

WILEY



美国证监会前主席 **阿瑟·李维特**

《漫步华尔街》作者 **伯顿·马尔基尔** 共同推荐

南方基金首席策略分析师 **杨德龙**

投资还是投机

资本市场的沉沦与角逐

The Clash of
the Cultures

Investment vs. Speculation

[美] **约翰·博格** (John C. Bogle) 著

宋达 金旻 卢雯雯 译



机械工业出版社
China Machine Press

投资还是投机

The Clash of the Cultures

Investment vs. Speculation

[美] 约翰·博格 (John C. Bogle) 著

宋达 金旻 卢雯雯 译

宋三江 审校



机械工业出版社
China Machine Press

图书在版编目 (CIP) 数据

投资还是投机 / (美) 博格 (Bogle, J. C.) 著; 宋达, 金旻, 卢雯雯译. —北京: 机械工业出版社, 2013.9
书名原文: The Clash of the Cultures: Investment vs. Speculation

ISBN 978-7-111-43789-5

I. 投… II. ①博… ②宋… ③金… ④卢… III. 金融投资—通俗读物 IV. F830.59-49

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2013) 第 198143 号

版权所有·侵权必究

封底无防伪标均为盗版

本书法律顾问 北京市展达律师事务所

本书版权登记号: 图字: 01-2013-0621

John C. Bogle. The Clash of the Cultures: Investment vs. Speculation.

Copyright © 2012 by John C. Bogle.

This translation published under license. Simplified Chinese translation copyright © 2013 by China Machine Press.

No part of this book may be reproduced or transmitted in any form or by any means, electronic or mechanical, including photocopying, recording or any information storage and retrieval system, without permission, in writing, from the publisher.

All rights reserved.

本书中文简体字版由 John Wiley & Sons 公司授权机械工业出版社在全球独家出版发行。

未经出版者书面许可, 不得以任何方式抄袭、复制或节录本书中的任何部分。

本书封底贴有 John Wiley & Sons 公司防伪标签, 无标签者不得销售。

机械工业出版社 (北京市西城区百万庄大街 22 号 邮政编码 100037)

责任编辑: 蒋桂霞 版式设计: 刘永青

北京诚信伟业印刷有限公司印刷

2013 年 9 月第 1 版第 1 次印刷

170mm×242mm·20.5 印张

标准书号: ISBN 978-7-111-43789-5

定 价: 59.00 元

凡购本书, 如有缺页、倒页、脱页, 由本社发行部调换

客服热线: (010) 68995261 88361066

投稿热线: (010) 88379007

购书热线: (010) 68326294 88379649 68995259

读者信箱: hzjg@hzbook.com

献给

所有帮助塑造我的性格、我的价值观以及

我的职业生涯的前辈们；

我的父母，

尤其是我深爱的母亲，

以及我的兄弟们；

我亲爱的妻子夏娃，

我的子女和孙子孙女们；

我的老师们；

我的牧师们；

我在中学和大学的同学们；

我在金融界的老板和导师们；

在医疗过程中的守护天使们；

在研究院中的真理探寻者们；

我在先锋的同事们和始终相信我的所有人；

给予我他们的信任的先锋股东 / 所有者；

以及陪伴我整个人生历程的朋友们。

无人能够像孤岛一样孑然而立。

约翰·博格时常会提到一句格言（他在本书中亦有引用）：“即使只有一个人，也能创造大不同。”虽然他常用这句话去赞赏和称颂那些取得成就的弱势个体，但这句格言放在约翰·博格自己身上最恰当不过。

他对美国金融业的贡献不单是一种已被完美实现的概念——指数型基金，更是一直身体力行的投资哲学与人生哲学，一种简单易懂且被证明获得了成功的哲学思想。

在认识博格的几十年中，我一直都很欣赏他与投资者交流时所展现出的特有的语言能力——平易近人、情真意切又令人振奋。他清楚地指出内在利益冲突广泛地存在于我们的金融市场之中，又最为明显地体现在投资者利益和金融职业人士利益这两者之间。

这是他对共同基金最重要的一项批判。许多投资者都有一种错误的印象，认为共同基金是以一种安全可靠的途径去低成本地获得分散投资的益处。事实上，同博格在此书和其他著作中详细阐述的一样，共同基金蕴藏着强烈的动机致力于在商业过程中为自身谋利，更甚于保护基金投资人的长期利益。正因如此，我们才看到一些共

同基金不仅收取了高昂的管理费，而且所执行的投资策略让投资人落后于市场指数，同时还将风险过于集中于某一类特定的股票、行业或是策略。

了解博格的人都知道，他几十年来一直反对这类做法。他是一个勇敢、直率的智者。他从没有丧失过挑战传统观点的热诚和才能，那些孤独无援的时刻反而让他充满力量。约翰·博格才华横溢、能言善辩，面对金融和市场中错综复杂的问题时，他总有一种天赋能够拨云见日，直击核心。

他热爱投资和投资所能达成的一切。他惊叹于当公司、所有者和管理层三者合力排除其他干扰、共同追求股东长期回报时，所能创造的奇迹。他信奉自由市场法则，是一位对自由市场经济永葆忠诚的同盟者。但当他目睹金融和投资的殿堂逐渐演变为投机与贪婪的巢穴时，他无法默不作声、袖手旁观。他深知若听任如此，风险巨大。

本书观点鲜明，作为一本具有哲学性和学术性的基础读物，适合于各个年龄阶层的投资者阅读。整本书的遣词造句直截了当、易于理解。因为心怀对投资者的尊重，博格在书中既不花言巧语，也没有过分地把问题简单化。他明确指出了承担风险和鲁莽行事的不同。他认为基金的费用和回报息息相关。他解释了为什么模拟指数有效而主动管理往往是无效的。他发现目前市场问题的根源在于上市公司和基金管理公司的代理人问题日益严重，这两者交织在一起形成了一个既牢固又昂贵的“双层代理”隔层，阻碍着投资人和所有者对自己资产的主动掌控。

我希望华尔街的专业人士能读一读本书——即使只认同书中的部分观点，甚至是全盘否定也无妨。金融市场的最大威胁之一就是集体思维。当所有监管者、市场专业人士、投资者和政策制定者都使用着同一种假设，出现在同一个交易大厅，认可同一个似是而非的观点，期待着同样的结果时，可以预见，结局是灾难性的。约翰·博格的反叛精神是治愈集体思维最好的一剂良药，我们需要更多像他这样的人。

本书提到了很多反面角色：审计、监管者、政客、评级机构、美国证券交易管理委员会（正是本人所领导的机构）、美联储、卖方分析师和媒体。由于他们

共同的（也是个体的）过错，投资者深受其害。

博格言之有理，投资者需要持续地关注那些为改进金融场所做出的努力。无论监管改革、市场惯例或新的金融产品怎样发展变化，如果不能把投资者利益放在超越一切的位置，我们都应该扪心自问：我们工作的目的何在？有一种观点认为，监管规定应该要求更多的信息披露。但事与愿违，有些规定并不能帮助投资者获取更多信息。那些充斥着法律措辞、用最小的字体印刷的信息披露对于大多数投资者就如过眼云烟，毫无价值。我们真正需要的是信息透明——尽力让投资者看到信息，读懂信息的意思，然后衡量信息对于他们投资决策的潜在风险和机会。

信息透明之所以是有效市场监管的核心，是因为它能真正帮助到投资者。不幸的是，很多为增加信息透明度而做出的努力，都被资金充裕的共同基金的游说人员和他们的盟友给扼杀了。例证之一就是近期美国证券交易管理委员会提出的一项议案，议案要求货币市场基金按每天的市值计算基金资产。其基本想法是为了让投资者更准确地掌握自己的基金资产，同时也能让各个共同基金的基金经理更好地了解市场流动性。然而，共同基金行业还是毫无悬念地对这个提案提出了抗议。

共同基金行业如果是明智的，就应该认真思考一下约翰·博格及其志同道合者的观点：如果投资者感觉到共同基金没有在保护他们的利益，投资者就不会再参与市场，基金市场终将自食其果。如果共同基金希望保持其高标准的投资者保护风格和基金的稳定性，就该非常严肃地对待并采取具有针对性的改良措施和行动。就在三年前^①，我们才走出那场由过度风险、杠杆交易、复杂金融产品和松弛的监管造成的史上最严酷的金融危机之一。当然，基金经理无比清楚避免另一场类似灾难的意义。如果不清楚，他们现在已足够了解灾难之后的日子是怎么样的。毫无疑问，约翰·博格和行业中的其他一些人士已经做了很多工作来使我们保持警惕。

① 此指 2009 年。——编者注

在博格的不断坚持下，一个道理愈发清晰明了：投资者口袋里的收益正在被基金费用和投资成本不断侵蚀。投资者必须知道他们最终能达到的收益水平就是整个股票市场的收益水平，但这还没有考虑到给金融中介机构的成本费用。如果不考虑成本费用的情况下，打败市场是一场零和博弈，那么把成本扣除之后，就彻底变成了一盘输家的游戏。有鉴于此，基金的成本费用必须向投资者清楚地披露，同时，还要尽量地减少该费用。频繁地指出这点显然不能给约翰·博格争取到很多华尔街的朋友，因为他们的工作就指望着那些美其名曰“神秘金融创新”的东西。但是，博格不怕搅和这潭浑水。如果是他的朋友，大家就一直都知道“实话实说”是他重要的人格特征。

约翰·博格一生都在研究基金，参与金融市场。他看到过的假公济私和自我谋富的案例是如此之多，以至于他不仅是少部分人的不利见证人，更是众多公司甚至整个行业的不利见证人。很多人都会庆幸约翰·博格只是一个专家证人，而不是法官或者陪审团成员。

阿瑟·李维特

美国证券交易管理委员会前任主席

在本书中，我尝试着记录一些鲜活的历史和自己的轶事，从而揭示在金融系统特征不断变迁的时代中一些最重要的元素。总体来说，我们的金融系统并没有朝着好的方向演变。我们必须弄清问题出在什么地方，才能采取相应的措施来打造一个更好的金融系统。只有我们真正“以最为经济、最为高效与最为诚实的方式去服务个人和机构投资者”（我在 1951 年普林斯顿大学毕业论文中的一段话），我们才能重新履行那份曾经被受托人广泛尊重的信托职责。

对于看过我之前 9 本书的读者来说，他们一定不会对我第 10 本书中的许多主题感到陌生。的确，我不仅刻意重复讨论了从前的一些主题，我还重述了其中的一些章节。对于老读者，我的解释是：如果我以前写的东西还不错，那又有什么理由不在删减之后再放到本书中？对我的新读者来说，如果不这样做，就没有办法把整个故事讲全。不管怎样，本书里面的绝大部分内容还是全新的东西，其中包括最新的数据、最及时的金融行业标准继续恶化的信息和一个更加自信且更加直白坦率的作者。

我想借此机会感谢我团队中的 3 位成员，感谢他们的专业、他们的支持、他们的耐心和他们始终如一的冷静。艾米丽·斯奈德，在我身边工作了 23 年时间，勤勉认真。萨拉·霍夫曼也一样，尽管

只在她的岗位上工作了7年，但已完全融入了我们喧嚣嘈杂的狭小办公室。迈克尔·诺兰，一位已在先锋集团工作10年的资深员工，在1年前加入了我们，并极其出色地完成了数据核查、手稿编辑和信息渠道组织的任务，他对于信息技术熟练的驾驭，在本书的整个创作过程中都起到了极其重要的作用。

另外，我要特别感谢来自我的出版商（John Wiley）的帕梅拉·范·吉森，还有编辑莉亚·斯皮罗。莉亚的任务并不轻松，但她完成得非常出色，没有她，这本书不可能像现在这么好。我的前任助手凯文·劳克林和安德鲁·克拉克也提出了很多宝贵的建议，现在他们俩都回到先锋集团的大部队中了。我又向这两位多年的老友欠下了一笔“新债”。

有时候说话太直容易得罪人，所以，我要特别感谢约翰·沃尔斯，他是先锋集团公共关系的负责人，也是我25年的老同事。约翰站在公司政策的角度提出了一系列的建议，我也尽我所能地做出了回应。尽管如此，我的一些观点可能还是不能代表现在先锋集团管理层的看法。有时候明理的人也会有争执！

相反，我真正的担心是一些读者会认为整本书的观点导向偏倚于我所创建的先锋集团，使得这本书看起来就像是先锋集团的广告。对于这种批评，我只能说我已保持了力所能及的客观性。毕竟数字不会说谎！更宽泛地说，我从未就我创建的先锋集团的投资策略和人文价值道过歉，因为这些策略和价值观都经受住了时间的考验。

请享受此书，并告知我您的想法。我的博客地址是 www.johncbogle.com。

约翰 C. 博格

宾夕法尼亚，福吉谷

2012年6月

关于本书

1951年，我刚开始参加工作，那时整个投资界都在讴歌长期投资。1974年，我创建先锋集团时，这一点依然没有变化。可就在过去的几十年间，美国金融业最根本的属性已发生了显著的恶化。短期投机的文化泛滥成灾，逐渐取代了曾主宰第二次世界大战后早期的长期投资文化。这是两个风格迥异的投资文化，它贯穿了资本市场和资本信息世界的整个发展过程。但是，如今资本主义的发展已经失去了平衡，倒向了损害投资大众的那一方，当然，最终也会损害我们整个社会。

随着短期投机策略把长期投资策略挤出市场，这样的变化直接让金融界受益，可以说他们挣得的每一元钱，都是以客户付出同等金额为代价。事实上，投资与投机之间的冲突，正是现在美国投资界和企业界所面临的核心挑战，这样的挑战可能最终影响我们金融市场的正常运转，并且让我们的个人投资者和普罗大众无法积累自己的财富。

所以，目前金融市场上投机文化完全压倒投资文化的现状让我甚是担忧。作为金融界的一员，我感到担忧；作为投资人的一员，我亦感到担忧；作为这个国家的一位公民，我也感到担忧。受英国作家 C. P. 斯诺的启发，我把这种变化称作“文化的冲突”。半个世

纪以前，C. P. 斯诺描述了两种文化对比分析。在他的书《两种文化》中，斯诺主要探讨了以精确测量和量化分析为中心的**科学文化**的流行，还有与之对应的，以坚实的启蒙思想和理性思考为中心的**人文文化**的势弱。与此同理，在本书中，我对比分析了**长期投资文化**（即智者、哲学家、历史学家的基石）和**短期投机文化**（数学家、技术人员、炼金术师的工具）。

抵制投机对世界的统治，似乎与我们如今越来越科学化和**技术化**的社会格格不入，因为创新、信息化、即时通信和竞争让我们的社会受益匪浅。但是，我认为我们的金融系统在某种程度上独立且不同于其他行业体系和商业系统。

“价值创造”和“寻租”

经济学家所定义的“**价值创造**”是指那些可以为社会增加福祉的活动，而“**寻租**”是指那些总体上看其实**是减少社会福祉**的活动，这两者在本质上迥异。前者是提供新的或者更好的商品与服务，后者仅仅是把一部分的经济所得转移到另一部分人身上。这就像是一场诉讼：一方赢了，另一方输了，但**律师和司法体系**总能赚钱，而所赚的钱正是从**当事双方达成的赔偿金额**中抽取的。政府运转的原理也一样：税收在被分发作为支出之前，就要被扣除一部分作为**官僚体系的中介成本**。金融系统就是一个典型的例子。在这个体系中，作为对手交易的两个投资者，一个是胜者，另一个是输家。但是，交易成本成为了一个明显的经济上的负累，使得对于整个投资者群体而言，交易活动就是一项净亏损。

没错，如今的金融系统也能创造一些价值，譬如创新发明实时信息、巨额流动性和一定规模的资本聚集。但是，技术并不能消除系统的摩擦成本。虽然单位交易费用已大幅降低，但是成交量却一飞冲天，所以，金融系统的总成本还在继续攀升。太多地进行发明创新，本质上是花费客户或者投资人的钱来造福华尔街。当被问到什么是过去 25 年间最有用的金融创新时，保罗·沃克尔（前任美联储主席和奥巴马总统刚任命的经济复苏委员会主席）说，只有一个答案：那就是“自动取款机”。（沃克尔最近告诉我，如果评估的期限拉长至 40 年，他会加上 1975 年发明的指数型基金。因为作为一项重要且具有积极意义的创新，指数

型基金为投资者创造了还不错的收益。)

一个 60 年从业者的观点

我写作此书的主要目的是向人们敲响警钟：在我 60 年金融领域的职业生涯中，我亲眼目睹了金融业文化令人震惊的恶化——现代投机文化渐进但从不停歇地崛起，那些金融市场中的狂热行为、复杂奇异的金融工具和各类证券衍生品（不是证券本身）的疯狂交易都是其典型代表。如今迅速成长的金融市场被这些投机工具所支配，同时亦被不断膨胀的私利和贪婪所充塞。即使现在还没有应验，但在未来的某一天，最后的审判到来之时，我们的投资者、我们的社会和我们的国家一定会自食苦果。

这股刚刚坐稳主流位置的投机文化已经将我 1951 年入行时的那种传统长期投资文化侵蚀得面目全非。事实上，我的工作早在 1950 就开始了，当时为了完成普林斯顿大学的毕业论文，我着手对共同基金行业展开研究。一开始，我阅读了美国证券交易委员会提交给美国众议院长达 4 卷 1059 页的报告，记录了促使投资公司法案通过的各项事件。投资公司法案是对立法者 20 世纪 20 年代发生的投资界违法事件（事实证明，与今天的局面惊人地类似），以及随之而来的 30 年代经济崩溃的回应。尽管在最近的危机中历史并未完全一致地重复（这可能并不是来自马克·吐温本人的描述），它却是某种回应。

2011 年的夏天，当我开始撰写本书手稿时，我很快意识到对漫长的 60 年金融历史而言，我已不仅仅只是个旁观者。事实上，我曾经是这段历史中最为活跃的参与者之一。我很荣幸能身处这个位置，并在漫长的职业生涯中影响了一系列长期备受关注的重要事件。所以，其实我是出于想要讲述历史的心态来写本书的，以免那些本身只是围观者却恰好有这个机会的人来讲述历史。本书并不是另一本描写始于 2007 年的经济危机的书，而是讲述在自由市场资本主义和资本形成中的动荡与巨变，它们在漫长历史中逐渐变化，最终横扫美国乃至全球的商业和金融市场。

背景概要

在第 1 章中，我诠释了“文化的冲突”的主要内容，这章内容来自 2011 年春我在《投资组合管理月刊》(*Journal of Portfolio Management*) 上发表的一篇文章，这

篇文章本身又来自我在几个月前在华尔街的美国金融博物馆（Museum of American Finance）演说的主要内容。本章主要探讨了短期投机的文化是如何产生深刻影响并在与长期投资的竞争中占据上风。例如：平均每年股市的交易额为 33 万亿美元，由于大量交易费用也计算在内，对交易员而言，必然是创造负面价值。但是资本形成平均每年仅能达到 2500 亿美元，主要将新的投资引导至最优秀和能创造最高价值的领域，比如新兴产业、新科技、医学突破和为现存商业提供工厂和设备。换句话说，投机创造的价值占到了资本市场 99.2% 的份额，而资本形成才占到了 0.8%。

第 2 章研究了我所认为的导致资本主义失败的双重原因，我将它叫做“双层代理”，在这个社会中大企业的高管 / 代理人与大投资公司的高管 / 代理人以某种共生的状态“愉快地共谋”，他们更在意瞬息万变的股票价格的短期波动，而不是长期的公司内在价值的建设。在这个双层代理机制中，企业的高管 / 代理人与投资公司的高管 / 代理人都无力抵制首先满足其自身利益的诱惑。

可惜的是，像我在这章中所写的，我们所能依赖的“看门人”，如法院、国会、管理部门、会计师、信用评级机构、证券分析师、资产管理人士、公司董事，甚至是公司投资人，基本上都没能履行他们相应的职责，大声指出就在他们眼皮下发生的危险行为。不受控制且有风险的所谓“具有创新性的”证券，部分最大型公司制造的金融诡计，还有议会决定惩罚向不合格购房者发放超额贷款的金融机构，其实只是我们这个世纪无数类似例子中很小的一部分。

在第 3 章“基金的缄默”中，我分析了机构基金管理者，包括共同基金经理和他们麾下的养老金基金经理，是如何在管理美国最大份额的基金资产中失败的，他们未能战胜挑战，也未能在应当对基金投资人和受益人服务时承担其公司管理的职责。我用两个例子来解释基金经理在管理“他人资产”时的严重不足——行政开支的猖獗滥用和公司政治捐款。现在是时候让这些高管站出来并为此负上责任，也是时候将客户利益放在首位，而不是首先考虑他们自己的利益。

共同基金

在第 4 章中，结合我过去 60 年的职业经历，我由前几章的概括性介绍转向

细节来研究共同基金行业的文化转变。在如此长的一段时间跨度内，基金资产几乎翻了 5000 番，从最初的 25 亿美元到现在的 12 万亿美元。一个曾经只关注投资的职业变成了基本上关注整个市场的生意。当然，发展总是造成无可避免的改变。但这种改变却以一种事与愿违的形式被这个行业的文化无限放大，从私人所有制到公共所有制，乃至基金经理普遍地被金融集团所控制。对基金投资人来说，这种改变是悲剧性的。

先锋集团的建立和它真正的共同性结构（基金由基金股东持有）目前为止是唯一一个现行模式中的反例。我想解释下为何先锋集团这种模式运作良好，为何共同性结构应该成为基金行业中的主流。为了将本质上曾经很好的行业重新带回至其本源，我在这章中提出了一个修补现行制度的措施：建立一个全国性的信托责任标准，这个标准的首要责任是维护基金投资者的利益。

现在我们大概已经知道投资中的信托责任意欲何在：永远将提供公司资金的投资人 / 创始人的利益置于进行具体投资的公司高管 / 代理人之前。考虑到投资者可能难以直接度量信托责任，第 5 章帮助共同基金投资人通过 15 条标准来直观地考察他们的基金经理。这一章可能会引致争议，因为基本上是建立在我自己的标准之上，但无论其可能是错误的或过于主观，这一被称为“管理人系数”的标准已被用来评价先锋集团和其他三个共同基金的高管表现。

指数基金

1975 年，我创建了第一只指数共同基金，即现在的先锋 500 指数基金。建立之初及现在我都将先锋 500 视作长期投资的范例，即对在高效率税收和最低点支出上运作的美国股市进行多样化的投资组合，并致力于“永远”地长期持有。现在先锋 500 已成为世界上最大的被动型共同基金。在第 6 章中，我按照时间顺序写了这家基金的成立、它投资的优势、尽可能低的开支以及它所取得的非凡成就。正是这些因素使其成为现今共同基金行业的领军者，总共掌握着股票基金总资产的 28%。

在先锋 500 成长为指数基金龙头的漫长过程中发生了一件很有趣的事情。

开始于 20 世纪 90 年代早期，一种新型的可以“真正全天候”被交易的共同指数基金产生了。从本质上来讲，ETF（exchange-traded fund，交易所交易基金）让投资人更容易参与短期的预测，不仅只是预测作为交易所交易基金标准的标准普尔 500 指数（S&P 500 Index），更包括让人难以置信的 1056 只不同的指数，其中相当一部分包含极高的杠杆风险。这与我多年前设计的适用于长期投资者的 TIF（traditional index fund，传统指数基金）相差甚远。在第 6 章的后半段，我重申了我对于这一震撼且具颠覆性的文化指数化的看法。ETF 毫无疑问是迄今为止 21 世纪金融行业最重要的概念。但对投资者而言，它会不会成为一个伟大或者较好的概念还需要拭目以待。（需要注意的是，目前 ETF 的总资产已经超过了 TIF。）

退休制度：“潜在的火车意外事故”

虽然很多金融行业的领袖人物可以更了解这个制度，但是他们忽略了美国的退休制度在持续被投机的“臭虫”叮咬。正如我在第 7 章中所解释的，这个系统的关键就在于社会安全，社会参与者其实真的没有其他选择，只能相信国家会选择解决退休系统的问题和直面可能的结果。（我所说的简单解决问题其实真的一点不麻烦；很多问题都能简单以增量方式解决。非常耻辱的是，那些政治家没能在事情无可挽回之前做点什么。）同样的，公司和本地的养老金基金总是猜测他们可以固定拿到 8 个百分点左右的年回报率，但这种巨大错觉最终只会为经济带来严重的负面影响。

更重要的是，考虑到现今趋势是从固定收益（养老金）计划转向固定缴纳（养老金）计划，缴纳者作出的选择同样在几方面反映了投机的危险：（1）在参与者一生中可能获得的回报；（2）哪位基金经理会赢；（3）某一个公司在股市的表现（“雇主的股票”），甚至是公司的命运；（4）资产配置。（很多缴纳者太过于保守了；但另外一些又过于激进。在两个极端情形的中间选择倒是很理智，当然，这有点跑题了。）我认为除非整个公共和个人的退休系统彻底改变其结构和运行机制，否则我们会直面一场经济上的火车意外事故。

惠灵顿基金

我怀着既有点尴尬但又很自豪的心情提供这个第一手的案例，即关于美国最古老、最让人骄傲和最成功之一的共同基金的理念。在第 8 章中，我讲述了惠灵顿基金的历史。我 1951 年从学校毕业后就加入了这家基金，并一直待到现在，先是作为一名雇员，接着是管理人员，然后是 CEO，最后在 1999 年获得“荣誉”职位。自从 1928 年成立以来，惠灵顿基金保持其专注于长期投资的传统文化（“关注一只股票的完整投资计划”），但是，1966 年在新管理层的领导下，惠灵顿基金向“沸腾年代”（“Go-Go Years”）时期的股市新文化妥协了。我承认，我要为这个错误的改变负上部分责任。但是当 1972 年股市达到峰值时，在写给惠灵顿基金当时的投资组合经理的一份言辞激烈的备忘录中，我明确地反对了这种改变。

当然，当年狂热的股票市场最终很快就崩溃了，惠灵顿基金的资产缩减了几乎 80%。我很感激沃尔特·摩根（Walter L. Morgan），我整个职业生涯中的挚友和人生导师，也是惠灵顿基金的创办人，让我能重塑惠灵顿基金的文化和其来之不易的名声。在 1978 年的一份备忘录中，我详细解释了如何才能达成前述目标。在董事会的支持下，我最终让基金重新回到长期投资的路线。我也解释了公司新的战略，甚至还提供了一个股票投资组合的样本。基金顾问接受了我的建议，最终也成功地予以实施。（1972 年和 1978 年两份备忘录的节选都可以在第 8 章中找到。）

对本书的读者而言，我力求清楚明白地传达一个观念，即短期的投机行为易于导致失败而长期的投资才能最终成功。我的职业生涯让我刚好能看清这两种方式，同时惠灵顿基金的故事也很能说明我的结论。1966 年，我犯下大错屈服于当时愚蠢的股市热情；为此我付出了巨大的代价（被开除）；而后来在先锋集团的新职位给了我一个非常难得的机会让我有机会能修正之前的错误。惠灵顿基金的复兴一直以来都是最让我欣慰的职业成就之一。

竞技场上的人

本书以一个非常有趣的旁观者写的历史摘要开始，但这其实是一本由我作为金融界积极参与者写的私人回忆录。我在很多章节中讲述的轶事不断地提醒