個指數型基金和ETF的投資組合，無疑是最符合個人利益的。

這部分的內容，很多時候都在說明，為什麼被動投資是財產託管人的精明選擇，因為財產託管人有法律責任為他們所監管的帳戶，提供最高利益的行事。這部分包括了：慈善機構、私有信託，以及退休金帳戶。儘管這些個體的目標都不相同，但是針對這些帳戶應該如何管理，都有特別的法律規範。在進行投資選擇時，財產託管人的法定義務是，擔任一個謹慎的專家。被動投資策略顯然是大多數信託的最好選擇，對財產託管人來說，也是一個安全的選擇。

## 被動投資，是適用所有人的投資信仰

被動投資的理由深深根植於現實當中，而這些事實是無可辯駁的。無論你是替你自己，或是做為別人財產的受託人，在進行所有的投資決策時，都應該建立在對這些事實的冷靜解讀之後。

本書將數十年的學術研究報告，以及謹慎、實用的思考互相結合在一起。結果是很確實的：低成本指數型基金的投資組合，有最大的機率，能實現你的長期財務目標。被動投資是一種很有力的投資。

附註

1. John C. Bogle, "The Chief Cornerstone," (speech, Superbowl of Indexing conference, Phoenix, Arizona, December 7, 2005).
2. Charles Ellis, "The Loser's Game," *Financial Analyst Journal* 31, no. 4 (1975): 19-26.
3. Burton Malkiel, interview by Geoff Colvin, *Wall Street Week with Fortune*, PBS, June 20, 2003, [www.pbs.org/wsw/tvprogram/20030620.html](http://www.pbs.org/wsw/tvprogram/20030620.html).

---

第 1 部

---

# 指數型基金現身！ 撼動主動投資地位



## 第 1 章

# 主動與被動的 投資爭論

我無法相信，大多數投資人對於只要獲得平均報酬，就會感到滿意。其實最重要的課題是，要能成為投資這場遊戲最頂尖的佼佼者。

——愛德華·強森三世（Edward C. Johnson III）

投資管理的事業，是建立在簡單而且很基本的信念上：專業經理人可以打敗市場。然而，這樣的假設似乎是錯的。

——查爾斯·艾利斯

主動與被動的爭論，幾乎是整部《西城故事》（*West Side Story*）的戲劇內容，包含著眾多超群不凡的人物與莎士比亞式的悲劇。就像是劇中的噴射機幫（Jets）與鯊魚幫（Sharks），敵對的兩派人馬在為了街上的控制權而競爭，雙方在優勢的支配地位與敵方妖魔化

（*demonization*，編按：指將對手形容為只有破壞性的邪惡，藉此激起仇恨）之間，輪流交替。彼此對立的主動、被動兩夥人，也為了爭取得到投資人的喜愛、注意力，極度猛烈捍衛著他們各自的意識形態。雙方在媒體上互相爭鬥，並且在公眾演說及投資業的重要活動上，針鋒相對。還好到目前為止，還沒有發生肢體衝突的情況——至少我還沒聽說。

被動投資者把造成這個悲劇的因素，歸因於主動型基金經理人似乎完全沒有履行會戰勝市場的承諾，同時，他們還從投資人委託的投資金

中收取費用，來增加他們的財富。不過，主動式投資的擁護者反駁表示，戰勝市場是有可能的，並指出像華倫·巴菲特這樣的指標人物，做為證明。因此，他們相信自己的高超知識與智慧，也會獲得高於市場的報酬。

那究竟誰對誰錯呢？要回答這個問題，必須要仰賴有知識、經驗，以及沒有偏見的專業人士的意見。於是，這就引導我們，轉向研究與解讀績效數據資料的學術殿堂、研究機構。但並不是任何學術或研究機構都行得通，因為有很多研究人員，僅僅基於金錢利益的原因，會站在某一派人馬那側或是支持某一方的人士。他們可能在收到錢之後，寫出認同某一派人馬想法的報告，不然就是參與由某方人士提供酬勞與招待的活動。公正的學術界意見，必須是出自於沒有得到投資業給予報酬的人。更確切的說，他們應該要在沒有任何先入為主結論的情況下，徹底追求事實真相，並且公開他們的發現，供世人評論。

本書中提到的參考文獻，如書籍、文章及學術研究報告，都是對這領域有研究興趣的人，可以開始著手的地方。透過這些參考文獻，你將獲得一個豐富的百寶箱，裡面涵蓋了世界上眾多偉大金融家的各種資料、分析與意見看法。<sup>\*1</sup>

## 一開始，只有主動型基金

這本書的內容，是關於投資共同基金與共同基金的投資組合；不過，論點可以延伸至個別有價證券的投資組合。共同基金是本書的主要焦點，因為對大多數人而言，它們是最理想的投資工具。在必要的情況下，共同基金提供多樣化、合理費用以及流動性的優點。此外，在共同基金分析方面有大量的公開資訊，這將有助於我們去進行分析。

1924年，美國第一檔開放型共同基金在波士頓開始運行。這檔「麻

薩諸塞州投資人信託基金」(Massachusetts Investors' Trust)確實是個很好的構想。因為在相同的成本下，這檔基金的組織架構提供了多樣化的有價證券，而這是個別投資人無法自己取得的。這檔基金同時也提供投資人，在需要贖回共同基金時的充分流動性。於是很快的，其他公司也跟著推出類似的基金產品。

在早期，共同基金公司的業務並不是要擊敗市場。或者應該說，他們的任務是要選擇會支付適當股利的優質有價證券，而且在不進行投機的情況下，保證收益並保護本金。<sup>1</sup> 擊敗市場並不是當時的目標，原因之一是因為那時候並沒有基礎很廣泛的指數，雖然有由30支股票組成的道瓊工業平均指數(30-stock Dow Jones Industrial Average)，不過它只是價格指標，並無法反映整個有價證券市場或其經濟價值。

基金產業認為，共同基金的存在，是為了要提供所有投資人在相對不高的成本下，可以擁有多樣化有價證券投資組合的機會。如果想要藉由買進個別有價證券，建立相同多樣化的投資組合，那個別投資人必須支付的佣金、交易費用，將會超過購買共同基金的費用。根據參考資料顯示，在1951年，要想購買道瓊工業平均指數30支成分股的每支股票的成本為1,800.81美元，而這些股票在購買和轉售的佣金，占其買進價格的11.16%。<sup>2</sup>

從投資人的角度來看，共同基金算是合理的交易。大多數的人並沒有足夠的錢，可以買數十種股票，而且也沒有專業知識，可以讓他們的投資組合跟上市場變化。美國最高法院也同意這一點。美國最高法院大法官路易斯·布蘭迪斯(Louis D. Brandeis)，這樣解釋：

.....在市場上的股票數目非常龐大。如果要小型投資人，從這麼多股票當中做出理性的選擇，通常是不太可能的（實際上，就連單一股票要做出明智的選擇也是）。因為他缺乏能力、技能、訓練，以及適當研究必要的時間。<sup>3</sup>

共同基金的體系在產業裡、投資人之間，之所以能良好運作多年，正是因為它是雙贏的局面。透過共同基金，投資人買進多樣化的有價證券投資組合，而基金公司也不需擔心，當共同基金公司的基金經理人績效表現不佳時，會造成公司資產損失，因為很少有人會密切的注意基金的報酬情況。

## 緊接著，指數型基金出現

華爾街（**Wall Street**，譯註：指大型企業、交易金額龐大的商業、投資活動等）與主街（**Main Street**，譯註：指一般投資人、小型公司）之間的愜意關係，維持了數十年之久。接著，在1960年代一陣倉促猛烈攻擊中，學術界開始密切分析共同基金的報酬績效，並且提出棘手的問題。

這些學者都很精明，也很有才能，不過他們並不為別人的利益著想。他們深入分析基金績效的目的，並不是要敗壞主動投資的名聲——事實上剛好完全相反。他們想要找到一種方法，可以確認主動投資經理人的投資技巧，以便讓他們能夠複製使用這些方法來獲利。跟其他人一樣，這些學者認為，如果深入探討，他們的研究將可以找到一種始終能擊敗市場而不需承擔更多風險的投資方法。

事實證明，要找出能夠獲利的投資策略比想像中更難，而且學術界的發現，也與他們想取得的結果大不相同。有關這些早期學術研究的細節，是第2章的主題。簡單來說，這些數據表示，在對風險進行調整後，實際上只有少數主動式投資的經理人能擊敗市場，而且其運氣和能力是無法分開的。學術界也因此開始建立一種理論，指稱如果投資人能由他們自己在市場中進行買賣，獲利情形反而會比較好。

學術界將這個發現交給基金公司。就跟學術界對共同基金的績效不感興趣一樣，基金公司的高階主管，對於這份學術界的研究報告，也沒有留下深刻的印象。當學術界質疑那些落後市場的績效表現時，基金公司的發言人反而反過來提醒他們：「沒有人有辦法買下整個市場。」<sup>4</sup> 在那個時候，這樣的說法是正確的。因為當時指數型基金並不存在。

## ■ 現在可以根據市場進行買賣

隨著領航集團在1976年推出被動式管理、追蹤標準普爾500指數的第一檔指數型基金，全世界也開始跟著改變。這為共同基金的投資人帶來選擇：他們可以繼續投資在績效明顯落後於市場的主動型基金，或是他們可以購買績效非常接近市場報酬的第一指數投資信託（First Index Investment Trust，後來更名為領航500指數型基金〔Vanguard 500 Index Fund〕）。

在市場上引進指數型基金，是共同基金歷史上的轉折點。指數型基金不僅提供投資人另一種選擇，也迫使主動型基金的公司重新定義主動型基金的目的。當富達公司（Fidelity）被詢問，是否會跟隨領航集團提供指數型基金的時候，公司董事長愛德華·強森三世表示：「我無法相信，大多數投資人（原文如此）對於只要獲得平均報酬，就會感到滿意。其實最重要的課題是，要能成為投資這場遊戲最頂尖的佼佼者。」另一家大型基金公司，則用一張廣告傳單對這個挑戰做出回應，傳單裡是這樣寫的：「有誰會想要讓普通的外科醫生開刀；聽取普通律師的建議；成為普通的證券經紀人；或者，做任何事情都只得到普通的結果？」<sup>5</sup>

主動型基金公司發表的這些公開聲明，標示著基金產業意識形態的巨大轉變。這是有史以來第一次，基金公司表達了他們的立場，他們認為這種將有價證券匯聚在集體籃子裡，以提供投資人無法以相同成本自

行實現的多樣化作法，是不足夠的。他們的新目標是要「擊敗市場」。

## ■ 費用、稅金皆低的優勢

在1976年，主動投資與被動投資的爭論，一直從學術界滿溢到主街。表面上看來，主動型基金產業決定要與指數型基金在績效方面正面交手，這是很崇高的決定。他們很堅決的要擊敗市場，而且他們也認為自己做得到。然而，對主動型基金的經理人而言，經濟上並沒有發揮作用。原因在於，費用過高、競爭過於激烈，而且基金經理人擁有的才能很有限。

不過，對主動型基金的經理人來說，很幸運的是，一般大眾並不知道這個事實，而且直到現在也都還不知道這個事實。許多人還是持續認為，他們選擇的主動型基金經理人會贏。其實，客觀的事實早就應該可以讓這場爭論平息了，但是，在大眾認知的戰場上爭論依舊激烈進行著。

聰明的投資人都知道，如果在相同的風險之下，某項投資策略能比另一項投資策略更有把握達成財務目標，那他們應該都會選擇成功機率最高的策略。根據數十年的報酬績效比較與學術研究報告的結果，都顯示被動投資組合正是投資人需要的策略。

使用指數型基金的被動投資管理，有很多好處。第一點是費用，運用被動投資管理的共同基金，費用遠低於運用主動投資管理的基金。基金公司通常是收取象徵性的固定費用，或是按照基金所管理的資產收取一定比例費用，用以支付給獨立的指數提供公司，並藉此經授權後取得指數。相較之下，主動型基金必須支付費用給經濟學家和分析師，以釐清哪些資產類別、哪些國家、哪些產業，以及哪些有價證券需要買賣。這種人力成本的差異，讓被動型基金跟主動型基金比較起來，前者的費用比率很低。跟相同投資目標的主動型基金相比較，追蹤指數的基金每

年可能只收取0.2%的費用，而主動型基金每年則需收取1.2%的費用。

與主動型管理債券基金相比較，債券指數型基金也是因為相同原因，運作的成本結構大幅降低。相較於主動型管理債券基金每年0.9%的費用，典型的債券指數型基金每年大約僅有0.2%的費用。而上述這些數字，還沒有將投資人買賣基金時，需要支付的銷售費用或佣金列入考慮。

對很多投資人而言，稅金是另一項很重要的成本。根據每檔基金賣出有價證券的淨收益，每年的資本利得（capital gains）都會將收益分配給共同基金的持有人。由於指數型基金的週轉率較低，因此跟主動型基金相比，指數型基金每年的收益分配次數相對較少。而且因為基金獨特結構的關係，ETF的收益分配次數，甚至比傳統開放型指數基金的收益分配次數還少。更多關於ETF的詳細內容，包括它享有的所得稅利益，請參閱我的另一著作《指數股票型基金》（*The ETF Book*）。

另一件值得注意且很有趣的事情是，在指數型基金進入市場之前，主動型基金的週轉率是很低的。當主動型基金開始跟指數型基金在績效上競爭時，它的週轉率也開始上升。事實上，現今主動型基金產業的週轉率，大約是1960年代週轉率的15倍。

每年可以從金融市場賺得的財富是有限的。因此，投資成本對每個投資人的報酬，就有直接的關係。由於主動投資管理的成本高於被動投資，在扣除所有成本之後，主動管理基金的單位美元平均收益（或歐元、日幣等）績效，一定會比被動管理基金的單位美元平均收益（或歐元、日幣等）績效差。這是根據史丹佛大學教授暨諾貝爾經濟學獎

（Nobel Prize in Economic Science，全名為瑞典中央銀行紀念阿爾弗雷德·諾貝爾經濟學獎〔The Sveriges Riksbank Prize in Economic Sciences in Memory of Alfred Nobel〕）得主威廉·夏普（William Sharpe）的說法。這是很簡單的算術，也是未來說明指數型基金績效會勝過主動型基金績效的論點基礎。<sup>6</sup>

## 關於指數與標竿指數的一切

並不是所有指數的設計都是相同的。不只有很多不同類型的指數可以選擇，而且能選擇的指數數量也每年都在增加。因此，在為遵循標竿指數的指數型基金、ETF，提出合理的說服理由之前，有關指數結構的說明是有必要的。

指數（index）是通用術語，用來描述按照指數發行公司提供的一套規則，所選出來、給予權重的一系列有價證券。指數發行公司除了公布構成指數的所有有價證券名稱，以及這些指數成分的任何變化之外，每天也會刊載有價證券的價格與指數的績效表現。

當人們聽到指數這個字的時候，「標竿指數」（Benchmarks）是大多數人想像得到的市場追蹤指數。這些標竿指數，是市場活動很廣泛的基礎代表，它們是設計用來追蹤金融市場的價值，或是市場內某一部分的價值。標竿指數在投資產業裡，又稱為陽春型指數（plain vanilla index）、尋找貝他指數（beta seeking index）。

這些年來，隨著愈來愈多遵循高度客製化、非標準指數編製方法的ETF進入市場後，符合指數的條件已經擴大許多。在現今，彷彿任何事情都可以稱作指數。提供指數的公司，僅僅是為有價證券的選擇、權重以及交易，創造機械式的整組規則，並公布了經過測試的結果。例如，某個指數可能是由只支付股利的股票構成，這些股票的權重是股利殖利率（dividend yield）。或者，某個指數可能包含位在密西西比河以西、年齡50歲以下、女性執行長的公司。當然，上述這種指數並不存在，但是如果某家基金公司認為，他們能根據該指數向足夠多的人出售指數型基金或ETF，那麼，這種指數就會存在。

## ■ 根據標竿指數買進，進行投資

標竿指數是被動投資者應該關心的唯一指數類型，因為它代表了市場報酬與市場所有成分。標竿指數是根據指數當中有價證券的市值，進行加權計算（稱為市值加權，capitalization weighted），這是因為這樣的計算方法，能代表市場內所有投資人的全部機會集合。

所有指數的編製方法，都需要固定更新、重新計算。直到科技讓市值、數值的計算變得更容易之前，這些是不可能做到的。回溯到19世紀末，當時就有簡單的價格指標；然而，提供廣泛市值資料的複雜市場標竿指數，是一直等到1950年代晚期才開始出現。

對於想要創造一種評價標準，用來衡量一般市場資訊的渴望，可以說是源自於查爾斯．亨利．道（Charles Henry Dow，譯註：為美國記者，道瓊公司、《華爾街日報》的共同創辦人）。他在1884年計算11支鐵路股的單純股票平均價格，成為首創的運輸類股平均數。道的平均數僅僅只是價格指標，並不是一種市值的衡量。不過，它確實為股票市場的行為，提供一種初步的股市晴雨表（barometer，編按：代表市場或整體經濟趨勢變化的數據）。這個指標，每天都刊登在《客戶下午通訊》（*Customers' Afternoon Letter*）這份報紙，該報紙後來更名為《華爾街日報》。

1896年，道建立了道瓊工業平均指數（Dow Jones Industrial Average, DJIA），並且將他的原始指數改名為道瓊運輸平均指數（Dow Jones Transportation Average）。到目前為止，儘管道瓊工業平均指數只包含了30家大型公司，而且是用這些公司的價格而不是市值來計算權重，但它仍然是媒體最廣泛引用的股票指標。

到目前為止，標竿指數最重要的創新，莫過於1923年標準證券公司（Standard Securities Corporation，現在已經更名為標準普爾〔Standard & Poor's〕）編製的指數。衡量市場價值的第一個市值加權指數，是由

標準普爾公司編製的；在原始的指數裡，有90家公司。這跟只有用價格做衡量市場變動的道氏晴雨表（Dow barometer）相比較，是很大的躍進。

到了1957年，標準普爾指數擴大到包含了500支有價證券，同時大眾每天也都可以取得指數水準、指數成分股的資訊。標準普爾500指數很快就廣泛的被認為是評價美國股權市場的標竿指數，也是業界專業人士最經常引用的指數。不出所料，往後1976年領航集團的第一檔指數型基金，以及1993年道富環球投資人（State Street Global Investors）的第一檔ETF，也都是以標準普爾500指數做為基礎。

從1970年代開始，有愈來愈多的公司藉由收集全球市場的報酬資料，製作成圖表與標竿指數，因而投入編製指數的事業。舉幾個例子來說，這些公司包括：法蘭克羅素公司（Frank Russell Company）、威爾夏公司（Wilshire Associates），以及摩根史丹利資本國際公司（Morgan Stanley Capital International, MSCI）。1970年到2000年創建的大多數指數，都是為了要當作標竿指數而編製的。

## ■ 如何選到好的標竿指數？

標竿指數應用在很多方面。它們被當作是衡量主動型經理人績效的評價標準；衡量市場活動的水準時，它們被用來做為經濟分析的標準；學術界將它們用來定義市場行為的標準；投資人將它們做為訂定資產配置策略的標準。標竿指數，同時也是這本書當中，所宣傳的低成本被動指數型基金、ETF的基礎。

在1992年，諾貝爾經濟學獎得主威廉．夏普，提供衡量主動型基金績效時，一些選擇標竿指數的標準。他指出適當的標竿指數應該（1）是可行的辦法，（2）不會輕易被打敗，（3）成本很低，以及（4）事前就能確認。<sup>7</sup>

標竿指數的概念，在勞倫斯．席格（Laurence Siegel）2003年的著作《標竿指數與投資管理》（*Benchmarks and Investment Management*），有更深一層的進展討論。席格表示，編製良好的標竿指數，體現了主動型經理人必須選擇的機會集合。標竿指數的報酬，應該代表全體資產類別可以獲得的報酬，以及被動指數型基金在扣除成本前能夠獲得的報酬。在扣除成本之前，標竿指數同時也應該代表，參與同一資產類別所有主動型經理人的凝聚體。<sup>8</sup>

席格確實捍衛了所有相關標竿指數都是市值加權的概念。市值加權指數，是依照每一家公司流通在外股數的總市值，依比例給予該公司權重。這種加權的方法，是編製有效標竿指數的主要組織原則，因為它是唯一可以代表，以美元計算可投資領域的方法。這是所有主動型投資人會選擇的數值集合。

席格同時也納入其他標準，做為確認適當標竿指數的有用方法；這些標準是：

1. 清楚：構成標竿指數成分的有價證券名稱、權重，都有清楚的描述。
2. 可供投資：有可以放棄主動式管理，單純選擇標竿指數的選擇自由。
3. 可以衡量：可以適度計算標竿指數的報酬。
4. 相稱的：標竿指數跟主動型經理人的作風（Style）是一致的。
5. 反映目前的投資選項：主動型經理人可以從標竿指數取得相關有價證券的最新資訊。
6. 事先指定：在衡量市場績效之前，標竿指數就已經編製完成並指定追蹤。

被動投資人應該利用有追蹤標竿指數、反映市場報酬率的指數型基

金、ETF。像標準普爾500指數這樣的標竿指數，可能不會包括市場上所有交易的股票，因為它的成分只有500支股票。不過，只要標竿指數持有足夠的有價證券，可以緊密追蹤市場，而且是採取市值加權的計算方法，那麼追蹤這種標竿指數的基金產品，就是被動投資組合的一種可行選擇。

## ■ 小心！指數不一定是被動的

本書定義的被動投資，是指追蹤標竿指數，以賺取市場報酬的指數型基金、ETF。

截至2010年6月為止，晨星公司（Morningstar，Inc.）的基金資料庫裡，列出超過1100檔的指數型基金供投資人選擇；但這並不表示，有超過1100檔的基金，都是追蹤市場的標竿指數。所有的標竿指數都是指數，但並不是全部的指數，都是標竿指數。過去十年內，很多新成立的指數，都是根據主動式管理策略編製的。策略指數產品在建立後被賣給基金公司，用來跟追蹤標竿指數的指數型基金、ETF競爭。這些新奇產品的費用，是傳統指數型基金費用的兩倍、三倍。<sup>9</sup>

大約從2003年開始，主動型基金產業決定擴大指數的定義，如此他們就能夠在更公平的基礎上，跟傳統的指數型基金競爭。這種策略指數可能是使用主動式有價證券的選擇模型，或替代有價證券的加權模型，或者，兩種模型都使用。策略指數通常由高度複雜的定量模型構成，設計用來擊敗標竿指數。這些策略產品並不被視為真正的被動投資，而且應該避免被包含在低成本的被動投資組合裡。

## 主動還是被動？投資人必須做出抉擇

到目前為止，為了處理主動和被動的爭論，我們已經說明主動型基

金與被動管理的指數型基金兩者之間的差異。這項爭論還有另一個層次，它是投資組合的管理階層。這個問題是，即投資人在使用任何共同基金類型時，對於他們投資組合的持續管理，究竟應該使用主動配置策略還是被動配置策略。

投資人必須做出兩個選擇：第一，決定哪種資產配置的策略才適合他們，是主動還是被動；第二，決定要用哪種類型的共同基金，是主動還是被動。表1.1扼要敘述四種不同的投資組合管理與它們相應的成本。

投資人要做的第一個選擇是，他們要使用的資產配置的策略類型。他們可以選擇一種被動的資產配置策略，用固定的權重配置將他們的投資組合分散到不同的資產類別中；或者選擇一種主動的策略，根據他們所了解的市場價值，對資產類別進行戰術性的權重分配。對本書而言，戰術性資產配置也包括市場擇時，這是一種完全轉變資產類別的策略（編按：也就是基於預測方法將投資資金移入或移出金融市場，或在資產類別之間轉換資金的行為。如果投資人可以預測市場何時上漲或下跌，就能進行交易將市場轉變為獲利）。

投資人做的第二個選擇是，投資選擇。一旦資產配置的策略確定後，投資人得決定，要使用追蹤標竿指數的指數型基金、ETF，或是使用企圖想要勝過標竿指數的主動型基金。有些投資人可能會使用兩者的組合。

本書最推薦的投資組合管理策略，如表1.1當中的灰色欄位所示。投資人的投資組合，應該使用低成本，追蹤市場指數的指數型基金、ETF，做為長期固定資產配置的策略。投資是按照固定金額做配置。當市場變動造成投資組合的配置超出投資策略設定的固定限制（limits）時，就要對投資組合進行再平衡，以回復到配置目標。這個策略通常稱為買進、持有、再平衡。

表1.1的其他三個欄位，都是利用某種主動式管理的策略。選擇這三種策略當中任一種策略的投資人，是希望相較於完全被動的策略，可以獲得超額的報酬。選擇主動型基金的投資人，希望這些基金可以勝過被動指數型基金，而選擇戰術性資產配置的投資人，則是希望他們押注的時間點，在市場上會比固定配置獲得更高的報酬。

表1.1 ▼ 投資組合管理的選擇

	被動型基金（指數型基金，以及一些以指數為基礎的 ETF）	主動型基金（主動式管理共同基金，以及部分 ETF）
投資人維持固定性被動資產配置	被動型基金被動配置（成本最低）	主動型基金被動配置（高成本）
投資人利用戰術性主動資產配置	被動型基金主動配置（適當的成本）	主動型基金主動配置（成本最高）

跟完全被動策略相比較，這三個主動式管理策略的成本都比較高。成本比較高的原因，是因為主動型基金較高的費用、交易成本，以及較高週轉率產生的稅金。嘗試要擇時進出市場的投資人，也得承擔擇時的成本，而這是第8章要討論的主題。

表1.1的資訊，在本書從頭到尾都將做為參考。有幾章的內容，將討論主動型基金對上被動型基金。另有幾章的內容是強調，當使用戰術性資產配置而不是策略資產配置時，會產生的問題。從長遠的觀點而言，執行被動資產配置，加上被動管理的指數型基金、ETF，是最好的選擇。

## 小結

1960年代，學術殿堂開始出現被動與主動的爭論，後來在1976年，隨著第一檔公開的指數型基金上市，爭論滿溢到主街。這使得主動型基金公司必須改變他們的重點，從在合理的成本下提供多樣化的投資，轉變成強調他們的經理人可以擊敗市場；但是眾多資料都始終顯示：他們做不到。

1970年代晚期與1980年代，範圍廣泛的標竿指數逐漸形成，為接下來數十年指數化投資產品的劇烈改變做好準備。透過指數型基金、ETF的被動投資，現在幾乎是所有主要資產類別和各種風格、產業的可行選擇。每年有愈來愈多新編製追蹤市場的指數，也有愈來愈多標竿指數透過指數型基金、ETF可供投資，為投資人提供了更多選擇。

被動對上主動的爭論，同時也包括投資組合的管理。投資者必須在被動策略的資產配置與主動戰術性的擇時方法之間做選擇。投資人理想的選擇是，使用固定被動策略資產配置加上追蹤市場標竿指數，也就是低成本的被動管理指數型基金、ETF。而這個方法，為實現財務成功提供了最高的可能性。

---

\*1 要回顧早期共同基金研究報告的起點，可以先從以下書籍著手：塞斯．安德森（Seth C. Anderson）、帕維茲．阿默德（Parvez Ahmed）合著，《共同基金：五十年的研究發現》（*Mutual Funds: Fifty Years of Research Findings*）。第二個資訊來源是：馬汀．史威爾（Martin Sewell）的網站，<http://finance.martinsewell.com/fund-performance/>

## 附註

1. Wellington Fund, Prospectus, April 14, 1950.2
2. John C. Bogle, "The Economic Role of the Investment Company" (undergraduate thesis, Princeton University Department of Economics and Social Institution, April 12, 1951), 27. The paper points to a Wellington Fund Sales brochure as the source for information, "Cost vs. Value," p. 3, n.d.

3. Bogle, 1951, 15, with further reference to *Trusts and Estates*, LXXXVIII (August 1949), 495.
4. Burton Malkiel, *A Random Walk Down Wall Street* (New York: W. W. Norton, 1973), 226.
5. John C. Bogle, “The First Index Mutual Fund: A History of Vanguard Index Trust and the Vanguard Index Strategy,” John C. Bogle Research Center, 1996, [www.vanguard.com/bogle\\_site/lib/sp19970401.html](http://www.vanguard.com/bogle_site/lib/sp19970401.html).
6. William F. Sharpe, “Indexed Investing: A Prosaic Way to Beat the Average Investor” (speech, Spring President’s Forum Monterey Institute of International Studies, May 1, 2002).
7. William F. Sharpe, “Asset Allocation: Management Style and Performance Measurement,” *Journal of Portfolio Management* (Winter 1992): 7-19.
8. Laurence B. Siegel, *Benchmarks and Investment Management* (Charlottesville, VA: CFA Institute, 2003)
9. Richard A. Ferri, *The ETF Book: All You Need to Know About Exchange-Traded Funds*, 2nd ed. (Hoboken, NJ: John Wiley & Sons, 2009)

## 第 2 章

# 早期研究證實 主動投資的失利

最先發展出投資組合績效衡量方法的早期先驅者，是一群很堅定的人。他們並沒有像我們現今擁有市場全面性的標竿指數，以及健全的共同基金資料庫。相較於目前的指數，他們那些用來比較績效的標竿指數，是很草率、粗糙的，而且許多學者不得不透過整理數千份文件，並在紙上記錄結果，徒手收集才能取得他們的共同基金資料。但是這些不足的缺點，並沒有嚇得學者不敢從事他們的任務，也沒有減損任何研究結果，因為他們有時候會運用驚人、獨創性的方法，適當調整短缺的資料。

本章一開始的內容，是針對1920年代末、1930年代初的股票管理帳戶和經紀人推薦股票，進行了最早的深度分析。接著再引領大家穿過數十年，看到愈來愈多反對主動式管理的證據。當計算能力變得更好，而且建立績效模型的發展有重要突破時，讓早期的研究在1960年代末達到最高峰。在喧囂的1960年代導入的一些模型，仍然是今天使用的績效衡量方法的基礎。

值得注意的是，本章提到的幾位年輕的學者，後來在金融財務領域，都取得了卓越、傑出的成就。其中幾位甚至獲得諾貝爾經濟學獎。他們詳盡徹底的研究具開創性的分析方法，成為後來被動投資這個選擇能夠發展的驅動力。

## 最早的研究：考爾斯委員會報告

阿爾弗雷德·考爾斯三世（Alfred Cowles III）終身致力於運用數

學、統計學的方法，將經濟學提升成為一門更精確的科學。他在1932年成立考爾斯委員會（Cowles Commission），並且從一開始就擔任委員會主席。在委員會成立的前10年裡，考爾斯持續資助一家用統計研究方法解決投資與財務問題的私人機構。考爾斯家族長期與耶魯大學保持夥伴關係，家族中很多人也都從耶魯大學畢業。<sup>1</sup>

考爾斯委員會的第一個座右銘是「科學是一種測量」。委員會第一份強調這個座右銘，同時吸引投資產業、學術界（到今天為止，它仍然是這類出版品中，最為人熟知的）普遍注意的報告，是刊登在1933年7月號《計量經濟學》（*Econometrica*）的文章〈股票市場的預測者，能正確預測嗎？〉（Can Stock Market Forecasters Forecast?）。

關於這份研究報告，考爾斯很細心周密的收集、分析，從1928年至1932年，來自於四個不同、獨立投資建議的來源。他的目的是要確定，這些來源在選擇股票或擇時進出股票市場的能力是否有效用：

這些調查從五年前就開始，被用來做為測試應用經濟學在投資領域是否能夠成功的工具。這似乎是一個合理的假設，如果我們可以證明，個人或機構存在事先預言難以捉摸的市場波動的能力，這可能導致我們認為經濟理論或統計學實務作法的可靠性，是經由成功預測建立起來的。而進行上述這種預測的人，都是能力無庸置疑的經濟學家與統計學家，他們是由不同領域的知名機構所僱用，其中不乏大型、財務健全的公司。<sup>2</sup>

在最先的四份研究報告當中，考爾斯將16家著名金融服務公司，從1928年1月到1932年6月每星期推薦買進的股票名單製成圖表。在那四年半的期間裡，大約有7500個預測。

考爾斯發現，16家服務公司的平均績效，比道瓊工業平均指數的績效低了1.4%，其中有6家的績效勝過道瓊工業平均指數，10家的績效低

於道瓊工業平均指數。這些服務公司績效獲勝對績效輸給指數的比率，稍微比1：2多一點點。這在本書從頭到尾中都將看到，主動投資的勝敗比約為1：2，這在歷史上和所有的市場領域中都將一再出現。

在最早的一份研究報告裡，考爾斯並沒有發現任何的可預測性。他的結論是：獲勝的預測者無法證明他們有比較好的預測能力。預測者的結果，並沒有比經由隨機的結果還要好。

四項研究報告當中的第二份報告，是考爾斯衡量了20間大型火災保險公司，從1928年到1932年的普通股股票的投資紀錄。這些公司的投資政策是根據「歷屆董事會成員多年累積的知識，因為他們的判斷力被認為優於一般投資人」。

考爾斯發現，儘管這些董事會成員的投資人被推定有較優秀的能力，但是操作的資金績效卻無法顯示有任何能力存在。相反的，這些保險公司帳戶每年的績效，比道瓊工業平均指數的績效還要低1.2%。報告所分析的20家保險公司當中，有6個投資組合顯示績效勝出，14個投資組合顯示績效較差。勝敗比率大約是1：2，這跟前一份金融服務公司成功選擇股票的研究報告中的勝敗比率相同。

四項研究報告當中的第三份報告，同樣是以1928年到1932年為區間，考爾斯衡量24個當年的投資時事分析，將其對股票市場績效所做的預測繪製成圖表。他發現，如果投資人照著投資時事分析的預測進行投資，資金配置也同樣投入相同的金額，他們每年的績效會低於市場平均值大約4%。截至1932年6月的4年半，在這24個預測者當中，有8個預測者報酬高於市場，16個預測者報酬低於市場。勝敗比率剛好就是1：2！

第四份，也是最後一份研究報告，考爾斯檢測市場擇時能力的策略，也就是道氏理論（Dow Theory，編按：是一種金融理論，它認為價格走勢可以呈現出市場趨勢），是以它的發明人查爾斯·道（Charles Dow）命名的理論。這份收集的資料，實際上是按照道的前任編輯威

廉·彼得·漢米爾頓（William Peter Hamilton），從1904年到1929年他過世時的預測。漢米爾頓根據道氏理論進行市場預測，在《華爾街日報》共寫了255篇的社論。

在26年的期間裡，漢米爾頓每年賺取的報酬有12%，而道瓊工業平均指數每年賺取的報酬是15.5%。漢米爾頓採取買進、賣出，或是完全用現金交易方式，總共進行了市場上90種不同的買方選擇權。在這些全部的買方選擇權當中，有45個是獲利的，而另外的45個並沒有獲利。這跟丟硬幣90次，預期會得到的結果是相同的。

考爾斯委員會1933年針對主動式管理的報告指出，並沒有發現有任何個人或機構有始終如一的能力，可以選到獲勝的個別有價證券，或事先預言市場的報酬。除了最差的預測情況會比隨機的情況還糟之外，這些結果與隨機選擇的機率一致，而不是跟預測者的能力或洞察力一致。

## ■ 研究報告再更新

1929年美國股市大崩盤和之後的經濟大蕭條，導致在1930年代末，很多股票投資人、股票預測服務公司被消滅。儘管如此，在1944年考爾斯更新了他的研究報告，指出在最初的24個預測公司當中，到1943年7月只剩11個預測公司倖存。他再次得出結論，這11家領先的金融公司「並沒有顯現具有能力能成功預測股市未來變動方向的證據」。<sup>3</sup>

考爾斯指出，在研究的期間裡，11家倖存預測公司其中的6家公司，其績效比一組隨機股票樣本的績效高出0.2%。不過，資料卻極可能存在高度的倖存者偏差（編按：為一種邏輯謬誤，指過度關注倖存者而忽略非倖存者，進而造成錯誤的結論），導致剩餘的預測服務公司的平均報酬高得令人難以置信。

當非倖存的公司其全部的歷史報酬紀錄被從資料庫中刪除時，績效資料就會出現倖存者偏差，因為這些公司都已經不再存在了。考爾斯的

報告並沒有包含這13家預測公司部分期間的報酬，這些公司多年來因為績效不好而陸續退出了。如果這些已不在的公司被包括在計算數據的期間，那麼所有公司的平均報酬，可能會比考爾斯在報告裡只列出倖存公司的報酬要低很多。

## 缺乏市場研究的政經動盪時期

在1920年代，銀行給予股票投機客貸款，讓他們購買經由銀行承銷的公司的股票。這項活動在1929年末期達到高峰，這個時間點，跟知名的耶魯大學經濟學家爾文·費雪（Irving Fisher）著名的預測時間點相同，也就是「股價已經立足於像永恆的高地上」（Stock prices have reached what looks like a permanently high plateau.）。

當股票市場、整體經濟，在1929年至1932年間崩潰時，費雪仍舊向投資人保證，經濟復甦即將來臨。然而，整體經濟、道瓊工業平均指數從經濟大蕭條中復甦，花費的時間超過十年。

對於在1930、1940年代，仍然留在股票市場裡的任何人而言，那是個困難重重的時代。道瓊工業平均指數確實曾經在1930年代大幅度的重新振作，但是並沒有達到新高點。隨著第二次世界大戰對美國整個國家投下陰影，使得股票價格在1940年代下跌。直到1955年，道瓊工業平均指數最後終於向上攀升，打破舊有的最高紀錄。任何在1929年美國股市大崩盤前就購買股票的人，一直得等到四分之一個世紀後，才能再度看到股票價格上漲。

當股票價格總是虧損的時候，學術界失去了對股票評價方法的興趣。除了考爾斯在1944年更新的資料外，在這段期間裡，只有少數幾個較小型、針對股票市場行為、專業管理帳戶績效的研究報告出版。

## 蕭條後一躍而起的共同基金

當美國整個國家，將它的注意力轉移到其他重要的事情上時，1930、1940年代的華爾街其生活步調是很緩慢的。然而，背地裡，投資產業卻正在發生重大進展，這將永遠改變人們在市場上的投資方法。那些過時、高度槓桿的銀行信託，在市場崩潰時期導致很多個別投資人消亡，而此時，一種全新的投資方法開始贏得注意。投資產業的全新產品是：開放式共同基金。

1924年麻薩諸塞州投資人信託基金的創立，宣告了第一檔全新、現代化共同基金的來臨。這檔基金，改變了個別投資人與小型機構投資人的市場。該基金最後變成基金產業的巨人美富信投資管理公司（MFS Investment Management），到目前為止仍在持續營運。緊跟在MFS之後，道富環球投資人公司（State Street Global Investors）也在1924年成立他們自己的基金。到了1928年，斯庫德史蒂夫&克拉克（Scudder Stevens & Clark）公司，發行第一檔免佣金基金；威靈頓基金（Wellington Fund）也在同年上市，該基金是第一檔含有債券的基金。

截至1929年，共有19檔開放式共同基金在爭取金融資產。這些基金很多都經歷1930年代的市場崩盤與接續的蕭條期，最後仍得以倖存下來。而這些基金能夠在市場上留存下來，但銀行信託卻無法生存的主要原因為：共同基金並不像許多銀行信託運用槓桿，而且也沒有像許多銀行信託一樣，被當成有毒資產（toxic asset，編按：價格大幅下跌，不易轉售的金融資產）的垃圾傾倒場。

共同基金在經濟復甦年代和戰爭期間，擴大它的資產規模並取得聲望。整體而言，1940年美國的投資公司法（The Investment Company Act of 1940），有助於恢復大眾對金融系統的信心，同時也幫助共同基金產業的擴展。在1940年，共同基金的資產規模，達到大約4億5千萬美元。

在第二次世界大戰結束之後，回鄉士兵將他們的軍服換下，改成穿工作鞋、西裝，同時隨著新的繁榮時期席捲美國國內，新一代的投資產品也跟著浮現。到了1950年代末，共同基金的資產規模已達到讓人印象深刻的25億美元。

## ■ 成長中共同基金的重要資訊

1951年，約翰．克利弗頓．柏格（John Clifron Bogle，編按：台灣一般直接稱其為約翰．柏格，他是領航集團的創辦人，也是推出指數型基金的第一人）還是就讀普林斯頓大學的大學生，為取得經濟學的學位，必要的條件是在四年級的時候，他得提交論文。他論文的標題是〈投資公司的經濟角色〉（The Economic Role of the Investment Company）。那是一篇篇幅123頁，對於共同基金產業的綜合敘述，內容充滿了1950年前成長中共同基金市場的重要資訊。整份論文也在《約翰．柏格與投資：最初的50年》（*John Bogle on Investing: The First 50 Years*）這本書裡完整重現。

柏格的研究，有一部分是回顧1929年至1936年，對這七年間共同基金的績效做評論。他指出，49檔的開放式基金，每股平均資產價值增加了6.7%。<sup>4</sup> 在相同期間內，若用標準普爾指數做衡量，股票的報酬是7.4%。<sup>\*1</sup> 這份論文同時也研究了後來幾年的特定基金，將其報酬與市場平均值做比較，最後呈現的結果不一。

針對基金績效發表意見時，柏格這麼表示：「基金無法主張它們的績效會優於市場平均值……當然，有人宣稱基金的績效，必須是跟個別投資人在相同期間、成本之下，以相同目標的特定基金來相比較，才能評定。」<sup>5</sup> 這是很重要的評論，因為柏格捕捉到當時投資共同基金的主要目的，即是以合理的成本下分散投資，而不是為了能擊敗市場。

柏格同時也觀察到：「當基金所購買的有價證券是市場的一部分

時，就很難預期經理人所買進的基金績效能領先市場。」<sup>6</sup> 柏格很清楚的看到整個投資圖像。儘管報酬不一樣，但是市場裡的所有參與者，都須一起分享這些報酬。有人是贏家、有人是輸家，這些不均等報酬，最後加總起來等於零。每次只要有一個投資人的績效，在扣除相關費用之前能擊敗市場，就會有另一個投資人的績效，在扣除相關費用之前比市場還差。因此，在扣除費用之後，大多數投資人加總起來的績效必然比市場差。這是很簡單的算術。頂尖的學者在好幾年後也是使用相同的邏輯，來支持被動指數投資的方法，包括1991年諾貝爾經濟學獎得主威廉·夏普。

## 喧囂的1960：投資與研究興起的年代

1950年代晚期，當道瓊工業平均指數打破它在1929年舊有的高點紀錄時，股票市場裡受到關注的事物也跟著改變了。第二次世界大戰之後，新一代的投資人，透過出現在美國各主街上的當地投資公司辦公室，受託負責管理客戶證券買賣帳戶的經紀人，開始從事投資買賣活動。美林證券（Merrill Lynch）、時喜證券（Shearson）、基德皮博迪（Kidder Peabody），以及雷曼兄弟（Lehman Brothers），都是為人熟知的名字。經由這些公司當地的業務代表，很容易就能進入市場，使得共同基金產業出現蓬勃成長。在1960年代，有超過100檔新的基金與數十億美元流入新的資產項目。這樣的成長，為學術界提供豐富的研究資料來源，對於想要揚名於世的年輕博士與博士候選人而言，更是如此。

這些聰明的年輕人想知道，什麼在華爾街行得通，什麼無法成功。他們企圖想要了解有價證券的訂價，並且確認那些始終能勝出的投資策略。一般大眾都認為，有些獲勝的基金經理人具有贏的能力，而有些人只是因為運氣好。因此學者想要找出有那些有能力的人，同時也找出促

成他們比較優秀的因素，並從這項資訊獲得進一步發展。這樣的分析需要新的量化工具，以便同時比較橫跨數百種基金的投資組合報酬，才能有效區分有能力、能力不佳，或是運氣好的基金經理人。

如果要比較結果的趨勢，合乎常理的作法是評估與市場指數相關的報酬。然而，雖然將共同基金績效和廣泛的標竿指數相比較，是判斷共同基金報酬好壞的適當方法，但這種作法忽略了一個重要的元素：風險。某個承擔較高風險的投資組合經理人，應該預期他會比承擔較少風險的經理人有更好的績效。但是，這種因為承擔較高風險而產生的較高報酬，是否應該歸因於經理人的能力呢？這個答案應該取決於，其所承擔的額外風險程度和額外報酬的多寡。

學術界決定，在確認經理人是否具備投資能力之前，必須對主動式管理的投資組合進行風險調整。不過在當時，能這麼做的工具並不存在。必須要有挖掘在基金表面績效之下的新方法，才能在經過風險調整的基礎上比較報酬。

在1960年代發生的是，一場如何衡量投資組合績效的革命。風險現在成為了衡量報酬的一個重要因素。這個績效研究的新領域，將獲得各個大學更先進的計算能力的幫助。

備有累積30年共同基金績效的資料，加上來自銀行管理的信託帳戶、保險公司帳戶及退休金，讓研究人員有豐富的資料來源去進行他們的分析。早期投資組合分析的研究，多集中在找出橫跨所有投資組合的共同風險要素。如果發現了橫跨所有投資組合的共同風險要素，它們就能併入數學模型，同時用來比較許多投資組合的結果。這將是處理問題的有效方法。

接下來的內容，是精選研究人員為改善衡量投資組合績效和進行風險調整比較，所努力做出的成果摘要。投資組合分析在1960年代有很多的進展，這裡小小的篇幅內容，還不足以完全呈現。想要更進一步了解，請閱讀彼得·伯恩斯坦（Peter Bernstein）關於現代華爾街起源的精

彩作品《投資革命》（*Capital Ideas*），以及後續另一本作品《投資超級英雄進化論》（*Capital Ideas Evolving*）詳細說明了投資分析的豐富歷史，並且探索了當前風險管理的新疆界。

## ■ 1. 哈利·馬可維茲（Harry Markowitz）

對股票價格、投資組合理論，以及風險與報酬衡量方法的了解，有大幅度的躍進的原因，是出自於芝加哥大學一個低調、不起眼的學生，在1952年所寫的博士論文。當年25歲的哈利·馬可維茲，寫了一篇標題是〈投資組合選擇〉（*Portfolio Selection*）<sup>7</sup>的革命性研究論文。這份最初沒有受到人們注意、14頁短篇幅的論文，最後卻改變了機構投資人管理投資組合的方法，也改變了大學教導學生投資組合管理的方法，更改變了分析師衡量投資組合績效的方法。

馬可維茲的論文是一項大變革，因為它探討了投資組合的風險與投資組合的報酬，一樣都是投資組合管理當中的重要部分。他在論文裡提到，風險與報酬之間存在著直接關聯，儘管投資組合應該盡可能排除風險，但實際上可以觀察到的情況是：「……投資人確實（或應該）認為預期報酬是理想之物，而報酬的變異（也就是風險）是不理想之物。」馬可維茲的基礎理論是，如果沒有其他的投資組合出現下列情況，那麼該投資組合是有效率的：（1）相同風險之下，有較高的報酬；或（2）相同的預期報酬之下，有較低的風險。

這個概念，在今日看來顯而易見，但在馬可維茲指出風險跟報酬在投資組合管理中是同等重要之前，學術界、投資組合的經理人都只有考慮到個別有價證券的風險而已。沒有任何研究報告探討過，整個投資組合的風險和報酬的兩者關係。

馬可維茲為廣泛、多樣化的投資組合提供理由，這種投資組合分散且橫跨多種產業部門，因而能夠降低整體風險。正如他在論文中提到

的，這個投資組合「……同時提供最大的預期報酬及最小的風險，並向投資人推薦這樣的投資組合。」以現今的情況而言，馬可維茲所說的情況是，編製一個整體市場的指數，它持有全部可以買賣的有價證券，因為這是能夠獲得最大預期報酬與最小變異（也就是風險）的投資組合。

馬可維茲將他的見解出版在1959年的書籍《投資組合選擇：有效率的多樣化投資》（*Portfolio Selection: Efficient Diversification of Investments*），做了很詳細的說明。書的內容延伸了他的最小變異理論，做為建構投資組合的一個要素。他的作品後來被學術界、實務界的研究人員，繁衍出很多新的概念。

## ■ 2. 尤金·法馬（Eugene Fama）

投資組合理論的另一個早期先驅是尤金·法馬。他於1960年畢業於塔夫茨大學（Tufts University），後來獲得芝加哥大學碩士學位，並且於1965年獲得芝加哥大學博士學位。

經過法馬細心周密研究的博士論文發表於1965年，題目是〈股票市場價格的行為〉（The Behavior of Stock Market Prices）。他的論文目的是要驗證股票市場的價格是隨機的，並會遵循現今一般所被稱為「隨機漫步」（random walk）的理論。<sup>8</sup>

法馬的研究，引導出效率市場假說（Efficient market hypothesis, EMH）的形成，這項理論是說，在自由、公開的市場當中，有價證券的訂價是有效率的。該理論指出，所有已知、可取得的資訊，已經完全反映在目前的有價證券價格上。因此，在公開市場中自願買賣雙方的同意價格，無論好或壞，都是對有價證券投資價值的最佳估計。任何新的資訊，幾乎都會立即反映在市場價格上。這使得在不承擔較高的風險，或是無法掌握有價證券的內線消息下，幾乎不可能獲得額外報酬。

法馬的一項試驗，是要審查共同基金績效報酬的隨機性。這項試驗

的構想是，如果共同基金表現出隨機報酬，那這就證明了共同基金當中的股票價格，也同樣會是隨機的，因為沒有投資組合經理人，能夠持續的利用非效率市場（編按：與效率市場相反，出現價格被高估或低估的狀況，此時價格和市值存在落差，提供獲利時機）或市場趨勢。

法馬審查了1951年至1960年至少10年間，美國國內股票型共同基金的績效。他將持有債券的比率不超過5%的基金，歸類為美國國內股票型基金。而總共有39檔基金，符合他的這個條件。接著，他將這39檔基金的績效，跟一個權重相同的紐約證券交易所（New York Stock Exchange, NYSE）指數做比較。權重相同的指數，是假定不管每家公司股票的市值如何，投資在每一支紐約證券交易所股票的金額是相同的。圖2.1顯示了這39檔基金與權重相同的紐約證券交易所指數，以及市值加權的標準普爾500指數，彼此的報酬情形。<sup>\*2</sup>

平均而言，這39檔基金的績效，只比權重相同的紐約證券交易所指數績效稍微好一點點。然而，有17檔基金的績效勝出，22檔基金的績效較差，形成44%的成功率。17檔基金的報酬，平均績效勝出比率多了1.9%；22檔績效較差基金的報酬，平均績效比率少了1.6%。法馬的結論是：

因此，一般說來，基金的績效不會比市場好；此外，在個別基金間也無法始終如一保持獲勝。既然這樣，我們的結論是，到目前為止，這些很有經驗的分析師都逃過了檢測。<sup>9</sup>

對我來說，法馬還是給了這些基金，過多應該得到的讚許。因為這39檔基金以市價而言，可能持有較多主導市場的大型公司股票的權重，而不是偏好中、小型資本公司的紐約證券交易所指數權重。由於在1951年至1960年，大型公司股票的績效優於中、小型公司股票的績效，因此

合理的推測是，這些基金持有大型資本公司股票的重，會比持有中、小型公司股票的權重來得高。如果這個假設是正確的話，那基金的績效，會比以市值加權指數的績效差。

事實上，從圖2.1的比較可以發現，相較於以市值加權的標準普爾500指數的績效，39檔基金的績效表現並沒有比較好（標準普爾500指數並沒有包括在法馬的研究報告裡）。只有9檔基金的績效勝過標準普爾500指數，另外30檔基金績效低於標準普爾500指數，顯示獲勝的成功率是23%。9檔獲勝基金的報酬，平均績效比率多了1.6%；另外30檔輸給指數基金的報酬，平均績效比率少了2.4%。

圖2.1 ▼ 1951年至1960年39檔美國國內股票型基金年化報酬率

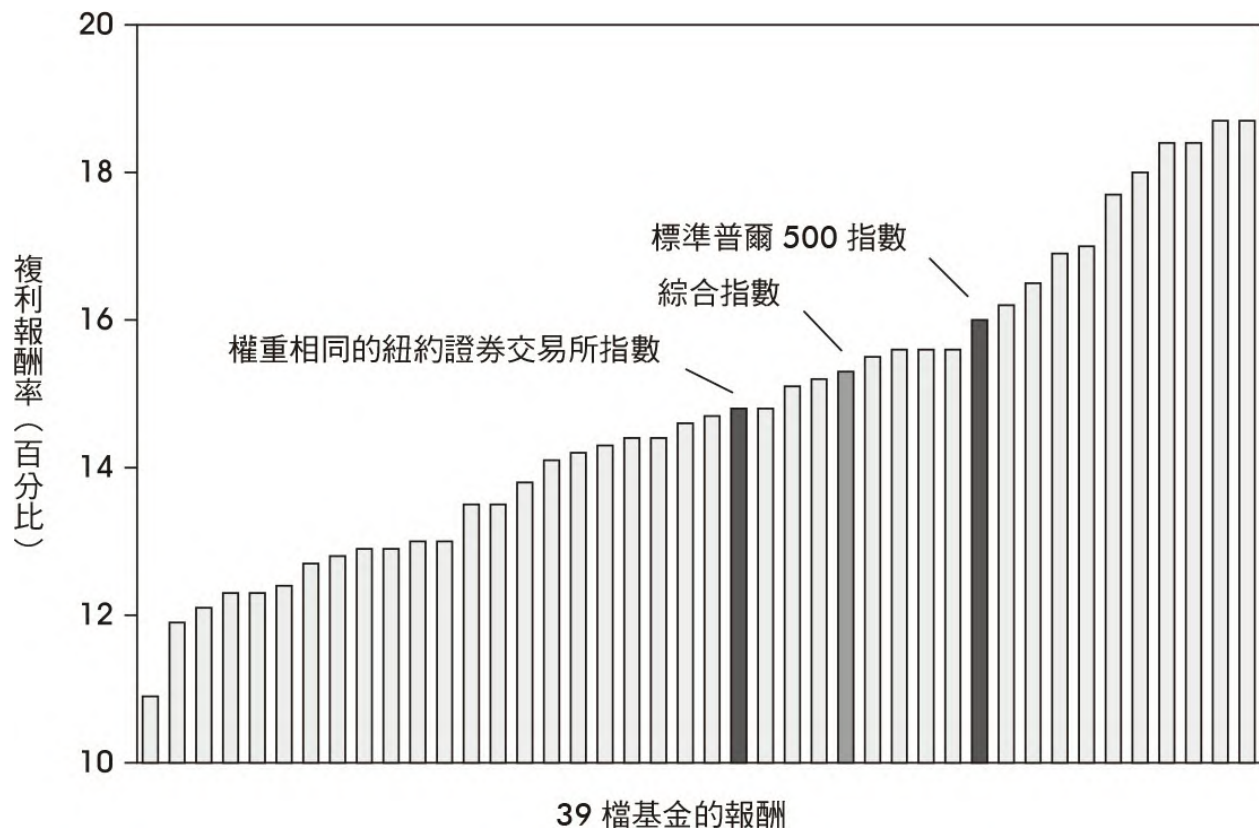


圖2.1顯示的綜合指數，代表了市值加權的標準普爾500指數和權重相同的紐約證券交易所指數的中間點。我建立這個標竿指數的原因，是

因為我認為它更接近於這39檔基金在實務上的資產投資。換句話說，基金當中的有價證券，可能不是按照市值加權計算，其權重也不相同。更確切的說，它們很可能是位在中間的某個地方，因為大型的公司比小型公司持有更多資產。雖然我沒有基金成分股的直接證據，但基金報酬本身就暗示了這項推測。

跟標準普爾500指數 / 紐約證券交易所權重綜合指數（圖 2.1 中綜合指數）相比較，結果有13檔基金績效勝出，25檔基金績效不佳，1檔基金績效持平。對於這些倖存的基金而言，勝敗比大約是1: 2，這跟主動對上被動的指數研究結果一致。勝出的13檔基金，只達成1.7%的超額報酬率，而其餘25檔基金的報酬，比平均績效比率少了2.0%。

### ■ 3.威廉·夏普

研究人員在1960年代建立的績效評估模型，多集中在將市場報酬與經理人的報酬分開。每種有價證券的投資組合，都有兩個風險要素：系統性風險，即市場的整體風險；以及非系統性風險，指投資組合中個別有價證券產生的風險。為了方便起見，我將把系統性風險稱為市場風險，非系統性風險稱為非市場風險。

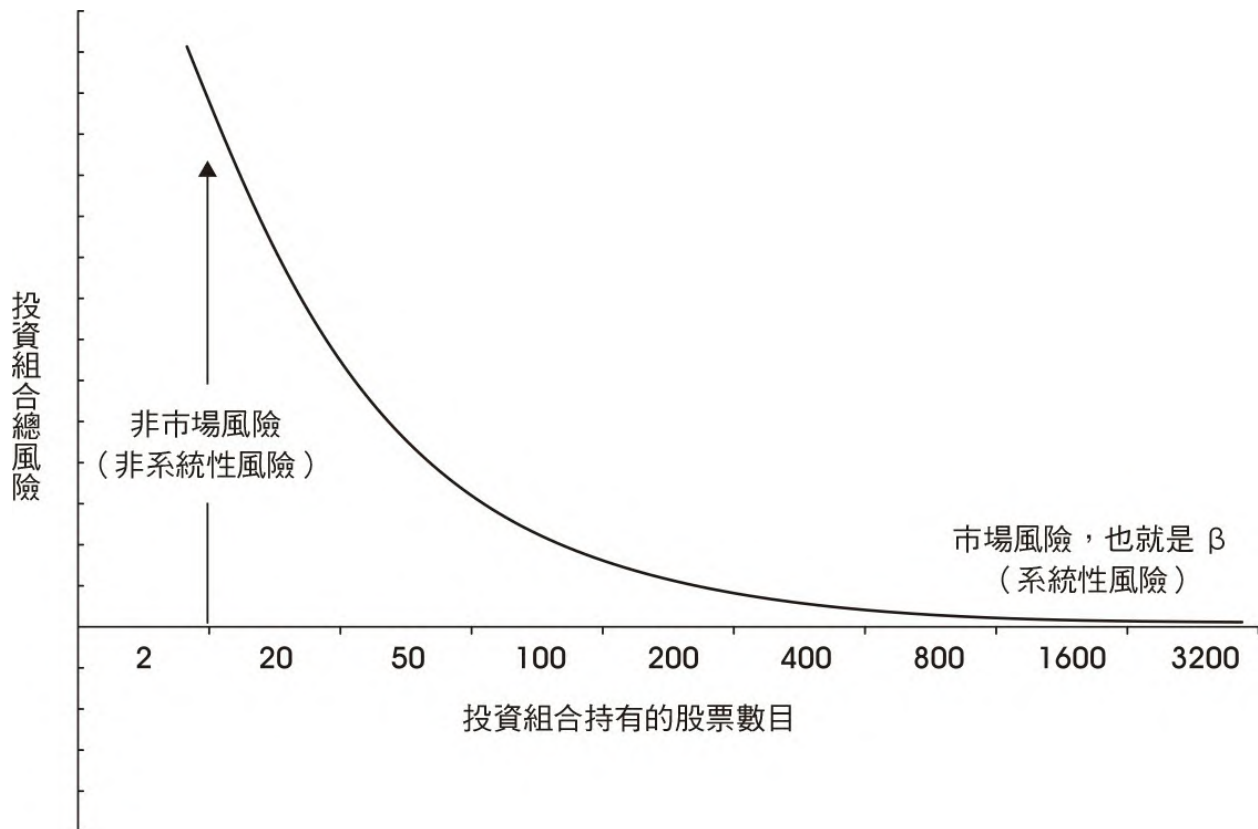
市場風險在個別有價證券的報酬與一小群有價證券當中，是顯而易見的。而非市場風險，是個別有價證券在市場風險之外所攜帶的風險。例如，隨機選擇的50支股票的投資組合，可能有80%的市場風險與20%的非市場風險。

要減少投資組合當中的非市場風險，可以經由加入更多的有價證券做到。例如，在我們隨機選擇的50支股票的投資組合之外，再加入其他股票，增加它的市場風險時，同時減少它的非市場風險。

市場風險是整個資產類別的風險，它無法藉由在投資組合當中，加入更多同一資產類別的有價證券來分散。

圖2.2說明了廣泛的多樣化，如何降低非市場風險。當投資組合當中的有價證券數目增加時，非市場風險就會下降，直到只剩下市場風險。

圖2.2 ▼ 市場風險與非市場風險



威廉·夏普選用希臘字母 $\beta$  (beta，中文讀音：貝他) 代表市場風險。<sup>10</sup> 夏普說，不管有價證券的價格是否出現週期性的高低波動，市場的 $\beta$ 值永遠等於1.0。市場不會比它自己本身，有更高或更低的風險。

由於市場的 $\beta$ 值一直都是1.0，因此個別有價證券與投資組合的風險，就可以用它們跟市場 $\beta$ 值的關係做表示。例如，某檔基金擁有很廣泛、橫跨不同產業及數百家大型公司的股票，那它的 $\beta$ 值可能會很接近1.0，這是因為投資組合的結構，非常接近市場的結構。當市場上漲10%，該投資組合也很可能會上漲相同的百分比，因為它的 $\beta$ 值是1.0。

另一方面，如果某檔基金只持有特別產業、少數幾家小型公司的股票，那它的 $\beta$ 值可能會是1.3，這表示，儘管市場風險驅動著投資組合的價格變動，但是在這個投資組合的價格變動上，會比市場的價格變動大。如果市場上漲10%，這檔小型公司股票的投資組合，由於有較高的市場風險，因此很可能大約會上漲12%（這並不是一比一的公式）。

不管持有的有價證券數目是多少，每個投資組合都有它自己的 $\beta$ 值。 $\beta$ 值的相關性，取決於投資組合多樣化的廣泛程度。僅僅只有少數幾支股票的投資組合， $\beta$ 值可能是1.0，但是這個投資組合的報酬，因為具有很高的非市場風險，因此可能跟市場的報酬有很大差異。相較之下，有數百支股票的投資組合， $\beta$ 值可能也是1.0，但是因為有較少的非市場風險，因此 $\beta$ 值對這個投資組合的報酬，會有比較大的影響。

夏普的 $\beta$ 值，可以用來將所有的有價證券、投資組合，與一個共同的風險因子做比較。這使得對風險調整之後的投資組合做比較時，變得更容易、也更快速。 $\beta$ 值簡要明確、符合邏輯，而且很簡單，數十年來它已經被廣泛的應用在財務、企業評價方面。

總而言之，只有一種市場風險和一種市場報酬。市場上不存在超額報酬或超額風險。這使得所有非市場風險成了零和遊戲。有非市場風險的贏家，就一定有非市場風險的輸家。然而，沒有人是可以免費進行投資的。在扣除成本與費用之後，大多數非市場風險的參與者（也就是主動型基金的投資人），因為他們面臨的額外費用，績效一定會比市場差；這是很簡單的算術。

1964年，夏普將 $\beta$ 值應用在其革命性的資本資產定價模型（Capital Asset Pricing Model, CAPM）當中，他也因此獲得諾貝爾經濟學獎。這個模型定義了一個公司的估計資本成本與該公司特定 $\beta$ 值的關係。資本資產定價模型仍然是現代金融市場定價理論的基礎。它被廣泛的應用在公營企業與私人企業的評價模型裡，並成為企業做決策時，一項很重要的工具。

## ■ 4.傑克．特雷諾（Jack Treynor）

傑克．特雷諾在1955年從哈佛商學院以優異成績畢業之前，曾於哈佛福德學院（Haverford College）主修數學。他後來繼續在麻省理工學院就讀，受教於優秀研究員法蘭科．莫迪利安尼（Franco Modigliani）；莫迪利安尼是麻省理工學院史隆管理學院經濟系（Sloan School of Management and MIT Department of Economics）的經濟學家，也是1985年諾貝爾經濟學獎得主。

在1965年，特雷諾利用 $\beta$ 值建立了一個評估基金的公式，就是一般熟知的特雷諾比率（Treynor Ratio）。他的發現刊載在《哈佛商業評論》（*Harvard Business Review*）上，題目是〈如何評估共同基金的管理績效〉（How to Rate Management of Investment Funds）<sup>11</sup>。

特雷諾比率的原理如下：將任何投資組合的報酬率，減去無風險報酬率（通常是美國國庫券的利率〔the Treasury bill yield〕）；接著將這個數值除以投資組合的 $\beta$ 值。這種根據投資組合的 $\beta$ 值所進行的衡量，得到的結果是，投資組合超額報酬與市場風險的比率。

特雷諾比率可以用來對許多不同的投資組合進行相互比較，並且按照最佳風險調整後的報酬來區分結果。

比率最高的基金，每單位市場風險的報酬率也最高；這說明基金經理人可能有較好的能力。這個比率，是用來區分潛在績效好的經理人，以淘汰績效不好的經理人；在這樣的方式下，投資顧問的工作就更容易進行。

威廉．夏普也開發了一個類似公式，評估投資組合風險調整的報酬率。諷刺的是，方程式當中的分母，夏普用的是投資組合報酬率的標準差，而不是用他自己的 $\beta$ 值；這或許是因為特雷諾比他搶先一步使用的關係。夏普的公式，後來被稱為夏普比率（Sharpe Ratio）。

夏普於1966年在《商業期刊》（*Journal of Business*）刊載一篇有趣的論文，他用夏普比率、特雷諾比率，以及第三個要素——基金費用，評估了1954年至1963年間34檔共同基金的績效表現。<sup>12</sup> 夏普的目的，是要比較這三種方法，並確認哪種方法更能確定共同基金經理人的能力。

夏普發現有足夠的證據顯示，這三種比率在選擇基金時都有一定的預測能力，儘管沒有任何一種方法，可以預測到能持續勝過道瓊工業平均指數的基金（夏普並沒有透露為什麼，當有更廣泛、綜合性的標準普爾500指數時，他卻選擇這個有限的市場指數的原因）。夏普承認，道瓊工業平均指數沒有涵蓋交易成本或管理費用；然而，他同時也注意到，計算基金報酬時，也沒有扣除它們的銷售佣金，而大部分基金的佣金費用比率是8.5%。結果如下：

- 將34檔基金與道瓊工業平均指數做比較，有23檔基金的績效低於市場，其他11檔基金績效則勝於市場。基本上，每2檔績效差的基金，另外才會有1檔績效好的基金，勝敗比是1：2。
- 道瓊工業平均指數的夏普比率是0.67，而這34檔基金的平均夏普比率只有0.63。這表示，跟這34檔用來研究的共同基金做比較，道瓊工業平均指數每單位的風險獲得的報酬，比這些共同基金高。
- 特雷諾比率計算的結果，與夏普比率的結果相似。

夏普同時也對費用做為報酬的預測因子進行檢測。在論文接近結論的地方，他對費用提出以下重要的意見：

雖然將十年間的發現結果一概而論是危險，但似乎可以發現，一般共同基金選擇的投資組合績效，至少跟道瓊工業平均指數的績效是

一樣好的。但是基金持有人真正獲得的報酬（在扣除基金相關的營運費用之後），卻是比道瓊工業平均指數投資組合的報酬，有一定的差距。這跟我們之前的結論是一致的，也就是說，如果其他條件是相同的情況下，基金的費用比例愈小，基金持有人的報酬結果也會愈好。

夏普在對共同基金費用的最後一句話中，是很值得注意的，因為它為這個主題在未來設立了許多討論的舞台。如果投資專業人士選擇的股票至少能和市場一樣好，但是在這麼做的同時卻因為基金費用侵蝕績效，那麼費用就會成為預測主動型基金績效的重要決定因素。約翰·柏格在他1951年的普林斯頓大學論文裡，也曾提出類似的觀點。

## ■ 5.麥可·詹森（Michael Jensen）

如果某個投資組合的報酬，高於它的 $\beta$ 值預測結果，那這些超額報酬，可能就是經理人的一種能力指標。這些超額報酬有特定的名稱，它被稱為詹森 $\alpha$ 指標（Alpha，中文讀音：阿爾發），是以麥可·詹森的名字命名的，他是芝加哥大學的博士。多年來，業界人士都將這名稱簡稱為 $\alpha$ 指標。

詹森是在1967年發表他的研究論文，並且獲得《財務期刊》（*Journal of Finance*）刊載。他同意特雷諾、夏普的看法，認為投資組合的報酬應該經過風險調整，才能適當衡量經理人的能力。隨著時間推移，風險較高的投資組合會比風險較低的投資組合，預期有更高的報酬，但是藉此表現出色的經理人也不該因為承擔了較高的風險，就被認為是具有能力的。

詹森徹底的分析了1945年至1964年倖存的115檔基金，以測試他的公式。他發現，基金每年的平均收益，比標準普爾500指數的收益結

果，還要少1.1%。<sup>\*3</sup> 這是使用 $\beta$ 值衡量一般基金已知的風險水準，所得到的收益結果是低於預期報酬。換句話說，一般基金經理人並沒有達成 $\alpha$ 指標（超額報酬）。

在扣除費用並且經過風險調整之後，有39檔倖存基金的績效擊敗市場，而另外的76檔基金，績效則比市場差。這樣的結果顯示，基金在風險調整之前，勝敗比為1: 2；基金在風險調整之後，勝敗比也為1: 2。在風險調整後的基礎上，位居獲勝基金中位數的基金，績效勝出市場0.6%；而位居績效較差基金中位數的基金，績效比市場差了1.6%。在詹森的研究當中值得注意的是，拿基金經理人風險調整前後的報酬做比較，其結果並沒有比較好或比較差。

詹森將他的發現，在他的研究摘要裡做出總結：

這些共同基金的績效證據顯示，這**115**檔基金不僅無法靠預測有價證券價格的方式，來勝過市場指數買進並持有的策略，而且也幾乎沒有證據顯示，有任何個別基金的績效會比我們隨機預期的績效更好。<sup>13</sup>

$\alpha$ 指標是經理人潛在能力的一種標誌；不過，它並不是經理人能力的保證。而且， $\alpha$ 指標無法區分能力和運氣。有些經理人會因為隨機性而表現勝過市場，但無法得知他們的運氣何時會用完。即使 $\alpha$ 指標真的顯示出經理人的能力，那也是指已經過去的歷史情況。我們沒有辦法知道，哪些經理人未來會展現能力。第7章將會說明，為什麼過去的績效表現，不是未來報酬的指標。

在扣除成本與費用之前，橫跨整個投資產業的 $\alpha$ 指標，一直都是零和遊戲。取得相關的投資資訊、分析資訊，同時做成交易決策，都是很高昂的成本。即使主動型經理人他們的分析是正確的，但是主動式管理的成本，通常都會擊垮他們發現的任何 $\alpha$ 指標。

這裡要強調的，既不是詹森、也不是學術界其他任何人，想要揭穿主動型經理人的真相。相反的，他們從事研究的目的，是要辨別有能力的經理人與能夠產生符合 $\alpha$ 指標的策略。然而學術界研究的結果，卻指向不同的結論。它顯示出，主動式的管理策略比起投資人所獲得的報酬，增添了更多的風險。總而言之，主動型經理人的行動會產生無法補償的風險。

在1960年代、1970年代進行的其他幾項關於主動型基金的研究，也都得出相同的結論。這些研究報告都是使用倖存的基金，摒棄已經不存在或被合併的基金，選到績效獲勝的主動型基金的機率，大約是每兩檔績效較差的基金就會有一檔績效勝出的基金；而且鑒於勝出機會、存活能力都較低，此外績效勝出的基金支付給投資人的報酬，也沒有高到它應該支付的金額。學者都同意，如果可能的話，投資人最好直接購買指數相關基金，報酬結果反而會比較好。然而問題是，當時指數型基金並不存在——但這個情況即將改變。

## 小結

本章內容介紹了早期績效分析的幾個基本結論，這些結論似乎一直都是正確的：（1）整體而言，在扣除費用之前，如果跟市場標竿指數相比較，主動型經理人的績效價值似乎沒有任何增加，（2）在扣除費用之後，增加的績效價值的機率呈現陡峭的下跌，以及（3）少數幾檔績效勝出市場的基金所賺取的超額報酬，並不足以補償從那些績效輸給市場的基金所造成的高額虧損。

主動式管理在數十年前，就已經被學術界揭露為一種輸家賭注。如果投資人對主動型基金押注得愈多，那這些基金會勝出市場的機率也就愈小。這在數學上，是必然的。

本章的參考文獻，只是提供想要更進一步調查的讀者，冰山一角的資訊。從這些參考文獻中，你將可以找到許多重要學者、研究人員與從業人員的數據資料、分析結果與觀點的寶庫。

---

\*1 柏格在他的研究報告當中，並沒有包括標準普爾500指數。這個指數是由本書作者加進來用以做為比較用途。化年計算的標準普爾500指數資料，是由標準普爾公司提供；標準普爾公司是麥格羅希爾股份有限公司（McGraw-Hill and Company, Inc）旗下的一個子公司。

\*2 法馬在他1965年的研究報告當中，並沒有納入標準普爾500指數。該指數是由本書作者加入做為比較用途。

\*3 在1957年3月1日之前，詹森研究報告中的標準普爾指數，是以90支有價證券為基礎（50支工業類股、20支鐵路運輸股，以及20支公共事業類股），因此，較早期而言，拿這個指數做為市場投資組合的預估報酬，是比較不可靠的。

## 附註

1. Cowles Foundation for Research in Economics at Yale University, <http://cowles.econ.yale.edu/>.
2. Alfred Cowles III, "Can Stock Market Forecasters Forecast?" *Econometrica* 1 (July 1933): 309-324.
3. Alfred Cowles III, "Stock Market Forecasting," *Econometrica* 12, no. 3-4 (July-October 1944): 206-214.
4. John C. Bogle, "The Economic Role of the Investment Company" (undergraduate thesis, Princeton University Department of Economics and Social Institution April 12, 1951), 19. Includes further reference to Securities and Exchange Commission, Investment Trusts, and Investment Companies, p. 508.
5. Bogle, "Economics Role," 27.
6. Ibid., 19.
7. Harry Markowitz. "Portfolio Selection," *The Journal of Finance* 7, no. 1 (March 1952): 77-91
8. Eugene Fama, "The Behavior of Stock Market Prices," *Journal of Business* 38, no. 1 (January 1965): 34-105.
9. Ibid., 92.
10. William F. Sharpe, "Capital Asset Prices: A Theory of Market Equilibrium under Conditions of Risk," *The Journal of Finance* 19, no. 3 (1964):425-42.
11. Jack L. Treynor, "How to Rate Management of Investment Funds," *Harvard Business Review* 43

(1965): 63-75.

12. William F. Sharpe, "Mutual Fund Performance," *Journal of Business* 39(1966): 119-138.

13. Michael C. Jensen, "The Performance of Mutual Funds in the Period 1945-1964," *The Journal of Finance* 23, no. 2 (1967): 389-416.

## 第 3 章

# 指數型基金的 誕生

在一系列事物的配合、起動後，被動投資在1970年代初逐漸開始浮現。由於經紀人佣金是由美國聯邦政府管理，因此當時共同基金的交易成本很高昂。持有幾百支股票的指數型基金，得支付高額的內部費用。銀行發起好幾檔機構投資人的指數型投資組合，但是它們的買賣都受到限制，且在績效方面的成就也很有限。美國證券交易委員會於1975年對固定佣金比率撤銷管制規定，因此降低共同基金的交易成本；接著到了1976年，美國國內市場上出現第一檔公開的指數型基金。本章內容簡短概略的敘述，包括被動投資的誕生，以及由領航集團最早推出的第一檔公開的指數型共同基金，同時說明這檔基金所取得的巨大成就。

## 指數型投資組合的初嘗試

在1971年，富國銀行（Wells Fargo Bank）的約翰．麥克奎恩（John A. McQuown）與威廉．弗斯（William L. Fouse）兩人，是最早的私募指數型投資組合的先驅者，他們負責管理新秀麗公司（Samsonite Corporation）退休金帳戶的6百萬美元。這個退休金帳戶的設計，是要追蹤在紐約證券交易所股票的等權指數，其所採用的是，類似1960年代早期研究論文裡描述的方法。很可惜的是，由於美國政府規定的固定費率，因此造成高額佣金成本，使得執行這項策略幾乎像是惡夢一場。這個方法在1976年被放棄了，取而代之的是以市值加權的標準普爾500指數。

位於波士頓的百駿財務管理公司（Batterymarch

Financial

Management），同樣也在1971年開始單獨從事指數投資。發展這項投資策略的，是該公司的兩位共同創辦人傑洛米．葛藍頓（Jeremy Grantham）、迪恩．里巴倫（Dean LeBaron）。儘管當時沒有人願意採用這項投資策略，但是他們卻在1972年獲得《退休金與投資》

（*Pensions & Investment*）報社頒發的爭議成就獎（Dubious Achievement Award）。兩年之後，也就是1974年12月，百駿財務管理公司的投資策略吸引了第一位顧客上門。

位於芝加哥的美國國家銀行（American National Bank），同樣也在1974年成立追蹤標準普爾500指數的共同信託基金。該檔基金是芝加哥大學企管碩士雷克斯．辛格費德（Rex Sinquefeld）的作品。最低的投資金額是100,000美元；雖然這樣的金額對大多數的個別投資人而言過高，不過至少該檔基金是開放給投資大眾的。

1981年，雷克斯．辛格費德成為象限基金顧問公司（Dimensional Fund Advisors, DFA）的董事長，富國銀行的約翰．麥克奎恩也在此時進入該公司的董事會。象限基金顧問公司透過共同基金，為顧問客戶開發低成本、以指數投資的策略；另外也為機構投資人客戶，提供私人管理的投資組合服務。

## 第一檔指數型基金

普林斯頓大學教授柏頓．墨基爾（Burton G. Malkiel）所撰寫的暢銷書《漫步華爾街》（*A Random Walk Down Wall Street*）中，發表了他對共同基金的深度分析。他的結論與所有研究過那些資料的其他學者的結論，是很類似的。到底經理人的能力在哪裡？大多數主動型基金經理人都沒有擊敗市場，也無法擊敗市場。

墨基爾的書以大眾輿論為目的，他同時也是一個很成功的傳播者。

個別投資人開始了解共同基金是不利於他們的。墨基爾展示了組成指數型基金的幾個優點，甚至懇請共同基金公司推出指數型基金，他提到：「基金的發言人往往很快就指出，任何人都無法買下市場平均值。但是現在，應該要能讓投資大眾做得到。」<sup>1</sup>

墨基爾在1970年代初期替指數型基金辯護的建言，並不是孤單的聲音。其他幾個著名的聲音，也是大聲呼喊要選擇被動投資。

其中一個聲音，出自麻省理工學院的保羅．薩繆森（Paul Samuelson）。他於1974年在《投資組合管理期刊》（*Journal of Portfolio Management*）上，寫了一篇簡短且強而有力的論文，題目是〈挑戰判斷力〉（Challenge to Judgement）。薩繆森透過以下的說法，攻擊了專業基金經理人的要害：「……無法證明最好的基金經理人，可以實現選擇表現優異的投資組合產品……優異的投資績效是無法證明的。」他接著建議：「至少，一些大型機構應該在組織內部，建立追蹤標準普爾500指數的投資組合——這只是用來建立一個初始模型，以衡量機構內部槍手（gunslingers，編按：是追求高報酬的投資組合經理的別稱，其經常使用高風險的投資來獲取報酬）的實力。」<sup>2</sup>

查爾斯．艾利斯當時擔任格林威治聯營公司（Greenwich Associates，譯註：一家市場研究機構）的總經理，同時也是受到慈善信託機構尊敬的投資顧問，他在1975年發表了一篇著名的文章〈輸家的遊戲〉（The Loser's Game）加入了這場被動投資大合唱。這位領先業界的業內重要人士承認，目前的方法對投資人而言是無效的。艾利斯寫的內容，震驚了投資管理事業的基礎：

對於主動型經理人可以擊敗市場的看法，是根據兩種假設：（1）股票市場提供的流動性，是一個優點，以及（2）機構投資人的投資活動，是一種贏家的遊戲。本篇論文不愉快的論點可以簡單如下

說明：由於過去十年的重要改變，這些基本假設都已經不正確。相反的，市場流動性是一種負債，而不是資產，而且就長期而言，機構投資人的績效將會低於市場，因為資金管理已經成為一種輸家的遊戲。<sup>3</sup>

1975年7月，《富比士》雜誌副主編艾爾巴（A.F. Ehrbar）以一篇題目為〈某幾種共同基金是合理的〉（Some Kinds of Mutual Funds Make Sense）的文章闡述他的見解。艾爾巴指出：「儘管基金的績效，無法始終如一的勝過市場，但是它們卻可以藉由產生的過多研究成本、交易成本，讓績效始終低於市場。」<sup>4</sup> 對於基金產業在短期內是否會有所改變，他的態度並不樂觀。

## ■ 當指數型基金遇上約翰．柏格

正如艾爾巴的預言，讓所有投資人都能買到指數型基金的請求，被現有的共同基金公司大大的忽視。主動式管理是目前市場上唯一的投資遊戲，而且對現有的這些基金公司而言，又有何必要毀壞掉這麼有利可圖的情況？這些保守公司頑固的態度，為注意到這種情況的進取者創造了機會。那個人就是約翰．柏格。

約翰．柏格開始探索指數型基金時，先從他自己的數值計算開始，以確認別人所提出的績效數字。他徒手計算了過去30年中，主動型基金每年的報酬，並且將這些報酬跟標準普爾500指數做比較。結果顯示，這些主動型基金的績效，比標準普爾500指數的績效差，兩者每年稅前相差的幅度是1.5%。這個差額，跟投資人在那段期間裡因為基金產生的成本，實際上幾乎是完全相同的。<sup>5</sup>

領航集團在1976年推出柏格的指數型基金，雖然該公司設立的目的並不在此。成立於1975年5月的領航集團，它的目的是替之前被稱為威

靈頓基金集團（Wellington Group of Funds）的公司，管理其每天的行政、財務以及法律工作。由於跟威靈頓基金集團之間有協議，因此領航集團不被允許管理共同基金或從事銷售基金。然而，在這樣的協議下，柏格看到了一個可以經營且不受限制的指數型基金的機會，這是因為選擇標準普爾500指數的股票成分股，是由另一家公司所進行。

在1975年秋天，柏格與他幾位少數工作人員跟威靈頓基金集團董事會見面，討論相關事宜。柏格的團隊表示，推出指數型基金的時候，不會涉及向客戶提供建議，而基金的承銷與銷售，將由外部經紀商聯盟處理，因此領航集團就不會違反與威靈頓基金集團的協議。柏格認為，這樣的作法是在領航集團與威靈頓基金集團，一致同意的委任指令範圍內。

威靈頓基金集團董事會同意了這個作法，隨後在1975年12月31日，由領航集團向美國證券交易委員會提交了「領航第一指數投資信託」（Vanguard First Index Investment Trust）的信託宣告申請。

諷刺的是，根據領航集團與威靈頓基金集團不能銷售共同基金的協議，使得世界上第一檔低成本的指數型共同基金，是透過高成本的經紀商所銷售。負責銷售的經紀人，按照他們賣出的金額，可以賺取6%的銷售佣金。這個佣金比率在當時，其實還是明顯低於支付給銷售主動型基金經紀人的8.5%典型佣金比率。

透過經紀人從事銷售，卻給他們低於一般平均值的佣金，是一項很大的風險。賓州大學華頓商學院發表的一份1970年早期主要研究報告顯示，經紀人提供給客戶的建議，很大的程度受到銷售佣金的金額大小影響。這份研究報告同時也提到，當佣金列入計算基金績效的時候，收取高佣金的共同基金會比低佣金的共同基金的報酬低。如果將這兩個事實連結在一起，即暗示了經紀人可以獲得的收益，比客戶可以獲得的收益更重要。<sup>6</sup>

經紀商的作法，完全是如賓州大學華頓商學院的研究所預料。經紀

人都因為其削減的佣金，對領航第一指數投資信託不予理會。這使得該基金在第一次募集時，總共只吸引1千1百萬美元的資產，遠低於1億5千萬美元的目標。儘管如此，領航集團仍然做出大膽的決定，推出該檔基金。1976年8月31日，世界上第一檔指數型基金，開始向投資大眾公開、營運。

1977年2月，領航集團改變它的營運方向，終止跟威靈頓基金集團之間限制直接銷售的合約，除了取消銷售佣金外，也停止經紀業務的配銷通路。從那之後開始，所有投資人都可以直接跟領航集團接洽，而且不用支付銷售佣金。此外，領航集團也將由它自己管理持有的基金。該公司的營運，將以成本價格做為基礎，讓公司的基金持有人，坐上駕駛座的位置。當約翰·柏格和他在領航集團的團隊建立了一條全新的航線，開始駛向投資的未知水域時，那些束縛、桎梏便不再存在。

## ■ 主動型基金的五項打擊

1976年，被動對上主動的爭論，從學術界轉移到了主街上，變成是為了爭取投資人青睞的戰鬥。究竟誰能在這場戰鬥中獲勝呢？首先，讓我們先看看，領航集團第一檔指數型基金過去25年的績效。

專門從事金融市場研究的公司，同時也是路透集團（Reuters Group PLC）持有全部股份的子公司理柏公司（Lipper）提出了一份資料顯示，在1976年底領航500指數型基金推出時，投資人大約有260檔主動式管理的美國國內股票型基金可以選擇。隨著時間演進，這些基金約有一半已結束運作或與其他基金合併，截至2009年12月，剩下136檔基金倖存。圖3.1根據理柏公司所提供的資料，說明了截至2009年為止的25年間，這些倖存基金的績效與領航500指數型基金的績效的比較。

圖3.1 ▼ 主動型基金相對於領航500指數型基金的績效表現（1985-

2009)

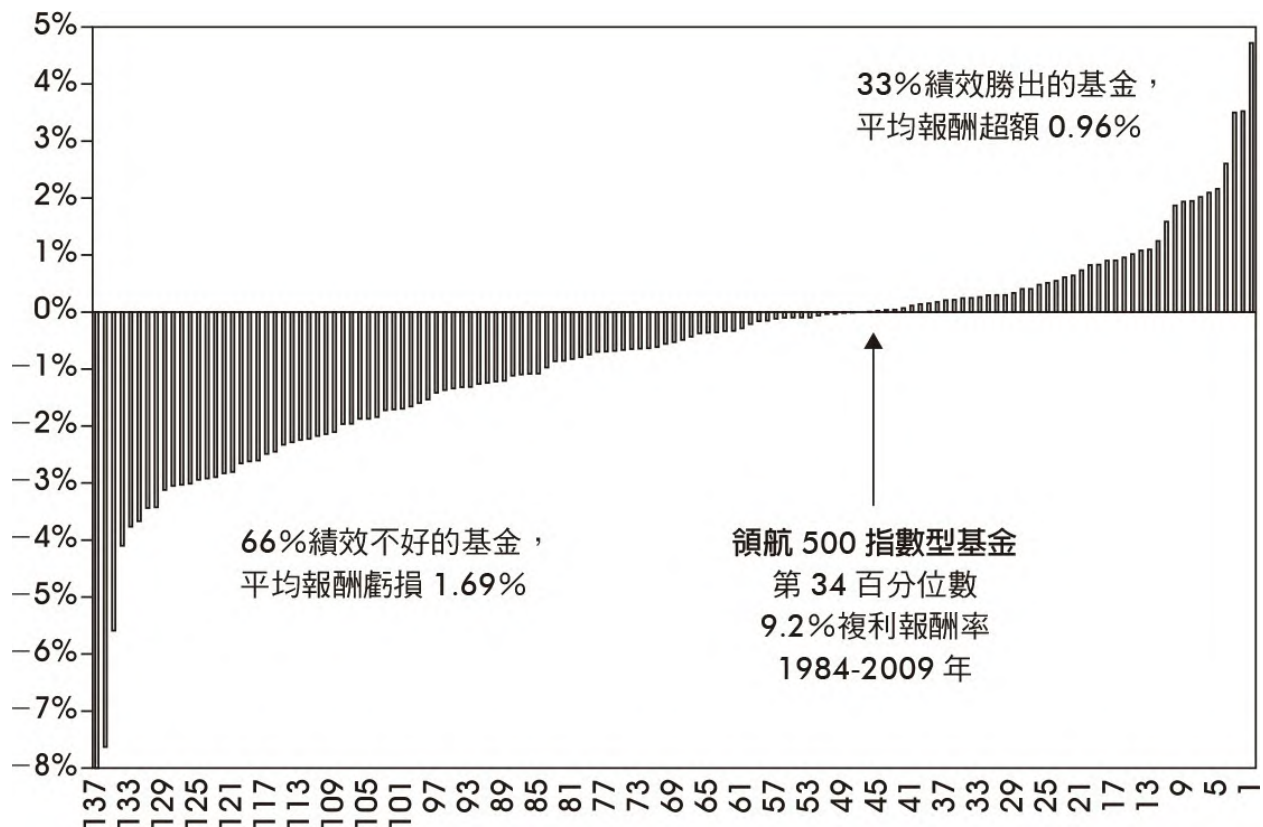


圖3.1並不包括已經關閉或被合併的基金，它只包含了從1976年以來倖存下來的基金。對主動型基金的第一項打擊，是它們的相對績效。在25年間，領航500指數型基金位居倖存基金的第34百分位數。位在領航500指數型基金右邊的主動型基金，有較高的績效報酬；位在領航500指數型基金左邊的主動型基金，則績效報酬較低。這些都是稅前的名目報酬，而不是經過風險調整的稅後報酬。

剛好有三分之一的倖存基金的績效，勝過領航500指數型基金的績效，而三分之二的倖存基金的績效，低於領航500指數型基金的績效。這個勝敗比1：2的比率，正符合1960、1970年代，所有學術界研究報告的預測，顯示出被動管理的指數型基金的績效確實正如預期。

已結束營運或跟其他基金合併的基金，並沒有包括在圖表之中；然而，對這些基金所做的研究報告顯示，這些基金大多數在其消亡的前幾

年，績效已大大低於它們的標的數值。後面第6章，會再提供這些基金在結束運作或被合併之前的績效資料。

如果將每檔停止運作基金的績效數據，放入其結束營運那天之前的資料中，就能消除倖存者偏差，並改變圖3.1的結果。在沒有倖存者偏差的情況下，領航500指數型基金在25年間，擊敗了超過85%的主動型基金。

在這個樣本當中，對主動型基金的第二項打擊是，相對於績效差的主動型基金有高額的報酬損失，績效勝出的主動型基金的超額報酬卻很少。如果考量選到績效差的主動型基金的高機率和平均損失的情況，會發現選到績效勝出的主動型基金所獲得的超額報酬，其實遠低於應有的公平報酬。績效勝出的主動型基金擁有平均0.96%的超額報酬，但是輸給指數的主動型基金平均報酬虧損了1.69%。

已知倖存的主動型基金，勝敗比是1: 2，那麼對勝出的基金而言，公平的報酬支付應該要是輸家基金潛在損失的兩倍。在這個真實世界的例子裡，當平均報酬損失已知是1.69%的情況下，勝出的主動型基金應該提供的平均公平報酬應為3.38%。然而事實上，勝出基金平均只給予0.96%的超額報酬——甚至不到公平報酬的三分之一。這就好比用1美元做投擲硬幣的賭注，在你贏的時候應該要得到2美元，但實際上你卻只得到1.3美元；這裡的賠付金額與賠率並不相當。

對主動型基金的第三項打擊是：銷售佣金。在1985年時，領航500指數型基金並沒有銷售佣金。圖3.1當中，許多倖存的136檔基金，確實都有銷售佣金。如果將銷售佣金包括在績效的資料裡，領航500指數型基金在25年間，會擊敗88%的主動型基金。

對主動型基金的第四項打擊是：風險。如果利用其他章節描述各種風險調整模型，將主動型基金資料進行風險調整，那在風險調整的基礎之下，將使得會勝過領航500指數型基金績效的主動型基金變得更少。這是因為，這136檔主動型基金，多數持有的是比標準普爾500指數

市值小的股票。小型資本公司有較高的風險，因此必須對資料進行風險調整，這部分我們將在第4章中了解到。

對主動型基金的第五項，也是最後一項的打擊是：稅金。共同基金每年會將實現的股利、資本利得分配給股東。由於指數型基金對它持有的有價證券並不會經常的週轉，因此跟主動型基金相比，較具有稅務效率。標準普爾500指數的年度週轉率大約是6%，而主動型基金年度週轉率大約是50%。共同基金若有愈大的週轉率，就會產生愈高的成本，而這些成本必須由基金的投資人來支付。

晨星公司提供的稅金成本比率，衡量了投資人收到分配的股利、資本利得時，由於稅金的關係使得基金年化報酬率減少了多少的數額。在晨星公司基金資料庫的程式裡，可以回溯到15年前的資料。136檔主動型基金在這15年的稅金成本平均比率，每年是1.5%；而領航500指數型基金在這15年的稅金成本比率，每年則都是0.5%。如果將樣本的稅後報酬列入計算，同時假設已結束運作、被合併的基金有較低的稅後報酬，在這些條件下，我估計在25年的期間裡，領航500指數型基金的績效會擊敗超過90%的主動型基金。

25年間的領航500指數型基金的研究，是主動投資對上被動投資的典型實際例子。即使在對已結束運作的基金、風險因素、銷售佣金及稅金進行調整前，主動型基金跟指數型基金的勝敗比已是1：2。雪上加霜的是，失敗的基金平均績效的損失報酬是勝出基金超額報酬的兩倍；這意味著，如果是在公平的投資賽局裡，勝出基金支付的報酬，其實只有預期報酬的30%而已。

從這些數據資料和前一章的內容中，開始浮現的圖像是，主動型基金對長期投資人而言，是錯誤的選擇。選到勝出市場的主動型基金可能性不僅偏低，且通常選到的勝出基金其平均潛在報酬會低於應該公平支付的報酬，此外，當持有主動型基金愈久，它們的績效也會變得愈差。因此投注在主動型基金的投資，並不能獲得應有的報酬。

## 小結

被動投資在1970年代初的起步是很困難的。華爾街收取的高額佣金比率，使得管理作業變得很昂貴，而且投資人要跟上整個被動投資的概念，速度上也相對緩慢。即便有愈來愈多的呼聲，提到將低成本指數型基金開放給所有投資人，卻仍然被保守的共同基金產業摒棄。

約翰·柏格聽到了這些呼聲。在1976年，與他在領航集團的團隊一起推動下，成功的將第一檔指數型基金推出給所有投資人。該基金原先稱為第一指數投資信託，後來改名為領航500指數型基金。

領航500指數型基金的績效，正如學者原先的預期。多年來，因為基金收取較低費用及較低的週轉率，將該檔基金的績效推向最高等級，也讓投資共同基金的全新時代浮現出來。

## 附註

1. Burton Malkiel, *A Random Walk Down Wall Street* (New York: W.W. Norton, 1973)
2. Paul A. Samuelson, "Challenge to Judgement," *Journal of Portfolio Management* 1, no. 1 (1974): 17-19.
3. Charles D. Ellis, "The Loser's Game," *Financial Analysts Journal* 31, No. 4 (1975).
4. John C. Bogle, "The First Index Mutual Fund: A History of Vanguard Index Trust and the Vanguard Index Strategy," Bogle Financial Market Research Center, 1996, [www.vanguard.com/bogle\\_site/bogle\\_home.html](http://www.vanguard.com/bogle_site/bogle_home.html).
5. Ibid.
6. Wharton School of Finance and Commerce, University of Pennsylvania, Study of Mutual Fund, Government Printing Office, Washington D.C., 1962.

## 第 4 章

# 主動型經理人 只能靠運氣

源自於喧囂的1960年代的那些早期研究報告，在速度更快的電腦與更完整資料庫的協助下，讓考量風險、以風險為基礎的投資組合分析得以更進一步的發展。學術界在分離新的風險因素方面獲得很大進展，藉由分離出的這些因素加上 $\beta$ 值的輔助，將能取得投資組合報酬更完整的說明。幾十年來，兩個可以被量化的顯著風險因子為：公司規模因子與價值因子。此外，動量在近期也獲得了許多關注，雖然因為交易成本的緣故，要即時捕獲動量這個因子還是十分困難的。

## 評估主動型經理人的績效

早期的學者努力創造了一個簡單、以風險為基礎的模型，來評估經理人的績效，以便更容易識別他們的技術。這些努力引導出幾個模型，包括：資本資產定價模型、夏普比率、特雷諾比率以及詹森 $\alpha$ 指標，它們都成為今日從事分析時的基礎。

這些努力是從哈利·馬可維茲在1950年代，倡導建構投資組合的工作時開始的。他斷言，風險與報酬這兩者，在投資組合決策中是同等重要的。隨後其他多數研究人員採取的策略，都是根據投資組合的市場風險（稱為 $\beta$ 值）進行調整；這種作法可以凸顯所有的超額報酬，並將可能成為經理人技術的指標。市場風險是以希臘字母 $\beta$ 表示，而經理人賺取超過市場風險的超額報酬，則以希臘字母 $\alpha$ 表示。

對所有廣泛、多樣化的投資組合而言， $\beta$ 值是趨動報酬的主導因素。當一個投資組合的 $\beta$ 值大於市場 $\beta$ 值（被視為1.0）時，隨著時間推

移，它的績效應該會勝過股票市場，不過這只是因為投資組合中有較多的市場風險而已。夏普、特雷諾與詹森以風險為基礎的公式，不會因為經理人承擔較多市場風險而戰勝市場時，就因此表揚他們；也不會因為投資組合的風險小於市場風險，就責怪經理人的績效不佳。

諷刺的是，並沒有任何一個模型，可以接續這些研究人員的最初意圖，也就是找到經過證實、風險調整後，可以始終如一、擊敗市場的方法。在調整市場風險之後，學者無法將主動型經理人始終如一的勝出績效分離出來。研究人員所發現的詹森 $\alpha$ 指標，也並沒有取得比隨機更好的報酬結果。甚至連續效最好的經理人，要說他不只是好運這件事，也是一件很困難的事。

## 兩大常見的風險因子

$\beta$ 模型確實對多樣化投資組合報酬的重要部分做了解釋。然而，資料當中還有很多迴旋的餘地。甚至連威廉·夏普都承認，單獨的單因子模型無法捕捉多樣化投資組合的所有風險。<sup>1</sup> 其他常見的風險因素也會同樣產生作用，而這些風險，一樣也應該列入評價模型裡。找出這些其他的共同因素並將其量化，成為1980年代之後學者的主要焦點。

### ■ 1. 規模因素

小型公司的股票，通常比大型公司的股票有更高的報酬。雖然大多數的超額報酬，可以用小型公司股票有較高的 $\beta$ 值做解釋，不過，有些小型公司股票的情況卻不是如此。研究結果顯示， $\beta$ 值無法完全解釋小型公司股票能產生高額報酬的所有原因。

最早研究超額報酬的文獻，是1981年羅夫·班茲（Rolf Banz）的研究報告。班茲對美國公司的股票報酬，進行了一項超過40年，橫跨1936

年至1975年的研究。他發現，跟大型公司相比較，小型公司有相當高額的報酬，而且這些小型公司的超額報酬，無法用較高的 $\beta$ 值完全解釋清楚。似乎還有另外的風險因素，驅使小型公司的報酬高於風險模型預測的結果。他把這個現象稱為「規模效應」（size effect）。<sup>2</sup>

班茲使用的資料庫，包括紐約證券交易所的所有股票。將紐約證券交易所最小型的20%公司跟其餘公司相比較時，其每年的 $\beta$ 值調整後的報酬會高出大約5%。他同時也注意到，這些差異的變化程度很大。有時候規模效應是正相關，有時候是負相關；其他時候，它會在40年的期間裡完全消失不見。

同樣在1981年，另一位研究人員馬克·萊因葛南（Marc Reinganum）分析了從1975年到1977年，紐約證券交易所、美國證券交易所（American Stock Exchange, Amex）共566支股票的廣泛樣本。<sup>3</sup>他發現在這三年期間內，最小型的10%公司跟最大型的10%公司相比較，其每個月的績效會勝出1.6%。萊因葛南估計，在這個超額報酬當中，0.6%是因為小型公司有較高的 $\beta$ 值造成的，其餘的1.0%則是由規模效應造成的。

沒有人可以明確說明，為什麼會存在規模效應。學術界推測，小型公司的股票報酬比大型公司的股票報酬高，超額報酬其中的部分原因可以用較高的 $\beta$ 值解釋，但至於其他原因，他們卻無法有一致看法。班茲建立的理論是，對於小型公司的資訊不足，導致較高的不確定性，因此可能會產生額外的溢酬。其他人的推理則認為，這是市場上流動性溢酬造成的，意思是，比起大型公司的股票，由於小型公司股票的成交量較少，結果將受限於較高的交易價差與較大的價格變動。還有其他的人認為，小型公司有較高的商業和信用風險，因此較高的資本報酬是必要的。

無論是什麼原因導致小型公司的股票有溢酬，所有的研究人員都同意，溢酬是由於某個風險因素所造成，而這個風險因素無法由市場風險

因素解釋。這項發現，促成兩個因子的新模型引入，用來解釋投資組合績效，而這兩個因子是： $\beta$ 值與公司規模。

如果在風險調整的模型中只使用 $\beta$ 值，擁有小型資本公司股票權重很高的投資組合，就有可能會產生 $\alpha$ 指標。然而，當使用包含公司規模、 $\beta$ 值的雙因子模型，則會讓投資組合中的 $\alpha$ 指標減少或完全消失，將顯示這個雙因子模型比單因子的 $\beta$ 值模型有更為準確的量測結果。

規模因素，已被加入研究人員尋求準確檢測經理人能力的新工具。學術界的結論是，當投資組合是由小型資本公司股票組成時，不需要特別能力績效就會比較好。因此，只是因為持有較多小型資本公司股票而績效出色的經理人，不應該被認定為擁有投資天賦。藉由投資小型資本公司的指數型基金，同樣也可以很輕易達成相同的投資組合績效。

## ■ 2. 價值因素

一個多世紀以來，價值投資一直都是很受歡迎的投資策略。這項策略的作法，包含研究財務資料來決定公司的適當價值，同時投資在看起來具有良好價值的公司。在價值投資領域，約翰．伯爾．威廉斯（John Burr Williams）是早期的先驅者之一，他也是最早根據「內在價值」（intrinsic value）評估股票價格的經濟學家。威廉斯同時還是利用股利支付，記錄現金流量評價方法理論的第一人。他最為人熟知的是1938年出版的《投資價值理論》（*The Theory of Investment Value*），這本書同時是他哈佛大學博士論文的基礎。<sup>4</sup>

班傑明．葛拉漢（Benjamin Graham）也是基本分析的忠誠信仰者，一樣被認為是價值投資最早的先驅者之一。葛拉漢於1928年開始在哥倫比亞大學商學院教導他的理論；後來他跟大衛．陶德（David Dodd）合著《證券分析》（*Securities Analysis*），透過這本書改善了一些基本分析的應用。<sup>5</sup> 葛拉漢最成功、也最有名的學生是華倫．巴菲

特，他是波克夏海瑟威公司（Berkshire Hathaway Inc.）的董事長，也是一位億萬富翁。巴菲特大多把他自己投資上的成就，歸功於葛拉漢。

1970年代末期，學術界開始從廣泛的市場角度去分析價值投資，分離那些在市場上展現可靠基本特性的股票所支付的溢酬。由於這項分析需要挖掘大量數據，計算能力大大增強了這項任務。

桑傑．巴蘇（Sanjoy Basu）在1977年曾經分析了一種概念，這個概念是與 $\beta$ 值或規模效應無關的價值因素，可以說明投資組合報酬的差異原因。在無法經由其他風險因素解釋的情況下，他發現本益比（price-earning ratios, P/E）與投資組合的報酬之間具有正相關且始終如一的關係。<sup>6</sup>

前面提到的馬克．萊因葛南，其論文在1981年證實並擴展了巴蘇的發現，在同一時期，其他幾位學術界的人士，也對價值溢酬從事了相關的研究。總結而言，這些研究結果都發現，投資組合與這些基本變數如本益比、股價現金流比（price-to-cash-flow）、股價淨值比（price-to-book, P/B）之間，有著顯著的正相關。從長期績效來看，股票本身價格有較高基本價值的股票（價值股）的績效，會高於相對股票本身價格較低基本價值的股票（成長股）。

尤金．法馬和肯尼斯．法蘭奇（Ken French）於1992年發表了一份開創性的研究報告，該研究是衡量從1963年到1990年期間帳面價值對市值比率（book-to-market, BtM）最高（也就是價值股）與最低（也就是成長股）的股票。他們發現，在美國的股票市場，價值股比成長股每年會有超過5%的超額報酬。<sup>7</sup> 法馬和法蘭奇同時也證實巴蘇的發現，有較高本益比的價值股的績效，確實比較低本益比的成長股的績效好；然而，本益比並不像帳面價值對市值比率，是強而有力的衡量因素。他們的研究結果，引導評價模型下一個步驟的發展，也就是Fama-French三因子模型，這將在後面繼續討論。

許多研究人員，在眾多不同樣本期間和橫跨全球大多數主要證券交

易所，都再現了多種類型的價值作用。儘管研究人員仍然無法確切知道，究竟是什麼原因導致價值溢酬，但他們可以肯定的是，這個原因並不是會導致 $\beta$ 值和規模風險的相同因素。

學術界推理出很多價值溢酬存在的原因。有人說，它發生的原因，是因為有價值的公司基本面比較薄弱。它們往往是成長緩慢的老牌企業公司，負債比率較高，且容易出現財務上的突發狀況（編按：意指價值股因為有較高風險，而可能進而產生溢酬）。其他人則是從另一個角度爭論，他們表示人們對成長股的期望評價過高，因此價值股的績效之所以會勝出，是因為成長股績效較差所造成的。另外還有一種觀點是，由於這些價值型公司沒有投入很多心力在投資銀行方面的業務，所以未受華爾街分析師的關注。也因此，不同於成長型公司能獲得分析師的推薦，價值型公司並沒有獲得來自分析師拍案叫絕的買進建議。

無論價值溢酬發生的原因是什麼，重要的是，在美國國內外溢酬都有大量的文獻記載。學術界大多都同意，價值股的溢酬反映了內在風險，而且不是短暫的市場異常現象。價值股比成長股的績效，勝出很大的幅度，而這勝出的績效，是獨立於 $\beta$ 值和公司規模之外，一個新的風險因子的結果。

## 三因子模型的建立

尤金．法馬和肯尼斯．法蘭奇將 $\beta$ 值、公司規模及價值（帳面價值對市值）這三個因子匯編在一起，創建一個全新且轟動的評價模型，稱為Fama-French三因子模型（Fama-French Three Factor Model）。該模型的一項用途是，將共同基金的績效跟這三個明顯的風險因子做比較，並且分別釐清在基金報酬當中，有多少可以歸因於這三個因子，又有多少是由基金經理人所造成。

法馬和法蘭奇發現，一般來說，單單 $\beta$ 值本身就能夠解釋多樣化投資組合大約70%的績效。當他們衡量隨機創建的投資組合，所受到 $\beta$ 值、公司規模及帳面價值對市值的三個風險因子的影響程度時，他們能提供一個大約95%正確的解釋，說明在不知道該多元化投資組合實際報酬的情況下，該投資組合在股票市場中可能會有的績效。而他們所需要知道的，就只是每個風險因子的量有多少而已。

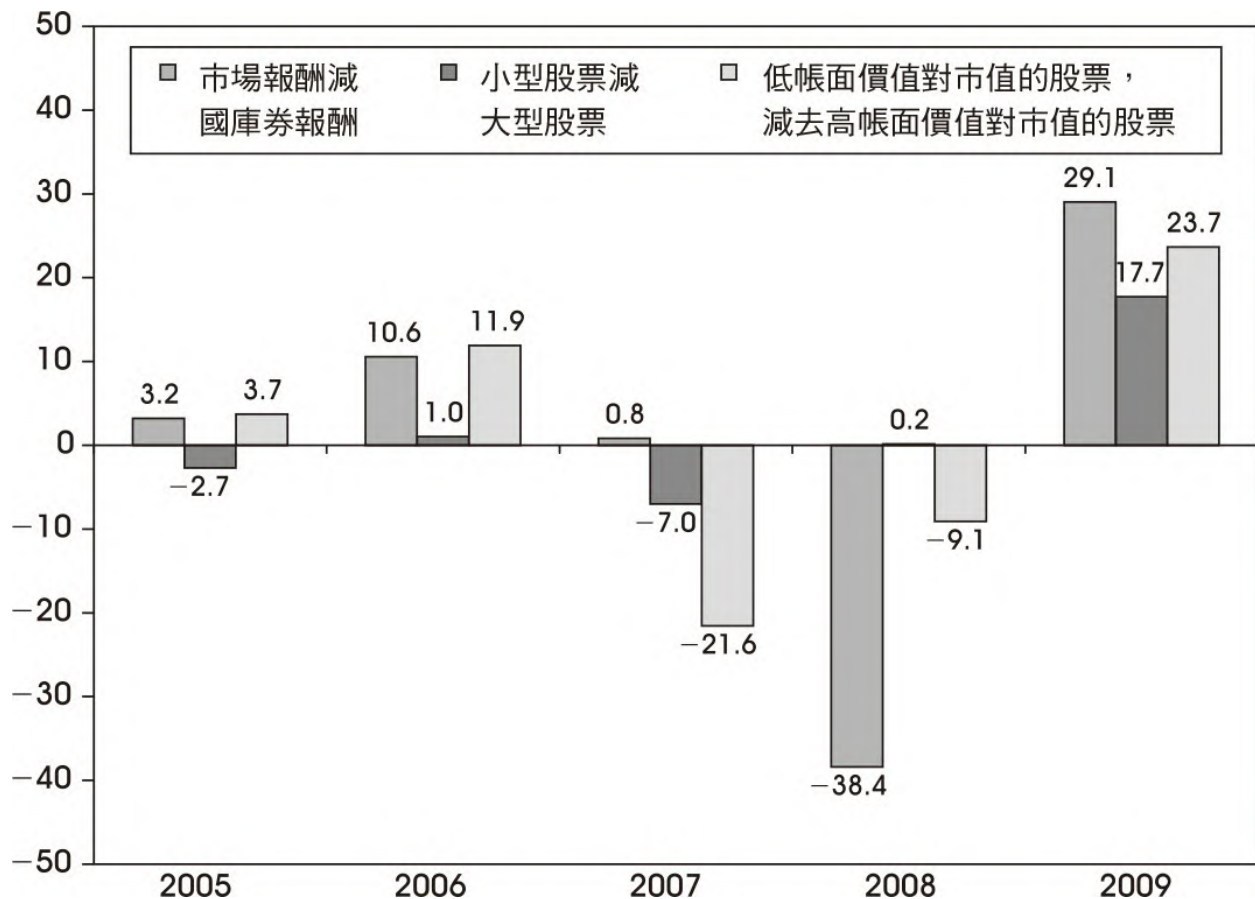
這樣的結果，對主動式投資組合經理人是一項衝擊，因為此時他們仍在吹噓自己高超的選股本事是產生 $\alpha$ 指標的主要原因。新的三因子模型，意外使得超額報酬幾乎無法用經理人個人的選股能力解釋；而這，正是三因子模型的重點。

## ■ 因子的標竿

追蹤 $\beta$ 值、公司規模及價值這三個因子的Fama-French標竿因子指數，現在已經公開給大眾。完整的數據資料庫，可在肯尼斯·法蘭奇任教的達特茅斯學院的塔克商學院（the Tuck School of Business at Dartmouth College）網站上免費取得。這對主修投資組合管理的學生而言，是一個充滿資訊與深刻見解的寶庫。<sup>\*1</sup>

Fama-French指數，可以做為三因子模型的輸入資料。決定市場因子的方法是，用股票市場的總報酬減去國庫券（T-bill）的報酬；衡量規模因子的方法是，用大型資本公司的報酬減去小型資本公司的報酬；衡量價值因子的方法是，用低的帳面價值對市值的股票（成長股），減去高的帳面價值對市值的股票（價值股）。圖4.1顯示了這三個風險因子，從2005年到2009年五年間的變化情形。

圖4.1 ▼ 2005年到2009年間Fama-French風險標竿因子



Fama-French三因子模型，提供一種新型、強而有力的工具，用來衡量投資組合的績效。圖4.1當中的資料，可以用來衡量共同基金的報酬，並且把歸因於市場因子、規模因子、價值因子，以及其他任何可能歸因於經理人決策的部分，全部都區分開來。

如果共同基金在查明三因子之後還有超額報酬，那麼該基金就是有 $\alpha$ 指標，且基金經理人可能真的很有能力。如果沒有超額報酬，那麼該基金就沒有產生 $\alpha$ 指標，因為相同的報酬可以經由設計出一個擁有全部市場的指數型基金（ $\beta$ 值暴險程度）、小型資本指數型基金（規模因子暴險程度）以及價值型指數型基金（價值因子暴險程度）的投資組合獲得。

如果多樣化基金的績效，大約有95%可以用三因子模型解釋，而且主動型經理人即使對報酬有貢獻，貢獻程度也是很小的話，那麼當你可

以使用低成本的指數型基金安排具有相同風險的暴險程度時，又何必支付高額費用給主動型經理人？

## 三因子模型的使用

對規模與價值因子的研究，在1980年代從學術界擴展到投資產業。當研究公司將它們的市場基準，分割成規模、風格的成分時，研究結果首次出現新的指數。

法蘭克羅素公司在1982年成為第一家按照資本規模及投資風格劃分美國股市的公司。該公司創立了羅素1000大型資本指數與羅素2000小型資本指數。幾年後，羅素公司為這些指數，引進了價值和成長風格的基準。雖然羅素公司編製指數時，使用多因素模型來區分價值與成長風格，但在每種風格基金中，仍會把一部分指定為價值股，另一部分指定為成長股。

標準普爾公司在推出規模、風格指數方面，並沒有落後於羅素公司。該公司在1990年創立標準普爾中型資本400指數與標準普爾小型資本600指數，讓主要的大型資本標準普爾500指數，變得更加完善。這三個規模指數也共同組成了標準普爾1500指數。不久之後，標準普爾公司和巴拉公司（Barra Inc.）合作，為這四個基準創建了成長與價值風格的指數。標準普爾公司 / 巴拉風格指數，是使用股價淨值比做為它們的區別因子，這跟法馬、法蘭奇使用的衡量方法類似。在2005年末，標準普爾公司逐步淘汰了單一因子的方法，並開始將其後的名稱改為標準普爾 / 花旗集團風格指數（S&P / Citigroup style indices），使用多重因子的方法。標準普爾 / 花旗集團（S&P / Citi）同時也引進一系列互斥的純粹風格指數，這意味著指數裡的所有股票，如果不是全部都是成長股，就是全部都是價值股。

在現今，有超過幾十家編製指數的公司，提供涵蓋全球股票市場各種規模與風格基準的指數。每家提供指數的公司，都有他們自己的方法，以決定什麼是小型資本公司、大型資本公司，以及什麼是價值股、成長股。無論所有風格指數的編製方法有什麼差異，它們本質上都是相同的用途。

規模與風格指數提供投資人，在衡量績效時有更好的基準。無論是好是壞，主動型經理人現在已經被歸類在特定的投資風格類別裡，這樣一來，他們的績效便可以跟風格基準做比較，也可以跟其他使用相同分類方法的主動型經理人績效進行比較。

## ■ 共同基金計分卡

以他們發行的風格指數為基礎，研究公司在2000年代開始出版主動對被動的報酬報告。接下來的重點，是介紹兩家免費提供給大眾這方面資訊的公司。這兩家公司分別是：標準普爾公司、晨星公司。

### （1）標準普爾指數對比主動型基金的報告

在2000年代初期，標準普爾公司，便已經發行「標準普爾指數對比主動型基金計分卡」（Standard & Poor's Indices Versus Active，後文皆以英文縮寫SPIVA指稱）的報告。這份報告是將主動型經理人的績效，與其相對應的標準普爾風格、規模指數做比較，並且統計贏家、輸家的數目。在當時，這種作法是一種創新的構想，而現在投資人、投資顧問，都已經普遍會閱讀這些報告，並引來主動投資與被動投資的信徒，在媒體上發表令人關注的評論。

SPIVA將超過3500檔主動型基金每季的績效資料，與它們相對應的市場標竿指數做比較，範圍涵蓋美國股票市場、國際股票市場及固定收益基金。分析的項目包含規模、風格及產業指數。這種方法的設計，是

為了提供精確且客觀的對等比較。

美國的股票型基金被劃分成13個不同種類，包括大型資本指數、中型資本指數，以及小型資本指數。然後，這些群組再跟標準普爾1500、標準普爾500、標準普爾400與標準普爾600風格指數，以及一個不動產投資信託（real estate investment trusts, REIT）標竿指數做比較。對基金與風格指數的比較，是針對一年、三年以及五年的時間週期進行。在這一個或多個時間週期內，有改變的基金風格，會被省略不做績效比較。

SPIVA同時會顯示兩種結果：用相同權重計算，以及按資產總額加權平均計算的結果。相同權重基金計算的資料，代表在時間週期內，投資人可以選擇全部基金的平均報酬。它象徵投資人所擁有的投資選擇範圍。按資產總額加權平均計算的資料，則代表在時間週期內，投資在每檔基金的實際金額。有較高投資金額的基金比起投資金額較少的基金，會有比較高的權重。

整體而言，在大多數的時間週期內，大部分風格與規模群組當中，標準普爾標竿指數的績效，都勝過主動型經理人的績效。雖然在幾個時間週期裡，主動型經理人的績效是勝出的，但是這種情況並不多，而且持續的時間也不久。

標準普爾公司使用的是，美國有價證券價格研究中心沒有倖存者偏差的美國共同基金資料庫（Center for Research in Security Prices, CRSP，隸屬於芝加哥大學布斯商學院的研究機構），當中也可能包括隨著時間演進被合併或清算的基金。標準普爾公司運用這些資訊，報導每種基金存活率的資料數字。它同時也顯示改變風格的基金數字。標準普爾公司有關基金存活率的資訊，會在第7章中再行討論。

斯里坎特·達西（Srikant Dash）是標準普爾公司的分析師，也是SPIVA目前的製作人。對於計分卡的研究，他總結表示：在完整的市場週期內，主動式管理的共同基金績效會比指數好的情況，只有三分之一

的機會。<sup>8</sup> 這樣獨立衍生出勝敗比是1: 2的結果，跟到目前為止，其他所有績效研究的結果，是一致的。

## （2）晨星公司箱型績效分數報告

第二種計分卡，是由晨星公司持續在每半年提供主動對被動的績效報告，也稱為箱型績效分數報告（Box Score Report，後文皆以英文縮寫BSR指稱），它是將主動型基金的績效，跟晨星公司的風格箱型指數做比較；它使用的風格分類法，是從1992年以來，共同基金產業廣為流傳使用的方法。請瀏覽[www.Morningstar.com](http://www.Morningstar.com)網站，以獲得關於晨星公司風格箱型方法的更多資料。

晨星公司的BSR，是將主動型基金經理人的績效，跟晨星公司的風格箱型指數做比較，作法類似標準普爾公司，以主動型基金經理人的績效跟它們主動型基金計分卡中的指數做比較。BSR的分析過程，同時也會根據詹森 $\alpha$ 指標、Fama-French三因子模型這兩個風險模型，對主動型基金做調整。

在晨星公司進行比較檢測時，詹森 $\alpha$ 指標是用來調整，每檔基金對市場 $\beta$ 值的敏感度；而Fama-French三因子模型則是用來調整，每檔基金對 $\beta$ 值、規模和風格暴險程度的敏感度。三因子的調整，有助於識別全體主動型基金中正確的 $\alpha$ 指標。

圖4.2顯示截至2009年為止，BSR中的數據比較，是相當有啟發性的比較方法。圖中使用三種分析方法，比較了勝出主動型基金的數目。左邊的欄位顯示，到2009年為止的前三年期間裡，名目上勝過風格箱型指數的主動型基金百分比；中間的欄位顯示，在應用 $\alpha$ 指標進行調整 $\beta$ 值的暴險程度後，勝過相同指數的主動型基金百分比；右邊的欄位顯示，在進行三因子模型的調整後，勝過相同指數的主動型基金百分比。

圖4.2 ▼ 截至2009年止，三年期間箱型績效分數的結果

	價值股	核心股	成長股		價值股	核心股	成長股		價值股	核心股	成長股
大型資本	81%	22%	38%	大型資本	85%	25%	39%	大型資本	36%	39%	41%
中型資本	54%	42%	38%	中型資本	45%	42%	39%	中型資本	49%	34%	39%
小型資本	28%	37%	46%	小型資本	29%	39%	32%	小型資本	38%	29%	17%
直接比較				使用 $\alpha$ 指標調整				使用三因子模型調整			

圖4.2在許多方面都很有意思。從左邊向右邊橫跨查看這三大欄位時，你可以看到不同的風險模型，是如何影響主動型基金去勝過它們標竿指數的百分比。

以圖4.2當中最左邊的「大型資本—價值股」的欄位為例。未經過調整的情況下，有81%的主動型基金擊敗了晨星公司大型的資本—價值股指數。藉由使用詹森 $\alpha$ 指標對基金 $\beta$ 值的差異做調整後，百分比上升到85%，這對主動型基金而言是很好的表現。然而，一旦使用三因子模型，將規模、風格的偏差消除之後，績效勝出的基金數目就急劇掉落到大約只有36%。

### （3）鄧氏規則

過去的歷史顯示，當用來做為比較的風格指數績效最差的時候，主動型經理人有最好的績效。在截至2009年為止的三年期間裡，大型資本—價值股的股票，是晨星公司九個風格箱型欄位當中，績效最差的。大型資本—價值股的股票總體績效不好的情況，有助於說明為什麼在進行風險因子調整之前，會有很高百分比的主動型基金在這個類別中績效勝出。

這個現象有個名稱，它是以史蒂夫·鄧（Steve Dunn）的名字命名，稱為「鄧氏規則」（Dunn's Law），他是威廉·伯恩斯坦

（William Bernstein）的朋友、支持者。鄧氏規則如下：「當某種類別的資產績效表現相對較好的時候，在該類別裡的指數型基金績效表現甚至會更好。相比之下，當某一類別的資產績效很差時，主動型經理人的績效就會很好。」伯恩斯坦在1999年其所撰寫的，一篇富有深刻洞察力的文章〈效率前緣〉（Efficient Frontier）中，讓鄧氏規則從此永垂不朽。<sup>9</sup>

任職於哈默德公司（Hammond Associates，譯註：該公司專門替機構投資人提供投資顧問服務）的威廉．柴契爾（William Thatcher），在2009年發表於《投資期刊》（*Journal of Investing*）的論文裡，以鄧氏規則為基礎起了一個新名詞。柴契爾把這個現象稱為「純度假設」（The Purity Hypothesis）。<sup>10</sup> 他解釋說，主動型經理人能擊敗風格指數（如價值股或成長股）的原因，是因為風格標竿指數是專注單一風格的指數，而主動型基金並不是單一風格。由於主動型基金並非專注於單一風格，因此在直接做比較時，讓基金產生風格偏差。當風格指數的績效差時，主動型基金會展現出比預期還要好的績效；而當風格指數的績效變好的時候，主動型基金則會顯示比預期還差的績效。

晨星公司的三因子分析模型，成功消除了主動型基金風格純度不夠的情況，以及協助平衡了所有類別的結果。這一點我們可以從圖4.2當中，比較主動型基金的各個欄位顯示的結果看出來。因為相較於直接比較，或使用詹森 $\alpha$ 指標進行調整的結果而言，使用三因子模型時，每種風格勝出基金的百分比彼此都很接近。在經過三因子調整的風格箱型欄位裡，大多數的主動型經理人都無法擊敗標竿指數。

對BSR更深入分析，可以發現在調整了三個因子的風險之後，主動型基金績效不足的部分，與它們收取的費用相當。這應該不是意外的情況。約翰．柏格在他1951年普林斯頓大學的論文，就曾針對這點做出暗示；諾貝爾經濟學獎得主威廉．夏普在他1991年所寫的一篇三頁的論文

裡，也把該重點講得很透澈，他評論：「計算正確的話，主動式管理的美元平均收益，在扣除成本之後，一定會比被動式管理的美元平均收益差。想要駁斥這個原理的實證分析，就得證明在計算上有錯誤過失。」<sup>11</sup>

BSR的作者崔維斯·巴斯卡維斯（Travis Pascavis），在2009年下半年的報告裡提出了一個見解。這個見解在報告第一頁的上方：「在查明風險、規模、風格以及成本的敏感度之後，研究報告當中，『大約只有三分之一的主動型基金，在過去三年裡其 $\alpha$ 指標是正數』（雙引號為本書作者標示強調）。」<sup>12</sup> 1：2的勝敗比，又再次出現。

#### （4）晨星公司X-Ray投資組合透視（Morningstar X-Ray）工具

晨星公司提供一套很有用的投資組合管理工具，稱為X-Ray投資組合透視。只要輸入共同基金名單以及每檔基金的金額，X-Ray投資組合透視就能提供投資組合股票規模與價值的暴險程度。根據Fama-French的研究發現，這些因子將會決定投資組合中95%的長期風險與報酬。任何投資人都可以根據他們希望的規模、價值特性，使用X-Ray投資組合透視，建立指數型基金或ETF的投資組合，而且只需花費主動式管理成本的一小部分，就可以做到這點。

### ■ 三因子分析的源頭

法馬與法蘭奇最近使用了他們的三因子模型和其他工具，對共同基金的績效進行了一項很詳細的研究。研究報告的題目是〈共同基金報酬中，運氣對能力的橫斷面研究〉（Luck Versus Skill in the Cross Section of Mutual Fund Returns）。這份研究報告預計將在刊載在2010年的《財務期刊》上（編按：已刊載在2010年10月該期刊的第65卷第5期中）。<sup>13</sup> 該研究分析1984年到2006年，橫跨23年的3156檔共同基金過去

的績效。

在這份非常注意細節的研究論文裡，是使用幾種以風險為基礎的評估模型，對共同基金的績效從事多種方法的檢測。這些基金首先按照投資金額進行分類，分為小型資本、中型資本、大型資本。接著根據使用不同風險模型得到的 $\alpha$ 指標，將它們排列成10個十分位數。在十分位數當中，排序較高的基金在調整風險之後，有贏得超額報酬；而十分位數排序較低的基金，在調整風險後，並沒有超額報酬。

圖4.3 ▼ Fama-French研究共同基金的結果

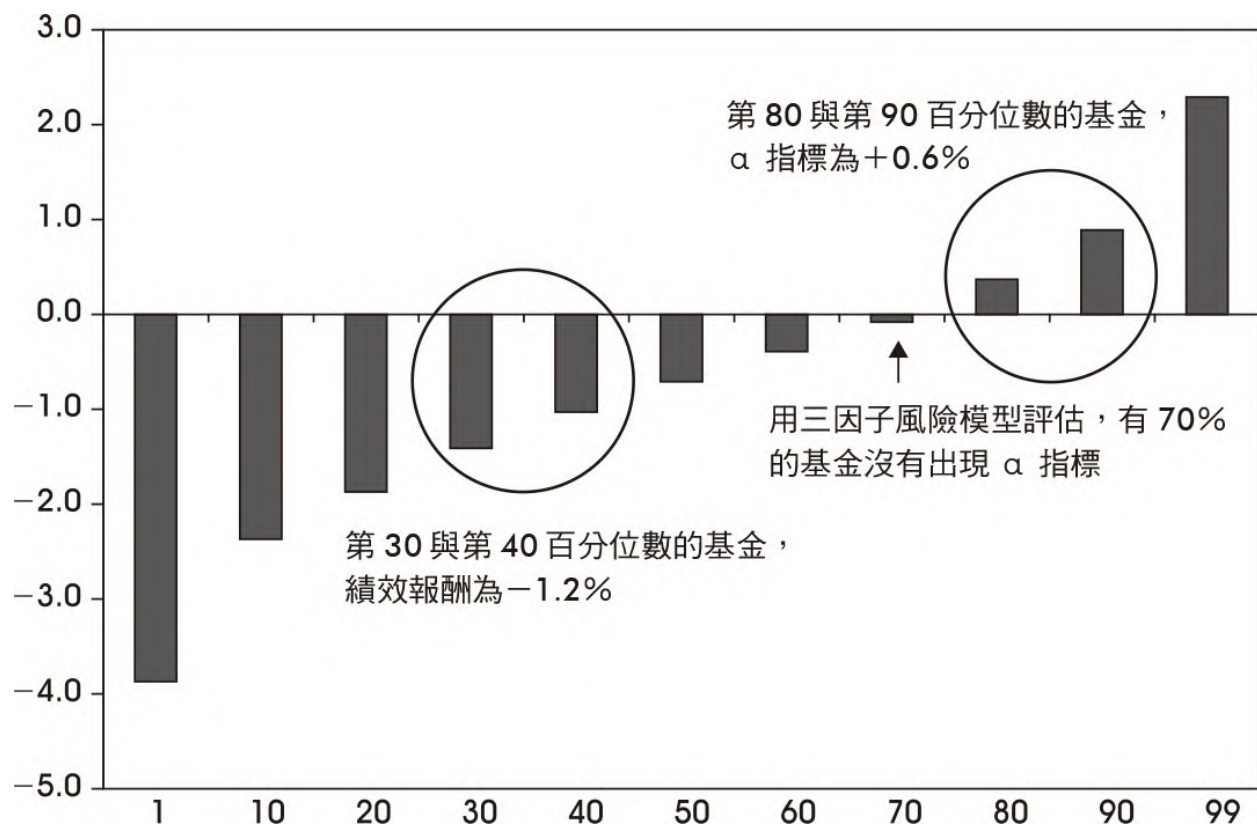


圖4.3說明了使用三因子模型並扣除基金費用之後，排列順序的情形。產生最高 $\alpha$ 指標的基金，是位在第99百分位數，而績效最差的基金，是位在第1百分位數。這些基金，持有的資產介於2億5千萬美元到10億美元之間。

從左邊到右邊的十分位數基金中，一直到第70百分位數的基金，都沒有表現出 $\alpha$ 指標。這表示用三因子風險模型評估時，大約有70%的基金績效都是表現不佳。在第80與第90百分位數的基金，則確實展現出 $\alpha$ 指標，意思是，在三因子模型可解釋的報酬之外，還有原因不詳的超額報酬。擁有最多超額報酬、績效表現最好的基金，是位在圖中最右邊的位置。

整體而言，我姑且相信主動型基金的績效，並且同意在以三因子模型評估時，大約會有三分之一的基金，績效是勝出的。這樣勝敗比大概是1: 2。勝出基金超額報酬的中位數大約是0.6%，如80、90十分位數所顯示。績效不好的基金其減少的績效報酬，中位數百分比大約是1.2%，如30、40十分位數所顯示。因此，在風險調整的基礎上，選到勝出基金所帶來的利益，大約是選到輸家基金機會成本的一半。

當已知勝敗比是1: 2，而且已知輸家基金經過風險調整後，減少的績效報酬中位數是1.2%，那麼位居中位數的勝出基金，應該要能夠實現2.4%的報酬，才能夠讓投注在主動式管理的投資，成為一項公平的賭注，這樣的說法，應該是公平的。然而事實上，這樣水準的 $\alpha$ 指標，只有在第99百分位數、績效最好的基金，才能達到；超額報酬的中位數，僅僅只有0.6%。這樣的報酬，對於要補償投資人所面臨的潛在差勁績效而言，實在是很低。

學術界一再傳遞一項很清楚的訊息，那就是，投資主動型基金會讓投資組合產生無法補償的風險。如果想試著擇選一個主動型基金，其能提供足夠的 $\alpha$ 指標來補償風險，幾乎是難以辦到的。

法馬和法蘭奇在他們的研究報告裡重申，就長期而言，費用是投資報酬一項很重要的驅動因素。從1984年到2006年，總計主動型基金持有的投資組合，在扣除費用之前，已經跟市場的投資組合幾乎雷同。但是投資人所獲得的報酬，卻是相當的少。因為成本與費用，帶走了所有公平投資押注的機會。

## 四因子模型與其他影響因素

1990年代，學術界揭露的第四個因子是價格動量（price momentum）。動量是個別股票的價格，有時會追隨一種趨勢，呈現上漲或下跌的傾向。這些趨勢在文獻裡已有記錄，並且使用各種動量模型加以量化。

簡單的說，動量是金融業牛頓第一運動定律的解答：除非受到外力的強迫，否則運動當中的物體，會一直保持運動。認為自己可以捕獲股票報酬動量的投資人，會藉此跳進趨勢裡，並且停留到趨勢改變為止。當然，趨勢改變時，很多投資人的反應是很緩慢的，而且通常會痛苦的經歷牛頓第三運動定律：對於每種行動而言，都會有一個相同且相反的反應。

學術界、定量分析師對於接下來機械式、呆板的趨勢，進行了好幾年的測驗與再檢驗。有人認為，他們已經捕捉到了這種可以做為市場因子的性能要素，並且能從中獲利。然而，動量策略典型的情況是，需要有較高的週轉率，而這意味著交易成本。因此，儘管動量因子在研究報告裡看起來似乎是存在的，但是在實際現實中是否能捕捉到它，還有待觀察。

第一份以股票價格的動量為目標的研究報告，是由納拉希漢．傑嘉迪西（Narasimhan Jegadeesh）與希利登．提曼（Sheridan Titman），運用從1965年到1989年的股票資料，在1993年出版的論文。<sup>14</sup> 他們表示，根據股票過去3到12個月累積的原始報酬，來對股票進行排序的簡單相對強度策略，可以預測未來3到12個月的相對績效。

傑嘉迪西—提曼的研究顯示，相對贏家往往會在**12**個月內繼續成為相對的贏家，而最近的相對輸家也往往會持續都是相對輸家。這些

超額報酬，當時並無法用資本資產定價模型（**CAPM**），或是其他已知的風險因子解釋。這個現象，後來被稱為「動量效應」（**momentum effect**）。

法馬與法蘭奇在1996年，也對動量進行研究。他們發現，他們的三因子模型無法捕捉到動量效應。<sup>15</sup> 在這項研究的引導下，創造了動量因子指數，它現在已經成為肯尼斯·法蘭奇網站上Fama-French因子資料庫的一部分。

在對共同基金分析時，將動量稱為風險因子的背後，需要對主動型基金經理人試圖提升報酬的方法，存有一些冷嘲熱諷。理論上，要買到最近績效比市場大盤好的股票，並不需要什麼技能。這項資訊在公共領域廣為人知，任何人都能密切注意到。此外，如果經理人只是跳上波段、購買熱門股票，那麼當這些股票導致投資組合的績效勝出時，我們為何需要讚揚經理人有投資技巧呢？

1997年，馬克·卡哈特（Mark Carhart）在他在芝加哥大學的博士論文裡，成為第一個使用動量當作因子解釋共同基金的報酬的人。卡哈特將動量併入Fama-French三因子模型，創造了四因子模型，接著再探究1961年到1993年之間1892檔基金的績效。

在調整過 $\beta$ 值、公司規模、風格和動量這些因子之後，卡哈特的結論是：研究所涵蓋的期間裡，有一組權重相同的共同基金投資組合，每年的績效少了1.8%。這些績效減少的部分，很接近基金的成本與費用。以下的一小段內容，是他在《財務期刊》做出的結論：

整體而言，儘管四因子模型對規模、帳面價值對市值，以及動量因子做出解釋，但證據與市場效率是前後一致、連結在一起的。雖然位居最優秀十分位數的共同基金賺回了它們的投資成本，但是大多數基金的績效都不如它們的投資費用。並且，那些位居最差十分位數基金的績效差距，大約是其投資成本的兩倍。<sup>16</sup>

卡哈特對共同基金績效的詳盡研究，帶來的一個額外的附加效益：創建了第一個沒有倖存者偏差的共同基金資料庫。該資料庫最初是由尤金·法馬提供資金，卡哈特負責匯編。與當時的其他資料庫不同，這個在美國有價證券價格研究中心沒有倖存者偏差的美國共同基金資料庫，包含了已關閉、被合併基金的報酬資料。它代表了投資人多年來必須選擇的真正機會組合。<sup>\*2</sup>

前面提到，法馬和法蘭奇在他們最近對共同基金的研究當中，也包含一個四因子的模型。跟卡哈特一樣，他們在三因子模型中加入動量因子，然後檢測了1984年到2006年3156檔的共同基金。這項研究的資料構成圖4.4，該圖說明，根據 $\beta$ 值、三因子模型、包含動量的四因子模型的三個風險調整模型下，觀察到的共同基金 $\alpha$ 指標的差異。圖中基金持有的資產介於2億5千萬美元至10億美元之間。

圖4.4 ▼ 從1984年到2006年說明共同基金績效的三種模型

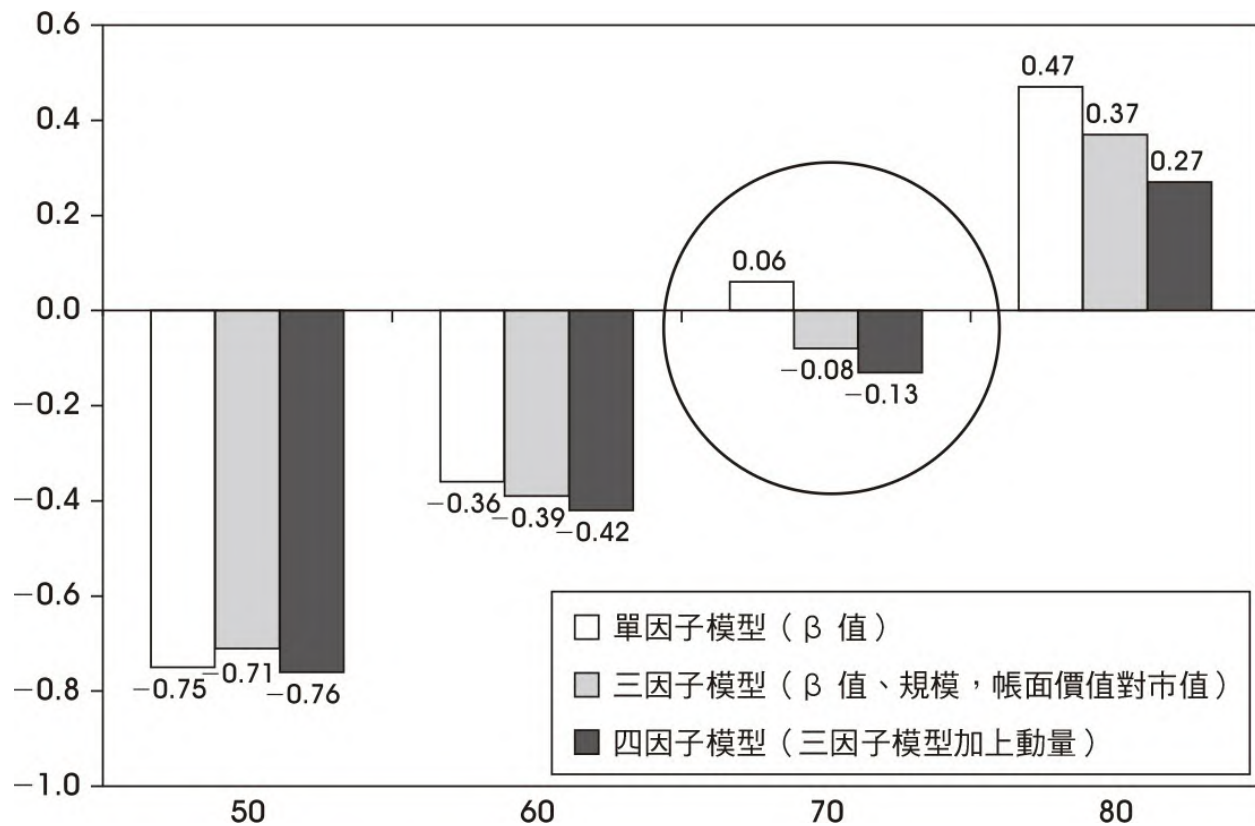


圖4.4當中，幾個有趣的地方值得討論。首先是三種 $\alpha$ 指標的衡量方法：（1）只有 $\beta$ 值的風險因子；（2）由 $\beta$ 值、公司規模與風格（帳面價值對市值）構成的三因子模型；以及（3） $\beta$ 值、公司規模、風格和動量構成的四因子模型。

三種模型的 $\alpha$ 指標都很類似；但是，在模型的解釋能力上面出現了差異。根據 $\alpha$ 指標的排序在第70百分位數上，只使用 $\beta$ 值的模型，出現了正數的 $\alpha$ 指標，這暗示基金經理人在這裡可能擁有一些能力（ $\alpha$ 指標為0.06%）。不過， $\alpha$ 指標並不存在於使用三因子模型的第70百分位數（ $\alpha$ 指標為-0.08%），而且使用四因子模型其結果也是清楚的負數（ $\alpha$ 指標為-0.13%）。

根據 $\beta$ 值的單因子模型，與根據 $\beta$ 值、公司規模、價值和動量的四因子模型，兩者之間的差距是0.19%。雖然這樣的數值並不大，但仍然值得注意。它意味著四因子模型，比其他另外兩個模型，對基金報酬有更

多的解釋能力，而且當模型提供更多解釋能力的時候，選到勝出主動型基金的可能性會更低。

動量是一種投資風格，多年來學術界已經對它進行很廣泛的研究，不過它身為指數型投資組合的主流結構單元，仍然還有很大部分是不為人知的。然而，這種情況似乎已經改變，因為動量現在已被認定，是除了價值、公司規模以外的風險因子。

## ■ 試驗中的動量因子

克里夫·艾斯尼斯（Cliff Asness）以優異的成績獲得企管碩士學位，並在芝加哥大學取得財務博士學位，當時他是尤金·法馬的學生，且曾任法馬兩年的教學助理。艾斯尼斯是動量投資的忠誠信徒。他曾經針對這個主題，出版幾篇十分重要的論文，包括他自己在1994年的博士學位論文。艾斯尼斯在1998年，跟他之前在高盛集團公司計量分析工作團隊的同事，一起創辦AQR資本管理公司（AQR Capital Management）。AQR資本管理公司，是一家機構基金經理人。

AQR資本管理公司在2009年7月發行了三檔動量指數型基金，想要具體嘗試追蹤涵蓋小型資本股票、大型資本股票以及國際股票的三個AQR資本管理公司動量指數。這些指數型基金，是否將能夠捕獲動量報酬，仍然有待觀察，而且特別值得注意的是，在扣除成本與費用之後的情況，又會是如何。此外，如果投資於純粹的動量基金，確實需要從過去績效良好的其他市場因子當中提取資本。

## 是否有任何人具備績效勝出的能力？

最近有些其他學術界的研究論文，嘗試要把運氣跟績效勝出的經理人的能力區分開來。當中有些論文的結論是，由於現存的共同基金資料

不足，因此研究無法做到；其他有些研究報告，則是試著要將擁有運氣、不具有運氣的經理人的數目量化。

瑞士金融學院（Swiss Finance Institute）最近出版一篇論文，題目是〈在共同基金績效的錯誤發現：用預估的 $\alpha$ 指標衡量運氣〉（False Discoveries in Mutual Fund Performance: Measuring Luck in Estimated Alphas），它嘗試將有能力與沒有能力（運氣好）的經理人數目加以量化。研究採用的資料庫，是從1975年到2006年共2076檔美國股票型共同基金的報酬。論文作者的結論是，只有12個基金經理人在這段期間內展現了績效勝出的能力。表4.1是研究分析的結果。<sup>\*3</sup>

表4.1 ▼ 有績效勝出能力與沒有績效能力的經理人數目

	無 $\alpha$ 指標	$\alpha$ 指標	靠運氣的 $\alpha$ 指標	靠能力的 $\alpha$ 指標
基金的比例	75.4%	24.5%	24.0%	0.6%
基金的數目	1,565	511	499	12

在這份瑞士金融學院的研究論文當中，一個很有趣的觀點是，研究人員聲稱，展現具有勝出績效能力的經理人數目，隨著幾十年的時間過去，數目也跟著不斷減少。具體來說，論文的作者們注意到，有勝出績效能力的基金比例，從1990年的14.4%下降到2006年0.6%；而沒有勝出能力的基金比例，則是從9.2%增加為24.0%。因此，至少根據這份研究報告的結果顯示，有些主動型經理人，在過去具有績效勝出的能力，但在後來，他們卻不再有這項能力。

## 小結

研究人員正不斷改善績效的衡量方法，將勝出的主動型經理人所聲稱具有的 $\alpha$ 指標給排除掉。關於主動投資與被動投資的新研究，在早期研究的基礎上進行了改進，暴露了更多的風險因子，這些因子被主動式管理用來與指數型基金競爭。隨著研究的進展和更多風險因子模型的建立，想在主動管理中，找到持續性 $\alpha$ 指標的可能性，也隨之減少。

過去數十年間，同時也目睹了低成本的指數型基金、ETF的湧現。投資人現在只需要花費小部分的成本，就可以輕易的建造，一個跟主動型經理人一樣，提供相同風險、相同預期報酬的被動式投資組合。

---

\*1 肯尼斯·法蘭奇是達特茅斯學院中塔克商學院的金融學教授。他與資料庫合著者，任教於芝加哥大學布斯商學院的尤金·法馬，因為對價值效應與三因子模型的研究，而享有盛名。詳細資料在法蘭奇的教職員首頁網站可以免費取得，網址：<http://mba.tuck.dartmouth.edu>。

\*2 資料庫當中含有已關閉、被合併的基金，會隨著時間演進，使得一般基金的績效下降，最多會下降1%。在過去的十年裡，業界已經投入很顯著的努力，改正共同基金資料庫的偏差。現今三個主要的共同基金資料庫的提供者：美國共同基金資料庫、晨星公司以及理柏公司，其所提供的資料皆沒有倖存者偏差。

\*3 資料來源：巴拉斯（Barras）、羅倫特（Laurent）、史開利（Scaillet）、沃默斯（Wermers）以及羅素（Russ），〈在共同基金績效的錯誤發現：用預估的 $\alpha$ 指標衡量運氣〉（2009年4月20日）。《財務期刊》，即將出版；瑞士金融學院研究論文，No. 08-18（編按：該篇文章已於2010年1月13日刊登在該期刊179至216頁）。

## 附註

1. William F. Sharpe, "The Sharpe Ratio," *Journal of Portfolio Management* (Fall 1994).
2. Rolf W. Banz, "The Relationship between Return and Market Value of Common Stocks," *Journal of Financial Economics* 9 (1981): 3-18.
3. Marc R. Reinganum, "A Misspecification of Capital Asset Pricing: Empirical Anomalies Based on

Earnings Yields and Market Values,” *Journal of Financial Economics* 9 (1981): 19-46.

4. John Burr Williams, *The Theory of Investment Value* (1938: repr., Wells, VT: Fraser Publishing Company, 1997).

5. Benjamin Graham and David Dodd, *Security Analysis* (New York: McGraw-Hill 1934).

6. Sanjoy Basu, “Investment Performance of Common Stocks in Relation to Their Price-Earnings Ratio: A Test of Efficient Market Hypothesis,” *The Journal of Finance* 32 (June 1977): 663-682.

7. Eugene F. Fama and Kenneth R. French, “The Cross Section of Stock Returns,” *The Journal of Finance* 47, no. 2 (June 1992): 427-465.

8. Srikant Dash, interview with SPIVA author at the IMN Super Bowl on Indexing, Phoenix, AZ, December 2009. The SPIVA report is available on line at [www.standardpoors.com](http://www.standardpoors.com).

9. William Bernstein’s Efficient Frontier newsletter can be read online at [www.efficientfrontier.com](http://www.efficientfrontier.com).

10. William Thatcher, “When Indexing Works and When It Doesn’t: The Purity Hypothesis,” *Journal of Investing* 18, no. 3 (Fall 2009).

11. William F. Sharpe, “The Arithmetic of Active Management,” *Financial Analysts Journal* 47, no. 1 (January/February 1991): 7-9.

12. Travis Pascavis, “The Morningstar Box Score Report” available from <http://corporate.morningstar.com/us/asp/area.aspx?xmlfile=6565.xml>.

13. Eugene F. Fama and Kenneth R. French, “Luck versus Skill in the Cross Section of Mutual Fund Returns,” *The Journal of Finance* 65, no. 5 (October 2010): 1915-1947.

14. Narasimhan Jegadeesh Sheridan Titman, “Returns to Buying Winners and Selling Losers: Implications for Stock Market Efficiency,” *The Journal of Finance* 48 (1993): 65-91.

15. Eugene F. Fama and Kenneth R. French, “Multifactor Explanations of Asset Pricing Anomalies,” *The Journal of Finance* 51 (1996).

16. Mark M. Carhart, “On Persistence in Mutual Fund Performance,” *The Journal of Finance* 52, no. 1 (March 1997): 80.

## 第 5 章

# 被動投資的選擇 變多了

在我看來，債券指數型基金將滿足市場的主要需求，是無庸置疑的，因為大多數的債券型共同基金的價格都非常高，通常都包含很高的成本和過多的銷售費用。

——約翰·柏格

主動型經理人再也不能以「你無法買下整個指數的投資組合」為藉口了，因為現在你可以用合理的成本，購買任何市場的指數化投資組合。當約翰·柏格在1976年推出第一檔的「第一指數投資信託」之後，被動投資就呈現爆炸性的成長。到今天，有數十家共同基金公司，提供超過1000檔指數型基金、ETF供投資人選擇。這些基金產品，涵蓋多種資產類別、風格和產業。這些指數型基金產品，提供豐富的選擇來源，讓投資人可以根據他們想要的任何風險與報酬參數，建立低成本的被動投資組合。本章的內容將探索，指數型基金市場的成長是如何發生，以及它未來可能的走向。

## 指數化投資的成長

想要為不存在的產品創造一個市場，並不是一件容易的事。大多數冒險進入未知領域的公司，在最初的幾年裡，都需很努力的奮鬥，領航集團的作法也不例外。主動型基金產業幾乎竭盡它全部的力量，要讓領航集團與指數化投資的信譽大打折扣。約翰·柏格被競爭對手當成是練習拳擊的沙袋，他們稱呼他的指數型基金為「笨蛋柏格的把戲」，甚至

說它是非美國的產品；這樣的手法一度有效。

對於當時剛起步的第一指數投資信託而言，形勢相當的不穩定。它在推出一年後，該基金的總資產只募集到1千7百萬美元而已。這個金額，甚至連要買標準普爾500指數中所有的500支股票都不足夠。直到威靈頓基金集團的董事會在1977年末，核准了一筆金額5千8百萬美元的合併案，讓第一指數投資信託可以跟領航集團管理的另一檔基金合併，該基金才有足夠的資金，完成它複製指數的策略。<sup>1</sup>

儘管1981年市場的情況很艱困，但到了1982年底時，該基金的總資產成長來到了1億1千萬美元，這使得笨蛋柏格的把戲，得以倖存下來。達成總資產1億美元的目標，對當時的基金產業來說，是很龐大的數目，這也成為該基金打入市場的一個里程碑。

從1982年開始，美國的股票進入持續18年的多頭市場，而且幾乎沒有任何干擾。這對領航集團的標準普爾500指數型基金而言，有太大的幫助。不僅大眾對被動投資的興趣，開始變得流行、受到歡迎，1983年至1986年間，指數型基金它本身的績效，也勝過全部主動型基金中四分之三的績效。這樣的發展，同時也提高了領航集團的聲譽。

領航集團基金令人出乎意料的資產成長情形，讓競爭對手重新思考他們對於指數型基金的反對態度。富國銀行是第一個在1984年推出一檔競爭型基金的公司。該基金每年的費用幾乎將近1%，只吸引到有限的資產；其他還有另外兩檔指數型基金是在1985年時成立，不過它們只提給供給機構投資人。1986年，其他競爭者共發行了八檔全新的指數型基金，標示著真正的競爭開始了。過去幾家曾經諷刺約翰·柏格的傳統主動型共同基金公司，反轉他們的作法，也推出他們自己的指數型基金陣容。這些競爭對手，包括富達公司、德雷福斯公司（Dreyfus）以及普徠仕公司（T. Rowe Price）。

領航集團在1990年，將它的美國指數型基金陣容，擴大為廣泛的市場指數。這個指數追蹤威爾夏公司的4500指數，而威爾夏公司的4500指

數，是由所有不在標準普爾500指數當中、可供投資的美國股票來組成的指數。再過了幾年，領航集團還同時推出，第一檔追蹤外國股票指數的指數型基金，以及第一檔威爾夏公司5000指數（衡量美國股票市場總量）的美國股票市場基金。

## ■ 列隊競爭的ETF

ETF是白天在證券交易所裡，持續進行交易的一種共同基金；而不是只在當天結束時，才跟基金公司從事一次性買賣交易的基金。當道富環球投資人公司於1993年12月推出標準普爾存託憑證SPDR 500（Standard & Poor's Depositary Receipt, SPDR；基金代號：SPY）時，ETF闖入了共同基金的市場，成為市場上第一檔被廣泛接受的ETF。該檔基金追蹤深受歡迎的標準普爾500指數，並不是什麼令人意外的情況。

ETF與傳統的開放型基金、封閉型基金並不相同。開放型基金每天交易一次，是在當天結束時進行買賣交易，而且所有的交易都要透過基金公司完成。只要股票市場有營業，封閉型基金、ETF整天都在交易所裡進行交易。這兩者的差別是，美國證券交易委員會授予ETF特別的法規鬆綁，允許ETF可以在當天之內進行交易，以及在當天之內可以申購、買回基金發行的單位數。封閉型基金則並不具有可以持續申購、買回股份的特性。ETF可以在當日以內申購新股、買回舊股，使得ETF的市場價格，非常接近它的資產淨值，也會消除跟資產淨值差異很大的折價、溢價情況；而折價、溢價的情況，正是封閉型基金的特徵。

時至今日，有數百種ETF追蹤各種不同的指數。當中有很多的指數，是要尋求代表股票市場、債券市場的 $\beta$ 值；其他的指數則是遵循主動式管理策略尋求的 $\alpha$ 指標。在本章後面的內容裡，將有更多關於這部分的資訊，更詳細的資訊內容，可參閱《指數股票型基金》。想要了解

更進一步的資訊，亦請瀏覽[www.theETFbook.com](http://www.theETFbook.com)網站。

## 第一檔債權指數型基金

領航集團的第一指數投資信託，以追蹤標準普爾500指數為核心，這檔於1976年發行的指數型基金，在世界上持續進行著它的首演。它的續集，在接下來的10年內，直到領航集團推出世界上第一檔債券市場指數型基金，也就是「領航集團債券市場基金」（Vanguard Bond Market Fund）之前，一直都沒有出現。該基金是以雷曼兄弟綜合債券指數（Lehman Aggregate Bond Index），現在稱為巴克萊資本綜合債券指數（Barclays Capital Aggregate Bond Index）做為標竿指數。雷曼兄弟綜合債券指數為人熟知的是，它代表在美國債券市場交易中，屬於投資級債券的一個廣泛、多樣化的指數。

然而，諷刺的是，當基金發行的時候，美國證券管理委員會並不允許領航集團在這個基金的名字裡，放入「指數」這個字眼。雷曼兄弟綜合債券指數持有數千種債券，其中大多數的債券都不屬於經常性交易。不過，領航集團的策略是，嘗試使用可交易買賣的債券，來組成可以追蹤指數績效的有價證券抽樣方法。但是這卻為美國證券管理委員會的工作人員，帶來另一個問題，他們無法理解的是，一個持有數千種債券的大型指數，可以被僅僅從中抽樣數量較少的債券所組成的基金來緊密追蹤的概念。領航集團並沒有跟美國證券管理委員會爭辯，而是將「指數」從基金的名字當中摒除後取得同意，著手推出領航集團債券市場基金。<sup>2</sup>

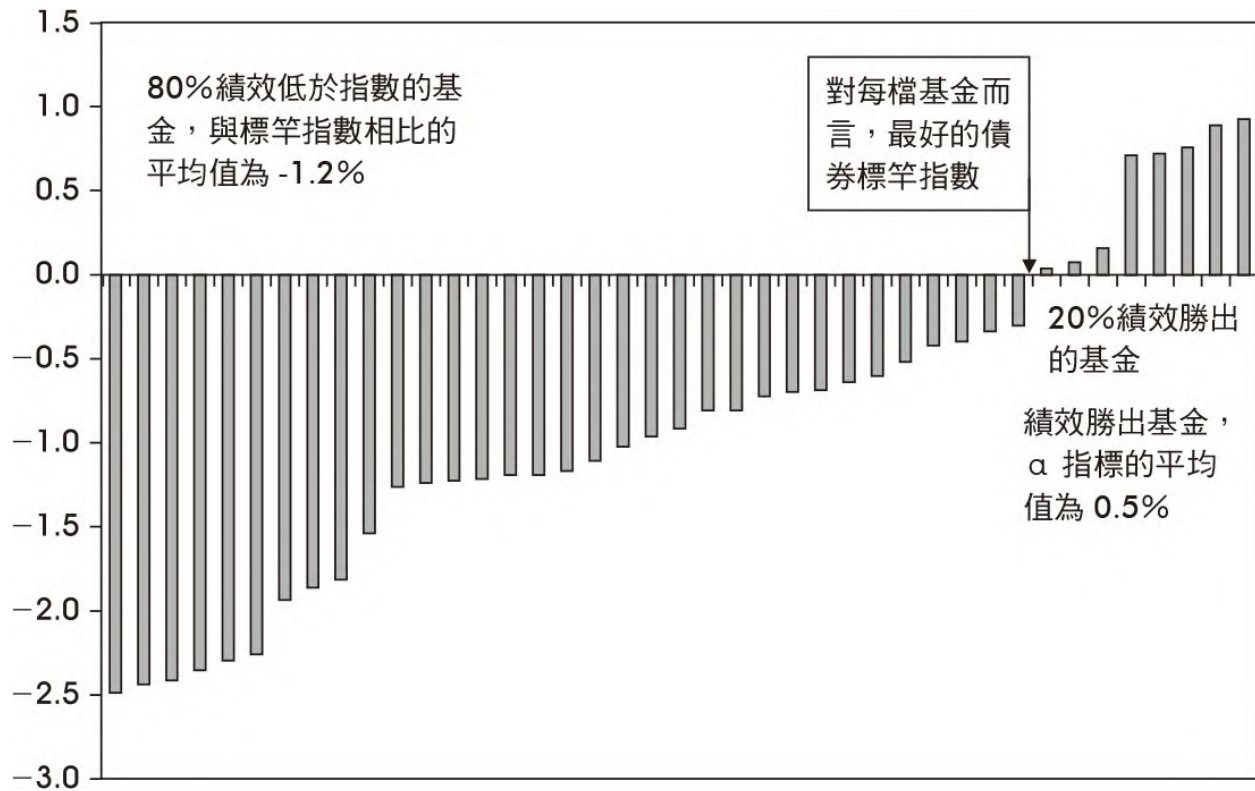
領航集團債券市場基金很緊密的追蹤雷曼兄弟綜合債券指數，使得它的績效，超越了大多數主動式管理的債券基金的績效，同時也為改名為「領航集團整體債券市場指數型基金」提供正當的理由。在十年內，

這檔指數型基金已經成為市場上最大的債券型共同基金之一。這第一檔債券指數型基金的成功實例，引領領航集團與他的競爭者，創造更多的債券指數型基金。時至今日，市場上有各種分別追蹤有價證券、信用等級、到期日的債券基金，以及地方政府債券指數型基金。

學術界支持債券指數化投資的證據，並不像股票指數化投資的證據，有那麼長久的歷史，不過卻有很健全、堅定的結論。第一份主動型債券基金績效的重要研究報告，是於1993年刊載在《商業期刊》上，作者是克里斯多福·布雷克（Christopher Blake）、艾德溫·艾爾頓（Edwin Elton）與馬汀·古柏（Martin Gruber），題目是〈債券共同基金的績效〉（The Performance of Bond Mutual Funds），他們分析了截至1988年為止的10年間，41檔倖存債券基金的績效。<sup>3</sup>

根據晨星公司的分析方法，這41檔基金都與它們各自最適合的指數進行比較。整體而言，有8檔基金的績效比標竿指數的績效好，而有33檔基金的績效比標竿指數的績效差。勝敗比大約是1：4，這跟股票的勝敗比1：2比較起來，績效差了兩倍。圖5.1顯示了與標竿指數的績效相比不足與超額的情況。

圖5.1 ▼ 主動型債券基金相對於適當指數的報酬



績效勝出的債券基金， $\alpha$ 指標的平均值為0.5；而績效輸了的債券基金，平均值比標竿指數低1.2%。所有債券基金的年度績效，比適當債券指數的平均值低0.9。如果考量到績效不佳的基金比例很多，這樣的差距並不是很大。然而，請記得，這裡我們討論的是債券型基金，並不是股票型基金。

由於能夠成功勝出的機會很低，加上績效較差的基金，低於標竿指數的平均值是1.2%，因此顯得績效勝出的主動型債券基金所支付的報酬，低得令人覺得可怕。選到績效勝出的債券基金，應該支付的公平報酬是4.8%。但是實際上，支付的報酬卻只有0.5%，而且沒有任何一檔基金的 $\alpha$ 指標，可以達到超過1%。

圖5.2只是做為強調主動式股票型基金與主動式債券型基金之間，報酬範圍的差異。這個圖是根據晨星公司的基金資料庫中，美國大型資本的成長型股票基金與中期一般公司債基金，截至2009年為止10年內的

報酬情況。

圖5.2 ▼ 2000年至2009年成長型股票基金報酬對比債券基金報酬的分散情形

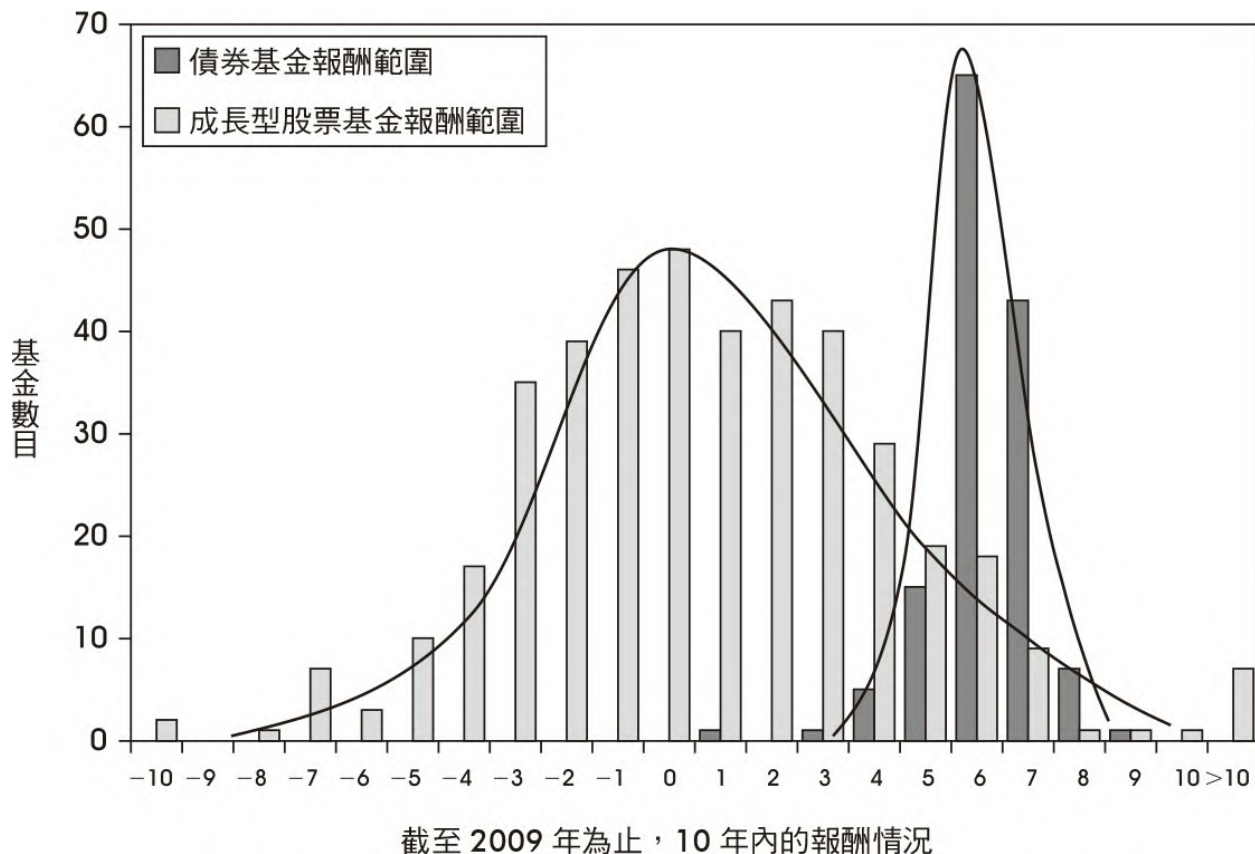


圖5.2顯示，跟成長型股票基金的報酬比較起來，債券基金的報酬所散落的範圍就顯得狹窄許多。這是因為，個別股票的報酬離散程度比較高；個別債券的報酬離散程度是比較低的。

布雷克、艾爾頓與古柏用兩個觀察結果，做為他們研究報告的結論。首先，跟標竿指數相比較，債券基金整體績效少了0.9%，平均而言，大約等於基金的平均管理費用。其次，他們發現，沒有證據可以顯示，債券基金過去的績效，能夠預測未來的報酬。

瑪莉娜·李（Marlena Lee）擁有芝加哥大學的博士學位，同時也是

象限基金顧問公司的研究員，其於2009年寫了一篇沒有公開的研究債券基金報酬的報告。李分析了從1991年1月至2008年12月這段期間共2353檔的債券型基金。分析的資料，是從沒有倖存者偏差的美國共同基金資料庫取得的，包括投資等級、高收益以及政府的債券基金，並排除地方政府債券基金、貨幣市場基金、指數型基金以及資產擔保基金。<sup>51</sup>

李使用五因子的風險模型來進行她的分析。五因子模型是以Fama-French三因子模型為基礎，再加上債券兩個特定的風險因子：期限風險、違約風險。這是將法馬與法蘭奇在1993年所提出的一個早期的五因子模型，修正後所得到的模型。<sup>5</sup> 李的結論是，在經過風險調整之後，表現不佳的主動式管理債券基金績效比平均值少了0.9%。政府的債券基金績效更差，在經過風險調整之後，其表現不佳的債券基金績效比平均值少了1.1%。

債券基金每年的平均成本是0.8%，這點正好說明大多數債券基金績效不好的原因。李在她的報告做出的結論是，在經過風險調整之後：「整體而言，有顯著的證據顯示，整個債券共同基金產業，普遍沒有超額報酬以補償成本與費用。」

在布雷克、艾爾頓與古柏的研究之後，還有其他人也針對債券基金進行了研究，其中包括李的研究報告。所有的研究報告都有相同的結論：（1）債券基金平均績效表現不好，其績效不足的部分大約等於它們的成本，（2）績效勝出的基金，勝出的程度並不顯著，（3）過去績效勝出的情形，通常不會持續。

## 國際股票指數型基金

1990年，當領航集團推出一檔歐洲的指數型基金與一檔太平洋邊緣地區的指數型基金之後，指數型基金便因此擴張進入國際市場。四年

後，該公司也發行第一檔新興市場的指數型基金。

羅伯特·甘比（Robert Cumby）與傑克·葛林（Jack Glen）在1990年，對國際性的基金進行早期的共同基金績效研究。他們的研究題目恰如其分訂定為〈評估國際共同基金的績效〉（Evaluating the Performance of International Mutual Funds）。<sup>6</sup> 這份研究報告獨特的地方在於，它似乎是第一個使用國際標竿指數而不是使用美國的標竿指數，來比較國際基金績效的論文。研究中所使用的指數是，摩根史丹利資本國際公司世界指數（Morgan Stanley Capital International World Index）。該研究提出了，應該使用國際標竿指數而不是使用美國股票的標竿指數，來進行外國基金比較的理由。這點對現在的投資人而言是理所當然的，但在1990年那時，情況並不是如此。

甘比與葛林檢視了從1982年至1988年共15檔，總部設在美國，而且是國際性、投資項目多樣化的共同基金，他們使用了兩個績效衡量因子：詹森 $\alpha$ 指標以及一個稱為「正週期權重」（positive period weighting）的衡量標準，來試圖要確認經理人是否具備市場的擇時能力。正週期權重跟詹森 $\alpha$ 指標在強度、統計顯著性兩方面，都非常類似。

圖5.3說明這15檔基金每個月的詹森 $\alpha$ 指標範圍。在相同的期間裡，並沒有發現證據，有哪一檔基金可以始終提供投資人優於國際股票指數的優異績效。雖然有一些基金的績效表現優於市場，但是這些報酬的一致性，並不足以大到可以確認經理人具有好的能力。甘比與葛林同時也做出另一項結論：操作這些基金的15位經理人都不具有市場的擇時能力。

**圖5.3 ▼ 在1982到1988年間15檔國際基金每個月的詹森 $\alpha$ 指標**

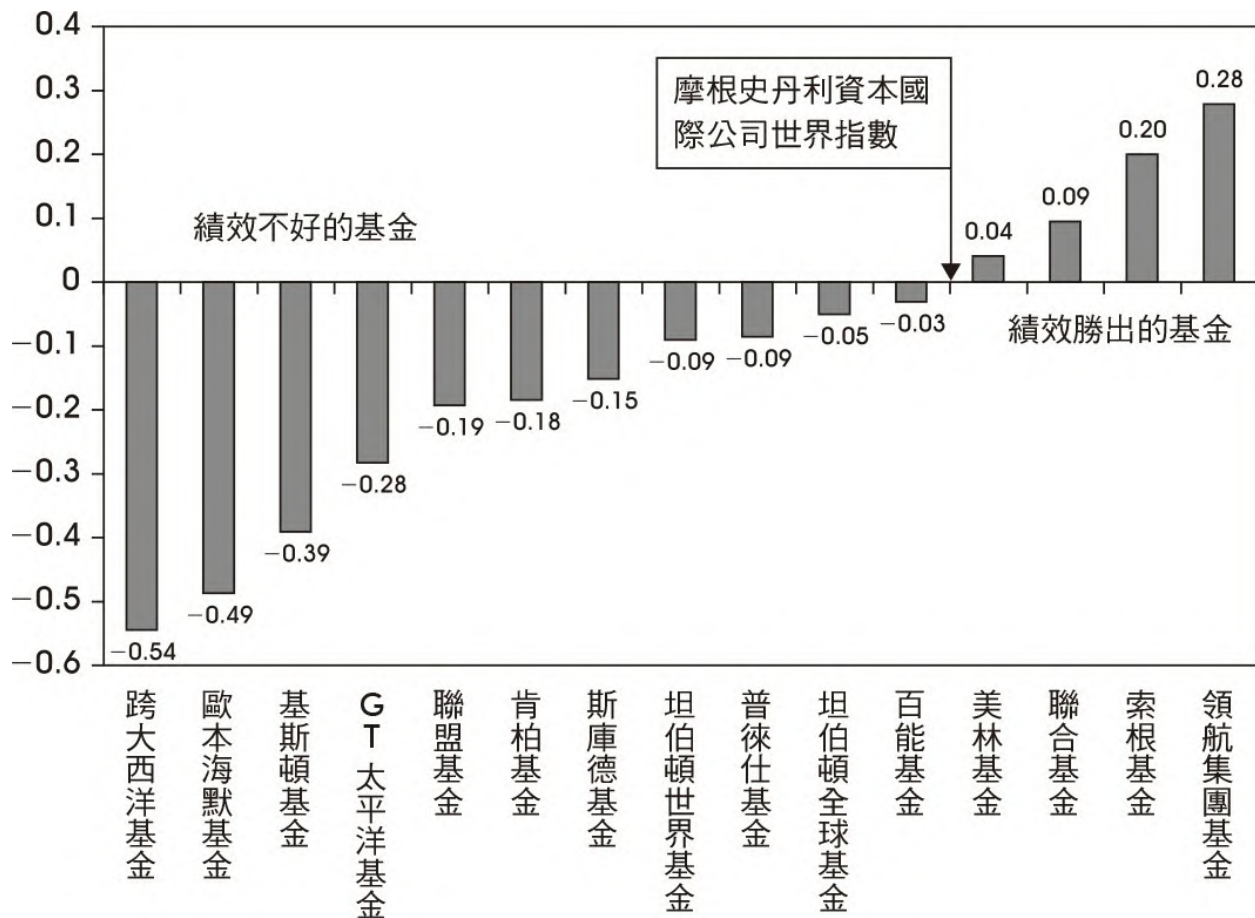
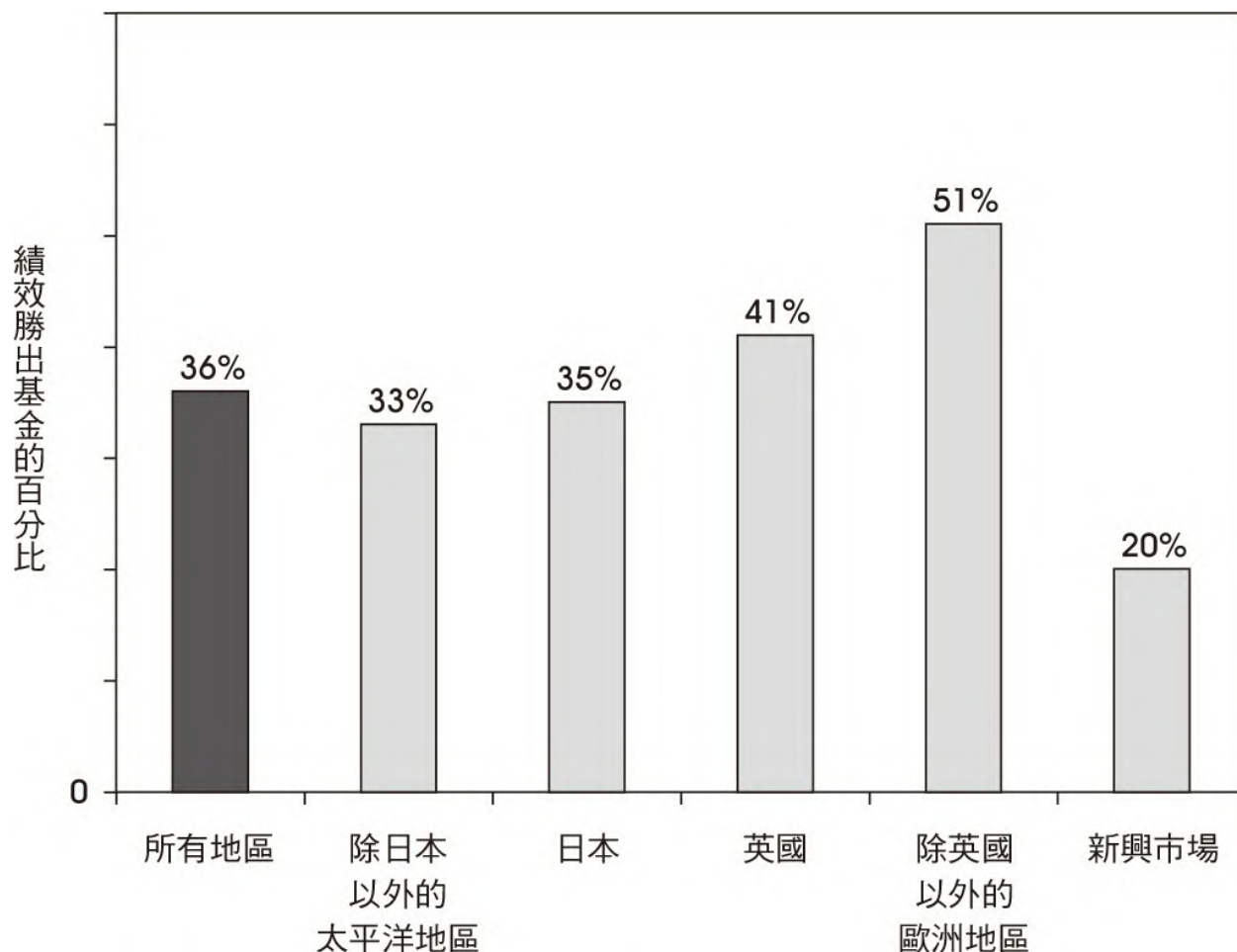


圖5.3的報酬形態，讓人覺得非常熟悉。這裡的情況，跟本書到目前為止，檢測過的所有績效表現結果是一樣的；在指數左邊績效不好的基金的範圍數量，比在指數右邊績效勝出的基金來得大。換句話說，鑒於選到勝出基金的機率很低，績效勝出基金所創造的 $\alpha$ 指標，其實遠低於公平投資賽局應支付的金額。

領航集團同時也在2009年，對國際指數化投資進行詳細分析。分析的對象包括英國、日本，以及除了這兩個國家以外在歐洲和亞洲地區的其他國家。圖5.4顯示了截至2008年為止的10年內，主動型基金的績效比適當標竿指數好的百分比。這份資料並沒有經過風險調整。<sup>7</sup>

圖5.4 ▼ 截至2008年止的10年內主動式管理的外國股票型基金績效勝出

的百分比



雖然所有地區結合起來，績效勝出的百分比大約是35%，但是倖存的主動型基金在特定地區績效不好的百分比，還是稍微有些不同。長期而言，國際主動型經理人績效會比相對應的標竿指數表現更好的數目，跟勝敗比1：2是一致的。

一份從1985年到1996年針對加拿大共同基金的研究，也顯示類似的績效不佳情況。<sup>8</sup> 另一份2002年的研究，則是調查三個不同時間週期，橫跨四種不同資產類別或風格的325檔基金。其中被歸類為股票型基金的163檔基金，當中有61檔基金在時間週期內績效勝出。這樣的結果，跟勝敗比1：2也是一致的。

撰寫加拿大共同基金研究報告的作者所提出的結論，跟研究人員對美國股票型基金做出的結論，是完全相同的，他表示：「一般而言，加拿大的共同基金在研究的這段時間內，並沒有展現任何選股能力，或顯示出具有進出市場的擇時能力。」

## ■ 三因子的國際投資組合

關於國際市場的規模和價值效應已進行過廣泛的研究。其中有些研究專注於價值溢酬；還有些研究則關注於規模溢酬。

法馬和法蘭奇，使用摩根史丹利資本國際公司的會計比率（帳面價值對市值比率、本益比等），研究從1974年到1994年間，美國、歐洲、澳洲與遠東地區（EAFE）共12個主要國家的價值溢酬，並從每個國家當中採樣至少10家公司。他們發現有顯著的證據顯示，國際報酬中存在一致的價值溢酬。跟全球市場投資組合的平均報酬相比較，全球價值性投資組合的平均報酬（包括美國）每年會高出3.1%到5.1%。<sup>9</sup>

艾洛伊·戴蒙森（Elroy Dimson）、保羅·馬許（Paul Marsh）、麥克·史坦頓（Mike Staunton）共同著作了一本資訊豐富、說明很詳細的書籍，《樂觀者勝利的喜悅：101年全球投資報酬研究》（*Triumph of the Optimists: 101 Years of Global Investment Returns*）<sup>10</sup>，內容對數個外國市場中的國際風險溢酬製作了出色的年表。這本書包含16個國家100多年來（從1900年到2000年）的普通股、債券、票據的年度實質報酬與名目報酬，還有國內生產毛額、通貨膨脹以及匯率的資料。

戴蒙森、馬許、史坦頓三人表示，就長期而言，跟成長股比較起來，價值股（有較高股利殖利率，以及 / 或是有較高帳面價值對市價的股票）會賺得較高的報酬，而且在研究的16個國家當中，除了1個國家之外，小型資本公司的股票績效都比大型資本公司的股票績效來得好。<sup>\*1</sup>

馬提斯·凡迪克（Mathijs A. van Dijk）針對國際市場中的規模效應，在他2007年的研究論文裡列出23個不同的研究報告。<sup>11</sup> 這些研究報告，涵蓋18個國家以及兩個群組區域（新興市場、歐洲）每個月的規模溢酬估計值。根據凡迪克的研究結果顯示，國際上的規模溢酬證據是明顯一致的。在調查的18個國家當中，有17個國家其小型公司的績效比大型公司來得好（在有經過風險調整的基礎下），新興市場與歐洲的樣本也顯示相同結果。

對於要比較國際共同基金結果的投資人而言，規模與價值因子也會發揮一定的作用。除此之外，現在的投資人已經可以使用，可取得的各種國際價值因子、小型資本指數型基金、ETF，來創造一個國際性的三因子投資組合。這些投資產品每年需要花費的成本，是使用主動式管理獲得相同暴險程度的投資產品中些微的成本而已。

## 不動產投資信託

當美國前總統艾森豪於1960年簽署《不動產投資信託法》（Real Estate Investment Trust Act）成為法律後，基於賦稅目的，符合要件的不動產投資信託（Real Estate Investment Trusts, REITs，編按：藉由將不動產證券化並將許多投資人的資金集資，讓投資人不需實際持有不動產，也能進行相關交易來獲利）也因此成立。這項條款規定，只要不動產管理公司，有支付90%的自由現金流量給它們的股東，公司的稅金就能因此消除。該項法令自它立法以來，除了少數幾點改良之外，一直都保持相當完整的狀態。

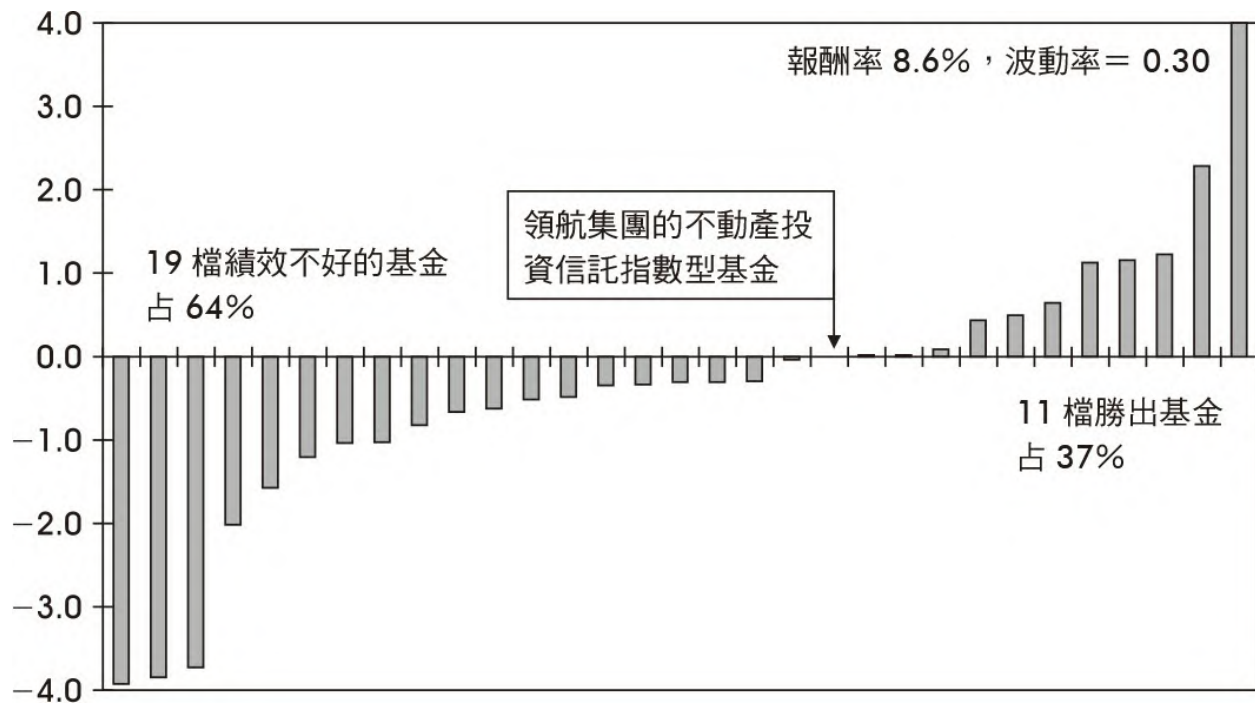
由於法令要求不動產的管理者與租賃財產的所有人，必須是分開的，而且退休金不得投資不動產投資信託，因此在剛開始的時候，不動產投資信託的規模一直都保持很小，而且是屬於比較含糊不清的市場。

美國於1986年實施的《稅務改革法案》（Tax Reform Act of 1986）逐漸解除一些管制，允許不動產投資信託可以直接管理它們的房地產；到了1993年，過去限制退休金不得投資不動產投資信託的規定也被解除。這些發展，為不動產投資信託開啟全新資金的投資大門，並且為新的不動產投資信託帶來一陣忙亂。

領航集團在1996年，推出第一檔以不動產為特定目標的指數型基金，它追蹤的標的是在美國交易所交易的所有房地產的不動產投資信託。該檔基金並不包括抵押型的不動產投資信託或混合型的不動產投資信託（抵押型與權益型的不動產投資信託）。圖5.5說明，截至2009年為止的10年內，相對於領航集團的不動產投資信託指數型基金，30檔主動式管理的不動產投資信託共同基金的績效。

不動產投資信託是一種相對較新的資產類別，而且可以比較的資料還不是很多。雖然如此，領航集團的不動產投資信託指數型基金的報酬正如所有人所預期，比大多數主動式管理的不動產投資信託基金的績效來得更好。圖5.5顯示，對主動式管理的不動產投資信託基金而言，勝敗比大約是1：2。

**圖5.5 ▼ 主動式不動產投資信託基金，相對於領航集團不動產投資信託的指數型基金的10年報酬**



在全部31檔不動產投資信託基金當中，領航集團的不動產投資信託指數型基金，在績效勝出的基金排名名列第12名。圖5.5同時也顯示，三檔績效很差的基金，以及一檔績效宛如爆發一般、向上直衝的基金。該檔績效最好的基金，以大幅度差額勝出所有的其他基金，不過跟其他不動產投資信託的一般基金比起來，其年度報酬的波動率也很大。

圖5.5還顯示，相對於績效不好的主動式管理不動產投資信託基金，多數績效勝出的主動式管理不動產投資信託基金，其所發放的報酬也很差。不包括績效最好的優勝基金，勝出的主動型基金的績效平均值，比指數型基金的績效多了0.7%。相較之下，不包括績效最差的基金，表現較差的主動型基金的績效平均值比指數型基金的績效少了1.1%。除了績效最好的勝出主動型基金之外，其他勝出的不動產投資信託主動型基金只支付很差的報酬，跟其他資產類別支付報酬的情況是一致的。

## 美國小型資本公司

跟大型資本基金的報酬範圍相比較，小型資本基金的報酬範圍更廣泛，這是因為個別小型資本公司報酬比大型資本公司報酬的變異性大。特別是在波動程度大、震盪的市場裡，更是如此。<sup>12</sup>

有人可能認為，小型資本的股票是沒有效率的，而且由於它們報酬的分散程度很廣泛，因此讓主動型經理人常常有績效勝出的機會。我不同意這樣的看法。雖然小型資本股票有較大的報酬分散程度，可能提高在小型資本範圍內，為投資增加價值的機會，但是單純只有這樣的機會，並不能保證會有 $\alpha$ 指標。

並不是每一檔指數型基金的運作結果都會如預期的一樣，美國第一檔小型資本指數型基金就是一個很好的例子。領航集團在1989年，將一檔主動式管理的小型資本基金，轉變成一檔追蹤羅素2000指數的指數型基金，其轉變的結果並不理想。

這檔領航集團的小型資本指數型基金的問題，並不是基金管理團隊的問題，而是基金它本身的問題。由於羅素2000指數有每年必須重新編製的問題，因此它無法製作一個好的、可供投資的標竿指數。威廉·伯恩斯坦總結這些問題如下：

事實證明，羅素2000指數是有問題的——在每年的6月30日，它需要進行再平衡。由於該指數的定義是，按照市值大小排序，選擇第1001家到第3000家公司，做為編列指數的名單；而且因為它是最廣泛被使用的小型資本指數，精明的交易商很容易就能預測，有哪些股票會新加入指數，又有哪些股票會從原有指數名單中被除名，因而使得這些有變動的股票價格，在6月30日之前就會上漲或下跌。這也使得那些唯恐他們產生更多追蹤誤差，而必須在6月30日

之後，根據羅素2000指數進行交易的買家、賣家遭受不利影響。<sup>13</sup>

對於羅素2000指數實施改編，以及指數經理人面對的棘手問題，已經有一些令人值得注意的分析報告。<sup>\*2</sup> 根據《紐約時報》一位記者的說法，追蹤羅素2000指數，「等於是要通過軍隊的障礙課程，得完成水障礙、平衡木以及肉搏戰」。<sup>14</sup>

領航集團基金經理人的績效，可以很靈巧的勝過羅素2000指數，是因為他們在羅素2000指數改編期間，使用的交易方法辦到的；正如共同基金產業圈內人蓋瑞·加斯提諾（Gary Gastineau）的說明：

截至2001年為止的10年間，領航集團的小型資本指數型基金，其績效擊敗羅素2000標竿指數，平均勝出76個基點，也就是每年0.76%.....領航集團達成績效勝出的結果，很大的原因是來自於，它取回了部分的隱含交易成本。它再次獲得交易費用的作法，是在羅素2000指數執行再平衡的六月最後一個交易日之外的時間，進行按照指數重新編製後的買賣交易。<sup>15</sup>

領航集團因為減少一些費用的精明交易慣例而獲得讚揚，不過這並沒有解決羅素2000指數的大問題。主動型經理人仍然很輕易的就擊敗羅素2000指數。

在2004年，領航集團做出一個很大膽的決定：拋棄羅素2000指數，轉成改用摩根史丹利資本國際公司的小型資本指數。轉變為使用摩根史丹利資本國際公司的指數，結果是成功的。跟主動型基金相比較績效獲得改善。圖5.6是截至2009年為止的五年內，相對於主動型基金的績效，領航集團全新的小型資本指數型基金的相對績效。

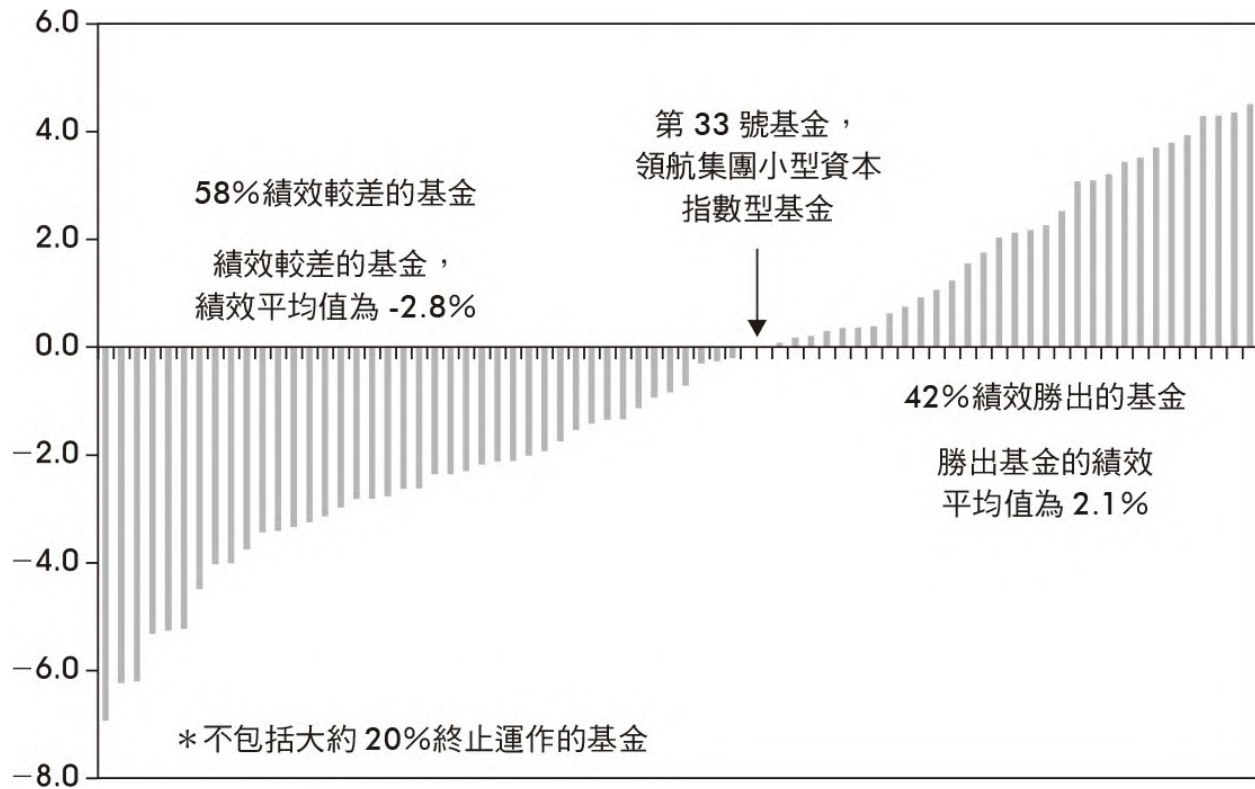
小型資本基金報酬的分散程度，比大型資本基金報酬的分散程度更廣，這是因為構成小型資本基金的股票報酬的範圍更大。勝出的小型資本主動型基金的績效，比領航集團指數型基金的績效，每年平均多了

2.1%。這比大型資本主動型基金勝出部分的兩倍績效還要多。在績效失敗的方面，小型資本主動型基金績效平均少了大約2.8%，同樣也比大型資本基金缺少部分的兩倍績效來得多。因此，儘管在小型資本基金的範圍裡，存在較高的勝出機會，但同時也存在較高、績效不好的風險。

新的領航集團小型資本指數型基金，在這五年內落在第42百分位數。這樣的結果，比一般主動式管理的小型資本基金好，而且這些資料還不包括在上述的這段期間裡，約占20%的終止運作主動式小型資本基金。

雖然績效的研究期間相對短了許多，但是圖5.6仍然顯示，小型資本基金的績效，跟所有其他資產類別的基金績效，有相同的形狀構造。截至2009年為止的五年內，有超過一半的小型資本主動型基金的績效，比領航集團小型資本指數型基金的績效差，而且績效勝出基金所支付的報酬，也不夠補足績效失敗基金支付的報酬差額。

**圖5.6 ▼ 截至2009年為止的五年內，小型資本基金的相對績效**



## 低成本的被動投資方法是行得通的

第4章的內容，介紹了SPIVA。這項研究追蹤橫跨幾種不同資產類別，在一年、三年及五年內主動式共同基金的績效，且資料是從無倖存者偏差的資料庫取得。每半年出版的SPIVA報告，包括下列各市場：美國股票、美國不動產、美國債券、國際股票、新興市場股票，以及國際債券。

儘管不同的時間週期裡，有各種不同結果，但是SPIVA的報告，卻不斷提醒我們，指數化投資多年來在所有資產類別、產業風格裡，已經有非凡、卓越的成就。就長期而言，指數型基金的績效在每種資產類別、產業與風格上，都比主動型基金的績效好。主動型基金整個群組的績效，在過去期間裡也曾經發光，只不過它們並沒有大量閃耀，持續的

時間也不久。

從學術界的研究以及SPIVA這類持續不間斷的報告獲得的結論，可以清楚看出，在每種資產類別裡，低成本的被動投資方法是行得通的。把好幾種資產類別組合在一起的指數型基金，在成為投資組合之後，維持這樣的投資組合，將可以提供投資人最大機會去符合他們的財務目標。

## 主動型基金嘗試複製指數型基金的成功經驗

對於指數型基金、ETF的驚人增長，也曾遭受抹黑；那就是主動式管理產業對指數型基金領域的入侵。一直到2003年為止，所有的指數型基金、ETF，都是追蹤那些被設計用來反映金融市場、市場產業價值的傳統標竿指數。然而，在2003年，一家指數股票型基金公司很大膽的改變了指數型基金的定義，藉由推出追蹤主動式管理階層策略的ETF，並且稱其為策略指數。

追隨這些策略指數的產品，並不是被動投資。<sup>16</sup> 它們的設計，從來都不是要衡量市場報酬，或是做為市場 $\beta$ 值的替代。它們在學術界的研究當中，從來也不具有任何角色，也不能用來衡量主動型經理人的績效。策略指數是主動式管理產業拖泥帶水的作法，創造它只有一個目的：想要藉著被動指數型投資的聲望並由此獲利。

使用策略指數的基金公司，通常都聲稱這些方法的績效比傳統標竿指數的績效更好。負責主動型基金公司策略指數產品的銷售人員，會說傳統的標竿指數是「沒有效率」且「具有缺點」，他們的新策略才是比較好的。當然，這完全是胡扯。這是從領航集團在1976年，推出第一檔指數型基金以來，主動型經理人一直使用的相同銷售手法。

美國證券管理委員會並沒有幫投資人一個忙，因為它允許這些策略

指數產品的經銷商，將他們主動式方法的產品重新貼上指數型產品標籤，並且可以直直深入被動指數化投資產業的核心，發行策略指數型基金。這就像是說，美國證券管理委員會邀請狐狸進入雞舍裡。

正如原先所預期的，這些新奇的指數型基金，為可能將它們誤認為是傳統指數型基金的投資人帶來極大困惑。很多人都不了解策略指數與其附加的成本是什麼。他們唯一聽到的是，這些新的指數型產品的績效可能會比老舊的指數型產品的績效好，而這個訊息，正是發行這些產品的公司想要投資大眾聽到的。證券業的監管機構讓投資大眾持續受到欺騙，這種情形是不對的。

自從2003年後，有數百檔的ETF、共同基金，因為追隨主動式管理的策略指數在市場上推出。這些策略指數的名稱標識，都有很靈巧的名字，例如：智能指數（Intellidex）、 $\alpha$ 指數（AlphaDex）、基本指數化投資、股利指數化投資、定量指數化投資，以及其他許多名字。

用指數做為產品名字，只是將主動式管理產業重新包裝，無法改變主動式管理產業的根本問題。主動式的方法經過證明並無法產生 $\alpha$ 指數，而且策略指數產品的成本，遠遠高於追蹤標竿指數的被動型基金的成本。這只不過是輸家經過重新包裝的一種賭注。被動式的投資人應該要有足夠的智慧，避開這些冒充的指數型基金，並且忠於追蹤市場標竿指數、成本最低的指數型基金、ETF。

## 小結

在每個資產類別裡，要擊敗指數型基金的可能性是很低的，而且即使選到正確勝出的基金，其所獲得支付的報酬，也遠低於應該得到的公平報酬金額。從這項資料當中，唯一能做出的結論是，就長期的觀點而言，主動式管理在任何資產類別、風格，或產業類型方面，都無法跟被

動式管理競爭。

一直到1980年代，投資人都只能接觸到美國的股票指數型基金而已。就大多數的資產類別而言，除了購買成本高昂的主動式管理共同基金之外，投資人別無選擇。然而，情況已經不再是如此。在現今，已經有數百種，涵蓋範圍廣泛的各種資產類別、風格及產業的低成本指數型基金、ETF。請選擇那些追蹤可理解的市場標竿指數，而且費用低廉、有完全流動性，同時享有稅務效率的基金。

---

\*1 戴蒙森、馬許、史坦頓使用的資料，是源自哈瓦維尼（Hawawini）、凱恩（Keim）撰寫的文章，〈普通股報酬的橫斷面分析：檢查證據與一些新發現〉（The Cross Section of Common Stock Returns: A Review of the Evidence and Some New Findings）；本篇文章收錄在由凱恩、齊姆巴（Ziemba）共同著作的書籍，書名《全球股票市場中的不完美的證券市場》（*Security Market Imperfections in Worldwide Equity Markets*）。

\*2 想要對羅素2000指數改編的問題與它們對指數型基金績效的影響有更完善的探討，請參閱安那瑟·馬哈凡（Ananth Madhavan）刊載於《財務分析師期刊》（*Financial Analyst Journal* 59, no. 4, 2003年7月-8月：51-64）的研究論文，〈羅素2000指數改編產生的影響〉（The Russell Reconstitution Effect）。

## 附註

1. John C. Bogle, "The First Index Mutual Fund: A History of Vanguard Index Trust and the Vanguard Index Strategy," John C. Bogle Research Center, 1996, [www.vanguard.com/bogle\\_site/lib/sp19970401.html](http://www.vanguard.com/bogle_site/lib/sp19970401.html).
2. John C. Bogle, 1996.
3. Christopher R. Blake, Edwin J. Elton and Martin J. Gruber, "The Performance of Bond Mutual Funds" *Journal of Business* 66, no. 3 (July 1993): 371-403.
4. Marlena Lee, "Is There Skill among Bond Managers?" (working paper, Dimensional Fund Advisors, Austin, Texas, 2009).
5. Eugene F. Fama and James MacBeth, "Risk, Return, and Equilibrium: Empirical Tests," *Journal of Political Economy* 81 (1973): 607-636.
6. Robert E. Cumby and Jack D. Glen, "Evaluating the Performance of International Mutual Funds,"

*The Journal of Finance* 45, no. 2 (June 1990): 497-521.

7. Christopher B. Philips and Sarah Floyd, "The Case for Indexing: European- and Offshore-Domiciled Funds," Vanguard Investment Counseling & Research, 2009, [www.vanguard.com](http://www.vanguard.com).
8. George Athanassakos, Peter Carayannopoulos, and Marie Racine, "How Effective is Aggressive Portfolio Management?" *Canadian Investment Review*, (Fall 2002): 39-49.
9. Eugene F. Fama and Kenneth R. French, "Value Versus Growth: The International Evidence" (working paper, 1997).
10. Elory Dimson, Paul Marsh, and Mike Staunton, *Triumph of the Optimists: 101 Years of Global Investment Returns* (Princeton, NJ: Princeton University Press, 2002).
11. Mathijs A. van Dijk, "Is Size Dead? A Review of the Size Effect in Equity Returns" (working paper, Erasmus University, Rotterdam School of Management, 2007).
12. Craig L. Israelsen, "Things Are Not Always What They Seem," *Journal of Indexes* 8, no. 2 (2006): 18-24.
13. William J. Bernstein, "The Big Lite," *Efficient Frontier*, 2002, [www.efficientfrontier.com](http://www.efficientfrontier.com).
14. Dianan B. Henriques, "Wall Street; Straining to Match the Russell 2000," *New York Times*, December 15, 1991.
15. Gary L. Gastineau, "The Benchmark Index ETF Performance Problem," *Journal of Portfolio Management* 30, no. 2 (Winter 2004): 96-103.
16. Richard A. Ferri, *The ETF Book: All You Need to Know About Exchange-Traded Funds*, 2nd ed. (Hoboken, NJ: John Wiley & Sons, 2009).

## 第 6 章

# 共同基金投資組合的 被動優勢

生活中最重要的問題，在大多數情況下，實際上都只是機率問題。

——拉普拉斯侯爵（Marquis de Laplace）

50多年前，哈利·馬可維茲（Harry Markowitz）透過觀察，發現了投資組合當中的有價證券會共同變動以降低風險，因而徹底改變了投資組合管理。他建議，跟投資組合中個別有價證券固有的風險比起來，要做好投資組合管理，更應該注意整體投資組合的風險。這個相同的概念，可以應用到共同基金的投資組合。

投資人通常不只擁有一檔共同基金，他們會擁有共同基金的投資組合。主動型基金投資組合的績效，要如何跟指數型基金投資組合的績效相比較？相對於被動型基金而言，如果投資組合有較多的主動型基金，是否會改變投資組合的風險？本章的內容，將延伸被動對主動的爭論，討論從一檔共同基金，擴大到持有數檔基金的投資組合。

多個被動型基金跟多個主動型基金相比，其投資組合績效的比較資料，對所有投資人來說都是重要的資訊。主動式投資組合績效比指數型投資組合績效好的機率，和單一主動型基金績效比單一指數型基金績效好的機率相比，是比較低的。當主動型基金的數目增加時，投資組合會勝出的可能性就會減少。除此之外，持有主動型基金的時間愈長，主動型基金投資組合勝出的可能性，也會變得愈差；直到最後，幾乎沒有勝出的機會。

有效率的投資組合，才能創造最大成功機率

尤金·法馬在其1965年劃時代的論文裡，為股票價格的行為創造了「效率市場假說」（efficient market hypothesis）的概念。法馬指出以下這些狀況中，效率市場是存在的：（1）市場上關於有價證券的交易資訊，對所有人來說都是廣泛而且能便宜取得的；（2）所有已知而且可以取得的資訊，已經都反映在有價證券的價格上；（3）有價證券目前的價格，是市場中買家、賣家都同意的價格，而且是有價證券當時投資價值的最佳估計值；（4）當市場出現關於有價證券的新資訊時，它們的價格幾乎立刻就會改變。<sup>1</sup>

法馬的論文點燃了一場市場是否是有效率的長期論戰，指數型基金的擁護者很自然就捲入這場爭論。被稱為指數化投資人的人，通常都是支持效率市場假說，而主動式投資人則表示，市場有很多沒有效率的地方。諷刺的是，多年來，法馬他自己也幫助記錄了其中一些沒有效率的地方。華倫·巴菲特在主動式管理方面的成功，經常被引用做為證明市場並不是有效率的。然而，對大多數個別投資人而言，巴菲特他自己卻是投資指數型基金的堅決擁護者。因此，在將近50年之後，從效率市場的爭論當中可以得到的唯一結論是，這項論戰可能還會繼續下一個50年。

我個人的看法是，對投資人而言，重要的問題並不是市場是否具有效率，真正的問題點在於有效率的投資，意思是要創造並且維持最大成功機率的效率投資組合，而這正是投資的目的。

## 投資組合的研究

正如我前面所說的，大多數的人並不是只持有一檔基金；他們會投資好幾檔的基金。而且他們不是只買同一風格的基金；他們會採取多樣化、分散的作法，橫跨不同的資產類別。

做為基金投資人，我們都會做兩種基本選擇。一個是資產配置的決策，另一個是有價證券的選擇決策。我們要決定擁有哪些資產類別，接著再決定要如何擁有它們。有些人花很多時間建構他們的投資組合。他們先將理想的資產類別區分開來，然後尋找每個資產類別中適當的標的。然而有更多的其他投資人，並不會有太多想法。他們在過程中糊裡糊塗，不會進行任何資產配置，或是有選擇任何基金的策略。儘管如此，到最後，每個人結果都會擁有某種類型的投資組合。

讓我們假設所有的投資人，在資產配置決策都符合邏輯，在基金選擇上也是費盡心血。表6.1是一個2×2的矩陣，說明這兩種決策如何結合在一起。直行表示基金選擇策略，橫列表示資產配置策略。這些投資組合管理的四種方法，代表了所有共同基金投資人，即使不了解它們也會使用的投資策略。

表6.1 ▼ 投資人的四種投資組合選擇

	被動型基金（指數型基金、以標竿指數為基礎的 ETF）	主動型基金（共同基金、主動式管理的 ETF）
維持固定、被動的資產配置	被動型基金 被動配置	主動型基金 被動配置
使用戰術性、主動的資產配置	被動型基金 主動配置	主動型基金 主動配置

先從資產配置開始：目前有兩種學派：一個學派是追隨固定的被動配置，又稱為「策略性資產配置」。這個方法是根據長期需求，將投資項目的固定配額分配到資產類別，而且透過定期再平衡來持有相同的配置。相較之下，「戰術性資產配置」則是完全是根據近期資產類別的報酬預測，主動改變共同基金的權重。戰術性資產配置的決策，可能持續

幾天到好幾年之久。

就基金方面而言，投資人可以在追蹤標竿指數的被動指數型基金、ETF；與主動型基金以及試著要擊敗標竿指數的ETF之間，來做選擇。這本書的很多內容，都在說明這些基金的差異，這裡我就不再詳細闡述。

基金的資產配置策略與選擇方法，對投資組合的報酬都有重要的影響。具體的說，無論是透過基金選擇或戰術性配置，投資組合對主動式押注愈多，預期的投資組合報酬也會愈低。本章內容，是比較使用主動型基金、被動型基金的投資組合報酬；第8章內容，則是更詳細檢查資產配置的決策。

## ■ 主動型基金vs指數型基金的投資組合

對任何投資人而言，要找到可以實現 $\alpha$ 指標的主動型基金，實在是一種挑戰。試著要挑選出主動型基金的投資組合的績效，可以勝過指數型基金投資組合的績效，則完全是另一回事。使用主動型基金的投資組合的績效，會勝過全部都是指數型基金的投資組合的可能性，遠低於單一、個別的主動型基金；而且隨著更多的主動型基金加入投資組合當中，以及持有主動型基金的期間愈久，都會將勝出的可能性再降低。持有幾檔主動型基金的投資組合，在幾年之後，只有微不足道的機會，可能擊敗全部都是指數型基金的投資組合。

1990年代初期，賴瑞·馬汀（Larry L. Martin）是第一個嘗試將主動式投資組合當中的投資組合報酬機率量化的人，他將進行研究的成果發表在1993年春季版的《投資期刊》上。<sup>2</sup> 在他題目為〈被動對主動的股票管理發展〉（The Evolution of Passive versus Active Equity Management）的文章中，馬汀利用基金費用與模擬實驗，來預估主動型基金投資組合相對於被動型基金投資組合的表現。表6.2是該結果的

呈現。

表6.2 ▼ 馬汀1993年的研究報告，衡量主動式管理的投資組合擊敗指數型投資組合的機率

	1 年	5 年	10 年	20 年
1 檔主動型基金	41%	29%	22%	14%
3 檔主動型基金的投資組合	33%	17%	9%	3%
5 檔主動型基金的投資組合	29%	11%	4%	1%

身兼作者跟財務顧問的艾倫．羅斯（Allan Roth），同時也將這些投資組合的問題量化，並且發現跟馬汀類似的結果。羅斯的資料，刊載在其具有趣味的書籍《我8歲，我會自己賺錢》（*How a Second Grader Beats Wall Street*）裡。<sup>3</sup> 羅斯設計了一套蒙地卡羅模擬模型（Monte Carlo simulation model），用來計算隨機選擇的主動型基金投資組合，擊敗全部都是指數型基金的投資組合的機率。該模型也將已結束營運或合併的主動型基金的報酬範圍，列入考量。表6.3是羅斯的研究報告的結果。

表6.3 ▼ 根據羅斯的研究結果，主動式管理的投資組合會擊敗指數型基金的機率

	1 年	5 年	10 年	25 年
1 檔主動型基金	42%	30%	23%	12%
5 檔主動型基金的投資組合	32%	18%	11%	3%
10 檔主動型基金的投資組合	25%	9%	6%	1%

按照羅斯的模型看來，在任何一年中，單一主動型基金有42%的機會能擊敗相對應的指數型基金。然而，成功擊敗的機會，在5年內，會下降到30%；在10年內，成功機會下降到23%；在25年內，成功機會只有12%。

正如先前提到的，大多數投資人的投資組合，擁有不只一檔共同基金。他們擁有5檔或10檔基金。這正是讓馬汀、羅斯的資料變得有趣的地方。將他們兩人對五檔主動型基金組成的投資組合的研究結果，加以平均之後，得到的結果是，在1年內，大約有30%的機率，會擊敗全部是由指數型基金組成的投資組合；在5年內，機率大約是15%；在10年內，機率是8%；在25年內，機率只有2%。

當愈來愈多主動型基金加入投資組合，勝出的可能性也會變得愈來愈低。假設你擁有10檔主動型基金。根據羅斯的資料顯示，在1年內，要擊敗全部都是指數型基金的投資組合，可能性是25%；在5年內，可能性是9%；在10年內，可能性是6%；在25年內，可能性更是低到令人難以置信的1%。

把馬汀、羅斯的估計值放到真實世界來檢驗，結果似乎也是正確的。一份在第3章中曾討論，針對領航集團500指數型基金為期25年的績效研究發現，在調整終止營運的基金之後，截至2009年的25年期間裡，大約只有12%的美國股票型基金的績效，會勝過那檔領航集團500指數

型基金。這跟羅斯的模擬模型預測結果是一致的。

## ■ 主動型基金投資組合的相對績效

我採取了不同的方法來為投資組合的績效建立模型，發現結果跟馬汀、羅斯非常相似。首先，我在一般的資產類別裡，使用來自於多種基金、多重時間週期的實際結果，創造模擬100檔主動式共同基金的5年複合報酬率的模型。其次，我隨機建立數千個運用3檔、5檔、10檔基金的投資組合，並且將其結果與相同基金數目的全指數型基金投資組合做了比較。第三，我假設我的模型是錯誤的，並進行了大大有利於主動型基金的調整。第四，我使用實際的15年的主動型基金報酬，為模型進行即時的檢驗。

圖6.1是我開發的共同基金報酬模型，用來說明在一般的資產類別裡，所有主動型基金的報酬範圍；該模型是以五年的週期為基礎。條狀圖與水平軸的交叉點，則相當於指數型基金的報酬。位於左邊的資料點，是績效較差的基金，而位於右邊的資料點，是勝出的基金。再一次，又證明主動型基金其勝敗比是1：2。

為了創造這個一般性的100檔基金模型，我使用多種資產類別、時間週期，以及數千個主動型基金的報酬。圖中提到的指數型基金報酬，並不是要用來代表任何特定市場或投資風格。更確切的說，這個指數型基金報酬傾向的落點，是相對於橫跨很多基金種類的主動型基金的報酬。

該模型也包含已營運終止的基金，因為它們在當時，也是投資人的一種選擇。終止營運的基金在它結束的日期之前，使用的年度報酬率比指數每年的報酬率低4%；這個比率，是學者對基金績效的持續性經過詳細研究後計算得到的平均績效。<sup>4</sup> 營運終止的基金，分散在完整的五年期間裡。另外也假設，在剩餘的期間內，每檔營運終止基金的剩餘款

項，都再投資到指數型基金裡。

共同基金的相對報酬在圖中從左到右列示出來，績效最好的基金位在最右邊的第1百分位數，而績效最差的基金，位在最左邊的第100百分位數。其餘的主動型基金和指數型基金，皆落在中間。指數型基金它本身的績效，則位在第30百分位數。

相對報酬模型的形狀，說明了主動型基金的績效相對於指數型基金的績效所表現的情況。績效較差的基金數目比績效勝出的基金數目多，而且績效最差的基金所支付報酬的短缺差額（-8%），大約是勝過指數型基金、績效表現最好基金所支付報酬的兩倍（4%）。

共同基金的報酬是經過風險調整過的。這將酌減基金的績效，使得績效是完全來自於基金經理人，而不是承擔更多市場風險（ $\beta$ 值）的結果。銷售佣金、稅金也沒有列入考慮。

整體而言，圖6.1顯示，勝出的主動型基金跟指數型基金比較起來，賺得的超額報酬平均值每年大約是1.1%；而績效較差基金的報酬平均值則少了1.7%。績效勝出的基金，賺得的超額報酬中位數是0.9%，而績效較差的基金報酬的中位數則少了1.3%。

圖6.1 ▼ 主動型基金五年期間相對績效模型

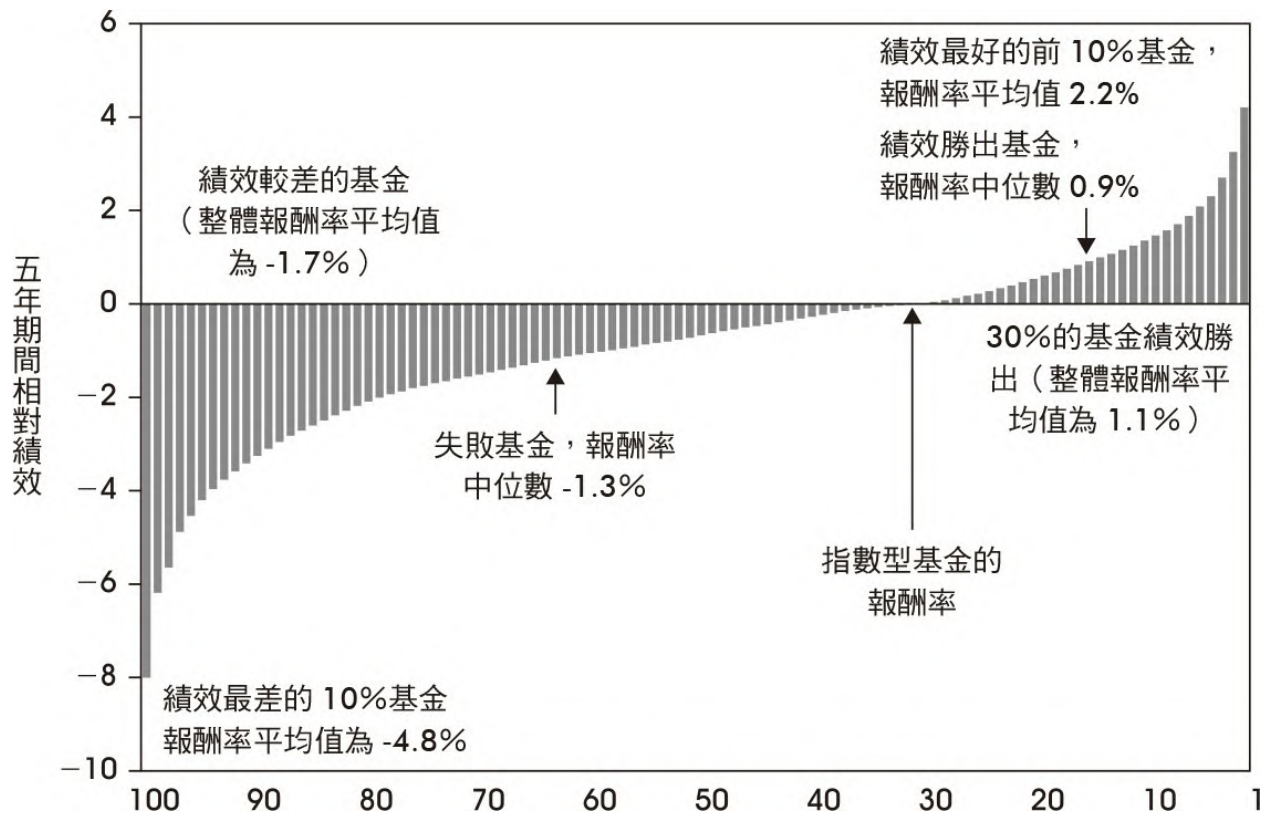


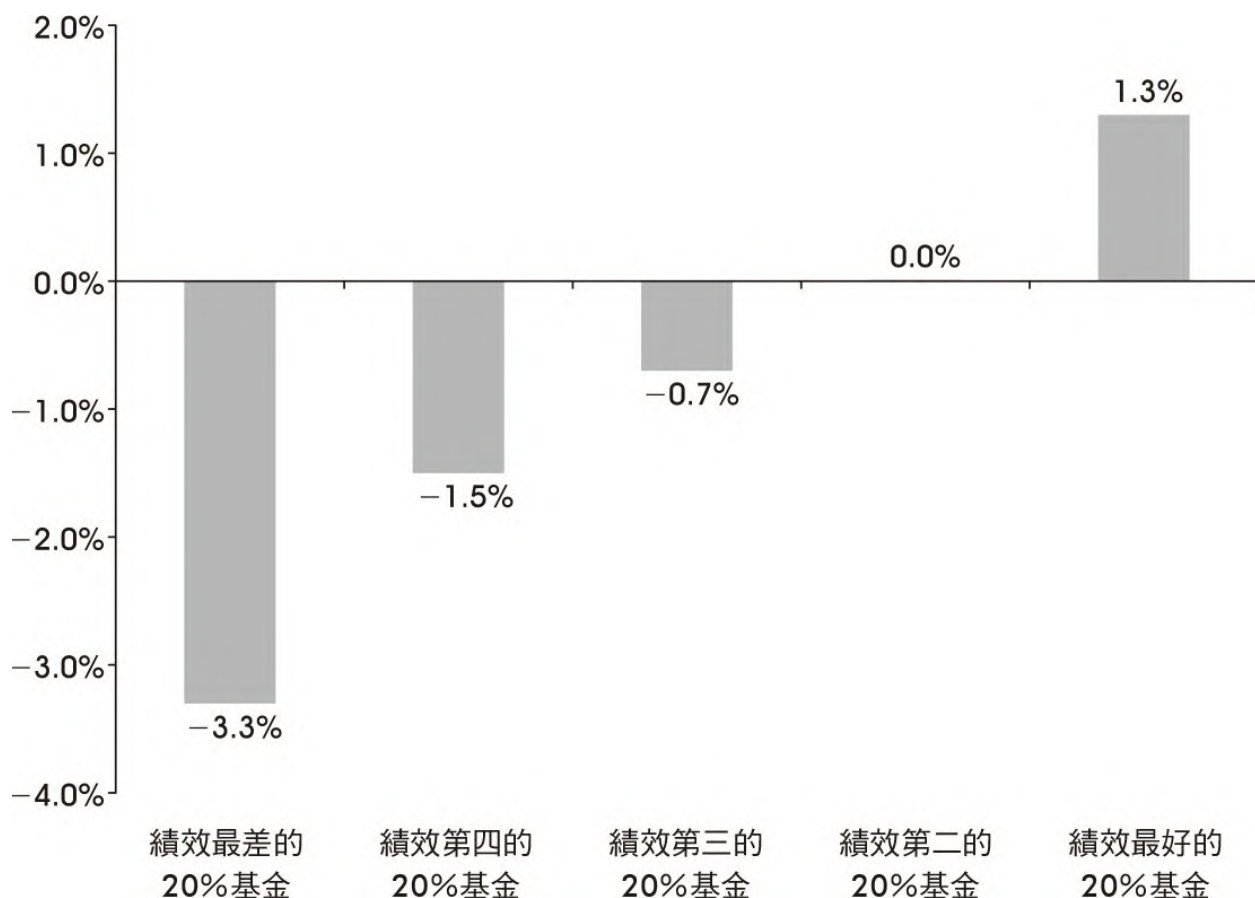
圖6.1當中，左、右兩個末端顯得相當有趣。這是最好與最差的主動型基金所在的地方。績效勝出的基金，它們的績效穩定向上攀升，一直到大約第10百分位數，績效就瞬間加速上升。績效最好的基金的報酬比指數型基金的報酬，多了大約4%。位居底部、績效不好的基金，進展是平穩的朝向下，一直到大約第85百分位數，績效才加速掉落，到達-8%為止。這個模型，很能夠反映真實世界的情況。績效較差的基金數目，大約是績效勝出基金數目的兩倍，而且績效較差基金的平均損失金額，也比勝出基金支付的平均報酬的50%還要多。

該模型同時也假設，主動型基金的費用比率是隨機的，平均的費用比率是1.1%，而績效最差的基金費用高於平均值。指數型基金的費用則假設為0.2%，這個數值對全部都是指數型基金的投資組合而言，是個合理的平均估計值。通常主動型基金與指數型基金兩者之間的報酬差距是-0.9%，這並不是巧合，因為這就是兩者平均費用的差距。這情況

跟廣泛的文獻紀錄、普遍為人接受的概念是一致的，通常主動型基金的績效會比它們的標竿指數績效差，而這個差距就是它們所收取的費用。<sup>5</sup>

圖6.2是圖6.1的簡化版本。它將100檔基金劃分成5個相同的五分位數，每個五分位數，都代表20檔主動型基金。績效最好的前20檔基金報酬中位數以1.3%的差距擊敗指數型基金。接下來另外的20檔基金，報酬差距沒有太大的意義。其餘60檔基金所有的報酬，則很清楚的低於指數型基金的報酬。績效位居最下方的基金，相對績效很差，在五年的期間裡，跟指數型基金的績效相比較，它們的績效落後3.3%。

圖6.2 ▼ 菲利簡化的相對績效模型



## ■ 調整資產類別並控制波動率來進行研究

如果研究人員有所偏好，在研究每種資產類別時，模型可以進行個別修正。資產類別的波動率，是模型進行調整時一個很好的代表。資產類別的波動率愈低，會勝出的主動型基金也就愈少，而且跟指數型基金的報酬範圍相比較，主動型基金的報酬範圍也會顯得愈緊縮。

跟股票型基金相比，債券型基金的波動率比較低。根據第5章呈現的債券基金資料顯示，指數型債券基金的績效預期會比大約80%的主動型債券基金的績效好。除此之外，績效勝出的債券基金，超額報酬的中位數大約是0.5%，而績效比指數型債券基金差的基金，報酬短缺的差額大約是1.2%。

做為說明單一模型的圖6.1，用在投資組合分析時，還是可以發揮它的作用，因為它假設投資組合是持有大型資本股票基金、小型資本股票基金、債券基金以及其他類別的資產。個別資產的模型，根據資產類別的波動率，會有些微差異。整體而言，不同資產類別的高、低波動率就會互相抵消，因而形成這個單一的通用模型。

## ■ 隨機選擇主動型基金投資組合的結果

我以圖6.1的模型進行多樣檢測的目的，是要確定隨機選擇的主動型基金投資組合，會勝過相對應的指數型基金的機率。每個試驗都會從模型裡的100個資料點，產生1萬個隨機選擇的投資組合。這些模擬，也都會有 $\pm 0.2\%$ 的邊際誤差。

第一個試驗，檢查持有五年的兩個投資組合。其中一個試驗，是檢測隨機選擇的5檔主動型基金投資組合，能勝過相對應的指數型基金的機率；另一個試驗，是檢驗隨機選擇的10檔主動型基金投資組合，能勝過相對應的指數型基金的機率。表6.4顯示該試驗的結果。

表6.4 ▼ 在5年期間內，主動型基金擊敗指數型基金的機率

	績效勝出的 投資組合	績效勝出 0.5% 或更多	績效少 0.5% 或更多
5 檔主動型基金	16%	5%	63%
10 檔主動型基金	8%	1%	70%

以5檔基金的投資組合而言，只有16%全部是持有主動型基金的投資組合的績效，會勝過全部都是指數型基金的投資組合。這些投資組合僅僅只有5%，績效能勝出0.5%或更多；而投資組合當中有63%，績效至少差了0.5%。

至於10檔基金的投資組合，只有8%全部是持有主動型基金的投資組合的績效，會勝過全部都是指數型基金的投資組合。這些投資組合當中，只有明顯突出的1%，績效能多出0.5%或更多；而投資組合當中有70%，績效至少差了0.5%。

我的整體勝出百分比，是介於馬汀與羅斯對5檔基金投資組合的估計值之間，而且非常接近羅斯對10檔基金投資組合的估計值（馬汀並沒有計算10檔基金的結果）。這個分析，為在投資組合加入更多主動型基金時，該投資組合績效會勝過全指數型基金投資組合的績效，其機率會跟著減少的情況，提供了更進一步的證據。因此，實在很難讓人相信，在這種勝出率低、報酬也低的情況下，還有人會想要採用主動式管理共同基金。

## ■ 剔除高成本並加入聰明選擇的能力來評估

反對我的模擬模型的人，可能主張主動型基金會擊敗指數型基金，有大於30%的機率。這當中有些人堅決認為，他們比一般人聰明的基金選擇方法，是行得通的。其他人可能會說，勝出的可能性，可以藉由從

選擇名單上，消除高昂費用的基金來獲得顯著改善。

為了回應這些吹毛求疵的人，我將模型用兩項方法修改，並且再計算一次。第一項修改，是以主動型基金的績效有40%的機率會勝過指數型基金的績效做為基礎，如此便可以讚揚比一般人聰明的基金選擇理論。第二項修改，是假設最高成本的基金已在選擇中被排除，用這樣的方式，根據預設值，就能從資料裡去掉一些績效很差的基金。

比一般人聰明的主動型基金績效有40%機率會勝過指數型基金的模型，讓所有100檔基金的報酬保持原封不動，但指數型基金的報酬卻是減少，而它在第40百分位數時會交叉，這將使得勝敗比變成是2: 3，比學術界研究從頭到尾發現，勝敗比是1: 2的情況，稍微好一點點。表6.5顯示了這些結果。

表6.5 ▼ 使用有40%機率會勝出的主動型基金，進行檢驗的期望值

	績效勝出的 投資組合	績效勝出 0.5% 或更多	績效少 0.5% 或更多
5 檔主動型基金	26%	10%	51%
10 檔主動型基金	18%	3%	52%

假設有40%的主動型基金會擊敗指數型基金，其實對主動型基金並沒有太多幫助。整體而言，能夠選到勝出主動型基金組合的可能性，在五年內對5檔、10檔基金投資組合而言，兩者都只有上升10%。然而，還有大於50%機率的主動型基金投資組合的績效，可能會比全部都是指數型基金投資組合的績效差0.5%或更多。

第二個模型假設10檔成本最高的基金，已經從資料庫裡刪除，只留下90檔費用較低的基金。為了要根據費用公平的將基金刪除，我刪除的

基金橫跨很大的報酬範圍，並把績效最差的那些基金刪除。學術界對於費用的研究結果建議，大約40%成本最高的基金，是位居墊底的25%基金，有20%成本最高的基金，是位居墊底的10%基金。因此，大多數的基金，會從這些十分位數被刪除。表6.6顯示了這個結果。

表6.6 ▼ 刪除10檔成本最高基金之後的檢驗

	績效勝出的 投資組合	績效勝出 0.5% 或更多	績效少 0.5% 或更多
5 檔主動型基金	20%	6%	59%
10 檔主動型基金	10%	1%	62%

將成本最高的基金刪除，進而找到勝出的主動型基金，並不像主動型基金擁護者所說的那樣大有可為。整體而言，在5檔基金的投資組合裡，選到績效勝出的主動型基金組合的可能性，只上升了4%；而10檔基金的投資組合，選到績效勝出的主動型基金組合的可能性，也只上升了2%。主動型基金投資組合擊敗指數型基金投資組合，績效勝出0.5%或更多的數目，幾乎沒什麼變動；而績效少0.5%或更多的數目，則依舊維持很高。

## ■ 主動型基金投資組合的事實真相

最後，我針對隨機選擇的主動型基金投資組合，對比全部都是指數型基金的投資組合，進行獨立的現實世界檢驗。我使用了三種基金類別，並回溯15年前的實際報酬。我建立了一個指數型基金的投資組合，使用的基金、權重列在表6.7中。我的檢驗，是將這個指數型基金投資組合跟從晨星公司名單中，有正確權重、隨機選擇的數千個主動型基金

做比較。

**表6.7 ▼ 實際研究的指數型基金投資組合模型**

指數型基金名稱	配置百分比
領航集團完全股票市場指數型基金	45%
領航集團完全國際股票指數型基金*	15%
領航集團完全債券市場指數型基金	40%

\* 領航集團完全國際股票指數型基金，在 1988 年營運管理滿一年。1995 年到 1997 年之間，是以領航集團 FTSE 美國以外全世界指數型基金（Vanguard FTSE All-World ex-US Index Fund）（費用少於 0.4%）做為替代。領航集團 FTSE 美國以外全世界指數型基金的配置，是在整個時間週期內，使用領航集團的其他 3 檔國際指數型基金所進行複製的。模擬基金與實際基金之間的差異，是微不足道的。

利用截至2009年12月為止的晨星公司基金資料庫，我為每檔主動型基金的資產類別進行篩選，使其跟每檔指數型基金都是相同的基金種類，也有相同的投資目標。這些主動型基金，同樣也有相同的晨星公司投資風格箱，以確保是同類型的比較。表6.8顯示，每個類別當中主動型基金的數目，以及這些基金擊敗它們各自相應的指數型基金的百分比。

**表6.8 ▼ 實際研究的主動型基金投資組合模型**

主動型基金	基金數目*	擊敗指數型基金的百分比**
美國大型資本股票	50	30%
多樣化國際股票	35	51%
美國投資級債券	38	34%

\* 這項資料具有倖存者偏差，因為不包含營運終止、被合併基金的績效。使用標準普爾倖存者資料、美國大型資本共同基金、多樣化國際共同基金，在 15 年的期間內，每年營運終止的比率大約是 4%。這表示在 1995 年當時存在的基金，到了 2009 年大約有一半無法倖存。營運終止、被合併的基金的績效，並沒有包含在這項研究當中。

\*\* 這些數字比現今的投資人在後來所能預期的還要高，這是因為它們只包含倖存者基金，而且沒有將銷售佣金扣除。如果將營運終止、被合併的基金加進去，同時將銷售佣金扣除，那麼在這兩種類別裡，擊敗市場的股票型基金百分比，會比表 6.8 所顯示的還要少一半。債券基金的倖存者比率較高，銷售佣金較低。即使如此，如果將這些因素包括在內，將會使績效勝出的債券基金數目，減少大約 20%。

正如表6.8註腳提到的，只包含倖存的主動型基金，且不包括銷售佣金。主動式投資組合並不包括已終止或合併的主動型基金；根據第7章匯編的資料顯示，這些都是典型績效不佳的基金。除此之外，銷售佣金也沒有包括在績效分析裡。即使這不是實際的情況，但事先知道哪些基金會倖存下來，而且不用支付銷售佣金，將能為主動型基金的投資人提供最好的情況。因為對目前來說，是不可能知道哪些基金會在未來15年內倖存下來。

這個檢驗提供我們檢視真實世界，在過去15年的期間裡，主動型基金投資組合的績效能勝過全部都是指數型基金投資組合的績效的機率。該研究使用三檔主動型基金，隨機創造了2萬5千個投資組合。每個投資組合都持有美國大型資本基金、國際股票基金以及一般債券基金。給每檔主動型基金的投資組合配置所分派的各種資產類別，與給指數型基金的投資組合配置的分派是相同的。表6.9顯示該項研究的結果。

表6.9 ▼ 真實世界三種基金的研究結果

投資組合的結果	百分比
主動型基金投資組合，擊敗整體指數型基金投資組合	27%
主動型基金投資組合，績效勝出 0.5%或更多	11%
主動型基金投資組合，績效失敗，績效少 0.5%或更多	46%

儘管在這項研究中，透過消除營運終止基金的報酬，並使用預先設定好的績效數字，能為主動型基金的買家提供很大的有利條件，但是大約只有四分之一的主動型基金投資組合，可以擊敗領航集團的指數型基金投資組合，而且只有11%的主動型基金投資組合，績效是勝出0.5%或更多。相較之下，差不多有四分之三的主動型基金投資組合，績效比全部都是指數型基金投資組合差，而且這些績效差的主動型基金投資組合，將近有一半的績效少了0.5%或更多。我同時也使用不同資產配置，進行比表6.7所顯示的更多檢驗，結果並沒有顯著不同。

有趣且值得注意的是，比起身為投資組合的一分子，在每個個別種類當中，倖存的主動型基金的遭遇反而比較好。大約有30%的主動式美國大型資本股票基金，擊敗領航集團完全股票市場指數型基金；51%主動式國際基金，擊敗領航集團完全國際股票基金；以及有34%擊敗債券指數型基金。因此，平均有38%的主動型基金，績效會勝出跟它們相對應的指數型基金。不過這三種基金的主動式投資組合，只有27%的機率，會擊敗全部都是指數型基金的投資組合。這顯示，當有愈多主動型基金加入投資組合，主動型基金投資組合的績效，會勝過相等的指數型基金投資組合的績效，機率也變得愈低。

如果資料當中包含已終止營運、被合併的基金的績效，而且主動型基金是使用調整佣金後的報酬，而不是假設沒有銷售佣金的報酬，那主動型基金投資組合的勝敗比，將會大幅下降許多。我計算主動型基金投資組合，五年期間的勝敗比，將驟降為大約15%。這樣的結果，跟馬汀的估計值，以及我的主動型基金相對績效模型的估計值，是準確一致的（羅斯的資料並沒有包含三檔基金的機率）。

## 最重要的事情是，你最終是要賺錢或是虧錢

我認為對你來說最重要的事，應該會比華爾街所在意的事情來得更重要。投資並不只是擊敗市場的機率而已；它跟對於你所承擔的風險，可以賺得公平報酬，以符合你的財務目標的機率是有關的。指數型基金的投資組合，將會大大提高達成你認為最重要的事情的機率。

想要了解更多基金選擇，以及建立投資組合的資訊，請參閱《關於指數基金》（*All About Index Funds*）、《指數股票型基金》以及《資產配置投資策略》。我在這三本書當中，都提供幾個模型的投資組合。這些書的摘要，也列在我個人網站[www.RickFerri.com](http://www.RickFerri.com)上。

## 小結

本章說明了一個很重要的真相：有效率的投資跟效率市場是不同的。為了能夠有最大的成功機率，投資人應該選擇最好的方法來管理他們的投資組合。

主動型基金的投資人面臨著猶如強大逆風的處境。不只選到績效勝出基金的機率低；這些績效勝出基金支付的平均報酬，並不足以補償選

擇錯誤時報酬短缺的差額；當投資組合中，再加入額外幾檔主動型基金時，績效勝出的機率會再降低；而且持有主動型基金投資組合的期間愈久，績效勝出可能性下降的幅度就會愈大。這實在猶如眾多強大逆風的阻力挑戰。

指數型基金和追蹤市場的ETF，會優於主動型基金。它是達成你財務目標最有效的方法；而這正是最重要的事情！

## 附註

1. Eugene F. Fama, "The Behavior of Stock Market Prices," *Journal of Business* 38, no. 1 (January 1965): 34-105.
2. Larry Martin, "The Evolution of Passive versus Active Equity Management," *The Journal of Investing* (Spring 1993): 17-20.
3. Allan S. Roth, *How a Second Grader Beats Wall Street: Golden Rules Any Investor Can Learn* (Hoboken, NJ: John Wiley & Sons, 2009).
4. Mark M. Carhart, Jennifer N. Carpenter, Anthony W. Lynch, and David K. Musto, "Mutual Fund Survivorship," (working paper, NYU Department of Finance, September 12, 2000), 16.
5. William F. Sharpe, "The Arithmetic of Active Management," *Financial Analysts Journal* 47, no. 1 (January-February 1991): 7-9.

---

第 2 部

---

**投資信仰轉變，打敗  
擇時、選股的被動投資**



## 第 7 章

# 無法找到 未來必勝的基金

強而有力的證據證實，至少在共同基金產業是如此，聖杯是不存在的。無論再怎樣證明搜尋是無效、徒勞的，但是投資人好像就是不顧一切，想要完成找到未來績效會勝出的基金。

——約翰·伯格

儘管金融研究人員已經證明，某個時間週期內很「熱門的」基金，在別的時間週期通常都會變成是績效最差的基金，然而投資人追求績效好的基金的速度，都還是快速蜂擁而至。

——大衛·德瑞曼（David Dreman）

主動式管理的擁護者，藉由聲稱市場沒有效率來建構他們的論點，但是嚴格說來，即使市場沒有效率，還是有方法可以不需要承擔額外風險，就能夠擁有比主動式管理還要好的績效。本章的內容，將平息這項爭論。

到目前為止，我們已經認識到，大約每三個主動型基金經理人當中，會有一個經理人，可以藉著這種自稱沒有效率的情況獲利，而這種情況，並沒有比偶然的運氣好。除此之外，當已知績效較差的基金所支付的報酬有大量的短缺差額時，績效勝出的主動型基金經理人能夠賺得的超額報酬卻遠遠低於應該有的公平報酬。然而更糟糕的是，三個主動型經理人當中，那個績效勝出的主動型基金經理人，在不同期間卻是不斷更替的。在某個期間，績效勝出的主動型經理人，通常不會是下個期間績效勝出的經理人。

過去曾經有過且未來也將持續存在的少數幾個主動型基金經理人，他們能賺得夠高的超額報酬，以彌補他們只有較低的機率會被投資人選中。但是投資人的問題是，得事先確認這些少數幾個經理人是誰。如果他們事先可以被確認，那麼主動式管理就顯得合理。只不過，並沒有已知的方法，可以選到未來績效會勝出的基金經理人。

## 全部需要的，不過就是一顆水晶球而已

反對指數型基金的人主張，有方法可以事先選到績效勝出的主動型基金，因此使得主動式管理，成為一種會贏的賭注。如果存在能找到有 $\alpha$ 指標、績效勝出的共同基金的方法，那麼努力去尋找這種方法會是合理可行的。然而事實上，這種方法並不存在。而且即使這種方法存在，但當數以百萬的投資人擠進同一個績效會勝出的主動型基金，並以數十億美元造成經理人的新投資受到束縛時，它很快就會停止發揮作用。

想要尋找 $\alpha$ 指標的投資人，就是要找有能力的經理人，而這樣的做法，是假設經理人的能力是可以識別的。但它真的可以辨別嗎？大約有三分之一的經理人，在五年的期間內會擊敗市場；然而，這些經理人是否能力都很好呢？是否真的有任何能力能擊敗市場嗎？或許績效勝出的經理人，只是運氣好而已。

要花很多年的時間，才能查明績效勝出的經理人，是否真的很有能力，或只是運氣好而已。能力好的經理人，擁有經過時間及完整市場週期證明的良好成績紀錄。他們可能不是每年都會擊敗市場，但是他們的績效，始終都是很接近市場的。

然而大多數績效勝出基金的表現結果，並不是如此。經理人通常會在一年或兩年，有很優異的績效勝出結果，但是他們的績效表現接著會漸漸退去、有始無終。沒有始終如一的績效，就沒有好的投資天賦。大

多數績效勝出的主動型經理人，因為無法始終如一，所以意味著他們不具有好的能力，這一點也不令人感到意外。他們只是運氣好而已。

如果如同某些人的主張，事先選出能力好的基金經理人是可行的話，那麼用什麼方法可以做到呢？學術界肯定早就已經揭露這種方法了。這方面的研究存在嗎？如果有，祕密是什麼？

截至目前為止，投資大眾選擇基金時最普遍使用的兩個因子是：過去績效與基金評等。其他因子還有費用分析、基金中的資產總額，以及像經理人就讀的大學這種定性因子。

很可惜的是，我並沒有成功找到完整、詳盡的研究報告，可以在選擇基金時提供證據，證明可以成功選擇基金的方法是存在的。只有少數幾個研究報告建議，透過消除某些特性，可以縮小基金範圍，如：費用最高的基金；或是只包含某些定性特徵，如：經理人持有大量股份的基金；但是並沒有始終都能行得通的單一要素。

回想一下，學術界在1960年代開始研究共同基金的真正理由，是要找到有能力的經理人。過去他們的努力並沒有成功，而今日的成果依然還是沒有成功。如果這些博士們無法斷定如何能夠找出績效會勝出的經理人，那麼個別投資人或投資顧問，也根本無法做到。

即然如此，為什麼金融雜誌、報紙、時事通訊、網站等，都在持續不斷的建議，有方法可以選到績效會勝出的主動型基金？這是因為，提供建議的公司、人們可以因此賺錢！即使廣告上那些宣稱績效會勝出的基金，並沒有說明未來會勝出的原因是什麼，但是投資人為了那些基金的名字，還是願意付錢。

提供能擊敗市場基金的建議之所以能夠存在，還有另一個原因。也就是，主動型基金公司在各種媒體花費大量的廣告費用。雖然金融界的媒體公平對待被動領域的人，給他們指數型基金、ETF應有的評價，不過能提供媒體數十億美元廣告收入的，卻是銷售主動型基金的公司。因此，在大眾眼中最顯著、重要的位置，總是會有擊敗市場的建議。

## 過去績效能做為預測未來報酬的方法？

「過去的投資績效不代表未來收益的保證。」這是美國證券管理委員會要求所有共同基金，在它們公開說明書裡必須揭露的事項。我們都已經看過、聽過這個措辭1000遍。但是它同樣也許是不存在的，因為大多數的人，都會忽略它。

絕大多數比例的投資人、投資顧問，在選擇共同基金的時候，幾乎都僅僅只是根據過去的績效做決定。他們信賴過去績效結果的基本假設是，它具有預測的價值。不過情況並不是如此。只有很少的證據顯示，過去績效可以預測未來長期的報酬，而大多數的證據都存在於績效最差的基金上。<sup>1</sup> 儘管有些證據顯示，表現很好的基金績效至少可能會持續短暫的時間，但是這些趨勢並不可靠，而且績效也不夠好、顯現的時間也不夠久，無法藉此獲利。

### ■ 學術界對績效持續性的研究

對績效持續性進行研究，是從1960年代開始，而且因為在1990年代，可以獲得愈來愈多共同基金的資料，研究也因此變得很普及。這種情況，跟當時正在處理、修正的共同基金資料庫當中倖存者偏差的問題，碰巧是同一時期。<sup>\*1</sup>

由德瑞爾．亨德里克斯（Darryll Hendricks）、傑亞度．巴特爾（Jayendu Patel）及理查．薩哈索（Richard Zechhauser）三人撰寫的〈共同基金的好運氣：自1974年至1988年相對績效的短期持續性〉（Hot Hands in Mutual Funds; Short-Run Persistence of Relative Performance 1974-1988），這篇論文在1993年刊載在《財務期刊》上。這三位作者，對165檔沒有收取佣金、成長型的股票型基金進行抽樣研

究，以檢驗績效勝出基金的短期持續性，獲得以下幾點結論：（1）績效勝出的基金有短期的持續性，但持續的期間沒有超過一年；（2）流入績效勝出基金的新資金，使基金的資產基礎變得膨脹，因而減損未來的績效；（3）當基金的資產增加時，經理人績效要勝出的趨動力似乎會減少；（4）由於投資績效成功，薪資、費用的反應是跟著上漲。<sup>2</sup>

這份「好運氣」（Hot Hands）研究報告，其中最重要的是，某些共同基金的報酬有明顯的持續性。第二個重點是，它並沒有維持下去。

在大約相同時期，其他的學術界研究也有類似結論：「我們發現有證據顯示，介於基金之間的績效差異，會隨著時間演進而持續，而這個持續性，跟基金經理人可以贏得報酬的能力，是一致的。」這是根據馬克·葛林柏拉特（Mark Grinblatt）、謝里丹·提特曼（Sheridan Titman）兩人，發表在1992年《財務期刊》上的論文內容說法。<sup>3</sup>「我們的樣本，大多數都沒有倖存者偏差，其結果顯示共同基金經過風險調整後，相對績效會持續；然而，會持續的大部分原因，是因為該基金落後於標準普爾500指數。」這是取自於史蒂芬·布朗（Stephen Brown）、威廉·高茲曼（William Goetzmann）在1995年的研究報告說法。<sup>4</sup>

### （1）卡哈特的研究成果

馬克·卡哈特（Mark Carhart）於1997年在《財務期刊》上出版一份很詳盡且廣泛被引用，針對共同基金持續性的研究報告。該研究報告的題目是〈共同基金績效的持續性研究〉（On the Persistence of Mutual Fund Performance）。<sup>5</sup> 該份研究報告，是很仔細、嚴謹撰寫完成的，它並不是依賴別的公司所提供的一般共同基金資料庫，而是卡哈特建立的新資料庫，也就是後來人們熟知，沒有倖存者偏差的美國共同基金資料庫。

卡哈特的研究，涵蓋1962年1月到1993年12月之間，多樣化的股票型共同基金。雖然在他研究的期間裡，有很多基金都已經不存在，但是

他的研究報告中仍有1892檔基金。已營運終止、被合併的基金，一直到它們結束的那個月份的績效，都有包含在資料庫裡，這使得資料庫沒有倖存者偏差。

每一年，共同基金會根據年度績效，從1到10的相同號碼群組中排定順序。第一個群組，是當年度績效最好的基金，而第十個群組，是績效最差的基金。其他的基金則落在另外的八個群組裡。接著對這些基金進行分析，為什麼它們會落在所屬的群組中。

卡哈特使用兩個模型來比較基金的績效：一個是只使用 $\beta$ 值調整基金報酬的單因子模型，另一個是包括 $\beta$ 值、規模、價值及價格動量（請看第4章的說明）的四因子模型。該研究的結果很有啟發性。

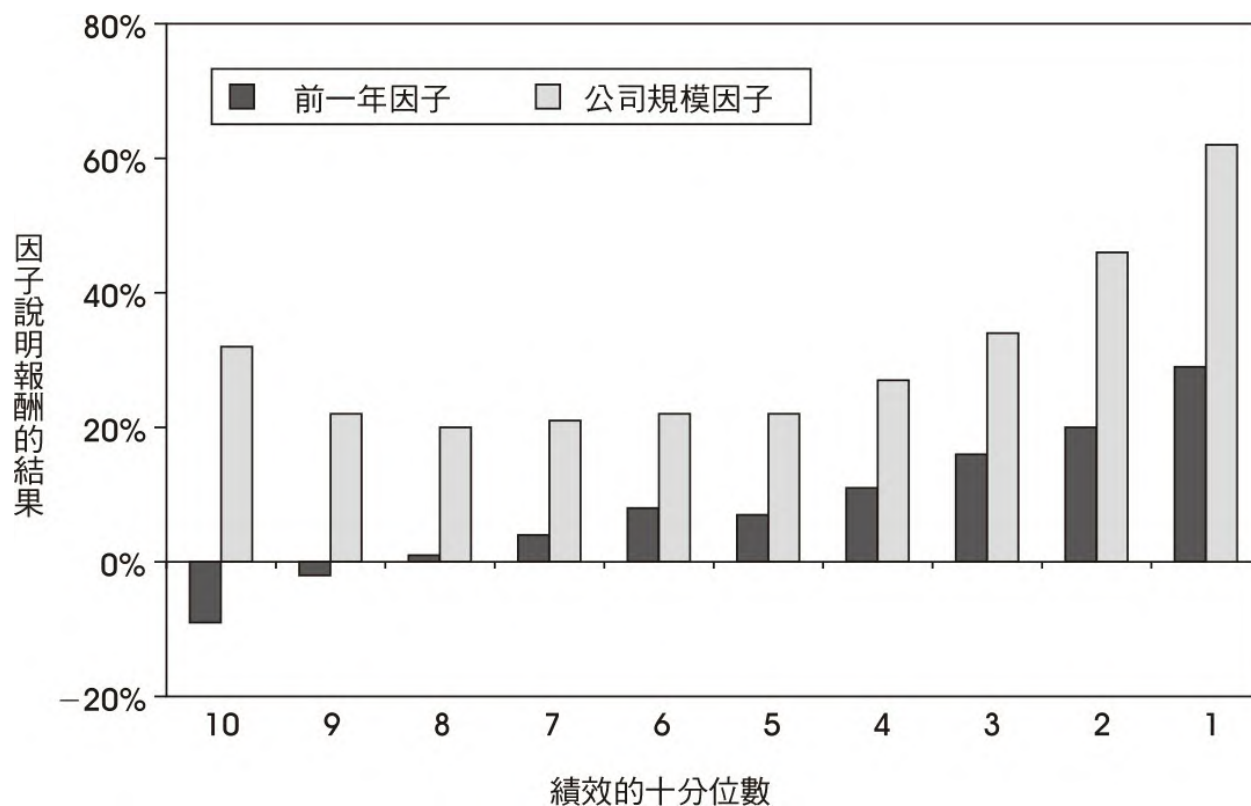
卡哈特發現，四因子模型最能解釋研究期間內基金的績效。能夠解釋基金報酬大多數的兩個因子是：規模與動量（規模是跟基金所持有公司的相對大小有關；動量比較的是基金從某一年到隔年的績效）。圖7.1說明了這兩個關鍵因子。排序方式是位在第一個十分位數的基金，第二年的報酬是最高的；位在第十個十分位數的基金，第二年的報酬是最低的。

請記得，圖7.1顯示的結果，是因子經過迴歸分析得到的結果，而不是基金的績效。這些數字是在衡量，每個十分位數當中的每個風險因子，對基金報酬會有多少影響；而不是用來衡量這些因子對這些基金會貢獻的實際報酬金額。有較高影響力的因子，無論報酬有多高或多低，基金都會大幅度受到因子的影響。負值則表示基金的報酬跟因子是負相關。

圖7.1顯示，在所有績效的十分位數當中，小型資本股票的暴險程度，正好解釋大部分的基金績效情況。正的數值表示，跟市值加權指數比較起來，基金經理人在部署他們的投資組合時，持有較大百分比的小型資本股票。由於在研究期間內，小型資本股票會比大型資本股票每年的績效多出大約2%，所以擁有小型股票較高權重的共同基金，績效應

該會勝過市值加權的市場指數。橫跨所有十分位數，來自於小型資本股票正的 $\alpha$ 指標顯示，公司的規模效應在這些全部的十分位數當中，都對基金的報酬有影響。

圖7.1 ▼ 卡哈特對於共同基金績效因子迴歸分析的結果



更有趣的是，某檔基金前一年的績效，是如何影響它今年的報酬。圖7.1顯示，在前一年有相對較高績效的基金，在今年傾向還會再有勝出的績效。這傳達基金績效動量的信號。然而，這個正向動量，並沒有持續超過一年。

例外的情況是，績效墊底的四個十分位數，它們前一年的績效，似乎對負因子而言是中立的。負因子的意思是，基金的財產出現從不好到好的反轉情況。不過，有些前一年績效最差的基金，在持續很差的績效之下，確實顯示它們有最高的持續性。

基金的動量，是由它基本持有的股票的動量造成。根據卡哈特的說法，純粹只是買進去年績效勝出股票的這種作法，經理人並不需要有任何能力，而且不應該被視為是 $\alpha$ 指標。他推斷：「研究結果並不支持，有能力或消息靈通的共同基金投資組合經理人是存在的。」下列是卡哈特的結論：

這篇論文的證據顯示，對於想要讓財富最大化的共同基金投資人來說，有三個重要的經驗法則：（1）要避開績效持續都是很差的基金；（2）去年有較高報酬的基金，在明年的時候，會有高於預期的報酬，但是之後就不會再有；（3）投資成本的費用比率、交易成本及佣金費用，都會對績效有直接的負面影響。儘管大眾媒體毫無疑問的將會繼續美化績效最好的共同基金經理人，但這種對策略與投資成本的世俗解釋，幾乎說明了共同基金報酬可預測性的所有重要資訊。

卡哈特研究報告的一項限制條款是：交易成本。他進行研究時，對於來自銷售佣金或經紀人佣金的額外成本，並沒有特別處理。除此之外，卡哈特對於不對新投資開放的基金（**funds closed to new investment**，編按：指基金不允許尚未投資於該基金的任何投資者進行新投資，以避免資金過度流入或保持排他性）也未特別考量。在真實世界裡，這些問題會降低投資組合的報酬，同時也會消除任何源自於共同基金動量交易策略的 $\alpha$ 指標。

## （2）法馬與法蘭奇的模型比較

尤金．法馬和肯尼斯．法蘭奇最近剛結束一份很複雜的基金研究，探查了從1984年1月到2006年9月的3156檔基金。他們想要查明一個真

相，那就是，績效勝出的主動型經理人是否真的具有能力或只是運氣好而已。

首先，他們使用模擬模型，將偶然預期會有好績效的基金數目加以量化。其次，他們用三因子模型，將實際的基金跟模型做比較。他們發現，績效最好的主動型基金，績效表現大概跟模擬的結果是一致的。<sup>6</sup> 這種情況顯示，整體而言，績效勝出的主動型基金不會比經由隨機預期會勝出的基金數目還要多；既然如此，做為一個群體的主動型經理人，並沒有展現出特別的能力。

法馬與法蘭奇使用他們的三因子模型，確實發現有些經理人會有充分的 $\alpha$ 指標來支付成本。他們的結論是：「如果我們把基金費用比率的成本加回去，有證據顯示，在共同基金 $\alpha$ 指標估計值橫斷面的末端尾部，會有較差以及較好的績效。」然而，對基金動量的調整幾乎消除了這種明顯的優勢。因此，能力幾乎是無法確定的事。仍然未知的是，績效頂尖的基金經理人是否具有能力或只是運氣好而已。

### （3）債券基金的延伸討論

績效頂尖的基金擁有的持續性，似乎也延伸到債券型基金。對債券基金持續性的研究報告數目跟股票型基金的研究數目比較起來，相對少了許多。

荷蘭伊拉斯姆斯大學鹿特丹管理學院（Rotterdam School of Management, Erasmus University）的傑洛恩．德瓦勒（Jeroen Derwall）、喬普．惠傑（Joop Huij），在他們2007年的研究報告〈債券基金的好運氣〉（Hot Hands' in Bond Funds）中，確實發現了持續性。<sup>7</sup> 兩位研究人員的結論是，從1990年到2003年間共3549檔債券基金的報酬，其績效表現是有持續性的：「（我們）.....顯示在過去期間裡，展現很強（弱）績效的債券基金，在未來也會表現如此.....我們證明，根據過去的基金報酬策略能賺得合乎利益、統計上顯著異常的報酬，這暗

示債券基金投資人可以利用這個觀察到持續性。」

任職於象限基金顧問公司的瑪莉娜·李，不同意德瓦勒和惠傑的結論。李分析了截至2008年為止的1476檔美國債券基金的績效，做出的結論是，並沒有證據顯示，位於績效頂端百分位數的債券基金，在扣除成本之後會有正數的預期 $\alpha$ 指標。這些結果暗示，投資人不太可能藉由投資在過去績效優異的債券基金，來賺得異常利潤。

李提到：「整體而言，債券基金績效較差的報酬差距大約等於費用。除此之外，過去好的績效並不能預測未來也是好績效。根據異常報酬做分類，在前三年位居頂尖十分位數的基金，在接下來的六個月裡，得到的是沒有價值的 $\alpha$ 指標。相較之下，績效失敗的基金則會持續好幾年。」<sup>8</sup>

看來學術界對於績效持續性的意見具有分歧。或者這種現象是取決於週期；也就是說，它可能在某些週期內是存在的，而在其他週期則不存在。但是從所有研究報告中能明顯知道的是，追蹤過去的績效並不是選出績效勝出基金可靠的方法。

## ■ 針對持續性的不斷研究

標準普爾公司對共同基金的持續性，進行了維持滾動式計數。它們每半年透過一份名為「標準普爾持續性計分卡」（The S & P Persistence Scorecard）的報告，免費提供這項資料。<sup>\*2</sup> 該計分卡追蹤共同基金在三年、五年時間週期內的一致性。這項分析所需要的資料，是由芝加哥大學沒有倖存者偏差的美國共同基金資料庫提供。

標準普爾公司不間斷、持續進行的研究，將美國股票型共同基金根據四個規模種類區分成不同群組：大型資本、中型資本、小型資本以及多重資本。每個群組再根據每檔基金過去三年和五年的績效，劃分為四個四分位數。這些基金在三年和五年後，被重新劃分為四分位數排序，

以便讓持續性得以識別。已終止營運或被合併的基金、風格改變的基金，會被放在不同的種類。

表7.1是截至2009年9月為止，橫跨5年的1925檔基金與3年的1526檔基金的持續性結果。表中包含了四個規模種類：大型資本、中型資本、小型資本，以及多重資本的綜合報告。每個時間週期的三個橫列代表的是：（1）實際在兩個週期的基金分散在四個四分位數的百分比，其中包括營運終止或風格改變的基金；（2）在消除營運終止及有變化的基金之後，倖存基金與它們的四分位數；（3）隨機選擇基金的平均分配。

**表7.1▼ 共同基金績效的持續性：績效頂尖的四分位數基金對上隨機選擇的基金**

三年	績效頂尖基金的數目	第 1 四分位數	第 2 四分位數	第 3 四分位數	第 4 四分位數	營運終止或被合併	風格改變
實際	492	17.5%	17.4%	17.4%	17.4%	19.5%	10.7%
倖存	337	25.1%	24.9%	25.0%	24.9%		
隨機		25.0%	25.0%	25.0%	25.0%		

五年	績效頂尖基金的數目	第 1 四分位數	第 2 四分位數	第 3 四分位數	第 4 四分位數	營運終止或被合併	風格改變
實際	385	15.0%	14.9%	14.8%	14.9%	27.4%	13.0%
倖存	230	25.1%	25.0%	24.9%	25.0%		
隨機		25.0%	25.0%	25.0%	25.0%		

資料來源：標準普爾持續性計分卡，2010 年 1 月（資料截至 2009 年 9 月止）

標準普爾公司在它們的研究報告裡建議，篩選頂尖四分位數的基

金，可能是選擇基金時的不適當作法；這一點，我是同意的。就所有實用目的而言，共同基金的績效是無法根據過去績效做預測的。未來會發生什麼情況，跟過去的情形是獨立的。

- 晨星公司資料

對持續性的討論，以2007年到2009年從晨星公司資料庫裡挑出的實際績效資料作為結束。結果總結在表7.2。

表**7.2 ▼ 2008年、2009年**持續性不足的基金（美國國內大型資本混合型股票基金\*）

2007 年 績效頂尖的基金	2008 年的 平均排名	平均 百分位數	2008 年 平均報酬	該種類基金的＋ (－) 平均值
績效最頂尖的 前 10 檔基金平均值	527 檔基金中的 第 368 名	70%	-40.2%	-3.3
績效最頂尖的 前 25 檔基金平均值	527 檔基金中的 第 343 名	65%	-38.8%	-1.9
績效最頂尖，前 10%， 53 檔基金平均值	527 檔基金中的 第 268 名	54%	-36.9%	0.1

2008 年 績效頂尖的基金	2009 年的 平均排名	平均 百分位數	2009 年 平均報酬	該種類基金的＋ (－) 平均值
績效最頂尖的 前 10 檔基金平均值	552 檔基金中的 第 458 名	83%	18.1%	-9.8
績效最頂尖的 前 25 檔基金平均值	552 檔基金中的 第 434 名	79%	20.3%	-7.6
績效最頂尖，前 10%， 55 檔基金平均值	552 檔基金中的 第 424 名	77%	21.6%	-6.3

\*混合指的是，不是價值股也不是成長股。

資料來源：晨星公司基金資料庫

2007年對美國國內股票大型資本混合型共同基金做簡單篩選後，得到了527檔基金。如果投資人2008年初買進其中任何績效頂尖的基金，那他們在年底時就會感到失望。因為2007年績效最頂尖的前10檔基金，在2008年績效的平均值排名第368名，在該種類的基金當中其績效表現平均值少了3.3%。

如果2008年對動量投資人而言是失望的，那麼2009年則是一場大災難。在2008年共有552檔基金，符合美國大型資本混合型共同基金的篩選標準。在2009年績效最頂尖的前10檔基金，績效平均值在552檔基金

當中排名第458名，在該種類的基金當中其績效表現平均值少了9.8%。2008年第一名的基金，在2009年時已是墊底的最後一名。

買進近期的績效，是尋求 $\alpha$ 指標的一種嚴厲的愛與強制手段。投資人跟去年績效頂尖基金的戀愛關係，不到幾年後，通常都變成以亂糟糟的離婚來收場。

美國聯邦準備理事會前主席亞倫·葛林斯潘（Alan Greenspan），於1998年在美國國會針對經理人的持續性，發表他的葛氏證詞。同時他也對長期資本管理公司（Long-Term Capital Management）終止營運的情形，發表評論。長期資本管理公司是一家倒閉的避險基金公司（編按：該公司集結了一群聰明的人，他們運用高超的技巧，透過歷史波動率來預估未來的實際波動率，並進行高風險的槓桿操作，初期確實獲得很好的回報，最終卻迎來崩盤結果），它當時對整個美國金融系統，產生很大的威脅：

這十年來，布滿機靈、聰穎的人的實際例子，他們自認為已經建立了一個更好的、始終可以從金融市場取得異常報酬的陷阱。當然，有些人曾經一度成功做到。不過，雖然市場價格偶爾會出現允許異常報酬的不當配置情形，但它們並不會持續。<sup>9</sup>

## ■ 基金營運終止的比率

從針對持續性的研究報告當中，所得到有趣的附帶研究是：基金營運終止的比率。這是指，無法從某個時期倖存到下一個時期的基金。它們通常被稱為無效基金、滅絕基金、失敗基金或是退場基金。這個群組，也包括跟其他基金合併的基金，或是剛剛營運結束將現金分配給投資人的基金。

投資人將錢投資在最後停止營運的基金上，可能會遭受永久損失。

因為基金結束後，現金會分配給股東，因此不再有機會能再獲得錯過的機會。希望能夠挽回損失的投資人，必須重新將他們的現金投資在其他基金上，並且期待會有最好的結果。

接下來幾個段落的内容，將討論關於營運終止基金的兩個重要項目。一個是，隨著時間推進，數量很多、停止存在的基金；以及第二個是，在這些基金消失之前的績效表現。

卡哈特計算介於1962年到1993年之間，共同基金每年平均的營運終止比率是3.2%。這個數字當中，每年消失的2.2%是因為合併的關係，1.0%則是因為進行清算。

卡哈特同時也發現，如果基金只是某一年的績效不好，很少會導致它營運終止或被合併。他估計，非倖存基金在營運終止之前的好幾年內，每年的績效平均會少4.0%。<sup>10</sup>

其他的研究報告顯示，營運終止或被合併的基金數目，會隨著市場情況一起變化。從2005年到2009年的市場動盪，造成29%的美國國內股票型基金營運終止（每年幾乎是6%），21%的國際股票型基金營運終止（每年大於4%），以及10%的固定收益基金營運終止（每年大約2%）。2009年是特別糟糕的一年，有超過10%的美國股票型基金營運終止或被合併。這項資訊，是出自於標準普爾持續性計分卡的報告。

根據標準普爾公司的資料顯示，在績效較差的四分位數的基金，其營運終止的速度也會比較快。它們對持續性的研究報告顯示，位在第4個四分位數的基金營運終止速度，大約是位在第1個四分位數的基金營運終止速度的四倍。表7.3顯示，截至2009年止，在三年、五年期間內，基金營運終止的百分比。

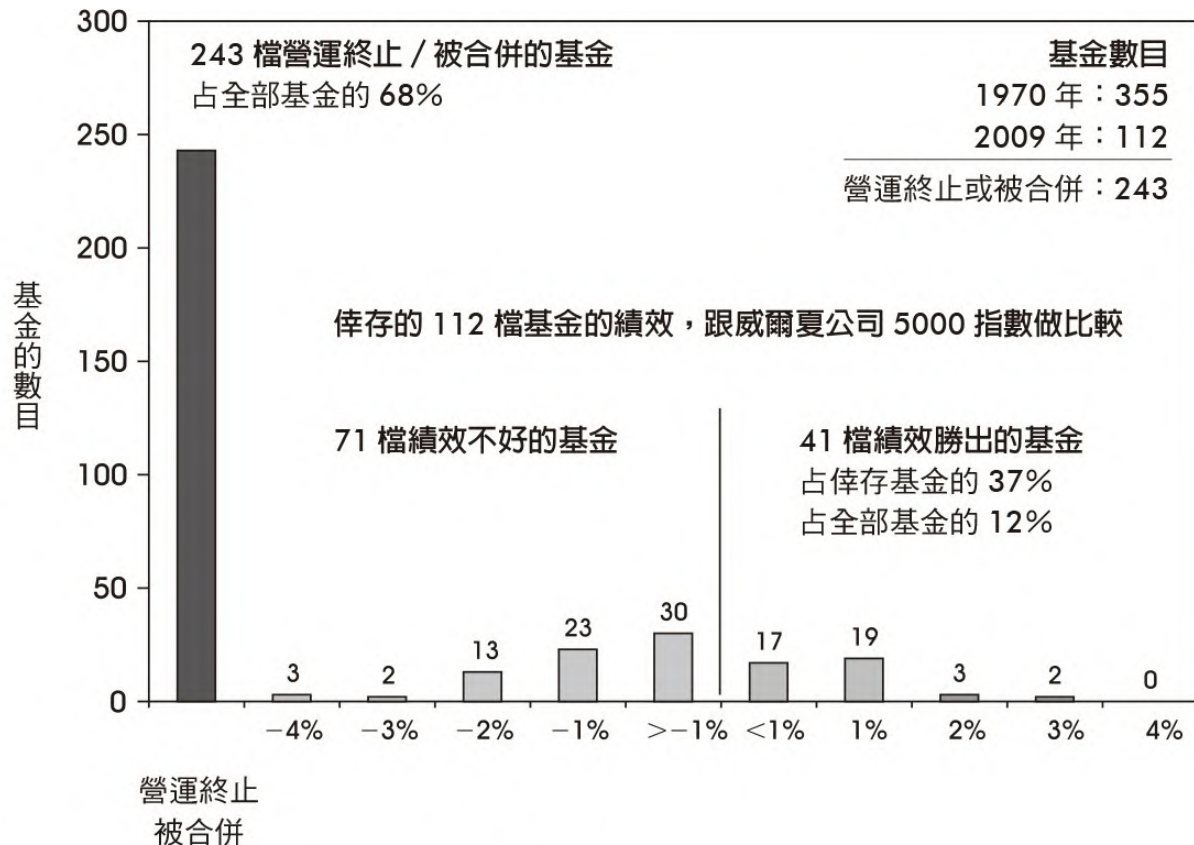
**表7.3 ▼ 截至2009年止，三年、五年期內因績效不佳而營運終止的基金**

營運終止的基金	三年	五年
第 1 四分位數（最頂尖）	8%	11%
第 2 四分位數	17%	22%
第 3 四分位數	19%	28%
第 4 四分位數（墊底）	32%	42%

資料來源：標準普爾持續性計分卡，2010 年 1 月

約翰·柏格一直都有在追蹤，從1970年以來領航集團500指數型基金推出之前，就已經存在的355檔一般股票型基金。柏格所確認的這355檔基金，到了2009年底時，有243檔基金營運終止或被合併；其失效率是68%。圖7.2從視覺上描繪這355檔基金，並且將剩餘的112檔基金，根據它們的長期績效，跟美國市場標竿指數威爾夏公司5000指數做比較後排序。最後，1：2的勝敗比，又再次出現！

**圖7.2 ▼ 從1970年以來共同基金的績效與存活率**



資料來源：標準普爾持續性計分卡，2010 年 1 月

## 將基金費用做為績效頂尖的預測因子

學術界新的調查與研究，以及像標準普爾公司、晨星公司這樣的企業研究，都不斷提醒我們，做為一個群體的主動型基金，其績效低於市場的相差部分很接近它們的平均成本。因此，購買成本低的主動型基金是有意義的，因為它們可能很有機會成為績效頂尖的勝出者。很可惜的是，那並不容易做到。

比較費用與報酬的結果顯示，總體看來，較高費用的主動型基金，它們的績效表現傾向比該種類的平均值差，但對於個別基金而言並不是如此。有些績效最好的基金，費用是最高的；而有些績效最差的基金，

費用較低。

它同時也顯示，總體看來，有較低費用的主動型基金的績效，會比主動型基金的平均績效好。然而，費用低並不會提高擊敗指數型基金的可能性。資料顯示，費用低的基金會產生 $\alpha$ 指標的機率，不會比費用是平均值的基金產生 $\alpha$ 指標的機率還要高。

很多費用最低的主動型基金，具有祕櫃式指數型基金（closet index funds）的傾向。祕櫃式指數型基金是一種基金，它刻意管理的方式，是要實現接近指數的報酬。這種基金的經理人，傾向持有很多股票，而基金的產業構成與指數足夠接近，可以產生接近指數的報酬。

圖7.3是一本基金公開說明書裡的報告，描述10年期間裡，所抽樣的美國大型資本股票基金績效跟基金費用比率兩者比較的散布圖。如圖所顯示，費用最低的基金，績效令人讚賞且很接近指數；而費用高的基金，績效則是低於平均值。不過，績效最好的基金，費用既不是非常低也不是非常高；它們的費用比率，在該種類當中大約只是平均值。

圖7.3 ▼ 比較大型資本基金的報酬與費用

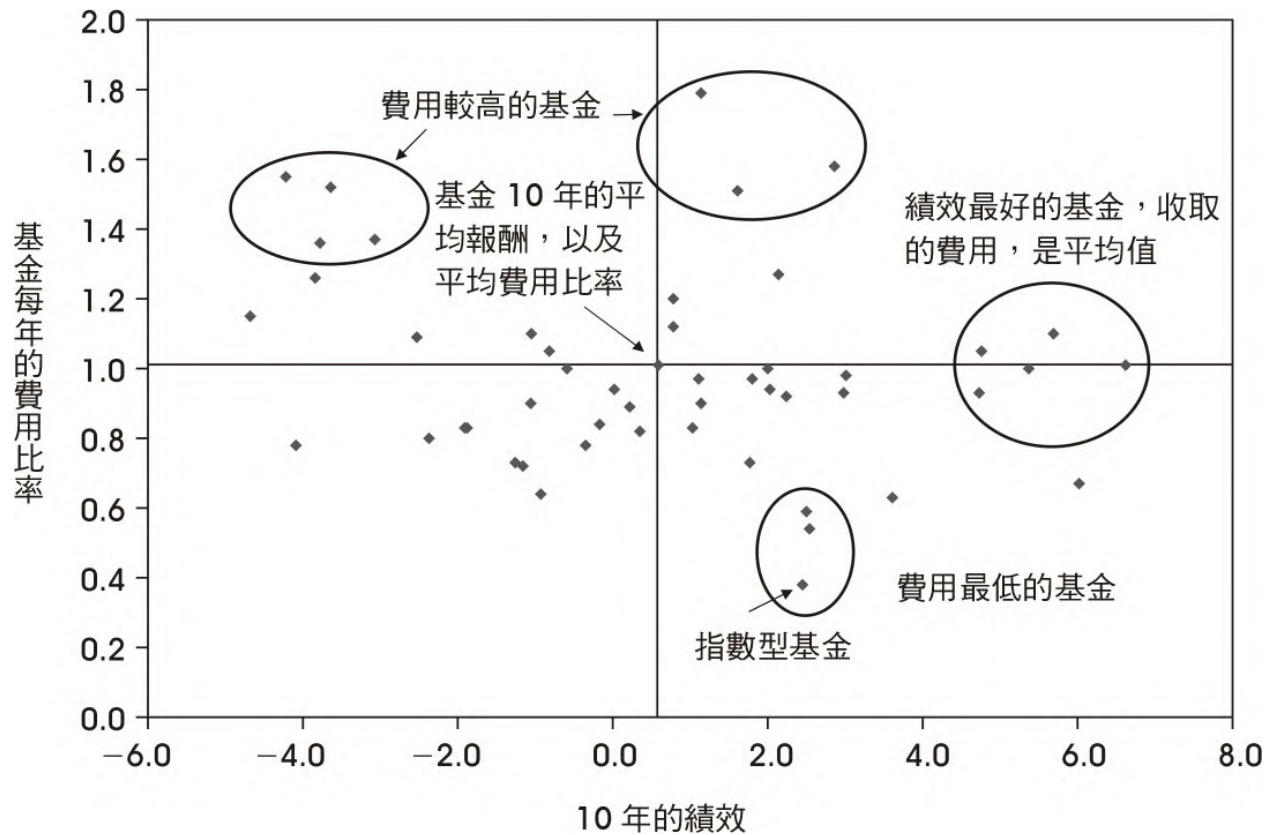
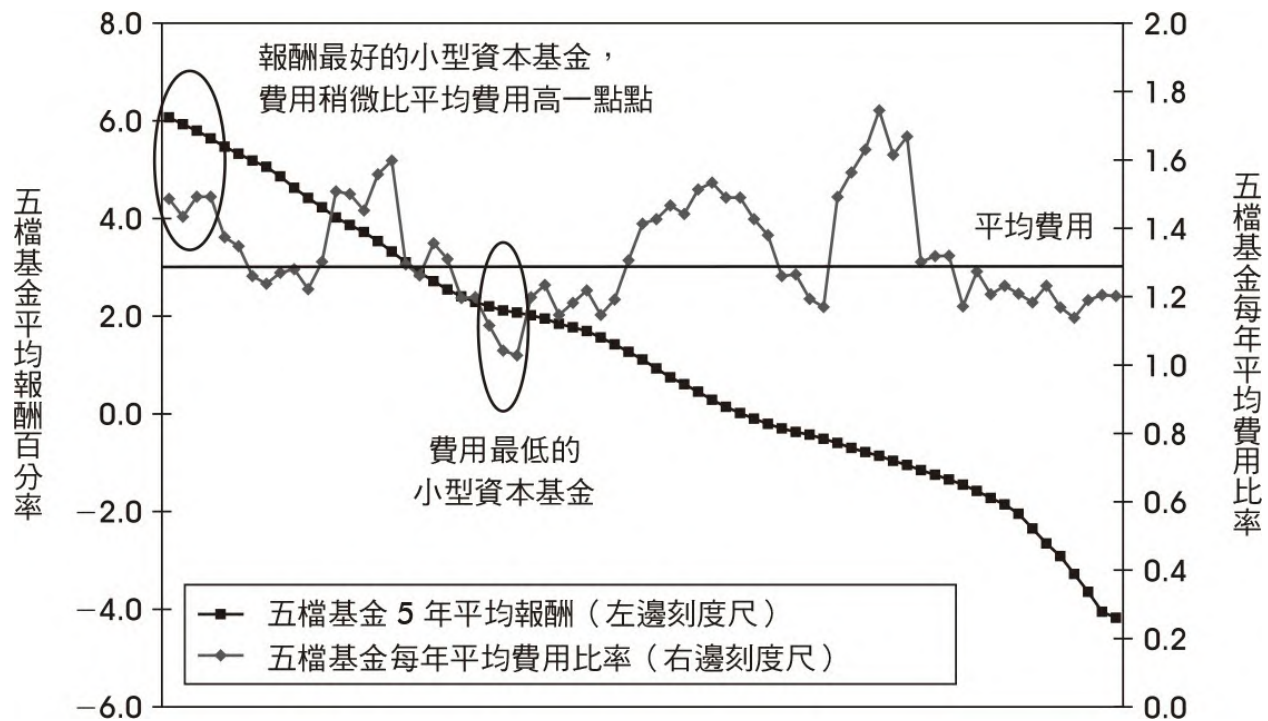


圖7.4用不同方式說明績效最好的基金的費用。這裡的圖示說明了，使用五檔基金的平均值，能讓資料更順利進行。圖中使用截至2009年止10年間的美國小型資本股票基金資料來進行描繪。績效最好的基金，其費用稍微比平均費用的1.3%高一點點。費用最低的基金，績效比基金的績效平均值好，但並沒有高出很多。

圖7.4 ▼ 五檔美國小型資本基金的報酬與費用平均值



對某些希望績效不會跟市場相差太多，但又期望績效有機會能稍微勝出一點點的人而言，買進低成本主動型股票基金，是一種安全的策略；只不過，這並不是選出績效最好基金的方法。認為買進低成本的主動型基金，會提高他們可以勝出指數型基金機會的投資人的想法，似乎是錯的。

債券型基金也會展現相同的費用特性。儘管跟指數型基金差異不大，但是費用最低的債券型基金，在該種類的基金當中，其績效會高於平均值。績效最好的債券型基金的費用，大約是費用最低基金的兩倍。

在購買指數型基金時，基金費用是非常重要的，但不會像要尋求 $\alpha$ 指標時那麼重要。無論低成本或高成本的主動型基金，都沒有位在績效頂尖的十分位數裡。在每種資產當中，以及橫跨每種市場產業、風格，績效頂尖的勝出基金，其所收取的費用都接近資產類別的平均值。

## 將評等做為頂尖績效的預測因子

數十年來，獨立公司已經將共同基金進行分類、排序。隨著時間演進，對共同基金從事評比的評等機構數目也不斷增加，其中以晨星公司、理柏公司以及標準普爾公司最受歡迎。差不多每家大型的經紀商，都有共同基金分析師來對它們銷售的基金從事徹底研究，盡力找出潛在績效最好的基金。除此之外，很多雜誌、網站，包括《富比士》、《美國新聞與世界報導》甚至是《消費者報告》，也都有共同基金的評等。對ETF評定等級，是基金產業的新行業，像IndexUniverse.com就與大型基金評等公司在這領域裡競爭。

隨著時間演進，有愈來愈多的共同基金資料及研究方法獲得改善，評等方法也跟著修正、改進。因此，過去舊時代由學術界所提出來對評等的批評研究報告，因為方法改變，在現今已經不適用。

我們都確切知道，投資人對基金的評等是很在意的。晨星公司星級評等（Morningstar's star rating）對於基金銷售有重要影響。這使得評等機構在共同基金的銷售、行銷過程中，有很重要的分量。一項研究報告發現，跟正常流入基金的資金相比較，獲得原始的五星評等的基金，會讓它的資金流入多出53%。<sup>11</sup>

這些高額的資金流向，不免引人發問：「共同基金的評等具有預測性嗎？」任教於法國北方高等商業學院風險與資產管理研究中心

（EDHEC Risk and Asset Management Research Centre）的諾爾．艾門克（Noël Amenc）、維諾尼克．里薩德（Véronique Le Sourd），於2007年完成對共同基金評等的一項深度研究報告。這項研究的題目是〈對評等進行評分：基金評等系統的重要性分析〉（Rating the Ratings: A Critical Analysis of Fund Rating Systems），針對晨星公司、理柏公司及標準普爾公司的主要評等系統，進行比較分析。

研究結果顯示，評等在處理基金的評價上有三方面不足：風險、持續性，以及種類的定義。除了理柏公司之外，其他的評等系統，並沒有將基金極有可能的損失風險列入考慮或是試著進行評估，而且也

沒有績效持續性的衡量標準。

另外，在每個種類當中，所有的評等系統都是使用相對排序，使得評等得完全歸因於種類的定義。只有46%的基金，它們的投資屬性是跟評等種類的目標一致，而其他54%的基金則是分類錯誤。有超過三分之一的基金，遭到嚴重的錯誤分類。<sup>12</sup>

其他的研究報告，同樣也發現評等機構的問題。一份報告指出，晨星公司的基金評等方法，在其星級評等中採用了時期偏差，以致於時間較早、較大型的基金，很難取得頂尖的分數。該份研究報告還指出，這套系統利於持有少數資產的新基金。當這些基金隨著時間演進、成長，它們逐漸也變得不太可能展現頂尖的績效。<sup>13</sup> 言外之意是，要選到頂尖績效基金的最好機會，是選擇持有少數資產，還沒有評等分數的全新基金。

另一份研究報告，也發現排序位居頂尖的基金有類似的問題。有超過80%、排序位居頂尖的基金，在隨後的36個月裡，嚴重無法達到它們的預期目標。<sup>14</sup> 一種可能的解釋是，基金經理人只是運氣好但不具有好的能力。另一種可能的解釋是，因為五星評等驅使很多新的投資人、新的資金流入基金，帶來基金資產的增長。當這種情況發生時，基金的管理將完全不同，而且運作的方式，也不能跟它在被評等之前的方式一樣。這種解釋與從基金績效當中發現的時期偏差是一致的。

在1997年，一場名為「成者必敗」（Nothing Fails Like Success）的講演上，約翰·柏格談到，投資人買進發展迅速、很熱門的基金時會面臨的問題：

為什麼大規模的投資會抑制獲得超額報酬，我認為有三個主要原因：（1）基金投資組合可以選擇的股票範圍減少；（2）交易成本增加；（3）投資組合變得愈來愈結構化，而且是群組導向，同時也愈來愈無法依靠精明的個人。<sup>15</sup>

2010年，晨星公司研究部門總監羅素．肯尼爾在一篇題目名為〈費用比率與星級評等如何成功預測〉（How Expense Ratios and Star Ratings Predict Success）的文章裡解釋，跟星級評等比較起來，費用是未來績效比較好的預測因子。<sup>16</sup> 他證實在每個時間週期的每個資產類別裡，跟五分位數最貴的基金相比較，位居五分位數最便宜的基金會產生較高的總報酬。

肯尼爾指出，星級評等可以成功的預測基金倖存機率。他證實5星等級基金比1星等級基金的倖存比率，高出相當大的差額。53%的5星等級國際股票型基金，在它們的類別裡完全倖存且績效勝出；不過僅有13%的1星等級基金，在它們的類別裡倖存下來，且績效比一般同類的基金好。

或許能夠最有效使用基金評等的方法，是辨認並避免長期績效最差的基金。把績效排序墊底的基金消除，有助於將範圍稍微削減。不過話又說回來，有誰需要評等才能把這件事情做好？因為這項工作，只要避免長期績效很差與費用很高的基金，就可以輕易完成。

我確實相信基金的評等機構為投資人傳遞極為重要資訊的服務。它們是學習跟基金相關事物很好的地方。這些機構提供關於基金與它們經理人的透明詳細資訊，同時也提供跟基金公司、基金結構相關的新聞、資訊。

## 將定性因子做為頂尖績效的預測因子

定性因子的研究，範圍超出過去績效、評等以及費用。它們包括經理人的背景調查、公司文化以及公司的負責人。一般的看法是，某些特性可能會對基金經理人的績效與基金公司整體的績效有所影響。

是否某些特點，會導致基金經理人有較優異的報酬，且讓基金公司的整體績效會比較好？部分學者認為是這樣沒錯。他們已經研究了數十年，在有限成就的情況下，試著要發現具有非凡或獨特特徵的經理人，嘗試要找到下一個華倫·巴菲特。

有很多投資顧問，為大型機構的客戶從事這類型分析，有些人甚至有很顯著的成果，不過他們也承認會犯一些很大的錯誤。看起來將來表現會很好的經理人，並不是那種你透過篩選資料庫中，發現過去有優異績效結果或是有很好評等的典型基金經理人。

大多數優秀的經理人，也不是在公開場合用金錢就能僱用得到。真正有才能的經理人，喜歡儘可能長時間飛行在雷達偵測不到的地方，讓他們的基金資產容易管理。如果他們暴露行蹤，他們會傾向停止接受新的客戶。這並不是說，要從有超過5000檔主動型基金的市場上，找到好的經理人是不可能的事；只是要確認真正有才能的人，並且在有優異報酬發生之前，投資在他操作的基金上，是極為困難的一件事。

## ■ 經理人的教育背景與經驗

所有共同基金的經理人，都是聰明能幹且接受過良好的教育。在金融業，擁有令人印象深刻的學位，具備產業的高階證照，想要爭取薪資優渥的共同基金經理人職務的人才，從來沒有短缺過。或許這些經理人當中最聰明、機靈的那個人，比優秀程度稍微差他們那麼一點點的同夥，有更好的機會讓其績效會勝過市場——這是精英中的精英離開共同基金產業，成為非常高薪的避險基金經理人之前會發生的情況。

茱蒂絲·謝瓦利爾（Judith Chevalier）與葛林·艾利森（Glenn Ellison）使用大學入學的測驗成績及所選擇的大學，開始從共同基金經理人當中，尋找優異、才華出眾的人。這兩人研究經理人大學學術評估測驗（Scholastic Assessment Test, SAT）的分數與績效之間的關係，經

理人是從哪裡取得他們的大學學位，經理人是否擁有企管碩士學位，經理人在他們的職位工作多久的時間，以及經理人的年紀。他們的研究報告，至少檢視了1988年到1994年間，共492位負責管理成長型基金的經理人。<sup>17</sup>

該份研究報告得到相同的有趣結果：（1）有證據顯示，擁有企管碩士的經理人，績效勝過沒有企管碩士的經理人，但是勝出的唯一原因似乎是根據 $\beta$ 值的衡量結果，學位較高的人承擔較高的市場風險；（2）年輕經理人的績效，傾向勝過較年長經理人的績效稍微多一點點，這或許可以歸因於他們花比較多的時間待在辦公室裡，以建立公司名聲、避免被炒魷魚；（3）大學入學的測驗成績SAT分數很高分，對報酬而言，是正面的促成因子，這可能是因為經理人得以進入最好的商學院就讀；或可能是因為他們在商學院就讀期間，有很好的的人際接觸；也很有可能，只是因為他們比較聰明而已；（4）畢業於常春藤聯盟學校的經理人的績效，傾向勝過不是常春藤聯盟學校的經理人的績效，這或許是因為他們比較聰明，也可能是因為他們有較多的人際接觸。

很多基金經理人都擁有總部設在維吉尼亞州夏律第的美國特許金融分析師協會所頒發的特許金融分析師（Chartered Financial Analyst, CFA）證照。要成為特許金融分析師，是一項需要長時間、花費精力，至少三年的自我研讀學習；它是專門給投資專業人士的研究所程度課程，對於投資分析與投資組合管理，要求特別嚴格。

擁有特許金融分析師證照的基金經理人，其報酬是否因此會有差異？答案似乎很明確的指向「很有可能」。美國特許金融分析師協會最近的一篇文章，描述以下的短評：

有愈來愈多的文章主題聚焦在特許金融分析師證照的實證研究，以及是否擁有這項證照的人其績效會比其他金融專業人員的績效好。將文獻、研究報告所顯示的結果拼湊起來，擁有這項證照的人，並

沒有一致且明確的表現出他們的績效能夠勝出.....研究發現，擁有該項證照的人，在工作上產生較優異績效的人員數目，遠遠超過沒有這個證照的人員數目。這或許是證據上的優勢，但對於還存在的合理疑問而言，這還不算是很明確和令人信服的證據。<sup>18</sup>

有些證據確實顯示，大學入學的SAT測驗成績分數很高、常春藤聯盟學校的學位，以及擁有特許金融分析師的證照，對經理人的績效或許會有正面影響。跟同事比起來，對於年紀較輕、負責成長型股票的經理人而言，可能也會有多一點些微的優勢，因為他們或許對科技產業有更多了解。然而，對負責價值股的經理人、債券的經理人以及國際基金的經理人而言，這項證據是沒有說服力的。

## ■ 不對稱陷阱

當共同基金經理人個人對於他們所管理的基金持有相當大的比例時，是否會有正面的影響呢？耶魯大學的投資長大衛·史雲生認為，確實會有影響。在他所撰寫、很受歡迎的書籍《耶魯操盤手：非典型成功》（*Unconventional Success: A Fundamental Approach to Personal Investment*）裡，他提出以下的意見：

基金產業裡的廣大族群，包含一小群真正有才能的投資人，這些人專門替別人管理資產，且獲得人們的信任。在那小群組當中，少數幾個共同基金經理人，超越了純粹的利益追求，把為提供投資人需求的無私服務，置於自私的個人利益之上。尤其是在很少見的情況下，共同基金經理人對他們所管理的基金持有很大比例，經理人也因此從經紀人變身為投資者當事人，這將戲劇性的提高增加投資人利益的可能性。<sup>19</sup>

學術界有些資料加強了史雲生的見解。在2004年美國證券管理委員會通過的一項，關於投資組合經理人就他們所管理的基金所有權的揭露規定。艾利森·伊凡斯（Allison Evans）是第一個對這項新的揭露資訊，進行調查的研究人員。<sup>20</sup> 她花了六個月的時間，徒手選出美國證券管理委員會的文件，建立了經理人的所有權資料庫。隨後針對從2003年到2005年之間，多元經理人的基金以及經理人有改變的基金來進行篩選。結果在那段期間，只剩下273檔單一經理人的基金。

資料顯示，經理人的基金所有權程度因人而異，有幾個情況差異很大。伊凡斯對這項新的資料進行研究，並且於2006年將她的發現出版在一篇論文裡。

伊凡斯的論文中，檢查共同基金經理人個人投資的資金與該基金稅前、稅後績效的關聯性。論文的調查結果如下：（1）經理人持有大量（1百萬美元或以上）所有權股份的共同基金的績效，會比持有較少股份或是沒有股份的基金績效來得好；（2）經理人投資金額比率較高的基金，比起投資金額比率較低或是沒有投資金額的基金，其基金有價證券的週轉率會比較低，這增加了稅後收益；（3）伊凡斯警告，她的單一報告研究的期間很短、資料庫也很小，因此她建議，在確定任何發現之前，應該在這方面從事更多的研究工作。

經理人持有的股份與投資報酬之間，確實好像存在著相關性。然而，史雲生很確實的警告說，如果投資人開始太看重經理人持有的股份，那基金公司可能會順著這個趨勢，提高持有他們自己基金的股份。這會讓經理人看起來更加投入，不過事實上，經理人取得基金更高比例股份的作法，僅僅是為了吸引更多資金流入基金而已。

## 小結

選到績效勝出的主動型基金的機率是很低的，跟風險比較起來，績效勝出基金支付的報酬並不多，而且優異的績效並不會持續很久。大多數追求 $\alpha$ 指標的人，並沒有得到超額報酬，特別是當他們使用過去績效、基金評等、較低的費用這三種常見的方法時，更是如此。

想要透過主動型基金在績效上勝出，似乎需要有超越分析定量因子而且深入了解定性因子的能力。然而，沒有辦法可以保證，這些深入詳盡的方法行得通，而且大多數投資人、投資顧問，並沒有這方面的資訊，可能也沒有分析資訊的能力。除此之外，有些能力好、聰明的基金經理人，可能會離開這個市場，因為避險基金產業會對他們進行挖角。比較好的解決方法是，當只有少數優秀人才存在市場上的時候，不要浪費時間去尋找好的人才。

華倫·巴菲特總是喜歡說，他寧願要有確定的好報酬，而不是期望會有好的報酬。這對被動式管理的指數型基金投資組合而言，是非常確實的說法。對今日的投資人而言，被動投資是最有效率的投資解答。

---

\*1 一直到1990年代中期，共同基金資料庫都受到倖存者偏差的困擾。當基金營運終止或被合併時，它們整個歷史績效就會從資料庫裡刪除。這些基金大多數都是因為績效不好，而導致它們終止，因此用人工方式將它們從資料庫裡刪除，會提高一般基金的報酬，這是因為只有績效較好的共同基金，才能倖存下來。大多數提供基金資料庫的公司，後來就藉由將績效加回去的作法，修正倖存者偏差的情況。

\*2 標準普爾持續性計分卡，可以在<http://www.indexreserach.standardandpoors.com>取得。

## 附註

1. Paul A. Samuelson, "The Long-Term Case for Equities," *Journal of Portfolio Management* 21, no. 1 (Fall 1994): 15-24.

2. Darryll Hendricks, Jayendu Patel, and Richard. Zeckhauser, "Hot Hands in Mutual Funds: Short-Run Persistence of Relative Performance, 1974-1988" *The Journal of Finance* 43 (1993): 93-130.

3. Mark Grinblatt and Sheridan Titman, "The Persistence of Mutual Fund Performance," *The Journal of Finance* 47, no. 5 (December 1992): 1977-1984.
4. Stephen J. Brown and William N. Goetzmann, "Performance Persistence," *The Journal of Finance* 50, no. 2 (June 1995) 679-698.
5. Mark M. Carhart, "On Persistence in Mutual Fund Performance," *The Journal of Finance* 52, no. 1 (March 1997): 57-82.
6. Eugene F. Fama and Kenneth R. French, "Luck versus Skill in the Cross Section of Mutual Fund Returns," *The Journal of Finance* 65, no. 5 (October 2010): 1915-1947.
7. Jeroen Derwall and Joop Huij, "'Hot Hands' in Bond Funds," ERIM Research Paper Series (April 16, 2007).
8. Marlena Lee, "Is There Skill among Bond Managers?" (working paper, Dimensional Fund Advisors, Austin, Texas, 2009).
9. Alan Greenspan, *Private-Sector Refinancing of the Large Hedge Fund, Long-Term Capital Management, Testimony before the Committee on Banking and Financial Services, U.S. House of Representatives*, October 1, 1998.
10. Mark M. Carhart, "On Persistence in Mutual Fund Performance," *The Journal of Finance* 52, no. 1 (March 1997): 80.
11. Diane Del Guercio and Paula A. Tkac, "The Effect of Morningstar Ratings on Mutual Fund Flows" (working paper, University of Oregon Department of Finance, 2002).
12. Noel Amenc and Veronique Le Sourd, "Rating the Ratings: A Critical Analysis of Fund Rating Systems," *Journal of Performance Measurement* 11, no. 4 (2007): 42-57.
13. J. A. Adkisson and Don R. Fraser, "Is There Still an Age Bias in the Morningstar Ratings?" (working paper, EDHEC Risk and Asset Management Research Centre, January 2004).
14. Mathew R. Morey, "The Kiss of Death: A 5-Star Morningstar Mutual Fund Rating?" *Journal of Investment Management* 3, no. 2 (Second Quarter 2005).
15. John C. Bogle, "Nothing Fails Likes Success" (presentation, the Contrary Opinion Forum, Vergennes, Vermont, October 3, 1997. The full text is available at <http://www.johnnbogle.com>).
16. Russell Kinnel, "How Expense Ratios and Star Ratings Predict Success," 08-09-10, <http://news.morningstar.com/articlenet/article.aspx?id=34727&t1=1282151134&page=2>.
17. Judith Chevalier and Glenn Ellison, "Are Some Mutual Funds Managers Better Than Others? Cross-Sectional Patterns in Behavior and Performance," *The Journal of Finance* 54, no. 3 (June 1999): 875-899.
18. Christopher, Wright "Clearing the Bar," *CFA Magazine*, January-February 2010.
19. David, Swensen, *Unconventional Success: A Fundamental Approach to Personal Investment* (New York: Simon & Schuster, 2005), 295.
20. Allison L. Evans, "Portfolio Manager Ownership and Mutual Fund Performance," *Financial Management* 37, no. 3(August 2008): 513-534.

## 第 8 章

# 難以掌握 進出市場的時機

人們對他們自己的能力會誇大其詞。對於他們所展望的，他們會過於樂觀，對於他們所推測的，也是過於自信，這包括要選擇哪些經理人。

——理察·塞勒（Richard Thaler），芝加哥大學

會為我們帶來麻煩的，不是我們不知道的東西，而是我們自以為很了解的東西。

——威爾·羅傑斯（Will Rogers）

主動對被動爭論的第二部分，超出選擇共同基金的範圍，進入購買、銷售的擇時能力。資產配置，是指投資人要如何、在何時，對投資組合進行不同類型、多樣化的投資。採取「戰術性資產配置」策略的投資人，是嘗試想要利用對市場價值或價格趨勢的預測，藉此改變資產類別的權重，以擊敗市場。相較之下，採用「被動或策略性資產配置」的投資人，在他們幾種廣泛資產類別的投資組合當中，是長期持有固定的配置。對投資人而言，被動的資產配置策略經過證明，是比較有效率的長期投資解決方案。

## 戰術性（主動式）vs策略性（被動式）

很多投資人對於他們的投資組合，都會透過在適當時間將資產類別做配置上的變化，以試圖贏得較多的報酬。這個方法，通常是指戰術性

資產配置。要能夠成功，投資人必須在基金出現好的績效或是產業績效不好之前，將投資的金錢，在代表不同資產類別、市場產業的共同基金之間進行輪動。這些戰術在配置上的變動規模，根據投資人的策略與信念，可大可小。

在市場當中，市場擇時能力的策略，是一種零和遊戲。金融市場並不會因為某人買進或另一個人賣出，賺到任何較多或較少的報酬。如果某個投資人在正確的時間點買進，這表示另一個投資人賣出的時間點必定是錯誤的。

在學術上已有先例表明，經常透過帳戶進行交易的投資人會有可觀的損失。艾維德·霍夫曼（Arvid Hoffmann）、赫許·薛弗林（Hersh Shefrin）與朱斯特·培寧斯（Joost Pennings）三人，運用行為金融學近期的發現與大量經紀商的客戶樣本數據，發現幾乎所有的股票交易策略都會產生比市場低的報酬。根據技術分析（或根據圖表）進行的交易，是最差的策略。使用趨勢與其他圖表形態預測報酬，每個月的原始淨效果是-0.92%。根據財經新聞、投資機構以及專業人士建議進行交易，是第二差的策略，每個月的原始淨效果是-0.65%。<sup>1</sup>

很多共同基金的投資人，對於市場的擇時能力表現得也不好。投資人的趨勢追蹤行為，已經有很久的歷史，跟霍夫曼、薛弗林與培寧斯在他們研究報告中提到的趨勢追蹤行為很類似。基金投資人會把錢投入最近價格才上漲的資產類別，並且從最近價格下跌的資產類別裡把錢取回。價格高的時候買進，價格低的時候賣出，從來都不是投資的好方法。我估計，這些戰術性資產配置的錯誤，每年會造成投資人損失1%。

策略性資產配置是比較好的策略。資產類別的權重，是根據投資人個人的需求設定的，而且只有當他們的情況改變時，才會做變動。這種資產類別的固定配置會很規律的維持，因為無論市場情況如何變化，都會透過定期的再平衡，回復到資產類別的原訂目標。

## 共同基金的流量，顯示很差的擇時能力

共同基金公司定期都會通報他們新買進與賣出的基金，使得要追蹤投資人買進、賣出的習性，變成是可能的。投資大眾可以透過一些資料庫取得這項資訊。

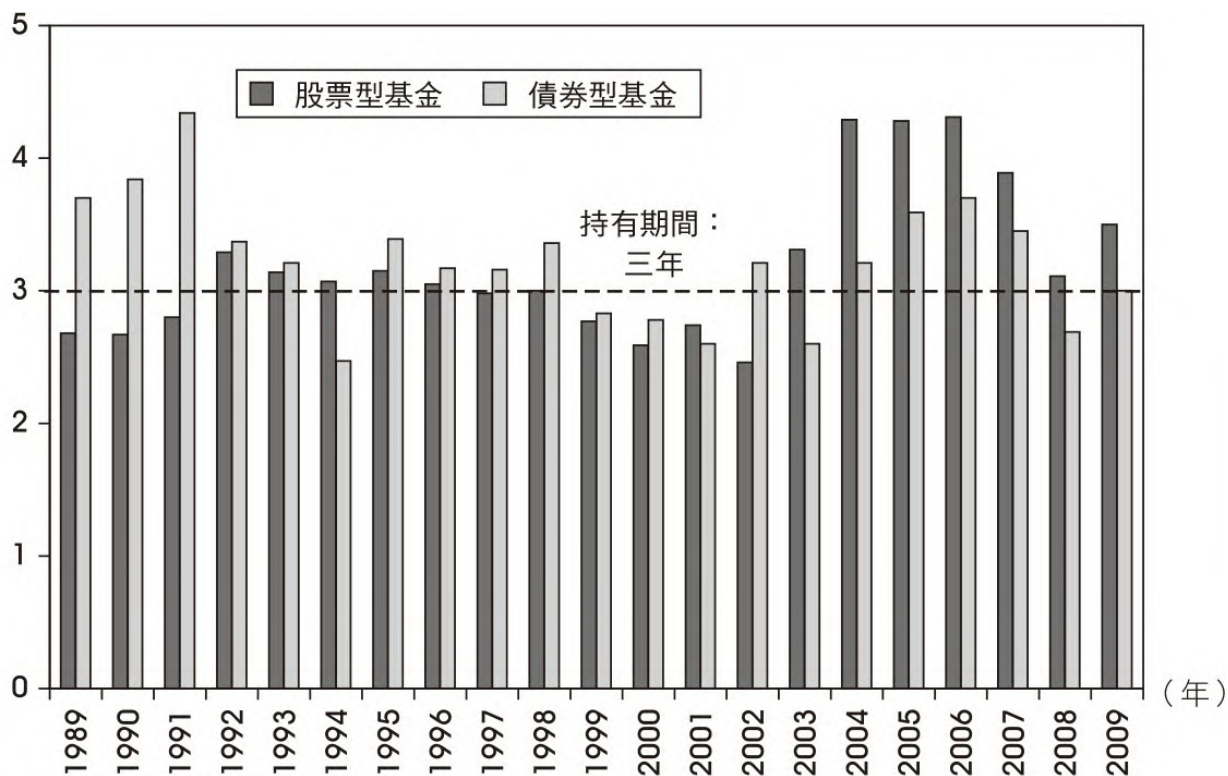
數十年基金流量資料的研究報告暗示，基金的投資人是長期趨勢的追隨者。他們會把更多的錢，投入到最近績效表現很好的基金，並且從最近績效表現不好的基金將投資的錢提領出來。這種行為，可以說是具有買高賣低的心態。基金投資人這些不好的習性，會在個人的投資組合當中表現出來。使用策略性資產配置可能會賺得的報酬，與使用戰術性資產配置實際獲得的報酬，兩者之間存在著擇時能力的差距。這項差距代表了主動式投資人的成本。

共同基金的流量資料，是很多金融媒體文章的主題。這些文章的故事，總是幾乎都一樣：「基金投資人是市場擇時能力很差的人。」它們接著引用新的研究報告，強調源自於基金投資人追蹤趨勢的行為，成為施加在他們自己身上的刀疤。有些研究報告的結論是，基金投資人因為市場擇時很差，每年都會損失部分金額。

### ■ 共同基金的週轉率

我們住在一個租借基金的社會裡。投資人通常持有共同基金的時間長短，大約會跟他們持有的租賃汽車、貨車的時間差不多；大約是三年的時間。他們接著會對基金感到疲倦或是對績效感到不滿意，然後想要追尋另一個美好的構想。投資人持有共同基金的時間，在多頭市場時傾向久一點，在空頭市場時持有的時間則會減少。圖8.1說明美國投資人的股票型基金、債券型基金週轉率。

圖8.1 ▼ 投資人持有股票型基金、債券型基金的平均期間



資料來源：達爾巴（Dalbar）公司，2010 年

基於某些理由，圖8.1並沒有包括ETF的資料。ETF的產業有極高的週轉率，因為這些產品被交易商、機構投資人，很廣泛的用來當成避險工具。有些ETF的平均週轉率為每年百分之幾。也有特別設計為持有一天或更短時間的高度槓桿ETF。

ETF高的週轉率，不見得是一件壞事。這樣會讓避險基金及主動式交易商，不會進入傳統的開放式基金，也會遠離長期投資人。它們同時也會為開放式共同基金當中的個別有價證券創造流動性，進而降低交易成本。

## ■ 基金流量的研究

任何共同基金的現金流量分析，都會揭露關於共同基金的投資人，其如何以及何時會做決定的有趣資訊。它提供事實發生之前交易決策的時序（事前），可以用來跟市場的結果進行比較（事後）。

基金流量資料的一項用途是，做為基金投資人對市場擇時能力的衡量。做法是，研究資產類別之間資金流入、流出的變化，接著再將這項資料跟市場未來的變動進行比較。從這些分析得到的壓倒性證據顯示，人們並沒有擇時能力。事實上，資產選擇經常性的改變，對於投資組合的績效會有顯著程度的傷害。

對基金流量的研究可以回溯到數十年前，早期的研究報告發現，投資人會追求績效頂尖的基金。一份1978年題目為〈基金增長與基金的績效是否有關係？〉（Is Fund Growth Related to Fund Performance?）的研究報告發現，從1966年到1975年的10年間，投資人會將資金不成比例的加入績效頂尖的基金當中。<sup>2</sup> 在1992年，另一份類似的研究報告的結論是，投資人對績效較好的積極主動型基金的反應更強烈，他們會購買較多的這類基金而不是比較不積極的主動型基金。<sup>3</sup>

基金評等也是追求基金時的一個決策因素。《波士頓環球報》（*Boston Globe*）、《華爾街日報》在1995年都有報導，當年約有97%的新投資，投入過去晨星公司給予四星或五星的共同基金。一份2001年的研究報告發現，晨星公司原始給予五星評等的基金，平均導致六個月的異常資金流量（高於正常預期流量的53%）。該研究報告的作者們也發現，評等改變時資金流量也會有顯著異常的情況；當評等提高時會有正的資金流量；當評等降級時則是負的資金流量。<sup>4</sup>

美國亞特蘭大聯邦準備銀行（The Federal Reserve Bank of Atlanta）進行了自己的研究，發現到：「共同基金投資人使用原始報酬績效的表現，會不成比例的聚集、投入到最近的贏家基金當中，不過卻不會從最近的輸家基金將資金撤回。」聯邦準備銀行的報告提到，由於這樣的行為，「共同基金經理人有一種隱性的動機，去改變他們的投資組合風

險，以提高他們成為贏家的機會。」<sup>5</sup>

跟傳統共同基金的投資人比起來，使用ETF的人往往是更積極的交易者，而這就導致了更多的錯誤。現金流量的研究報告顯示，積極的ETF投資人，展現極差的市場擇時能力。負責整合共同基金流量資料的TrimTabs投資研究公司（TrimTabs Investment Research）認為，在ETF取得大量資金之後，股票價格會下跌；而當ETF公布大量資金流出時，股票價格會上漲。迴歸分析的結果顯示ETF的流量是股票價格相反領先指標的機率大於99%。這表示，指數型基金的資金流量能高度準確預測市場的變化——只不過這是相反的方向！<sup>6</sup>

一個接一個的共同基金現金流量研究報告，都顯示著如前述的相同結果。當基金風格有較優異的績效和較高的基金評等時，就會取得大部分的資金，而這個時間點，通常最接近績效的最頂端。

## ■ 機構投資人，同樣也是趨勢追隨者

追隨績效，並不只局限於個別投資人。儘管程度上有所不同，不過退休金管理委員會也展現出類似的行為。阿米特．戈亞爾（Amit Goyal）與蘇尼爾．瓦哈爾（Sunil Wahal）調查了1994年到2003年間，3400個退休基金計畫對私人投資經理人的選擇與終止。退休金計畫財產託管人顯示出一種傾向，即經理人實現正的超額報酬後會選擇僱用他們。不過，這些新經理人的績效，卻無法比之前因為績效不好遭到解僱的經理人的績效還要好。<sup>7</sup>

在一份更近期的研究報告裡，傑佛瑞．布斯（Jeffrey Busse）、阿米特．戈亞爾（Amit Goyal）與蘇尼爾．瓦哈爾（Sunil Wahalu），利用全新、沒有倖存者偏差的資料庫，檢查1991年到2008年之間，由1448個投資管理公司管理的4617檔美國國內主動式股票的機構性產品。針對Fama-French三因子與動量進行控制後，這三人發現，這些數據資料並

沒有可以辨別的 $\alpha$ 指標。<sup>8</sup>

先前提到，美國亞特蘭大聯邦準備銀行進行的研究報告，同時也調查了退休金的流向，並且發現財產託管人的作法，確實跟個別投資人在某一方面，是不同的。對退休金而言，重點是經理人是否能夠擊敗標竿指數。對個別投資人而言，重點是績效勝出的強度。<sup>9</sup>

監督由員工管理的退休帳戶，例如：美國401(k)退休儲蓄計畫、美國403(b)退休儲蓄計畫，這些退休金財產管理人的工作，是要為這些退休計畫選擇基金。這些計畫的投資管理委員會，都顯示對過去績效頂尖的共同基金有強烈的偏好。一項最近的研究報告顯示，當財產託管人要改變基金的選擇時，它們傾向選擇過去績效勝出的基金，但是依照選擇改變後，這些新基金的績效並沒比被退選、過去績效不好的基金還要好。<sup>10</sup>

大型大學的校務基金投資管理委員會，在它們資產配置的決策上，同樣也展現追求績效的行為。截至2006年止的三年期間裡，已開發的國際市場公布的股票報酬是24%，新興市場公布的股票報酬是36%，而美國股票市場公布的報酬只有13%。大學校務基金投資管理委員會對此做出的回應是，將他們的外國市場投資配置，從2003年的14%提升到2006年的20%。<sup>11</sup>

撲向預期能夠看到會有高於市場報酬趨勢的投資人，通常會發現他們自己站在結帳櫃檯時，其實是待在慢速結帳的走道。這種失敗的戰術性配置策略的結果，在個別投資人與很多機構投資人的投資組合當中，是很清楚、明顯的。

## 衡量擇時能力的差距

擇時能力的差距，是具有持續性、可預測性，同時也是可以衡量

的。不過在你評價它之前，必須對績效的計算方法做簡短說明。

### 擇時能力的差距：時間加權報酬率與資金加權報酬率

假設今年開始的時候，你投資了1,000美元在股票共同基金。到了年底，基金上漲了15%，那你就賺得150美元的利潤。由於對這樣的結果感到滿意，於是在第二年開始的時候，你再投入另外的1,000美元到基金裡，而在第二年的期間，基金損失10%。

問題：在兩年的期間，基金彙報的時間加權報酬率和你的資金加權報酬率分別是多少？

答案：該共同基金彙報它兩年期的時間加權報酬率是1.7%。在第一年的時候它賺得15%，在第二年的時候它損失10%。因此，第一年年初的100美元投資，在第二年再投資之後，在第二年年底會成長為103.50美元。其年化報酬率等於是1.7%。

然而，在第一年開始的時候，你在基金裡只投資1,000美元，而且在第二年時，又加了第二個1,000美元。由於當你投資1,000美元時基金獲利15%，接著在你加入第二個1,000美元時下跌10%，因此你的帳戶在第二年結束時，只剩下1,935美元。總共是65美元的損失（並不是年化報酬率1.7%）。

從數學上來看，兩年內你的資金加權年化報酬率是-2.2%。基金的時間加權報酬率與你的資金加權報酬率，兩者間化年計算的結果的差異是-3.9%。

翻開當地報紙的基金版或查看任何網站，找出你最喜歡的共同基金的績效。你所看到的結果，是基金的時間加權（time weighted）報酬率。這是一個內部報酬率的數字，假設沒有現金流量流入或流出該基

金。它被用來將基金的報酬率跟適當指數的報酬率做比較。

時間加權報酬率是假設在某個期間開始時，有100美元投資在某一基金裡，而且這筆錢在整個期間都保持投資狀態。不管是怎樣的時間週期，報酬率的計算方式都相同。無論報酬率是從年初到現在的這段期間，還是1年、5年或25年，都不會有影響。

基金的時間加權報酬率，很少能反映個別投資人的實際報酬率，因為它並沒有將投資人再投入基金的錢或從基金扣除的錢計算進去。隨著時間演進，這些從基金中增加和提領的資金，為投資人創造了實質資金的利潤與損失。這些實質的利潤和損失，稱為資金加權（dollar weighted）報酬率。前面灰色方框的例子，說明兩種報酬率的差異。

戰術性資產配置造成的報酬率差額，是一種擇時能力的差距，它可以透過比較共同基金的現金流量與產業和市場後續的績效來衡量。當資金後續從績效不好的資產類別轉移出來，或資金接著流入某項績效不好的資產類別時，擇時能力就會出現負的報酬率。

## ■ 達爾巴公司對績效差距的研究

早期嘗試衡量擇時能力的差距，是在1994年由達爾巴公司開始的。該公司受到主動型基金的委託，調查收取費用的基金與免佣基金之間，兩者持有時間的差異。由基金公司提出的理論是，投資人投資在收取費用的基金的時間，會比投資在免佣基金的時間長，因此使得收取費用的基金的投資人，有較高的報酬。基金公司希望能夠利用這些資訊，反駁它們銷售基金時，收取高額銷售佣金受到的指責。

達爾巴公司的研究報告確實顯示，跟免佣基金的投資人相比較，收取費用的基金的投資人，持有基金的時間比較久，但這個發現不是讓這份研究報告出名的原因。達爾巴公司揭露了，收取費用基金的投資人與免佣基金的投資人，兩者都有極大的擇時能力差距。這些差距如此之

大，使得投資產業界感到震驚。有些人試著藉由指出研究報告中，有瑕疵的計算方法，來詆毀這項報告的信譽。不過，即使在使用新的計算方法之後，差距仍然還是相當大。這麼看起來，達爾巴公司發現了一些重要的問題。

達爾巴公司橫跨20年期間至2009年為止的最新研究報告發現，股票型共同基金投資人每年平均報酬率只有3.2%，而標準普爾500指數每年平均報酬率是8%；債券型基金的投資人每年平均報酬率是1.0%，而標準竿指數巴克萊整體資本債券指數（Barclays Capital Aggregate Bond Index）每年平均報酬率是7%。

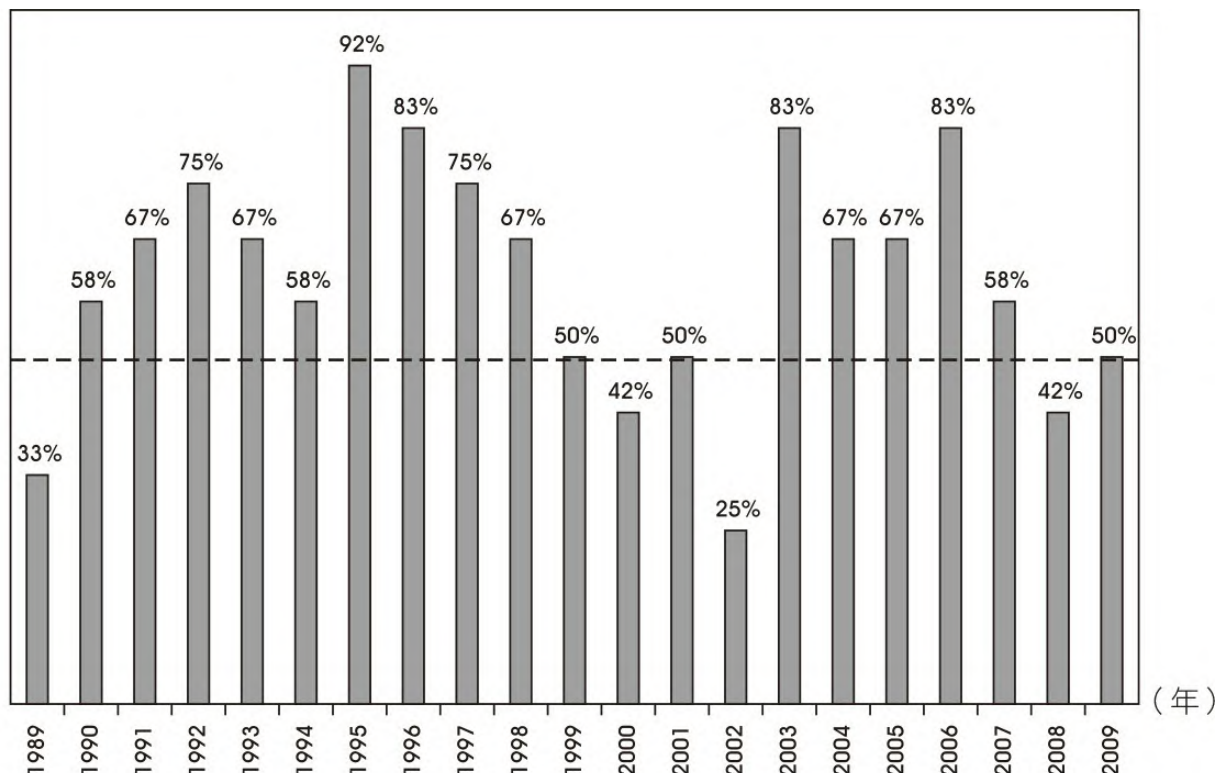
達爾巴公司發現，股票型基金與基金投資人之間，有差不多5%的差距；債券基金與基金投資人之間，有6%的差距。對投資人而言，這些是極大的差額。個別投資人與投資顧問對於市場的擇時能力，真的是那麼差嗎？彙編到目前為止的資料暗示，他們的確如此。

## ■ 市場擇時能力的差距

股票的空頭市場，傾向大約每五年會發生一次，而且會持續將近一年半。投資人行為的研究報告顯示，人們在市場下跌時候的投資行動，跟市場上漲時的投資行動，差別是很大的。基本上，他們在空頭市場是害怕的，在多頭市場則是很勇敢。

達爾巴公司的達爾巴正確猜測比率（DALBAR Guess Right Ratio），是用來衡量一般投資人在投入或退出股票市場方面，做出聰明決定的頻率與時間。這個比率同時也會顯示，一般投資人在市場上漲或下跌之前，買進或賣出共同基金達到短期獲利的頻率。高於50%的讀數是正值，低於50%的讀數是負值。圖8.2說明了，截至2009年為止的達爾巴正確猜測比率。<sup>12</sup>

圖8.2 ▼ 正確猜測比率



資料來源：達爾巴公司，2010 年

諷刺的是，投資人對於股票市場方向判斷正確的年份數目多於錯誤的年份。如圖中不成比例的年份數目所顯示，這一點在比率超過50%有較多年份中可以看出來。不過，當投資人感到悲觀的時候，他們就會拋售股票。錯誤的年份就會發生在空頭市場之後的恢復期，投資人也就會錯過反彈的機會。

2009年3月4日，就在市場觸底的前幾天，一份對投資人進行的蓋洛普民意調查顯示，只有18%的投資人認為股票市場會在年底復甦；27%的投資人則認為，需要兩年時間；25%的投資人說，需要三年的時間；19%的投資人則說，要更久的時間。大約有2%的投資人認為，股票市場將永遠不會復甦。

參與蓋洛普民意調查的投資人，只有18%的人是正確的。標準普爾

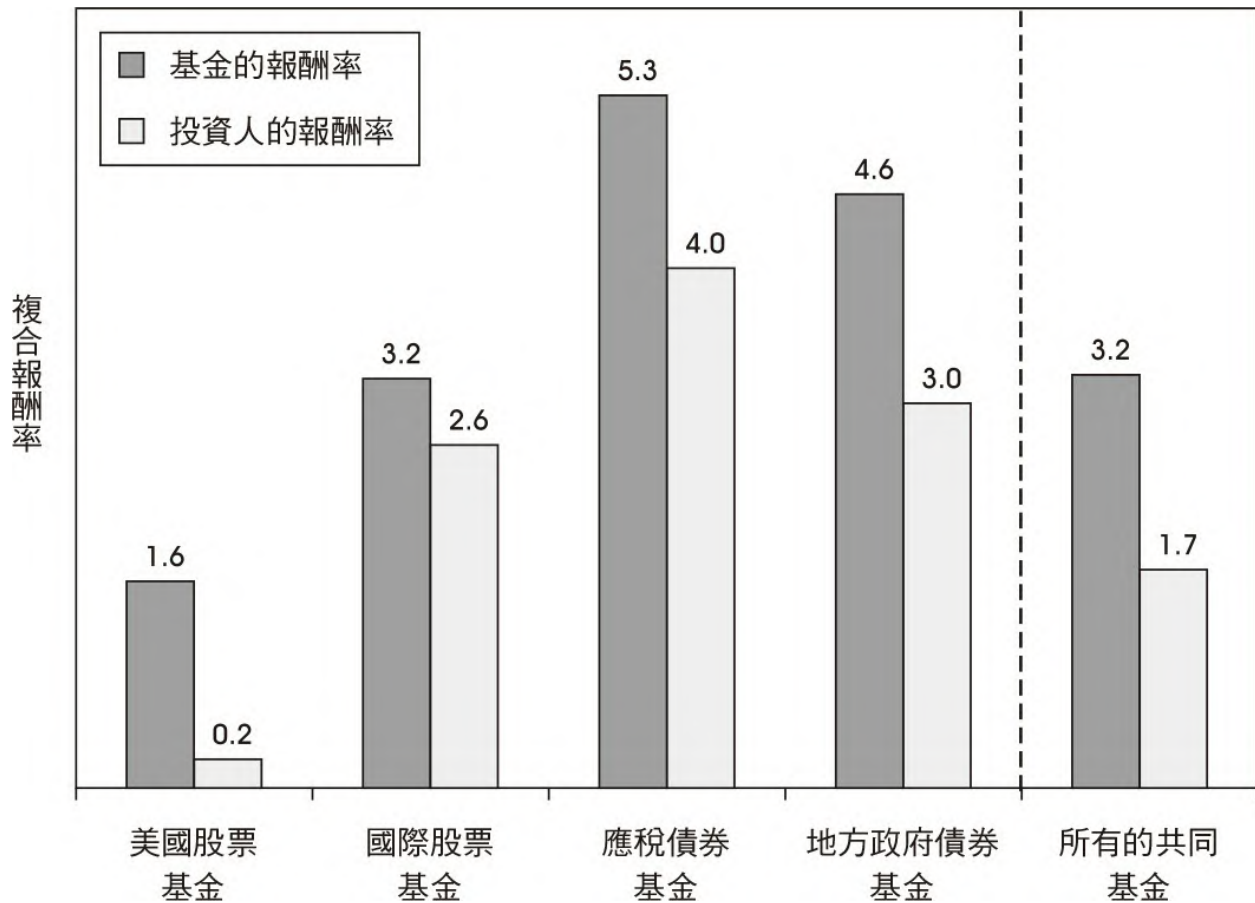
500指數從3月9日當天的盤中低點，到年底共上漲了67%。

## ■ 晨星公司的研究報告

晨星公司對資金加權的報酬率與時間加權的報酬率，進行了更全面的研究。他們計算了一年、三年、五年與十年的時間加權的報酬率，以及2009年總部位於美國國內的開放型共同基金的資金加權的報酬率。

晨星公司的研究發現，投資人的擇時能力存在明顯的缺陷。美國股票基金的投資人在十年內的報酬率為-1.4%，而債券基金的投資人在相同期間內的報酬率則是-1.3%。整體而言，橫跨所有資產類別與產業的擇時能力的差距是-1.5%。<sup>13</sup> 圖8.3說明在期間內，主要資產類別的報酬率差異。

圖8.3 ▼ 晨星公司各種基金的報酬率與投資人的報酬率（截至2009年為止的10年期間）



廣泛的資產類別在市場表現比較好之後，會經歷較高的現金流入；而當市場表現較差時，則會經歷現金流出。更深入的分析顯示，促成這些績效差距的最大因素，很可能是來自於資產類別裡的產業循環；換句話說，也就是市場擇時。

晨星公司將共同基金區分成很多種產業、風格與行業，以分析橫跨不同基金種類範圍中的資金加權的績效。在大多數種類當中，投資人擇時能力的表現都很差。以下是某個十年的結果：

- 大型資本的成長型基金報酬率是-2.2%，而投資這些基金的投資人的報酬率是-2.7%。
- 小型資本的價值型基金賺得8.8%，而投資這些基金的投資人只賺得7.1%的報酬率。

- 貴金屬基金擁有最高的18.6%報酬率，而投資這些基金的投資人只賺得15.9%的報酬率。
- 多樣化新興市場基金績效表現很好，報酬率為9.0%，而投資人的報酬率擊敗這個平均值，是9.9%。
- 美國應稅債券基金的績效勝過投資人的績效，大約多1.3%。
- 地方政府債券基金的績效擊敗投資人的績效，多出大約1.6%。
- 在這些基金當中，新興市場債券基金比投資人賺得的報酬率多2.8%。

在大多數的種類當中，共同基金的報酬績效都比投資人的報酬績效好。整體而言，投資人他們績效受到的損害，每年稍微比1%多一點點。這是主動式投資人，自認為他們是市場很成功、有擇時能力的人，而招致的損失。

## 散戶投資人vs機構投資人

追求過去績效的投資人，學術界指稱他們為散戶投資人（dumb money）。這是一個「溫和的」術語，因為學術界沒有人會公開說，這些投資人是愚笨的。不過在分析師的研討會上提到這個術語時，會議室裡的每個人都知道它的意思。有許多包括個人和機構的投資人，在沒有特別理由的情況下，基於過去的較好的績效會持續到未來的信念，將資金集中投入在特定的類股、策略和資產類別中。

由安德烈．弗拉齊尼（Andrea Frazzini）、歐文．拉蒙特（Owen Lamont）撰寫的一篇引人關注的論文，概略敘述了機構投資人，藉由散戶投資人達到獲利的方法。首先，該研究報告解釋，投資人為什麼有驚

人的能力做錯事情，會把他們的錢，投注到後來幾年績效表現不佳的股票的共同基金當中。其次，他們根據這項行為發展了一個交易策略，以預測未來的股票報酬。總而言之，採取跟大多數人認定的相反作法，是可以獲利的，也能取得超額報酬。<sup>14</sup>

只要有任何可能，機構投資人就會占散戶投資人的便宜。回想一下2010年春季的時候，美國國會對高盛公司（Goldman Sachs）交易部門所進行的盤問。當時高盛公司決定，減少他們持有的次級房貸部分，因為他們認為有很多散戶投資人都在買進次級房貸。由於該公司贏得那次的賭注，因此它現在仍然在營運。不過，這樣的策略並不是永遠行得通。

在很多情況下，賭散戶投資人會輸的結果跟預期不同。長期資本管理公司認為，他們在1988年其他人都在拋售俄國債券時，藉由買進俄羅斯債券來賭散戶投資人會輸。然而，俄羅斯最後違約，並沒有如期償還其外國債權憑證。這導致長期資本管理公司破產，讓美國的金融市場處於潰敗邊緣。為了避免發生危機，美國紐約聯邦準備銀行總裁，透過華爾街幾家主要公司，精心安排對該公司的援助救濟。

## ■ 散戶投資人的錢，是如何分掉的

戰術性資產配置，是一種零和遊戲。當有人的績效低於市場時，這表示在考慮到成本與費用之前，有人的績效一定勝出。按照晨星公司的研究報告結果，在過去10年裡，跟基金的平均時間加權報酬率3.18%比起來，一般投資人所有基金的資金加權報酬率總和的年化報酬率是1.68%。那麼，相差的1.5%，到哪裡去了？

這個差額當中，有很多是流向經紀人、經紀商，以及它們的交易部門。其他部分，則是流向少數幾個，能夠巧妙讓投資人將錢從手中脫離，很有才能的基金經理人手裡。最後，說出來也許你不會相信，還有

部分是流向，發展被動策略性資產配置這個策略並每年進行資產類別再平衡的投資人。

因為運用戰術性資產配置策略的投資人的損失，會間接提供定期進行策略配置再平衡的投資人超額報酬。這種情況是因為，再平衡自然會迫使投資人賣出他們績效比較好的投資，而且他們會買進更多績效不好的投資。儘管這樣的作法看起來好像違反直覺，但是隨著時間演進，再平衡會提高投資組合的報酬，降低它的風險。

策略性資產配置以及定期再平衡，符合華爾街唯一免費午餐的廣泛稱呼。這是很好的看法，不過每個經濟學的學生都知道，並沒有免費午餐這回事，尤其在華爾街更是如此。當某個人的帳戶有任何額外的收益，表示同時有另一個人的損失。

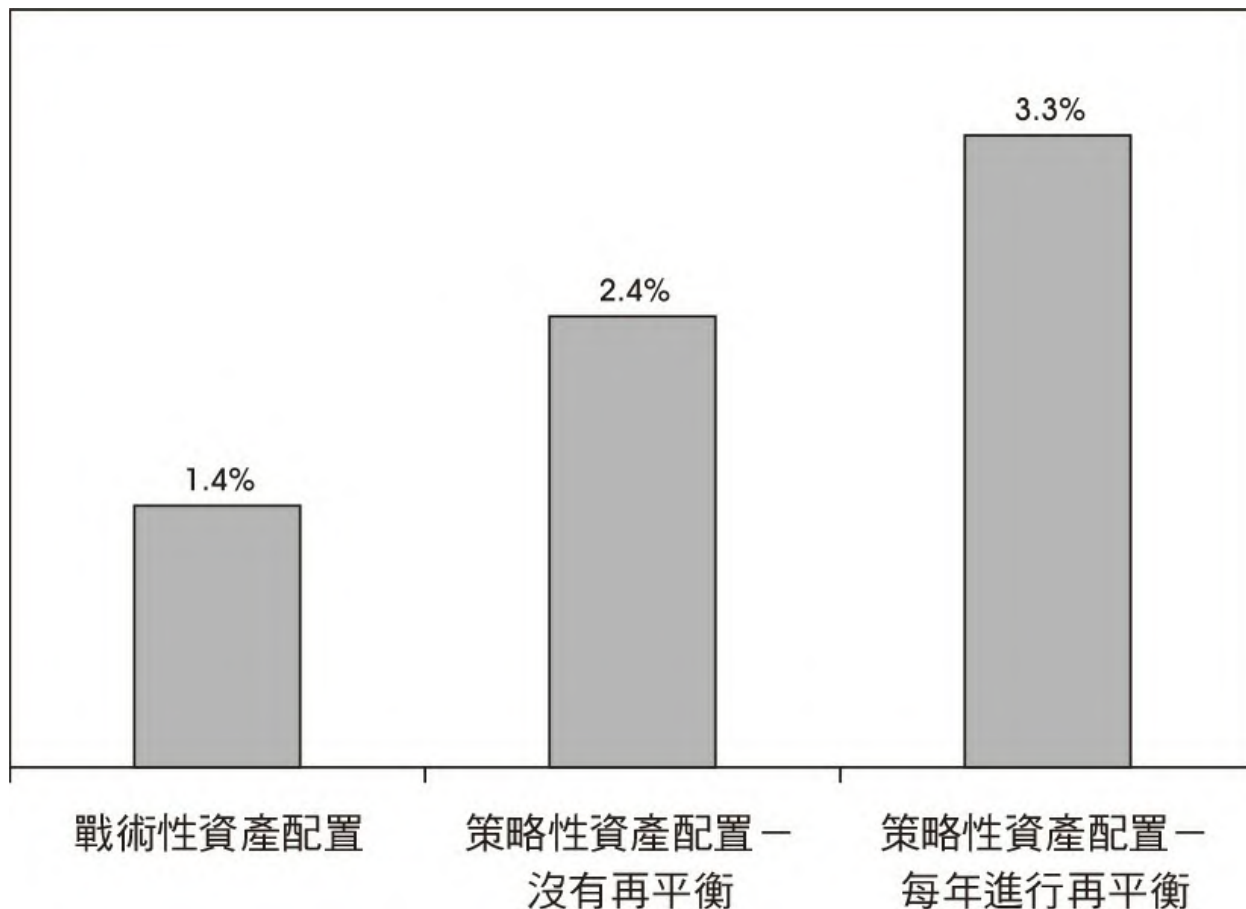
這種情況當中的輸家，是認為產業輪動策略與市場擇時能力決策，可以擊敗市場的投資人。根據晨星公司的資料，這些輸家投資人每年會損失大約1.5%，而且根據達爾巴公司的資料，損失的還要更多。這些從共同基金交易產生的損失金額，是很有爭議的。我的看法是，投資人從這些活動當中，每年至少會損失1%。

假設有三個投資人，每個人都要在2000年1月開始投資，他們的投資組合是：45%以標準普爾500指數為代表的美國股票；15%以摩根史丹利資本國際公司歐澳遠東指數（MSCI EAFE Index）為代表的國際股票；以及40%巴克萊整體資本債券指數為代表的債券。其中一個投資人，使用戰術性資產配置，企圖想要擊敗市場，結果每年的績效比市場少1%。第二個投資人，使用買進持有的策略，讓他的投資組合靜置超過10年，因此賺得市場的報酬率。第三個投資人，每年都會再平衡，進行了10年，因而勝過戰術性資產配置者與買進持有的投資人。圖8.4說明了這些結果。

圖8.4當中，有再平衡的投資組合，比過去10年內沒有再平衡的投資組合，多獲得額外0.9%的複合報酬率。會發生這種情況，是由於再

平衡是賣高買低的自然方法，並不需要對市場進行預測。

圖8.4 ▼ 2000年到2009年策略性資產配置帶來的好處



再平衡的利益，隨著市場情況而有所不同。過去十年裡，由於市場變化不定，再平衡有很大的利益。以長期而言，在扣除交易成本之後，它的利益傾向大約是0.3%。<sup>15</sup>

這項從策略性資產配置賺得的超額報酬，代表市場裡發生真實的財富轉移。這樣的報酬，足以補足指數型基金投資人要支付的所有基金費用與交易成本，留給這些投資人的是，非常接近市場的報酬。任何人都無法做得比這樣的結果更好。

## 將全部組合在一起

表8.1將四種投資組合管理的選擇進行了量化，並對主動式投資人過於寬厚。使用低成本指數型基金、ETF，以及策略性資產配置的投資人，可以賺得市場報酬率。跟指數型基金比起來，使用主動式管理共同基金的投資人，會損失大約1%，而利用戰術性擇時能力策略的投資人，會再損失另外的1%。跟全部都是指數型基金的策略性資產配置比起來，使用主動型基金與戰術性資產配置策略的兩類投資人，每年的績效預期大約會少2%。

表8.1 ▼ 將投資組合管理的選擇量化

	指數型基金、以市場為基礎的 ETF	主動式管理共同基金，以及 ETF
維持固定的策略性資產配置	被動／被動 接近市場報酬率	被動／主動 少 1.0%
利用戰術性主動資產配置	主動／被動 少 1.0%	主動／主動 少 2.0%

守紀律的被動式投資人，是精明的投資人。他們採用的是，以他們的需要為基礎，遵循長期的策略性資產配置策略，並且讓他們的投資組合，充滿代表各種資產類別的低成本指數型基金、ETF。他們不會錯誤的認為，自己有能力可以選到績效勝出的基金，而且也知道自已沒有擇時能力，無法在不同資產類別、產業裡輪動進出。

很多投資人會策略性配置、戰術性配置，兩者都使用。這種策略，又被稱為核心探索策略（core and explore）、核心衛星策略（core and satellite）、槓鈴策略（barbell）、核心增值策略（core plus），以及其

他的各種名稱。它的構想是，將投資組合的一部分，投在使用指數型基金、ETF的策略性資產配置上，然後可以利用戰術性資產配置，玩弄投資組合的剩餘部分。

我把這種合併的策略，稱為核心且支付更多的策略（core and pay more），因為這樣最能夠描繪結果。探索方面的成本，比核心方面的成本更高昂，而且如果僅僅只是因為主動式管理占比較少比例，並沒有什麼理由可以相信這樣的策略的結果會比較好。投資人可能會因為他們被動式部分的指數型基金而賺得市場報酬率，至於使用戰術性資產配置的那部分，則會賺到低於市場的報酬率。

被動的策略性資產配置，比戰術性資產配置策略賺得的報酬，更有可能會獲得較好的結果。策略性資產配置與戰術性資產配置，這兩種策略的細微差別，超出本書的範圍。想要更深入研究資產配置的方法，請參閱我的著作《資產配置投資策略》第二版。這本書的摘要，在我的網站[www.RickFerri.com](http://www.RickFerri.com)也可以查詢到。

## 小結

有高比例的新資金流量，流入最近有高報酬的資產類別、產業以及風格基金。這種追隨趨勢的行為，可能會導致投資人的投資組合，每年會損失超過1%。對主動型基金的投資人而言，除了他們買進主動型基金，會有報酬差額，另外也會有擇時能力差距的損失。

被動式投資人的績效，會勝過嘗試戰術性資產配置的投資人的績效。藉由定期的再平衡，被動式投資人可以透過投注在過去產業績效勝出的那群人的投資差錯而獲益。規律追隨並使用指數型基金、ETF的被動策略，將提供投資人在投資上成功的最高機率。

## 附註

1. Hoffmann, A. O. I., Hersh M. Shefrin, and Joost M. E. Pennings, Behavioral Portfolio Analysis of Individual Investors, Working Paper Series, June 24, 2010.
2. K. Smith, "Is Fund Growth Related to Fund Performance?" *Journal of Portfolio Management* 2 (1978): 307-328.
3. Richard A. Ippolito, "Consumer Reactions to Measures of Poor Quality: Evidence from the Mutual Fund Industry," *Journal of Law and Economics* 35 (1992): 45-70.
4. Diane Del Guercio and Paula Tkac, "Star Power: The Effect of Morningstar Ratings on Mutual Fund Flows," (working paper, Federal Reserve Bank of Atlanta, March 2001).
5. Diane Del Guercio and Paula Tkac, "The Determinants of the Flow of Funds of Managed Portfolios: Mutual Funds versus Pension Funds" (working paper, Federal Reserve Bank of Atlanta, November 2000).
6. TrimTabs Investment Research, 2010, [www.trimtabs.com/global/pdf/ETF\\_Flows\\_and\\_Market\\_Returns.pdf](http://www.trimtabs.com/global/pdf/ETF_Flows_and_Market_Returns.pdf).
7. Amit Goyal and Sunil Wahal, "The Selection and Termination of Investment Management Firms by Plan Sponsors," *The Journal of Finance* 63, no. 4 (August 2008): 1805-1847.
8. Jeffery A. Busse, Amit Goyal, and Sunil Wahal, Performance and Persistence in Institutional Investment Management, *The Journal of Finance* 65, no. 2 (April 2010): 795-790.
9. Del Guercio and Tkac, 2000.
10. Edwin Elton, Martin Gruber, and Christopher Blake, "Participant Reaction and the Performance of Funds Offered by 401(k) Plans" (working paper, New York University, 2006)
11. Swensen, David F. Swensen, *Pioneering Portfolio Management*, 2nd ed. (New York: Free Press, 2009), 172.
12. DALBAR, Inc, "QAIB 2010 Quantitative Analysis of Investor Behavior," 2010, [www.qaib.com](http://www.qaib.com).
13. Russel Kinnel, "Bad Times Eats Away at Investor Returns," February 22, 2010 [www.advisor.morningstar.com](http://www.advisor.morningstar.com).
14. Andrea Frazzini and Owen A. Lamont, "Dumb Money: Mutual Fund Flows and the Cross-Section of Stock Returns" (working paper, NBER, August 2005).
15. Richard A. Ferri, *All About Asset Allocation*, 2nd ed. (New York: McGraw-Hill, 2010).

## 第 9 章

# 別忙了，轉變投資思維 加入被動投資吧！

代價高昂的主動式管理投資賽局，保證會讓隨機參與者失敗。

——大衛．史雲生

你並不需要擊敗市場才能達到你的財務目標。想要試著擊敗市場的念頭，會讓你要建立財富這個使命的想法被消除，造成你大大分心，結果將降低達成這些目標的機率。避開保證會實現超額報酬的策略，你就可以賺得較高的報酬。

從主動式策略的思維，改變為成功的被動式策略思維，這種路徑的改變，是建立接觸、教育、了解、信念、以及投入的基礎上。人們首先得接觸到被動對主動的爭論，然後有追求事實的意願。想要擁有更多知識、更加了解的渴望，將引領出全新的投資信念，同時也能對策略保持財務投入。這將導致更好的投資組合績效。

本章的內容是有關改變投資行為，就某種意義上而言，它像是改變宗教信仰。內容是關於發現主動式管理的邪惡，並且對生活風格做改變，以進入指數型教堂。一旦有人進入這間清晰、透明的房子，很少人會離開。當參拜者獲得更多知識、了解後，很多人會加入這個合唱團，大聲唱出他們讚美的話，聲量大到讓在外面閒逛的人都能聽到。這就是被動投資的訊息如何成長、散布的方法。

## 一起響應被動投資吧！

被動投資的證據，很有深度也很廣泛。被動式的基金策略，結合審

慎的策略性資產配置，代表著有最佳機會，能夠符合長期的財務目標。

以下快速回顧，本書截至目前為止所涵蓋共同基金的內容：

- 追蹤市場標竿指數基金的低成本指數型基金、ETF，擊敗了大多數的主動式管理共同基金。
- 主動型基金擊敗指數型基金的機率，會隨著時間推進降低。
- 績效勝出的主動型基金，它們的超額報酬，遠低應支付的公平金額。
- 會在未來勝出的主動型基金，無法事先確認。

除此之外，以下是投資組合管理的事實回顧：

- 投資組合當中有愈多的主動型基金，績效要勝出的機會也就愈低。
- 持有這些主動型基金的時間愈久，績效要勝出的機會也就愈低。
- 戰術性資產配置包括市場擇時，會降低投資組合的預期報酬。

這些事實，在本書從頭到尾到的研究報告當中，都有充分的文獻記錄。因此，每個投資人何不就此擁抱被動投資的策略呢？本章的目的，是要提供一些一般性的想法，當證據明顯是對這種投資方法有利的時候，為什麼有許多人仍不奉行被動式投資。

## 三種不是指數化的投資人

非指數化的投資人，可以區分成三種：未被啟蒙者、愛唱反調者，以及拖延者。說得更明確一點：

1. 未被啟蒙者：不知道或不了解有關被動式投資的投資人。
2. 愛唱反調者：投資人知道關於被動投資的事，但是認為他們本身了解的更多。
3. 拖延者：了解、也接受被動投資的人，但是卻不執行這項策略。

不是每個人都會採取被動投資的路徑，或是知道它的存在。有些人從來不曾被啟蒙過，也有人拒絕這方面的開導，還有一些人相信被動投資的策略，但是卻永遠沒有完成實行。

## ■ 1. 未被啟蒙者

有利於被動投資的證據，很廣泛、也很有深度，而且媒體確實也談到它很多的益處，不過很多投資人還是不熟悉它的概念，或是不了解它的優點。這並不是他們的錯。華爾街、主動式管理共同基金產業花費大筆金錢，將訊息充斥在電視、平面媒體與網際網路，說他們的主動式策略，如果不是從災難中解救你，就是會讓你變得更有錢。這些訊息對投資人而言，是幫倒忙的行為，因為它們並不是真實的。不過，華爾街知道，關於投資，你愈是感到困惑、不知所措，他們能賺到的錢也愈多。

我個人一直到目前的經驗是，大多數使用主動式策略的人，並不知道有關被動投資的事，或是他們沒有好好了解它的好處。一旦他們獲得這方面的知識，通常他們都會對相關的方法，展開更充分的仔細檢查，並且對選擇加以權衡、考慮。

有時候，投資者通過員工退休金（例如美國401(k)退休持續計畫）在指數型基金中存有資金，但他們沒有意識到這一點。他們可能會進行這樣的投資，因為在工作環境裡，有人告訴他們：「買進這檔基金。」隨著市場的循環，這些人通常都會說一些關於指數型基金很有趣的事，例如：「這檔基金的表現真的很好！」或「這檔基金的表現太差

了！」。他們並沒有把市場目前的情況與他們擁有的基金的狀況，連結在一起。不過這種情形，只要一點點訓練、培養，就能獲得改善。

不知道有關被動投資的事或對它不了解，並不是一件壞事。人們對他們的錢「很感興趣」，也會想要學習。概念其實不難；它們只不過是不一樣而已。即使世界看起來是平的，我們也都藉由學習了解到它不是平的，同時也認識到地球是繞著太陽公轉，而不是反其道而行。任何人都應該了解到，較高的報酬是來自於維持較低的成本，即便華爾街用別的方法在鼓吹，也不要試著以擊敗市場為目的。

### （1）透過朋友幫助或閱讀適當書籍與網站

對沒有經驗的投資人而言，透過可以信任的親戚、同事或朋友，去學習有關被動投資的最好方法，而要加強這項學習一種最好的方法，是針對主題閱讀一本簡單的書。有幾本書，是適合被動投資的初學者。可以考慮比爾．蘇西斯的《不看盤，我才賺到大錢》（*The Coffeehouse Investor*），或約翰．柏格的《約翰柏格投資常識》（*The Little Book of Common Sense Investing*）。我也寫了一本適合初學者的書，書名是《嚴肅的錢》（*Serious Money*）。這本書從我個人的網站 [www.RickFerri.com](http://www.RickFerri.com)，以及我公司的網站 [www.PortfolioSolutions.com](http://www.PortfolioSolutions.com) 上面，都可以免費取得。

簡單來說，容易閱讀的被動投資書籍，可以捕獲一個人的興趣，而且會讓他想要學習更多事情。當人們看到那道曙光時，他們通常就會收集被動投資的叢書。毫無疑問，這些收集將包括，約翰．柏格的《共同基金必勝法則》（*Common Sense on Mutual Funds*），威廉．伯恩斯坦的《投資金律》（*The Four Pillars of Investing*）。除此之外，我寫的書籍《關於指數基金》，《指數股票型基金》以及《資產配置投資策略》也可供參。

對被動式的投資人而言，網際網路是另一種很好的學習工具；首要

的網站是[www.Bogleheads.org](http://www.Bogleheads.org) 柏格頭網站。這個有2萬個會員的線上網路社群，專門討論、宣傳領航集團創辦人、前董事長兼執行長的約翰．柏格，其投資理念與經營哲學。這個網站，並不是只有被動投資而已；它還包括，如何可以買到最划算的人壽保險、可以到哪裡買紅酒等，所有跟金融有關的事務。

說到柏格頭（Bogleheads，譯註：在美國推崇柏格投資理念的投資人，他們的自我稱呼），你可能會想要挑選由泰勒．雷利摩爾、梅爾．林道爾，以及麥可．勒巴夫三人撰寫的《鄉民的提早退休計畫》（*The Boglehead's Guide to Investing*）閱讀。還有更進一步的書，書名是《柏格頭退休規畫指南》（*The Boglehead's Guide to Retirement Planning*），內容有很多柏格頭的貢獻。

對於想要學習有關被動投資的人而言，另一個很有用的地方是，領航集團的網站[www.Vanguard.com](http://www.Vanguard.com)。他們可以在這裡學到，有關於費用會如何影響報酬；指數型基金是如何運作；如何創造資產配置；以及其他很廣泛的話題。它是提供關於投資、沒有偏見教育，一個很好的地方。

## （2）不應該在哪裡獲得被動投資的建議

你從哪裡得到投資的建議，是該建議品質好壞的關鍵。如果有人想要向你推銷，在某種方式之下他們會得到報酬的投資構想，他們通常會把他們的建議，包裹成一種時髦的成長趨勢，例如：替代能源或智慧型手機科技。這並不是建議，而是推銷術。一種可以確保你獲得客觀公正建議的方法，是去了解投資顧問在投資產業裡如何賺得他們的薪資。在理想的情況下，你取得投資建議的地方或提供你投資建議的人，他們不該因為銷售費用很高的產品或服務，而獲得他們的酬勞。

華爾街被稱為交易的「賣方」。尤其是經紀商，主要是藉由銷售投

資產品以賺取收入。這項收入，可以是佣金或固定費用，也可以是兩種方式都採用。當經紀人透過銷售類似而非更低成本的產品，來賺取較高額的佣金或費用時，會發生利益衝突的情況。

因為管理客戶的投資組合或提供投資顧問服務，而直接從客戶賺取費用的投資公司，稱為交易的「買方」。當投資顧問故意保留可能對投資組合管理有重要影響的資訊時，例如，因為主動策略支付給投資顧問的費用較高，而採取不實說明，並扭曲被動策略會比主動策略差，那麼買方就可能會發生利益衝突。

當你與業內人士討論投資時，最好向他們詢問，他們的公司是賣方還是買方。如果他是賣方，那你須小心並確保你得到的建議，沒有受到佣金沾染的影響。如果他是買方，那你必須站上瞭望臺，注意是否有任何會影響他們建議的保留訊息。如果投資顧問不知道賣方、買方的差別，那麼顯示他們在這一行經營的時間並不長，此時你更應該升起警惕的旗幟。

賣方與買方兩者，用於推銷主動式管理產品的典型銷售策略，是藉由投資顧問大談賺取高額報酬的潛在可能性。在這些對話中，經常會被遺漏的是，達成這種報酬的機率。最後，每個投資人都得自己再去計算，賺得高額報酬的成功機率。

如果你不評估投資的風險，那麼你就會讓自己陷入困境。投資騙局是藉由創造安全與高報酬的假象，來引誘他們的犧牲者。想想看伯納·馬多夫（Bernie Madoff）的情況。他告訴客戶，無論市場風險如何，他們每年都會賺得8%到10%的高額報酬。很明顯的，馬多夫的追隨者並沒有問他，這樣報酬是如何能夠在沒有損失風險的情況下年復一年的獲得；要不然就是，他們根本不想知道。

近幾年美國次級房貸的垮臺，又是另一個例子。有較高報酬的可能性，妨礙了很多機構投資人對次級房貸市場的判斷。經紀商將低品質的房貸重新包裝後，再將它們以AAA等級的有價證券，賣給保險公司、金

融公司、退休金計畫，甚至也賣給外國政府。銀行爭先搶著舀取數千筆的次級房貸業務，情況就跟小朋友在遊行隊伍裡，搶著要鏟空小丑拋出來的糖果一樣。高報酬加上低風險的誘惑力，使得這些公司在這種資產失敗的時候，陷入了危險境界。由於必須挽救這些大到不能倒的公司，因此納稅人也就陷入數十億美元壞帳的圈套裡。

### （3）華爾街銷售的是產品誘人的潛在效益，而不是產品本身

我在1988年時，以菜鳥證券經紀人的身分加入投資產業。就跟所有的新手一樣，我被送往公司位於紐約市的新進員工訓練中心，受訓三個星期，學習公司、產業的相關事情。那個學習訓練中心，跟學習投資並沒有太大關係。在那裡，我們主要是要學習銷售投資產品。

我們學到關於銷售投資產品的第一件事情是，貪心與恐懼會驅動大部分的決定，而公司預期我們會利用這些情緒，去影響客戶的決定。要能夠鍛鍊出這樣的能力，有部分的訓練是每天要打20通，冷漠的陌生拜訪電話給潛在投資人，並且向他們竭力推銷某個構想或要求見面會談。證券經紀人把這種方法稱為打電話賺錢（dialing for dollars，譯註：含有負面的言外之意，通常是指業務員利用電話，銷售投機性或欺騙性的投資產品）。即使在新進員工訓練中心，銷售競賽也是很普遍的事。打電話賺錢銷售成績最好的培訓新進人員，會獲得紐約高昂餐廳的免費晚餐，用餐完，還可以欣賞一齣百老匯的秀場節目。

我並沒有贏得任何免費晚餐或秀場節目，我的銷售技巧實在是太枯燥乏味，這讓指導我的人感到很灰心。他們強烈要求我停止說明相關的事實，並開始談論相關的好處效益。直到今天，我都還記得我被不斷被告知：「要銷售產品誘人的潛在效益，而不是產品本身！（編按：原文直翻為『要賣的是滋滋作響的煎牛排聲，而不是牛排』）」這句話的解釋是，銷售能夠帶給投資人好形象的投資產品，但省去大部分的事實與

細節。

為了改進我們的銷售技巧，培訓的新進人員也會得到一些書籍。其中一本書是里羅伊·葛洛斯（LeRoy Gross）寫的《銷售無形產品的藝術》（*The Art of Selling Intangibles*）。葛洛斯是1970、1980年代，美林證券很成功的證券經紀人。在他的書裡，他直截了當的說：「沒有什麼事情會比讓人垂涎欲滴、能夠獲利的想法，可以更快速捕捉到人們的興趣和注意了。如果潛在獲利很大，你的潛在客戶就會對你的下一個說明產生濃厚的興趣。」<sup>1</sup> 葛洛斯所說的是產品誘人的潛在效益，而不是產品本身。

你可能會對投資顧問的溝通技巧印象深刻，但這並不表示他們具備投資能力。我們必須確保所有的事實都有被揭露。尤其要注意的是，主動型基金的績效能勝過可相比的指數型基金績效的機率為多少，以及為什麼會勝出。在試著回答這些問題的時候，大多數的投資顧問會因此變得坐立不安，並採取防禦的態勢，因為對於這些問題，他們並不清楚。

#### （4）華爾街與指數化投資之間的戰鬥

在1980年代末期與1990年代早期，當我還在華爾街擔任證券經紀人的時候，被動投資對我的客戶名單而言，還沒有構成很大威脅。很少有客戶知道指數型基金是什麼，而且他們很少會提問。如果有客戶確實詢問關於被動投資的事，我們千篇一律的回答是：「指數型基金保證會有平均績效。不過我們知道，你選擇的投資績效會有更好的表現。」這樣的聲明是正確的沒錯，而且績效有可能還會更好，只是更好的可能性並不大。

指數型基金在1990年代末期，開始蠶食經紀業務。領航集團500指數型基金，很輕易的就擊敗大多數的主動型基金，與其他由經紀商銷售的高成本產品。這為指數化投資創造很多新聞輿論的好評，也讓主動式管理得到不好的評價。也因此，證券經紀人因為指數化投資巨人領航集

團以及其他指數化基金的提供者，開始流失數千個客戶，還有數十億美元的資產。

當證券經紀人看著他們的客戶從門裡飛奔而出時，華爾街也跟著撤退，變得緊縮。有些經銷商撰寫報告，舉出指數型基金的危險性，這是因為它們並不是主動式的管理。其他公司則是推出「核心探索」（core and explore）策略，錯誤的暗示市場非常沒有效率，因此主動型經理人的績效很容易就可以勝過指數型基金。當然，這些沒有一項是對的，不過對很多經紀商的客戶而言，這聽起來好像是真的，而且有助於減緩叛逃。

我當時工作的經紀商，在1990年代末期開始推出它自己的標準普爾500指數型基金，引人注目的是，該基金費用低廉且沒有佣金。這檔基金並沒有廣告，而且也沒有行銷文宣品。證券經紀人被吩咐，只有在客戶提到他們可能會將往來帳戶轉往其他公司買進指數型基金的時候，才向客戶建議這檔基金。

當時我對被動投資有很強烈的興趣，並且想為客戶轉變為全部都是持有低成本指數型基金的投資組合。那時候只有少數幾檔ETF，而我把客戶的錢都投資在那裡。不過，要投資領航集團或是其他提供指數型基金的公司，是不可能的；因為我們的公司，跟那些在銷售產品時沒有支付佣金或費用的公司，並沒有銷售關係。

十多年前，在我離開經紀產業後，產業的態度稍微有些改變。現在，華爾街的公司，對於收取費用的投資帳戶會勉強推銷ETF的投資組合。這些投資組合的成本當然不低，不過至少華爾街現在已經不情願的承認，除了主動式管理產品，被動投資也是一種選擇，至少可以成為投資組合的一部分。

## ■ 2. 愛唱反調者

2001年年初，在科技股的美夢泡沫破裂不久之後，普惠公司

（Paine Webber）跟蓋洛普民意調查公司，對個別投資人以及他們對股票市場報酬的展望進行了調查。這些人被要求，提供他們對市場12個月的預測，還有對他們自己個人投資帳戶的預測。回答者推測該年的市場報酬為10.3%，並且預估他們個人的報酬將會是11.7%。<sup>2</sup> 這些投資人認為，當年度他們將會以高達1.4%平均水準來擊敗市場。

隨後幾年的蓋洛普民意調查，也顯示相同結果。回答調查的人認為，他們將會賺得比市場報酬高1.5%的報酬。我們知道，那是不可能發生的。人們對於他們的投資能力，表現得很不切實際。行為金融學有助於解釋，為什麼人們產生過度自信。

### ● 行為金融學

行為金融學是金融分析的一個分支，它使用社會、認知及情緒因子，來了解投資人經濟上的信念與決策。它的開端，起源於1979年丹尼爾·康納曼（Daniel Kahneman）與阿摩司·特沃斯基（Amos Tversky），一篇投資人行為的革命性論文。他們的論文提出一項新理論，稱為展望理論（「展望」在這裡的意思是「碰運氣的事」）。展望理論描述，人們如何根據他們分析潛在的損失與支付的報酬來做出選擇。<sup>3</sup>

展望理論非常複雜，而且超出本書的範圍。不過，傑森·茲威格（Jason Zweig）撰寫的《投資進化論》（*Your Money & Your Brain*），對這一理論和其他行為金融學的理論進行了精采的闡述，並且讓人容易閱讀。想要更深入鑽研這個領域，這本書是很好的起始點。茲威格在書的開篇寫到：「在人們嘗試努力的全部範圍裡，可能沒有什麼事情會像投資那樣，讓那麼多聰明的人感到自己是愚笨的。」<sup>4</sup> 我還想要補充的是：「.....而且人們永遠也不會承認這一點。」

我沒有聲稱自己是行為金融學的專家。本章接下來的內容，簡要描述了在我看來是，主動對被動爭論中的驅動因子的認知問題。這些因

子，並沒有任何特定順序。

### （1）每個人都是這麼做

「有這麼多人都能擊敗市場，那我何不也嘗試看看？相信要做到應該不會很難。」也就是說，它看起來好像很容易。瀏覽一下任一期流行的財經雜誌，你會得出這樣的印象：比起實際的情況，你覺得有很多人都擊敗市場。這是因為媒體只訪談成功的投資人，而且只有績效成功的基金會廣告，而大多數的輸家，則是靜靜的坐在幕後隱蔽的地方。

希望能夠擊敗市場，它推銷的不只是主動式管理而已，它還促進雜誌、時事通訊、網站訂閱、書籍，以及技術分析交易程式的銷售。在美國連鎖書店巴諾書店（Barnes & Noble）的網站搜尋書名帶有「擊敗市場」的書，會得到68個種推薦結果。如果這些書裡面的方法真的行得通，那究竟為什麼有人願意在書裡或時事通訊當中，洩漏這些無價勝出的祕密？這是不合理的。

〈一位共同基金前記者的告白〉（Confessions of a Former Mutual Funds Reporter），是一篇很吸引人，刊載於1999年《財富雜誌》上的文章。我們不知道作者是誰，不過我們知道的是，該作者曾在大型個人金融雜誌擔任共同基金的記者。開頭段落告訴大家：

共同基金記者過著祕密的投資生活。白天的時候，我們寫的是「現在要買進的六檔基金！」彷彿我們對危險的科技產業很感興趣；我們似乎也對一個星期就會有的報酬，深深感到著迷。不過，到了夜晚，我們投資於理性的指數型基金。<sup>5</sup>

那位匿名的記者承認，他／她對於利用熱門基金的建議誤導讀者，感到有些擔心，不過雜誌的編輯保證，只要是看似合理的建議，就個人金融雜誌而言，建議的結果是否正確，其實無所謂。

## （2）為個人利益做不合禮法的事

主動式管理在投資市場中，占主要地位。位居主動式管理背後的公司，每年花費數十億美元的廣告費，以保有這個支配的優勢地位。這些廣告花費，毫無疑問驅動媒體的報導內容。

吉姆·克瑞莫（Jim Cramer）是能力靈活的避險基金經理人，同時也是流行媒體的知名人物。他為人熟知的是，偶爾會在電視或新聞媒體上發表激昂的浮誇言論。很多時候，他有毒的飛鏢都會射向公司高階主管或是政府的政策；克瑞莫偶爾也會瞄準共同基金產業。不過，他還是得小心從他口中說出的話。以下是克瑞莫在網路上，毫不加以掩飾的評論：

我個人曾多次被該行業的重要廣告商告知，他們不希望有任何關於共同基金的「評論」（貶抑）。在這個行業的領域裡，共同基金付出太多的廣告費用……。如果你了解我們媒體在忽視這些很糟糕的績效所承受的壓力，那你就能夠了解，為什麼有這麼多人繼續支持這些基金。他們之所以對這些基金不離不棄，是因為他們認為既聽不到也看不到損失的概念，能讓廣告商滿意。<sup>6</sup>

績效勝出基金的過度曝光，績效失敗基金的被隱藏，製造出績效勝出基金比績效失敗基金來得多的錯覺。基於這些與其他原因，使得一般投資大眾認為，擊敗市場的可能性要比實際情況高出很多。

## （3）贏家的詛咒

投資人決策的隨機結果，會對於未來的決定有很重要的影響。如果投資人因為幸運選到股票獲得超額報酬，他們通常會把他們的成功，歸因於運氣以外的事物；這種情況，被稱為「贏家的詛咒」。

輪盤是一種不需要技能、隨機數字的賭場遊戲。輪盤上會有一顆球在轉動，然後隨機停在1到38的不同數字上，這些數字包括0與00。正確猜到數字的人，就是遊戲的贏家，而這並不涉及任何技能。想像有人連續好幾天，因為玩輪盤而贏錢。在某個時間點，他們會開始覺得奇怪，而且開始懷疑自己是否具有某種非凡的洞察力。他們可能會開始相信這些數字中存在模式，而且他們腦中的潛意識也能捕捉到這些模式。他們開始將不存在的個人能力合理化。

很受歡迎的美國電視節目《一擲千金》（*Deal or No Deal*），為研究人員提供了分析過去行動如何影響未來決定的機會。他們觀察來自三個國家數千位參賽者參與比賽的情況，以及這些參賽者在遊戲中所做出的選擇。<sup>7</sup>

《一擲千金》的節目參賽者並不需要有什麼技能。節目提供26個手提箱會展現在參賽者眼前，每個箱子裡都隱藏了一個從0.01美元到1百萬美元的金額數目。參賽者一旦選定其中的一個手提箱後，便擁有該箱子裡的未知獎金。然後其他25個手提箱，會一個接著一個被打開來；遊戲偶爾會中斷，因為節目裡的銀行家會提供參賽者一定的金額——此時參賽者就可以不繼續參加遊戲，把這筆確定的錢拿走。如果參賽者說「交易不成立」，就會繼續打開更多的手提箱，然後銀行家還會再提供參賽者新的金額。遊戲繼續按照這種方式進行，參賽者不是接受銀行家提出的金額結束遊戲，就是拒絕所有的提議，在最後得到他所選擇的第一個手提箱裡的獎金。

諷刺的是，手提箱打開的順序會影響未來的決定。遊戲早期階段時參賽者打開的是哪個手提箱，會使得參賽者面對風險的態度有所改變。研究人員發現，在遊戲的早期階段成功，會導致人們稍後在遊戲時，改變他們對風險的偏好。當早期打開的是數量不等的小金額或大金額的手提箱時，參賽者會傾向藉由繼續玩遊戲，提高他們的風險偏好（他們會向節目組表示「交易不成立」）。相較之下，那些在早期開出數量較多

大金額手提箱的參賽者，會有較高的傾向選擇與節目組達成交易，即使所有參賽者在每場遊戲中獲勝的賠率與報酬都是相同的。

投資者的決定，是依照路徑決定的。在沒有特別能力的情況下，接連贏得幾次賭注的人，通常會將運氣誤解為能力，而這將引領他們裝成彷彿具有能力的樣子。如果投資人相信，他們感受到的投資能力會增加他們成功的可能性，那麼他們就很容易使用主動式管理策略，儘管這個可能性實際上並沒有發生。這種對於能力上的錯誤信念，讓很多投資人維持主動式策略，而這也降低他們成功的機率。

#### （4）會計學的能力不好

很多人會認為他們的投資能力很優越的原因，在於他們的會計學能力不好。他們認為，他們投資績效的表現比實際情況還要好。然而事實上，大多數人對於他們自己的投資績效，只有模糊的概念而已。

1990年代，一個會計學能力不好的有名例子，發生在美國伊利諾伊州的比爾茲敦當地投資俱樂部的成員身上。在比爾茲敦淑女俱樂部

（Beardstown Ladies）的女士成員們，宣稱有驚人的投資結果後，在1990年代中期瞬間成為媒體名人。該俱樂部的報告指出，截至1993年止的10年裡，相對於標準普爾500指數14.9%的報酬，她們的複利報酬率是23.4%。這些女士們表示，她們的投資能力，可能來自於身為家庭主婦，定期購買例如麥當勞、可口可樂公司產品所生成的洞察力。

這樣的成就，將比爾茲敦淑女投資俱樂部，推向美國全國性的明星地位。俱樂部成員出席電視台晨間節目，也出現在廣告當中，並且在廣播節目裡談話、陳述意見。為了不錯失賺錢的機會，該俱樂部也出版一本個人理財與投資的暢銷書。

當某件事情好得令人難以置信的時候，它可能就是假的。1997年末，《芝加哥》雜誌的一個記者注意到，關於俱樂部投資結果中的奇怪之處。在重新計算數字之後，他發現有人為錯誤。女士們實際的報酬只

有9.1%，遠低於她們描述的23.4%，而且比標準普爾500指數少了6%。由於這項錯誤很大，資誠聯合會計師事務所（Price Waterhouse）被要求仔細計算報酬，以消除誤解。經過最後的計算，俱樂部最擔心害怕的情況，終於成為事實。

多年來，這些女士都會將每個月應支付的款項，存入她們投資組合的帳戶裡，因此她們就有更多的錢可以買股票。錯誤的地方在於，每月應支付的款項，在加入投資組合帳戶中的餘額時，被當成是投資收益，而不是提撥金額。這樣的錯誤，造成投資績效看起來好像比實際結果高出許多。該俱樂部尷尬的財務長，因為對她們會計軟體誤解而造成的錯誤，受到指責。<sup>8</sup>

投資人試圖確定投資結果時，出現報酬計算錯誤是非常常見的。帳戶增加的金額與提出的金額，要用正確的方法處理。不適當的會計處理方法，很快就會扭曲報酬，並且給投資人帶來錯誤的成就感。這些錯誤會隨著時間演進，變得更加惡化。

現在投資人可以透過購買電腦程式或使用任何一種網路應用程式，便可以很容易正確計算投資組合的績效。很多經紀商現在也提供他們的客戶這項免費資訊。維持準確的績效結果，是揭露主動式管理不足的最佳方法之一。

### （5）不適當的標竿指數

計算正確的投資績效，只算是戰役的一半。投資人一旦知道他們的實際報酬，他們就會想要將結果跟適當的市場標竿指數做比較。這可以確定帳戶的績效，是否與相當、可比較的指數一致。

選擇適當的標竿指數，通常是一件困難的工作。相對應的標竿指數，可以反映投資組合經理人追蹤的資產類別與投資策略。

通常沒有單一標竿指數，能夠反映投資策略或投資組合當中的資產類別。在這種情況下，可以創造一個符合管理帳戶，使用適當調和指數

做成的訂做指數。如果某個帳戶持有一些債券或債券基金，那麼該帳戶的標竿指數將包含債券指數。如果某個帳戶有外國的股票配置，那麼標竿指數要包含一定比例的外國股票指數。如果經理人買進小型資本股票，那標竿指數要包括一部分的小型資本股票。

在投資顧問產業裡，一種經常出現且令人感到遺憾的作法是，故意使用不適當的標竿指數。這種作法會戲劇性的扭曲投資顧問的能力或使投資顧問失去能力。無論什麼時候，只要投資顧問自稱他們的績效比指定的標竿指數多出4%到5%，警示紅旗就應升起，因為這種情況是不會發生的；沒有哪個投資顧問有這麼優秀的能力。

更多時候，比標竿指數呈現更高報酬的投資顧問，是因為他們使用可以很容易就可以擊敗的不適當標竿指數來做比較。如果這個標竿指數的績效開始勝過投資顧問，那投資顧問就會改變標竿指數。這使得經理人原本平庸的績效看起來比實際上更好，也會讓不了解情況的客戶與潛在客戶留下深刻的印象。

投資顧問績效報告的作法可能是很糟糕的，因為沒有一個標準化、統一的作法。投資顧問績效報告，基本上不受到美國證券管理委員會的管制。根據績效報告的設計方式看來，很多個別投資人都被他們的投資顧問隱瞞，以至於他們從來永遠不曾真正知道，他們帳戶的績效表現相對於適當的標竿指數如何。

這裡有個關於一個投資顧問的真實故事，這個顧問將潛在客戶與現有客戶的績效跟不適當指數做比較，藉此故意誤導這些人。這是在2010年初，當時我正參加一場航空公司退休駕駛員的會議。會場上有一些其他投資顧問公司，正向這些未來的退休人員尋求業務機會。我詢問其中一位投資顧問，其公司是使用被動或主動投資策略。他說他的公司是主動式管理，接著我們就有了下列這段有趣的對談交流。

「你過去的績效表現如何？」我這麼問。

「很不錯！過去十年來，我們擊敗標準普爾500指數，績效多出4%。」

「標準普爾500指數是你的標竿指數？所以你是美國大型資本股票的經理人？」

「不是。我們利用很多投資產品，例如，國庫債券、各種商品以及外國股票。」

「那麼你為什麼用標準普爾500指數當作標竿指數？你應該使用包括債券、商品以及外國股票的綜合標竿指數才對。」

「嗯.....聽我說.....你跟我都知道，參加這場會議的人，都不是很精明或是很有經驗的人。他們並不知道不同標竿指數的差別。因此，我們告訴他們想聽的話術。我們跟他們說，我們擊敗市場。」

「好，讓我把事實弄清楚。在過去十年裡，你衡量客戶的績效時，使用很容易就能擊敗市場的不適當標竿指數，這讓你的績效看起來比實際上好很多，然後你將這樣的作法辯解為，這些是你的客戶想要聽到的內容。我這麼說，對嗎？」

隨著我說的那段話，我們的對話突然就結束了。

標準普爾500指數對美國大型資本股票經理人而言，是很好的標竿指數。它也可以在綜合指數當中使用。然而，衡量多重資產類別的投資組合時，用標準普爾500指數並不恰當。除此之外，它是很多投資顧問會選擇做比較的唯一指數，因為過去十年來，很輕易就可以勝過標準普爾500指數。

## （6）扭曲事實也不願承認錯誤

你不喜歡你今年的報酬結果嗎？再等一年，你會認為今年結果是比較好的。如果詢問任何投資人，他們共同基金去年的績效如何，那你很可能會得到一些出人意外的結果。大多數的回答將會是，偏離了幾個百

分點，而且方向永遠是會讓他們的選擇，看起來變得更好。

研究人員詢問兩組性質不同的投資人，回想去年他們的基金績效表現如何。面談的第一組人員是建築師，他們被要求，估計他們美國401(k)退休儲蓄計畫選項的基金報酬。這組的人，高估他們過去的績效多出5.1%。第二組的人員，是由屬於美國散戶投資人協會（American Association of Individual Investors, AAI）的成員組成，它是一個大多數都是非專業投資人的組織，成員都很喜愛學習關於市場的一切。比起建築師，相信這組人員擁有更多投資相關事物的知識。他們高估過去的績效，多了3.4%。<sup>9</sup>

整體的結果，跟認知失調理論是一致的。投資人寧願扭曲事實，也不願承認他們沒有特殊的投資能力。這使得要修正錯誤的投資策略，變得很困難。

### （7）職業化的選擇性記憶

華爾街已經把認知失調，轉變為一種商業模式。你是否曾經聽經紀商說過，他們對於投資的建議是錯誤的？經紀商的分析師會說，他們的建議，只是過早或太晚而已，但絕對不會說建議是錯誤的。而且如果你想要讓投資顧問承認，他們所選擇的共同基金多年來績效低於市場表現，那會面臨一些困難。在投資產業裡，每個人都認為他們自己的績效高於平均值，要不然就是從不承認自己的績效沒有高於平均值。

去找任何的投資顧問，並且請他推薦一個很優異的主動型經理人。幾乎可以保證的是，你將會看到共同基金、私人帳戶經理人，最近有很高的相對報酬績效。同時會呈現給你看的，還有使用這些基金的假設性投資組合的綜合報酬。假設性投資組合的報酬，在這個產業裡是相當流行的。你將很少會看到，先前建議的投資組合的實際結果，因為它們大多數的績效都不好。

說實話，現今很多投資顧問建議的共同基金、私人投資組合經理

人，跟五年前所建議的項目、人選都不相同。如果你要求某個投資顧問展示，他們在1999年或從2005年的共同基金推薦名單及後續績效報告，那你其實很可能拿不到那些資訊。透過不呈現過去的建議清單、實際的報酬結果，以及藉由只展現一群過去績效表現很好、新的經理人名單，投資顧問在他們客戶的想法裡，製造了經理人是有能力的錯覺。

### ■ 3. 拖延者

在認知、了解與投入之間，會有很多的時間與空間。知道指數型基金存在的投資人，可能永遠不會進行下一個步驟，去讓自己了解為什麼被動投資對他們是最有利的。而清楚了解問題並認同指數化投資的人，也可能永遠不會投入於這個策略。

為什麼會發生不投入的情況？大概是因為缺乏信心，也可能是因為有所延遲，又或許他們希望目前的策略在某天會好轉。英國經濟學家約翰·梅納德·凱因斯（John Maynard Keynes）曾經說過：「我們做決策時所根據的長期預期狀態，並不僅僅是取決於我們所能做出最有可能的預測。它同時也取決於我們進行預測的信心。」<sup>10</sup> 按照凱因斯的說法，投資人對被動投資策略缺乏信心，可能是沒有投入的關鍵原因。

對被動投資建立信心，是需要花時間的。我在1980年代早期，開始意識到這個方法。然而，一直到1990年代早期，我開始在投資產業的銷售部門工作之後，才開始完全欣賞這個策略，而且我還花了幾年的時間，最後才全部將主動式投資丟棄，徹底轉換為被動式的方法。那是我做過最明智的投資決策，而我記得，那是我投資生涯中最沉著冷靜的時刻之一。就跟愈來愈多的投資人一樣，我對我決定要執行完全的被動投資方法，徹底的感到坦然、自在。

#### （1）稟賦效應（The Endowment Effect）

當投資人認為他們所擁有的比他們所沒有的更好時，就會出現稟賦效應，儘管這種信念經由論證證明並不是真的。<sup>11</sup> 擁有績效表現很差的主動式管理共同基金的人，會比沒有擁有這些基金的人，來得更看重這些基金。很多人都會忠於績效表現很差的主動式管理共同基金，是因為即使沒有什麼相關事物可以做為預測的基礎，但他們卻自己預見將來會有比較好的績效。<sup>12</sup>

投資人有種傾向，會持有績效失敗的投資項目太久的時間，但是又會太快就把績效勝出的投資項目賣出。加州大學教授托倫斯·奧丁（Terrence Odean）分析一家大型折扣經紀商1萬個帳戶的交易紀錄時發現，投資人展現出強烈偏好，喜歡賣出績效勝出而不是績效失敗的投資項目。他們的行為，好像並沒有受到想要對投資組合進行再平衡，或是避免低價格股票的較高交易成本所刺激。<sup>13</sup>

將績效失敗的投資項目賣出，就是承認投資錯誤。很多投資人寧願繼續持有他們績效失敗的投資項目，並且等到它們的價格恢復，而不是接受損失轉變為不同的策略。我在工作的時候，看到稟賦效應在投資管理的交易當中出現過。在空頭市場，新客戶的詢價次數會大幅減少，這是因為人們拒絕改變策略的想法造成，直到他們能夠補足他們部分的損失之後，情況才會有所改變。應繳稅的投資人，會因為稟賦效應而受到妨礙，因為空頭市場，是賣出績效失敗的投資項目，讓他們轉變策略的理想時間點。這段期間會產生最少的資本利得，造成最大金額的課稅損失。課稅損失可以在未來使用資本利得抵銷，以降低一般的課稅所得。

## （2）失落之地

許多投資者開始轉向被動式投資組合，但是卻從來沒有好好把它完成。有一半的投資組合，是管理效率很高的低成本指數型基金，另一半依然被管理效率很低的傳統主動型基金困住。這所創造的，除了一團糟的投資組合之外，其他一無是處。

由大衛．史雲生撰寫的一本很出色的書《開創性投資組合管理》（*Pioneering Portfolio Management*），對這個中間點的情況提出看法：「妥協是不存在的。低成本的被動策略，適合絕大多數沒有時間、資源與能力，可以做出高品質主動式管理決策的個別投資人、機構投資人。」<sup>14</sup>

每個研究被動管理解決方法的人，最後都需要做出決定；確認他們是否真的要採用被動式的方法。中間點是沒有效率的，它是行不通的。而且很可能的機會是，你會滑落回到主動式的那一方。

### （3）改變方向卻沒有堅持到底

被動投資組合管理的擁護者，會跟你說，被動式策略很簡單。很容易就能做好基金的選擇，要弄清楚資產配置的方法並不困難，而且不用費力就能執行、維持投資組合。不過他們通常會遺漏最困難的因素——「情緒」。

要堅持被動策略，說的比做的還要容易，因為我們人類的情緒，往往會戰勝我們自己。奉行被動策略需要一個信念，那就是市場會在長期時間裡照顧好我們。這在多頭市場，聽起來是個好計畫，但是在空頭市場會如何呢？在困難時期，你會聽到主動策略那一方說「這次是不一樣的」以及「指數化投資在這種環境是行不通的」。你必須將這種噪音去除，不然它會將你撕裂、扯破，直到你投降為止，而那將會破壞你長期的計畫。

「堅持到底」是戰爭或戰鬥的情境中，使用的一種措辭，意思是無論遭遇何種障礙或批評，都要追求目標。約翰．柏格將這個術語的最新用法普及化。在市場艱困時期，面對逆境時不要猶豫，要「堅持到底」！

如果你能夠把握住夢想，被動投資是適合你的。下列的內容，改編自在經過市場變動非常激烈的一段期間之後的2010年，我替Forbes.com

網站寫的一篇文章。它說明了，好的意圖但是缺乏承諾，通常會退化成較差的績效表現。<sup>15</sup>

### 穩健操盤手在不穩定的市場裡，將會有所收穫

---

每年的十二月，我的四個朋友都會聚在咖啡店裡，交流談話、輕鬆的話題，並且談論投資的事情。接著四個人會決定，他們的投資組合是否有需要改變的地方，如果有，離開店裡之後，就去進行變動。

在2007年12月的聚會時，我的朋友採用很理性、明智的時尚作法，討論現代投資組合理論。這個方法是環繞在，一組由股票與債券建立而成不同比率的投資組合，之後每年會進行一次再平衡，以維持原來的權重。這種作法的構想是，像這樣穩健艾迪（Steady Eddie，編按，比喻可靠且始終如一）的投資步驟，將可以保持投資組合的完整性，並且提高長期的潛在報酬。

四個朋友全都決定，要試試看現代的投資組合理論。2008年開始的時候，他們每個人，在兩檔追蹤股票與債券指數的指數股票型基金上，都各自投資100,000美元。其中的60,000美元投入在領航集團美國整體股票市場的ETF，而他40,000美元則投入於領航集團整體債券市場指數的ETF。他們的計畫是，隨後每年會進行再平衡，以恢復60 / 40的組合。

就我們現在所知道的，2008年對股票而言，注定是很嚴苛的一年。我的這四個朋友都賠錢了，到了年底的時候，他們100,000美元的投資組合，每個人都減少縮小為80,567美元。

2008年12月聚會時，大家的心情是憂鬱陰沉的。談話內容集中在政府的紓困援助，像氣球一般鼓起來的美國聯邦政府赤字，還有

突然侵襲美國那普遍消沉沮喪的風氣。當討論話題轉到投資的時候，有關未來的情況大家則表示嚴重關切。最後，四個朋友都質問，對新的投資環境而言，現代的投資組合理論論，是否是正確的策略？

在缺乏一致協議的信號下，最後四個人各自追求不同的路徑：

- 驚慌失措的彼特決定，他再也受不了了。他把購買的領航集團追蹤股票指數的ETF，在2009年初全部賣出，然後把錢投入他的債券指數型基金。
- 緊張不安的妮莉，同樣對於股票市場感到擔心，在大約相同的時間，她賣出持有的一半股票。她同樣也將得到的款項，買進追蹤債券指數表現的ETF。
- 觀望、等著瞧的威利，不知道該怎麼辦才好，因此除了擔心之外，他什麼事也沒有做。
- 紀律嚴明的黛安，繼續堅持原來的計畫，並在2009年開始的時候進行再平衡，彷彿對肆虐在她周圍的股票市場風暴，感到不以為意。她從她追蹤債券指數表現的指數股票型基金裡提出大約10,000元，將這筆錢投入追蹤股票指數的ETF；這麼做，導致她的投資組合回復到股票60%、債券40%的配置目標。

跟其他人相比較，黛安並沒有比其他人清楚，股票市場在未來一年將會發生什麼事情。不過，她見識過不少次的不景氣，已經知道股票市場跟整體經濟最後都會自己恢復正常。然而，這並不是她堅持到底的主要原因。黛安告訴我，她對跟隨買進、賣出的建議感到疲累，想要有一個更穩定、長期的計畫。現代的投資組合理論，

就是那項計畫。

今年稍早的時候，我詢問了我的朋友們，他們帳戶裡的100,000美元，在2009年的績效表現如何。以下是他們績效結果的摘要：

	2009 年年終的金額	2008-2009 年總報酬率
驚慌失措的彼特	83,526	-16.5%
緊張不安的妮莉	90,320	-9.7%
觀望、等著瞧的威利	93,053	-6.9%
紀律嚴明的黛安	95,706	-4.3%

紀律嚴明的黛安，遠遠勝過驚慌失措的彼特與緊張不安的妮莉，這兩人在經濟衰退期間，都賣出他們的投資（請看上方的表）。她的報酬，同時也比觀望、等著瞧的威利的報酬，多出大約2.6個百分點。黛安會賺得這個超額報酬，是因為去年她有進行再平衡，而觀望、等著瞧的威利並沒有這麼做。

黛安的結果提供一個很好的例子，說明為什麼買進、持有並再平衡的策略，對長期的投資人而言，比買進、持有然後不做任何事情的策略更有利——而且跟市場擇時能力的策略比起來，也更是有利的。

資料來源：Forbes.com，2010年3月8日

## 投資是很嚴肅的事

把你辛苦賺到的錢拿去投資，是很嚴肅的事。投資這項工作，應該要以像是選擇職業時，同樣慎重、完整且有紀律的方式處理。做的研究必須要很徹底，而且正確。一旦找到最佳的解答，就應該執行，並且用最強的自律方式維持它。這是你能夠享有長期成功的最佳機會。

致力於為投資策略做出奉獻，跟把自己獻出給職業生涯，並沒有什麼不同。任何職業要變得精通、熟練之前，都需要花多年的時間訓練。不過有很多人在管理他們的投資組合時，跟在面對他們的職業時相差很大。他們不是沒有長期的計畫，不然就是沒有堅持夠久的時間，讓計畫發揮作用。

成功的被動式投資人，都是遵守紀律的。他們把這項策略，當做是長期的承諾。總是會有幾年的時間，主動式管理投資組合的績效，會勝過被動投資組合的績效，但是主動型基金績效勝出的部分，不會太多，而且也不會持續太久。對被動投資堅持到底，在未來是行得通的。

### ■ 做出改變並且堅持到底

我曾經常常被問到，投資人是否應該拋售他們全部的主動式管理共同基金，並且買進所有的指數型基金，或是「當時間點看起來好像是正確的時候」他們才應該逐步採取行動。我的答案是，拋售主動式投資後，跳進被動投資。照著做，就對了。

我認為沒有可以耽擱而不進行改變的理由。老套的主動型基金，其績效將會改善的可能性是微乎其微。一旦你做成決定，但卻拖拖拉拉的做，轉變是永遠無法達成。因此，做就對了。正如耐吉公司（Nike）廣

告詞所說：只管去做（Just do it）！去掉老套的主動式策略，採取新的被動式方法。一旦完成轉變，你就能感到放心，而且你的投資組合也都會做好準備。

## 小結

被動投資是複雜問題的簡單解答。以明智的投資組合政策為基礎，維持指數型基金的投資組合，有最高機率會符合你的財務目標。

那麼，為什麼沒有更多人追隨這個方法？有各種原因，包括缺少認知、缺少了解、缺少對它的信念，以及單純的耽擱。不了解被動投資的人，需要一個起始點和支持網絡，以幫助他們順著正確方向移動。還缺少投入的人，應該看看他們投資組合的績效，並且將報酬跟標竿指數做比較，如此他們就可以清楚看到，他們正使自己受到傷害。

閱讀其他書籍，或聆聽指數化投資專家的激勵性演說，或是觀看影音節目，來產生的少許推動力量，可以讓拖延的人變得徹底忠誠、堅定。這當中，加入了堅定的信念與鼓勵。

被動投資是行得通的。發現它；學習更多關於它的事情；對它了解愈多，愈是對它信任；執行它；追隨它；然後跟其他人說關於它的一切。在你做了轉變之後，你的財務狀況會變得更好，而且跟隨你的人，也會變好。一旦你對被動投資做出承諾，這將是一生的事。你不會再回頭去看主動式投資管理。

## 附註

1. LeRoy Gross, *The Art Selling Intangibles: How to Make Your Millions Investing Other People's Money* (New York: Simon & Schuster, 1988). The firm I worked for was Kidder, Peabody, Inc. The firm was wholly acquired by General Electric in the late 1989 and sold in part to UBS in 1994.

2. John R. Nofsinger, *The Psychology of Investing*, 3rd ed. (New Jersey: Pearson, 2008), 11.
3. Daniel Kahneman and Amos Tversky, "Prospect Theory: An Analysis of Decision under Risk," *Econometrica* 47 (1979): 263-291.
4. Jason Zweig, *Your Money & Your Brain* (New York: Simon & Schuster, 2007), 1.
5. Anonymous, "Confessions of a Former Mutual Funds Reporter," *Fortune*, April 26, 1999.
6. James J. Cramer, "Cramer: Mutual Fund Advertising" April 2, 2008. [www.abcnews.go.com](http://www.abcnews.go.com).
7. Thierry Post, Martijn J. Van den Assem, Guido Baltussen, and Richard H. Thaler, "Deal or No Deal? Decision Making under Risk in a Large-Payoff Game Show," *American Economic Review* 98, no. 1 (March 2008): 38-71.
8. Calmetta Coleman, "Beardstown Ladies Fees Up to Big Goof," *Wall Street Journal*, Mar. 18, 1998, cl.
9. William N. Goetzmann and Nadav Peles, "Cognitive Dissonance and Mutual Fund Investors," *Journal of Financial Research* 20, no. 2 (1997): 145-58.
10. John Maynard Keynes. *The General Theory of Employment, Interest and Money* (1936; repr., Boston: Houghton Mifflin Harcourt, 1964), 148.
11. Richard H. Thaler, "Toward a Positive Theory of Consumer Choice," *Journal of Economic Behavior and Organization* 1, no. 1 (1980): 39-60.
12. Goetzmann and Peles, 1997.
13. Terrance Odean "Are Investors Reluctant to Realize Their Losses?" *The Journal of Finance* 53, no. 5 (October 1998): 1775-1798.
14. David F. Swensen, *Pioneering Portfolio Management*, 2nd ed. (New York, Free Press, 2009) 3.
15. Richard A. Ferri, "A Study Hand Pays Off in Unsteady Markets," *Forbes.com*, March 8, 2010.

---

第 3 部

---

**投入新信仰，實行  
被動投資的各種方法**



## 第 10 章

# 實施被動投資的 事前準備

被動投資的投資效力很大，它是今日投資人績效會勝出的解答。幾年前，要建立涵蓋所有資產類別的指數型基金、ETF，還是不可能的事情；而目前已經不再是那樣的情況。橫跨全球市場的每個主要資產類別與投資風格裡，都有被動式基金。

這個成功的投資經驗，取決於三個關鍵要素：制定審慎的投資政策、全面執行該項政策，以及不論在市場情況好或壞的時候都有紀律的堅持計畫。當被動投資政策得到審慎制定、徹底執行和嚴格維持時，財務成功的可能性將會以指數般的倍數成長。本章內容將對這個過程是如何發生，做概略敘述。

## 建立投資策略的五個步驟

創造並執行被動投資計畫的過程，有五個步驟：

1. 藉由了解投資人的收入需求、時程、稅務情況、處理風險的能力，以及特殊狀況，來決定投資組合的目標。
2. 分析各種資產類別，以決定它們長期的風險、報酬，跟其他資產類別的相關性，以及稅務效率（如果適用的話）。
3. 創造一個反映投資目標的適當策略性資產配置。
4. 選出最能代表每個資產類別的有價證券。低成本的指數型基金、ETF都是很好的選擇，因為它們提供廣泛的多樣化，並緊密追蹤市場指數。

5. 徹底執行計畫，並透過不定期的再平衡來維持策略性資產配置，以控制投資組合的風險，同時提高報酬。

這五個步驟引導出書面的投資政策說明書（Investment policy statement, IPS）。投資政策說明書是把結構記錄下來，就長期而言，將有助於確保公平、公正的投資結果。本章最後將提供投資政策說明書的建議。

## ■ 步驟1：了解並定義需求

投資的目的是要滿足財務需求。或許你正嘗試要提供足夠的稅後收入，以應付你每個月的帳單費用；也可能是你努力要讓你的資產成長，以滿足長期需求。在承諾把資金投入策略之前，先描繪出投資目的的輪廓，將可以明確的按照適當順序，把事情做好。

投資策略根據投資人不同的需求而有所差異。個別投資人跟機構投資人，是不一樣的。個別投資人為他們自己與他們心愛的人進行投資。個別投資人做的選擇與採取的行動，對他們的財富以及要轉移到他們繼承人的財富，都會有影響。相較之下，機構投資人是替別人管理財產。機構投資人做的選擇與採取的行動，會影響別人的生活。機構投資人有受托義務，在進行投資時，要符合這些資產所有人與受益人的最大利益。這些受托帳戶包括但不限於退休金、校務基金與基金會。

### （1）個別投資人

個別投資人會發現，在做投資決策之前，先做些基本的財務規畫是很有幫助的。去估計你現有以及未來已知的收入來源，並且將它們跟你現在與未來應支付的需求開支做比較，是很重要的。你的投資組合需要有多少收入？所需要的投資項目的現金流量是高或低？這些答案對投資

政策會造成很大的差異。

個別投資人在一生當中，通常會面臨五大需求開支：教育費用、擁有房子、退休基金、慈善捐款，以及將遺產給予心愛的人。最後兩種需求，通常是在生命較晚期階段，而且只有在前三種需求足夠支付之後才會考慮。五大需求開支並沒有包括每日生活費用，如食物、衣服等必需品，或是像渡假、娛樂消遣等隨意項目。

要跟現在與未來需求開支相匹配的收入，很可能是源自於各種不同來源：盈餘、投資、美國的社會安全（Social Security）福利金，還有可能的退休金。繼承遺產，同樣也可能是未來的一種收入來源。經由繼承的個人退休金帳戶（Individual Retirement Account），每年會依據帳戶的金額大小和已故者的年齡來支付款項。逐年分析現金的流入與流出，可以提供進行投資需要多少現金的清楚圖像，這對規畫過程是有幫助的。第11章的內容，將說明個人被動投資的詳細案例。

## （2）機構投資人

本書所指的機構投資人，是把它定義為管理別人金錢的人。無論這個人是數十億美元退休金的財產受託人，或是50萬美元的基金會。

法律指出，為別人進行投資決策時，需站在審慎的專家角度，這承擔著要以帳戶受益人的最佳利益來行動的法律責任。退休金的財產受託人進行投資，為所有符合退休計畫資格的員工提供退休收入，以校務基金進行投資，可以提供機構運作時需要的現金流量。基金會可能會進行投資，為各種慈善團體提供資助。在這些例子當中，領有薪資或自願提供服務的個人都是受益者的財產受託人，他們必須謹慎行事。

許多機構帳戶的壽命是無限的，而其需求開支也是永久存在的。因此，現今的財產受託人，必須考量之後接管的財產受託人的困境。今天的一個小小差錯，可能會成為未來財產託管人的黑洞。

美國401(k)退休儲蓄計畫、美國403(b)退休儲蓄計畫，以及其他自

我導向、雇主資助的退休計畫，都是特殊個體。計畫的資助人（雇主）根據法律命令，設立延後課稅的儲蓄帳戶。計畫資助人的財產受託人的一項責任，是對投資選項做小心、審慎的選擇。參與的人接著從這些選項中進行他們的投資選擇。計畫的資助人，應該要有一個明確的選擇投資的政策，和每年都可以再檢查這些選項的方法。

後面的章節內容裡，會為機構投資人的被動投資，提供詳細、充分的理由。第12章的內容，涵蓋慈善團體與私有信託；而第13章的內容，涵蓋退休金以及如雇主資助、自我導向的美國 401(k)退休儲蓄計畫。

## ■ 步驟2：調查市場風險並預估報酬

資產類別是投資的大類別，例如：股票、債券、不動產、商品、貨幣市場基金。每種資產類別，可以再進一步區分成不同種類。例如，股票可以分為，美國股票與外國股票。債券可以分為，應稅債券與免稅債券。不動產的投資，可以分為自用住宅不動產、租賃住宅不動產以及商業不動產。

子類別可以再進一步區分為不同的投資風格與區塊。風格的例子，包括成長股與價值股、大型資本股與小型資本股，以及投資等級債券與非投資等級債券。區塊可以是不同的類型，像是股票若按產業進行區分，可以分成工業類股票、科技類股票、銀行業股票等；或是它們也可以依照地理區域進行劃分，如：太平洋邊緣地區的股票與歐洲的股票。債券可以根據發行人做區分，如：房屋貸款、公司債以及國庫債券。一個完整、多樣化的投資組合，可以很好的持有大量的資產類別、種類、風格以及區塊。

為不同的投資選擇當中進行資產配置的過程，是從評估風險與報酬開始。成功的投資人，會研究所有資產類別與它們的各種構成要素，進而了解它們之間的差異。他們會估計長期風險與報酬的期望值，並且研

究某項資產類別的報酬與其他類別的報酬之間的變動關係。接著，他們再權衡將每項投資，納入投資組合的優點與缺點。

投資人期望因承擔財務風險而獲得報酬。因此，所有的金融資產，都是根據他們的知覺風險進行訂價。知覺風險愈大，預期的報酬也愈高。當某項資產類別的知覺風險較低的時候，相對於風險較高的資產類別，它的預期報酬也是低的。

表10.1是各種不同資產類別長期預期報酬的樣本。每一年，我都會分析資產類別長期報酬的主要動因，包括以隱含波動率（implied volatility）衡量的風險；基於預期長期國內生產毛額（GDP）與外國銷售增長的預期收益成長；隱含的3%通貨膨脹率；以及從債券與股票指數得到配息和股利的當前現金支付。將這些加上其他因子用在評價模型裡，進而創造未來30年風險溢酬的估計值。

表10.1 ▼ 資產類別的長期預期風險與報酬率

資產類別	實質預期 報酬率%	加上 3% 通貨膨脹	預期 風險%
<b>現金投資</b>			
美國國庫券（到期日為一個月）	0.5	3.5	1.5
定期存款（到期日為一個月）	0.9	3.9	1.8
<b>美國政府擔保的固定收益</b>			
美國中期公債	1.5	4.5	5.0
美國長期債券	2.0	5.0	5.5
美國政府國家抵押協會（Government National Mortgage Association，GNMA）房屋貸款	2.0	5.0	8.0
美國中期地方政府免稅債券（評定等級：A）	1.5	4.5	5.0
<b>公司與外國的固定收益</b>			
中期高評等公司債（AAA-BBB）	2.3	5.3	5.5
長期投資等級債券（AAA-BBB）	2.8	5.8	8.5
中期高收益公司債（BB-B）	4.0	7.0	15.0
外國政府債券（沒有避險）	2.5	5.5	7.0
<b>美國的普通股股票市場與不動產投資信託</b>			
美國大型資本股票	5.0	8.0	15.0
美國小型資本股票	6.0	9.0	20.0
美國微型資本股票	7.0	10.0	25.0
美國小型價值股	8.0	11.0	25.0
不動產投資信託	5.0	8.0	15.0
<b>國際股票市場（沒有避險）</b>			
已開發國家	5.0	8.0	17.0
已開發國家，小型公司	6.0	9.0	22.0
已開發國家，小型價值股公司	8.0	11.0	27.0
所有新興市場，包括邊境市場	8.0	11.0	27.0

\* 預期風險的估計值，是每年報酬率的估計標準差。

資料來源：Portfolio Solutions 有限責任公司，[www.portfoliosolutions.com](http://www.portfoliosolutions.com)。

隨著時間的推移，表中每個資產類別的風險相對於其他資產類別趨於穩定，這意味著這些資產類別的風險溢價也應該相對於其他資產類別穩定。這表示可以根據這些相關的風險與報酬率，計算出資本市場線（capital market line, CML，編按：是一個理論概念，代表具有最佳風險和報酬的投資組合）。表10.1反映資本市場線對每種資產類別在通貨膨脹期間，相對於彼此的長期款項支付的估計值。這些估計值充其量只是概算值。沒有人知道未來30年，市場確實的報酬率將會是多少。

除了建立預期風險與報酬率的估計值，投資人應該還要考慮未來資產類別的潛在相關性。最理想的情況是，選為投資組合的投資項目具有分散的風險，使得這些風險的相關性不會很高。投資項目之間相關性較低，能幫助投資組合在市場情況極差的時候，保持住它的價值。例如，美國國庫債券在2008年時績效表現令人讚賞，而其他大多數資產類別則遭受損失。含有國庫債券的投資組合，會因為持有這部分的投資項目，而得到某些程度的保護。

如果投資組合會受到所得稅影響，那稅務效率也是一個考量。投資人應該要知道哪些資產類別、風格以及區塊，要放在具有所得稅優惠的帳戶裡（如避稅的退休帳戶），以及哪些適合放在應稅的帳戶裡。

資產配置是審慎投資計畫的奠基石，而且是投資人對投資組合所做的最重要的決定。在發展投資計畫時，要考慮很多問題。把投資政策的這部分做得正確，是至關重要的。投資者只要將仔細研究這個主題（調查市場風險並評估報酬）的這件事做好，就能確定適合他們需求的適當資產配置。

### ■ 步驟3：選擇一項資產配置

投資計畫的骨幹，是它的資產配置。當處在5萬英尺（1英尺＝

0.3048公尺)的高度時，資產配置的焦點將集中在控制風險並發展整體報酬目標。處在5千英尺的高度時，焦點是在預期風險與主要資產類別的報酬，以及這些風險與報酬之間的相關性。在500英尺高度時，資產配置幾乎是使用次要的資產類別對投資組合進行微調，以提高投資組合的預期報酬率。

風險與報酬息息相關，而且相伴而生。沒有風險，投資組合就不會有稅後和受到通貨膨脹影響的預期報酬。每年都會分配款項的無風險投資組合，在扣除稅金、通貨膨脹影響之後，每年都會損失價值。分配資金並保持投資組合在扣除稅金、通貨膨脹影響後保有價值的唯一方法，就是接受一些財務風險。

看待資產配置的一個好方法是，把投資人視為擁有兩個投資組合：一個是滿足目前的現金需求並加上應急款項的短期投資組合，另一個是為長期需求開支提供現金並建立財富的長期投資組合。這種方法，跟企業的資產負債表當中，將流動資產與流動負債，跟長期資產與長期負債加上所有者權益分開來的作法，沒有什麼不同。

短期投資組合應為安全性資產，例如：貨幣市場基金、定期存款與短期債券基金。這些投資項目的報酬不會很高，不過報酬並不是將錢投資在這些項目的主要原因；安全才是最重要的目標。沒有任何投資人，應該將這些資金拿去冒險，因為這些錢將在明年用來支付帳單。

長期投資組合的投資項目，應該要顯得更積極。時間是站在這些資產這一邊，在股票投資上承擔一些風險是恰當的，像是或許較高風險的固定收入會賺得潛在較高的報酬。長期資產較高的預期報酬，有助於增加投資組合實質的稅後購買力。

有人把這兩種投資組合的方法稱為水桶方法(bucket approach)。一個水桶持有跟現金一樣的投資項目，以符合短期需求；而另一個水桶擁有長期投資，在需要的時候，會把短期投資的水桶再裝滿。無論這個方法的名稱是什麼，在很安全的投資項目裡有一筆錢，當帳單到期時可

以支付款項，另外也有緩衝款項，做為意料之外的費用所需；而且還有另外一筆錢，是做為長期開支與增加財富的資金，這樣是很合理的作法。

### ·托賓分離定理（**Tobin Separation Theorem**）

詹姆士·托賓（James Tobin）是風險預算領域的先驅者，他用簡潔的思考、深刻的洞察力，向這個真實世界說明資產配置的過程。托賓意識到投資者的投資偏好是全面性的，所以他擴大了潛在投資者的選擇範圍，將低風險資產包括在內。托賓在1981年，獲得諾貝爾經濟學獎。

托賓表示，投資人首先應該決定他們的風險偏好。這個偏好，應該要符合股票配置的最佳資產類別配置。沒有價格風險的現金投資組合，能夠滿足流動性與安全需求。就某種意義上而言，托賓是在說有兩種投資組合，安全的和有風險的投資組合，而且每個投資人都應該擁有一些風險性資產，但是前提是在處理好沒有風險性資產的流動性需求之後，才這麼做。他把這個概念，稱為分離定理。<sup>1</sup>

托賓認為，在安全的投資組合與風險性的投資組合當中，會有最理想的配置。這些在安全投資組合與風險性投資組合的最佳配置，每個人都是相同的。唯一會改變的事情是，分配到每個水桶裡的金額數目。托賓的看法是：「不管你的風險規避程度如何，你還是會選擇相同的危險性資產投資組合。即使你想要改變投資組合的風險程度，你也會通過改變安全資產相對於非安全資產的數量來實現；而不是透過改變你所持有的危險性資產相對於其他危險資產的不同比例。」

## ■ 步驟4：選擇投資項目

托賓把資產配置解釋為，風險性資產與非風險性資產之間的風險分散。為了要擴大風險分散，每個投資組合當中的投資項目之間，可能都

會有一些可以衡量的不同基本風險。有時候，某種資產類別的獨特風險會跟其他資產類別的報酬率沒有相關，此時會降低整體投資組合的風險。例如，在不同時期，不動產與股票的報酬變動方向不同。這使得投資組合的風險可以分散。當然，危機期間所有風險性的資產，都會出現不可避免的風險重疊，這種情況是無法避免的。

投資組合選定的不同投資項目，會有一些特性。例如，包含在投資組合當中的資產類別，應該要有這些特點：

1. 該資產類別跟其他資產類別，基本上是不一樣的。
2. 隨著時間推進，每種資產類別預計將可以賺得比通貨膨脹率更高的報酬率。
3. 資產類別必須是可以使用低成本、多樣化的基金或產品取得。

納入資產類別的第一項標準是，考慮中的投資項目跟其他的所有投資項目有量化的區別。有時候投資項目之間的差異很明顯，不過這往往需要重大分析。將主要資產類別做區別，是很簡單的。股票與債券兩者的差異，是很獨特的。它們的發行者義務不同，收入來源不同，甚至連課稅的方式也不同。

在資產類別裡將種類差異化，同樣也是直截了當。歐洲股票指數，是由總公司設在歐洲的公司組成。這跟由總公司設在美國的公司所組成的美國股票指數，基本上是不同的。根據定義，歐洲股票跟美國股票，是互斥的。隸屬於某一個指數，就會被隸屬於另一個指數排除。

要在種類、風格當中找到獨特的投資項目，則比較複雜。風格是種類當中的一部分，而不是單獨種類。例如，美國大型資本股票與美國小型資本股票，並沒有太多基本差異。會計方法相同，它們在商業上的交易、稅務的方面也相同。雖然如此，還是可以將美國的股票，區分為大

型資本股票指數跟小型資本股票指數，兩者差異還是很大的。接著可以對這兩種指數進行分析，並發現其不同的風險與報酬率特性。

納入資產類別的第二項標準是，預期報酬率必須高於通貨膨脹率。所有的投資項目，都會將預期的通貨膨脹併入它們的價格裡。債券支付的利息是以到期日的預期通貨膨脹率為基礎，再加上根據債券的風險程度而產生的公平風險溢酬。股票價格原先就有考慮預期的通貨膨脹，而且當實質盈餘出現成長，以及公司支付股利的時候，其價格也會再增長高於通貨膨脹。

商品跟股票、債券，基本上是很不一樣的投資項目。不過，商品並沒有實質的預期報酬，也不支付利息或股利。今天1磅重的銅，100年後的現在，也還會是一樣的1磅重。它不會成倍增加變為10磅重的銅，而且在這段期間內，不會獲得任何股利或利息。

我並不主張在長期投資組合加入商品這個投資項目，因為它們並不會成長，也不會實現任何收入。事實上，長期以來，在扣除交易與儲存成本之後，商品的績效會都低於通貨膨脹率。雖然如此，投資產業卻有一股很大的推力，想要將商品加入資產配置。這股推力的部分原因是因為，商品這類產品對供應商造成高額成本，他們其實並不是為了想要提高投資組合的多樣化來分散風險。

最後，納入資產類別的第三項標準是，該資產類別應該可以用低成本的指數型基金、**ETF**，或至少是很接近指數類型、廣泛多樣化的主動型基金進行投資。大多數的資產類別，都有在指數型基金或ETF裡，因此並不需要主動型基金。

要對有些市場部門進行投資，並不像使用指數型基金或ETF那麼容易，因為在真正的投資組合當中，要複製指數是很困難的。地方政府債券就是很好的例子。多數已發行的地方政府債券，市場是高度區隔的，而且交易量很有限。試圖追蹤地方政府債券指數的基金，並不像投資好的指數型基金一樣能夠具有多樣化特徵。可以選擇的替代方案是，基於

實際目的需要，有一些可以代替地方政府債券基金的主動型基金。領航集團也有提供幾種，收費很低廉、持有數百種有價證券的地方政府債券基金。

#### •並不是所有指數型基金都追蹤標竿指數

在分析指數與分析追蹤它們的基金時，一定要很嚴格篩選。指數化投資聽起來或許直截了當，但是指數型基金、ETF的成本與策略之間，卻有極大的差異。某檔基金可能跟另一檔基金追蹤相同的指數，只是收取的費用較高或股利的處理的方式不同。另一檔基金可能會說，它是追蹤一個指數，不過該指數實際上是主動式投資策略，而不是廣泛的市場標竿指數。

對於行銷主動式管理的產品，華爾街非常擅長把它們偽裝成指數型基金。將近有25年的時間，所有在市場上的指數型基金、ETF，都是追蹤知名的標竿指數。這些都是陽春型、很容易就能了解的產品；不過時代已經改變了。

2003年，景順公司（Invesco PowerShares）推出完全非陽春型、追蹤指數的指數股票型基金。這些指數是以高度主動式定量管理策略為基礎。主動式管理產業已經知道，基於行銷的目的，任何東西都可以稱為指數，只要有價證券的選擇與加權方法可以加以定義，且被記錄在每天的平均值中，並公開發表。

在不到十年的時間裡，主動式管理「指數型」基金的市場，隨著數百種這樣的產品迅速擴大。這些基金跟傳統追蹤標竿指數的指數型基金比起來，很明顯都有較高的費用。很多它們所追蹤的指數，名字都是很巧妙的措辭，例如：基本指數（fundamental indexing）、 $\alpha$ 指數（AlphaDEXes），以及智能指數（Intellidexes）。華爾街為了創造並且行銷產品的想像力從來沒有停止過，這讓我感到大為驚奇。

要選擇可以代表資產類別的指數型基金、ETF，已經不再是那麼容

易了。晨星公司的基金資料庫列出將近2000檔各種類型的指數型基金，不過每年還有更多檔新基金陸續推出。然而，僅僅只有幾十檔基金，才會讓純粹的被動基金投資人真正感到興趣。指數化投資的市場，在本書要有詳細的討論，將會過於複雜；不過，我把那些工作寫在另外的兩本書當中：《關於指數基金》以及《指數股票型基金》。在我的網站 [www.RickFerri.com](http://www.RickFerri.com)，也可以找到這些書的描述、說明。

追蹤市場標竿指數的低成本被動管理指數型基金、ETF，是唯一建議給被動投資人的投資項目。這些低成本的基金，跟以需求為基礎的固定策略性資產配置相結合，幾乎可以為每個投資人創造高機率成功獲利的解決方法。

## ■ 步驟5：執行與維持

如果沒有完全執行的話，再精心策畫的計畫也是毫無用處，而這正是常態而非例外。這種無作用的情況，是因為許多藉口，包括：耽擱、分心、怠惰、缺少投入，以及永無止盡、不斷尋找完美的計畫造成的。

我的估計是，在所有投資計畫中，能實際實行的不到50%，完全執行並維持超過五年以上的更是少於10%。這些投資計畫有許多良好的用意，但是卻有更多耽擱的情況。

在完全執行投資計畫之後，定期維持是必要的作法。至少，所有人或財產受託人應該確保，在存入現金後就進行投資，並將配息與股利進行再投資，且非必要時不得提取兌現。除此之外，也應該定期檢查資產配置，以確保投資組合的配置跟投資政策說明書裡概略敘述的固定配置情況很接近。如果配置跟投資政策說明書裡的大綱，有一定比例的差距，那就要進行再平衡，讓投資組合回復能夠符合投資政策說明書的目標。

要讓一個好的計畫有發展空間，應該持續幾年的時間且不進行大範

圍的更動。適當的作法是，每年實施檢查與調整，只有當帳戶所有人的生活或受益人帳戶發生重大變化時，才會進行改變。除了再平衡之外，絕對不要只是因為市場的情況很差，就做出改變投資組合的回應。

花點時間建立一個符合你需求的審慎投資計畫，並且開始執行、維持它。在今天就把設定好的計畫付諸行動，勝過尋找結果無法事先預知的完美計畫。

### （1）監測投資

監測績效是一門科學。它的複雜程度，跟投資交易當中的任何領域一樣複雜。要選擇適當的指數做為標竿指數，以確保有效、有作用的投資組合，是相對的同類比較，而且報酬跟標竿指數的偏差，應該透過詳細的歸因分析加以說明。

評估並呈現投資結果的聖經，是由美國特許金融分析師協會透過約翰威立公司（John Wiley & Sons）出版的《衡量投資績效》（*Investment Performance Measurement*）。<sup>2</sup> 它是一本用較小的字體印刷高達1000頁的巨作，是由這個領域很著名的幾個博士撰寫而成。這本書對數學能力待加強的人而言，是不適合的。

對於精通監測績效的人，美國特許金融分析師協會給予特別名稱。該協會的衡量投資績效證照（Certificate in Investment Performance Measurement, CIPM）課程，提供投資產業唯一的資格稱號，內容完全致力於投資績效評估與呈現的專業領域。通過協會筆試測驗，以及好幾年監測投資結果的工作經驗，是取得這個資格稱號的必要條件。

很幸運的是，監測被動管理的指數型基金、ETF，並不像監測主動型基金那麼複雜或不透明。在資產類別當中的比較，相當直截了當，因為指數型基金是想要追蹤指數的。

但是，為什麼指數型基金還是可能會偏離指數軌道，這部分有很多原因。像是相關費用、交易成本、指數變化、基金持有限制、與理論上

指數股利支付不符的股息現金流、在有市場壓力時進行贖回等，都會發生績效不匹配的情況。從好的方面來看，就指數而言，融資融券與套利交易可以提高基金的報酬率。

有時候，指數型基金會偏離它的被動策略。2002年的時候，領航集團整體債券市場指數型基金（基金代號：VBMFX）比巴克萊整體資本債券指數的績效，整整少了2%。這對指數型基金而言，是從來沒聽說過的追蹤錯誤，對領航集團的基金而言更是如此。基金的財產受託人承認，允許基金經理人運用他們對基金的裁量權，可以對公司債進行大型的投資押注——正好是在明顯的錯誤時間點——然後又指示他們把持有部分賣出，剛好也是在錯誤的時間點。最終結果是對投資人的報酬產生大大的打擊，同時也讓領航集團經理人與基金的財產受託人面臨非常難堪窘境。

雖然投資組合持有的基金不完全是指數基金時，同樣也會出現問題，但這些基金也為某一資產類別提供了最佳代表性。例如，先前有提過的地方政府債券基金。通常地方政府債券基金當中的債券是缺乏流動性的，這表示基金經理人可能會持有不同的有價證券。當某檔基金的績效表現不如預期的時候，通常需要給基金公司打好幾通的電話，才能詢問到為什麼基金會有這樣的表現。有時，好答覆永遠不會出現。這使得投資人很難決定，該基金持股所持有的資產是否仍然可以視為該資產類別的代表（編按：也就使得投資人難以確認投資目標是否有偏移、是否需要再進行調整）。

綜合指數應該從個別資產類別的指數當中，使用投資政策說明書裡要求的相同權重來建立。綜合指數會跟整體投資組合比較，以確保追蹤指數的績效符合預期，同時確認投資組合的風險是在範圍內。當新的資產類別加入投資組合或是某個資產類別被消除時，綜合指數也要在變更當天進行調整。

## （2）政策改變

改變投資政策，是一項重要的決定。任何改變，都需要深入思考與公平判斷，而且不應該在受到脅迫的時機下做出決定。

要改變投資政策，有幾個很好的理由。以下是四個重要的原因：

1. 帳戶所有人的財務需求改變。
2. 遺產規畫的考量改變。
3. 多頭市場使投資組合接近它的財務目標。
4. 空頭市場讓投資人暴露在更多無法處理的風險當中。

在一生的旅途中，我們所有人的財務需求都會改變。在某個時期，現金流量的需求比較大，在另一段時間裡，現金流量的需求可能較少。除此之外，我們生活中會發生的意外事情（好壞兩者都有），可能也會影響我們對現金的需求。成立新的事業後，可能會促使人們變得更加保守，因為他們現在得開始承擔營運風險，要不然就是他們需要額外的流動性。離婚會改變配偶雙方的風險評估、收入需求，因為每個當事人，在看他們未來的財務狀況時，是從單獨個人而不是夫妻的角度去考量。嚴重的醫療問題也可能會改變長期目標，同時會影響投資決策。

機構的財務需求也會改變。突如其來的捐贈者所捐贈的一大筆款項，可能會改變投資政策。企業的改組、重建，也可能會改變公司管理它投資資產的方式。政府會改變公司計算退休金的折現率估價方法，而這同樣可能影響退休金的投資政策。

當你了解，你的餘生將有綽綽有餘的財富可以依靠維生時，你還是只有為你自己進行投資嗎？在某種程度上，或許你應該考慮你的繼承人的需求。如此一來，你所進行的投資，有部分是為了你自己，有些則是為了將會得到你部分財富的人，因此投資政策應該要改變，以反映雙方

的需求。這違背在生命的晚期階段，應該降低風險的傳統想法。然而，基於將繼承你財產的人的利益，在生命較晚時期增加風險，通常也是合理的。

市場的情況，通常不應該影響資產配置。不過，會有一些例外。

多頭市場通常會讓退休投資組合的價值，使其遠遠超過它的成長時間表，並靠近它的目標。這種對意想不到的報酬提升，可能提供在不危及退休目標的情況下降低風險的機會。就算因為降低風險讓你未來的報酬可能會比較低，你達成目標的機率會仍然是比較高的。

空頭市場永遠不是降低風險的好時機，不過有時候卻是最好的行動時刻。空頭市場會把我們最差的情況暴露出來。在每次的空頭市場，我們都想知道，市場還能下跌到什麼程度。在這些令人困擾的日子裡，我們無法在翻轉電視、收音機或甚至查看電子郵件時，不看到那些撲面而來關於股票價格的壞消息。這樣的壓力，會讓人們置身在高度焦慮的處境裡。

有些人在空頭市場的時候，會變得非常擔憂，以至於他們必須對他們的投資組合盡點力。這些人真的陷入很大的困境。他們的投資項目已經超出他們能夠容忍的風險程度，使得他們情緒上受到影響。他們的直覺告訴他們要退場。在將他們的投資組合全部兌現之前，他們其實應該考慮減少小部分的股票，而且是永遠減少——或許減少10%。儘管這種作法，同時會減少投資組合的長期預期報酬率，但這可以降低投資組合風險。不過，在空頭市場裡賣出少部分的股票，會比恐慌、賣出所有股票好很多。

## 投資政策說明書

所有認真的投資人，都會有書面的投資政策說明書。投資政策說明

書是讓投資計畫可以長期追隨的投資指南。這份文件，包含討論短期、長期兩者的一般需求；投資政策將如何滿足這些需求；基本的投資策略；報酬的期望值與風險的限制因素；資產配置決策；有價證券選擇方法；以及投資組合的執行、維持、評價，並在需要的時候進行改變。

投資策略是投資政策說明書重要的構成要素。它概略敘述投資組合的一般投資方法，包括如何做成資產配置的決策，以及是否使用指數型基金或主動型基金。

資產配置定義了承諾要投入各種資產類別（如股票、債券、不動產、現金等）的固定百分比或百分比範圍。策略性的資產配置，資產類別是固定的配置，而且通常會再把這些細分為風格與區塊。將資產類別分割成較小的部分，有助於投資組合降低整體風險，並且提高潛在的報酬率。

投資選擇的方法，同樣也在投資政策說明書裡。它概略敘述要如何選擇投資組合的有價證券。這當中，可能會有一個聲明來定義基金選擇的目的，例如，獲取由廣泛、多樣化的市場標竿指數為代表的報酬率。在被動的投資方法中也會提到，為什麼應該選擇使用指數型基金、ETF，而不是使用主動型基金。

定期的投資組合維持須知，也應該包含在投資政策說明書裡，以確保投資組合保持專注沒有偏離。例如，須知應該要概略敘述，新的現金在什麼時候投資、要如何投資，而且股利、配息的再投資，也得放在須知裡。再平衡將如何進行；何時要確定投資組合；是否有追隨它的資產配置策略，同樣也應該包括在其中。對於應稅的投資組合而言，使用稅收損失收割（tax loss harvesting，譯註：作法是利用確認的損失抵銷獲利，以達到節稅目的）、稅負交換（tax swapping，譯註：通常是指利用某項資產的資本損失，抵銷另一項資產的資本利得，將投資收入的稅負降到最低的方法）的稅務管理技巧，將可以降低成本。

投資組合當中的投資項目，應該至少每年評價一次，以確保它們的績效符合預期，且仍然追隨適當的標竿指數。或許會出現新的機會提供正當的理由去進行改變，例如，當新推出的指數基金比目前投資組合的基金更能代表資產類別的時候。

最後，每隔幾年就應該檢查整個投資政策說明書，以確保資產配置還適合它當初設立時的目的。也許投資政策說明書是為了在退休前積累資產所設計，而現在已經過渡到退休時期。也或許某個校務基金需要的現金流出，比原先政策設計的還要多。這些目標上的改變，通常都會導致資產配置的改變，需要對投資政策說明書進行更新、修正。

本章內容涵蓋基礎的投資政策決策以及投資政策說明書的撰寫，但它決不是最完整、可靠的指南。我高度推薦查爾斯·艾利斯撰寫的《投資終極戰》（*Winning the Loser's Game*），做為進一步的閱讀參考。以下是艾利斯書中的一個見解：

你應該將你的長期投資政策，以書面方式明確有力的表達清楚，首要的原因是，要保護你的投資組合避免受到你自己的影響——當市場先生（**Mr. Market**）讓目前市場狀況，變成最令人擔憂情況，而你的長期投資政策，忽然間看起來好像出現了嚴重的問題……對抗市場先生的短期現象與困境，最好的盾牌是知識與理解力，尤其是對你自己和你的目標和策略……當環繞在你身邊的這些，都受到情緒的驅動時，不要認為你自己可以完全保持理性。<sup>3</sup>

艾利斯書中的核心內容完全是跟投資政策有關，甚至還包括了一個投資政策說明書的實例。現在已經是第五版，他的書寫得很好，獲得廣泛的讚譽，同時也是很多投資顧問一直都很喜歡的參考書。

## 小結

本章內容提供投資組合管理過程的簡短介紹，還有書籍、文章、研究報告的參考資料，能讓你的被動管理過程獲得更進一步的訓練、教育。這對所有的投資組合都是行得通的，包括個別帳戶、信託帳戶、退休金、校務基金以及基金會。對投資管理而言，它是達成財務目標機率最高的解答方案。

被動投資組合管理的五個步驟，提供通往投資設計、執行與維持，一個健全有效且效率很高的路徑。規律的跟隨這些步驟，將有助於確保投資組合保持目的導向，同時也提供成功的最大機率。

### 附註

1. James Tobin, "Liquidity Preference as Behavior Towards Risk," *Review of Economic Studies* 67 (1958): 65-68.
2. Philip Lawton and Todd Jankowski, *Investment Performance Measurement: Evaluating and Presenting Results* (Hoboken, NJ: John Wiley & Sons, 2009).
3. Charles Ellis, *Winning the Loser's Game*, 5th ed. (New York: McGraw-Hill, 2010), 91.

## 第 11 章

# 個別投資人的 被動投資案例

大多數的個別投資人，都把他們的投資組合搞得一團糟。

——約翰·哈特韋爾（John M. Hartwell）

你會閱讀這本被動投資的書，是很值得稱讚的，因為它能夠讓你成為所有個別投資人中，見多識廣的少數人。你渴望想要學習跟這個策略有關的事，也想知道在管理你的金錢時，為了你的利益與你心愛的人的利益，它為什麼是最好的方法。被動投資策略，是可以符合你家庭財務目標最可靠的方法。

金錢對我們而言是很重要的。它不僅提供財務上的安全，它同時也給我們帶來幸福感、自我價值感，還讓我們可以幫助家人與社會。取得金錢，通常是經由人力資本（工作）交換為貨幣資本（金錢）之後完成。在一生當中，我們用工作交換取得金錢，並且用金錢換取商品與服務。大多數我們在某一年賺得的金錢，都會在那一年花用，有剩餘的錢則會存下來做為以後開銷。存下來的錢，要用最高效率，進行小心、審慎的投資，這樣才能在未來換取最好的物品、服務。

對可做為投資的金錢而言，被動投資是理想、完美的解答，因為它有最高的機率在未來能提供最大的貨幣價值。跟人們如果追隨主動式管理策略可能會賺得的報酬比起來，它保證會有更優異的報酬。當投資費用減少，而且把市場擇時的錯誤消除之後，投資組合的報酬一定會提高！這是很基本的算術。

## 從財務目標開始著手

在投資任何一塊錢之前，每個投資人都應該將投資政策準備就緒。一個人要開始形成投資政策，最好著手的地方，在於對他們個人的長期財務目標有很清楚的認識。請考慮下列的問題：

- 你預期金錢能為你做什麼？什麼時候能做到？
- 你需要多少錢完成這個目標？
- 如果你擁有額外的錢，你會怎麼辦？
- 當你離世的時候，誰會繼承你的財富？
- 你希望你的孩子，擁有多少財富？

這些問題，跟金錢的意義，以及它會如何影響你跟你的家人有關。在形成投資政策時，或許這些可能都不是典型的問題，不過它們是起點，因為答案最終確實都會驅動投資決策。例如，如果你的錢，僅僅符合你的需求而已，那麼你的投資組合在進行投資時，就應該只針對那個目的。然而，如果你擁有的錢比你的需求還多，那些額外的錢，很可能就可以根據不同目的進行投資。你可能會為了孩子的利益設立信託，或是為孫子設立就讀大學的儲蓄存款帳戶，又或是建立一個慈善帳戶。這些帳戶在管理上都是不同的，因為它們的投資目標是不一樣的。

請考慮下列的清單，以協助確認主要的財務責任。它們是我們所會面臨到的六個最常見的大額支出，下面按照它們發生的順序列出：

1. 個人的教育費用
2. 住家採買與維修保養費
3. 家庭費用，包括孩子就讀大學的儲蓄存款
4. 達到足夠的退休收入
5. 慈善機構的捐款
6. 留給心愛的人的遺產

這些生活的需求開支，是設計個別投資政策說明書時候的投資目標。它們具體說明，政策應該處理的財務目標。

下列第二組問題，有助於將財務開支量化。它們包含傳統的財務規畫與預算問題，例如，生活費、退休規畫、健康保險、長期照護、旅行等。

- 你現在每年花費多少錢？
- 你的必需品需要多少錢？權衡性花費需要多少錢？以及孩子的大學與其他特定時期的費用，需要多少錢？
- 有什麼特殊情況，例如，某個孩子有特殊需求或父母親需要協助？
- 在退休後，你預期每年會花費多少錢？
- 你預計可以從美國的社會安全福利金、退休金、遺產、投資或其他來源，獲得的退休收入金額是多少？
- 你退休的時候，房子的貸款是否都已經付清？
- 你保險的保障足夠嗎？
- 你或是你心愛的人，是否有嚴重的健康問題不在保險的保障範圍內嗎？
- 你是否有或需要長期照護保險，或是你是否有加入自我保險？
- 你是否計畫支付你孫子的教育費用？

前面列舉的問題，是要確認潛在的財務責任與開支。毫無疑問，在你的一生中，你的投資政策說明書會一再改變，有部分是因為你的責任改變，而部分則是因為你要優先考慮的事情發生改變。每個責任要支付的款項可能是短期的，例如支付大學的費用；它們也可能會超過數十年，例如退休收入。有些責任會延伸超過生命本身，例如，要給繼承人的遺產以及死亡時要捐給慈善機構的款項。

對年輕人而言，教育是最優先的重點，因為它是對人力資本的投資。它的益處是，讓人的一生有潛在收入的能力。下個步驟一般都是買房子，通常會跟建立家庭，以及所有跟養育孩子有關的費用同時發生。有時候，在中年時期，焦點會轉變為要獲得足夠的退休收入。

在退休階段，焦點會再次改變為付出的政策。這是將財產分配給家庭成員、心愛的人以及喜愛的慈善機構。在我們死亡的時候，遺產規畫可以處理一切。因此，在生命不同階段檢查投資政策，將確保這些需要改變的優先考慮項目都是最新的。

## 預估未來的開支

我們在地球上的時間都是有限的，而政府也很親切的告訴我們相關的時間還有多少。美國國稅局（Internal Revenue Service, IRS）即有刊載單身與已婚夫妻的死亡率表。<sup>1</sup> 美國國稅局的死亡率表目前顯示，21歲的人可以預期再活62年，直到83歲。美國社會安全局預計，這當中有43年是花在全職工作上，其餘的20年，將從事兼職工作或是不工作。

就某種意義上而言，政府的說法是，一個典型21歲的人會全職工作兩年，以支付一年的退休生活或半退休生活。要累積資產的話，那樣的時間並不是很多。在這43年的工作時間裡，認真嚴肅的存款與投資政策，得準備就緒、安置妥當後，才能達到退休目標。

預估未來開支的費用，可能是投資規畫最重要的部分，因為它把需要多少的錢量化。這個過程，同時也是投資規畫最困難的部分，因為要做很多假設。我們無法精確知道，某個特定開支的費用將會是多少，更不必說，從現在到責任發生的那一天，我們生活裡可能會發生的改變。通貨膨脹也會讓問題變得更複雜。在加入通貨膨脹之後，未來幾年事情的費用將會是多少，是無法知道的。

我建議估計費用時，以今日的美元價值計算，將通貨膨脹延後，到以後再做調整。這個方法讓整個過程簡單一些，因為用今日的美元價值考慮費用，會比考慮未來通貨膨脹之後的費用容易許多。例如，現在的大學教育費用是多少，以及用目前的金額來看，你退休時需要有多少的收入？

開支是用幾個不同來源的現金支付的。退休時，你需要從存款帳戶提領的款項，是不包含在退休金、社會安全福利金或其他收入來源裡頭。這些提領的金額，將決定你在退休時，存款與投資目標的金額。

## ■ 存款目標的例子

以下是計算退休存款目標的一個例子。這個例子假定在退休的時候，投資組合的實質報酬率是2%；它是假設名目報酬率為5%，通貨膨脹為3%的結果。這對擁有大約30%股票，70%固定收益的保守型投資組合而言，是很恰當的報酬率。

假設你從你的存款當中，每年提領48,000美元，來支應沒有其他收入來源可以支付的退休生活費用。如果你不用擔心需要留給你的繼承人任何金錢的話，那麼你退休的目標金額是16乘以48,000美元，也就是768,000美元，這筆錢在它用完之前將會持續33年的時間。如果你打算把整筆退休款項，按照今日的美元價值留給繼承人，那就把48,000美元乘以20，因為你每年可以扣除美金48,000美元，但是仍然可以留給你的繼承人相當大筆的遺產。得到的結果是，退休目標為960,000美元。

由於你並不是今天要退休，因此退休目標適用貼現，以求出今日的需求值。貼現率是以時間、實質報酬率為基礎（請參閱第10章，以了解各種資產類別的實質報酬率估計值。）

假設你將會在10年後退休，而且希望在退休的時候擁有768,000美元。另外假設每年你要在帳戶裡，再加入12,000美元。最後，假設投資

組合會賺得3%的實質報酬率（考慮通貨膨脹之前的報酬率）。請問，你今天需要有多少錢，10年後才能擁有768,000美元？我替你把數學計算省略。答案是，在今天，你應該要有466,000美元。

上面的計算過程，並沒有將通貨膨脹列入考慮。因此，讓我們假設未來10年會有3%的通貨膨脹率。不考慮通貨膨脹的768,000美元目標值，在列入通貨膨脹的考量之後，會成長為992,760美元。這聽起來很糟糕。不過，通貨膨脹同樣也是報酬率的一部分，因此3%的實質報酬率，就變成是6%的名目報酬率。這樣僅僅只剩下最終值的差異。更好的消息是，你每年提領的48,000美元，同樣也受到通貨膨脹的影響，雖然這不會讓你多買到任何商品或服務，但卻變成每年提領的金額是64,500美元。

要計算未來的開支，並不是容易的事，不過也不是不可能的事。從事開支的計算，有助於我們了解實際的投資目標是什麼。這些數值，會列在個人資產負債表的負債項目裡。資產項目是錢的來源，它們用來支應這些開支。

## 資產項目

未來開支，是會令人感到怯步的難題，而你理所當然會覺得不安。錢要從哪裡來以支應這些開支？不用覺得害怕，你擁有的財產可能比你想像的還要多。接下來的部分，是資產項目的冗長明細清單，這些是大多數人都擁有或最後都會累積的。

### ■ 1.人力資本

資產不僅僅只是實質物品、紙張而已。人力資本是我們擁有賺取收入的能力。它是人們在他們職業生涯早期階段，最有價值的資產。隨著

時間演進，人力資本會轉變成貨幣資本，它們會被用來支付目前與未來的開支。這些金錢可以購買商品與服務，還有不動產與投資項目。

人力資本對我們的長期財務幸福感而言，是很關鍵的，它必須獲得保險的保障。有三種類型的保險，跟人力資本是相關的：人壽保險、傷殘保險以及健康保險。萬一我們提早身故，人壽保險可以協助支付家庭責任，不然這部分，原先是要由人力資本提供的。傷殘保險也扮演同樣角色，當我們無法工作時，它能取代人力資本。健康保險能夠在高昂的醫療健保帳單耗盡人們的存款之前，保護他們。

美國政府的保險計畫，透過死亡與傷殘保險，提供人們最少的協助；這些是美國社會安全福利計畫的一部分。除此之外，美國政府最低的健康照護標準，很快就將要生效，這將對某些投資人，在保護他們的個人存款方面很有幫助。跟美國政府的任何計畫一樣，未來的保險項目、範圍是什麼還不知道，或是項目、範圍的界限也不是很清楚。保險的檢查，是定期檢查財務時很重要的一部分，尤其是對於要扶養家人的年輕人而言，更是如此。

## ■ 2. 不動產

人們在生命的早期階段，用貨幣資本購買房子是很常見的事。不動產對資本做了很充分的利用，因為它有雙重的效果。一個家，可以做為庇護所，同時也是對抗通貨膨脹與稅負的障礙物。它是唯一的投資項目，政府讓你每年可以扣除融資費用與財產稅，並且在你賣出時，讓你可以賺取慷慨的免稅利潤。

在退休的時候，透過逆向抵押貸款，房屋淨值同樣也可以轉變為免稅收入。它最簡單的形式是，從金融機構獲得的逆向抵押貸款，會替超過62歲擁有房子的主人（該棟房子是房子主人的主要住所），建立每個月月付款。只要房子一直都是主人的主要住所，房子的主人就可以從

逆向抵押貸款（編按：台灣的以房養老），每個月一直領取月收入。即使逆向抵押貸款的餘額大於房子的價值，房子的主人每個月還是有可能會領到金融機構支付的月付款。

### ■ 3.退休金與社會安全福利金

很多雇主會提供長期員工退休金。如果你很幸運，就能享有這個很有價值的資產。退休金是在你服務一定的年份之後，當你退休時，每個月會支付給你的固定金額。退休金過去在美國的私人產業很流行，到後來它們對雇主而言變得過於昂貴，而且法令上的監管過於密集。在今日，儘管在美國的政府部門以及有工會組織的公司，退休金還是很流行，但是在美國的私人企業，退休金已經漸漸衰退。

很多私人公司的雇主提供給員工的退休金，是在員工退休或終止工作時一次給付。在退休或終止工作時的一次給付金額，是取決於提撥金額與投資績效。這些確定提撥制的退休金，可以由雇主或員工提存準備，也可以是雙方都提存準備。

美國政府命令所有員工與企業所有人，都要支付款項給社會安全福利系統（僅僅只有少數幾個例外）。理論上這些錢，是根據美國人民的利益進行投資，然後在人們退休時，以類似政府的退休金返還給人民。人們可以收到的金額，取決於支付的金額多寡，以及從什麼年紀開始領取款項。

雖然美國目前的社會安全福利金，對1955年之前出生的美國人而言現有的形式會維持不變，但是出生時間介於1950年之後的美國人，要假定應該會得到比承諾還少的社會安全福利金，這樣應該才是比較實際可行的想法。由於我是在1958年嬰兒潮頂點出生的世代，我對自己每年的社會安全福利金收入明細表的款項，是採用20%的貼現率，而且我並不預期能夠看到，每年對通貨膨脹率的調整會跟得上實際的通貨膨脹

率。

## ■ 4.遺產

有些人會從他們的朋友或心愛的人，收到遺產。這些資產會列在你的資產負債表當中的資產項目，對於減輕開支是很有幫助的。

大多數很有可能獲得遺產的人，並不會在投資計畫中考慮它們的價值，因為他們不覺得這是他們的錢。不過，這筆錢跟其他的資產是一樣好的。將遺產留給你的人，想要你擁有它。對這個人表示敬意的最好方法，是將它審慎的投資，並且明智的花用它。

## ■ 5.存款與投資項目

今天沒有花費的錢，在改天的時候可以進行投資。這是在制定投資政策時，會使用的資金，也要在投資政策說明書裡處理好。我將投資項目歸類為四種類型：立即需求與緊急用途的現金、流動性的長期投資項目、不能立即變現的投資項目，以及投機性的投資項目。

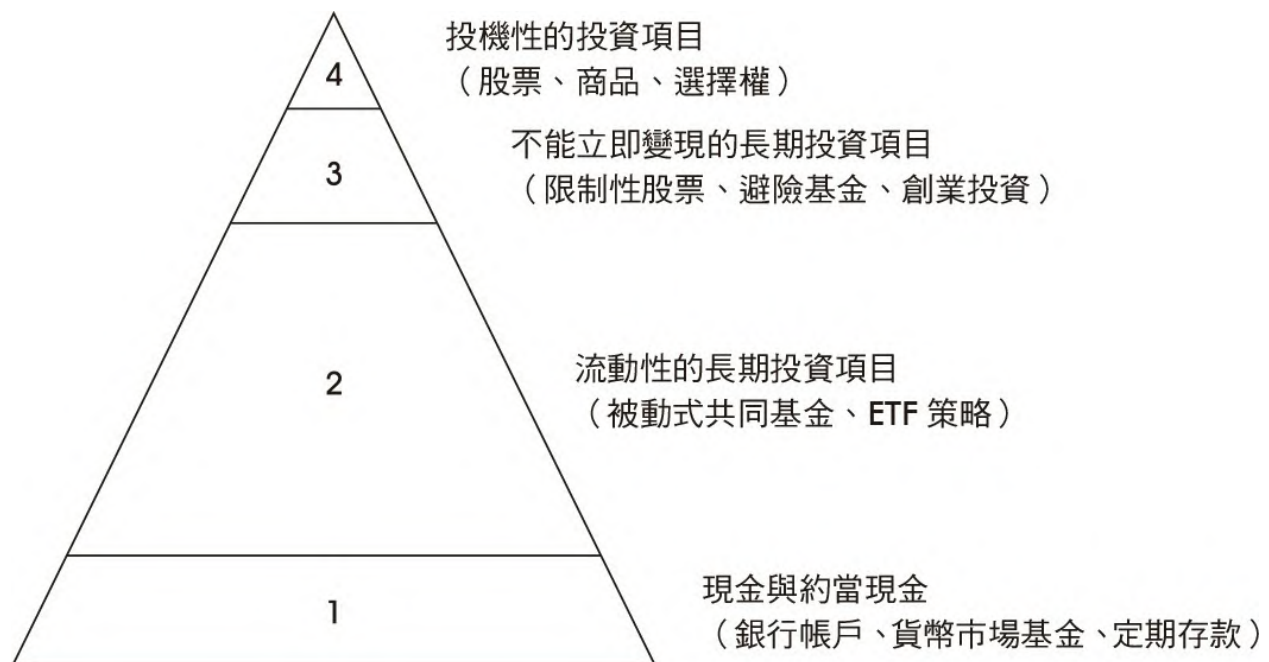
以下的內容是從下到上，很簡略對四種類型的投資項目做歸納：

- 現金與約當現金：除了支付未來12個月的主要費用之外，這些錢也會用來支付短期生活費用。這些包括：支票帳戶（checking account）、活期存款帳戶（savings account）、貨幣市場基金、短期定存等。大多數的人應該要努力奮鬥，建立可供12個月生活費用需要的現金，這樣他們就可以平安度過不利的情況，例如，失業或健康問題，而不需要用長期投資項目進行償付。
- 長期流動性投資項目：這個級別的投資項目，代表大部分投資人的大多數資產。這些包括，長期持有的共同基金、ETF、管理帳戶。這裡的投資政策核心部分，應該是使用指數型基金和ETF的被動投

資策略。

- 不能立即變現的長期投資項目：很多投資人都會把資金，交給他們沒有擔任管理職務的私人企業與合夥組織。通常透過私募投入的金錢，會受到好幾年的限制。不能立即變現的投資項目，其潛在的獎賞會有比公開市場更高的預期報酬。通常提早終止合夥組織的協議，會導致投資項目的價格出現重大折價。
- 投機性的投資項目：這是風險最大的投資項目，要依靠時機賺取利潤。持有這些投資項目的時間，可能是從一分鐘到好幾年不等。它們的意圖，是要占市場可能出現錯誤定價的便宜。這當中的風險是，一旦投資人發生錯誤就容易導致巨額損失。持有這些投資項目，都是以投機為目的，包括但不限於下列的交易：股票、選擇權、商品、槓桿型或反向型ETF，以及產業型的ETF。

圖11.1 ▼ 投資金字塔



在金字塔當中，被動投資涵蓋長期流動性的投資項目。這部分應該

是投資組合當中最重要投資項目。事實上，我的看法是，絕大多數的個別投資人應該避免不能立即變現的長期投資項目和投機性的投資項目。

想要從不能立即變現的長期有限合夥組織賺錢，包括避險基金、創業投資基金，都需要有相當的能力，才能從中挑選出幾個獲利的機會。每一個成功的有限合夥組織，另外至少都還會有10個是表現很差，甚至於是表現平庸的有限合夥組織，這包括伯納·馬多夫（Bernie Madoff）類型的詐騙案（編按：也就是龐氏騙局，它以空殼公司吸引投資，接著利用後期投資者的資金來支付早期投資者的利息，並吸引更多加入投資，最後導致資金入不敷出，造成投資者大量的金錢虧損）。

大多數個別投資人，完全沒有接近高階私有基金管理人的機會，或是具有選擇私募基金的專業知識。具有高度專業能力的機構投資人，在投資大眾獲邀加入投資之前，早就將很吸引人的投資案件選走。

大衛·史雲生，耶魯大學校務基金的投資長，在他撰寫、受到高度讚賞的《耶魯操盤手：非典型成功》書籍裡，清楚有力的總結，私人夥伴關係的預期結果。史雲生堅定的認為，個別投資人應該保持被動投資的精髓：

非核心的資產類別提供投資人廣泛、膚淺的吸引力，但最後都成為損害績效的投資選擇.....投資人需要有非凡的自信，才能不理會不實宣傳的非核心投資產品，進而擁抱樸素、有效的核心投資產品。<sup>2</sup>

同樣應該要避免的或至少保持最低程度的，是對股票、商品以及高週轉率的ETF進行投機性的投資。這些投資活動會逐漸損害達成財務目標成功的可能性。任何用於投機性投資項目的錢，都應該把它們視為無

效用的金錢（dead money，譯註：意思是投資項目經過一段時間都沒有成長；也可以表示，在投資過程中幾乎沒有收益、被套牢的錢）；相對於被動式策略，投機性的投資項目，是無法預期會有好的績效，而且很容易就會導致巨額損失。

## 將資產與開支達成一致

你應該分配多少資金到股票、債券上？答案取決於需求開支的時間點和持續期間，以及在考慮投資之前，要履行這些開支而從其他來源獲得的收入。了解投資活動每年需要提供多少的資金數額才能足夠支付開支，是做投資決策的關鍵部分。

建立未來幾年的收入來源跟資金流出相連結的現金流量分析，會很有幫助。這將可以準確確定，什麼時候可能需要從投資組合去取得更多錢的重要時間點。當你有工作的時候，大多數開支都是由工作收入支付。當你退休的時候，是由包括投資資金這些會產生收入來源的組合支付開支。一旦完成現金流量分析，就能建立投資計畫，將投資資產與開支互相匹配，達成一致。

在投資組合的整個存續期間裡，投資計畫提供一個路徑圖，朝向公平而且公正的投資結果。它的目標是，提供需要的資金以支應沒有其他收入來源的開支。規畫過程中，資產配置很可能是最重要的步驟。它大大的決定了你的錢的成長路徑以及投資組合的風險水準。

## 選擇合適的資產配置並再平衡

資產配置的核心，是將你的財富分配到不同的投資項目中，以降低

大型損失的風險，同時以特定的報酬為目標。降低大型損失的機會，增加了投資人受到市場脅迫時維持他們投資計畫的可能性。當人們將風險性的投資項目以暫時低迷的價格出售時，失敗的投資計畫就會因此鎖定損失，使他們未來的財富陷入混亂。

成功的投資人會研究所有資產類別，還有他們各種投資項目的構成要素，以了解它們之間的差異。他們會估計長期的預期風險與報酬率，並且研究某種資產類別的報酬跟其他類別之間的變動關係。接著，他們權衡把每個投資項目納入投資組合當中的利弊，當成是整個投資組合的一部分。

投資組合管理的目標，是要創造並追蹤，能夠提供必要資源的投資政策，以符合目前與未來的開支。投資組合管理過程的核心，依靠的是審慎的資產類別組合，它是根據研究與合理假設為基礎，跟未來風險、報酬率以及彼此之間的相關性有關。

為了讓投資政策達到它期望的效果，並且避免不需要的偏離，嚴格堅持資產配置策略是必要的。這需要對資產類別的標準做定期監測，因為市場會不停的變動。偶爾進行再平衡，回復到資產配置的目標，可以確保投資組合沒有偏離。

透過資產配置與再平衡進行風險控制，並無法每年都保護投資組合。有時候，所有風險性資產會一起下跌，如2008年的情況。不過，當錢從風險性資產流出的時候，它通常會流向比較安全的資產，如債券。國庫債券在2008年時是很強勢的。但是到了2009年，一切都反轉了。風險性資產的績效表現良好，而國庫債券並沒有。一旦你領略資產配置背後的技巧，並且累積不同投資項目之間是如何運作的資訊之後，你就已經準備好可以設計一個被動式的投資組合，它會有預期報酬率，並且符合你的需求、可接受的風險水準。

如果投資項目是在應稅的帳戶，那麼稅務效率或許也是一個考量。投資人應該要知道哪些資產類別、風格以及產業，比較適合放在稅負上

較有優勢的帳戶當中（例如：退休帳戶），而哪些則比較適合放在應稅帳戶。

資產配置是審慎投資計畫的基礎，而且是投資人關於投資組合，會做成的最重要單一決策。想要了解更多資訊，請參閱我寫的書《資產配置投資策略》。這本書對資產配置有詳細研究，並且提供個別投資人大量資訊。

## 注意個人情緒風險

風險存在於投資人腦中的意識裡。風險的定義，取決於你的角色。投資組合經理人，把風險視為市場的波動率，並且用報酬的標準差做衡量。機構投資人將風險定義為沒有足夠的錢可以償還負債。個別投資人，有比較不同而且更直接的風險定義：它是損失金錢的可能性。一般人都都不喜歡看到他們的投資組合價值下跌，而如果價值真的下跌，跟投資組合經理人或機構投資人比起來，他們更可能會做出情緒化的決定，將投資組合賣出。

就它最純粹的形式而言，風險是投資組合會發生永久損失的機率。當資產價值無法回復到它的購買價格時，因為資產在賣出時已經產生損失或是變成沒有價值，就會發生永久損失。被動投資組合在市場波動中，會產生永久損失唯一的時間點，是當投資人決定要在損失的情況下賣出，因為市場最後終究還是會回復的。

跟機構投資人比起來，個別投資人更容易受到市場下跌的影響而賣出。有一個很好的原因，可以說明為什麼是這種情形。當經濟處於衰退的時候，通常會出現空頭市場，這在很多方面，都會對個別投資人造成影響。經濟疲軟會造成對工作安全有顧慮、潛在的薪資縮減與福利減少、房屋淨值的價值會下跌、獎學金的金額會有縮減的風險，或是孩子

上大學將得往後延等。這些顧慮對個別投資人有很大的影響力，通常會導致相當大的壓力，使得投資人會在他們做得到的地方減少壓力；而他們通常都是先從投資組合著手。

投資人可以用來決定自己能夠承受的最大程度風險的一種方法，是使用風險調查表。這些方法，包括在[www.Vanguard.com](http://www.Vanguard.com)網站與其他一些網站，都可以免費取得。你回答問題的方式，將讓你瞥見你對風險的容忍程度，這對設計投資組合的風險程度，是有幫助的。

如果風險調查表的問卷內容，精心選用良好、恰當的詞語，將可以得到很有幫助的資訊。不過，這些問題通常都只會處理某個特定方面：也就是一個人可能可以接受的最大風險。即使是這個問題，也不可能僅由電腦計算機模型來決定。比起50多歲、60多歲的人而言，風險調查表這個方法，或許對較年輕的投資人比較有效，因為這些人彼此之間有很多共同點。

比較成熟的投資人，不應該僅只依賴風險調查表來決定他們的風險；應該將更多想法與注意力，投注在他們特別的情況上。要找到一個人對風險最大的容忍程度，需要自我反省。價格上漲時，我們會傾向覺得勇敢，而這意味著，這時候並不是決定我們風險容忍程度的理想時刻。或許決定風險容忍的最佳時刻，是在市場下跌20%或30%之後，這是當我們面對自己，可能會更加誠實的時候。

沒有人可以保證，任何投資策略都會達到它指定的目標。然而，在空頭市場中情緒化的賣出行為，幾乎可以保證投資計畫是會出軌的。投資計畫的風險程度必須很低，這樣才能在所有市場風險的情況下，認真、盡心的遵守。

## 指數型產品是理想的投資項目

投資人首先會藉由將最適合他們需求且有處理風險能力的資產類別，放置在一起，創造可行的投資組合；其次，透過選擇，選出最能代表這些資產類別的個別投資項目。一般而言，你要尋找的投資項目是，費用低廉，而且是廣泛的資產類別代表。

市場指數的資料，是研究與設計資產配置策略的基礎。這使得被動管理的指數型基金、ETF，成為選擇投資組合時很優越的選項。它們整體比主動型基金更高的報酬率、更廣泛的多樣化、更低的成本、追蹤市場時更少出錯以及更高的稅務效率，讓這些基金成為很理想、很適合的資產配置策略。除此之外，在今日的市場上，有很多且數量也一直在成長並追蹤大部分資產類別、風格與產業的指數型基金、ETF。

表面上，要從不同資產類別裡，選一些被動型基金，看起來像是很簡單的工作。但實際上，指數編製規則與追蹤指數的指數型基金、ETF的成本結構，有很大的差異。兩檔基金可能追蹤完全相同的指數，但由於費用與基金結構的不同，卻有不同的績效結果。除此之外，很多基金雖然是以被動指數型基金的方式促銷，但它們實際上卻是跟隨高度複雜的主動式策略。這在市場上很容易讓人糊塗、困惑，需要花時間研究才可以釐清。

稅金，也是個別投資人的一個主要考量。增加報酬的最好方法是盡可能遞延支付所得稅，只要在可行情況下，能夠愈晚並且在愈低的稅率下支付是愈好的。跟主動式管理的共同基金比起來，傳統開放型的指數型基金，在稅務上提供顯著優勢。跟相同投資種類的主動型基金相比較，開放型的指數型基金的週轉率非常低。這樣的結果，將使投資人每年會有比較少的已實現資本利得。ETF比主動型基金有更大的優勢，在於它們的結構允許股票型基金經理人，對於有未實現資本利得的股票，可以從指數型基金它本身當中進行處分。這樣的作法，減少基金的資本利得分配，甚至在很多情況下，完全將它們消除。

指數型基金、ETF經理人，為了減少稅負，使用的精細、複雜方

法，超出本書的範圍；不過，我在其他書中有討論到這些益處。想要更進一步了解相關內容，請參閱《關於指數基金》以及《指數股票型基金》。

選擇指數型基金，遠比它看起來的還要更複雜，建議要有更進一步的研究才好。有一些很好的書籍、文章以及網站，都把力量投在指數型基金、ETF。約翰·柏格、威廉·伯恩斯坦兩人撰寫的所有書籍，都是很好的參考。除此之外，用不具名方式發表的[www.bogleheads.org](http://www.bogleheads.org) 柏格頭網站，是跟指數型基金、ETF以及資產配置相關問題，一個很理想的地方。

## 有需要時尋求專業協助

投資規畫與執行的過程，對投資人而言可能是很不受歡迎、討厭的雜務。設計、選擇基金、執行、監督、再平衡、稅務管理以及不時對策略進行再評估，都需要花時間；然而並不是很多人都願意將他們自由的時間，花在這些事情上。除此之外，很多自己動手的投資人，往往會拖延或遭遇分析上的無力感，而這都會損害投資組合的表現。可以修正這些缺點的一種方法是，尋求專業協助。

尋求建議的人請注意！要進入投資顧問事業的門檻是非常低的，而容易賺錢的美夢，會吸引各類型的從員入業；這將導致顧問人員的能力差異十分廣泛。在尋求僱用投資顧問時，最大的挑戰是，要找到一個真正擁有關於被動投資知識且能承諾這項策略的人。從我直接的了解，我可以告訴你，這種人並不多。支付給投資顧問的大筆酬勞都在主動式管理裡，這也是大多數投資顧問的能力水準所在。

如果有投資顧問，跟你對被動投資的意見相同，而且收取合理費用，或許你就能感到滿意。首先，要找到一個不容易改變，而且運用被

動資產配置策略、相信使用被動投資的人。然後，確實的詢問投資顧問費用要如何支付，以及這筆費用的項目是什麼。投資顧問的費用應該是公平的，而且跟他們建議的投資項目，應該沒有利益衝突。

投資顧問應該願意將所有成本資訊，以書面方式呈現。你是在購買投資服務嗎？那要花費多少錢？共同基金要花費多少錢？交易成本是多少？財務規畫有包含在費用，或是要另外付錢？稅務的準備是否包含在費用當中？對自己能力有信心的投資顧問，會將他的費用很坦率的放在顯而易見的地方，給所有人看到、評斷。

合規與法律議題，會讓一些財務顧問感到困擾。請到美國證券管理委員會的網站[www.SEC.gov](http://www.SEC.gov)，查明潛在投資顧問的背景資料。至於如果還有其他問題，如某個特定投資顧問的能力程度如何，就要繼續向別的投资顧問詢問。

有些投資顧問會在他們的網站上，推銷假設性的投資組合報酬。這些報酬並不是真實的只是模擬的；投資顧問並沒有實際賺得這些報酬。投資顧問聲稱透過用特定方式管理金錢，這些模擬的報酬可能會很接近實際報酬，但沒有人可以確定這回事。我並不相信這些報酬，而且任何有經驗的投資人，都不會認真去考慮這些模擬報酬。

一旦你完成尋找對被動投資是全心全意的財務顧問這件辛苦工作，且你覺得跟他在業務上的往來舒服自在，那你的投資成功機率，將可以大大提高。以下是一些頂尖投資顧問，會帶來的好處：

1. 規畫與執行。投資顧問協助客戶了解他們現金流量的需求，接著設計、執行並且維持特定的資產配置，以符合這些需求。當投資人的情況有所改變時，經理人會建議對這些資產配置，進行適當的改變。
2. 策略保持一致性。紀律對投資成功而言，是必不可少的。投資人必須遵循他們的計畫，並且定期對他們被動式投資組合進行再平衡。

投資顧問的工作就是要確保這個過程有確實進行。

3. 建立情緒保險。在不確定的市場情況下，有些投資人會需要跟別人談論他們的顧慮。跟投資顧問連絡的電話，通常能讓投資人的憂慮平靜下來，並且中止投資人做出情緒化的錯誤決定。
4. 每年的**365**天，每天都有人值班、值勤。有時候，投資人會被其他事情耽擱了。這時候，投資顧問會隨時都在那裡為你處理投資上的難事。

投資顧問的服務是奢侈品，需要你能夠負擔得起。為了要找到合適、正確的投資顧問，無論需要多少時間，都得投入。選擇好的投資顧問，能夠讓你感到安心，因為你知道你的投資組合可以很完善的維持，也因此你可以好好享受你每天的時間，去做其他事情。

## 小結

個別投資人，可以運用審慎選擇的被動管理指數型基金、ETF的投資組合，來提高他們的報酬率並且降低成本。建立投資組合，是從對現有與未來開支進行嚴謹的分析，並且將這些需求開支透過選擇適當基金，並跟資產配置策略相匹配且達成一致後才開始的。

在任何的金融市場裡，風險與報酬率之間，早就有存在已久的關係。在短期內會出現較高預期報酬率的市場，它的不確定性也是最高的。對於這點的了解，在於使用有不同風險與報酬特性的不同資產類別，來建立投資組合。目標是要設計一種投資組合，它會有預期的報酬和可以接受的風險水準，如此你就有很高的機率可以獲得符合你獨特的財務需求與未來開支。

審慎的資產配置技巧與投資選擇，比本書所呈現的內容牽涉更多。需要閱讀更多的內容，才能完全領略這些概念。除此之外，要將被動投資應用在投資組合當中，說的比做的容易。自己動手的投資人，通常不會完成整個過程或好好維持它。這就是付錢僱請投資顧問所能提供協助的部分。

為你的餘生以及你心愛的人的生活做好投資，是很嚴肅的事業。在本書描繪的被動策略，或許不是很有魅力的解答，但它是行得通的方法。計算你未來的資產與開支，建立可行的投資政策，接著執行你的計畫、勤奮的追隨計畫，當出現投資獲利時，接著重複的去做。這對投資組合管理而言，不是沒有價值，而是井然有序的方法，將有最高機率可以達成你的長期財務目標。

## 附註

1. IRS Publication 950, "Individual Retirement Arrangements" Appendix C, Table 1, 2009.
2. David F. Swensen, *Unconventional Success: A Fundamental Approach to Personal Investment* (New York: Simon & Schuster, 2005), 46-147.

## 第 12 章

# 慈善機構與個人信託的 被動投資案例

世俗智慧告訴我們，循規蹈矩的失敗比離經叛道的成功更能帶來好名聲。

——約翰·梅納德·凱因斯

監督別人的錢的財產託管人，受到法律嚴格要求，投資行動必須符合他們應負責任的受益人的最大利益。財產託管人的部分責任，是要對投資政策做出審慎決定。被動投資策略與審慎的信託原則相吻合，因為它高效、有效、成本低，而且就長期而言，這個方法有很高的機率，可以達成信託與其受益人的目標。

財產託管人他本人，關於最佳投資方法的信念，可能跟被動投資方法不同。不過，身為財產託管人，是要為信託採取相關的正確行動，這表示要以審慎投資人會有的作法來做出決定。因為低成本、低稅率、低風險的投資作法，在信託法中得到了廣泛的闡述，因此很可能被法官廣泛接受為一種審慎的投資策略。被動投資是信託和其負責決定投資的財產託管人，很理想的選擇。

## 你身為財產託管人的角色

在你人生的某個時間點，可能有人會請你監督慈善基金會或校務基金的資產，又或是朋友、親戚、客戶的資產，以及去監督基於其他理由所設立的個人信託資產。同意監督別人的資產，會讓你處於負擔責任的情況，應付的責任跟管理你自己個人的事務比起來多出許多。無論你擔

任這個職務是否有支薪，你在法律上都有責任，在投資行動上必須符合信託所有人與受益人的最大利益。

根據信託類型和您所居住的州而定，有許多管理信託投資的法律。不過，這些法律都沒有限制投資在政府債券、一系列的有價證券，或是已經獲得許可的策略上。更確切的說，法規已經為達成審慎的投資決策建立架構。大多數的規定，都是跟足夠的多樣化、流動性以及成本控制有關。

對於應該如何管理投資，每個財產託管人都會有偏見與看法。財產託管人可能認為，對於挑選共同基金他們是很有天賦的，或是他們有不可思議的本領，可以在微型資本股票當中選出大贏家。然而，關於財產託管人認為他們是有經驗的投資人，以及對於他們監督的信託而言什麼才是正確的策略，可能是完全不同的兩回事。如果某個財產託管人冒險投入主動式管理，那麼法庭可能會強調，財產託管人有責任需證明，這是審慎決定的作法且符合信託與受益人的最大利益。不過根據本書匯編，要翻轉那些不利於主動式管理的壓倒性證據是很困難的。

管理別人的金錢，並不是要證明財產託管人，有較優異的投資能力可以運用策略擊敗市場。它跟財產託管人無關。法律只關心信託受益人他們的資產，應該由財產託管人審慎管理。如果你是財產託管人，法律關心的是，你必須遵循最高機率、會符合信託與它的受益人需求的投資策略。除了少數幾個非常有經驗、有才能的人之外，審慎行動指的是使用被動資產配置策略，並且選擇低成本被動式管理的指數型基金、ETF。

本章的內容，全部是關於為什麼被動投資管理，是管理別人金錢的時候，很適合、審慎的選擇。

本章內容將會討論兩種不同類型的信託帳戶：個人信託與慈善信託。頂尖的財產受託人專家對於信託資產投資原則的意見是，低成本、低稅負的被動管理策略是現代審慎的財產受託人進行投資時的首選標

準。<sup>\*1</sup>

## 管理信託的法律

財產託管人有一定的法定義務。這些包括但不限於執行信託文件的明示條款；審慎投資信託的資產；對所有信託的受益人都是不偏不倚、公正的，隨時讓信託委託人（建立信託的人）與受益人知道，有關信託與跟它相關行動的最新情況；對信託受益人保持忠誠，並且避免個人的利益衝突。財產託管人這些各種不同的責任，可能根據信託條款會擴大或縮小，但在大多數情況下，是無法完全消除的。

財產託管人跟投資決策有關的責任，讓財產託管人處於被監管的地位。這表示，財產託管人的管理行動，必須符合法律的最高標準。財產受託人（fiduciary）這個字，是源自於拉丁文善意（fides），意思是「信心」（faith），以及拉丁文信託（fiducia），直接就是「信託」（trust）的意思。法律中聲明，財產受託人永遠必須為了信託受益人的利益與權益而行動，並且對這些權益保持忠誠，而且不可以把他個人的權益，擺在這個最重要的忠誠責任之前。

以財產受託人身分替別人管理投資項目，並不是一項簡單的工作，對外行人而言，更是如此。金融市場是很複雜的，即使訓練有素的專業人員在決策時也可能會不知所措。讓情況更糟糕的是，法規中會有令人困惑且通常是不透明的法律準則、判例法以及法律意見書必須遵循。對這方面知識有限的人，在執行投資決策時應該格外小心，以確保他們有遵循重要準則，例如，多樣化、流動性以及成本控制。

根據管理的帳戶類型和美國的所在州，有兩個主要的示範法用來控制信託資產的管理。財產託管人應該要熟悉這兩項法律，並了解設立信託的所在州的特性：

- 《統一審慎投資人法》（Uniform Prudent Investor Act, UPIA）：針對個人信託。
- 《機構資金統一審慎管理法》（Uniform Prudent Management of Institutional Funds Act）：針對基金會、校務基金，以及政府資助的慈善機構。

在管理信託資產方面，這些示範法有很多相似之處。它們通常會迎來協調性，因為財產託管人在投資、管理信託資產時，必須跟審慎的個人投資人的作法一樣，要考慮目的、期限、分配的必要條件以及信託當中的其他情況。為了要符合這項標準，財產託管人必須行使符合規定的謹慎、技能、勤勉和注意。

美國專門協助金融中介機構使用審慎信託作法的Fiduciary 360公司，與它的附屬機構信託研究基金會（Foundation for Fiduciary Studies），是眾多致力於投資信託教育、實踐管理和支持的私人組織中的其中兩家機構。這些機構，確認了這兩個示範法的類似特性。整體信託準則（Global Fiduciary Precepts）有七個準則。<sup>1</sup>

1. 要了解標準、法律，以及信託規定。
2. 根據信託特定的風險 / 報酬輪廓，將資產多樣化。
3. 準備好投資政策說明書。
4. 僱用審慎的專家（例如：投資顧問），並且在選擇專家時記錄盡職調查。
5. 監督審慎專家的活動。
6. 對投資費用加以控制，並且負責任。
7. 避免利益衝突與禁止的交易行為。

所有涉及不同投資領域的財產託管人，包括：基金會與校務基金、私人家族信託、退休計畫（請參閱第13章），都有一個共通點：它們都必須遵守信託法的標準，而這個標準，是所有已知法律當中要求最高的。

## 信託與被動投資

身為財產託管人，是很有意思的一種經驗，因為它能夠讓你處於幫助別人的地位。不過，它同樣也會令人洩氣、困惑與耗費時間。如果你接受這個職務的責任，你必須承諾會了解信託法的運作。有時候，這意味著得去解釋，只有律師才可能會喜歡的艱深晦澀的法律語言。

除此之外，在執行投資政策之前，你必須知道不同投資策略的效益與缺點。這表示要投入適當的努力，去確認每個策略的所有事實、成本、機率以及潛在支出。

被動投資策略應該列在所有財產託管人清單的最上方位置，因為它們提供低成本、透明且獲勝機率很高的投資選擇。被動投資策略完全能發揮作用，並符合模型的準則，因為它們特別強調多樣化、控制成本的責任，以及避免投機行為。跟經由被動管理投資周詳考慮的投資組合比起來，沒有其他策略可以做到將投資組合多樣化，它將成本與稅負保持得很低，而且還能夠有很高的機率可以達成信託的目標。

有壓倒性的證據顯示，主動式管理持續性的高成本，會導致未來成功的機率變得很低。在為信託受益人做投資決策的時候，財產託管人應該了解主動式管理試著要擊敗市場時會輸掉的可能性。本書中的資料，已經確認過主動式管理具有不必要的高成本，對於風險也有未補償的部分，這些都是財產託管人應該避免的。

## 私人信託管理

根據定義，私人信託持有私人資產。信託委託人通常會用信託的名義，為金錢或財產取名字，並且指定某個人或像是信託公司的法律個體，來監督這些資產。法律規定財產託管人有責任持有這些資產，並且是為了一個或多個受益人的利益來管理它們；這些受益人，通常是信託委託人，以及列在信託文件裡的人。

私人信託有兩個主要類型：遺囑信託與生前信託。遺囑信託是在遺囑中設立，當信託委託人（設立信託的人）死亡時就會生效。生前信託是在信託委託人還活著的時候就開始，而且在死亡後可能會繼續。信託可以是可撤銷的，意思是信託委託人可以在任何時候進行改變；也可以是不可撤銷的，這是當信託委託人永遠放棄對信託文件做改變的情況。

根據信託委託人的願望與目標，私人信託確實有數十種變化。在這邊簡單列舉一些例子，如特殊需求的信託、隔代信託、節稅信託和揮霍者信託。也可以設立私人慈善信託，某些利益可以立刻轉給慈善機構團體，其他的利益則是當信託委託人死亡時，交給信託受益人。

要選定財產託管人，需要特別考量。根據美國《統一審慎投資人法》記載，財產託管人職位的必要條件，應該「不會過度艱巨，也不會太過龐大」，而且應該「實際上不會妨礙到服務謹慎的家族成員、朋友，也不允許財產託管人基於他們的專業性，對於要符合比一般標準更高的行為與能力方面，出現隨便的怠慢行為。」<sup>2</sup> 每個財產託管人必須願意、也能參與，並且對他們的本分盡心力。

通常信託委託人會指派他們自己，成為財產託管人或私人信託的共同財產託管人。這種自我指派的方式，任何情況都不會免除信託委託人必須遵守信託法、審慎投資決策的規定，也不會以任何方式減少或消除信託委託人對信託受益人的信託責任。

## ■ 美國《信託法第三次彙編》（**Restatement, Third, of Trusts**）

美國《統一審慎投資人法》，是由美國的統一州法律委員全國會議（National Conference of Commissioners on Uniform State Laws）在1994年公布。它23頁的內容，為範圍更廣泛的美國《信託法第三次彙編》，編纂了必要的基本原則。《信託法第三次彙編》由美國法律協會在1992年草擬，內容延伸超過300頁。《信託法第三次彙編》的紀錄員是艾德華·哈巴赫（Edward C. Halbach），他是加州大學柏克萊分校法學院的名譽退休法學教授，過去曾經是該校的Walter Perry Johnson講座教座。

《統一審慎投資人法》列出審慎的財產受託人標準，用來管理監督私人信託的財產託管人的投資行為。雖然《統一審慎投資人法》只是示範法，並不是法律，但事實上每個州都將《統一審慎投資人法》制定為法律，同時也有少數幾個州，頒布它大多數的法條。

《統一審慎投資人法》的核心要點是，審慎投資人原則（Prudent Investor Rule），它是將1830年建立的審慎人原則（Prudent Man Rule）修改、更新。根據審慎人原則的內容，財產託管人要致力於成為「慎重觀察、考慮周到的聰明人，在管理他們自己的事務時不注重投機，而是關心他們資金的永久配置，還會考慮可能的收入，也會考量要進行投資的資金的安全性」。<sup>3</sup>

當《統一審慎投資人法》保留了審慎人原則當中大部分信託行為的審慎標準，並對五個基本原則做了修改。所有的改變都是源自於《信託法第三次彙編》。以下的內容，直接來自於《統一審慎投資人法》<sup>4</sup>：

1. 審慎的標準，適用於任何整體投資組合中的部分投資項目，而不是個別投資項目。在信託的環境裡，「投資組合」這個字眼，包括信託的所有資產。

2. 所有投資活動，介於風險與報酬之間的取捨，被視為財產受託人的核心考量。
3. 所有投資類型的種類限制已經取消；任何適當的投資產品，只要能夠達成信託風險／報酬目標，財產託管人都可以對它進行投資，這同時也要符合審慎投資的其他要求。
4. 財產託管人要將他們的投資項目多樣化，這個人們長期熟悉的要求，已經把它併入審慎投資的定義當中。
5. 過去廣受批評，信託法規定禁止財產託管人授權投資與管理的功能，已經徹底改變。在有預防措施的情況下，現在已經容許授權。

《信託法第三次彙編》把多樣化視為審慎投資的一項基本要素，而起草《信託法第三次彙編》的委員會，也將現代投資組合理論，納入審慎投資人原則的通用語言當中。這強調現代投資組合理論，塑造出從1960年代以來，在投資作法上的影響力。

《信託法第三次彙編》的註釋更進一步指出，如果財產託管人不將帳戶多樣化則將違反職責，因此信託帳戶必須多樣化：「在合理的基礎上沒有做到多樣化，以降低沒有獲得補償的風險，通常是違反謹慎責任，以及注意與能力義務這兩項義務。」<sup>5</sup>——謹慎、注意以及能力——是構成審慎不可缺少的要素。

根據《信託法第三次彙編》的內容，對信託的投資組合而言，沒有任何種類或類型的投資項目，可以把它們視為本來就是不謹慎的。更確切的說，適合性是根據信託的目的與受益人的需求決定的。不過，投機活動與公然冒險是不被認可的，而且財產託管人仍然要為這樣的行為負擔應有的責任。

《統一審慎投資人法》認可共同基金與其他集合帳戶，可以為多樣化帶來的效益。小型的信託基金，要藉由建立它自己個別挑選投資項目

的投資組合，來達到完全的多樣化，是很困難的。當小型投資人嘗試要組成程度足夠廣泛、把沒有補償的風險降到最低的投資組合時，用購買個別有價證券的方式可能相對會很昂貴。基於這個理由，共同基金與其他集體投資工具，成為促成較小信託投資需求可以多樣化的主要機制。

要將成本降到最低的責任，在《統一審慎投資人法》當中有提到。這項責任，適用於將投資責任授權，以及運用在投資管理的其他方面。在決定是否要將投資活動授權給投資顧問或基金經理人方面，財產託管人必須保持預計效益與可能成本之間的平衡。財產託管人必須很警覺，才能保護信託受益人不會被「同時賺兩份錢」。例如，假設一般財產託管人的薪資制度，認為財產託管人必須處理投資管理的工作，那麼財產託管人在授權投資工作給外部經理人的時候，通常應該要降低它的費用。

從頭到尾出現在《統一審慎投資人法》的最重要主題，包括：除非是特殊情況，否則要使用廣泛的多樣化；對於應稅的信託，要做好稅負控制；要使用包含控制成本的衡量方法；避免投機活動與公然冒險；以及使用共同基金或其他集合帳戶，在低成本情況下達到多樣化。這些主題對被動投資人而言，是很熟悉的，因為它們是被動式管理基金的績效，能夠勝過主動式管理投資績效的主要原因。

## ■ 《統一審慎投資人法》與被動投資

《統一審慎投資人法》特別避免為被動投資背書，使得它不是唯一有納入現代投資組合理論與研究經驗的審慎方法。然而，艾德華·哈巴赫做為《信託法第三次彙編》的紀錄員，同時也身為現代審慎信託投資領域頂點的人，關於指數型基金與被動投資對信託投資應該是比較好的方法，有他個人的看法：

目前對市場效率性的評估，審慎投資人都支持採用各種不同類型的被動式策略，包括普遍依賴指數型基金。評估結果同時也傾向不允許產生沉重的調查與交易成本（包括利潤的稅款），以及透過「擇時」或「選股」機制追求擊敗市場的策略。

另一方面，這些評估結果並沒有防止所有聰明、很小心的投資人，不把主動式管理策略包含在他們負責的投資計畫裡。同樣的，這些評估結果也不能證明，以法律禁止財產受託人納入主動式管理的策略來處理他們負責的投資基金是合理的。<sup>6</sup>

哈巴赫對各種策略的成本與報酬的關係，做出詳細說明，指出被動投資的偏差：「當投資策略可能需要額外管理、稅負與交易成本，或是偏離有效率的多樣化投資組合，又或者這兩種情形都出現時，則該策略應在這種特殊情況與機會方面，實際評估報酬會提高的可能性是合理的。」<sup>7</sup>

對主動型基金投資人而言，關鍵字是「實際評估報酬會提高的可能性」。當來自於主動型基金報酬會提高的機率是很低的時候，再加上績效勝出的主動型基金相對於績效失敗基金的表現情形，支付的報酬很少，那麼報酬實在沒有提高的實際可能性。哈巴赫似乎也同意：

主動式管理涉及新的或增加的調查、分析費用和交易成本，包括資本利得的稅款以及「額外風險」（引號為本書作者加入強調），這可能是因為含有質疑的判斷，以及持有相當高程度的可分散風險。<sup>8</sup>

跟被動投資相比較，主動式管理顯然有額外的風險。要擊敗指數型基金的可能性很低，而且正確的主動型基金支付的平均報酬，也不足以補償犯錯的風險。當使用很多主動型基金時，風險增加而且成本上升，

會因此降低績效勝出的機率。主動式管理就是不值得對它花心思，想要審慎使用這個策略，是非常空洞無力的。

史考特．賽門在他撰寫的那本很優秀的書《審慎投資人的行動：理解指南》當中，對被動投資有詳盡的說明。以下是從書裡引述的話，這是賽門寫在一篇題目是〈我們信仰指數化投資〉（In Indexing We Trust）的文章內容，它刊載在2004年的《指數期刊》（*Journal of Indexes*）上：

在起草《信託法第三次彙編》的過程中，曾經討論有關要讓被動投資成為審慎投資與管理信託投資組合的唯一方法.....在他們提出的條文當中，他們（法學教授）注意到：「當市場上的基金有足夠多樣性，而且它們的績效經驗可以證明其前景，法庭可能會在某一天得出結論，財產託管人不使用這些投資工具就是不夠審慎的。」草擬《信託法第三次彙編》的人決定，如果要求只能有被動投資方法，將跟一般原則與靈活性的概念相反，會使得他們有意要修補信託投資法。雖然如此，《信託法第三次彙編》註釋中兩部分試驗得到的建議與它整體的文義性，都明確顯示財產託管人，對於提議的主動式投資策略，有積極責任要證明它是正當的。這個評論是強調，財產託管人具有這項負擔。

除了被動投資策略外，如果財產託管人冒險進行任何投資策略，都是不值得的。沒有財產託管人願意為主動式管理的失敗承擔個人責任。選擇主動式管理而不是被動管理的財產託管人，未來某一天，可能得對他們的行動辯護，證明他們擁有非常高超的投資能力，可以選到主動式策略或選到未來有很高機率績效會勝出的主動型經理人。如果他們做不到，那麼財產託管人就有很高風險，會違反財產受託人的責任。

有些財產託管人可能認為，他們有能力可以選到較優異的主動型經

理人。然而，這在法庭內是很容易就能反駁的。在美國國內，僅有少數幾個財產託管人，擁有必要的知識程度，可以有機會選到績效會勝出的主動型經理人。但是你很可能不在那群人當中，而且除非你的職位是美國國內最大型的校務基金或基金會，不然這群成員可能都不是你認識的人。因此，要採取符合信託最大利益的作法，也符合你身為財產託管人最大利益的作法——是使用被動投資策略。

## ■ 稅務與個人信託

個人信託與退休金、慈善信託不同的地方是，個人信託受制於每年的所得稅。就某些個人信託而言，當收入、已實現利益流向收入的受益人，這些人就得負責交稅。對其他信託而言，信託會保留收入，再由信託以特別的稅率交稅。

《統一審慎投資人法》顯示的是一種「總報酬」方法，反映管理信託的投資組合與稅務考量，是其很重要的部分。最適合應稅信託與收入受益人的是，可以將投資組合週轉率降到最低，以及能夠把增加稅款因素減到最少的投資策略。

指數型基金，尤其是會進行特別稅務處理的ETF，是私人信託很理想的投資項目。指數型基金當中具有很低的有價證券週轉率，提供很少的資本利得分配。將指數型基金與策略性資產配置結合一起，可以讓指數型基金投資的週轉率保持較低，這樣能夠讓稅款較低。

## ■ 《統一審慎投資人法》與主動式管理

《信託法第三次彙編》解釋，並不指望審慎責任會有風險或成本的通用標準，但是需要財產託管人檢查，權衡關於資產或投資活動以及信託特性的很多因素。要做好這一切，都應以應有的專注和技巧進行，並著眼於信託目的以及在做出特定投資決策時選擇對信託適當的謹慎與穩

健性。<sup>9</sup>

這為私人信託的主動式管理，留下一扇開啟的大門。如果財產託管人確信高成本的主動式管理，符合信託與受益人的最大利益，而且他們可以用書面形式，充分證明這些原因是正當的，那麼他們就可以繼續進行。被動投資就成為所有其他情況的解答。

## 非營利組織

美國的《機構資金統一審慎管理法》，是管理慈善機構的資金投資與支出。<sup>10</sup>《機構資金統一審慎管理法》幾乎逐字併入《統一審慎投資人法》的所有原則。對於跟基金會、校務基金、慈善機構以及其他非營利組織有關連的所有財產受託人的投資責任而言，《統一審慎投資人法》是很出色的指南。

《機構資金統一審慎管理法》的一個主要目標是，讓慈善機構的資金管理與投資應用，能有始終如一的標準；這樣無論是慈善組織的安排是信託、非營利公司或是其他類型的實體，就都可以適用相同標準。這個示範法在美國大多數的州，都已經頒布。<sup>11</sup>

非營利組織的投資活動跟私人信託的投資活動，有幾點是不同的：

（1）非營利組織通常是永續的，或幾乎是永續的；（2）通常都有固定的現金流出需求，而從捐獻與其他來源獲得的現金流入，是不穩定的，而且金額傾向不確定；（3）大多數的非營利組織都有委員會，會設立投資政策，並且監督投資活動；（4）今日委員會裡的成員，可能會跟幾年以後的成員不同。

現今投資委員會做成的決定，將會影響未來的接管人員。因此，每個投資行動贊成或反對的論點，都要詳細檢查並且做成書面紀錄。

## ■ 非營利帳戶的管理

投資委員會有很多工作，最重要的是，要讓成員完全了解組織與委員會的運作。委員會的這些工作，可以歸納為六個範圍：

1. 了解組織的需求。這是委員會最重要的工作，其中還包括確認短期與長期的資金需求，以及任何考慮中的重要計畫。
2. 了解特定捐贈者的需求。這需要委員會成員考量並遵循捐贈者在捐贈讓與書裡陳述的意思。
3. 當有適用考慮捐贈者特殊需求的情況時，要設定有最高機率、能夠符合組織需求的投資政策。這使得分配的結果通常是，將暫時投資用於流動開支，長期資產做為提供未來開支的資金。
4. 為計畫確定投資策略。這涉及對不同選項的審查，包括決定是主動還是被動，或使用不同帳戶的組合。
5. 面試並選出一個或多個投資經理人，以執行各個帳戶的投資策略。
6. 每年徹底檢查投資政策，以確保它仍然符合組織與捐贈者的需求，並且檢查投資經理人的行動，以確保他們的表現跟預期是一致的。

將成本降到最小的責任，在《機構資金統一審慎管理法》當中也有敘述，它可以解釋為，「所有跟留本基金相關的成本與費用，是審慎決策者要考慮的因素。高成本或高費用的投資管理，可能被認為不審慎.....」<sup>12</sup> 對於現代審慎的信託投資，保持低成本的重要性，在《統一審慎投資人法》第7章當中有很直接的說明：「浪費受益人的錢是不審慎的。在為信託資產設計並執行投資與管理策略時，財產託管人不得不將成本降到最低。」<sup>13</sup>

## 被動投資vs主動投資

在為組織選出最好的選擇之前，投資委員會必須十分仔細的調查，並且要討論各種不同投資策略的優點、缺點。這需要詳細的資料收集與徹底的分析。這個過程，應該將委員會當中，可能對投資業務經驗有限的新成員也納入。

《機構資金統一審慎管理法》允許將管理與投資決策，授權給外部投資經理人，只是這樣的授權，得在審慎情況下進行。這個法令提供適用於機構與經理人，在投資的職權獲得授權之後的標準指引。組織的行動必須誠信、善意，它採用的謹慎管理作法，會跟一般在相似的情況、類似的職位的審慎的投資人，有同樣小心的作法，這些包括（1）選擇經理人；（2）建立範圍與授權期限；（3）定期檢查經理人的行動，以監督績效並遵循投資政策。如果組織有遵從《機構資金統一審慎管理法》提到的標準，那麼組織就不需要為經理人的決定或行動承擔責任。

如果投資委員會的每個成員，對於選擇非營利資產的經理人，都要求其得讀兩本書，那這兩本書應該是查爾斯．艾利斯撰寫的《投資終極戰》，以及大衛．史雲生撰寫的《開創性投資組合管理》。彼得．杜拉克（Peter Drucker）稱艾利斯的作品，是有史以來把投資政策與管理寫得最好的書。而史雲生的書，產業裡的大多數人都認為，它是管理非營利投資組合的聖經。

艾利斯與史雲生，完全熟悉非營利帳戶的管理，他們在投資委員會服務許多年的時間。由於他們的經驗，這兩個人全然都是被動投資策略的強烈擁護者，也在最出色的投資委員會任職。被動投資是以較低的成本，產生較好的績效，而且審慎遵守《機構資金統一審慎管理法》的原則。

多年來，有很多小型非營利投資委員會都跟我面談，他們都不客氣的跟我說，大多數在委員會任職的人，在選擇有能力的主動式經理方面，並沒有足夠的經驗。他們不知道要問什麼問題，哪些答案是真實的，或是經理人什麼時候會引領他們偏離正軌而誤入歧途。因此，委員

會成員傾向根據經理人在當地的聲望，或簡單的就跟隨委員會裡其他成員的提議，做出僱用經理人的決定。我們這些專業人士把這些面談稱為選美比賽，因為它們跟最佳管理金錢的過程無關；它們跟穿著體面好看的西裝，唱出甜美歌曲有關。

以下是小型校務基金或基金會，每個投資委員會成員，要僱用主動型經理人時，應該要記住的觀念——真正有才能、可以擊敗市場的經理人，「對你的業務並不感興趣」。為什麼？因為你的組織太小了。一時之選的優秀人才，不會把時間花在2百萬美元或2千萬美元的基金會；他們忙於管理50億美元的留本基金。以更簡短的方式解釋查爾斯·艾利斯的話，要分辨好的經理人、普通的經理人是很容易的；普通的經理人會想要管理你的錢！如果某個主動型經理人是很有才能的話，那很可能你連他／她都沒聽過，然而如果你有聽說過，你永遠也僱用不到他／她。

當很糟糕的投資決策削弱非營利組織幫助別人的能力時，就是一場悲劇。伯納·馬多夫幾乎欺騙了每個人，說自己是頂尖避險基金的經理人。他騙走每個人的錢，而且無論他管理的金額是多少，他高額的報酬報告一直接連不斷的到來。當多年的龐氏騙局崩潰、瓦解時，很多非營利組織都損失數百萬美元。一些組織在全球經濟不景氣時，失去了它們大部分的資產，因為投資委員會做出不符合時勢的資產配置決策。這些錯誤並沒有發生在採用並維持審慎被動管理策略的組織身上。

你的組織是很重要的。它為人們做好事，也為社會傳達重要的道德訊息。這也就是為什麼，你的組織要高效率且有效的管理它的資產是很重要的。相反的，投資結果也會影響太多人。要審慎——採取被動投資——而且對它遵守紀律。

## 要注意利益衝突

利益衝突在信託投資產業裡到處蔓延。所有提供建議給財產託管人的專業人士，都說他們是財產受託人，但合法的財產託管人卻很少，因此他們的責任程度不同。可惜的是，當有些財產受託人的薪水面臨危機，不知道能不能保得住時，他們就不會認真工作。

擔任財產託管人顧問的信託律師，轉介紹他們的業務給經紀商、保險代理機構、銀行以及信託公司，透過這種方法獲取薪酬是很常見的。這個薪酬可能是報答轉介紹，做為轉介紹的費用，甚至是分享費用的安排。法律上有聲明，這些營運關係必須透明。不過，當律師將你轉介紹給投資顧問、保險代理人或信託公司的時候，審慎的作法應該是要問：「你幫我轉介紹，你會得到什麼報酬？」

很多人會僱用專業的財產託管人，監督並管理信託，或是在投資委員會裡任職。這個人可能是個人，如：律師、銀行的信託主管，或是其他的專業人士。這些人會協助決定信託帳戶將如何進行投資，以及哪些部分需要管理。

專業的財產託管人通常會決定，將他們提供諮詢的帳戶轉到他們自己的投資公司或關係企業。財產託管人接著就可能從管理這些資產賺取費用。藉由從一個帳戶同時收取信託酬勞與投資酬勞，財產託管人這樣同時賺兩份錢的作法，是違法的。支付給財產託管人的酬勞，應該要減去他從投資方面賺得的費用。

如果相互比較之下，財產託管人的投資酬勞比不上信託酬勞時，那會是什麼情況呢？來自於投資酬勞的額外收入，財產託管人仍然會得到這部分的錢，做為額外薪酬，或是做為他們營運關係的費用。不過這會是一個問題。當專業的財產託管人的薪酬是以某種偏差方式獲得的時候，要他們的投資選項能夠客觀公正是很難的。

《信託法第三次彙編》強調，財產託管人的審慎程度，是檢驗財產託管人行為的合理性，而不是他所選擇投資項目的績效。<sup>14</sup> 在管理信託資產的時候，財產託管人出現任何利益衝突，通常是不審慎的情況，但

是假如有完全揭露利益衝突的情況就不是違法的。如果財產受託人，僅僅因為他們獲得報酬，或他們從負責管理金錢的人收取某些利益或恩惠，而建議投資行動，這就是違法的（也就是說，交換條件或向人取收費用的情況）。

## ■ 區別律師與投資顧問的角色

有幾個很著名的信託專家，針對財產託管人寫了一些書。這些書籍在教導人們關於信託法與財產託管人的責任方面，有很大的價值。不過，要將它們做為投資指南的話，效益有限。

好的律師，會寫出有關信託法很好的書籍，那也是書的目標。基於某些奇怪的原因，很多信託法的專家覺得，他們不得不提供詳細的投資建議。這些建議很多都不專業。以下是一些例子。

在兩位很有名的信託律師所寫的一本書中，有下列的建議：「由於市場是無效率的，就長期而言主動式管理是會成功的。因為並不是指數當中的所有股票的基本面都是好的，藉由將『數百支股票』聚集在投資組合，追蹤被動投資策略的財產託管人，可能是很不審慎，才會將投資組合過度多樣化。」<sup>15</sup>

這一段文字雖然完整，但完全是胡說。沒有學術界的證據支持主動式管理在長遠期間將會成功的見解，也沒有方法可以告知，基於投資目的哪些股票有好的基本面，更沒有研究報告支持較多的多樣化是不夠審慎的過度多樣化，這是荒謬可笑的見解！

不過這些情況並沒有就此停下來。相同的律師又繼續說：「如果你盲目的把錢丟入指數型基金，那麼你至少得持有比標準普爾500指數還多，超過500支以上的股票.....例如，財產託管人可能考慮，使用兩檔指數型基金長期買進並持有的投資策略，一檔是追蹤標準普爾500指數，而另一檔是追蹤那斯達克100指數。」<sup>16</sup>

這樣的建議，顯示他們對指數化投資方法的貧乏了解。標準普爾500指數，主要持有所有美國證券交易所的美國大型公司股票，那斯達克100指數表示的是在那斯達克市場上交易除了金融業以外的最大型100家公司。加入那斯達克100指數的指數型基金，無法將標準普爾500指數變得更多樣化，因為基本上，那斯達克100指數當中的每支股票，都已經在標準普爾500指數當中！很明顯的，寫下那一段文字的律師，並沒有研究標準普爾500指數與那斯達克100指數的結構。

《統一審慎投資人法》指出，在有保護措施的條件下，財產託管人可以允許授權給專業人。一項保護措施是，要採用在他們領域當中，是專家的專業人士。不要依賴投資顧問提供法律意見，也不要依賴信託律師提供投資建議。如果你需要讓信託發揮作用，無論如何要找信託律師。如果你要的是投資建議，要找到有能力的投資顧問，他在這領域有很強的學術資歷，而且有很多跟處在類似情況的人一起工作的經驗。

除了特殊情況以外，使用策略性資產配置，並以低成本、低稅負、低風險的指數型基金、ETF的被動投資，是個人信託審慎的選擇。這個投資組合的管理方法，有最大的機率可以達成信託的目標。

## 小結

監督別人金錢，並且代表他們做成投資決策的財產託管人，有很重要的責任。法律在財產託管人身上加諸沉重負擔，以確保他們的行動是符合信託的最大利益。財產託管人的法定義務是，執行信託的明示條款，審慎投資資產，對財產受益人保持公正，對受益人的利益保持忠誠，並且避免個人的利益衝突。

信託法有示範法，負責管理不同類型的信託，以及這些資產應該如何管理。所有的示範法都要求財產託管人的審慎程度、誠信與專業性，

要有很高的水準。財產託管人應該知道哪個示範法，會影響他們管理的特定信託，同時也要熟悉特定的法案內容。

跟投資決策有關的信託責任，讓財產託管人置身於被監管的位置。就這一點而言，財產託管人應該熟悉《統一審慎投資人法》，因為它列出審慎的財產受託人標準，用來管理投資行為。美國並不是每個州都遵循《統一審慎投資人法》的逐字措辭，不過即使不是這麼做的州，仍然還是將《統一審慎投資人法》的本質註解為法律。

---

\*1 想要獲得跟被動投資有關的信託法更廣泛的論述，請參閱史考特·賽門（W. Scott Simon）多方面的著作，他是美國《統一審慎投資人法》（*Uniform Prudent Investor Act*）與美國《信託法第三次彙編》（*Restatement Third of Trusts*）的專家。他是《審慎投資人的行動：理解指南》（*The Prudent Investor Act: A Guide to Understanding*）的作者，同時定期為晨星公司，針對財產託管人、投資管理委員會、投資顧問、經紀人、銀行家及基金經理人的信託標準的出版物撰稿。賽門在晨星公司的專欄，可以在<http://advisor.morningstar.com>網站上取得。

## 附註

1. James G. Busse, Blue Line America; and Bennett F. Aikin, *Prudent Practices for Investment Stewards*, Fiduciary360, 2006.
2. Restatement of Trusts 3rd, §77, cmt. b. (2007).
3. Massachusetts Court decision, Harvard College v. Amory, 9 Pick. (26 Mass.) 461 (1830).
4. Uniform Prudent Investor Act, Objectives of the Act, page 1, The original act may be found at <http://www.law.upenn.edu/bll/ulc/fnact99/1990s/upia94.htm>.
5. W. Scott Simon, "Fiduciary Focus: Active vs. Passive Investing (Part 3)," MorningstarAdvisor, [www.morningstaradvisor.com](http://www.morningstaradvisor.com), April 7, 2005.
6. Edward C. Halbach, Jr., "Trust Investment Law in the Third Restatement," 77 Iowa L. Rev. 1151 (1992), at 7.
7. Halbach, 10.
8. Edward C. Halbach, Jr., "Trust Investment Law in the Third Restatement," 77 Iowa L. Rev. 1151.
9. Halbach, 10.

10. The Uniform Prudent Management of Institutional Funds Act, 2006, with prefatory note and commentary may be viewed at [www.law.upenn.edu/bll/archives/ulc/umoifa/2006final\\_act.pdf](http://www.law.upenn.edu/bll/archives/ulc/umoifa/2006final_act.pdf).
11. UPMIFA enactment status is tracked at [www.upmifa.org](http://www.upmifa.org).
12. Uniform Prudent Management of Institutional Funds Act, July 2006, Subsection (d), Rebuttable Presumption of Imprudence, pg. 27, [http://www.law.upenn.edu/bll/archives/ulc/umoifa/2006final\\_act.pdf](http://www.law.upenn.edu/bll/archives/ulc/umoifa/2006final_act.pdf).
13. Uniform Prudent Investment Act, February 1995, Comment on Section 7, pg. 14.
14. Halbach, 11.
15. Charles E. Rounds Jr., Charles E. Rounds, and Charles E. Rounds III, *Loring: A Trustee's Handbook* 2009 (New York: Aspen Publishers, 2008), 490.
16. Rounds Jr., Rounds, and Rounds III, 491-492.

## 第 13 章

# 退休金的 被動投資案例

對財產託管人而言，要管理退休金的錢，並不是一件很容易的任務。大多數被要求擔任退休金委員會成員的人，都是公司或組織的員工，對於管理退休金的法律幾乎沒有什麼經驗，也沒有接受過培訓。他們在工作上具備的投資經驗，遠比法律要求需要具備的審慎專家知識水準還要低很多。

退休金財產託管人做的投資決策，包括但不限於基於計畫參與者的利益審慎選擇投資選項，並且監督這些選擇以確保它們有遵守計畫的投資目標。除此之外，財產託管人在為計畫做決定時，也要避免個人的利益衝突，例如，選擇要為計畫提供服務的公司，可能會用某種方法提供個人利益給財產託管人。

管理退休金資產，就是在有效管理風險的同時，提供計畫參與者他們已賺得的利益。因為被動投資策略在一定風險下，最有可能實現計畫的長期目標。對退休金財產託管人而言，被動式的投資方法是最審慎的選擇。

## 管理退休金的法律

管理退休資產主要有兩套不同的法律。退休金財產託管人應該要了解跟他們所監督的資金有關的法律。除此之外，另一個很明智的作法是，熟悉《統一審慎投資人法》：

- 《美國員工退休收入安全法》（Employee Retirement Income

Security Act, ERISA)：針對符合資格的退休計畫，例如，利潤分享與美國401(k)退休儲蓄計畫的員工退休金。

- 《美國公務人員統一管理退休系統法》（Uniform Management of Public Employee Retirement Systems Act, UMPERSA）：針對美國的州、郡和市的退休計畫。

於1974年制定的《美國員工退休收入安全法》，是聯邦法，它為利潤分享和401(k)退休儲蓄計畫等私人產業的退休金，設定了最低標準。

《美國員工退休收入安全法》的目的，是要提供保護給參與這些計畫的個人以及他們的受益人。

《美國公務人員統一管理退休系統法》涵蓋州與地方退休計畫參與者與受益人的福利。《美國員工退休收入安全法》並不適用這些計畫。公務人員退休計畫在美國的每個州，是由法律管理，然而各州法律的差異程度相當大。《美國公務人員統一管理退休系統法》的闡明，讓管理公務人員退休管理系統的規定變得一致。

《美國員工退休收入安全法》與《美國公務人員統一管理退休系統法》，兩者都要求除了保險合約之外，計畫的資產必須由信託持有。根據信託法的標準，計畫的財產受託人，要負責投資並管理計畫的資產。除此之外，財產託管人必須遵守退休金計畫文件裡的條款，這些條款，跟管理特定計畫的法律是一致的。即使大多數的財產託管人對於他們的事務，跟專家程度差得很遠，但是財產託管人與財產受託人，都必須遵守審慎投資專家的最高標準。

財產託管人的主要責任，是要執行完全符合參與者與他們受益人利益的計畫，而唯一目的是要提供他們福利。法律有概略敘述，管理計畫資產的財產受託人的責任，包括：投資策略、投資政策的選擇；監督與更換投資項目；以及支付合理的計畫費用。雖然法律並沒有說明多樣化

應該到什麼程度，但是根據法律的規定，為了將大型損失的風險降到最低，所有退休金計畫都必須是多樣化投資。

## ■ 違反《美國員工退休收入安全法》導致的訴訟

《美國員工退休收入安全法》提供計畫參與者與他們的受益人，有權利對違反財產受託人責任的情形提起訴訟。當財產受託人違反他們

《美國員工退休收入安全法》的責任時，法庭可以隨意對財產受託人採取任何適當的行動，包括將他們免職。<sup>1</sup> 沒有遵守《美國員工退休收入安全法》要點投資原則的財產受託人，他個人可能有責任，會被命令要回復計畫的任何損失，或歸還因為不當使用計畫資產獲得的任何利潤。

從2005年1月到2008年8月的44個月間，有超過2400件對《美國員工退休收入安全法》財產受託人的訴訟案件。幾乎每個案件都牽涉違反財產受託人的責任。很多案例都舉出違反審慎人原則的情況，指出計畫的財產託管人可能做出很糟糕的投資決策。<sup>2</sup>

在我看來，每年《美國員工退休收入安全法》的訴訟案件數目，僅僅只代表少部分實際發生的財產受託人違反情況。很可惜的是，大多數屬於計畫管理很糟糕的員工，並不了解他們所享有的《美國員工退休收入安全法》權利，而且即使他們了解，也沒有財務資源可以採取法律行動。小型計畫的員工尤其特別容易受到傷害，因為替小型信託計畫辯護的律師不會有太多激勵獎金。不過未來幾年，情況可能會有所改變，因為員工已經知道他們的權利，而且會在大型的集體訴訟中對管理不當的計畫尋求賠償金。

## ■ 《美國員工退休收入安全法》的責任授權

受到《美國員工退休收入安全法》約束的財產託管人，可以藉由聘請投資顧問，來減輕他們身為財產受託人的受托責任與潛在責任，投資

顧問將承擔選擇、監督和更換計畫投資方案的責任和其他相關的責任。這透過財產託管人與投資顧問之間的書面契約就可以達成，投資顧問將成為受到《美國員工退休收入安全法》第3(38)節法律規定約束的投資經理人。

《美國員工退休收入安全法》第3(38)節規定的投資經理人，必須是銀行、保險公司或受《1940年美國投資顧問法》（Investment Advisers Act of 1940）約束的註冊投資顧問。除非財產託管人僱用的經紀商或證券經紀商有登記為註冊投資顧問，並且跟計畫提供者針對服務有簽訂合約，否則不能成為《美國員工退休收入安全法》第3(38)節規定的投資經理人。

在成為《美國員工退休收入安全法》第3(38)節規定的投資經理人之後，根據《美國員工退休收入安全法》第405(d)(1)節的規定，投資顧問就是計畫的獨立財產受託人。這使得投資顧問，要單獨對他們管理的計畫資產做成的投資決策負責，並承擔責任。計畫的財產託管人要保持審慎選擇、監督，以及在有需要時，更換《美國員工退休收入安全法》第3(38)節規定的投資經理人的責任。

## 小型計畫的困境

大多數小型企業的所有人，通常就是《美國員工退休收入安全法》的財產託管人。這對企業的業主而言，是很危險的情況。在我跟數百家小型企業計畫合作過的經驗裡，發現很多業主 / 財產託管人對於他們重要的財產受託人責任並沒有概念，或是僅僅只有少數人有模糊的概念。我看到小型企業的業主，因為替公司的退休金計畫做出不適當決策，而為了要彌補員工損失、不面對訴訟，他們因而損失大部分的財產。

很多小型企業的業主，在選擇他們的退休計畫投資項目時，都是依

賴經紀商與保險公司財務顧問的指導。有些企業的業主認為，當計畫出現錯誤情況時，這些顧問會提供一層保護，而且他們的員工會對顧問提出控告。這是不正確的。正如前面提到的，證券經紀人與經紀商被視為是產品銷售代表。因此，根據《美國員工退休收入安全法》規定，他們並不被視為財產受託人，所以就《美國員工退休收入安全法》的計畫而言，並不具有財產受託人的責任或義務。

《美國員工退休收入安全法》的退休計畫，並不是讓小型企業的業主用來投資股票市場，或是嘗試從奇特的投資項目中掘取超額報酬的地方。這個誤導的信念，已經讓很多小型企業的業主破產。《美國員工退休收入安全法》的律師，很迅速就會打敗自稱是審慎投資專家的小型企業所有人。

身為其他人的退休金財產管理人要擔負很大責任，《美國員工退休收入安全法》要求被授予權力的財產管理人應該要負責任。如果你是監督小型退休計畫，從屬於《美國員工退休收入安全法》的財產託管人，即使大多數的錢都是你自己的，為了你自己也為了你的企業著想，請為計畫選擇被動式管理的低成本指數型基金、ETF。一個管理良好、審慎投資的退休計畫，對你以及你的員工而言是非常好的福利。它有助於建立員工的忠誠度，提供好的稅務利益，並且幫助你跟你的員工能夠有尊嚴的退休。

## 自我導向的退休計畫

自我導向的退休計畫，如美國401(k)退休儲蓄計畫在美國是大型、成長中的退休儲蓄計畫。目前存在超過65萬個，所有大小規模的自我導向退休計畫，涵蓋美國將近5千萬個工作者，這些人都是有效的參與者。大約有47%的計畫資產是由共同基金持有，其餘的資產由其他像保

險公司與銀行的機構持有。<sup>3</sup>

像美國401(k)退休儲蓄計畫的這種自我導向退休計畫，允許員工從預先選好的投資選項裡，選擇他們自己的投資項目。計畫的財產託管人與其他指定的財產受託人，一般是負責選擇、監督以及替換計畫的投資選項。除此之外，這些財產受託人也負責控制成本，而且要確保提供服務的所有收費都是合理的。

《美國員工退休收入安全法》第404(c)節，為美國401(k)退休儲蓄計畫的財產託管人提供了一個安全港，可讓其免受計畫參與者在計畫投資選項中做出的投資決策的影響。舉個例，如果參與者嘗試對股票市場做擇時交易卻賠錢，那麼財產託管人對於損失是不需要負責的。不過，對於選擇、監督投資選項給計畫參與者，財產託管人仍然要負責。在法律上他們仍然要負責，以確保投資選項是經過審慎選擇，有對照適當的標竿指數進行監督，並且在必要時替換投資選項。財產託管人對美國401(k)退休儲蓄計畫的投資選項不夠審慎、監督不夠充分且沒有進行適時替換，會使得他們被放置在《美國員工退休收入安全法》訴訟律師的十字瞄準線上。

美國一個最大、不夠審慎的投資選項選擇的訴訟案件，牽涉沃爾瑪公司（Wal-Mart）的100億美元401(k)退休儲蓄計畫。有超過十年以上的時間，沃爾瑪公司員工的401(k)退休儲蓄計畫，是由美林證券（Merrill Lynch）擔任顧問。該訴訟案件宣稱，美林證券選擇費用高昂的基金，而且費用是支付給美林證券。沃爾瑪公司401(k)退休儲蓄計畫中的共同基金投資選項當中，零售類別收取的股價費用遠高於相同基金對機構類別收取的股價費用。十檔基金當中，有七檔基金收取12b-1銷售費用

（譯註：12b-1費用，是美國基金公司向客戶收取的行銷及銷售費用），這導致參與者因此無法獲得利益。除此之外，儘管沃爾瑪公司的財產託管人事實上知道大多數的基金績效都很差，但是他們並沒有改變

401(k)退休儲蓄計畫的投資選項。該訴訟案件宣稱，沃爾瑪公司參與計畫的員工在2007年為止的六年期間內，因為違法的情況多支付了1億4千萬美元。<sup>4</sup> 美林證券並沒有因為它們身為經紀商的角色，被列名在案件裡，因為它們不是計畫的財產受託人。

美國聯邦地區法院的審判法官，於2008年末期駁回該案件，但是這個決定卻在2009年遭到美國聯邦第8巡迴上訴法院，無異議否決。這使得案件在等待之際，又再送往聯邦地區法院。跟這個相關的新聞是，沃爾瑪公司對它的401(k)退休儲蓄計畫做了改變，降低員工參與者的費用。

沃爾瑪公司的案例，凸顯自我導向的退休計畫財產託管人，在必要時，必須審慎選擇、監督以及替換投資選項的需求。它同時也強調，檢查費用是必要的，並且要確保計畫參與者在自我導向的計畫當中，沒有支付過多的錢。最後，該案例顯示，經紀商對於它們很差的投資選擇不用負責任，對於計畫參與者遭遇的額外費用，也沒有責任。

## ■ 基金選擇被誤導

401(k)退休儲蓄計畫的財產託管人，在為他們監督的計畫選擇投資選項時，也會跟其他投資人一樣遭受相同偏誤。通常這些管理人會選擇顧問推薦給他們的基金，這些基金跟隨機選擇相同類型或風格的基金比起來，傾向最近績效勝出的基金。不過當財產託管人改變401(k)退休儲蓄計畫的投資選項時，新基金的績效並沒有比被除名的基金績效好。

在2006年，艾德溫．艾爾頓（Edwin Elton）、馬汀．葛柏（Martin Gruber）以及克里斯多弗．布雷克（Christopher Blake），發表一篇有關401(k)退休儲蓄計畫很有啟發性的研究論文。<sup>5</sup> 該份研究論文的主要資料來源，是401(k)退休儲蓄計畫提交給美國證券管理委員會的11-k文件。11-k文件是所有401(k)退休儲蓄計畫每年都要申報的文件表格，它

提供計畫參與者公司股票的投資選項內容。這三個人的研究團隊，取得1994年全部401(k)退休儲蓄計畫有申報11-k文件的資料，並且追蹤直到1999年為止的樣本。

研究報告的三位作者，選了43個計畫進行研究。這些計畫開始的時候有116檔基金，不過在研究追逐的七年期間裡，加入了215檔基金，而有45檔基金被除名。這樣的結果很接近，在這段期間內每年在計畫中額外增加一個投資選項，以及去除了與計畫數量一樣多的投資選項。

財產託管人並沒有顯示，有增加基金或替換績效差的基金的能力。新基金的績效，傾向是計畫中早已經存在會勝出的基金種類。財產託管人也會從熱門產業與投資風格中，增加新的基金。雖然研究報告發現，計畫的財產託管人通常會選擇最近績效表現好的主動型基金，但這些基金的績效，卻比被動指數型基金的績效差。但更糟糕的情況是，有大量的證據顯示，在接下來的幾年內，被除名的基金的績效卻比新增加基金的績效好。

該份研究報告的作者們，另外一項有趣的發現是，某些計畫的財產託管人在選擇新的投資選項時，長期以來都是缺乏能力。在這些計畫中，過去投資選項很差的表現，預測了未來新的投資選項很差的績效。不擅長為他們的員工選擇共同基金的財產託管人，不好的情況不像是隨意的，而是他們是長期以來都是如此。

## ■ 一站式方案（turn-key plan）

自我導向的退休計畫，為何有很差的投資選項的另一個原因是，它們受到在經紀商、保險公司工作的投資顧問很大的影響。這些人傾向建議計畫財產受託人，容易管理的一站式包裝產品，不過這些產品費用卻很高。

一站式方案的費用，通常包括紀錄保存費用、為計畫以及參與者服

務的費用、遵循與法務費用、稅務申報費用、教育費用，以及投資服務管理費等。企業看到這種套裝產品，可能會覺得是很吸引人的提案，因為（1）對員工而言，它是新的福利；（2）業主或其他財產託管人認為他們不需要再做很多處理；以及（3）透過投資基金的費用，計畫參與者支付了大部分的費用，而不是由雇主支付。

通常在一站式方案投資選項中，建議的都是經紀商銷售套裝式、昂貴的自組共同基金。這將給經紀商最大的支付額，因為他們保留全部的管理費，以及所有的行政費。

銷售一站式方案的證券經紀人與保險公司代表，可能不會想要讓他們看起來好像很自負或很貪婪的樣子。因此，他們通常也會介紹其他公司的幾檔基金，而且甚至或許也有指數型基金。你可以斷定，他們推薦的基金，經紀商都跟外部基金公司有利潤分享的安排，包括提供指數型基金的公司在內。雖然在這種銷售安排下，經紀商的收入會少於他們自組基金單獨流入的金額，不過經紀商仍然不會放棄那些收入。

一站式方案對於剛成立的計畫，可能是很受吸引的選項，因為它讓員工的費用保持很低；不過當計畫的資產累積增加之後，一站式、自我導向退休計畫的套裝產品，會趨向變得極為昂貴。無論投資金額有多少，這些基金的費用絕不會下降（最好的例子就是沃爾瑪公司的訴訟案件）。

對於成長中的計畫比較好的選項，是將紀錄保存費從投資選項當中分離。計畫的財產託管人應該僱用紀錄保存公司，每年只需要為參與者支付這項服務幾乎可忽略不計的費用。這樣分離的作法，讓財產託管人可以提供比較好的投資選項，集中在低成本、充分多樣化的指數型基金與ETF。

## ■ 美國政府的個人儲蓄計畫

個人儲蓄計畫（Thrift Savings Plan, TSP），是針對美國聯邦政府員工、軍職人員，一種確定提撥制的退休儲蓄與投資計畫。個人儲蓄計畫提供美國聯邦政府員工跟很多私人企業，提供給他們員工如401(k)退休儲蓄計畫相同類型的存款與稅務利益。從個人儲蓄計畫帳戶可以收到的退休收入，取決於員工在工作年限內，提撥多少錢到他們的帳戶以及這些提撥款項的盈餘。

個人儲蓄計畫獨特的要素是，它的投資選項。它們是成本非常低的ETF。每檔基金的管理費，每年只有0.028%。這幾乎比1%的百分之三還少。

共有5檔核心基金以及5檔平衡型基金的投資選擇。考慮到不同的員工退休日期，這5檔平衡基金是5檔核心基金的適當組合。這些被稱為目標退休基金。基金的選擇有：

1. 政府債券投資基金（G）：美國短期國庫債券。
2. 固定收益指數投資基金（F）：巴克萊美國整體資本債券指數。
3. 普通股指數投資基金（C）：標準普爾500指數。
4. 小型資本股票指數投資基金（S）：道瓊美國全股市指數（Dow Jones U.S. Completion Total Stock Market Index）。
5. 國際股票指數投資基金（I）：摩根史丹利資本國際公司歐澳遠東指數（MSCI EAFE）。
6. 五檔生命週期基金（L）：L 2040生命週期基金（預計退休年份：2036年～2045年）、L2030生命週期基金（預計退休年份：2026年～2035年）、L2020生命週期基金（預計退休年份：2016年～2025年）、L2010生命週期基金（預計退休年份：2006年～2015年），以及L Income生命週期基金（預計退休年份：2005年以前）。

生命週期基金是平衡型基金，是將不同的資產配置，分配到G、F、C、S與I基金當中，並且根據不同退休時程進行調整。L基金每個營業日都會進行再平衡，以達到它們的目標配置。當基金的時程變短時，每檔基金的投資組合每季都會進行調整，成為更保守的投資項目。根據美國個人儲蓄計畫網站的資訊，L2010基金是專供從現在到2014年，會提領他們的錢的參與者的生命週期基金。<sup>6</sup>

在我看來，對401(k)退休儲蓄計畫而言，個人儲蓄計畫是很好的模範。所有的投資選項，都是成本非常低的指數型基金（核心基金），而且平衡型基金是由這些相同的基金組成。個人儲蓄計畫擁有任何計畫主辦人希望能夠有的所有投資選項：短期政府基金、美國小型資本股票指數基金、國際指數基金，以及為參與者提供各種低成本核心基金配置的平衡型基金。

當然，對於個人儲蓄計畫中，暴露在不同市場的一些投資選項而言，可能就稱不上是理想的項目。例如，個人儲蓄計畫使用的歐澳遠東指數，只包括歐洲已開發市場以及遠東地區的澳洲。以國際基金而言，我個人偏好FTSE美國以外全世界指數型基金（FTSE All-World ex-US Index fund），因為這檔基金追蹤的指數，包括新興市場、南美洲與中美洲市場，以及北美洲市場，將使財產託管人（不包括美國401(k)退休儲蓄計畫）能選擇到最適合他們負責計畫的指數與基金。

## 小結

退休金財產託管人，是負責監督退休金的財產受託人。法律要求他們的行動，要符合計畫參與者與受益人的最大利益。計畫的財產託管人，法定義務是要執行計畫文件裡的明示條款，要審慎選擇投資項目，並且避免個人利益衝突。

《美國員工退休收入安全法》是聯邦法，管理所有私人退休金，包括像401(k)退休儲蓄計畫的自我導向計畫。各州相關的法律以及《美國公務人員統一管理退休系統法》，管制了州、郡、市的退休計畫。

財產託管人應該知道哪些法律管轄他們管理的特定信託，並熟悉法律。由於所有退休金的財產託管人都是財產受託人，因此他們應該要熟悉《統一審慎投資人法》，因為它以非常簡潔的方式，規定了財產受託人其投資行為的審慎標準。

對退休金計畫而言，被動投資是很理想的選擇，尤其對於小型的計畫更是如此。這些計畫的財產託管人，通常都不是投資方面的專業人士，不過對於為計畫選擇投資項目，他們卻背負極大的責任。為401(k)退休儲蓄計畫與類似計畫選擇投資選項的財產託管人，應該要研究美國聯邦政府的個人儲蓄計畫，並且要效法這些投資選項。它們是很審慎的選擇。

## 附註

1. U.S. Department of Labor, [www.dol.gov/dol/toptic/health-plans/erisa.htm](http://www.dol.gov/dol/toptic/health-plans/erisa.htm).
2. Pension Governance Inc. and the Michael-Shake Group, ERISA Litigation Study (company report, April 15, 2009).
3. Investment Company Institute, "Frequently Asked Questions About 401(k) Plans," [www.ici.org/faqs/faqs\\_401k](http://www.ici.org/faqs/faqs_401k).
4. *Braden vs. Wal-Mart Stores, Inc.* 2009, 588 F.3d 585 (8th Cir, 2009).
5. Edwin Elton, Martin Gruber, and Christopher Blake, "Participant Reaction and the Performance of Funds Offered by 401(k) Plans" (working paper, New York University, 2006).
6. [http://www.tsp.gov/investmentfunds/lfundseet/fundPerformance\\_L2010.shtml](http://www.tsp.gov/investmentfunds/lfundseet/fundPerformance_L2010.shtml).

## 第 14 章

# 投資顧問的 被動投資案例

在客戶的生活中，投資顧問扮演很重要的角色。他們藉由幫助投資人建立投資政策、執行政策，並且採取高效率、有紀律的方式維持政策，以引導投資人。

投資顧問將他們大部分的時間，都花在跟客戶的諮詢上，而不是進行深入的投資分析。因此，一個注重實際的投資顧問，當他想要尋找能夠擊敗市場的主動式管理策略，最後會得到的結論是，這種策略可以成功機率是很低的。如果某個投資顧問的績效確實擊敗市場，可能的情況是他很幸運。不過，運氣好並不是好的營運計畫。從長遠來看，對投資顧問跟他們的客戶而言，主動式管理並不是好的解決方案。

對投資顧問事業的長期需求而言，被動投資哲學是很理想的策略。它是低成本、具有稅務效率與非投機性，並且提供客戶成功的最大機率。

既然已經知道被動管理是大多數投資顧問的最理想解決方案，為什麼還是有很多人依附主動式管理策略，造成投資顧問為這項主要工作分心呢？我確信，投資顧問會這麼做，是因為他們的客戶都這樣要求。大多數的投資顧問都知道，主動式策略效果不好，而且私底下都會承認如此，但是還是有很多人繼續採用主動式策略，因為他們認為這是客戶會僱用他們的原因。然而，這其實大錯特錯。

會找投資顧問幫忙的人，並不是想要尋求擊敗市場；他們希望能找到，適合他們需求的審慎投資建議。或許他們有可能會想要擊敗市場，但這並不是投資顧問接受訓練應該起作用的地方。提供建議並不是要跟

市場下投資賭注；它跟為客戶的重要需求提供投資組合解決方案有關，例如：達到財務上的安全。

本章內容，是嘗試說服使用主動式管理的投資顧問去改變他們的方法。與其持續使用旋轉門服務顧客的方式（譯註：旋轉門效應指的是當費力吸引新客戶時卻造成舊客戶流失），藉由銷售主動式管理策略的成功機會不大，不如透過教育客戶被動投資的很多好處，培養長期顧客關係。這才是雙贏的局面。

## 更多風險意味更多費用

只有承擔較高的風險，投資組合才能賺得較高的報酬。因此，在沒有其他行得通的選擇可以考慮的情況下，使用主動式管理策略的投資顧問，會讓他們客戶的錢承擔更高的風險。但是從承擔這額外的風險過程中，誰能獲得最大的效益？我認為投資顧問得到的利益是最大的。首先，在客戶期待能獲得擊敗市場的報酬時，他們會要求很高的費用。其次，如果因為運氣或能力的關係，他們有短暫的成功，投資顧問會利用想要追求過去好績效的投資人，向他們爭取新的業務機會，很積極的用不正當手段獲得大筆財富。只要好運氣沒有改變，這還是會引領成功的局面，但這並不是可靠的商業模式。

為了將服務銷售給潛在客戶，使用主動式管理的投資顧問，推銷的是會擊敗市場績效的希望。潛在較高報酬的閃耀光彩會影響潛在客戶，因為人們所喜歡的，是認為他們將會贏得較高報酬。不過可能性是他們不會贏，但是等到客戶發現事實的時候，投資顧問早就已經收取高額費用。

相較之下，運用被動策略的投資顧問，是藉由教育潛在客戶，慢慢的讓業務成長。這樣的工作並不容易。教育的過程有很多前置時間，因

為被動的概念跟直覺是相反的。對大多數投資人的長期觀點而言，市場報酬就是最佳報酬，要將它加以概念化，很多人都覺得有困難。

把被動投資當做商業模式，並不是熱錢的方法，僱用被動式投資顧問的人，也不是要尋找熱錢。這些客戶都是學識比較多的人。他們想要的是，根源於邏輯的明智策略，而且很有紀律的執行。

被動投資是雙贏的商業模式，可以創造更好的顧客關係與顧客忠誠度。這有助於客戶在市場情況不好時，維持正常運轉，從長遠來看，將會引領客戶有更好的報酬。

## 投資顧問的類型

投資顧問有兩種類型：註冊投資顧問（Registered Investment Adviser, RIA），是合法的財產受託人；而經紀商的代表不是合法財產受託人。經紀人是證券商的授權代表，跟證券商分享收到的費用與佣金。註冊投資顧問直接從客戶那裡收取費用，用於管理投資組合和提供其他金融服務。

不同的政府監管機構，負責監督經紀人與註冊投資顧問。經紀人是由美國金融業監管局（Financial Industry Regulatory Authority, FINRA）管理。註冊投資顧問是取決於他的顧問公司規模大小，由美國證券管理委員會或所在地的州管理。想要調查經紀人或註冊投資顧問，更多的資訊，包括過去的申訴情形，請上[www.SEC.gov/investor/brokers.htm](http://www.SEC.gov/investor/brokers.htm)網站查詢。

你要如何區分註冊投資顧問與經紀人的差別？經紀人是由名片、網站，以及所有文具上「有價證券是由（公司名稱）提供」的字眼確認的。美國的證券法要求這樣的揭露方式。

正如前面提到的，根據法律規定，只有註冊投資顧問是財產受託

人，而證券經紀人目前是被免除的。法律把證券經紀人視為產品銷售代表，而不是投資顧問。不過，他們確實具有適用性的標準，只是那項標準，並不像財產受託人的標準那麼嚴格。

適用性跟受託管理之間的差別，可以用比擬的情況說明。當你走進雪佛蘭汽車（Chevrolet）經銷商的展示中心，就會有銷售人員試著要向你介紹、推銷，符合你需求的適當車款。即使銷售人員認為，除了雪佛蘭品牌以外的車子可能很適合你，但是他們也不會跟你建議福特

（Ford）或其他競爭車廠生產的汽車。相較之下，如果你個人付錢給某個購車顧問，由他幫你選一輛車子，那麼無論是哪家汽車公司或車款，他都有責任要推薦符合你需求的最佳車輛。展示中心裡的銷售人員建議銷售的車子，是他們公司最適當的產品，而購車顧問像是財產受託人，他有義務要建議最好的車子。

無論證券經紀人他們銷售的產品隸屬於哪家公司，很多在美國首都華盛頓政府部門的民選官員，都想要讓證券經紀人成為財產受託人。2010年恢復美國金融穩定法案（Restoring American Financial Stability Act of 2010），當中包括一個留給美國證券管理委員會的條款，由它研究這個構想，並且酌情進行更改。因此，未來法律可能會改變，包括：證券經紀人、保險代理人以及其他以銷售為導向的專業人士，這些在他們工作內容中有提供財務建議的人，都有可能成為財產受託人。

## ■ 經紀商應該擴大採用被動產品

1990年代，經紀商能獲得的低成本指數型基金非常有限。大多數提供指數型基金的公司，並沒有透過經紀商銷售，因為它們不想為了打入經紀商的配銷通路，而必須支付高額費用給經紀商。

在成立我自己的投資顧問公司之前，從1980年代末期到1990年代末期為止，我有超過10年的時間，都是擔任經紀人。那些後來跟我一樣開

始相信低成本的被動投資是比較好的產品的經紀人，必須離開原來的公司，將註冊投資顧問組織起來，才能追求我們認為是符合客戶最佳利益的產品。

在今天，世界已經變得不一樣了。各種類型的投資顧問，透過指數型基金、ETF，都能接觸到各種廣泛不同的指數型產品。為了要替他們的客戶追求審慎的被動策略，經紀人現在已經不需要離開產業。更特別的是，由於ETF的成長，提供涵蓋幾乎每種資產類別與風格的低成本指數型的產品。對所有投資顧問而言，現在要運用低成本的被動策略，建立以顧客為中心的業務，都是可行的。

## 財產受託人投資顧問的角色

在本章上下文當中的投資顧問，被視為財產受託人。即使經紀人不是財產受託人，我也把他們納入這個角色裡，因為他們擔任客戶的顧問時，作法應該是財產受託人，而且法律未來可能認定他們就是財產受託人。

財產受託人投資顧問，必須審慎建議對客戶最有用的投資策略。財產受託人投資顧問應該要避免利益衝突的情況，不要讓他投資顧問的業務，在客戶有需求之前就先行處理。

財產受託人財務顧問跟其他財產受託人一樣，都受到第12章涵蓋的信託法，以及第13章的退休金法，這些相同法律、判例法與法律意見書的約束。私人退休計畫中，負責管理投資過程的投資顧問，必須保持審慎專家的標準；而在私人信託、慈善機構帳戶以及公共退休金的投資顧問，要保持審慎投資人的標準。對任何投資顧問而言，最好的方法是擁有法律知識，並了解財產受託人的管理責任標準。

財產受託人投資顧問也有不同類型。例如，根據美國員工退休收入

安全法規定，有第3(38)節的財產受託人，以及第3(21)節的財產受託人。美國員工退休收入安全法第3(38)節的財產受託人是投資經理人跟計畫發起人，對合約中的帳戶資產有裁量權。他們對投資項目的投資組合，負責買進、賣出有價證券，並且對他們的決策負有法律上的責任。相較之下，第3(21)節的財產受託人，指的是不直接管理資產的個人或公司。更確切的說，他們提供由客戶最後自己做決定的投資策略、產品的建議，或提供管理工作與績效監督的服務。

財產受託人投資顧問對於他們提供的服務，會收取費用。對提供投資策略與產品建議的投資顧問而言，他們收費的方式，通常是依照每小時的費率或定期的預付金計算；有裁量權的投資顧問費用收取的方式，是按照他們管理的資產的百分比計算。當經紀人將客戶的資產，列在以費用為基礎的管理帳戶計畫時，經紀人也適用財產受託人的標準。

身為財產受託人投資顧問，情況可能會很複雜。儘管如此，財產受託人投資顧問仍然必須隨時跟法律描述和法規要求的最佳作法保持一致，並且努力的遵守。有幾個資訊來源，可以讓財產受託人投資顧問跟上最新的改變。這些包括法規通訊、法律意見書，以及私人、提供教育相關消息的Fiduciary 360公司與它的附屬機構信託研究基金會。

## 客戶對投資顧問的期待

在完美的世界裡，所有的投資人都很理性且擁有豐富的知識。在勤奮的研究之後，他們會形成他們自己的投資概念，然後尋求想法一致的投資顧問幫忙執行這些構想。

在真實的世界當中，很多去尋找投資顧問的投資人，並不具備相關知識。他們不知道設立目標、評估風險、資產配置，以及選擇投資項目時，錯綜複雜的細節。這就是為什麼，他們要尋求專業人員協助的原

因。

人們尋找金融投資顧問幫助他們達成財務目標。他們期待將收到的建議，是考慮周到、真誠，而且經過充分分析。他們要找會傾聽他們需求的投資顧問，分析他們的情況，並且將解決方案以直接、高效率的方式呈現。

客戶對能夠符合他們目標的投資策略，是感興趣的。他們想知道，多少的風險是適合他們的情況，而且他們也想了解，從長遠的觀點而言，能夠預期會有多少的報酬。他們通常不想知道也不需要知道，投資策略背後的細節，因為這些都是投資顧問的工作。儘管每個人，對於包括稅負在內的投資活動總成本，都感到興趣，但對於要支付給投資顧問的費用，大多數投資人並不會過度在意。

## ■ 投資顧問身為教育者的角色

投資策略在教育的過程中，是會讓人感到困惑的部分。大多數門外漢並不知道被動指數型基金與主動型基金之間的差別，或是策略性資產配置與戰術性資產配置的不同。解釋這些差異以及每個項目的優點、缺點，是投資顧問的責任。

投資顧問身為教育者，讓他們處於應負責任的職位，通常會超越他們投資經理人的角色。這種老師—學生的關係，超過投資政策的執行。大多數的人都會對他們的投資顧問投入很大的信任感，期望投資顧問能夠提供他們沒有偏見的資訊。

表14.1提供使用共同基金與ETF，四種投資組合策略選項的概略敘述。要教育客戶不同的投資策略，這個表是很好的開始，因為他們隨手可得，而且每種策略都有可以比較的成本。

表14.1 ▼ 四種投資組合策略的選項

	被動型基金 (指數型基金, 以及一些 以指數為基礎的 ETF)	主動型基金 (包括主動式管理的 ETF)
維持被動式策略性資產配置	策略 1 使用被動型基金的被動 配置	策略 2 使用主動型基金的被動 配置
使用主動式戰術性資產配置	策略 3 使用被動型基金的主動 配置	策略 4 使用主動型基金的主動 配置

投資管理在核心部分有兩個特點。第一個特點是資產配置的決策，第二個特點是有價證券的選擇。投資人首先得決定，他們將投資在哪一種資產類別，然後接著決定，要如何投資這些資產類別。

檢查表14.1的四個投資策略時，我們會做兩個假設。首先，關於使用任何特定策略，客戶是不可知論者。其次，無論是哪種策略，支付給投資顧問的費用都是相同的。

**策略1：**使用被動型基金的被動式資產配置。

- 根據客戶的需求，形成長期的策略性資產配置。
- 選來代表資產類別的投資項目是，低成本的指數型基金、ETF。
- 需要的時候，資產類別會再平衡，以維持配置目標。
- 這個策略的共同基金費用與交易成本是最低的，而且對應稅的投資人而言，稅款也是最低的。

**策略2：**使用主動型基金的被動式資產配置。

- 根據客戶的需求，形成長期策略性資產配置。
- 在經過風險調整之後的基礎上，選擇主動型基金的目的是要讓它們在代表的資產類別裡績效勝出。
- 需要的時候，資產類別會再平衡，以維持配置目標。
- 由於主動型基金的費用，以及來自於這些基金分配的資本利得，導致較高的稅款，因此這個策略有較高的共同基金費用。

### 策略3：使用被動型基金的主動式資產配置。

- 根據投資顧問對資產類別進行比較評價後，形成戰術性配置。
- 選定代表資產類別的投資項目是，低成本的指數型基金、ETF。
- 當投資顧問確定相對評價已經改變或投資顧問的看法改變時，就會改變資產類別的配置。
- 這個策略的共同基金費用與邊際交易成本是低的，這是因為來自於資產配置變動的交易與潛在的高額稅款；高額稅款是從戰術性變動獲得的已實現資本利得，原本就假設是可以獲利的。

### 策略4：使用主動型基金的主動式資產配置。

- 根據投資顧問對資產類別進行比較評價後，形成戰術性配置。
- 在經過風險調整之後的基礎上，選擇主動型基金的目的是要讓它們在代表的資產類別裡，績效勝出。
- 當投資顧問確定相對評價已經改變或投資顧問的看法改變時，就會改變資產類別的配置。
- 這個策略的成本是最高的，因為昂貴的主動型基金費用，以及來自於資產配置變動的交易成本造成。它的稅款同時也是最高的，這是

由於從主動型基金分配的資本利得，以及來自戰術性變動使得投資組合有已實現的資本利得的結果。

表14.1是很簡單的方法，將投資人不同策略與不同成本，詳細列出來。一旦客戶了解這些基本決策，大多可以確定，他們會開始提出問題。這是很好的徵兆，因為它表示客戶是在學習。

## ■ 財產受託人投資顧問與策略

就投資管理而言，所有財產受託人都有某些責任。這些責任有：保持多樣化的責任；在適用情況下，控制成本與稅負的責任；避免不必要風險的責任；以及避免利益衝突的忠實義務。現在讓我們從財產受託人的立場，看看其中幾種投資策略：

### （1）保持多樣化的責任

雖然信託法的措辭中有提到，「可以透過增加不同股票（或債券）消除的風險，就是無補償風險。多樣化的目標，是要盡量減少因投資項目太少而導致的這種無補償風險。」<sup>1</sup> 但是在信託法當中，對於投資組合多樣化應該到什麼程度，並沒有明確的說明。根據定義，指數型基金在每種資產類別裡，提供最大的多樣化，並且消除所有無補償風險。相較之下，主動型基金在擊敗指數的時候，卻是依靠較少的多樣化。主動型經理人不是限制他們持有的投資項目只有少數他們認同的有價證券，不然就是避免他們反對的產業。除此之外，策略性資產配置能讓很多資產類別維持廣泛的多樣化，而戰術性資產配置則可能連一種主要資產類別都不接受，或是只接受很有限的資產類別。

### （2）在適用情況下，控制成本與稅負的責任

在信託法當中，對於投資成本應該是多少並沒有說明，只有提到「財產託管人仔細進行成本比較，是很重要的，尤其是考慮要做為信託投資組合特定類型的相似產品，要更加小心。」<sup>2</sup> 就投資在相同類別的有價證券而言，指數型基金跟主動型基金比起來，指數型基金的費用少了很多。它們每年資本利得的分配也比較低，這將可以降低應稅帳戶的稅負成本。除此之外，策略性資產配置的交易是有限的，而這通常跟再平衡是有關的。戰術性資產配置策略，會有較高的週轉率，而這將會增加交易成本，使得應稅帳戶產生較高的潛在資本利得。

### （3）避免利益衝突的忠實義務

關於忠誠，法律是非常明確、清楚的：「忠實義務或許是信託法當中，最獨特的規則，它要求財產託管人，專門要為受益人而行動，而不是為了財產託管人自己的利益或第三方的利益而行動。」<sup>3</sup> 如果投資顧問是投資經理人，雖然管理資產領有薪資，不過客戶把他視為是沒有偏見的顧問，那麼這個投資顧問，就有財產受託人的責任要揭露投資項目的備選方案。財務顧問與財務規畫人員在剛開始從事顧問工作的時候，通常都會違反忠實義務，因為他們後來會將客戶轉介紹給他們自己的資金管理服務。當投資顧問的客戶認為，投資顧問是提供投資資訊沒有偏見的來源，但這些投資顧問最後卻建議客戶，使用他們的資金管理服務或是他們公司、關係企業的資金管理服務，而沒有建議其他沒有業務關係公司的選擇方案時，投資顧問就違反他們財產受託人的責任。

在一開始跟潛在的新客戶接觸時，財產受託人投資顧問，就得是個有道德的顧問。這表示，在簽署法律合約之前，就要擔任財產受託人。

當沒有經驗的人拜訪投資顧問，尋求建議與諮詢時，投資顧問的責任是要先透露，他們是如何收費的。跟潛在客戶說明，對於特定投資策略提供的任何建議可能會有偏差，也是審慎的作法。即使是被動式的投

資顧問，也要把這一點說明清楚。如果投資顧問不揭露這些事項，可以把這情況視為，他們違反財產受託人的責任。

## 投資顧問應有的表現

以下是投資顧問事業很真實、諷刺的情況。儘管被動策略對幾乎所有的投資顧問而言，是最審慎的選擇，但大多數投資顧問，還是會建議其他策略。

雖然投資顧問應該採取財產受託人職務的作法，但是為什麼有更多投資顧問，會建議主動式策略而不是被動策略呢？我的看法是，他們錯誤的認為，如果他們不這麼做的話，客戶不會僱用他們。他們錯誤的認為，在報酬上競爭是他們吸引新客戶的唯一方法。

以下幾個例子，是我為什麼會認為，即使不符合他們的客戶或是他們事業的最大利益，投資顧問卻始終還是建議主動式策略的原因：

1. 「如果我只是買進一些指數型基金，然後讓投資組合靜置在那裡，客戶可能就不需要我了。」

這是沒有事實根據的藉口。即使投資人知道要買什麼基金，以及要買多少基金，大多數的人也不會執行被動策略。人們向投資顧問尋求的是領導力、紀律與指導。這就是你提供的服務。

2. 「採用簡單的被動策略，我的費用就變得不合理了。」

投資顧問的費用會因為被動策略減少，但並不是永遠都是如此。只要是屬於你的費用，就將是你會收到的費用。收取的費用，讓你能夠經營事業，當客戶需要你的時候，你會替客戶解決需求。那就是服務應該獲得的代價。

3.「我的客戶可能預期我在空頭市場，會做些什麼事。」

沒錯，他們預期你會理性的行動，而且遵守有紀律的策略。他們也預期你對投資政策保持忠誠。他們預期，在不要採取任何行動是正確的情況下，不要做任何事。

4.「過去我都是採取主動式管理。如果我改變，可能讓我顯得很愚蠢。」

當客戶發現比較好的解決方案時，他們會欣賞並尊重，而且也願意改變。這展現的是誠信正直。

5.「我將永遠不會有新的業務，因為其他投資顧問的績效都會勝過我。」

招攬客戶的過程，是緩慢的。教育潛在的客戶，是需要花時間的。另一方面，這樣能留住客戶的比率會很高，因為被動式的投資顧問，更能了解他們客戶的財務需求，而且被動策略也能夠滿足這些需求。

這些都是錯誤的假設。這並不是要擊敗市場。客戶不想聽到，在過去30天內，自營交易模型的報酬是如何又再增加100個基本點的說明。那會讓他們落入失望當中，最後終止跟投資顧問的協議。

在福音裡有一段詞句，對採取主動式管理的投資顧問做了總結：「拿劍的人，終將死於劍下。」中文也有一句諺語說，如果你坐在河邊的時間夠久，敵人的屍體就會漂流經過。主動式投資顧問的客戶最後還是會成為被動式投資顧問的客戶，因為主動式投資顧問手中的劍，最後還是會掉落。

客戶想要聽到的是，他們要怎麼做才能符合財務目標的完善建議。在過去的35年以來，領航集團已經成為全球最大的投資經理人之一，因

為人們已經經由他們自己認識到，要在共同基金尋找 $\alpha$ 指標是行不通的。他們了解，跟主動式管理比起來，被動投資在投資組合的層次上是行得通的。使用被動策略，並培養這個觀念的投資顧問，將處於很合適的職位，能吸引更多客戶，並且將業務往來關係保留得更久。

## ■ 被動投資帶給投資顧問的效益

為了客戶轉變為被動投資的投資顧問，會得到很多效益，例如：

1. 很容易就能說明投資績效。
2. 對於主動式投資不好的績效，不需要很多辯解。
3. 對於市場或參與共同基金的輪盤賭注時，猜測不會再讓人感到洩氣。
4. 因為對現有客戶投入更多時間，因此客戶留存率很高。
5. 創造更多時間，可以尋找長期的新客戶。

被動式策略是最適合投資人也最適合投資顧問的投資方式。以長期策略性資產配置的指數型基金、ETF做為代表的被動投資，是客戶能夠成功的理想選項，也可以因此建立健全、持續長久的顧問事業。在現今，透過ETF，每個投資顧問都能接觸到這些基金，即使經紀人也是如此，對每個人而言，這是雙贏的定理。

## 小結

被動策略的顧問方法，反映投資顧問非凡的才智與真誠可靠。被動式的投資顧問，不會為了賺得較高的費用，讓客戶的帳戶承擔較多的風險，並且向其他潛在客戶，推銷有潛在的可能報酬。被動式投資顧問透

過教育潛在客戶，跟他們的客戶坐在桌子的同一邊，並且對投資決策採取極為苛刻的誠實態度，而得到新的業務。也因此，這個策略對投資顧問而言，就成為最佳的長期商業模式。它是雙贏的策略。

## 附註

1. Restatement of Trusts 3d: Prudent Investor Rule, § 3, comment.
2. Restatement of Trusts 3d: Prudent Investor Rule, § 227, comment m, at 58 (1992).
3. Restatement of Trusts 3d: Prudent Investor Rule, § 170 (1992).

## 名詞彙編

- 主動式管理（**active management**）：一種尋求投資績效，高於金融市場平均報酬率的投資策略。主動型基金經理人依靠研究報告、市場預測，以及他們自己的判斷力和經驗，選擇有價證券，進行買賣活動。
- 化年計算（**annualize**）：將一個時間單位小於一年的利率，轉化成以年為計算單位的利率；目的通常是要用來做比較。例如，某個投資組合，六個月期間的週轉率是36%，它可以轉換成年化週轉率72%。
- 賣出報價（**ask price**）：有價證券願意售出的價格。以共同基金而言，它的賣出報價跟它每發行單位數的基金淨值，是相同的。賣出報價又稱為賣價（**offering price**）。
- 自動再投資（**automatic reinvestment**）：從投資工具獲得的股利或其他收益，再用來購買該項投資工具額外的股份，讓投資人持有的基金單位數增加的一種安排。
- 債券利率平均值（**average coupon**）：投資組合當中，所有債券的利率（票面利率，**coupon rate**）的平均值。
- 平均有效到期日（**average effective maturity**）：貨幣市場或債券基金，所有有價證券的加權平均到期日（到期日是指，有價證券的發行人在到期當天，依面額一次償還投資人購買貨幣市場的投資工具，或是債券的本金）。平均到期日愈長，基金每一單位的價格，就會隨著利率改變而上、下變動。
- 後收型佣金（**back-end load**）：當投資人賣出持有的基金時，有些共同基金會收取的銷售費用，又稱為條件性遞延銷售手續費

（contingent deferred sales charge）。

- 標竿指數（**benchmark index**）：與基金有關聯的指數；用來衡量基金經理人的績效表現。
- $\beta$ 係數（**beta**）：用來與整體市場（或是適當的市場指數）上、下起伏的變動情況相比較時，衡量某個投資組合，過去股價的變動程度。市場（或指數）的指定 $\beta$ 係數是1.00，因此以 $\beta$ 係數是1.20的投資組合而言，如果整體市場上漲或下跌10%的時候，它的股價將上漲或下跌12%。
- 買賣價差（**bid-ask spread**）：買方願意出價（支付）買進有價證券的金額，與賣方賣出（報價）價格，兩者之間的差額。
- 帳面價值（**book value**）：公司的資產總額，減去任何負債與無形資產後，得到的金額。
- 帳面價值對市價比率（**book-to-market value, BtM**）：公司的帳面價值，除以它的市價，得到的比率。
- 經紀人 / 證券經紀人（**broker/broker-dealer**）：為大眾買進或賣出共同基金，或其他有價證券的個人或公司。
- 資本利得 / 資本損失（**capital gain/loss**）：資產的售價（如共同基金、股票、債券）與資產原始成本，兩者之間的差額。
- 資本利得分配（**capital gains distribution**）：當基金賣出有價證券的當年度，在扣除任何實際損失後仍然有利潤，將這些實際收益，支付給共同基金股東的款項。
- 現金投資（**cash investment**）：短期債務工具（如商業本票、銀行承兌匯票、以及國庫券）到期日都少於一年；又稱為貨幣市場工具或現金準備。
- 國際認證高級理財規畫顧問（**certified financial planner**,

**CFP**)：通過美國理財規畫顧問標準委員會辦理的考試，從事投資業務的專業人士，考試的科目有：稅法、有價證券、保險，以及遺產規畫。

- 會計師 (**certified public accountant, CPA**)：投資業的專業人士，由美國各州發給許可證，可以從事會計師業務。
- 美國特許金融分析師 (**chartered financial analyst, CFA**)：投資業的專業人士，在經濟學、有價證券、投資組合管理，以及財務會計等領域，都符合美國特許金融分析師協會，認定的能力標準。
- 封閉型基金 (**closed-end fund**)：發行受益憑證數目是固定的共同基金，這類基金，通常都在主要證券交易所交易。
- 商品 (**commodities**)：未處理的商品（如穀物、金屬、以及礦物）都是在商品交易所，以龐大數量進行交易買賣。
- 消費者物價指數 (**consumer price index, CPI**)：衡量消費性商品、服務，價格變動時的指標。消費者物價指數被用來追蹤通貨膨脹的速度。
- 相關係數 (**correlation coefficient**)：介於-1與1之間的數字，用來衡量兩個變數的線性相關程度。
- 成本基礎 (**cost basis**)：某項投資的原始成本。基於徵稅目的，在售價減去原始成本後，才會決定有任何資本利得或資本損失。
- 國家風險 (**country risk**)：政治事件（如戰爭、全國性選舉）；金融問題（如通貨膨脹向上攀升、政府的債務違約）；或天然災害（如地震、收成欠佳）發生的機率，這些都會削弱一個國家的經濟力量，導致該國的投資減少。
- 息票 / 息票利率 (**coupon/coupon rate**)：在債券到期之前，債券發行者承諾會支付給債券持有人的利率。

- 信用等級（**credit rating**）：根據對債權人的仔細財務分析，評估債權人對於應償還的債券債務，支付利息或本金的能力，發布的信用評等。
- 信用風險（**credit risk**）：債券發行者可能無法及時償還利息、本金的可能性；又稱為違約風險（**default risk**）。
- 匯兌風險（**currency risk**）：對外國有價證券的投資報酬，可能因為相較於外幣，本國貨幣在升值後使得報酬減少的可能性，又稱為匯率風險（**exchange-rate risk**）。
- 託管人（**custodian**）：可能是（1）銀行、代理人、信託公司或其他負責保護金融資產的機構，或（2）負責監督未成年人受益託管帳戶，共同基金資產的人。
- 衍生性金融商品（**derivative**）：金融契約的價格是根據或衍生自傳統有價證券（如股票或債券）、資產（如大宗商品）或市場指數（如標準普爾500指數）。
- 折扣經紀人（**discount broker**）：向客戶收取的費用低於綜合服務經紀商，執行有價證券買賣交易的經紀商。
- 收益分配（**distribution**）：可能是（1）帳戶所有人從個人退休帳戶（**individual retirement account, IRA**）提款，或（2）共同基金支付股利與 / 或資本利得。
- 股利再投資計畫（**dividend reinvestment plan**）：將股東的股利，用來購買更多公司股票的自動再投資安排。
- 股利殖利率（**dividend yield**）：每股股票的年化報酬率，計算方式是將年度股利除以目前的每股價格。以共同基金而言，這個數值是該基金持有的全部股票的股利殖利率的平均值。
- 平均成本法（**dollar cost averaging**）：隨著時間不斷推進，在固

定的時間點，都是投入相同的金額。這個方法可以確保投資人，在價格較高時買較少的股份，當價格較低時可以買較多股份。

- 每股盈餘（**earnings per share**）：公司的盈餘除以流通在外的普通股股數。
- 效率市場（**efficient market**）：股價反映所有投資人知道整個市場資訊的一種理論。
- 增長型指數基金（**enhanced index fund**）：這種基金通常是設計用來追蹤某個指數，不過它同時也會運用槓桿、期貨和交易策略，讓績效贏過某個特定指數。它同時又被稱為策略指數（**strategy index**），以及追求 $\alpha$ 指數（**alpha-seeking index**）。
- 指數股票型基金（**exchange traded funds, ETF**）：在證券交易所，跟股票進行同樣買賣交易的共同基金。基金的大約資產淨值（**net asset value, NAV**），每15秒鐘交易所會計算一次。由於有稱為合格參與者（**authorized participant**）的第三方參與套利過程，因此指數股票型基金的交易價格，跟計算的價格很接近。
- 指數投資證券（**exchange traded note**）：銀行或金融公司發行的無擔保借款，由於它的追蹤標的是指數，而且發行者也有信用風險，因此作用像ETF。
- 除息日（**ex-dividend date**）：將分配的股利 / 資本利得，從共同基金資產當中扣除或先儲存下來以支付給股東的日子。在除息日當天，基金的每單位價格會下跌，下跌的金額就是分配的金額（加上或減去任何市場活動）。它也稱為再投資日（**reinvestment date**）。
- 費用率（**expense ratio**）：投資組合中，平均淨資產被用來支付年度費用的百分比。計算費用率的費用，包括管理費、行政費、行銷與分銷費（**12b-1 fee**），這些是會直接減少投資人報酬的費用。

- 風險因素（**factor**）：投資組合的特定風險，如：市場風險、投資組合規模的大小風險、價格風險、政治風險、利率風險，以及信用風險。
- 美國聯邦準備系統（**Federal Reserve**）：美國的中央銀行，負責管理全美國的貨幣供應、信用體制。美國聯邦準備理事會的七個理事，由美國總統任命，對美國的貨幣、經濟政策，有重大影響。
- 純收顧問費的投資顧問（**fee-only advisor**）：針對與客戶間要約定好的財務計畫，財務顧問會收取每小時的固定鐘點費，或是依照彼此都同意的條件，對管理的資產收取固定百分比的費用。
- 美國金融業監管局（**Financial Industry Regulatory Authority, FINRA**）：前身是美國全國證券交易商協會（National Association of Securities Dealers, NASD），是由經紀商、自營商組成的機構，設立的目的是要保護投資大眾，避免遇到詐欺行為。
- 前收型佣金（**front-end load**）：當投資人在購買某些共同基金以及其他投資工具時，會被收取銷售佣金。
- 基金家族（**fund family**）：由同一個機構發起的一組共同基金，通常提供客戶能在基金之間交換，以及享有多個基金的投資帳戶合併對帳單的特權。
- 基本分析（**fundamental analysis**）：分析、檢查一家公司的財務報表、營運狀況，做為預測股價變動的一種方法。
- 期貨 / 期貨契約（**futures/futures contract**）：一種衍生性金融商品，依照商議好的價格，在未來某個時間點，買進或賣出特定數量的特定投資商品（如穀物或外幣）。
- 全球型基金（**global fund**）：同時投資美國與外國公司股票的共同基金。

- 國內生產毛額（**gross domestic product, GDP**）：一年內，美國勞工生產的所有產品和服務的價值，它是衡量美國經濟狀況的一項首要指標；美國商務部每季會公布國內生產毛額資料。
- 避險（**hedge**）：某項投資使用的策略，主要用來抵消另一項投資的風險。
- 高收益基金（**high-yield fund**）：主要投資在信用等級BB或是信用等級更低的債券的共同基金。跟其他類型的債券型基金比起來，由於高收益基金的投機性本質，因此更容易受到較大的價格變動以及較高的信用風險的影響。
- 指數提供者（**index provider**）：建立並且維持股票、債券指數的公司。主要的指數提供者有，標準普爾信用評公司等公司，花旗集團，道瓊指數，巴克萊資本公司，摩根士丹利資本國際公司，羅素公司，以及威爾夏公司。
- 指數化投資（**indexing**）：一種投資策略，它被設計用來能夠達成跟整體市場或是某個特定市場一樣的績效表現；如果跟主動型基金相比較，它的成本通常很低。
- 通貨膨脹風險（**inflation risk**）：由於生活成本增加，使得特定的投資報酬率會降低或消除的可能性，因此提高。
- 利率風險（**interest-rate risk**）：由於利率上升，使得有價證券或共同基金的價值有減少的可能性。
- 國際基金（**international fund**）：一種投資在美國以外的交易市場，從事股票買賣的共同基金。國外市場會呈現一些額外的風險，包括：匯率變動、政治的不穩定。
- 投資顧問（**investment advisor**）：對投資組合的投資項目，每天要負責做決策的個人或機構，又稱為投資組合經理人。

- 投資級債券（**investment grade bond**）：一種債券，經過獨立的債券評等機構評定後，認定它有最高的信用等級。
- 詹森 $\alpha$ 指標（**Jensen's alpha**）：由美國經濟學家麥可·詹森提出，將投資組合的全部風險，用標準差做為衡量報酬的標準，用來計算測量期間，超出無風險利率的投資組合可以得到的報酬。
- 垃圾債券（**junk bond**）：信用等級是BB或更低的債券，由於這種信用等級差，而且有額外風險的債券，提供投資人潛在的報酬，因此又稱為高收益債券。
- 大型資本公司（**large cap**）：儘管指數提供者，提供的公司市值範圍會有差異，但是這種公司的股票市值，通常都超過100億美元。
- 流動性（**liquidity**）：某種有價證券的市場行情等級；也就是說，某種有價證券以公平價格出售，轉換成現金的速度有多快。
- 有佣基金（**load fund**）：當投資人買進（前收型佣金）或賣出（後收型佣金）時，會徵收銷售費用的共同基金。
- 長期資本利得（**long-term capital gain**）：賣出持有超過一年以上的有價證券或共同基金時，獲得的利潤。
- 管理費（**management fee**）：共同基金支付給投資顧問，來負責監督、管理基金運作事宜的費用，又稱為顧問費。
- 市值（**market capitalization**）：公司價值的確定值，計算方式是用公司流通在外的股數，乘以每股股價，得到的數值又稱為資本總額（**capitalization**）。
- 到期日（**maturity/maturity date**）：貨幣市場借款工具或債券的發行者，同意支付本金或面額給買家的日期。
- 市值的中位數（**median market cap**）：投資組合當中，股票市

值（市場價格乘以流通在外股數）的中點。在這投資組合裡，有一半的股票會有較高的市值，另一半的股票市值較低。

- 中型資本公司（**mid cap**）：股票市值介於20億美元，與100億美元之間的公司；不過指數提供者，提供的公司市值範圍會有差異。
- 股價動能（**momentum**）：在一段期間內，某種有價證券的價格傾向往一個方向或另一個方向的趨勢。
- 地方政府債券（**municipal bonds**）：由美國州政府、市政府或地方政府發行的免稅債券。這些債券的利息收入，一般都是免繳聯邦政府的所得稅，有時候也免繳州政府與地方政府的所得稅。
- 互斥（**mutually exclusive**）：某事件發生，會排除另一事件發生的可能性。如果某個投資項目是某個指數的組成成員，這會阻止它成為其他指數的成員。
- 負相關（**negative correlation**）：兩種投資項目，會依照對方的價格，做相反方向變動的情況。
- 資產淨值（**net asset value, NAV**）：共同基金或ETF的總資產減去負債後，除以基金發行在外的單位總數，計算後得到的市值。
- 免佣基金（**no-load fund**）：不收取銷售佣金或手續費的共同基金。
- 名目報酬率（**nominal return**）：某個投資項目，還沒有經過調整通貨膨脹的報酬率。
- 無相關（**noncorrelation**）：兩種不同投資項目的價格改變，彼此是完全獨立的情況。
- 開放型基金（**open-end fund**）：針對發行在外的單位總數，每天都能夠出售或贖回股份的投資個體。

- 營業費用（**operating expenses**）：用來支付維護資產或是經營事業的款項。在扣除營業費用後，才會分配盈餘。
- 選擇權（**option**）：一種衍生性金融商品合約，賣方提供買方權利，但不是義務，在某個特定日期之前，可以用特定的價格買進或賣出標的物。
- 重疊（**overlap**）：當兩種指數或共同基金不是互斥時，會出現的情形。這是以市價的百分比進行衡量時，兩種基金或指數因為有類似的持股、投資明細，會出現的重疊程度。
- 支付日（**payable date**）：股利或資本利得支付給股東的日子。以共同基金而言，支付日通常是在股權登記日（**record date**）之後，兩天到四天以內的日子。支付日也是指已經宣布，預計將會發放的股票股利或債券利息的日子。
- 投資組合交易成本（**portfolio transaction costs**）：買進或賣出有價證券的相關費用，包括：佣金、買進與贖回費用，以及其他雜項費用。這些費用在基金公開說明書當中的費用率，會分開列示，它們並不會被包含在買賣價差當中。
- 正相關（**positive correlation**）：兩種投資項目，其中一種的價格變動會與另一種的價格變動，出現一致的情形。
- 溢價（**premium**）：某種有價證券的市價，超出它的面額或贖回價格的金額，或是超出類似的有價證券或整組投資的價格的金額。這種情況，可能暗示該有價證券，相當受到投資人喜愛。溢價也可以是指，取得保險涵蓋的一種費用。
- 股價淨值比（**price-to-book ratio, P/B**）：股票的每股價格除以它的每股帳面價值（也就是淨值）。以投資組合而言，這個數值是它持有的股票，加權計算後的股價淨值比。

- 本益比（**price-to-earnings ratio, P/E**）：股票的每股價格除以它去年的每股盈餘。以投資組合而言，是整個投資組合中的股票加權計算後的數值。本益比是市場對公司前景好壞預期一項很好的指標；本益比的比值愈高，表示公司未來盈餘的成長預期愈大。
- 公開說明書（**prospectus**）：提供準投資人關於共同基金資訊的法律文件，談論的內容包括，它的投資目標、策略、費用，以及過去的績效。公開說明書應該在潛在投資人開立帳戶之前，就要提供給他／她，同時也得向美國證券交易委員會申報。
- 委託書（**proxy**）：某個股東以書面授權方式，委託別人（如基金或公司管理階層）在股東會上，可以代理他／她持有的股份，進行投票的權利。
- 定量分析（**quantitative analysis**）：以有價證券而言，是針對某些可以衡量的因素進行評估，如：資金成本、資產價值、銷售額、成本、盈餘，以及利潤的預估。如果結合更主觀或定性考量的分析（如管理階層的效能），定量分析將更能夠改善投資決策與投資組合。
- 不動產投資信託（**real estate investment trusts, REIT**）：負責管理多筆不動產投資的公司，每年會將至少90%的盈餘分配給股東。不動產投資信託通常專精於某種特定的不動產，如：辦公大樓、購物中心或飯店。它們會從事不動產投資，購買不動產（權益型不動產投資信託，Equity REIT），或是提供貸款給建物開發商（抵押型不動產投資信託，Mortgage REIT）。
- 實質報酬率（**real return**）：某項投資經過調整通貨膨脹後的報酬率。例如，某個特定期間的名目投資報酬率是8%，通貨膨脹是3%，實質報酬率就是5%（ $8\% - 3\% = 5\%$ ）。

- 股權登記日（**record date**）：用來決定誰有資格領取公司或基金，下一次分配股利、或資本利得的日子。
- 贖回（**redemption**）：將本金歸還持有有價證券的投資人。債券的贖回可以在到期日時或到期日之前發生；當基金的持有人將他所持有的基金清算完成後，便可以依基金的資產淨值贖回。
- 贖回費用（**redemption fee**）：當投資人在購買基金之後的很短時間內，便將他持有的基金賣掉，某些共同基金會收取的費用。
- 註冊投資顧問（**registered investment advisor, RIA**）：向美國證券交易委員會註冊的投資專業人士（但並不是獲得背書）可以推薦給客戶，某幾種類型的投資產品。
- 再投資（**reinvestment**）：將投資獲得的收益，再去購買額外的有價證券。很多共同基金的公司與投資服務公司，提供客戶可以將分配的股利、資本利得，進行自動再投資的選擇。
- 資本返還（**return of capital**）：不是用盈餘、利潤分配款項，而是將投資人的本金歸還。
- 風險容忍度（**risk tolerance**）：在等待投資標的價格上漲的時候，投資人能夠忍受投資標的價格下跌的能力與意願。
- **R平方（R-squared）**：投資組合的績效，有多少百分比，可以由整體市場（或標竿指數）報酬解釋的一種衡量指標。如果某個投資組合的總報酬率完全與整體市場或標竿指數相符合，它的R平方就是1.00。如果某個投資組合的總報酬率與市場報酬率毫無關係，它的R平方就是0。
- 產業多樣化程度（**sector diversification**）：投資組合中，各公司股票占每個主要產業的百分比。
- 產業基金（**sector fund**）：專注市場上特定產業，投資範圍相對

狹小的共同基金或ETF。跟分散投資在較多產業的基金比較起來，這些特定產業的基金，會經歷每單位價格變動程度較高的情況，這是因為特定產業基金，受限於該產業中的特有問題。

- 美國證券交易委員會（**Securities and Exchange Commission, SEC**）：美國聯邦政府機關，負責管理共同基金、註冊投資顧問、股票與債券市場，以及經紀人與證券經紀人。美國證券交易委員會，是根據1934年美國證券交易法設立的。
- 夏普比率（**Sharpe ratio**）：衡量風險調整後的報酬率的一種指標。計算夏普比率的方法是，將資產的超額報酬（資產的報酬減去無風險資產（如國庫券）所能產生的報酬，多餘的部分即是超額報酬），除以該項資產的標準差。計算得到的數值，可以用來跟標竿指數或某種指數進行比較。
- 賣空（**short sale**）：賣方出售不屬他擁有的有價證券或選擇權合約，通常是預期有價證券或選擇權價格會下跌，因此會利用這種情況。典型的賣空交易，借來的有價證券或選擇權會先被賣掉，但是借方同意，在未來的特定日期或到期日之前，將以市價買進有價證券或選擇權，以完成回補。
- 短期資本利得（**short-term capital gain**）：持有一年或不到一年的有價證券或共同基金，出售時有獲利。短期資本利得按照一般收入課稅。
- 規模因素（**size factor**）：小型資本公司的股票（市值較低）比起大型資本公司的股票（市值高），能實現更高的報酬。
- 小型資本公司（**small cap**）：儘管指數提供者，提供的公司市值範圍會有差異，但是這種公司的股票市值，通常都低於20億美元。
- 價差（**spread**）：對股票跟債券而言，是買價（bid price）與賣價

（ask price）之間的差額。

- 標準差（**standard deviation**）：用來衡量基金的報酬與它自己先前的報酬，或是跟所有類似基金的平均報酬的差異程度。如果標準差愈大，跟平均報酬比較起來，該有價證券績效的變動情形（風險）也會愈大。
- 投資風格移轉（**style drift**）：隨著時間推進，主動型基金改變它原來指定的投資目標。
- 換匯協定（**swap agreement**）：一種介於交易雙方的衍生性金融商品合約，彼此交換不同的有價證券，以改變投資組合的項目，或是改變持有的債券到期日，或是改變部分的投資組合內容、財務配置（如利息支付或貨幣）。
- 遞延納稅（**tax deferral**）：延緩繳交投資所得應付的所得稅。例如，傳統個人退休帳戶的所有人，直到他們開始從帳戶提領款項之前，累積在帳戶裡的利息、股利或資本利得，都不需要繳交所得稅。
- 稅負交換（**tax swapping**）：藉由採取賣出某種投資項目或基金，並且同時買進某種類似的投資項目或基金，一損失一收益的結果，來減輕稅負。
- 應稅等價收益率（**taxable equivalent yield**）：跟免稅投資項目的報酬相同，但是支付給投資人的報酬金額比較高，而且必須課稅的投資項目。等價收益率是根據投資人的課稅級距決定。
- 免稅債券（**tax-exempt bond**）：通常是由美國的市政府、郡政府或州政府發行的債券，這些債券的利息免繳聯邦政府所得稅，有些情況下，也免繳州政府與地方政府的所得稅。請參閱地方政府債券的說明。

- 總報酬率（**total return**）：基金的資產淨值，在指定期間內的百分比變化；基金帳戶指定期間終結時的資產淨值，會根據所有分配得到的股利、資本利得進行調整。
- 交易費用 / 佣金（**transaction fee/commission**）：協助銷售或購買有價證券時（如經紀人 / 證券經紀人或銀行）這些中間機構收取的一種費用。
- 美國抗通膨債券（**Treasury Inflation-Protected Security, TIPS**）：美國財政部發行的債券，會根據通貨膨脹率調整它的利息、面額。
- 美國政府公債（**Treasury security**）：由美國政府發行，有特定金額與到期日的可轉讓債務工具。來自於美國政府公債的收入，可以免繳州政府與地方政府稅，但不能免除聯邦政府的所得稅。
- 特雷諾比率（**Treynor ratio**）：特雷諾比率，是以美國經濟學家傑克·特雷諾的名字命名；它是用來衡量進行投資時，如果沒有可分散的風險，對於所承擔的每單位市場風險，能夠賺得的超額報酬。
- 週轉率（**turnover rate**）：過去一年，交易活動的跡象。有較高週轉率的投資組合，會產生較高的交易成本，而且有更高的可能性，會分配資本利得（非退休帳戶必須課稅）。
- **12b-1**費用（**12b-1 fee**）：某些共同基金會收取的年費，用來支付行銷與分配活動的費用。這項費用是從基金的資產中直接扣除，會減少股東的總報酬率。
- 單位投資信託（**unit investment trust, UIT**）：向美國證券交易委員會登記，無人管理、整批交易的有價證券投資組合；單位投資信託有到期日。

- 未實現資本利得 / 損失 (**unrealized capital gain/loss**)：由於有價證券還沒有出售，因此有價證券價格增加（或減少）的利益還未實現。
- 波動率 (**volatility**)：有價證券、共同基金或指數的變動程度。波動率通常是用數學的方法表示（如標準差或 $\beta$ 係數），基金的波動率愈大，它最高價格與最低價格之間的差距，變動的幅度也會愈大。
- 殖利率曲線 (**yield curve**)：標繪在圖表上的一條線，描繪出從短期到長期，不同到期日的債券收益情形。這條線或曲線，顯示短期利率與長期利率之間的關係。
- 到期收益率 (**yield to maturity**)：如果投資人將投資組合一直持有到到期日，他 / 她將從有價證券獲得的報酬率。

# 被動投資學

巴菲特、彼得林區、愛德華索普都推崇，真正可以賺到錢的投資方法

## **The Power of Passive Investing: More Wealth with Less Work**

作者 理查．菲利（Richard A. Ferri）

譯者 黃川誌

責任編輯 賴玟秀

編輯協力 林映華、施宏儒

總編輯 陳雅如

行銷部 徐緯程、段沛君

版權專員 劉子瑜

業務部 康朝順、葉兆軒、林姿穎、謝淑英

管理部 蘇心怡、莊惠淳、陳姿仔

封面設計 朱陳毅（Bert. design）

內頁設計 顏麟驊

法律顧問 証揚國際法律事務所 朱柏璵律師

出版 樂金文化

發行 方言文化出版事業有限公司

劃撥帳號 50041064

通訊地址 10046台北市中正區武昌街一段1-2號9樓

電話 (02)2370-2798

傳真 (02)2370-2766

印刷 緯峰印刷股份有限公司

定價 新台幣500元，港幣定價166元

出版年月 2022年7月

ISBN 9786267079393（EPUB）

"The Power of Passive Investing: More Wealth with Less Work"

Copyright © 2021 by Richard A. Ferri. All rights reserved

Published by John Wiley & Sons, Inc., Hoboken, New Jersey.

All Rights Reserved. This translation published under license with the original publisher John Wiley & Sons, Inc.

Orthodox Chinese language edition published by BABEL PUBLISHING COMPANY © 2022

 **樂金文化** **方言出版集團**  
BABEL PUBLISHING GROUP  
版權所有，未經同意不得重製、轉載、翻印  
Printed in Taiwan