

1993年在为进入证券交易委员会工作做准备的时候，我知道我不得不卖出持有的股票和债券，来避免哪怕只是从表面看来才存在的利益冲突的出现。没有哪届证券交易委员会的主席可以参加他拥有股份的公司的裁决，因此我开始审视自己的选择。我既可以购买政府债券，也可以购买共同基金。咨询了投资顾问之后，我决定最好的方式是将钱投资于共同基金。在这之前，除了投资于自己选的和投资顾问向我推荐的股票和债券之外，我还从来没有投资过共同基金。

当我阅读基金招募说明书的时候，最强烈的感觉是这些文件让人难以理解。起初我觉得很尴尬，随之而来的触动是：如果一个从事证券行业25年的人都不能理解招募说明书中的行话，想像一下普通投资者的困惑吧。共同基金招募说明书都是由律师用难以理解的法律术语写成的，也是写给证券律师看的。我很快就发现这只是共同基金业内操作过程中存在的问题之一。

共同基金在很大范围内已经成功地使自己成为投资者的首选。他们提供无争议的专业的投资组合管理服务和大范围的基金选择。1980年，美国人投资于大约500种基金的资金为1 000亿美元。但是到了1993年，这个数字已经迅速增加为投资于3 800种基金的资金为1.6万亿美元。又过了不到10年，也就是2001年，基金总数的增加超过了一倍，达到8 200个；投资额的增加超过了三倍，高达6.6万亿美元——超过了银行账户资金总额6万亿美元的数额。现在基金公司比上市公司还要多。

共同基金的势头与风险

过去的20年中，为什么共同基金发展如此迅速？这是因为有了个人退休账户。个人退休账户出现后，由于投资者可以将退休储蓄投资于得到税收保护的共同基金，这样就支持了共同基金最初几年的繁荣。20世纪80年代末，公司401(k)^①养老金计划开始向雇员提供共同基金作为投资选择，成千上万的人蜂拥而至。在2002年，共同基金中大约38%的资产来自于401(k)。试图进入这个行业的经纪商，也开发出共同基金产品，并通过其经纪人网络大规模地销售，但是真正打破这个界限的是20世纪90年代出现的股票牛市。

随着投资于共同基金的资金(大部分被华尔街称为“买入方”)的增加，这个行业的影响也与日俱增。2002年，共同基金占公开交易的比例为20%。

这股力量是不是太强大了？很多专家认为共同基金还未起到喧宾夺主的地步。根据基金研究公司Lipper Inc.，的报告，2001年3月份标准普尔500指数下跌的时候，基金投资者在一个月的时间内赎回了200亿美元，仅约占股票型共同基金资产总值的0.5%。

但是也有人警告说共同基金这种集体性的操作，更容易增加市场的反复无常和价格波动。例如，证券交易委员会的一位经济学家D·德昂·斯特里克兰(D. Deon Strickland)，他在俄亥俄州大学作为助理教授研究共同基金行为，他说共同基金有时候会推动价格进一步下跌或上涨，加剧市场波动。共同基金的危险在于，它的行为类似于放牧，可能会使日常的市场调整变为急剧下跌的行情。

① 见附录。

在证券交易委员会工作的时候，我定期与共同基金的高层经理会晤，他们总爱吹嘘这个行业的优点。从某种角度来讲，他们是对的——已经有数十年没有受到丑闻的干扰。但是这个行业还是要为很多事情负责，而且这个行业对待批评反应缓慢。基金的销售和管理方式反映出从骗局、短期交易行为和隐瞒重要信息中滋生出的文化。整个行业误导投资者以过去的业绩为基础购买基金，而过去的业绩只是需要考虑的因素之一。有些基金能够侥幸收取极高的费用，因为投资者没有意识到费用的存在会减少他们的收益。整个行业每年花费上千万的钱宣传销售，但是不尽如人意的的工作既无法解释年度费用、销售带来的额外费用以及为投资收益要缴纳的税金，也未公开共同基金积极的管理没能使基金行业的业绩达到他们设定的标准这样一种状况。基金行业拒绝透露内部操作的重要细节，诸如投资组合管理人员的报酬、管理人员什么时候以及为什么离职等。基金董事虽然是代表投资者的利益来监管基金运行的，但也只是在每年年初和年末消极地批准基金合同。

让我感到最不满的是，处于这个高利润行业的局中人不愿花费一点点的金钱和精力对基金投资者进行培训。我相信基金公司认为，不了解情况的投资者对它们来说是更有利可图的投资者。巴里·巴巴什（Barry Barbash）是证券交易委员会投资管理部门的主管，负责监管共同基金行业。他在1993年时告诉我，他也不清楚投资者对共同基金到底了解多少。因此我们委托一家咨询公司进行调查。集中对一些人群进行的几轮调查，让我们意识到大部分投资者比我们原来想像的还要糊涂（我们的努力被投资公司和行业内的交易群体嘲讽为伪科学）。这个调查结果刺激我想主动帮助投资者了解迷宫似的共同基金。

早在几年前，证券交易委员会就已经做过尝试，想要减少共同基金招募说明书中术语的使用，但是取得的进展很有限。虚饰基金文件的部分原因在于证券交易委员会僵化的规则，该规则要求基金招募说明书的内容必须符合1940年制定的主要针对共同基金的《投资公司

法》。但是许多基金团体和他们的法律界支持者对于现行规则很满意，拒绝做出更改。他们知道如何强调那些让基金看起来不错的要点，也知道如何绕开困境，忽略那些不好的地方。

这一次，又是沃伦·巴菲特在使基金文件应该更加明晰的尝试中给予了重要的支持。巴菲特应用了他的一些常识来帮助取消共同基金中的法律术语。我请他把下面基金说明书中夸张的一部分改写了一下：

债券中期方向决定基金持有资产期间及管理期限。投资组合的到期日结构根据循环的利率变化而调整。调整的目的不是为了追随市场短期的或者每天的行情变化，而是根据长远的预期，把握长期的利率水平的变化（不反映商业周期变化或者是超出商业周期变化的利率浮动）……

10天后，他发传真回复我：

我们将会通过正确地预期利率在未来的变化而达到盈利的目的。当无法准确做出预期的时候，我们一般会持有中期债券。但是如果可以预期利率会有大的持久的上浮，我们会集中进行短期投资。相反，如果我们预期利率会下调，就会买入长期债券。我们会根据长期全面的情况进行投资，而不是考虑短期的行情波动。

巴菲特改写后的说明书是简单明了化的典范，成了我们努力简化共同基金招募说明书的临门一脚。我们和整个行业一起提出了现在被称之为“简介”的、两到三页的用通俗英语简略概括基金业绩、投资模式和风险的说明书。在它还没有被强制实施的时候，有些基金公司就已经开始采用，因为投资者发现它比说明书更容易理解也更方便。

共同基金公司急切地想被看做是投资者利益的代言人，但事实是它们并不总是这样的。在证券交易委员会，我看到很多基金工作人员违规操作的案例。很多投资管理人员先是自己买入股票，然后为基金买入同样的股票，这样就会使那些股票的价格攀升。这种操作被称做

是“超前交易”^①，根据证券法的规定这是不合法的。我看到基金公司将首次公开发行的股票不适当地分配给那些绩效差的基金，同时却忽略了对其他基金所担负的责任。这样就会让一些存在问题的基金对投资者来说也显得很有吸引力，但同时也损害了已有的股东的利益。我看到有些基金董事丧失了独立性，他们私底下接受基金发起人以低价提供的新股，却未披露受赠的信息。让我感到苦恼的另外一个问题是拉抬基金净值，它的含义是基金经理在申报期的最后一天，买入大量的基金已经持有的股票，试图以此控制市场行情走势。如果成功的话，基金价格就会攀升，基金的季度报告也显得成绩骄人。但是，这样的结果和虚假的广告有同样的效果，就是诱使不知情的投资者买入基金，而基金的近期业绩其实是由于人为的控制才出现的。

这些事情并不是由恶劣的基金经理自己单独做的。在我的任期内，证券交易委员会对几家规模最大、声望最好的公司采取了强制措施。例如，由Van Kampen投资基金公司经营的共同基金，在1996年的宣传中声称其收益率为62%。根据Lipper基金评级服务公司的报告，该基金的业绩在业内名列前茅，比排名第二的基金的收益率高出了20%。但是投资者不知道的是，被称为所谓孵化基金的Van Kampen投资基金公司，在基金经理为了营销目的建立起追踪记录之前，是在种子基金的基础上运营的，它的高收益率是相对于20万~38万美元很小额的资产来说的。投资者也不知道该公司一多半的利润来自于31只新上市的热门股票。实际上，该基金只需要买入每个新上市股票的100~400股就可以得到很大的效益。62%的利润率不切实际地拔高了投资者的期望，但同时这也是一个不能长久维持的业绩。当Van Kampen高级经理决定向公众销售基金时，在6个星期之内，大约有1.5万人投资了1亿美元。Van Kampen在对于公司是否犯罪的问题不置可否的情况下，面对证券交易委员会的指控承认误导了投资者。

^① 超前交易 (front-running)，经理人得知大客户即将下单，自己就先一步进场买入，先于客户处理自己的交易。——译者注

由Dreyfus公司管理，归Mellon财务公司所有的一家基金，也是在对公司是否犯罪的问题三缄其口的情况下，因为用无法维持的高收益率欺骗投资者而受到指控，并为此付出了300万美元。该基金的管理人员声称收益率为80%，却没有告诉投资者这是因为基金接受了本应该分配给其他Dreyfus基金的首次发行的股票才会有这么高的收益率。

1996~1998年间，Legg Mason投资银行的投资经理夸大了其下属的两个基金中的普通债券（私下进行交易的公司短期信用借据IOUs）的价值，欺骗基金投资顾问及其所属的经理。因为对她的监督不够完善，使得她能够在报告每天所管理投资组合中的普通债券的价值时，编造虚假数字，甚至在债券发行人不能按时履行偿还利息的义务，行将破产的时候，她还是用一些精巧的诡计高估基金价值，诱骗新的投资者花更多的钱买入基金。Legg Mason投资银行避开了公司是否犯罪的问题，只承认自己对投资经理管理不善，应付了证券交易委员会的指控。

或许，基金行业应该把更多的精力放在尽最大的努力捍卫投资者的投资，并增加投资者的收益方面，而不是夸大基金业绩方面。在过去的20年中，这个行业已经成为金融业的发电站。但是随着基金业越来越把自己当成引人注目的市场操作者，而不是别人资金的代理人，基金业正在面临失去投资者信任的风险。在我任职于证券交易委员会后，我不得不从个人投资者的立场出发，从共同基金的缺陷中（共同基金的七宗罪）吸取了很多有价值的教训。

高额手续费扼杀利润

共同基金最严重的罪恶之一，就是投资共同基金的高额成本。不管投资者如何想，投资于基金并不是免费的。基金每年从投资者那里收取的手续费达500亿美元。在基金招募说明书的开头，有佣金和费

用一览表，赎回费用单独列出。这些数字看起来没有什么，平均比例是1.38%，但是它们却可以在很大程度上减少投资者的收益。虽然基金行业试图把关于费用的争议一笔带过，但是投资者应该知道关于基金的一个基本事实：从投资额中扣除的费用常常决定着投资者是亏损还是盈利。

你最近一次想到支付共同基金手续费的问题是在什么时间？大多数人对于手续费问题连想都不想。对于基金行业来说，这再好不过了。基金业做的就是吹嘘共同基金有多好，同时对投资者付出的成本闪烁其词。对于基金行业来说，基金特征设计最成功的地方，就在于他们巧妙地将手续费伪装成投资者投资资产的一定百分比。大部分人都认为每年2%的手续费是相当低的，却没有意识到这实际上是很严重的抽款行为。

还有自动地将手续费从基金收益中扣除的方式——投资者从来看不到发票，也从来不用签发支票，这种方式使人感受不到手续费的存在。假设投资者将1万美元投资于美国股票基金，费用率为2%，赎回基金费用率为3%。如果20年中投资者每年的收益率为7.5%，投资者将会得到几乎增加了两倍的钱——27 508美元，但投资者也会支付高达14 970美元的手续费，并放弃这14 970美元在20年中可能产生的收益，这远远大于大部分美国家庭在20年中用于购买生活设施的钱。

投资者可能已经知道，按有无手续费的标准划分共同基金被分为两类：收费基金和免佣基金。这里的费用是指一种一次性费用或者佣金，它是在每年的管理费用之外收取的，主要包括支付给负责管理投资活动的投资顾问的酬金，以及基金公司的一般管理费用。收费基金一般在投资者开立账户时收取占投资总额3%~6%的费用。有时候费用是在投资者赎回基金的时候才收取的，所以又被称为“赎回费用”或者“递延销售费用”。

如果基金从一开始就将投资者的储蓄拿去5%的话，投资者自然接受不了。因此基金就想出一些办法，即把投资者每年支付的费用表

示为占投资者投资于基金资产的一定百分比，以此来掩盖其中的一些费用。这被称做是“分摊”费用，在投资公司法中的规则对这项费用做了规范后，又被称为“12b-1”费用。

这些费用应该可以抵补销售和广告费用。例如，经纪人的佣金经常就是从12b-1费用中提取的。当然免费电话的成本也从这里出。投资者投资的共同基金在电视上做广告的时候，为30秒支付的昂贵的成本也是12b-1费用（见术语表）中的一部分。投资者应该避免投资收取此种费用的基金，这些费用只是从现存的投资者身上赚钱来吸引新的投资者进入。投资者为什么要花钱告诉全世界自己持有的基金有多么好？

免佣基金也收取费用，像收费基金一样，它们收取管理费用。有些基金在投资者售出其股份时还会收取“退出费用”。有的甚至也收取12b-1费用，但是不能超出资产的0.25%，否则就不能称其为免佣基金了。

费用令人感到迷惑，但是如果投资者知道如何查询的话，也不是不能计算的。最好的办法是阅读基金招募说明书前面的费用表，来查询基金每年要收取多少费用。表中列举了需一次性缴清的费用，像前收费和后收费；以及连续发生的费用，像咨询费用和12b-1费用。最好的比较方法是查阅费用率，这是每一份说明书都会列出的一个重要数据。费用率——即费用占投资者投资金额的百分比，也就是表示投资者的钱被基金费用吞去的部分。这个数字里面包括12b-1费用，但是不包括前收费和后收费（它们是一次性收取的）。

1%的费用率就表明，如果投资者进行1万美元的投资，基金每年就要收取100美元的费用。因为美国投资于股票基金的费用率平均为1.38%，所以每1万美元中就有138美元不能用于投资。最具成本效益的基金公司设法将它们的费用率保持在1%以下，Vanguard就是行业中收费最少的一个，费用率是0.27%。最大的投资集团，富达投资集团（Fidelity Investments）的平均费用率是0.75%，但有些基金的费用

率还是到了高达4%这样一个令人费解的地步。

指数基金的费用率是最低的，指数基金的投资活动不需要太多的研究和管理技巧，因为这类基金只是买人在特定指数中列出的所有股票，或者是其中具有代表性的股票（像标准普尔500指数），并设法超过指数业绩。投资活动比较频繁的基金费用率高，因为他们不得不为研发活动以及进行股票投资的专家支付酬金。小型基金的费用率比大型基金的费用率高，因为任何基金的运营成本都是随着资产的扩张而增加的，基金成长起来以后，就可以从规模效益中受益。费用率最高的是国际基金，因为需要雇用一些必须懂得对不按照美国会计准则和信息披露原则进行经营的公司进行管理的专家，同时，在投资过程中防范汇率风险也会有一些额外成本发生。

有人可能会认为费用率高的基金管理水平会比较高，这样想的原因是认为费用率高的基金可能会聘请水平更高的基金经理和投资顾问。正如现代和奔驰的区别，你认为物有所值，对吗？对汽车行业来说，投资者这样想可能是正确的。但是对于共同基金来说，情况则完全不同。费用率1.5%的基金比费用率0.5%的基金好不到哪里去。实际上，很多研究得出的结论是，费用率低的基金反而比费用率高的基金做得好。原因很简单，就是因为费用率为1.5%的基金从起步开始，就要连续不断有比别人高的收益，这样才能和费用率低的基金同步。

让我们一起来看看费用率高低的影响。假设投资者投资1万美元于基金A，股票市场在随后的20年中每年的收益率为7.5%（相对于过去30年中股票基金每年12%的收益率来说这是一个保守的估计）。如果基金的费用率是1%，20年中，1万美元的投资额会增加至34 743美元。如果基金B的费用率为2%，或者是比基金A的费用率高出一个百分点，假定基金B投资于和基金A相同的股票，20年中，1万美元的投资额会增加至28 359美元。和基金A相比，收益减少了18.4%。所以费用率高的基金永远处于追赶的态势下。

顺便说一下，我不是自己心算出此结果的，而是用证券交易委员

会共同基金的计算器计算的，这可以在证券交易委员会的网站 www.sec.gov 上找到。投资者进入之后，点击“互动工具”，再点击“共同基金计算器”，在上面投资者可以对债券和货币市场共同基金按照不同的假设做类似的计算。但是一定不要把苹果和橘子做比较，不要将低成本货币市场基金和高成本的国际基金相比较。

还有另外一种技巧可以帮助投资者对共同基金费用进行比较。不过不要把1%、2%的费用率单独比较，而是要看投资者预期的收益百分比是多少。这里有一个例子，如果一个基金广告说它的费用率是1.5%，而投资者合理的预期是一年后投资于基金的收益率为7.5%，那么真正的费用率就是20%（ $1.5 \div 7.5 = 20\%$ ）。而费用率为0.5%的基金的费用吃掉你投资收益的百分比只为6.6%（ $0.5 \div 7.5 = 6.6\%$ ）。

很自然地，投资公司学会（Investment Company Institute，简称ICI）也是基金行业集团，当然要为共同基金辩护，它声称在1990~1998年间，股票基金费用实际上已经下降了25%。事实并不完全如此。投资公司学会没有说在同一期间，基金资产增加了2 000%。行业中的任何一个人都可以向投资者解释在管理资金时的规模收益：管理的金额越大，管理的成本就越少。投资公司学会没有将每年倒闭的5%的基金高额成本计算在内，也没考虑一般基金持有的占其资产比例为5%~7%的现金。这些钱没有被用于投资，但是投资者还要为其支付管理费用，因此随着收益的递减就会出现“机会”成本。Vanguard集团的创立人约翰·博格是指数基金先驱，他指出持有股权基金的真正成本大概为2.5%，远远高于1.4%。

有些专家，像晨星公司（芝加哥一家对共同基金进行评级的机构）的管理董事丹·菲利浦，认为费用高的基金中会出现一些特殊的问题。正如上面已经说明的，收费高于平均费用水平的基金，它的收益也要高于行业平均收益，否则他们在晨星公司的排名就会落后于其他公司。菲利浦说，这就迫使投资管理人员拿着投资者的钱去冒险。总部在密尔沃基的Heartland集团提供的一个例子，可以说明当基金拿着投资者

的钱进行高风险的投资时会出现什么情况。Heartland集团下面的三个基金投资于由州和地方政府为疗养院、排水系统发行的，但是没有保证的高收益债券（垃圾债券，价格低但风险大的债券）。当基金需要售出它的一部分资产的时候，也就是发行债券筹集的资金所支持的项目不能按期偿还利息，恐慌的投资者要兑现的时候——基金没有流动资金，也无法进行交易，债券收购人从Heartland手中接管债券时提出了非常高的价格。Heartland的一个基金在一天之内损失了70%的价值。2001年3月，证券交易委员会强制将该基金进行破产接管。

税收陷阱

共同基金的第二宗罪是税收。很吃惊是不是？除非投资于享受税收减免优惠的退休基金，例如公司401（k）计划和个人退休账户，否则投资者就有可能在售出投资组合中的股票时，为投资所得收益纳税。更让人吃惊的是，投资者还有可能在亏损的时候也要纳税。

要想知道为什么，就让我们先回顾一下前面的一些内容。根据法律，共同基金是不纳税的，它们将这些税转嫁到了投资者即股东身上。如果基金经理售出股票的价格高于购买时的价格，这个差额就叫资本收益。如果基金持有股票的时间不到一年，投资于基金的投资者所获得的资本收益是按照普通的税率（对大部分的投资者来说税率为28%~38.6%）来纳税的；如果持有时间为一年以上，税率为20%。

投资共同基金的收入要纳税的理由有以下几个。原因之一可能是基金的业绩不好。如果基金运营业绩下滑，股东就会兑现股票，这就会迫使基金出售资产来应付这些抽资行为。即使有一部分投资者并没有兑现，他们却仍然要为所持有的那部分证券的资本收益纳税。

纳税的另一个原因是红利。红利是公司每季度的收益分配到每股的收入。许多投资者通知共同基金将他们的红利自动进行再投资，这

就是说让基金以投资者的名义买入更多的股票。但是即使投资者进行了再投资，没得到一分钱的红利，按美国税务署的规定，这些红利仍要纳税。

第三个投资者拿到税单的原因是较高的周转率。周转率是用来衡量基金买卖股份频率的，有时候也是衡量寻找下一只价格会攀升的股票或者是被低估但马上会上涨的股票的频率。根据Lipper的报告，2000年，基金平均周转率为122%，这表示整个的投资组合在1-12月份之间是不相同的，被置换的股票中的22%也发生过变化。我个人认为这样的周转率过高。而周转的动力其实是基金经理的佣金决定的，大部分基金经理是以税前而不是税后的收益来收取报酬的。如果以税后的收益决定他们的报酬，我肯定周转率会下降，资本收益分配也会减少。

2000年投资者投资于基金业所得的资本收益零零散散加在一起达3 450亿美元，但其实这些收益是在整个20世纪90年代积累起来的。2000年在科技股行情下跌时，投资组合管理人员疯狂抛售相关股票，这虽然使基金的价值有部分的损失，但综合90年代的积累，表面上看来投资者仍然有资本收益。

投资者买入某只基金，也就相当于买入了一份税收义务。例如，假设投资者在12月20日以每股10美元的价格买入总价值为1万美元的基金XYZ。第二天，基金核算出它整年的收益为平均每股2美元，投资者持有1 000股，因此也就会分配到2 000美元的收益——投资者为此要纳税。因为在12月21号的记录上，投资者已经是股东，所以就不得不和在同年1月1号进行投资的投资者缴纳相同的税额，不同的是年末的投资者就显得不划算。最后，投资者投资于该基金的钱仍然是1万美元，因此投资者可能会认为正好扯平，但是现在投资者已经为其所有的2 000美元收益承担了纳税义务。很快投资者就会收到基金发出的“1099表格”，表格中列出了投资者的分红以及短期和长期的资本收益。

减少纳税的方法之一是避免在12月份买入基金，那个时候正是基金进行年末税额核算的时候。另一个方法就是根据税后的而不是税前的收益来判断、选择基金。大部分基金在做广告的时候不透露这些数字，但是从2002年2月起，证券交易委员会要求共同基金在基金招募说明书中对税后的年末业绩进行报告。

对投资者来说幸运的是，突然出现的新形式的基金开始寻找减少税收的办法。例如，一些名牌基金，将新投资者的钱进行集体投资，买入和原来基金所投资的相同的证券，但是新的投资者却不为其资本收益承担任何的纳税义务，因为他们的投资被设置了优先权。到2001年12月，证券交易委员会要求那些将吹捧自己能够有效降低税收的基金在广告中要包含有税后业绩的相关内容。

回扣、佣金和失败

我想到的基金的第三宗罪是，有些基金的运作不够公开透明。他们不希望投资者知道很多关于基金总部窗户后面发生的事情。对所谓“软钱”^①的使用就是基金公司喜欢用来保守秘密的方法之一。软钱是一种合法的回扣形式。投资组合经理每进行一次交易，都要付给执行交易的经纪人佣金。在很多情况下，基金公司宁愿付给全职经纪人更高的佣金，也不愿通过贴现经纪人进行交易，因为这样基金就可以通过软钱的形式得到折扣。折扣省下的钱就用来进行研发、购买软件和计算机设备。

软钱由谁来支付？当然是投资者。证券交易委员会估计近年来软钱交易超过10亿美元。其典型表现是经纪商佣金每增加1.6美元，银行信贷就会相应增加1美元。美国国会在1975年通过的所谓“安全港”

^① 经纪商以提供研究的名义向客户收取的费用若并入佣金中，称为“软钱”。——编者注

法使得这种形式的回扣合法化。立法委员会允许基金经理收取超出必要额度的佣金，条件是多出的部分能够以研发或者其他服务的形式反馈回来，用于基金投资者。

软钱存在两个问题。第一个问题是这个系统是不透明的。正如投资者可以想像到的，软钱会被滥用。1998年，证券交易委员会发现有些基金管理人员用软钱发薪水、支付租金，甚至去度假。而且虽然软钱协议按规则要对投资者进行披露，但大多数情况下基金并没有这样做。第二个问题是大部分基金公司为了得到软钱回扣，没有利用更有利于节省成本的方法进行交易。低成本电子交易系统，例如 Archipelago 和 Island，能以每股2美分进行很多交易。但是基金公司却坚持用诸如高盛这样的高价位的交易系统（利用高盛进行交易每股要花费5或者6美分），其目的就在于从中能得到软钱利益。

在前面我提到了基金不愿对外公开基金经理的报酬问题。最近由罗素雷诺兹咨询公司（Russell Reynolds Associates）进行的调查发现，美国国内股票基金经理的平均报酬是436 500美元。基金经理赚多少钱？投资者可能从来不知道，因为证券交易委员会没有要求基金公司在说明书中对此进行披露。基金经理要求知道自己买入股票的发行公司首席执行官报酬的每一个细节，却不情愿对基金持有人透露他们的报酬情况。

大部分基金公司也不会告诉投资者公司给基金经理的利益激励机制是怎样的。和经纪人类似，基金经理的报酬结构中也存在歪曲他们代理行为的内在问题。如果投资者投资的基金已经赚取的资本收益每股有1美元的资本所得税，投资者就要弄清楚基金经理是不是以税前收益为基础来收取报酬的，如果是这样，他就不会关心税后的情况是怎么样的。承担资本所得税的是投资者而不是基金经理，所以即使基金有了资本收益要纳税，也与他无关。

投资者要了解投资组合经理的报酬问题还有另一个原因。近年来，共同基金和对冲基金（满足富人需要的并且不受证券交易委员会监管

的基金)为了争夺顶级投资组合经理而展开竞争。与共同基金不同的是,对冲基金对投资组合经理支付报酬的形式是允许他们将收入的20%甚至更大的比例作为他们的报酬。为了使投资组合经理不再为了此类收益而跳槽,很多基金公司也开始经营对冲基金,并且也允许现有的基金经理运营对冲基金。这样就产生了利益冲突问题。比如说,基金经理分配到了首次公开发行的股票,是给对冲基金还是给共同基金?如果两个基金都持有正在亏损的公司的股票,哪个基金将首先摆脱不利的情况?投资者应该要求基金公司披露基金经理的报酬问题,或者最低限度,弄清楚到底有哪些有优先权的其他基金由该基金经理负责。

另外一个被基金公司再三利用的诡计是掩盖基金的失败。假设一个共同基金公司创立的基金经营彻底失败,在一年之内或两个经营期内,净资产价值(基金每股价值减去负债后的余额)大幅度减少。怎样来粉饰这样的错误?它们会建议投资失败的基金的持有人参与到更大规模地经营更好的基金。谁会拒绝这样一个交易呢?投资失败的基金的持有人被说服了。基金经理的错误也很快被人遗忘,又有谁会因为能投资于一个比以前更大而且持续盈利的基金而站出来大发抱怨呢?哪个行业都不会为了保证程序的公开透明,而将所有的细节都公诸于众。

指数基金或管理型基金

第四宗罪也是基金行业肮脏的秘密:大部分交易频繁的管理基金的业绩没有达到标准。每个基金公司都会将自己的业绩与某个基准做比较,或者是将一揽子由基金顾问投资的股票或债券作为业绩标准。到2001年12月30日为止的一年中,根据晨星公司的调查,美国47%的国内股票基金的业绩不如标准普尔500指数,而且是在标准普尔500指

数下跌了13.4%的情况下。即使这样，2001年对于管理型基金来说还是年景好的一年。

专家们对于指数基金和管理型基金孰优孰劣的讨论已经持续了好几年。指数基金的支持者说，活跃的投资基金将钱浪费在支付第一流的分析师和选择股票进行投资的操盘手的高工资上，就为了设立只赢不输的投资组合。因为交易频繁所以交易成本也高。但即便这样，大部分投资基金的业绩仍然不如保守的指数基金业绩好。

另一方面，管理型基金的支持者认为指数基金的业绩也并非一直是这么好的，正如在2000年3月高科技股大萧条之后12个月的表现。管理型基金的狂热爱好者还认为指数基金虽然不错，但是太乏味。市场行情看涨的时候，指数基金只是跟涨，但是没有丝毫过人的表现；而市场行情下跌的时候，指数基金也只会顺势下滑。

在这个争论中，双方各有利弊。著名基金评级服务公司Lipper的高级研究人员唐·卡西迪（Don Cassidy）说，在过去的20年中，有12年的时间，积极管理的基金的业绩要比指数基金好。但是如果比较双方过去20年中的收益（包括费用但是不包括赎回费用）的话，指数基金的年收益要稍稍领先一些，总收益率为12.59%，而管理型基金的总收益率为12.4%。如果把赎回费用也算在内，指数基金就能以每年高出1.2%的优势击败管理型基金——如果要将10年和20年中高出的收益加在一起的话，这是一个很大的数额。

管理型基金经理可能会辩称说他们不能击败指数基金的原因是投资公司法中一个5%条款。这个条款要求基金为了在市场中实现投资多样化（大部分的基金也希望能多样化），单只股票的价值在基金75%的总资产中不能超出5%的比例。换句话说，基金资产中只有某一只股票的比例可以达25%，但是对于剩下的75%的资产，基金就要遵守5%规则的要求。这就意味着一个多样化的基金必须投资于至少16只不同的股票，如果其中一只股票的比重超过条款规定，基金就必须将其出售，直到符合规定。

但是与管理型基金的高额费用相比，5%条款便不应该被责怪了。当手脚被束缚的时候，要管理型基金的表现好于指数基金是很有难度的，更不用说让它们与指数基金平起平坐。而且如果投资组合经理看到业绩开始下滑，就进行更多交易的话，这只会使它们被套得更牢。

在活跃的基金经理中还存在群体效应。他们中的大部分会成群结队地投资于相同的公司，并且常常忽略那些新的虽然做出郑重承诺但前景不是很明朗的公司。即使他们知道基金错过了投资良机，也会觉得无所谓，因为同行中像他们这样错失良机的大有人在。

业绩文化

第五宗罪是第四宗罪的近亲，那就是共同基金过去的业绩。投资者投资于基金的时候首先考虑的是过去的业绩，然而过去的业绩不可预测未来。基金在报纸和杂志上花高价做广告，吹嘘它们在过去1年、3年、5年或10年的业绩。我必须承认，我也注意到那些诱人的数字。共同基金行业不负责任地促成了“业绩文化”，即使它们很清楚地知道这样会误导投资者。在共同基金业，事实上，既往绝非未来。

投资者可能会问：如果基金业的目的是帮助投资者赚钱，它们为什么又要误导投资者？答案是基金经理处于一个残酷的行业，他们的工作业绩依靠他们吸引新资金进入的能力，而这又是靠基金在行业内出色的表现和在晨星公司调查中的名列前茅。随着资产的增加，从管理费用中得到的收入也在增加。但是如果基金业绩在行业内排名落后，其级别也会随之降低，这样它就不能再吸引新资金进入了。

这个体制的问题在于排名，排名是根据过去的表现做出的，这并没有告诉投资者任何关于基金未来的情况。这就像是从汽车后视镜里看前面的路。调查表明，投资者在任一年中投资排名在前10%的基金，一年之后，这些基金中4/5的排名都落在了10%之外。

除了过去的业绩之外还有更重要的因素要考虑。其中的两个——税收和费用，我们已经讨论过了。还有很重要的一点是了解一家基金的管理经验。晨星公司在2000年3月~2001年3月，也就是在股市下跌、几乎所有美国国内股票基金都赔钱的时候，对基金经理的表现进行了观察。同时期一家由任期至少是4年的团队经营管理的基金损失较轻，比标准普尔500指数和一般的股票基金损失要少。事实上，管理资历越深，损失就越少。

更换基金管理经理——也就是对基金每天的投资做出决策的人，也是一个很有价值的信号。Legg Mason Value信托基金的经理比尔·米勒（Bill Miller），是创造了连续11年（也就是1991~2001年）业绩超出标准普尔500指数的传奇人物。如果他离开了基金，他的继任者可能不会有同样的成功率。或者是经理人没变但是投资策略变了的情况，投资者应该不会希望一个基金突然改变策略，重复上一年的结果吧。

言行一致

第六宗罪是大部分基金经理不能做到言行一致。他们中的多数都说长期投资好，同时也对持有基金的股东进行说教，让股东进行长达10~20年的长期投资。但是正如我前面已经说过的，基金经理的典型做法是每年至少对投资组合中的股票进行一次交易。如果上市公司的季度收入没有达到预期，即使它的长期前景是好的，也会将该股票出售。即使这可能影响到最后的利润。但是基金招募说明书中很少披露，也不解释这种短线行为。

晨星公司在1998年就周转率对基金业绩的影响进行了研究。发现周转率越低，基金业绩越好。这是因为周转率会追加交易成本（比如经纪佣金），成本增加就会减少收益。那么为什么经理还坚持疯狂地

买入和卖出的策略？这是因为他们相信，每天都对基金持有的股票进行交易，以他们的眼光和智商可以获利，增加基金的价值，而不是通过买入并长期持有的方式来增加基金价值。“他们的做法就是短期的投机行为。” Vanguard的创立者博格尔抱怨说，“所有的这些都在以高成本和高税收影响着投资者，但是对于基金业绩来说，却看不到一点起色。”

有太多的基金经理在他们认为市场行情要涨的时候买入股票，而在他们认为行情要下跌的时候卖出股票。换句话说，他们是在试图与市场保持一致。大部分专家都曾对争取不可能的事情的愚蠢尝试发出过警告，没有谁聪明到可以预测市场的涨跌。

基金董事：是奇瓦瓦小狗，不是笃宾猎犬

当一家公司的股票因为管理不善而受创的时候，基金经理总是第一个问：董事会成员到哪儿去了？在很多情况下，共同基金都把责任归于缺席的董事，对董事的约束有助于将公司治理结构变得对股东来说更友好一些。但是当涉及到共同基金的治理结构的时候，基金经理就开始言行不一了。看起来基金经理喜欢哈巴狗胜过看门狗。沃伦·巴菲特喜欢说共同基金是从奇瓦瓦狗窝里而不是笃宾猎犬窝里选董事。原因之一就在于基金董事会起不到应有的监督作用，虽然这样，基金董事仍能得到丰厚的报酬和津贴。报酬最高的十大基金家族在目前每年付给独立董事的报酬平均为15万美元。

基金董事会如此消极的另一个原因，是他们对于投资者来说是隐匿的。直到最近，如果投资者不要求查阅“附加信息表”，仍然不会知道他们的名字。从2002年起，在基金年度报告中必须列出基金董事的名字，但是要与投资者之间真正达到互动，还有很长的一段路要走，这是董事能真正代表投资者利益的惟一的道路。基金股东可以采取的

一个措施，就是要求董事在年度报告中回答两个重要问题：第一，董事能够证明他考察了不止一位投资顾问，最后选中的投资方案比其他所有的都好吗？第二，董事能够证明他最后收取的咨询费用是他所能为投资者争取到的最低费用吗？投资者有权发问，并且不要满足于他们空洞无物的回答。

证券交易委员会用来加强基金董事会应有作用的办法是，从2002年7月1日起，要求董事会成员的大部分要和投资顾问保持独立，高于原先规定的40%^①。现在，董事不加入基金也能控制基金的运作，诸如选举管理人员、安排会议、指定独立董事代替空缺的董事。

表里不一

基金的第七宗罪就是表里不一。许多基金的名字都带有误导性，有的则干脆就是完全的欺骗。20世纪90年代末科技股泡沫，有些投资组合经理就利用投资者追赶潮流的倾向，在他们基金名字的前面加上“互联网”字样。现在这种现象已经很少了。从2002年7月起，证券交易委员会要求基金至少投入80%的资产于本基金名称所代表的证券，高于先前规定的65%。这个新的规则就迫使自称为美国政府基金的基金，在东亚政府债券比例超出基金资产20%的时候，抛售东亚政府债券或者改变名称。同样地，自称为股权收益基金的投资组合中不能有超过25%的不支付红利的股票。实际上，有500多家基金因为达不到80%的比例要求而更改名字。例如，银尉斯克（Invesco's Blue Chip Growth Fund）的蓝筹成长基金就更名为成长基金，因为其60%的资产是科技股票，在现在的情况下，其中的很多都不能被称之为蓝筹股了。

^① 美国投资公司法规定，投资公司董事会40%的成员必须独立于投资公司、投资顾问和承销商。——译者注

然而，在共同基金内部，也并不是表里如一的。“80%规则”明显允许基金将资产的20%投资其他的任何证券。如果一个基金的名字是美国政府债券基金（U.S. Government Bond Fund），投资者可能会认为该基金资产是以美国国库券的信用为后盾的坚如磐石的债券。但是其基金投资组合中会有20%的高收益债券，也就是垃圾债券。

破产的Heartland基金之一，自称为Heartland短期高收益市政公债基金（Heartland Short Duration High-Yield Municipal Bond Fund）。投资者可能就被“市政”一词给愚弄了，这对大多数人来讲意味着安全和保障。但是该Heartland基金投资的债券很少是由政府发行单位做担保的。Vanguard短期市政公债基金（Vanguard Short-Term Municipal Bond Fund）也有相似的名字，但是它投资的却是由当地政府担保的评级较高的债券。

整个基金业一直在辩论，证券交易委员会是否要规定基金以更高的频率披露其投资组合信息。目前，基金必须两年一次在股东报告中披露其投资情况。在证券交易委员会，我同意行业内的观点：过多的披露会导致费用增加，而且不能引起大多数股东的重视；过多的披露会将基金投资策略泄露给超前交易人，从而会对基金产生不良影响。专业的交易人在基金购入股票之前购入股票，目的是一旦基金的出价引起股价攀升，就抛售以从中获利。

但是现在我相信，进行每月一次的披露，或者是加上60天的后延期限，基金就不会有超前交易产生的不良影响。更频繁的信息披露会让Heartland的投资者对他们投资的债券基金有更详细的记录，每月一次的披露也让投资者知道他们投资的基金是否遵循了既定的投资策略，财务计划师也能知道他们的客户是否进行了适当的分散化投资。

基金可能因收费不同而分为多种类型，投资者会被收费基金的类型搞得晕头转向。许多收费基金有A、B、C三个级别，每种基金的费用根据投资者希望收回投资的速度和难易程度的不同而不同。持有基金中不同级别的证券，投资者的权益是一样的，但是投资者的收益却

千差万别。例如，XYZ基金的A级投资者，在买入时缴纳5%的前费用。如果总投资额为1万美元，这就是说只有9 500美元被真正用于投资。大部分A级股票每年收取的市场行销费用率为0.25%。B级的股票不收取前费用，但是每年的市场行销费用率为1%。在大约6年之后，B级投资者可以转换为A级并且适用低的年度费用率。经纪人会推荐B级股票，他们会告诉投资者这样可以不缴纳前费用。但是B级股票从长期来看费用更高，一部分投资者最好还是投资于A级股票。

至于C级股票，基金公司正在对各种费用结构进行试验，目的是保护自己在投资者频繁买入和卖出基金的过程中不受影响。当投资者兑现抽资的时候（投资者持有一家基金的平均年限是4年），基金公司会为了偿付投资者而赎回股票，同时也有与此相关的文书工作要做，这样就往往会有损失。有些基金现在收取前费用和后收费用，还附加收取更高的终身年度费用率，典型的费用率大概是1.85%~2%。例如，Prudential，其C级股票的年费用率为1.62%，外加1%的前费用和1%的滞后附加费。C级基金最初旨在排除投资者变化无常行为的影响来保持基金资产的稳定性，但它们设定的高额手续费和其他费用对投资人来讲完全是惩罚性的了。

现在投资者已经了解了七宗罪，可能会感到迷惑，我为什么要投资于共同基金呢？如果投资者能够自律，也有时间亲自选定股票，那就可以不投资于共同基金。但是，如果和大多数人一样，你没有时间去想市场驱动力何在，也不喜欢阅读繁多的公司财务报表，那么共同基金是一个比较安全、比较方便的投资方式。

但是应该做一个明智的共同基金投资者，应该注意各种费用和开支，应该投资于不收取12b-1费用并且费用率低于1%的免佣基金。如果可能的话，尽量避免投资于经纪公司销售的基金，因为它们不但向投资者收取赎回费用，而且它们内部基金的业绩还没有独立基金的业绩好。许多经纪公司内部的基金也是不能转移的，这就是说如果投资者更换了经纪人，就不得不将在原经纪公司共同基金中的投资兑现，

这样就会有费用支出。

基金排名的卑鄙竞争

目前，不收费的基金是越来越少见，因为越来越多的基金公司放弃了直接向投资者销售的方式，改用通过经纪公司进行交易的方式。10多年前，大部分的基金都是不收取手续费的；然而今天大约80%的基金都是通过中介来销售的，而大部分的中介要么是经纪人要么是投资顾问。

在供投资者选择种类繁多的基金中，除了排名靠前的基金外，所有的基金都不能独立自主地吸引投资者进入，于是它们转而求助于这些中介。2001年，银尉斯克投资集团和瑞士信贷资产管理公司将它们大部分的基金业务都改为通过经纪商进行销售。

基金通过中介进行销售这一现象的增长，似乎正代表了投资者希望获得帮助以投资于正确的基金。然而对投资者来说，问题在于他们必须为占用了经纪人和费用模式顾问的时间而向他们支付报酬。另一个问题和操作有关，其实有迷惑性的说法是“收入共享”，意思就是经纪公司将基金列在销售首选名单里，这样经纪人就会卖力地推销基金，而基金公司为此要向经纪公司支付一定的费用。这个做法很类似于食品公司为将他们的产品放在比较醒目的位置而支付的额外费用。根据波士顿一家财务咨询公司的调查，基金业每年要为排名支付大约20亿美元。因为经纪人在向客户推荐产品时，有成千上万共同基金可供挑选，基金公司就不得不支付这些额外费用，尤其是在这些费用能使基金招聘到训练有素的基金营销人员，因为大家都想去排名靠前的基金公司工作，但是投资者对此毫不知情。在经纪人推荐一个基金的时候，他们所知道的情况不足以让他们发问：你推荐这款基金是因为调查结果显示它对我来说是最好的投资选择吗？或者是因为你所在

的公司收取了100万美元，所以想要助长它的行情？

如果投资者整天萦绕于心的全是这些事情，那可以选择最容易、最安全的方式，投资于低成本的指数基金。很多Vanguard、富达和美国教师退休基金会（TIAA-CREF）管理的基金都符合我之前列出的标准。例如，Vanguard就有21种不收手续费的指数基金可供选择。最初的时候，可以先投资于包含证券种类多的、虽乏味但是收益有预见性的指数基金——指数基金的变化和标准普尔500指数、威尔夏5000指数行情相一致，并且是以整个市场的行情为基础的，而不要投资于诱人但是变化无常的管理基金。指数基金的增值税少，费用和支出也少。如果投资者想要投资于大盘股票，这样做是最有效的，因为对于投资组合经理来说，他的决策很难优于指数基金。

除了包含广泛的指数基金外，如果投资者还想进行多样化的投资（假定投资者的预算允许），投资者可以在开始的时候，买入投资于小盘公司的基金或者是和罗素2000指数行情相一致的基金。虽然风险比较高，但是从历史上看，小盘公司的总收益也比较高。投资者也可以投资于追随标准普尔中型股指数（S&P MidCap Index）的基金，从标准普尔中型股指数的名字中就能看出它主要投资于规模中等的公司。投资者可能还想投资于价值型基金，价值型基金专门投资于看起来比同辈公司的股票显得便宜而且缺乏吸引力的股票，但是其潜在收益却很诱人。而且在这些年中也有所体现，像2001年，经济形势不景气，投资债券基金就比较好。在利率下跌，经济增长缓慢甚至零增长的时候，债券较之股票更易保值。

如果投资者想不费什么劲儿就能进行多样化投资，那就可以试试混合基金，这种基金以一次性全额购入的方式将股票和债券混合起来进行投资。投资者放弃将其资产在股票和债券之间进行分配的权力，因为混合基金经理对于他们买入证券的相对比例有较大的自主权。即使投资者喜欢混合基金的便利，又不在于别人对自己的资产如何进行投资分配，但是在投资者的资金不在退休账户中的时候，至少要确保

基金买入的债券是免税的。这样，投资者就可以在取得债券分红时不缴纳一般的收入所得税。

或许投资者还想试一试指数基金的变异品种，也就是“交易所交易基金”（exchange-traded fund，简称ETF），即在股票交易所进行的股票打包交易。它将指数基金的简单性和股票的灵活性融为一体。例如，交易所交易基金股票尾随纳斯达克100（Nasdaq 100），纳斯达克100由100只在纳斯达克市场上市的最大公司的股票组成，在自动报价系统中标志为QQQ，也被称为Cubes。Cubes由电脑软件进行管理，没有任何的人为干预，交易方式和纳斯达克100一致。和共同基金不同的是，Cubes可以全天交易，其费用也是最低的——不到0.2%，另外再加经纪人佣金。交易所交易基金的另一个优点是：只在交易所交易基金最后出售的时候才征收增值税，这点和普通股票一样。而一般的共同基金带来的资本收益，即使持有人不赎回也必须缴纳所得税。交易所交易基金变得越来越普遍，到2002年3月止，102只交易所交易基金的资产总额已达到了880亿美元。

下面是帮助投资者在投资共同基金过程中避免发生意外情况的一些经验：

- 不论是股票基金还是债券基金，一定要投资于费用低的不含手续费的基金。
- 避免投资于类型股基金（sector funds），像高科技基金或者是保健基金。经纪公司和基金公司有时候设法推销行业热门股票，但是就像Turbo-Charged网络基金，“热门股票基金”容易在这一年人气十足而在下一年就被踢出局外。
- 不要搞个人崇拜。基金公司利用有名气的基金经理来吸引投资者进入，但是多数基金经理的业绩水平会在一到两年内回归平淡。
- 阅读基金招募说明书。在投资之前，要确认基金主要的收益不是刚刚辞职的经理人工作的结果，也不是由于正好购买了新股

而获得了不错的收益，好似服用了兴奋剂的运动员一样。

- 花时间去问一问基金发起人是否和证券交易委员会有分歧。如果有的话，投资者一定要弄清楚。这个组织可能将精力放在大肆宣传、大做广告上，而没有将精力放在为投资者争取利益最大化上。
- 不要盲目追逐潮流。行为学家发现投资者倾向于一窝蜂地买入业绩好的基金，但是研究表明，本年的好业绩不代表基金下一年就一定会有好的业绩。当每个人都买入某一基金的时候，记住：过去的业绩不保证未来的收益。