

导 论

国家财富的革命

……键盘上如机关枪般的
敲击声。

美国人喜欢改变。革命是我们与生俱来的权利，喜新厌旧被视为年轻的象征。创新受人赞叹，创新者亦随之成名。我们尤其偏爱来自民间的小人物，后来却变成了人民英雄，例如爱迪生 (Thomas Edison)、福特 (Henry Ford) 和富兰克林 (Benjamin Franklin)。

然而，有时候改变似乎过于剧烈，情况开始失控。这时害怕改变的心态将会取代对新事物的好奇心，这种情形正可以用来解释过去 15 年或 20 年间在华尔街所发生的情况。

金融创新随时随地都在发生，其速度和复杂程度几乎难以掌握。包括业余投资人及许多专业投资人，对这种太空时代的交易策略及繁复的金融工具都感到惶恐，担心其复杂度超过他们所能了解的程度。个别投资人抱怨他们总是最后一个得知他们持股的资讯；当证券价格下跌时，他们往往是最后卖出的投资人。大型金融机构则是抱怨证券价格呈现高危险的波动。而社会上的普遍看法是，企业管理硕士、企

业并购者、投资经理人得到的报酬，远超乎他们所应得到的，就像活在自我封闭的世界里的天文物理学家，他们与升斗小民辛苦谋生的真实生活毫不相干。

但这只是整个故事中的一部分，未被揭露的部分，也就是本书将要叙述的内容，则显示出多数的恐惧与愤怒都是不适当的。华尔街对某些人来说可能相当迷惑，但是对世界其他地区，它的确是相当重要且具有成效的一种典型。

人们对当今金融市场的认知差异，缘于最近发生的一场无声革命。此一革命并非源自曼哈顿下城区的高楼大厦之间，而是植根于学术象牙塔中。这些英雄是一小群学者，大多数还是在其学术生涯的开端，和股市没有直接的利益纠葛；他们以抽象方式进行财务经济学的分析研究。

然而，他们传递给华尔街的信息极为简单，主要奠基于经济学最基本的二项法则：一是不承担风险即无报酬；二是在自由竞争市场中，要战胜拥有丰富知识与技巧的竞争者是极端困难的。这些学者为华尔街带来崭新的观念，将风险与报酬的关系和自由市场的竞争本质相结合，为投资人设计出管理资本的新方法。

对华尔街饥渴的投资人与积极进取的经理人而言，这些学者大部分的言论看似陌生且不讨喜，但最终却悄悄地突破旧有防线，解放这座资本之城。而在此之前，他们已经改变了国家财富及所有人——包括公民、储蓄者和工薪者的生活方式。

现今的投资人对风险较过去具有更敏锐的感受，对金融市场如何运作也有更细腻的了解；他们会采用许多因应个别需求所量身定做的新颖投资工具与交易策略，借此获利。而公司理财的技术革新，使公司能更仔细评估其财富，且更有效率地运

用其资本。20世纪 80 年代的金融重组 (financial restructuring), 针对所有权与控制权分离所引发的问题, 提出新的解决之道, 同时使公司的经理人更加注重股东的利益。

* * *

财务与投资学的革命, 在 1974 年 10 月初试啼声。当时是 1929 年大萧条以来空头市场最严重的阶段, 股价已触及底部, 而从两年前的价位算来, 股票市值大约下跌了 40%。

最糟的情况还不只这些。美国国内经济过热以及石油输出国家组织贪婪地拉抬油价, 导致通货膨胀快速上升。在一年半内, 生活成本水准跃升了 20%, 亦即每个月增加超过 1%。经过通货膨胀调整后, 1954 年以来的股价涨幅几乎完全被通货膨胀所吞噬。而同一时间, 传统避险的天堂——债券市场, 也丧失了 35% 的购买力。

没有人能躲过这场灾难。公司员工发现退休基金的价值下滑, 威胁到他们退休后的安全保障。此一困境为整个金融界带来求新求变的压力: 包括专业经理人管理客户资金的方式、金融制度本身的结构、市场的运作方式、存款人可选择的投资标的, 以及金融财务对美国公司竞争力与获利性所发挥的作用等。20 世纪 60 年代繁荣时期的许多明星基金经理人逐渐消失殒落, 伴随着退场的是尼克松总统 (Richard Nixon) 的物价管制措施以及福特总统 (Gerald Ford) 竞选时所提出的“立即打击通胀 (Whip Inflation Now, W.I.N.) 口号, 甚至包括主要的工业公司、声誉卓越的银行及纽约市政府, 都濒临破产边缘。

如果没有发生 1974 年的危机, 金融界鲜少有人注意到过去 20 年间, 从学术象牙塔发展出来的观念。事实证明, 即兴式打败市场的投资策略, 结果只是损害客户的利益, 此时金融

界人士才蓦然发觉，他们必须改弦易辙。即使有些不情愿，他们还是开始把学术界的抽象理论，转换成控制风险与停止客户损失的实际可行方法。这即是推动新华街革命的力量。

光是约略列出 20 世纪 70 年代中期以来金融创新的清单，就足以提醒我们，现在和过去有多大不同。对一些新术语的不熟悉，更证明传统与创新的差异有多大。

时至今日，市场上依然有货币市场基金、小额存户的银行可转让定存单、未受管制的经纪费，以及折扣券商等，而且有数百只共同基金，各自投资于大型股、小型股、成长股、国库券、垃圾债券、政府保证之抵押放款，以及世界各地的股票和债券。同时，美国有员工退休收入保障法案（Employee Retirement Income Security Act, ERISA）规范公司的退休基金以及员工储蓄计划，让员工管理自己的退休基金。另外，也发展出期权、约期看涨期权和看跌期权市场和期货市场以及以期货为标的的期权。在交易策略方面，则有程式交易、指数套利、风险套利。有专门提供投资组合保险（portfolio insurance）编注：投资组合保险是指用来抵消投资组合一部分或全部风险的期货或选择权合约的投资经理人；也有专门从事策略性资产配置（tactical asset allocation）的经理人。有蝶形交换交易（butterfly swap）和合成式股权（synthetic equity）。企业界则运用各种金融工具募集资金，包括可转换公司债券、零息债券、承诺一段期间后支付更高利息的付息债券，以及在到期日前持有人可以无条件赎回本金的债券等。

包括股票、债券、现金在内，全球资本市场总值如同吹气球一般，从 1969 年的 200 000 亿美元，到 1990 年底成长为 220 000 亿美元；单是股票市场，在同一时期内即从 3 000 亿美元成长到 55 000 亿美元。现今，有超过一半的全球市场总

值亦即接近 120 000 亿美元的金额，是在美国以外的地区进行交易而在 1969 年此一数字仅及 1/3。

目前美国的退休基金、共同基金、教育捐赠基金以及慈善基金，总共持有美国境内流通的普通股 50% 以上，超过 20 000 亿美元，而在 1980 年，此一比例只有 40%，1950 年则还不到 15%。这些投资机构占了股票市场 80% 的成交量而且不必支付所得税或资本利得税。流通在外的股票中，有超过 70% 在一年内转手而在 20 世纪 70 年代，此一数字大约只有 20%。现在纽约证交所每笔平均交易量已经超过 2 000 股，是 1974 年时的 6 倍。每日交易量中，约有一半是以 1 万股或更高的数量成交。其中，以自己的账户进行买卖的个别投资人正逐渐消失。他们直接持有的普通股占其金融资产的比例，从 20 世纪 60 年代晚期的 44%，下跌至现在只剩 16%^①。同期，零股交易少于 100 股的交易占总交易量的百分比从 5% 下跌到 2% 以下。

金融资产如今以令人晕眩的速度持续换手，纽约证交所平均每日交易量超过 1.5 亿股，是 1974 年时的 10 倍，也是 20 世纪 70 年代中成交量最高那年的 5 倍，更是 20 世纪 50 年代早期平均成交量的 100 倍。而在 1987 年 10 月黑色星期一那天，成交量高达 6.04 亿股，另有数百万的股份直接通过电脑交易而不经由交易所。而在期货或期权市场的成交量，也经常超过组织化的交易所的成交量。目前东京交易所的成交量也成长到 1982 年的 10 倍，法兰克福则为 12 倍，伦敦则是 30 倍。

过去曾经沉寂一时的债券市场，交易脚步亦随之加快。美国政府公债每日交易量大约是 1 000 亿美元，这意味着美国全部债券的所有权在一年内转手 10 次。外汇市场交易速

度亦大幅增加，美国每日交易量已超过 1 000 亿美元，东京大约是 300 亿美元 其余 1 000 亿美元则在全球其他市场进行交易。

如此庞大的成交量，如果没有电脑的协助根本无法处理；没有电脑的运算速度和容量，许多复杂的证券定价甚至不可能完成。DOT(Designated Order Turnaround)电子交易系统可以自动撮合纽约证交所的小额交易，同时把资料传递给客户的经纪商和场内执行交易的交易台。整个世界似乎已经完全电脑化了。即使在拉丁美洲和西班牙，也仰赖电脑进行交易、检查客户的信用状况、登录交易记录和报表^②。1989年9月《机构投资人》(*Institutional Investor*)上一篇题为“电子交易开放不羁的网络世界”(The Wild, Wired World of Electronic Exchanges)做了如下的描述：“向交易所粗鲁的咆哮声道别，向交易员简短的电话声道别。金融世界的新声响是键盘上如机关枪般的敲击声。这样的敲击声已经遍布全球各市场的数千个交易柜台中。”

* * *

金融市场是现代世界上最光彩夺目的创造物之一。从伦敦金融区 City 到华尔街的通俗历史 传说着有关恐慌、大盗、小偷及白手起家的大亨的故事。但这些多姿多彩的故事，却无法彰显这个事业的严肃性。凯恩斯(John Maynard Keynes)曾做过如下评论：股票市场比选美和对资本主义的诅咒好不到哪儿去。话虽如此，但在尚未建立一个运作自如的金融市场前，没有任何一个从计划经济转向市场经济的国家会自认转型成功。

简单地说，华尔街塑造了大街(Mainstreet)风貌，它把工厂、百货公司、银行资产、电影制作人、机械业、软性饮料业和

电力缆线，转变成某种可以很容易转换成为货币或者分散风险的形式。华尔街把这些实体转换成资产，让投资人可以和不知名的买方与卖方进行交易。华尔街使得这些有形资产具有流动性，并且帮它们定价，让它们得以发挥最大的效用。

华尔街也改变了资产本身的特性。华尔街从来就不单是一个让人们买卖股票、债券、抵押贷款的地方，它是个人、企业甚至于整个经济体预期未来的聚焦点。证券价格的每日波动，反映了人们对未来预期的信心程度、所处的时间区间为何，以及人们彼此传递的期待与恐惧。

古人将预期交给斯芬克斯（Sphinx）或特雨斐神谕（Delphic Oracle），或者能够解读动物内脏的人。圣经传道书说：“往昔的事没有人追念，今后发生的事也没有人记住。”但丁（Dante）在地狱里为“目光前瞻高远，回顾过于完整”的人预留位置，并把他们的头从面朝背，扭转为面朝前。

时至今日，预期未来俨然成为必要之事，而非神秘的游戏。然而，当水晶球乌云密布时，我们应该如何作出决策？我们必须冒多大的风险？我们是否能区分真实的风险有多大？我们必须等多久，才能确定我们所下的赌注是否值得？

金融与投资革命所激发的创新，回答了前述的问题。这些创新协助投资人处理不确定性的问题，并提供参考基准让投资人判定自己的预期是合乎实际或过度乐观，承担的风险是合理或不智。而且它们也奠定规范，确认市场是否根据参与者的需求进行调整，将一些旧有的、熟悉的概念，如风险、报酬、分散化、保险和债务，以新的公式重新界定。再者，它们把这些概念量化，加以组合运用提出新的操作方式，以达到最适当的结果。最后，这些创新将科学方法融入公司理财的艺术中。

许多创新经年累月地埋藏在学术期刊中，直到 20 世纪 70 年代早期的金融动荡，迫使市场从业人员不得不接受“投资是一项风险事业”的痛苦事实后，华尔街才开始正视这些创新观念。这是学术界带给华尔街的深邃洞见，他们宣称，等待船只进港难免令人感到焦虑且充满不确定感，但是除此之外，没有其他方法可以消除此种不适，或得知船舱里载了哪些货。

华尔街回应这种迫切情势的做法，则是增加共同基金的多样性，提高国际投资，并且设计新的公司理财工具。此外，华尔街也利用期权、期货、交换交易、投资组合保险，以及其他奇特的投资标的，以开发新的报酬来源。

其中部分金融创新，衍生出预料之外、且不受欢迎的结果。如同人类想像力所创造出来的许多其他事物，金融市场也是一种混杂着危险倾向的正面推动力。

大多数经济危机都缘于金融制度的误用，这或许能解释，何以正统经济学家在传统上均避免涉入财务金融领域。举例来说，就其本质而言，股票与债券势必得引入投机行为，因为没有人会为了使整个国家的资本配置更有效率，而去购买股票与债券；人们购买的理由，是期待能够搭上致富的列车。

由于股票和债券是高流动性的资产，因此买进或卖出的决策可以随时更改，当电脑屏幕上依序闪过一系列的证券价格，代表许多股票和债券在不知名人士的手中易手。由于价格波动是反映各种不同类型的资讯，所以最早获得资讯的人就可以享受巨额的利润。

证券市场的波动也会彼此影响，某个地方发生问题通常会扩散到其他市场。混沌理论提醒我们，墨西哥的蝴蝶振翼飞翔，最终可能导致夏威夷发生飓风。最重要的是，股票和

债券价格反映人们对于未来的期望与恐惧，意味着它们很容易就会脱离当下的真实情况。

然而人们却无法消除金融市场的这些特性。尝试消除这些特性的结果，就如同各种形式的管制措施一样，只是损害了金融资产在广义的社会功能上所扮演的价值储藏工具的效率。事实上，流动性、低廉的交易成本以及投资人根据获得的资讯采取行动的自主权，才是构成此种社会功能的基本条件。

* * *

如果说 20 世纪 70 ~ 80 年代，金融市场是由个别投资人所主导，那么上述金融革命几乎不可能发生；一篇具原创性的学术论文会激发更多的灵感，但是对华尔街的影响却微乎其微。无论在何种状况下，个别投资人在税赋与巨额交易成本的限制下，很难根据新的理论调整其投资组合。运用金融创新技术需要长期研究及持续性的专注，对于利用闲暇从事投资的个别投资人而言，很难达到此一要求。

反之，像退休基金这类机构投资人的崛起，则对这场金融革命增添助力，因为他们有能力根据其资产规模与投资目标的改变而进行调整。20 世纪 50 年代，金融机构的经营并非以绩效为导向。当我在 1951 年踏入投资管理这一行时，买进并长期持有 (buy-and-hold) 是其基本法则，而且投资机构的资产组合周转率非常低。导致这种满足现状的理由之一，是在缺乏竞争的环境中容易产生合理的怠惰。但就另一层意义来说，此种做法也是 100% 合乎逻辑。在 20 世纪 50 年代，绝大多数的股票都是由需要缴税的个别投资人所持有，而这些人是在 20 世纪 30 ~ 40 年代股价相当低廉时买进。记得在 1951 年我刚开始工作，看到父亲的投资顾问公司的投资组合获利绩效时，我十分

震惊。没有任何理由将好公司的持股卖出，而把大笔的资本利得税赋缴给山姆大叔。

但也是从那时候起，每件事都开始改变。20 世纪 50 年代初的大繁荣期，为所得阶层带来好处。从 1949 年到 1957 年间，个人每年储蓄成长了 3 倍。随着饱受大萧条困扰的时代逐渐消逝，普通股再度成为被接受的资产，即使对信托账户来说也是如此，纽约州就率先废除一项存在已久的法令，该法令限制个人信托账户所持有的普通股比重，不得超过资本总额的 35%。

新一波的投资大众，由于没有从旧有投资组合中所赚取的巨额资本利得，因此会比较积极地要求经纪商给予投资建议。20 世纪 50 年代的 10 年间，持有股票的人口成长了一倍。到 1959 年，每八个成人就有一人持有股票，这其中有 75% 的家庭所得低于 1 万美元（以 1990 年的购买力计算，大约值 4 万美元）。而个人储蓄流入共同基金的金额，远超过直接投资普通股的金额。从 1955 年到 1960 年间，共同基金总资产成长一倍，下一个五年又成长了一倍。

公司的退休基金则从初期的尝试阶段，逐渐制度化，最后成为投资管理专业机构的最主要客户。退休基金的资产在 20 世纪 50 年代成长超过 10 倍，对投资组合的周转情况产生重大影响。而退休基金毋须课征资本利得税，让专业投资组合经理人有更大的施展空间。

投入市场的新资金，特别是不必课税的资金，很快地改变了过惯舒服日子的投资信托经理人以及投资顾问习以为常的操作方式。竞争驱使这些投资机构更积极进行交易，永无休止地追求丰厚的报酬。1967 年，为了尽快迎接这个大时代的来临，我所属的投资机构同意被一家资本额仅 100 万美

元的年轻证券经纪商并购。这家公司持续进行并购，直到变成华尔街最大的证券公司之一为止。我们注意到交易活动比以前活泼许多，特别是我们所管理的资金，有越来越多是不必课税的。

此一转变过程不断为投资顾问业者带来喜悦。20世纪80年代，在证监会注册的投资顾问业者数量成长了3倍，共同基金的数目则成长超过4倍。大型共同基金组织主席威廉斯 (Dave Williams) 最近开玩笑说：“投资管理事业是美国唯一一种竞争业者数量超过客户数量的专业行业。”

在这些从业者中产生了许多巨擘，几近100家投资组合管理机构，旗下管理的资产超过100亿美元。最大的10家机构，其金融资产超过8000亿美元，而全部投资机构所管理的股票、债券和房地产资产已超过50000亿美元。1977年花旗银行以260亿美元的资产规模排名第一，但是到了1989年，已降至第25名。

20世纪50年代，老一辈的合伙人传授给我管理投资组合的老办法，随着时代的演变，已不再适用于管理庞大资金的投资机构。每一件事都必须修正，包括投资目标、分散投资的模式、交易策略、客户合约、风险的定义，以及绩效评估标准等。

当投资组合的管理机构规模还小时，选择最好的股票并将之置于客户的投资组合中，并非难事。我的公司被并购时，我们所管理的资产规模远不及1亿美元，而且只持有十多只的股票，因此能完善地管理我们的投资组合。

随着投资管理机构规模变大，旧有的运作方式不再符合实际需求。管理50亿美元的投资经理人如果只持有20只股票，平均每个股票必须投入2.5亿美元。不论是买进或日后

卖出如此庞大的持股，都会对股价造成显著的影响，急剧高升的成本将导致投资组合的报酬率大幅下降。20世纪60年代的繁荣时期，许多投资经理人并未考虑到现实环境的改变，继续采用旧有的操作方式，就好像他们依然是管理小规模的投资组合。这种对环境变化的无知，可以解释在1971年至1972年间，经济风暴击溃充满乐观气氛的市场时所发生的情况。

* * *

这场革命发生之前 我们家族事业的客户会告诉我们：“这是我的资金，请帮我照顾它。”只要在市场下跌时 他们的损失能被控制，而且在市场上涨时，投资组合的价值能够水涨船高，他们就鲜少抱怨。同时，因为我们了解客户的问题，以及每个人都会面对的各种可能负债需求，所以他们始终和我们维持交易。我们也会彼此分享对风险微妙而复杂的看法。我们会开玩笑说，我们不过是为富人服务的社会工作者，而且是技巧比较好的社工；同时我们也确信，我们不只用相对报酬率来衡量自己的表现，更重要的还要能让人们感到满意。当时我对其他投资经理人的客户了解程度，还不及他们对我们客户了解得深。

等到公司退休基金与大学捐赠基金取代个别投资人成为主要客户后，投资经理人与客户的关系就此生变。“社会工作”的观念不再合乎潮流，与客户间的人际关系固然重要，但已经越来越薄弱。法人机构负责和投资顾问接触的人员，本身并无决定权，必须获得高层授权才行，而其上司与投资顾问之间并无直接的联系关系。任何人只要有兴趣，都可以知道通用汽车公司的退休基金有多少资金可以投资，或是耶鲁大学是否不满意某家公司管理其捐赠基金的方式，或是某

家基金管理公司去年年度的操作绩效如何。但是共同基金的受益人却很少知道帮他们管理金钱者的大名。

当金融市场趋于多样化，法人机构与专业经理人成为市场的主要参与者，金融创新就成了不可避免的趋势。但是创新必须有理论作为前导，而在金融创新的过程中，理论所扮演的角色是迂迴曲折的。

* * *

大部分革命的知识基础必须回溯到推动此一变革的人士身上。然而此一革命的创造者，并非活跃在金融界的人士；也没有任何理论上或实务上的先驱发展诞生自纽约这个全球最大的金融市场。大多数的先驱者是喜好艰涩数学的教授，就那些对市场涨跌感觉敏锐的市场老手来说，这些教授可说是古怪的伙伴。这些人很少会在股市投资超过数千美元，也不曾高声宣扬其理论。除了少数特例，多数人只是满足于在学术期刊发表其观点，并和同事进行讨论。

当那些充斥着希腊字母的花俏方程式出现在学术期刊上时，少数听过这些学者言论的投资人，把这些观念当成笑话，认为这是从未拥有或管理过投资组合的迂夫子，提出来的—厢情愿的想法。一位杰出的金融从业人员在 1977 年的某次访问中，把这些理论斥为“一派胡言”；其他人则视他们为“不谙世事的书呆子”。

1990 年 10 月，这群学者中有三人获得诺贝尔经济学奖，当时很少有局外人能够了解他们是谁？有什么贡献？或者，为什么他们能够得到经济学的最高荣誉？特别是经济学界迟迟不肯认定他们是经济学术圈的成员。三位得奖人中有一位评论道，他们获得诺贝尔奖，就好比是“芝加哥业余球队赢得世界杯大赛”。

对大多数推动此一革命的学者而言，他们投入这些研究工作主要是因为各种巧合所致，而不是受到思想上的热情驱策。其中有一位是大学足球代表队的明星球员，原本计划教法文；另一位则为天文学家，有人认为他早年对财务学的狂热是一种“极大的错误”。其他人则选定数学、工程学、物理学等作为安身立命的领域。这种倾向能解释何以他们当中大多数人不要把股票市场视为致富之地，只当它是提供各种资料及迷人知识难题的丰富来源。

电脑在这波革命中扮演举足轻重的角色。如果没有电脑这项革命性的设备，本书即将叙述的各种理论根本毫无用武之地，也无法测试这些理论和现实世界的关联性。电脑的超大容量帮助学术理论打开一条大道，得以开拓未知的领域。通过转换金融交易的纯粹机制，电脑也同时塑造出金融交易的结果。

有关资本市场如何运作以及投资人如何管理等理论，在资本观念发展史上是属于较晚发展的部分，对这些理论的主要贡献者除了三位已经逝世，其余均仍健在，而且其中只有 4 人年逾 60。我和他们分别进行访谈，询问他们的灵感从何而来，如何发展并应用这些观念，以及在不可测的知识旅程中，又曾经历过些什么？

他们告诉我：不论是构想或发展新的理论都是高度冒险的历程。虽然他们之中许多人都有些害羞，但没有人显得缺乏自信。他们时而沉静思考，时而激烈与同事和其他理论家争论不同的意见。他们解释说，如果他们所要寻求的答案唾手可得，那必然早已有人发现这个答案。DNA 结构的共同发现者之一 克里克 (Francis Crick) 曾经如此描述学术的发现过程：

我认为发现的本质就是多次的尝试：发现之所

以困难，主要是因为你必须采取一连串的步骤，三个或四个步骤，如果你不这么做，肯定不会有任何成果，如果其中一个步骤出错，也会前功尽弃。这不像是一次跳跃那样容易，你必须连续跳跃多次。就像你得连续投下多枚硬币，机器才会开始转动一样。否则发现这档事就太容易了。

如同所有挑战既有信仰的创新者一样，激荡出金融、投资革命的学者们很少受到热情的拥抱。一些批评者指摘他们的理论艰涩难懂，也有人认为他们根本没有发现新事物。哈佛大学古生物学家暨科学史学家古尔德（Stephen Jay Gould）就抱怨道：“我们这些现代学者经常把专业领域视为一座要塞堡垒，而我们的代言人则是护城墙上的弓箭手，紧盯着平原上是否有外来的入侵者。”

然而，就如同大多数的探险家，这些学者最后抵达的领域通常和原先的预期有所差距。而且，他们之所以对股票市场进行探索，原本是为了解决某些有趣的假设性问题；一旦开始探险旅途，他们就无法停止。最后，他们都会臣服于股市的魅力，被股市所征服。在本书中所出现的大多数人物，都是多产的财务理论家，也多少曾和华尔街的某家公司或某个主要投资机构有所关联。

在本书中，我将介绍六位把理论应用于实务的创新者的故事，借此可以看到这场革命在行动面的表现，而这些追寻金融报酬的冒险家，也与理论家分享许多经验。然而，自我怀疑、持反对意见的同事、事业生涯的风险以及不确定的感觉，却始终环绕在他们身旁。

这本书同时反映出过去40年来，我积极参与金融市场的探

险历程。最初 我和其他业界人士一样 对 20 世纪 50~60 年代从大学校园崛起的新兴理论十分陌生，且不以为然。学者的论点似乎相当抽象 难以理解 此外 他们的所作所为好像在贬抑我所投入的专业领域，同时还建议我彻底改变自己的做事方式。

即使我能说服自己忽视学术界所提出的理论架构，但有太多新理论都是由著名大学所提出的，因此我很难接受同事们认为这些理论是“一派胡言”的观点。最后，1974 年的金融市场灾难让我相信，的确必须采用更好的方法管理投资组合。

就在那一年 我创办了《投资组合管理期刊》（*The Journal of Portfolio Management*）目的是帮助其他人了解‘新理论’的内涵。我的目标是在一般人与学术象牙塔之间建立一道桥梁，用学界人士与市场从业人员都能了解的语言，促进双方的对话，彼此提携。

《投资组合管理期刊》是在 1973 年至 1974 年市场崩盘后的几个星期内创刊，这似乎也可以解释这份刊物出版后立即为大众接受的理由：时机恰到好处，此时正是对过去的陌生观念敞开封闭心灵的时刻。创刊号的社论对投资管理专家提出警告，要求他们注意当时所发生的巨额财富损失的后果。这篇社论的作者是维汀（James Vertin），他是旧金山韦尔斯法戈银行（Wells Fargo Bank）信托账户的投资主管，同时也是主张采用“新理论”的早期鼓吹者之一。他警告说：“当前的客户和潜在的客户越来越感到忧心忡忡、犹豫不决 甚至彻底怀疑 究竟专业的投资管理业者能否为他们所付出的成本，赚进足够的利益……这种不满的情况随处可见……他们害怕我们，也担心我们现在的做法在未来可能导致亏损。”同时他还指出：“投资管理不是必然要采取目前的方式”。

本书颂扬这些新理论的创见者和旧思想的破坏者，这些人告诉我们真实的世界应该是什么，同时本书也特别表彰把学术界与华尔街巧妙结合的先驱们。

【注释】

有部分资金会经由个人所购买的共同基金回流到股票市场。由于个别投资人对管理直接投资的普通股感到不耐烦，正可以说明过去 15 年来共同基金产业急剧成长的现象。

投资机构引进新科技的速度缓慢。中国香港交易所设置一个新的交易场 (trading floor) 场内成排的交易人员坐在电脑桌前 然而 既然所有工作都由电脑完成，其实就不需要“交易场”。但因为凡是交易所都有交易场，所以香港交易所也设置一个交易场。