

JAMES MONTIER

這才是 價值投資 VALUE INVESTING

Tools and Techniques for Intelligent Investment

長期打敗大盤的贏家系統
從葛拉漢到巴菲特都推崇的選股策略

詹姆斯·蒙蒂爾——著 劉道捷——譯

Contents

自序 獲利的王道——擁有明智的投資程序	10
---------------------	----

引言 價值型投資人往往少得可憐，卻很富有	20
----------------------	----

PART 1 你在商學院學的一切完全錯誤，為什麼？

第 01 章 六大不可能的事情——效率市場如何假說重創投資行業	29
---------------------------------	----

財務學中的死鸚鵡	30
----------	----

紅心女王的荒唐信念	33
-----------	----

過世經濟學家的奴隸	36
-----------	----

反駁效率市場假說的證據——永遠都在吹大的泡沫	46
------------------------	----

效率市場假說核彈	47
----------	----

第 02 章 資本資產定價模型完全是多餘的	55
-----------------------	----

資本資產定價模型的時間簡史	55
---------------	----

資本資產定價模型的實踐	57
-------------	----

為什麼資本資產定價模型行不通？	62
-----------------	----

資本資產定價模型的現況及意義	64
----------------	----

第 03 章 偽科學與財務學：數字暴力與安全感謬誤	72
---------------------------	----

偽科學令人盲目	73
---------	----

看電視會增進你的數學能力？	76
---------------	----

誘人的細節	77
-------	----

財務學中的偽科學應用	78
------------	----

結論	84
----	----

第 04 章	邪惡的分散投資和績效競賽	87
	論「狹隘」分散投資的危險	87
	股票投資組合是另一個極端	90
	相對績效競賽是績效差勁的起因	91
	(超級短)分散投資實用指引	93
第 05 章	貼現現金流量的危險	98
	估計現金流量的問題	99
	貼現率的問題	102
	互動問題	104
	替代方法	105
第 06 章	價值股風險真的高於成長股嗎？繼續作夢吧	112
	風險一：標準差	113
	風險二：資本資產定價模型 β 值	114
	風險三：景氣循環風險	117
第 07 章	通縮、蕭條與價值股	124
	價值股與日本	126
	價值型策略與大蕭條	128
	美國大蕭條和日本衰退為什麼不同？	130

PART 2 價值型投資的行為學派基礎

第 08 章	學習喜愛爛股，不要再為成長展望付出過高代價！	137
	大爛股與明星股	138
	分析師預測的成長率和隱含成長率	140
	評價的運用	142
	過度樂觀的最佳範例：礦業股	144

第 09 章	大腦會騙人！熱門股的價格值得嗎？	151
	便宜沒好貨？藥效與價格迷思	152
	價格影響口感！貴一點的酒比較好喝嗎？	154
	令人失望的熱門股	156
	打敗偏誤	157
第 10 章	後悔莫及的成長型投資	162
	基業長青	162
	金融世界的選股眼光，受尊敬還是討人厭？	165
	不要變成醜陋的被告	167
	分析師對成長的看法	168
	結論	176
第 11 章	落實防禦的風險三合一	179
	評價風險	180
	營運／獲利風險	182
	資產負債表／財務風險	184
	綜合評述	186
第 12 章	最悲觀心態、獲利預警和一時激動	189
	同理心斷層	190
	防止同理心斷層與拖延症的禍害	191
	預先承諾買進最好的機會	192
	獲利預警	193
	閉鎖期	195
	結論	195
第 13 章	空頭市場心理學	198
	恐懼與空頭市場	199
	虧損的感覺令人決策失準	201
	投資人的自律與限制	202
	專注標的價值	205

第 14 章 從行為科學看妨礙價值型投資的因素	208
知識不等於行為	208
損失規避	209
延遲滿足和追求短期的強勢設計	212
社會性痛苦與從眾行為習慣	216
問題是人人都喜歡華麗的故事	217
過度自信	218
樂趣	221
不對，我真的會變好	222

PART 3 價值型投資哲學

第 15 章 投資之道：我的十大投資法則	229
投資的目標	230
法則一：價值、價值、價值	230
法則二：反向投資	233
法則三：要有耐心	235
法則四：保持靈活	241
法則五：不要預測	242
法則六：注重循環	246
法則七：注重歷史	249
法則八：抱持疑心	254
法則九：要由上而下、也要由下而上	255
法則十：對待客戶時要推己及人	259
結論	261
第 16 章 注重過程而非結果：賭博、運動與投資！	265
過程心理學	269
結論	275

第 17 章 不要低估無所事事的力量	278
行動派的守門員	279
投資人與行動偏誤	281
巴菲特論甜心球	283
差勁表現出現後，行動偏誤特別明顯	283
結論	285
第 18 章 投資人的兩難：樂觀偏誤與務實的憂鬱症	289
金融界的樂觀偏誤	292
樂觀態度的來源	295
懷疑論是最佳對策	303
根據證據投資的理由	305
務實令人憂鬱	306
第 19 章 你不是無所不能的超級電腦	310
越多真的越好嗎？	311
認知極限	314
心臟病的啟示	315
為什麼判斷失準？	315
可以改善嗎？	316
簡單是關鍵	317
專家關注關鍵資訊	319
從急診室到投資市場	320
第 20 章 反向投資與深度超值的黑暗時代	323
超值投資的黑暗時代	325
超值投資長期才會發揮作用	327
價值股失寵	328
短期績效不佳是理智投資過程的副產品	328
價值型投資光明在望了嗎？	331

PART 4 實證證據

第 21 章 全球性價值型投資打破疆界	339
歐洲的證據	341
已開發市場的證據	342
新興市場的證據	343
耐心仍然是美德	345
集中型投資組合	346
投資組合目前的態勢	350
結論	352
第 22 章 葛拉漢的淨流動資產價值投資法是過時還是優異？	355
全球化淨流動資產價值的投資成果	357
淨流動資產價值投資法的現狀	359
本金的永久性損失	360
結論	362

PART 5 價值型投資的黑暗面：放空

第 23 章 投資的格林童話	367
題材股的陰謀	368
第 24 章 加入黑暗面：海盜、間諜與空頭	376
評價	378
財務分析	380
資本紀律	384
綜合評述	387
第 25 章 作假帳，海盜旗繼續飄揚	393
企業說謊、空頭警告的證據確鑿	394

偵察誰在作假帳	395
作假分數有用嗎？	396
第 26 章 爛公司：基本面放空與價值陷阱	401
空頭股的分類	401
差勁經營者	404
差勁經營者的行為基礎	405
檢視爛公司的問題清單	414
差勁策略	416

PART 6 即時價值型投資

第 27 章 為成長展望付出過高代價：反對投資新興市場的理由	427
羅傑爵士可憐的故事	427
新興市場是投資天地中的羅傑爵士	429
結論	437
第 28 章 金融股是機會，還是價值陷阱？	440
安全邊際夠大嗎？	445
第 29 章 債券是投機、不是投資	451
公債的長期觀點	452
債券的真值	452
綜合評述	455
通膨或通縮	456
美國會像日本一樣嗎？	460
結論	461
第 30 章 賤賣資產、蕭條與股息	465
股息交換合約訂價預示未來會比蕭條還慘！	466

股息是通膨避險工具	469
被迫拋售和供應過剩	469
第 31 章 循環股、價值陷阱、安全邊際與獲利能力	473
獲利能力預測法的實證證據	477
在我們的篩選標準中納入 10 年平均本益比	480
第 32 章 極度驚恐與創造價值之路	486
波動性既非空前，也不是無法預測	487
債市創造的價值	488
股市創造的價值	489
低廉保險創造的價值	498
結論：回歸咖啡罐投資組合	500
第 33 章 驚恐與評價	513
由上而下觀點	515
由下而上觀點	518
結論	522
第 34 章 便宜時不買，更待何時？	529
耐心，只要你有足夠的耐心	531
第 35 章 通膨道路圖與廉價保險來源	536
費雪和蕭條期的債務通縮理論	537
羅默列出的大蕭條教訓	538
柏南克和政策選項	541
對投資的影響：廉價保險	543
第 36 章 價值型投資人和死空頭之間的評價辯論	552
由上而下檢查健全性	554
由下而上的正常化獲利觀點	555
結論	559

獲利的王道—— 擁有明智的投資程序

第一篇：你在商學院學的一切完全錯誤， 為什麼？

憑心而論，本篇應該取名「為什麼你在商學院學的一切完全錯誤（除非你念哥倫比亞大學）」，或是也可以取名「六大不可能的事情」。

古典財務學理論極為優美，但價值型投資卻要求我們摒棄現代投資組合理論（Modern Portfolio Theory，MPT），以及幾乎所有的相關工具與技巧。如果投資人不把現代投資組合理論的結論實際用在投資上，照理說這種理論不會讓我如此困擾，可惜事與願違。不幸的是，現代投資組合理論總是妨礙投資人，背棄真正應該注意的事情。

米爾頓·傅利曼（Milton Friedman）主張判斷模型時，不應該以假設為依據，而是以預測是否精確為準則。我打算在第一篇說明現代投資組合理論的基本規定在實證上有缺陷，現代投資組合理論對資本資產定價模型（Capital Asset Pricing

Model, CAPM) 熱愛之至，導致投資人努力切割代表超額報酬的 α 值，以及代表風險係數的 β 值，而不是致力追求投資的真正目標——最高稅後實質總報酬率。風險可以藉由價格波動來衡量的觀念，導致投資人緊盯追蹤誤差和過度分散投資，而不重視本金的永久性損失風險。貼現現金流量 (Discounted Cash Flow, DCF) 模型的盛行使用，以致於投資人粗心大意，走在假性精確的路上，根本不知道所用的模型極為敏感。第三大道管理公司 (Third Avenue Management) 說得好：「貼現現金流量就像哈伯望遠鏡，失之毫釐，差之千萬里，稍有變動你研究的就是一條銀河。」因此，奉行現代投資組合理論其實對投資人有害無益。

第二篇：價值型投資的行為學派基礎

現代投資組合理論認為，所有報酬率一定是所伴隨風險的函數，因此支持這種理論的信徒認為價值股長期績效突出，一定是本身固有風險的函數。我一直認為這是套套思考 (tautological thinking) 的經典範例。在第二篇我試圖說明另一種觀點——價值型投資績效會這麼突出，是行為和機構性偏誤害很多投資人無法理智行動的結果。

我們會探討投資人所犯最危險、也最常見的錯誤——為成長展望（也可以說是為資本化的希望）付出過高的代價。我也會在第二篇設法提供一些工具，讓你開始用不同的方式思考投資方法。價值型投資法把風險管理視為核心重點；但是你必須重新思考風險觀念，學習把風險視為本金的永久性損失，而非