

先覺出版



Take on the Street

散戶至上

證管會主席教你
反擊股市黑幕與避險

價值投資之父
巴菲特
指定必讀

- ★ 投資人該如何正確解讀公司財報？
- ★ 共同基金是否真有低風險、高報酬？
- ★ 分析師的建議暗藏何種陷阱？
- ★ 員工股票分紅究竟對股東有什麼影響？
- ★ 會計師怎麼幫企業做假帳？
- ★ 公司治理與惡劣的企業文化有何關係？

李維特 & 杜懷兒◎合著 戚瑞國◎譯

作者簡介

李維特

Arthur Levitt

美國證券交易管理委員會在位最久的主席（1993~2000）。之前曾擔任證券公司負責人達十六年，在美國證交所任董事長十二年，在美國金融界具有重量級的地位，以直言不諱著稱。

他對證券公司誤導、甚至欺騙投資人的手段非常不以為然，曾呼籲同業應該重質不重量，以客戶所獲報酬、而非交易金額來決定營業員的佣金，但很快就船過水無痕。他空有改革的想法，卻無舞台可以施展，直到當上證管會主席。

不過，他開始推動改革時，仍然遭遇華爾街、企業界與政治圈互相結合的阻礙力量。他曾在二〇〇〇年提案禁止會計師事務所提供諮詢服務，但在五大事務所強烈抗議下，提案進展有限……後來就發生了恩隆案。

他在本書中仍舊秉持耿介，直陳股市交易黑幕、企業假帳風波，並且特別教導個別投資人如何避開陷阱、掌握正確的投資計畫。

杜懷兒

Paula Dwyer

一九八五年進入《商業週刊》，目前為該雜誌華府分社的副社長。



散戶至上

證管會主席教你反擊股市黑幕與避險

李維特 & 杜懷兒◎合著 戚瑞國◎譯

前言 以散戶投資人為使命 007

1 看透營業員 023

營業員似乎是一位聰明的理財專家，但其實是不折不扣的業務員。許多營業員靠佣金或服務費維生，他們希望你買進你沒有的股票、賣出你擁有的股票，如此才能為他們自己及所屬券商賺錢。

2 共同基金的七大罪狀 049

基金公司不遺餘力打造自己保護投資人的形象，但事實上，基金公司未必永遠站在投資人這邊。我覺得，基金公司認定投資人知道愈少，愈能從他們身上賺錢。

3 體檢分析師 075

分析師的建議絕對不該是你買賣股票的決定因素。沒錯，你應該閱讀分析師的研究報告。這些報告是你研究股票的起步，但它只是一項資訊來源。

4 公平揭露規定：斬斷內線 099

上市公司以消息交換有利的評等，這種不健康的利益交換已成為常態。即使是我在華爾街最耿直的朋友們，也認為這套不完美的體系是資本主義的代價。對他們來說，選擇性揭露資訊是讓市場之輪運轉順暢的潤滑油。

5 數字遊戲 117

許多聲譽卓著的績優公司也會玩弄數字，誤導投資人。我們很快發現，只要默許一家公司遊走在會計準則之外，其他公司就會有樣學樣，而且更離譜。一家公司到底賺了多少錢、它的股價應該值多少，因此愈來愈難評估。

6 小心假帳就在你身邊：如何閱讀財報 157

華爾街和企業界都希望你相信，需要會計學位才看得懂財報。沒有這回事。

只要稍微用功，你絕對能看清楚上市公司的真正表現，甚至可能預測未來的表現。

7 注意交易流程 187

交易流程就像住宅的水管結構，如果你置之不理，最後很可能會花大錢。散戶的交易成本偏高，因為沒有人受雇照顧他們的利益。

8 面對誘惑的公司治理 215

企業必須使出渾身解數，證明董事會在制衡方面已經做到極致。執行長也得體認到一個事實，他們只是經營、並不是擁有這家公司，他們還得對股東負責。

9 散戶的怒吼：如何伸張權益 247

散戶並未成立專門的組織，因此無法發聲，展現政治實力，是最不受到國會議員支持及代言的選民。我一直認定，散戶如果勇於表達意見，能夠成為一個強有力的利益團體。

10 好好打理自己的退休計畫 269

沒有人能擔保你做出正確的選擇、擁有足夠的錢退休。許多勞工選擇投資自家公司的股票，有時公司提撥到退休帳戶內的也是自家股票。但這麼做違反現代投資組合理論中三個最重要的原則：分散、分散、分散。

附錄一：權力遊戲的真相 295

附錄二：有用的投資名詞 321

前言 以散戶投資人為使命

一九六三年，我第一次登上證券營業櫃檯，接下來許多年，最難應付的客戶竟然就是家母。她在紐約布魯克林第一五六公立小學擔任二年級導師，一教就是三十八年。她們那一代人是在經濟大蕭條長大，許多人打從心底不信任股票市場，她也不例外。因此，家母只投資市政公債，因為安全又「不收手續費」，她常這麼說。我永遠無法讓她了解，向券商購買的債券通常會加價，金額遠超過普通的手續費。在其他營業員眼中，我媽媽很好騙。直到今天，她和許多投資人一樣，還不了解營業員靠什麼賺錢，更不懂他們為什麼會強力推薦特定的股票和債券。

我在布魯克林區一幢樸實的磚造房屋長大，除了父母之外，家中還有一對信奉正統猶太教的祖父母，每頓飯幾乎都是在廚房內鋪了油布的金屬餐桌上吃。餐桌上的話題常常是比較哪個雜貨店的牛奶或青菜比較便宜，也經常聊到政治。祖父常痛批「腐敗的社會主義份子」

和「邪惡政客」，他的論調讓我覺得很新鮮好玩，但我真正留下印象的是父親較溫和的觀察。

家父的政治立場基本上傾向民主黨，但是在財政政策上帶有保守色彩。他六度以民主黨人的身份擔任紐約州主計長，但除此之外很少沾惹政黨。紐約州成千上萬名公務員，包括家母這種教師，共有幾十億美元的退休金，由我父親一個人監管長達二十四年。家中的話題常是退休人員的權益，以及兩黨政治人物希望控制退休基金的行徑。無論州長屬於共和黨或民主黨，家父都一視同仁，堅決捍衛他的超然地位，一心以紐約退休人員的福祉為優先考量。

我永遠忘不了家父在一九七八年的紐約州議會大廳，遇上紐約市長郭德華（Ed Koch）的場面。當時才走出三年前破產陰影的紐約市又面臨財政危機，郭德華覺得紐約州公務員退休基金是唯一的救命丸。但是家父斷然拒絕。郭德華走到家父面前，指著他厲聲說：「如果紐約市破產，全是你的錯。」父親對此耿耿於懷，不久之後輕微中風，幾個小時都不能言語。只有他的機要秘書了解此節，所幸他後來逐漸恢復。在父親的力拒下，紐約市無法動用公務員退休基金，最後靠聯邦政府出面擔保市政公債，才得以確保財源。我由此學到一件事，在保護投資人方面，沒有一個政黨比誠實公僕的良知更管用。

五〇年代末期及六〇年代初期，我販賣牛隻和牧場給一些需要合法節稅的有錢人，開始接觸金融業及政界。當國稅局在一九六〇年有意取消這項節稅規定時，我加入全國牧場主人協會的行列，試圖保住這項優惠。我記得我到眾議院歲入委員會出席聽證會，在委員會主席

米爾斯（Wilbur Mills）面前力陳，削減這項稅負優惠將導致農民減少飼牛，因此拉高牛肉價格，最後不利美國消費者。如今想來，這其實是詭辯。不過，我也學到華府遊說人士最常用的伎倆，就是把商業利益包裝成符合公益，往後對此一直提高警覺。

我拜訪準客戶施威澤（Peter Schweizer）時，他的一句話改變了我一生。他當時是金百利公司（Kimberly-Clark）高層主管，對我說：「你既然能夠賣牛，應該也會賣股票。」他告訴我他的女婿卡特（Arthur Carter）準備和朋友開一家證券公司，正在物色適當的合夥人。我後來和卡特見面，簽約加入他的公司。

我的合夥人包括現任《紐約觀察者報》老闆的卡特，百老匯知名製作人柏林德（Roger Berlind）及花旗集團董事長魏爾（Sandy Weill）。當時我們都是年輕有抱負的猶太男孩，來自中產階級家庭，希望在證券業闖出一片天。我的客戶起初都是散戶，我一方面尋找承銷的業務，一方面學習如何在華爾街創辦一家公司。多年下來，我接觸的客戶成千上萬，起初只是營業員，後來擔任協森海登史東（Shearson Hayden Stone）公司總裁。一九七八年我離職時，這家公司已是全美最大的證券公司之一，最後併入花旗集團。

我善盡一位營業員的職責，除了致力幫助客戶之外，也知道每一筆交易都能為公司賺錢。我接觸過的營業員中，大部分都是善良、正直及聰明的生意人，不過，佣金制度是根據他們撮合的交易數量，而非客戶投資績效來計算，設法提高客戶成交量因此成為他們的主要動力。有時候最好策略是建議客戶按兵不動，但佣金制度卻會鼓勵營業員提出一些令人質疑

的交易。

例如，企業首度公開上市後再度增資，營業員拿到的佣金是正常的五倍。每股四十美元的美國電話電報（AT&T）股票，如果佣金比率是一%，賣出一百股給客戶的佣金是四十美元。但同一家公司的股票若是二度承銷，佣金比率變成五%，同樣賣出一百股給客戶的佣金變成兩百美元。營業員昨天不推薦AT&T，為什麼今天突然覺得這檔股票很好？說穿了，這涉及營業員本身的利害關係。

我們公司爲了發展新的業務，由我出面接觸全美各地的政府機關及市政單位，希望代爲承銷他們的市政公債。有人告訴我，必須先向市長或州長的競選募款人訂購募款餐券，才有機會列入可能的承銷商名單之中。因爲這個經驗，我才會在一九九四年決心剷除市政公債業「購買門票」的陋習。

我向有意公開上市的企業爭取投資銀行業務時，通常會提到兩項資源，一是「零售配銷管道」，一是有助於「散播消息的分析師研究報告」。零售配銷管道是指業務主管會要求業務員推銷公司承銷的股票。主管的紅利取決於他能賣出多少新上市股票，而業務員能夠賣出多少新上市股票，也是未來分配「熱門股票」數量的依據。分析師的研究報告當然總是一片看好；我在這家證券公司期間還沒有看過建議賣出持股的報告。

我也發現有些企業執行長只在乎股價，經常不顧公司的長期願景。企業高層爲了讓營業員多賣自家股票給客戶，在對投資大眾公開重要的企業資訊前，往往會先透露給券商的業務

及研究部門。

同時，我聽到許多散戶抱怨「大戶比一般人更早取得消息」及「散戶永遠比不上大型法人及內部人士」。我只看到冰山一角。分析師、營業員及上市公司之間扭曲變質的關係網絡在接下來幾十年中不斷惡化，而我在證券交易管理委員會（SEC）的主要目標之一就是消除這種現象。

我有幸參與創辦了一家全美最大、最知名的證券公司兼投資銀行，至今仍然與合夥人及同事保持良好關係，但我對於公司一些誤導投資人、甚至欺騙的手段愈來愈不安。一九七二年，我發表一篇名為「獲利和專業」的演說，在合夥人的抗議聲中，我呼籲同業應該重質不重量，以客戶所獲報酬、而非交易金額來決定營業員的佣金。雖然引起一陣騷動，但很快就船過水無痕。接下來二十年，這些問題一直縈繞在我心中。我空有改革的想法，卻無舞台可以施展。

最理想的舞台是證管會的主席職位；如果當局徵詢，我會毫不猶豫立刻接受。當柯林頓當上總統六個月後，徵詢我出任主席的意願時，我已經擔任證券公司負責人達十六年，在美國證券交易所（ASE）擔任董事長十二年，並發行一份報導國會事務的報紙《點名報》（Roll Call）達四年。我相信這些在華爾街及華府的經歷，是總統徵詢我的主要原因。當然，柯林頓在黨代表大會接受提名前，我和其他二十一位重要人士在紐約市為他舉辦募款餐會得到的七十五萬美元，顯然也發揮了作用。我是從《華爾街日報》的報導得知自己是證管會主

席人選之一，白宮並沒有通知我。柯林頓的幕僚也不會找我談過政策理念或意願。

從柯林頓總統提名我的那天開始，我就把散戶投資人視為自己的使命，要以超越黨派的態度來推動改革。我在華爾街二十八年，深知華爾街的文化。事實上，華爾街具有兩種互相矛盾的文化。其中一種文化讚揚專業、誠信及創業精神，而且體認到金融市場不可能沒有散戶而運作。另外一種文化則充滿利益衝突、內部買賣和虛假欺騙，重視短期利益甚於投資人的利益。可惜，後者往往壓倒前者。

當我在一九九三年七月到證管會上任時，美國股市正經歷大多頭的第三年（還有七年好光景），散戶以前所未見的熱情奮勇進場。表面上，一切皆大歡喜，但是華爾街及美國企業的作爲卻讓我深感不安。例如，許多執行長愈來愈在意股價表現，卻疏於打理公司業務。公司技術上完全遵照會計原則，實際上卻盡量不揭露真正的經營績效。原應秉持超然立場的會計師事務所，也和企業客戶暗通款曲，降低會計標準。尤有甚者，他們甚至願意協助企業用財報數字隱瞞真相。一九九三年，會計師事務所三分之一的營收來自提供管理諮詢，這個比例在六年後躍升爲五一%。很明顯地，原本應該獨立監察帳務的會計師，已經與企業經營階層同流。

執行長和財務長知道提供一些小惠給分析師有助於間接控制股價。有的會把盈餘及新產品等重要消息透露給特定分析師，後者再發表一些利多的報告。這種「選擇性揭露」主要是傳達給重量級法人，包括共同基金和退休基金，以及能夠賣出大量股票給散戶的營業員。能

幫公司爭取到投資銀行業務的分析師，待遇往往高於研究報告品質高的分析師。這種不合理的人際網絡能夠為分析師所屬的券商帶來營收，卻不符合多數客戶的利益。

比起散戶，共同基金和退休基金取得資訊更早且更多。由於他們的交易量龐大，獲得的服務品質和買賣價格因此都比較好。共同基金一向將自己包裝成投資人的好朋友，但他們也有一套複雜難解的計費方式，能從投資人口袋裡搶錢。基金公司會花費幾十億美元廣告過去的績效，卻不太告訴投資人更重要的資訊，例如手續費、稅金和交易量對投資報酬的影響。

我在擔任美國證交所董事長的十二年中發現，投資人幾乎完全不了解股市的運作方式。證券經紀商全國協會（NASD）會員之間的勾結行徑，讓投資人每年損失幾十億美元。紐約證券交易所（NYSE）的遊戲規則是由場內經紀人、專業交易員及上市公司決定，主要就是保護他們本身的特權，有時甚至犧牲投資人的利益。美國國會在多年前主張建立全國市場的連結機制，也曾遭到紐約證交所的抵制。

散戶不了解華爾街這一面，卻仍然成為這種長期利益衝突的祭品。我也不是唯一提出這種看法的人，在協森海登史東公司和我共事過、後來成為NASD主席的查伯（Frank Zarb），便是第一個敦促我剷除市政公債市場「購買門票」陋規的人。早在我到證管會就職前，就和美林證券的董事長杜利（Dan Tully）討論過營業員佣金制度的問題。我獲得任命後不久，便有幾位企業執行長要求我消滅上市公司洩露公司資訊給分析師的惡習。分析師也發匿名信給我，說明選擇性揭露已經成為華爾街的慣例。他們雖然身受其惠，卻希望我能去

除。我在證管會任內花了快八年的時間才矯正這種不公平的現象。

我很快發現，很多人質疑我的行事。證管會內部的資深幕僚認為，我不過是幫柯林頓募到大筆鈔票的有錢紐約佬，上任後只會幫證券業者搖旗吶喊。一些保護消費者、將證管會視為轄區的國會議員，也擔心我的作風。我上任後特別拜會密西根州的民主黨籍眾議員丁吉爾（John Dingell），他所屬的委員會負責監督證管會，臨別前他的贈言竟然是：「李維特，我很擔心你鎮不住這些壞蛋。」

金融服務業對我的任命表示歡迎，理由卻大錯特錯。我給人的印象是促成共識，追求中道，不會偏激。我猜想，業者以為可以牽著我的鼻子走。

現在我既有改革理念，又有可以發揮的舞台。但這不代表我能為所當為。我必須先建立政治資本。許多企業家夢想因商而優則仕，然而痛苦忙碌了幾年，幾乎毫無建樹，只能黯然下台。我不想落到那個下場。

我比一般轉任官員的企業執行長有一些優勢。在美國證交所任職期間，我成立了美國企業聯合會（American Business Conference），這是由執行長所組成的研究及遊說團體，創始成員主要來自美國證交所的上市公司。我經常率領聯合會成員到華府拜會國會議員和內閣官員，每年也定期和總統會晤。這個組織超越黨派，不論民主黨或共和黨執政，都具有影響力。

這個經驗讓我了解華府的共生結構。對於企業執行長來說，能夠接觸美國政治精英，甚

至和他們打成一片，是一種擋不住的誘惑。這些政治人物也利用這些會面來籌措資金。白宮官員則利用這個機會來說服商界支持他們的政策。

我主持《點名報》四年，透過這份專門報導國會的媒體，和無數國會議員及助理打過交道，後來進入證管會也繼續保持互動。最重要的是，《點名報》教我如何運用立法程序：找到施壓點，與不同黨派的議員尋得共識。

我到華府時，對於這個權力中心的運作情形已經了然於胸。不過，開始推動改革時，仍然遭遇一些未曾經歷的阻力：華爾街和美國企業互相結合以阻礙改革的力量。兩大勢力原本希望拉攏我，後來不得其門而入，他們轉而攻擊我。

第一個案例發生在股票選擇權。財務會計準則委員會（FASB）提案，要把企業發給員工的股票選擇權列為損益表中的費用，但遭到企業強力反對。我上任後的第一年，就有三分之一的時間花在和這些企業領袖溝通。這項提案如果立法成功，企業勢必要下修盈餘，造成股價走跌，但投資人能因此了解股票選擇權的真正成本。幾十位企業執行長和華府最長袖善舞的人到我辦公室，希望我封殺這項提案。同時，他們也到國會山莊尋求支持，一些不明就裡的國會議員竟然出面聲援。爲了不讓提案遭到壓倒性否決，我建議財務會計準則委員會撤回提案。事後想來，這是我公職期間最大的一個錯誤。

此後，我和商界和華爾街多次較勁。而股市在這段期間攀抵前所未見的高峰。網路交易的魅力大增，吸引數百萬名的中產階級認定投資是一個只賺不賠的遊戲。他們衝動地進場，

的交易。

例如，企業首度公開上市後再度增資，營業員拿到的佣金是正常的五倍。每股四十美元的美國電話電報（AT&T）股票，如果佣金比率是一%，賣出一百股給客戶的佣金是四十美元。但同一家公司的股票若是二度承銷，佣金比率變成五%，同樣賣出一百股給客戶的佣金變成兩百美元。營業員昨天不推薦AT&T，為什麼今天突然覺得這檔股票很好？說穿了，這涉及營業員本身的利害關係。

我們公司爲了發展新的業務，由我出面接觸全美各地的政府機關及市政單位，希望代爲承銷他們的市政公債。有人告訴我，必須先向市長或州長的競選募款人訂購募款餐券，才有機會列入可能的承銷商名單之中。因爲這個經驗，我才會在一九九四年決心剷除市政公債業「購買門票」的陋習。

我向有意公開上市的企業爭取投資銀行業務時，通常會提到兩項資源，一是「零售配銷管道」，一是有助於「散播消息的分析师研究報告」。零售配銷管道是指業務主管會要求業務員推銷公司承銷的股票。主管的紅利取決於他能賣出多少新上市股票，而業務員能夠賣出多少新上市股票，也是未來分配「熱門股票」數量的依據。分析师的研究報告當然總是一片看好；我在這家證券公司期間還沒有看過建議賣出持股的報告。

我也發現有些企業執行長只在乎股價，經常不顧公司的長期願景。企業高層爲了讓營業員多賣自家股票給客戶，在對投資大眾公開重要的企業資訊前，往往會先透露給券商的業務