

doi:10.3969/j.issn.1672-626x.2015.06.007

# 约翰·博格的指数化投资思想

## ——兼评我国指数化投资研究中的问题

张振乾

(广州城建职业学院 教育研究中心,广东 广州 510925)

**摘要:**基于丰富的实践经验,约翰·博格用常识与逻辑构建了简明、实用的指数化投资理论,形成了独立的指数化投资思想。成本重要假说是他的一个重大理论贡献,这一假说作为指数化投资的理论基础,比有效市场假说更有说服力与普遍价值。他关于指数化投资的收益来源与投资本质、简单化的原则及以投资者为本的服务宗旨等方面的基本观点,都有非常重要的价值。通过对比可以看到,我国指数化投资研究中存在一些认识错误与混乱;其主要原因是教条化、视野狭窄、违背常识与脱离现实。

**关键词:**约翰·博格;指数化投资;成本重要假说

**中图分类号:**F830.91 **文献标识码:**A **文章编号:**1672-626X(2015)06-0044-05

“指数基金之父”、被美国《财富》杂志评为20世纪四位投资巨人之一、世界最大基金管理公司之一先锋集团的创始人约翰·博格,是指数化投资的伟大先驱。基于丰富的实践经验,约翰·博格对指数化投资进行了深入的研究与思考,形成了比较完整的指数化投资思想。这种思想对人们的投资活动与投资理论建设,特别是对我国处于早期阶段的指数化投资实践与理论研究,有非常重要的指导价值。本文初步整理、归纳出约翰·博格的指数化投资基本思想,并通过对比来评析我国指数化投资研究中存在的问题。

### 一、成本重要假说:指数化投资的主要依据

约翰·博格指出,构成被动投资策略基础的理论可以分成两类:一是产生于学术界的有效市场假说,即EMH(Efficient Market Hypothesis),其认为“如果广大投资者充分知情,股票的价格会真实反映出投资者所掌握的全部信息,因此价格会是公司价值最为公平的估值”。<sup>[1](P154)]</sup>据此,在有效市场中,试

图战胜市场的主动投资缺乏理性,而持有市场组合的被动投资则为理性选择。二是约翰·博格自己提出的成本重要假说,即CMH(Cost Matters Hypothesis)(也有译为“成本相关假说”)。基于恒等式“市场毛收益-成本=市场净收益”,CMH论证如下:“(1)所有的投资者拥有整个股票市场,因此活跃的投资者(作为一个整体)和消极的投资者——每时每刻拥有每只股票——他们的总体收益一定与股票市场的平均收益相等;(2)活跃投资者作为一个整体,他们承担的管理费用和交易成本一定比消极的投资者承担的费用高;(3)由于活跃的投资与消极的投资,共同获得同样的毛收益,因此消极投资者获得更高的净收益。”<sup>[2](P18)]</sup>该理论说明,由于投资成本的影响,被动投资必然胜过主动投资(整体),因此被动投资工具——一般被称之为非管理指数基金——是合理的投资选择。

约翰·博格认为,作为指数化投资的理论基础,成本重要假说才比有效市场假说更重要,成本重要

收稿日期:2015-09-29

作者简介:张振乾(1964-),男,河南许昌人,广州城建职业学院副研究员,主要从事经济教育研究。

假说才是指数化投资的主要依据。“作为指数化的信徒,我们不需要接受有效市场假说。因为指数化的胜利还有第二个原因,不仅仅是更加有说服力而且具有无可争辩的普遍性。我把它称为成本重要假说。”<sup>[3](P233)</sup>这种观点有两个重要根据:其一,成本是投资中“真实”的重大影响因素,而有效市场只是“理论”假设,因此成本重要假说比有效市场假说更具说服力。约翰·博格深刻地认识到,现实中,投资成本对投资结果的影响是巨大的。他经常用简单的计算来说明这一点,例如,假设股票市场的年均总收益率为8%,投资10000美元,在“复利”成本作用下,50年后,无投资成本的增长到469000美元,2.5%年均成本(年均回报率降为5.5%)的只能增长到145500美元,这表明通过持有市场组合积累的财富中近70%被看起来微不足道的成本侵吞掉。<sup>[4](P44-46)</sup>成本对投资结果的决定性影响可以解释为何长期以来大多数主动管理型股票基金的收益率一直低于市场平均收益率。由成本重要的客观现实“论证”的成本重要假说理应比由理论推导的有效市场假说更有说服力、更可信。“即使有效市场假说不成立,成本重要假说依旧是恒真命题,这个在共同基金行业更加重要,因为所有的成本都要被消耗掉。”<sup>[3](P245)</sup>其二,仅在有效市场中,有效市场假说才支持指数化投资;而“无论市场是否有效,成本重要假说都成立”,<sup>[3](P233)</sup>都支持指数化投资,即成本重要假说比有效市场假说更普遍、更全面地支持指数化投资。有效市场假说的信徒认为,在半有效或无效市场中,善于选股的主动投资者可以有所作为,比指数化投资者取得更好的成绩。成本重要假说则论证了成本在投资中不可避免的重要影响力,进而证明了指数化投资的普遍价值,据此可以有力反驳对指数化投资的这种怀疑。约翰·博格特别指出,由于在无效市场中投资成本更大,指数化投资不仅适用,而且更具优势:“指数化的成功不一定要基于一个充分有效的市场,而是基于在任何不相关联的市场或市场部分中,所有的投资者作为一个群体无法战胜他们所投资的市场……然而在所谓无效率市场中的基金运营成本要比有效率市场中的基金运营成本高……具有讽刺意味的是,股票指数在无效率市场中比在有效率的市场中更为有效。”<sup>[2](P133-134)</sup>以上两点有力说明,作为指数化投资的理论基础,成本重要假说比有效市场假说更适用、坚实、可靠。

成本重要假说是约翰·博格对指数化投资理论的一个重大贡献,它使人们对指数化投资产生全新的、更加深入、准确的认识与理解,坚定指数化投资的信念。成本重要假说指引下的指数化投资,可以更为合理、有效地运行,充分发挥出自身优势。贯彻“成本重要”精神的指数基金,会取得更好的投资业绩,逐渐成为一种重大的发展力量,推动整个基金行业的深刻变革。“我大胆认为并且坚信,指数型基金以其鲜明的成本与收益之间的因果关系,最后将会被证明是行业变革的媒介。”<sup>[5](P163)</sup>

我国投资理论界普遍地把有效市场假说当成指数化投资的理论基础,忽视了成本重要假说的存在。受固有思维模式影响,人们比较重视研究我国指数基金的绩效,并用有效市场假说做出分析。这类研究的一个主要结论是:我国证券市场有效性不足,指数基金发展的外部条件有待改善,而主动管理型基金有较大空间。“多数的实证研究认为,我国的证券市场是弱势有效,尚未达到半强势有效。这意味着通过基本面分析以发现价值被低估的股票的机会还是很多的。也就是说投资者可以通过获取比别人更多的信息或掌握更多的技术来获得更高的收益。这使得主动式的专家理财方式有可能比被动式的指数化管理取得更好的成绩。”<sup>[6]①</sup>总的来看,受有效市场假说的思想束缚而忽视成本重要假说的存在,从而认识不到成本在投资中的重大影响力,会导致人们难以深刻、准确地理解指数化投资的意义与价值,过于看重指数化投资依存的外部环境,容易夸大主动投资的作用,产生一些严重的误导。

## 二、真实的价值:指数化投资的收益之源

约翰·博格认为,投资收益的来源是企业创造的真实的价值;投资之道是从自己拥有的股权中取得应得的回报。“赚取未来企业收益中属于我们自己的那份。对我来说,这就是投资成功的基本思想。”<sup>[4](P226)</sup>指数化投资实质上是长期拥有上市企业的股权,持有整体市场指数基金就是长期拥有全部上市公司的部分股权,从这些企业创造的真实价值中取得属于自己的那一份收益。

站在区分投资与投机的思想高度,约翰·博格把指数化投资与股票投机交易严格区分开来。他非常认同凯恩斯对投资与投机的定义,即投资(开办企业)是判断资产整个生命周期中的收益前景,投机是预测市场的心理活动,<sup>[1](P15)</sup>认识到投资是判断

并分享企业创造的真实的价值,投机是企图通过预测市场心理推测市场行情而进行低买高卖。他指出,长期来看,由经济规律决定的股权回报——来自真实价值的投资收益——是可预期的,而源于市场情绪(心理)的投机收益最终会烟消云散,美国股市的长期数据就是一个例证:“从长期来看,是经济状况(企业经营)决定了总的收益。短暂的情绪(投机)在短期来说很重要,但是最终被证明是毫无用处的。例如,在过去的一个世纪中,美国股票9.6%的平均年收益是由9.5%的投资收益(4.5%的平均股利收益加上5%的利润平均增长率)和仅仅0.1%的投机收益构成的。”<sup>[7]</sup>由投资与投机的本质区别及其决定的整体上投资者必胜、投机者必败(投机是零和游戏,扣除交易成本后是负和游戏)的长期规律,可以断定正确的选择是做投资而不是投机。收益来源于真实的价值,即实在的股权回报,而不是股票买卖的差价,因此指数化投资本质上是投资而不是投机。指数化投资者有这种信念:“在投资中,赚取资本回报的成功之源在于拥有一个实实在在的企业,而不是买卖股票。”<sup>[4](P210)</sup>约翰·博格严厉批判了金融界存在的较浓重的投机文化,无情抨击了许多专业投资管理人的投机倾向。“很多基金经理曾经是投资者,但是现在来看大多数都变成了投机家。”<sup>[1](P96)</sup>他还注意到指数基金也受到投机文化的侵蚀,如不少人将交易型开放式指数基金(ETF)当成了投机交易的工具:“如果说标准的指数基金旨在充分发挥长期投资的优势,那么,这些指数基金新宠的投资者们不是正把时间和精力浪费在毫无益处的短期投机上吗……交易型开放式指数基金完全脱离了指数基金的初衷。”<sup>[4](P187)</sup>在思想深处对投资与投机的清晰划分具有非常重要的意义,它有助于人们清醒地认识指数化投资的本质,坚持正确的指数化投资路线,警惕、抵御投机思想带来的侵害与破坏。

我国投资理论界缺乏对指数化投资的收益来源与投资本质的深刻理解;没有站在投资与投机本质不同的高度严格区分指数化投资与投机交易。有人把市场交易者的“低买高卖”当成指数化投资的一种盈利方式,建议运用“波段操作”的策略,<sup>[8]</sup>这种策略必然依赖市场预测,其投机本质清晰可见。有人研究指数基金的“择时”能力,<sup>[9]</sup>这种能力用于预测市场心理与市场行情,显然与投机有关。这些认识对指数化投资的本质、策略产生了很深的误解。

### 三、简单化:指数化投资的基本原则

约翰·博格指出,简单化是指数化投资的基本原则。该原则要求用简单的方法处理复杂的投资活动,其基本形式是简单地长期拥有市场组合,相当于“买下整个市场并永远持有它”。<sup>[1](P161)</sup>具体地,指数化投资的“简单化”就是把复杂的投资简化到充分的分散化、长期持有与最低成本等三个方面:“指数化成功的原因来源于简单的本质:尽可能广泛的分散,常常要包含整个美国的股票市场;关注长期投资,拥有最小的而事实上是正常的换手率(如每年3%~5%);最低的成本,没有咨询费用和消费申购费用,以及最少的运营费用。”<sup>[3](P247)</sup>

“奥卡姆剃刀理论”是指数化投资的简单化原则的理论依据。该理论的基本观点是:在处理复杂问题时采用最简单的方法往往最合理、最有效。投资作为一种极其复杂的活动,其最简单的方法是什么呢?约翰·博格用“拥有干草堆”的比喻作出了说明:在干草堆中寻找一根针极其困难,拥有这根针的最简单方法就是拥有整个干草堆——既然挑选能够长期胜过市场的股票组合或基金难上加难,那为何不拥有整个市场呢?进行指数化投资,拥有市场组合,就相当于拥有整个股票市场。“著名的‘奥卡姆剃刀理论’(Occam's Razor):‘当面对复杂问题的多种解决方案时,选择最简单的一种。’是的,成功投资的秘密显而易见:干草堆胜过针,几乎任何时候皆是如此。”<sup>[5](P102)</sup>拥有整个股票市场无疑是“最简单”的投资方式。简单化的指数投资是追求市场平均收益目标,明智地放弃无意义的竞争,无为而为。“如果我们投资者集体拥有整个市场,但是个体间又互相竞争,我们必输无疑。但是如果放弃无意义的尝试,不再试图战胜其他市场参与者,而是简单地、长久地持有投资组合,我们将取得最终胜利。”<sup>[1](P222)</sup>显而易见但又至关重要,指数化投资的“简单化”会最大限度地降低投资成本(此“简单化”几乎等同于“成本最小化”),根据成本重要假说,这必然对长期投资结果产生决定性影响。由此,指数化投资的简单化原则导向长期成功的原理,即低成本致胜,清晰地展现出来。

我国一些投资理论研究者没有正确认识指数化投资的简单化原则,将指数化投资复杂化。有人批评指数基金简单化的“始终满仓操作”,认为其造成了更大的波动幅度。<sup>[10]</sup>有人甚至建议我国指数基

金不要追求市场平均收益,而要追求超越市场的目标:“我国指数基金……应当成为追求超越大盘的积极基金,不单纯以指数跟踪为目的。”<sup>[1]</sup>这些“复杂化”的认识没有理解指数化投资的根本方法特征,主张非理性的“有为”,会引向(破坏性的)高成本操作,误入投机歧途。

#### 四、以投资者为本:指数化投资的服务宗旨

约翰·博格认为,基金公司的服务宗旨应该是以投资者为本。基金管理者受托为投资者管理资产,应该把委托人的利益摆在首位,坚守诚信、正直、公平、负责的契约精神,为投资者提供优良的专业服务。“基金公司应该将客户利益放在公司管理层利益之上……正是这些人将他们的资产及信任一起委托给基金公司。”<sup>[5](P250)</sup>当然,指数化投资的服务宗旨应该是以投资者为本。

约翰·博格根据自己对金融界的深刻了解,揭露了许多基金公司把自身利益摆在第一位、侵害投资者权益的冷酷事实,批评了那些背弃以投资者为本的服务宗旨的基金管理者。他指出,现实中,基金投资者应得的股票市场真实收益中的大部分,都作为投资成本流失掉,进入了那些高费用基金公司、券商等金融中介们的腰包。“基金投资经理、分销商、做市商、基金管理人、经纪人和投资银行家从中盘剥了大量的回报。他们为提供服务所收取的高昂服务费、他们采取高换手率政策和由此而来的交易成本,再加上投资者所承受的巨额税负,让原本尚算可观的股票市场真实收益几乎被侵蚀殆尽……股票市场的真实收益绝大部分将流进这些中间人的口袋里。”<sup>[4](P208)</sup>在自私自利动机驱使下,这些金融中介们还故意蒙蔽投资者,不让他们看清自己的大部分资产作为投资成本消耗掉的真相:“事实上,在这个金融体系中,自私自利的领衔人更多地是在强迫人们对这些无情的规律视而不见。”<sup>[4](P43)</sup>从这些冰冷的现实可以得出以下结论:一方面,基金投资者作为委托人,没有被受托人公平对待,没有得到应得的投资回报,他们的权益受到侵害。“就像美国在殖民地时代受到不公平的待遇一样,共同基金持有人得不到充分的投资回报。”<sup>[2](P434)</sup>另一方面,基金管理人作为受托人,辜负了委托人对他们的信任,侵害了委托人的权益,践踏了契约精神,这甚至是一种罪过。“基金管理人对于没有为份额持有人增加价值是应该系统上有罪的。”<sup>[3](P240)</sup>约翰·博格认为,

必须改变这个现实,回归传统,回归本原——回归到受托人诚信、正直、公平、负责地为委托人服务的状态。“我们需要对基金是什么,为谁服务等问题重新定位。把投资者看作股东而不是客户,是对传统的受托人职责原则的回归。”<sup>[2](P344)</sup>对基金业这种深层现实问题的揭露与批判,对传统的受托人职责原则回归的强烈呼唤,生动、有力地说明了基金业迫切需要重树并真正履行以投资者为本的服务宗旨。指数基金在基金业的精神重建中必将承担重任。指数化投资原本就具有以投资者为本的核心思想。设计上,指数化投资就是为广大投资者服务,它创造、运用跟踪指数的策略,让普通投资者可以成为整个股票市场的拥有者,分享所有上市企业创造的价值。实际运行上,指数基金通过低成本的合理、有效投资,取得预期的市场平均收益,把原本属于投资者的那部分收益还给他们,体现出专业管理价值,真正实现以投资者为本。在思想与行动上,指数化投资都秉持了以投资者为本的服务宗旨。

我国投资理论界对基金业、特别是指数基金以投资者为本的服务宗旨缺乏深刻认识与理解,相关研究欠缺。当然,这主要缘于研究者缺乏基金管理实践经验,未能洞察基金业某种深刻现实问题。对指数化投资的服务宗旨这一核心问题缺乏认知,显然是一种严重缺陷,一种出发点上的思想模糊。

#### 五、结语

基于丰富的实践经验,约翰·博格用常识与逻辑构建了简明、实用的指数化投资理论,形成了独立的指数化投资思想。成本重要假说是他的一个重大理论贡献,这一假说作为指数化投资的理论基础,比有效市场假说更有说服力与普遍价值。他关于指数化投资的收益来源与投资本质、简单化的原则及以投资者为本的服务宗旨等方面的基本观点,都有非常重要的价值。通过对比可以看到,我国指数化投资研究中存在一些认识错误与混乱;其主要原因是教条化、视野狭窄、违背常识与脱离现实。约翰·博格的指数化投资思想对我国的指数化投资理论建设与实践发展有巨大的指导意义。我们需要学习、吸收这种思想,在指数化投资研究中开阔视野,运用新思维,增强常识意识,关注重要现实问题,如基金管理人花费的成本、投资者获得的净收益等,提高研究的科学性与实际价值。

## 注 释:

① 由于忽视了成本的实际影响,这类研究可能会低估我国指数基金的绩效,高估主动管理型基金的绩效。朱臻、刘白兰根据研究指出了这种倾向的存在,并得出以下结论:“长期来看,在考虑交易成本和管理成本的前提下,指数基金的业绩和主动管理型基金相比无明显的差别。”(《开放式指数基金业绩评价研究——基于2006-2011年度数据》,《财会月刊》2012年第3期(中旬)第30页。)

## 参考文献:

- [1] 约翰·博格.投资还是投机[M].宋达,金旻,卢雯雯,译.北京:机械工业出版社,2013.
- [2] 约翰·C·鲍格尔.共同基金常识[M].王晓峰,译.上海:百家出版社,2001.
- [3] 约翰·博格.投资先锋:基金教父的资本市场沉思录(上册)[M].宋三江,屠炜颖,吴天雷,译.北京:机械工业出版社,2012.
- [4] 约翰·博格.长赢投资[M].刘寅龙,译.北京:中信出版社,2008.
- [5] 约翰·博格.约翰·博格的投资50年[M].杨永新,杜杨果,译.北京:机械工业出版社,2014.
- [6] 张琪.我国指数基金绩效实证分析[J].南开经济研究,2002,(6):66-70.
- [7] 约翰·博格.投资先锋:基金教父的资本市场沉思录(下册)[M].宋三江,屠炜颖,吴天雷,译.北京:机械工业出版社,2012.69.
- [8] 李海波.指数基金投资策略研究[J].西南交通大学学报(社会科学版),2008,(5):5-8.
- [9] 孙璐,张立丽.我国开放式指数基金绩效实证分析[J].金融财税,2010,(9):69-72.
- [10] 朱臻,刘白兰.开放式指数基金业绩评价研究——基于2006-2011年度数据[J].财会月刊,2012,(3):28-30.
- [11] 吴三清,徐义雄.论发展我国证券市场指数基金[J].南方金融,2003,(6):32-35.

(责任编辑:刘同清)

## John C. Bogle's Ideas Concerning Indexation Investment ——Comments on Issues in China's Index-based Investment Research

ZHANG Zhen-qian

(Education Research Center, Guangzhou City Construction College, Guangzhou Guangdong 510925, China)

**Abstract:** With a wealth of practical experience, John C. Bogle constructed a concise and practical theory of indexation investment and formed independent investment ideas with common sense and logic. Cost Matters Hypothesis (CMH) is one of his major theoretical contributions. CMH, as the theoretical basis of indexation investment, is more convincing than Efficient Market Hypothesis (EMH) and boasts universal values. His basic ideas regarding the revenue sources of indexation investment and the nature of investment, simplistic principles and investor-oriented service philosophy, etc., are of a significant value. By contrast, some misunderstandings and confusions in China's index-based investment research can be found, the main reasons of which are dogmatic, narrow-minded, deviate from common sense and divorced from reality.

**Key words:** John C. Bogle; indexation investment; Cost Matters Hypothesis