

路易斯·羅文斯坦 著 / 洪慧芳 譯
Louis Lowenstein

THE

共同基金的騙局

INVESTOR'S DILEMMA

誰賺走了你的血汗錢？
你該如何因應？

How Mutual Funds Are Betraying Your Trust
And What To Do About It

財信出版 WILEY

基金經理人會為了你的最佳利益著想
事實並非如此——

背後，是基金公司的龐大行銷費用與自肥行為，用在基金本身則是少之又少
應先了解基金產業的運作模式，清楚知道基金經理人把你的血汗錢用在哪裡

The Investor's Dilemma: How Mutual Funds Are Betraying Your Trust And What To Do About It

Copyright © 2008 by Louis Lowenstein.

Published by John Wiley & Sons, Inc., Hoboken, New Jersey.

Chinese Translation Copyright © 2009 by Wealth Press.

All Rights Reserved. This translation published under license.

投資理財系列 115

共同基金的騙局：誰賺走了你的血汗錢？你該如何因應？

作者：路易斯·羅文斯坦 (Louis Lowenstein)

譯者：洪慧芳

總編輯：楊森

主編：金薇華

責任編輯：詹瑋綸

行銷企畫：呂鈺清

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

郵政劃撥帳號：50052757 財信出版有限公司 <http://wealthpress.pixnet.net/blog/>

製版印刷：中原造像股份有限公司

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：2009年5月 定價：320元

ISBN 978-986-6602-42-9

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

共同基金的騙局：誰賺走了你的血汗錢？你該如何因應？／路易斯·羅文斯坦 (Louis Lowenstein)

著；洪慧芳譯．—初版．—台北市：財信 2009.5

面：公分．—(投資理財系列；115)

譯自：The Investor's Dilemma: How Mutual Funds Are Betraying Your Trust And What To Do About It

ISBN 978-986-6602-42-9 (平裝)

1. 共同基金
2. 投資分析
3. 證券市場
4. 美國

563.53

98000837

共同基金的騙局

INVESTOR'S
DILEMMA

How Mutual Funds Are Betraying Your Trust And What To Do About It

誰賺走了你的血汗錢？你該如何因應？

目錄

序	7
前言	17
謝辭	21
簡介	23
第一章 共同基金：難產	31
源起	33
好點子	38
好點子變質	41
第二章 在完美風暴中尋找理性投資人	45
完美風暴	47
簡單調查	50
《財星》十選測試	53
績效測試	58
價值投資：行為財務面	73

第三章 股市剖析	81
股市	84
第四章 飛速投資	101
每年全賣出？	104
麻薩諸塞投資成長基金	108
盲目投資	114
第五章 貪婪是好事：上市基金管理公司的魅力	119
普信集團	122
獲利	123
如何在不違法下年賺80%	124
利益衝突	127
擴大資產	131
誰在監督？	134
貪婪因素	137
犧牲誠正坦白	140
形式重於實質：可恥的證管會	141
無法誠正坦白影響深遠	143
後市看好？	150

目錄

第六章 共同基金的騙局：	153
 壽命延長、所得縮減、尋求指引	
道德想像的危機	155
另一半人又是如何？	163
大家一致認同：我們是窮散戶	165
聽波哥怎麼說	168
波哥忘了什麼	169
關於泡沫與天鵝	171
你是有耐心的投資人嗎？	184
第七章 共同基金的工業化	185
安全邊際	188
規模經濟	189
共同基金行銷形同賣肥皂	189
富蘭克林公司——規模經濟研究	195
工業化	198
零售商，錢之所在	199
證券分析之死	200
資源配置	204
重新調整我的投資組合……你說什麼？	205
恐怖組合	211
關於那些基準……	212
基準總結	214
死板管理可能釀成重傷	217

第八章 透視灰暗內幕	221
數字背後的第一個故事	225
多類別基金股	228
影響經紀商建議的暗招	232
「軟元？」——什麼！那可是我的血汗錢	235
收入分成	237
委員會的墮落：雪上加霜	241
不實與詐欺？	244
什麼東西沒揭露？	247
一些細目	248
董事會：是監督者？還是傀儡？	250
未解的問題	254
第九章 如何挑選共同基金	259
概要	261
回歸本質	262
買共同基金？	267
優質基金清楚呈現優點	269
股票型基金的關注重點	271
價格與價值	276
指數型基金	278
兩檔股票型基金	282

序

我媽是七十幾歲的獨立女性，擁有社工與心理治療的研究所學位，自己開業治療，經濟能力不錯。據我所知，她從未欠繳房貸、拖欠貸款，也不曾有財務壓力。但是按照法律規定，她不能投資兒子操作的基金，因為她還不到美國證管會（SEC）所規定的最低淨值要求。避險基金對我媽來說風險太大了，財金報導的讀者都知道，避險基金是「未受管制」的資金集合，可以投資多種財金商品，也可以做槓桿操作。聽起來很可怕吧？所以證管會為了保障一般投資人，才不准避險基金廣告或行銷，也不准淨值不到500萬元的散戶投資大部分的避險基金。

還好，對我媽與數百萬像她那樣的投資人來說，市場上還有共同基金，它們看來比較安全，必須向證管會提交公開說明書，理論上受獨立董事會的監督，收費策略也受到規範。它們都有令人放心的名字，例如富達（Fidelity）、聯博

(Alliance)、長青 (Evergreen)，都是做「長期」投資。對不太講究的投資人來說，共同基金仍是散戶投入股市的最熱門工具。換句話說，共同基金業給人一種安全穩健的形象。

和避險基金不同的是，共同基金可以運用各種廣告伎倆，付給經紀商豐厚的佣金，請經紀商幫他們行銷產品。他們也可以在週日的報紙上刊登全彩廣告。隨便拿起一本財金刊物，裡面總是充斥著共同基金的橫幅廣告，就像路易斯·羅文斯坦教授所說的：「跟賣肥皂沒什麼兩樣。」阿默普萊斯金融公司 (Ameriprise Financial) 最近在《紐約時報》上刊了一份全版的彩色廣告，裡面有性感的金髮美女穿著半透明的泳裝，那頁廣告呼喚著：「重點不在於夢想能帶你到哪裡，而是你能把夢想帶到哪裡。」凡坎朋投資公司 (Van Kampen) 在《巴隆》雜誌上刊登的廣告是一座燈塔的圖案，背景中烏雲密佈，文案寫著：「尋找正確的燈塔，凡坎朋。」理性的人可能會問，這些和股市投資有什麼關係？

《共同基金的騙局》一書結合了冷靜的學識涵養與銳利的專業眼光，揭發投資那麼多美國資金的機構究竟出了什麼問題。羅文斯坦教授娓娓道來1920年代美國出現共同基金業以來的演化史。如今有些基金公司認為他們是客戶資金的可靠保管者，有些則是利用大眾貪婪的心態暗中挪用資金。共同基金（當時稱為信託基金）的目的就像一位管理者所說的，是為「沒方法、沒經驗，也沒閒工夫」的人提供「專業的投資管

理」。

從以往到現在，這之間有了什麼變化？首先，成本增加了，公司開始想辦法把行銷費用、銷售佣金轉嫁給投資人，用其他方式分隔投資人與他們的自有資金。此外，基金數量也變了。多數公司一開始是以單一投資公司的方式營運，由管理者在幕後經營。如今整個產業變得像金融超市一樣，提供投資人多樣的投資選擇。不過，主要的改變是投資人的數目與專業經理人可投入股市的資金金額，共同基金仿如浪潮一般，席捲市場。

401(k)退休金帳戶計畫的施行，再加上20世紀末多頭市場的推波助瀾，使共同基金業在過去數十年間變成高獲利的產業。如今約有9000萬美國人投資共同基金。在美國，管理資產總值也從1980年的1350億，成長至今已逾10兆，這金額幾乎是避險基金業的7倍。從全球來看，數字更不平均，共同基金的管理資產值高達22兆，避險基金的規模是近2兆。換句換說，多數人比較可能把積蓄投資在共同基金裡，而不是避險基金中。

閱讀財金報導時，共同基金業的權力與規模都只是點到為止而已。從新聞標題看來，我們可能會合理認為避險基金是主宰金融界的主流。2006年，避險基金登上《紐約時報》新聞標題的機率是共同基金的3倍。在《華爾街日報》上，兩者相對比率也一樣扭曲。坦白講，避險基金看起來很誘人，是孕育億

萬富豪的搖籃。他們也很可怕，崩解傳言時有所聞。他們是短期交易的工具，衍生龐大的交易佣金。而且，他們很神秘，不准廣告與行銷，以免不知情的投資人受誘惑而踏入陷阱。

羅文斯坦教授並沒有在避險基金與共同基金之間偏袒任何一方，《共同基金的騙局》一書也不盡然都是揭露晦暗的內幕。這本書源自於羅文斯坦教授在2000到2002年間股市崩盤後所做的研究，他以類似1980年代巴菲特檢視價值經理人的方式，探討1999到2003年間10支表現優於預期的價值型共同基金，看看他們有什麼共通點。

在第二章中，羅文斯坦教授列出這些基金經理人的幾項共同特質。第一，在以「非理性繁榮」著稱的網路狂潮年代，這些經理人幾乎都因股市飆漲期間表現不如大盤，而面臨投資人的壓力。一位經理人說：「我寧可失去一半的股東，也不想賠光股東的一半資金。」這些經理人還有哪些共同的特質？他們持有的股票檔數不多，換股頻率較低，他們都投入自有資金，也都奉行葛拉漢（Graham）與陶德（Dodd）的價值投資法。

另一方面，羅文斯坦教授也探討《財星》雜誌2000年8月一篇標題尷尬的文章〈十年長青股〉（10 Stocks to Last the Decade），那篇文章在不經意下把讀者推入火坑，文中網羅了安隆（Enron）、博通（Broadcom）、北方電訊（Nortel）、諾基亞（Nokia）等等當時最熱門的股票。《財星》大言這是可以「買進忘記」、當成退休依靠的投資組合。但是2002年年底，

這10檔股票平均都跌了80%。

在資本主義的社會裡，公司爲了股東的利益而經營，不盡然是爲了顧客，這也無可厚非。理論上，只要有充分的資訊揭露，消費者就會自行判斷哪一家公司提供最好的產品，提供最佳產品的公司自然獲利也最多。過去十年，蘋果（Apple）、動態研究（Research in Motion）、Google等公司的產品大受歡迎，他們的股價也跟著水漲船高。同樣的，市場上也到處可見迷失方向的公司，例如美國的汽車業，或是因科技變革而遭到取代的產業，例如百視達（Blockbuster）影片出租。

對於一再利用顧客、但獲利依舊亮眼的公司，大家會怎麼想？在我最喜歡的一章「貪婪是好事」裡，羅文斯坦教授比較投資共同基金的投資人與投資基金管理公司的投資人。果然，投資基金管理公司比投資共同基金的獲利更好。羅文斯坦教授在文中檢視總部位於巴爾的摩的共同基金業巨擘普信集團（T. Rowe Price Group）。

普信集團在很多方面都堪稱業界表率，他們避開最近共同基金公司的短線交易醜聞，旗下的基金都是「零申購手續費」（no-load），亦即投資人不用付手續費給經紀商就可以投資基金。他們也很少使用12b-1行銷費，管理費也壓得比較低。所以究竟哪裡出了問題？如果你剛好是普信集團的股東，那當然沒問題。2001到2005年間，他們的管理資產值成長逾70%，淨利幾乎加倍。2005年，普信的淨有形營業資產的報酬率高達

80%。在這些亮眼績效的加持下，2003到2006年間，普信的股價飆漲了240%。普信管理高層的財富也一樣驚人，該公司的投資長持有約170萬股的公司股票，每股股價75元，總值逾1億。然而，他自己卻不太投資普信旗下的基金，僅投資1百萬元而已。

這段期間，投資普信基金的投資人又是如何呢？羅文斯坦教授舉普信旗下五大基金為例，結果看起來都不太出色。10年間，有3支基金的表現比S&P 500*指數稍好或稍差一些，有2支基金的表現遠遠落後大盤。羅文斯坦教授引用晨星（Morningstar）分析師的看法：「你會覺得祖母投資普信的基金很不錯。」但教授補充：「或許他的祖母很好，我的祖母可不好。」

既然共同基金在金融界呼風喚雨，有人可能會認為新聞上應該會常看到一些相關的質問。但事實上，財金報導中一直缺乏批判這個產業的報導，也很少有書對此產業提出強而有力的評論。為什麼會這樣，大家也只能提出一些審慎的推測。因為共同基金公司都是財金媒體的廣告大金主嗎？我覺得不是，但這點值得注意。或許是因為一般認為，傳統基金的經理人很無趣，不過讀過本書的人會駁斥那樣的觀點。

* S&P 500指數：標準普爾500指數。

爲什麼媒體對共同基金業的著墨甚少？我猜部分原因在於，共同基金公司在幾年前，毅然決然地改變他們向投資人行銷的方式。在那之前，共同基金公司總喜歡吹捧自家的明星基金經理人，把他們的相片放在廣告中，讓他們接受《巴隆》雜誌的專訪，或到CNBC等頻道上亮相。後來行銷一向過人的共同基金公司變得更精明了，他們發現，如果真正有價值的是公司本身，又何必創造明星？如果基金經理人可以用他們的名聲要求更高的薪資、跳槽到別家基金公司或自己創立避險基金，那又何必讓他們出名、讓他們變得不可或缺？何不推廣公司的品牌就好，讓基金經理人成爲背後的無名工作者，對公司的整體成敗不是那麼重要？

這種行銷策略的改變，是壓抑業界新星的絕招。如今知名的基金經理人通常是操作避險基金，我們忘了不久之前馬力歐·蓋伯里（Mario Gabelli）、比爾·米勒（Bill Miller）、彼得·林區（Peter Lynch）等知名的共同基金經理人才被媒體捧爲名人而已。共同基金公司削弱這些明星的光環後，就可以專心塑造公司品牌，所以如今基金公司大多是公開上市，或是銀行與保險公司之間交易的標的。避險基金有明星基金經理人與優厚的薪資分紅體系，所以大多還是無法銷售，因爲公司有很大一部份的價值和避險基金經理人的身份息息相關。

如今誰能說出幾個共同基金經理人的名字？

《共同基金的騙局》一書雖然講的是共同基金，但我沒趁此機會比較龐大的共同基金產業和我目前所處的避險基金業就太可惜了，我覺得這裡特別值得探討這兩種基金經理人的不同給薪方式。共同基金經理人主要是根據管理資產值的成長給薪，基金管理的資產愈多，管理費的收入愈多，獲利也就愈高。避險基金雖然管理費收得比較高，但經理人的薪資主要是看操作績效而定，他們通常是抽20%的獲利。這樣的結構看起來很容易促成獎勵的不對稱：績效好時經理人吃乾抹淨，績效不好時投資人自己認賠。不過，由於避險基金是根據績效支付經理人的薪資，經理人在彌補前幾年的損失前都無法獲得給付，所以避險基金很難從百分比兩位數的虧損中恢復原來的水準。這產業雖錯誤不斷，但這樣的安排讓避險基金經理人有很強的動機固守投資人的資金。但共同基金產業又是如何呢？就像羅文斯坦教授所說的，各大共同基金公司旗下有無數支基金，在本世紀初的空頭市場中，賠了70%以上的投資人資金，之後他們只不過用新策略或新名稱再推出新的基金而已。羅文斯坦教授指出，受顧問評估方式的影響，共同基金經理人的評價通常不是根據他們的絕對績效，而是根據他們和該資產類別（例如小型成長基金或大型價值基金）的比較來看。

換句話說，如果避險基金有一年的績效像共同基金業在2000、2001、2002年的表現那樣，避險基金早就解散了。

如今，評論家檢視商業書時，總喜歡在雞蛋裡挑骨頭。寫共同基金或避險基金的作者幾乎都和其中一個產業有利益關係，分析不免偏頗。但《共同基金的騙局》不一樣，羅文斯坦教授沒有什麼要保護的關係，也沒有要捍衛的對象，他唯一偏重的是長期投身業界與學界所培養出來的價值觀。羅文斯坦教授所主張的共同基金原始原則，反映了德行人生的原則：人本。投資事業應該以信賴、保本、長期、報酬品質為重，而不是重視資金數量。羅文斯坦教授認為，龐大的共同基金產業就是失去了這些價值，才會對基金投資人造成長期的損害。

最後，我想以一段私人告白為本文做結。羅文斯坦教授曾經擔任律師、企業家與教師，他卓越的職業生涯在不知不覺中惠我良多。1992年他的著作《財務金融的理性與荒誕》(*Sense and Nonsense in Corporate Finance*) 幫我建立了證券分析的觀點，至今仍是最清楚剖析企業金融對錯的一大著作。這二十年來，他的兒子、也是名作家羅傑·羅文斯坦 (Roger Lowenstein) 一直是我的摯友兼同事。我的公司裡有一位年輕有為的合夥人名叫彼得·卡林 (Peter Carlin)。2002年我面試卡林時，我問他為什麼會對投資感興趣，他不知道我認識羅文斯坦教授，直率地回應：「上羅文斯坦教授的投資課時，我知道我不適合走法律那行，他的課程啟發我對投資的熱情。」所以我欠羅文斯坦教授三次感謝。這本書雖然對共同基金業的錯