

投資觀念 進化論

避險觀念與現代金融創新
Capital Ideas Evolving

投資是對未知將來的賭注，
風險管理則是超額報酬的關鍵！

華爾街的知識簡史，

人類智慧的偉大力量改變全球金融市場的最佳見證。

1952年的創新理論開啟的金融革命方興未艾，

21世紀持續領導華爾街以至全球金融中心，

創造獲利的實務運用模型根源。

清華大學經濟學系副教授 劉瑞華

台灣大學財務金融學系教授 李存修

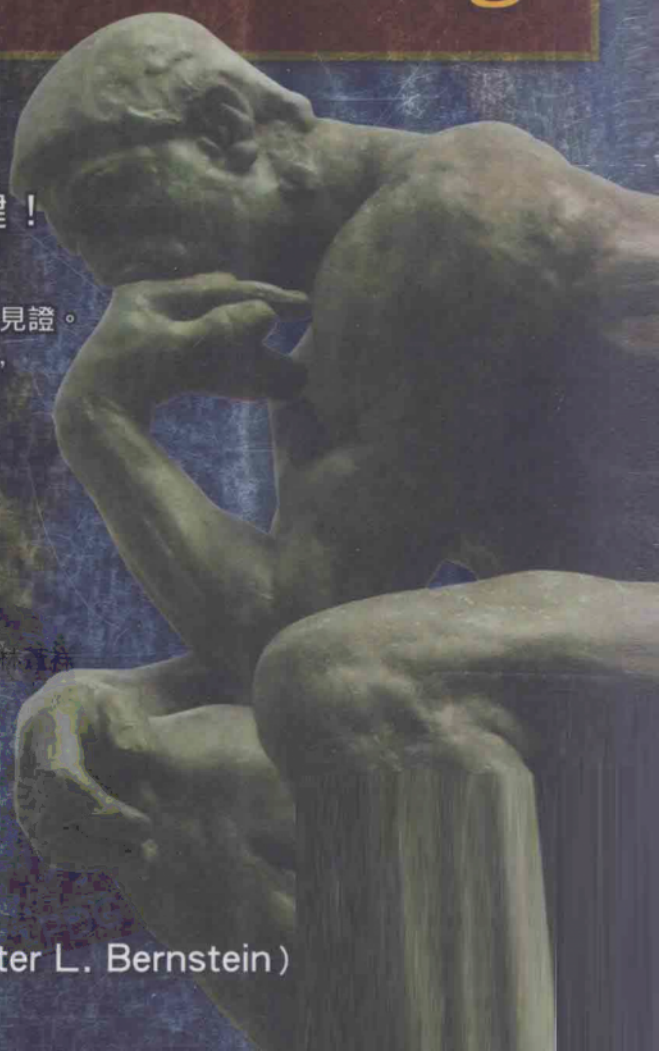
政治大學金融學系教授 朱浩民

淡江大學財金系教授、台灣財務工程學會理事長 林益森

襄序推薦

《馴服風險》《黃金的魔力》暢銷作家

知名金融歷史學家 彼得·伯恩斯坦 (Peter L. Bernstein)



一流金融歷史學家彼得·伯恩斯坦延伸1992年的開創性鉅著《投資革命》，重新細數財務理論如何從學術象牙塔延伸到華爾街與世界各地金融中心。這場革命的最終成果促使金融市場的本質、投資策略、特殊金融工具的發展，以及「不確定的未來」於投資決策中扮演的角色，出現全球化的革新。當時發展這些理論的學術界人士，現在則成為投資市場中活躍的一群，進一步地創造新穎的財務理論與運用策略。

以伯恩斯坦與當代頂尖金融實踐家及理論家的訪談為基礎，描述財務理論核心發展出的實務運用，如何演變成各類新穎且令人振奮的投資流程。本書亦將討論一群機構投資者的驚人成就，這些投資者以某些曾被貶為「一派胡言」的原則為基礎，最終發展出屬於他們的應用策略。伯恩斯坦縱橫財務理論與當代金融創新領域，為讀者描繪今日投資世界生動且極富教化意義的景象。引人入勝，見解深刻，為致力於改造金融環境的個人、創意以及議題等方面，都賦予了源源不絕的充沛活力。




ISBN978-986-84101-5-2

IF100 NT\$420

財信出版 Wealth Press

<http://book.wealth.com.tw/>

 WILEY

Capital Ideas Evolving

Copyright © 2007 by Peter L. Bernstein.

Chinese Translation Copyright © 2008 by Wealth Press

Authorized translation from the English language edition published by John Wiley & Sons, Inc.

All Rights Reserved. This translation published under license.

投資理財系列 100

投資觀念進化論：避險觀念與現代金融創新

作者：彼得·伯恩斯坦 (Peter L. Bernstein)

譯者：陳儀

總編輯：楊森

主編：陳重亨 金薇華

責任編輯：陳盈華

行銷企畫：呂鈺清

封面設計：樂信廣告設計有限公司

出版者：財信出版有限公司／台北市中山區 10444 南京東路一段 52 號 11 樓

訂購服務專線：886-2-2511-1107 訂購服務傳真：886-2-2511-0185

郵撥：50052757 財信出版有限公司 <http://book.wealth.com.tw>

製版印刷：沈氏藝術印刷股份有限公司

總經銷：聯豐書報社／台北市大同區 10350 重慶北路一段 83 巷 43 號／電話：886-2-2556-9711

初版一刷：2008 年 5 月 定價：420 元

ISBN 978-986-84101-5-2

版權所有·翻印必究 Printed in Taiwan All Rights Reserved.

(若有缺頁或破損，請寄回更換)

國家圖書館出版品預行編目資料

投資觀念進化論：避險觀念與現代金融創新／彼得·
伯恩斯坦 (Peter L. Bernstein) 著；陳儀譯。-- 初版。--
台北市：財信，2008.5

面：公分。-- (投資理財：100)

譯自：Capital Ideas Evolving

ISBN 978-986-84101-5-2 (平裝)

1. 投資 2. 風險管理

563.5

97003370



投資觀念 進化論

避險觀念與現代金融創新
Capital Ideas Evolving

彼得·伯恩斯坦(Peter L. Bernstein)◎著 陳儀◎譯

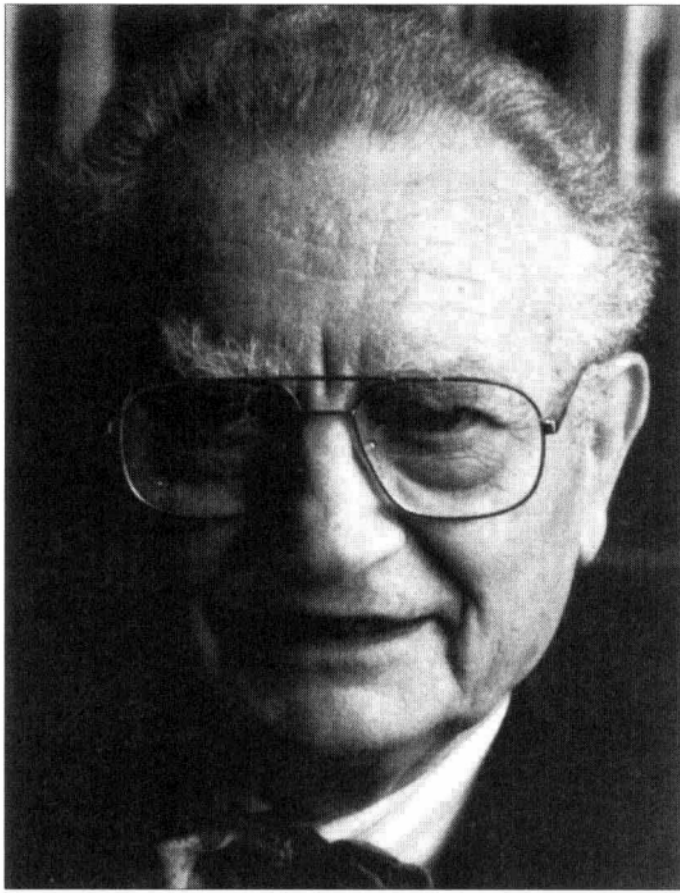
WILEY 財信出版



丹尼爾·卡尼曼 (Daniel Kahneman)
／普林斯頓大學心理學教授，2002年因為對行為經濟學的突破性發展成果而獲得諾貝爾獎。他分析許多怪誕的決策行為，包括人類對待風險的態度將取決於他們是否獲利或虧損。不過，卡尼曼否認多數人是不理性的。相對的，他認為「理性模型的失敗在於……，它所要求的人類大腦。有誰能設計出一個能完全依照這個模型的指令行事的大腦？它必須能夠完全且立即知道與瞭解所有事。」

理查·泰勒 (Richard Thaler) 是個大忙人。他是行為科學與經濟學的教授，也是芝加哥大學商學研究所決策研究中心主任。同時他也是一個投資管理公司的委託人，這個公司的策略全都是以行為財務學為基礎，目前為止，該公司已累積亮麗績效。雖然他彙集了許多和標準財務模型的預測互相矛盾的行為模式，但泰勒卻不接受任何將其研究視為證明投資人不理性的說法。他辯稱：「人類不是嘮叨的白癡，不過也絕對不是超級理性的自動化機械。」

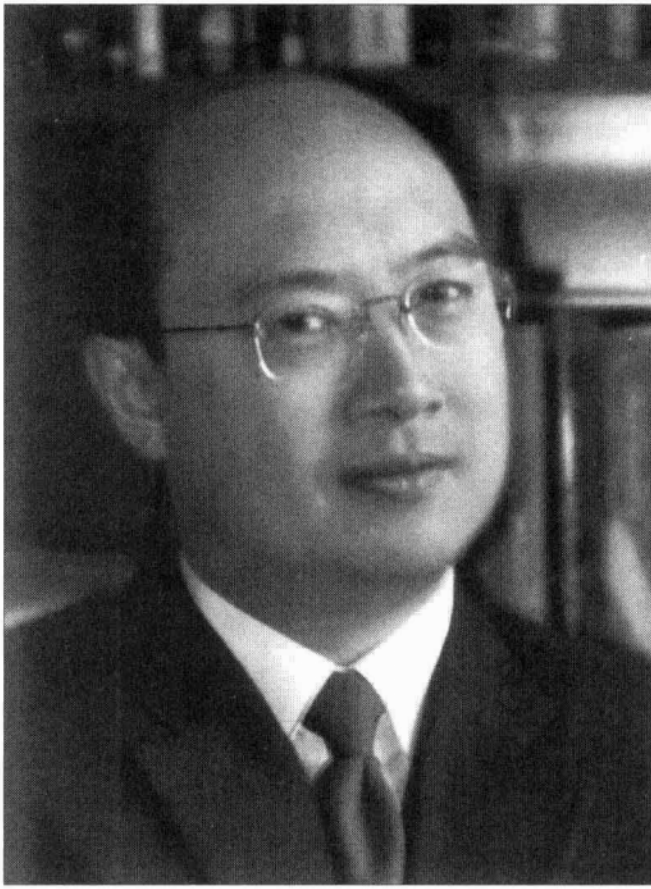




保羅·薩繆森 (Paul Samuelson)
／1970年榮獲諾貝爾經濟學獎。
在《投資革命》一書中，他描述股票市場「絕對沒有輕鬆錢可賺」。現在，他甚至進一步表示：「基於對事實的尊敬，我不得不接受多數投資組合決策者應該離職的假設，他們應該去當水電工、教希臘文或擔任企業高階主管，幫忙創造年度國民生產毛額……。沒有任何一本書能讓你致富，可以讓你保有財富的書也很少，但卻有很多書會讓你加速失去財富。」所以，薩繆森依舊堅持廣泛性投資組合分散的風險管理策略。

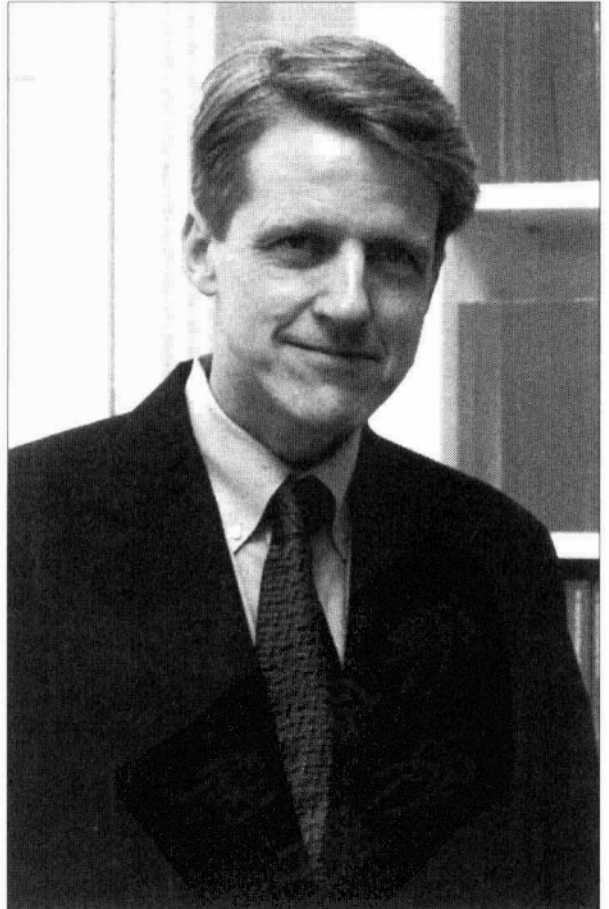
羅伯·莫頓 (Robert Merton) ／在1990年以選擇權定價模型的研究而獲得諾貝爾獎。他在哈佛商學院是非常受歡迎的教授。莫頓也經營一個業務繁忙的諮詢公司，他希望重新設計一個金融體系，將今日市場上的混亂現象改造為一個能進行風險分散與協助散戶為退休計畫進行投資的動態機制。莫頓將自己視為水電工人，他希望利用所有可用工具來完成這件工作。他說：「投資革命創意的答案依舊有效。我的重點在於理解法人與他們如何讓這些理論轉化為實務。」

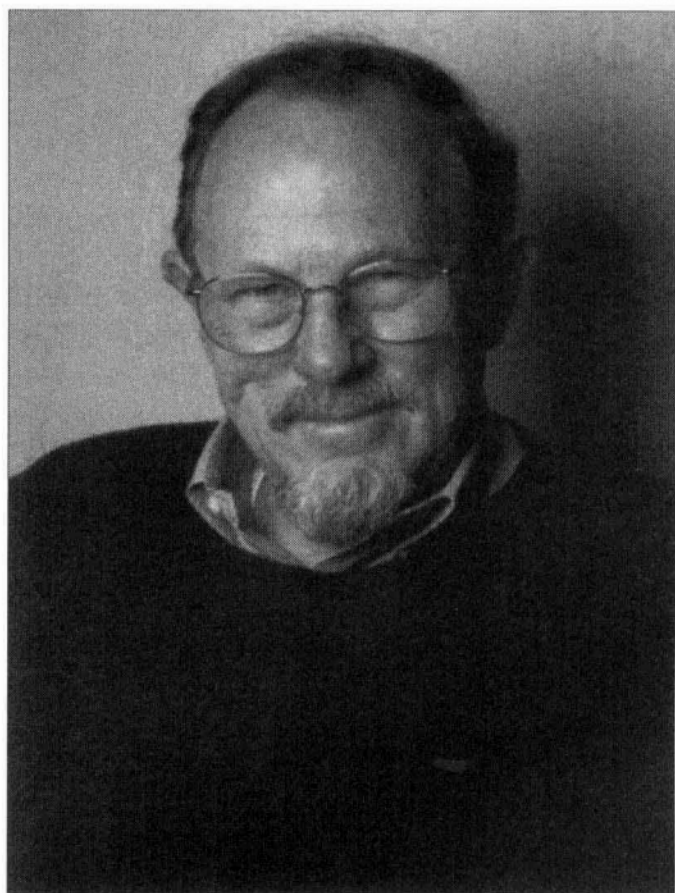




羅聞全 (Andrew Lo) / 2004年台灣中央研究院最年輕的院士當選人，同時也是麻省理工學院史隆管理學院財務工程實驗室財務學教授兼主任。他在財務實務領域很活躍，是一檔避險基金的聯合創辦人兼科學長。羅聞全認為機構是金融市場功能運作的中心，他也認為法人會隨著時間不斷演變，而法人之所以演變，一部份是基於「人類有目的的決策」，一部份則是為因應進化的動力。羅聞全的適應市場假說將這些觀點結合為一個強而有力的理論，解釋市場如何運作，以及市場上的新發展是由哪些動力在驅動。

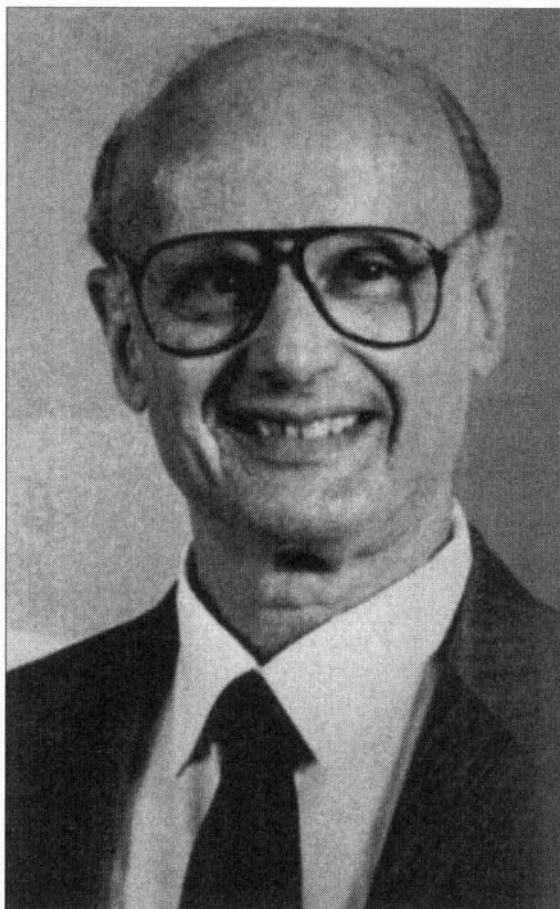
羅伯·席勒 (Robert Shiller) / 耶魯大學 Cowles 基金會的羅伯·席勒發表過 200 多篇論文和五本書，包括暢銷書《非理性繁榮》。他說：「金融改變了事物的實際運作方式。」而他認為傳播這些變革的是法人機構。席勒認為波動性——當我們對實際發生的事物感到訝異時，就會牽涉到這個奇特的字眼——是管理經濟與財務等眾多層面風險的主要因素。他甚至發明許多可用來規避房屋產權、員工薪資以及整體經濟產出與就業水準波動等固有隱含風險的新奇金融工具。





比爾·夏普 (Bill Sharpe) 是史丹佛大學的榮譽退休教授，他在1964年率先提出一篇包含資本資產定價模型的研究論文，並因此榮獲1990年諾貝爾獎。資本資產定價模型是市場處於均衡狀態下時的典型風險與報酬關係。這個模型是「阿法值」和「貝它值」策略的根源，目前法人投資管理模式主要都是採用這兩種策略。夏普和本書所介紹的其他理論家相同，他目前也比較著重在將理論運用到實務的層面，反而對發展新理論比較沒有興趣。他是金融引擎公司的聯合創辦人，該公司是成功的矽谷事業投資，利用電腦為企業員工提供精密的資產配置與風險管理建議。

哈利·馬可維茲 (Harry Markowitz) 是諾貝爾獎得主，他在1952年以投資選擇理論開始帶動投資革命創意的風潮。這個理論主要是先在風險與報酬得失間取得最適當平衡，接下來再將其結果融入一個分散投資的投資組合。不過，馬可維茲自己目前對「……對行為者做出不切實際——甚至荒謬假設的……均衡模型」也已經失去信心。他成為一個財務工程師，目前在一個實驗室工作，正為一個野心勃勃的專案而努力，這個專案牽涉到複雜的電腦程式設計，目的是詳細探討在一個同時存在怪誕行為投資者與冷靜理性投資者的市場裡，股價將出現何種行為模式。他說：「當你完成後，你就擁有一個小小世界。」

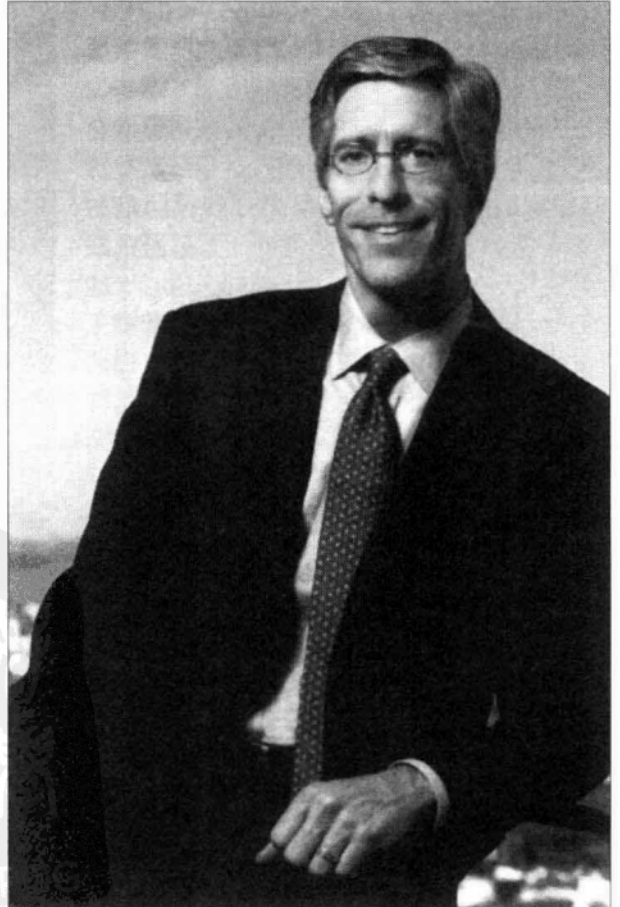


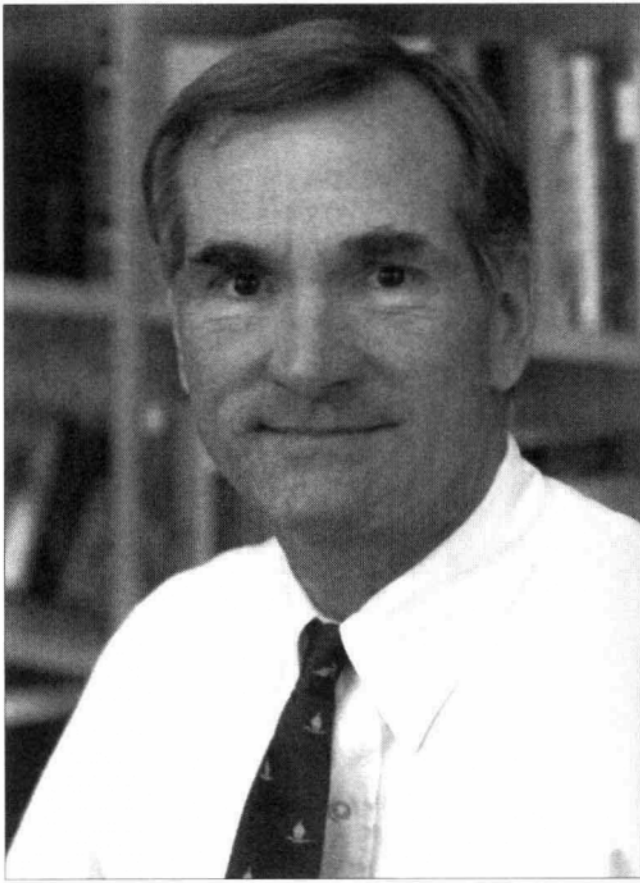
新學堂
PDG



麥倫·休斯 (Myron Scholes) / 在1990年因他對布萊克-休斯-莫頓選擇權定價模型的貢獻而獲得諾貝爾獎，不過，他目前和學術界並沒有很多接觸。他現在擔任一個避險基金的共同經營合夥人，該基金規模達26億美元，而且基金本身不對貝它值或阿法值做任何預測。相反的，休斯和他的同事透過提供休斯所謂的「流動性與風險轉嫁服務」在資本市場進行交易與獲利。這些策略是指承接各種投資人與企業不願意承擔的風險，因為這些投資者願意付錢請其他人來承接這些風險。休斯說：「這是很棒的事業。」

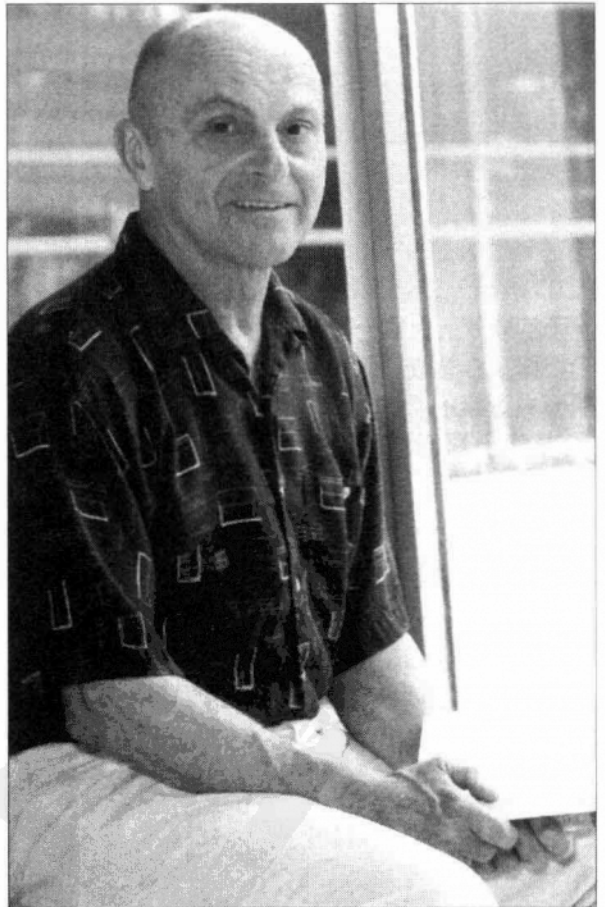
布雷克·葛羅斯曼 (Blake Grossman) / 柏克萊全球投資管理公司的執行長，該公司的前身是富國投資顧問公司，我以《投資革命》一書的第12章來讚頌這個公司。柏克萊全球投資管理公司是全世界最大的機構資產投資組合管理人之一，管理資產中包括1.3兆美元的指數型資產和指數型基金。該公司每一個積極管理型的策略——涵蓋股票、固定收益、資產配置和貨幣——自設立後幾乎都能創造正阿法值。葛羅斯曼說：「我們的產品線是一脈傳承自馬可維茲、夏普、莫迪格里亞尼-米勒與布萊克-休斯的原始理論。他們的理論模型依舊是我們目前所從事工作的核心。我們的所有工作全都帶有他們的色彩。」

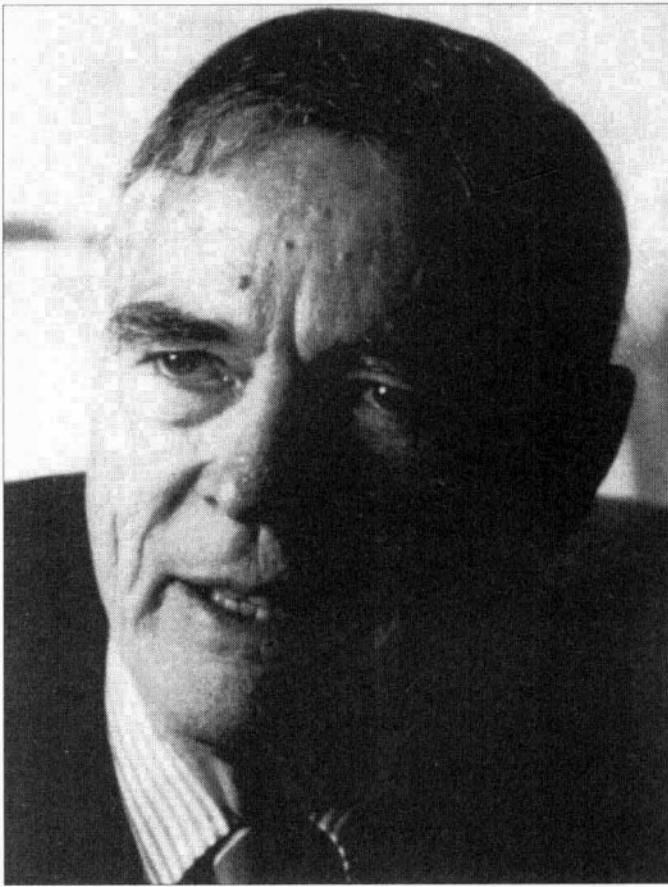




大衛·史威森 (David Swensen) / 自1985年擔任耶魯大學捐贈基金的投資長以來，投資績效即大幅超越史坦普500指數，在教育界捐贈基金中也名列前茅。史威森主要是以馬可維茲的風險／報酬得失的最適取舍方法為基礎，他也將效率市場假說奉為圭臬，這讓他獲得優異的績效記錄。不過，他的做法是：「建立與維持一套非約定成俗的投資量表，（需要）接受一般約定成俗觀點眼中看似不保守穩健的投資組合。」但現在史威森的方法反而成了一種約定成俗的慣例。

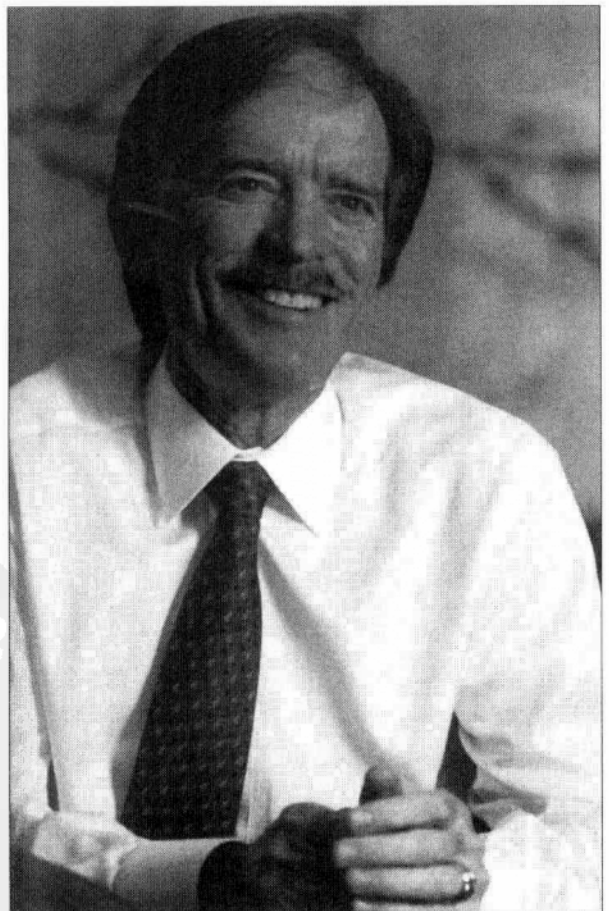
尤金·法馬 (Eugene Fama) / 任教於芝加哥大學商學院，於1965年率先提出效率市場假說以前，世界上沒有任何理論可以解釋為何人類那麼難以打敗市場，而且人們似乎根本不承認不可能打敗市場。從那時開始，法馬出任一個大型共同基金公司的委託人，另外，他也和經常與他聯名寫作的肯尼斯·法蘭區（任教於Dartmouth's Tuck學院）合作，加入兩個新的變數來強化資本資產定價模型的實證績效：這兩個變數是市值的規模和股價相對帳面淨值比率。





傑克·崔諾 (Jack Treynor) / 在1964年提出的資產定價粗略模型和夏普的模型非常相近，但卻從未發表過。1973年時，崔諾和費雪·布萊克共同建立了今日所謂可攜式阿法值策略的基礎架構，他堅稱「即使兩個投資經理人對大盤抱持極端不同期望，但如果他們擁有相同的個別證券資訊，就會選擇相同相對比例的積極型投資組合。」崔諾和本書介紹的其他理論家一樣，目前也比較重視模型的實務應用，對發明新模型比較不感興趣。他喜歡將他覺得吸引人的股票告訴其他人，但他卻只投資他朋友搞不懂的股票。

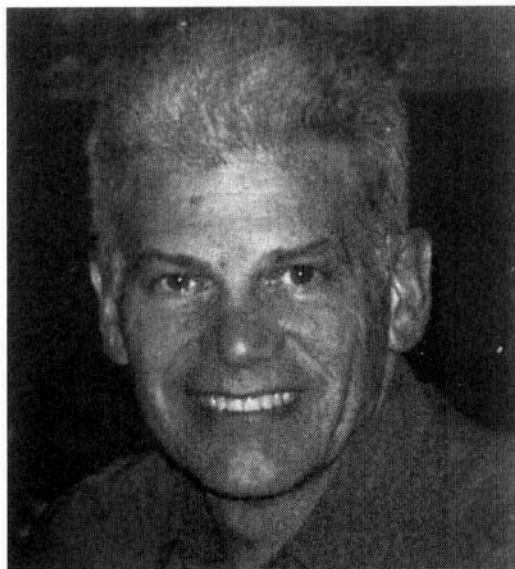
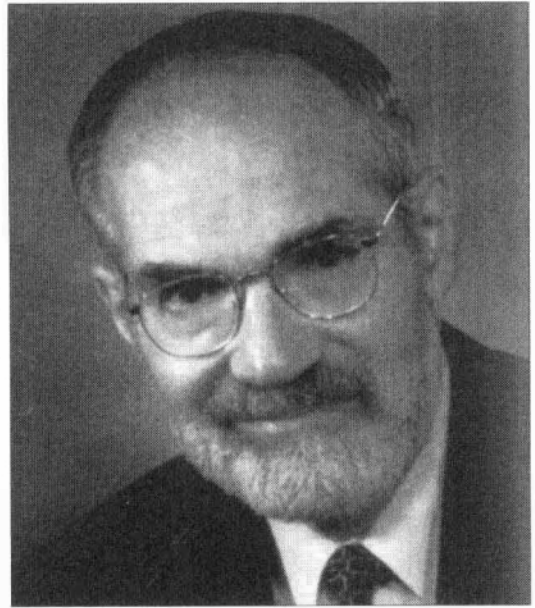
比爾·葛洛斯 (Bill Gross) / 太平洋投資管理公司的創辦人，目前擔任執行長，負責監督超過6000億美元的固定收益證券的管理事務。他的傳記《債券天王葛洛斯》一書詳細彙總他在債券市場的傳奇能力。就債券公司來說，太平洋投資管理公司確實很奇怪，它銷售所謂的Stocks-PLUS策略，這個策略的目標是創造超越股市的績效，具體一點來說，目標是創造史坦普500指數總報酬外加葛洛斯超越短期債券標竿的報酬。StocksPLUS已成立20多年，是目前「可攜式阿法值策略」的前身，他的做法是在基金主要資產部位以外的來源尋找阿法值。





馬爾文·丹斯瑪 (Marvin Damsma) / 1980年代初期，丹斯瑪擔任紐約市職工退休基金的投資長，負責監督數十億美元的業務，不過當時他的薪水「只夠讓我靠納桑熱狗和比薩餅度日」。1987年時，丹斯瑪成為英國石油艾莫可公司 (BP-Amoco) 退休資產的投資長，該公司給他非常大的空間來實驗退休基金管理方面的創新與非約定成俗觀點。這個自由空間讓丹斯瑪得以用很多不同於傳統模型的方式來看待整個投資組合風險管理流程。丹斯瑪開始發動創新行為時，外界認為他的想法過度激進，不過現在這些創新都已成為今日傳統策略。

馬汀·萊布維茲 (Martin Leibowitz) / 是個傳奇人物。他在早時的所羅門兄弟公司待了26年以後，出任教師保險年金協會——大學退休權益基金的投資長，目前擔任摩根史坦利的董事總經理。在一個向來以買進且長期持有策略為主流的債券市場當中，他在1972年透過辛尼·霍姆公司所出版的書籍《殖利率手冊裡的奧秘：債券市場策略新工具》就像個開拓者。他不斷證明理論對實務的貢獻力量有多大。最近，萊布維茲將他的注意力轉向資本資產定價模型的根源，希望設計一個全新的機構資產配置流程。



包伯·李特曼 (Bob Litterman) / 1986年時，包伯·李特曼到高盛公司應徵，費雪·布萊克問他，計量經濟學家能對華爾街做出什麼貢獻。後來，李特曼的貢獻良多，例如他和布萊克共同撰寫了一篇文章，當中說明均衡的角色，而他在高盛公司眾多成就斐然的資產管理事業裡所擔任的職務也步步高升。李特曼表示：「波動性是我們高盛人所有決策與所有策略的中心考量」、「不過均衡以及世界逐漸邁向均衡的見解則是我們對這個世界的核心觀點。我知道冥冥之中還是有隻看不見的手。」

目錄
CONTENTS

推薦序

他們在設計不會一起打翻的籃子／清華大學經濟學系副教授 劉瑞華……15

推薦序

現代財務金融的領航者／台灣大學財務金融學系教授 李存修……19

推薦序

演化中的投資思潮／政治大學金融學系教授 朱浩民……21

推薦序

改變投資觀念的機會／淡江大學財金系教授 林蒼祥……25
台灣財務工程學會理事長

前言

使用須知……45

第1部 行為學派的攻擊

第一章 有誰能設計出一個大腦……49

第二章 行為財務學派的奇怪矛盾：…………… 71

「新古典理論是鯊魚理論」

第2部 理論家

第三章 保羅·薩繆森：…………… 95

入世的哲學家

第3部 法人投資機構

第四章 羅伯·莫頓：…………… 107

「風險並非附屬品」

第五章 羅聞全：…………… 123

「經濟學裡唯一能實際運作的部分」

第六章 羅伯·席勒：…………… 133

人類的風險經理人



第4部 工程師

第七章 比爾·夏普：……………167

「將風險視為一個數字是很危險的」

第八章 哈利·馬可維茲：……………179

「你擁有一個小小世界」

第九章 麥倫·休斯：……………195

「Omega 自有其價值」

第5部 實務界人士

第十章 柏克萊全球投資管理公司：……………219

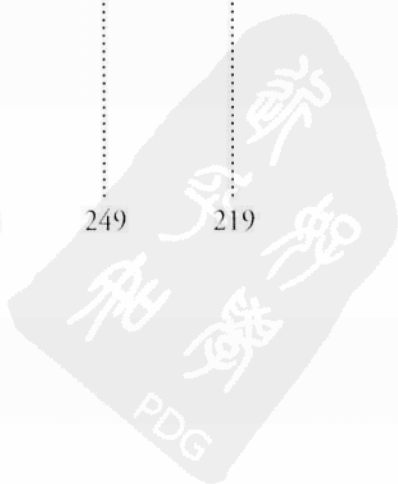
「它是一項福音事業」

第十一章 耶魯大學捐贈基金：……………249

非慣例行為

第十二章 偉大的阿法值夢想機器：……………273

我們看不到期望報酬



第十三章 讓阿法值變可攜：……………293

「這句話已成為新的座右銘」

第十四章 馬汀·萊布維茲：……………317

穿著新衣的CAPM

第十五章 高盛資產管理公司：……………343

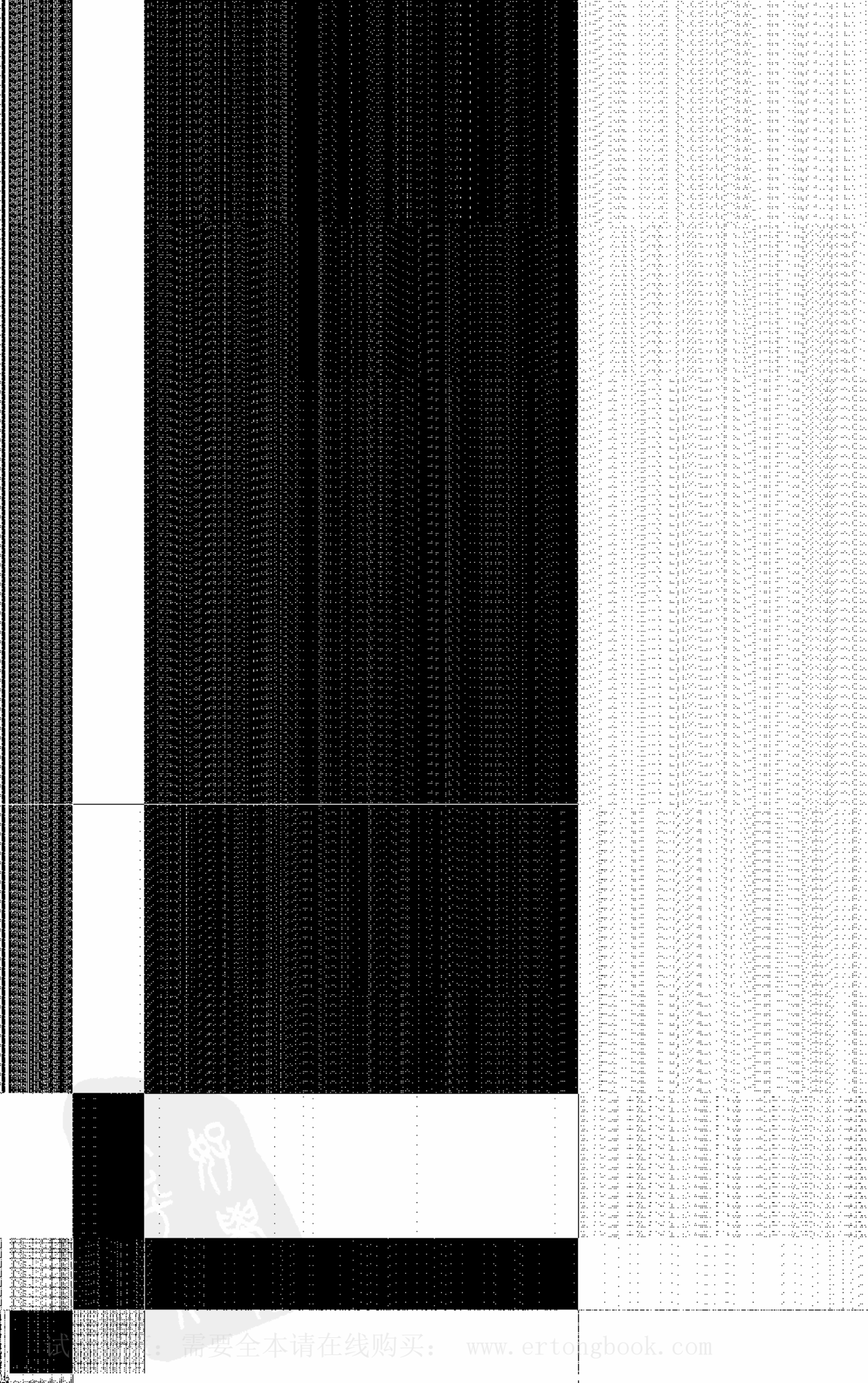
「我知道，那隻看不見的手一直都在」

第6部 明日的投資革命

第十六章 沒有什麼事絕對不會改變……………375

感謝詞……………389





天如