

Tren Griffin 崔恩·葛瑞芬 — 著 林奕伶 — 譯

# 窮查理的 投資哲學與選股金律

CHARLIE  
MUNGER THE COMPLETE  
INVESTOR

查理·蒙格是巴菲特五十年來最重要的幕後軍師，  
他的投資智慧造就了股神巴菲特，也將顛覆你的思維！

# 序言

查理·蒙格（Charlie Munger）是全世界最成功的投資者之一，也是最有趣的人。他最為人知的身分，是華倫·巴菲特（Warren Buffett）在眾所皆知、超級成功的公司波克夏·海瑟威（Berkshire Hathaway）中，直言不諱的夥伴。巴菲特在肯定蒙格的貢獻時提到：「我和蒙格一加一肯定超過二。」<sup>1</sup>在波克夏之外，蒙格投資企業的成就也令人印象深刻。蒙格最令人感興趣的地方不是他在投資方面的成功，而是思考及控制情緒的方法。

蒙格用字精練、直指問題核心的能力頗負盛名，一如他對獨立思考的渴望。關於投資有個基本的重要事實，就是一般人很少獨立做決定。意思是說，能夠獨立思考、控制情緒，並避免心理誤差的人，投資就有優勢。巴菲特曾經用這個故事說明蒙格對獨立思考的渴望：

一九八五年，有一家大型投資銀行負責出售斯科特菲茨（Scott Fetzer），他們四處推銷卻一無所獲。得知這個被三振的消息，我寫信給斯科特菲茨當時及現任的執行長拉爾夫·舒伊（Ralph Schey），表示有興趣買下該公司。我從未見過舒伊，但我們不到一個星期就達成協議。可惜，斯科特菲茨與那家投資銀行的契約條件是，即使找到買主的事與投資銀行完全無關，完成銷售還是要給付二百五十萬美元的費用。我猜，負責的銀行家大概覺得收了錢就該做點事，所以殷勤地給我們一本由他的公司編纂的有關斯科特菲茨的書。蒙格以他一貫的機智回應道：我給你二百五十萬美元「不」看。

—巴菲特，董事長的信，一九九九年

類似這樣的故事，加上蒙格在各種場合談話內容的有趣報導，是我動念寫這本書的大部分原因。蒙格是個妙人，主要是因為他可以用一句話來形容，隨心所欲。他心裡怎麼想就怎麼說，很少考慮圓滑得體和社交慣例。這份率直難能可貴，因為有時候我們需要聽到有人拆穿國王沒有穿衣服。蒙格曾說，雖然他累積了優異的選股紀錄，也積攢了豐厚的身家，不過大家還是別拿他當人生榜樣效法。他認為他的人生太過致力於改善自己的心智，如果盲目仿效，個性上的怪癖（包括傲慢無禮，但不限於此）會讓人不受歡迎。

蒙格承認自己在某些議題容易引來非議。他曾說：「人家可能記得我是個聰明的混蛋。」而他的投資夥伴巴菲特在人家的記憶中則是導師。不時會有人跟我說，他們實在搞不懂蒙格。可惜，他們忽略了一點：沒有人可以成為蒙格，就像沒有人可以成為巴菲特。重點不是把任何人當英雄，而是思考蒙格是否和他的偶像班傑明·富蘭克林（Benjamin Franklin）一樣，即使只有一部分，但有些特質、特性、系統或人生態度，還是我們願意仿效的。同樣的心理歷程也說明為何蒙格讀過幾百本傳記。從別人的成敗中學習，是不用承受太多痛苦又能最快變得更聰明、更有智慧的方法。

儘管蒙格目空一切，他仍是個獨樹一格、無與倫比的導師。他曾說：

人類能做的最大好事，就是幫助其他人類懂得更多。

蒙格很多有趣的地方都可以簡單用一句話解釋：「我會觀察哪些有用，哪些沒有用，以及為什麼。」蒙格的人生跟所有人一樣，只是不同於許多人，他會深入思考事情為什麼發生，並努力從經驗中學習。

蒙格和巴菲特同樣在內布拉斯加州的奧馬哈（Omaha, Nebraska）出生長大。他在密西根大學（University of Michigan）讀數學，但是取得大學文憑之路卻被第二次世界大戰打斷。戰爭期間，他在美軍軍中擔任氣象學家，並在加州理工學院（California Institute of Technology）接受訓練。戰爭結束後，他有機會在沒有大學學歷的情況下進入哈佛

（Harvard）法學院。在加州理工學院受訓期間，他喜歡上加州；法學院畢業之後，他跟幾個合夥人共組一家法律事務所，後來成為全美最負盛名的事務所之一。雖然事業成功，他卻很快就離開法律事業，在巴菲特的鼓勵下全職從事投資；他直到住在加州帕薩迪納

（Pasadena）才認識巴菲特。一九六二年到一九七五年期間，蒙格跟一群投資人合作，每年財務報酬將近二〇%，而道瓊工業指數（Dow Jones industrial average）同期報酬率還不到五%。蒙格並沒有蒐集名車或買豪宅。他的生活很多方面與思想或投資無關，是個相當平凡的億萬富翁。

雖然蒙格發表過無數演說、寫過無數文章，也在威斯科金融公司（Wesco Financial）及波克夏的年會招待過眾多股東，但他的想法還不曾以所謂的統一理論（unified theory）形式提出來。或許是蒙格強大的心智功力對才智平庸的人太過艱深。對普通人來說，如果沒有一套可以理解的概念架構，想在腦中同時操控他說的「多元模型」（multiple model）並非易事。本書的目的是教你如何思考更像蒙格。

我是如何找出蒙格的思想？本書的起源可以追溯到網際網路泡沫破滅前的那段時間。許多投資相關假設在這段期間備受質疑。網際網路泡沫期創造的財富，在關心留意的人眼裡是不真實的。馬克·安德森（Marc Andreessen）於泡沫期間在推特（Twitter）上說得很好：「大家一致的感覺就是爭先恐後—唯恐落於人後。」當時的情況像是集體不理性，但大多數的人都想著：「如果是真的呢？如果價值再翻個一倍、兩倍呢？」像我這種想找出答案、了解市場在這瘋狂時期將如何發展的人，很自然會去閱讀成功且思慮周詳的投資人見解。

為了設法應對市場的變化，我在一九九九年的夏天包了一艘船，雇用一位船長，請他送我們一家人到華盛頓州（Washington State）的聖胡安島（San Juan Islands）。我帶上所有巴菲特寫過的東西，以及與他相關的文章上路。當我坐在甲板上閱讀巴菲特的投資方法，發現其實蒙格的想法最能引起我的共鳴。當時我最想得到解答的問題，就是我那些價值高漲的網際網路股和電訊股應該賣掉多少。我的家人在船上及島上痛快玩樂，我則是閱讀，還有在甲板上來回踱步沉思。一個星期下來，除了閱讀和思考，我什麼都沒做；那一趟旅程我不是玩得很開心。不過，旅程接近尾聲時，我得到結論：應該賣掉一半的網路股和電訊股。我判斷無論情況如何，這樣做可將後悔的可能降到最低。有鑑於後來發生的崩盤，這並非最理

想的決定，但我當時對自己的決定很滿意，至今依然如此。那一趟旅程是我深入鑽研價值投資（value investing）的開端。

由班傑明·葛拉漢（Benjamin Graham）發展出來，並為蒙格採用的價值投資系統，是一般投資人得以超越大盤指數的最佳方法。雖然葛拉漢的價值投資是一套系統，但投資人不可能只靠著遵循一套死板的規則，就能以這種方法找到成功。執行葛拉漢價值投資系統、波克夏系統，或其他價值投資者的系統，那是一門藝術，不是科學。價值投資並非點連成線的練習。雖然充分了解葛拉漢價值投資系統不必用到高深的學問，但多數人會發現自己要不是沒有必要的情緒及心理克制，就是不願意做超越大盤指數所需的工作。這就是為何巴菲特喜歡說：「投資很簡單，但不容易。」<sup>2</sup>巴菲特的話換成蒙格的說法就是：「概念簡單，嚴肅面對。」

本書有很多篇幅，是關於我如何學會更準確辨認情緒及心理錯誤的來源，以及我從蒙格身上學會如何避免那些錯誤。《華爾街日報》（Wall Street Journal）專欄作家傑生·史威格（Jason Zweig）在給我的一封電子郵件中，形容投資時的一個根本挑戰：

如果像他、且思考像他有那麼容易，就不會只有一個蒙格。將一個人轉變成具有多元思維模型的學習機器……是非常艱辛的任務，極少數成功做到的人，如果性情不合適，還是無法從中受益。這是為何巴菲特和蒙格一直回頭研究葛拉漢：真正逆向操作的人，需要過人的勇氣和絕對的冷靜。巴菲特常常談起葛拉漢提供的「情感架構」；蒙格則說，大部分投資人無論多聰明都不會成功，是因為他們的「性情不對」。我喜歡拿古希臘哲學的一個字來形容這一點：ataraxia（意思是心平氣和），或是泰然自若。這點在蘇格拉底接受審判時看得到，在納珊·海爾（Nathan Hale）被吊死時看得到，在二〇〇九年三月觸底之前，巴菲特投資高盛（Goldman Sachs）以及蒙格買進富國銀行（Wells Fargo）時看得到。

——史威格，與作者電郵通信，二〇一四年十月

為了更清楚理解蒙格在投資方面的想法和方法，我建立一套由三個要素組成的架構：原則、正確素質，以及變數。這個三部曲架構只是一種模型，可用來理解蒙格對投資的想法和方法。其他理解蒙格的方法或許同樣有用。建立這個架構的另外一個企圖，是設計一份投資時可用的檢查清單。蒙格強烈支持面對人生挑戰時採用檢查清單：

我深信以檢查清單來解決難題。你必須把所有可能和不可能的答案都放到眼前，否則很容易錯過重要的東西。

——蒙格，威斯科年會，二〇〇七年

設計檢查清單的部分好處，在於寫下想法的過程。我一直很喜歡巴菲特所強調的，實際寫下想法的重要性。在巴菲特看來，如果沒有辦法寫下來，就是還沒有考慮透澈。

為了充分實現本書以蒙格為名的承諾，有必要從討論葛拉漢價值投資基本原則開始，因為這樣有助於傳達本書的概略方向。葛拉漢創造的價值投資四大基本原則如下：

- 將股票股份視為擁有企業的擁有權比例。
- 以內在價值（intrinsic value）的大幅折扣買進，方能創造安全邊際（margin of safety）。
- 將兩極化的市場先生當成你的僕人，而非主人。
- 要理性、客觀、冷靜。

蒙格曾說這四個葛拉漢原則基石「永遠不會過時」。不遵循這些原則的投資人，就不是葛拉漢價值投資者。葛拉漢價值投資系統就是這麼簡單。

蒙格還認為，培養並辨認某些個人特質，是葛拉漢價值投資者的基本要點。那些特質代表我這個架構的「正確素質」（right stuff）。蒙格認為能夠培養這些特質的投資人，可以訓練自己避開常見的心理錯誤和情緒錯誤，成為成功的投資人。沒有人能夠近乎完美，但我們總能慢慢改善。蒙格相信，如果沒有時時努力改善那些特質，我們會再次陷入舊有的錯誤和蠢事。

本書的最後部分將討論，葛拉漢價值投資者若要建立自己的投資風格與方法，有哪些選擇。換句話說，可以在四個基本價值投資原則之上，建立葛拉漢價值投資系統的變化。沒有兩個葛拉漢價值投資者所執行的投資系統會完全相同。就像巴菲特曾在一個例子中指出，他和蒙格雖然「幾乎就像連體嬰」，<sup>3</sup>但他們的投資方法還是有些差異。

與投資相關的教與學，基本上機會無限。蒙格喜歡說，成功的投資人永遠不會停止當個「學習機器」。這種學習、再學習的必要，代表投資人必須不斷閱讀和思考。蒙格曾說，他不認識有哪個成功的投資人沒有大量閱讀。他自己的小孩形容他是「長了兩條腿的書」。閱讀和學習需要真的下功夫。有句禪偈可套用在這裡：「說到與價值投資有關的事，很多人寧可啃菜單而不是真的吃東西。」我學到不僅要用功，還要熱愛用功，因為能滿足心智。至少可以學會享受過程，說不定還會愛上它。

結束這篇序言之前，我應該對本書略做說明。本書的形式很簡單。引用蒙格的語錄按照邏輯順序安排，通常緊接著的就是我的解釋說明。除非另外指明，否則引述語錄都是蒙格說的話。本書最後有詞彙表，如果看到不熟悉的用語（例如，淨現值），可隨手查詢定義。

教導蒙格的思想，最好的方法就是深入檢驗他在生活中最主要的專業活動。本書的焦點在於蒙格身為投資人的思路。蒙格曾將成為成功投資者稱為「訓練有素的反應」。他相信，如果能夠學會克服導致拙劣決策的行為，就比其他投資人多出優勢。本書的脈絡大多在於蒙格如何投資，但討論內容同樣適用於人生其他方面的決策。掌握了支撐蒙格思想與方法的架構，看他的每一則公開聲明會更有意義。舉例來說，了解他所說的普世智慧（worldly wisdom）和人類誤判心理學（psychology of human misjudgment），可以做出更好的決策。學習蒙格的思想和方法將永遠改變你對投資及人生的想法。你會做出更理想的決策，更快樂，人生也更加充實。

- 
- 1 Warren Buffett, Working Together, 2010.
  - 2 Warren Buffett, Tulsa World, 2002.
  - 3 艾莉斯. 舒德 (Alice Schroeder), 《雪球：巴菲特傳》 (The Snowball: Warren Buffett and the Business of Life), 繁體中文版由天下文化於二〇一一年發行。

# 第一章 葛拉漢價值投資系統的基本原理

我們就從最基本的問題開始：葛拉漢價值投資系統是什麼，以及誰能從中獲益？

（葛拉漢）嘗試發明一套所有人都能用的系統。

—蒙格，南加州大學商學院（University of Southern California Business School），一九九四年

葛拉漢系統的關鍵重點就是這套系統很簡單。有太多人會找個問題出來，創造出根本不需要的複雜東西。就拿美國太空總署（National Aeronautics and Space Administration, NASA）一個沒必要複雜化的老笑話來說。說故事的人話說從頭，太空總署從早期一項太空計畫中發現，原子筆在零重力狀態下無法運作。於是太空總署的科學家花了十年時間並投入巨資開發出一種筆，不但可以在極度低溫、零重力狀態下寫字，而且幾乎任何平面都能用，不管太空人是什麼姿勢。笑話的重點是：俄國人索性用鉛筆。葛拉漢價值投資具備鉛筆本身的簡單特性。

蒙格相信，葛拉漢將價值投資系統設計成相當容易理解和施行，對一般人才有價值。葛拉漢價值投資不是主動投資或投機的唯一方法。舉例來說，創投（venture capital）和私募股權（private equity）就是迥異於價值投資的投資方法，但蒙格認為，這些主動投資系統對普通投資人來說，不如葛拉漢價值投資那般容易接觸到。所謂的指數型（或被動）投資方法稍後會討論。

巴菲特說，投資很簡單但不容易。葛拉漢價值投資者犯錯時，通常是因為他們做了人類難以避免的事，例如忘記葛拉漢價值投資系統固有的簡單，脫離了系統的基本原則，或是犯了與系統實施有關的心理錯誤或情緒錯誤。

由於投資是機率活動，做決定的方法或許基本上完善健全，但有時結果不盡理想。有時候就算過程的安排與執行得當，還是會產生不利的結果。不過，長期來說，專注在遵循正確的流程而非中期的具體結果，總歸是明智的做法。蒙格認為，在創立一套成功的投資流程時，複雜不是投資人的朋友。

我們對保持事情簡單抱持一股熱情。

—蒙格，威斯科年會，二〇〇二年

彼得·貝弗林（Peter Bevelin）的書《尋找智慧：從達爾文到蒙格》（Seeking Wisdom: From Darwin to Munger），有一部分談論簡單的重要性。貝弗林建議：「化繁為簡。將問題分解成要素，但要從整體看問題。」<sup>4</sup>盡可能保持簡單，如此而已，這是蒙格在公開聲明中常見的主旨。蒙格和巴菲特在一封聯合給股東的信中曾經寫道：「簡單讓我們可以更了解自己在做什麼，並得以改善績效表現。」<sup>5</sup>

專注在找出容易的決策和賭注，避免困難的決策，排除無關的東西，蒙格相信投資人這樣就能做出更好的決策。「關掉蠢事」並揮走不重要的事，「腦子就不會塞滿那些東西……更能挑出幾件合理的事來做，」蒙格如此說。6專注可以讓思考簡單清晰，而在蒙格看來，這就能導向更正面的投資結果。

如果有件事太難，我們就換做別的事。還有什麼比這更簡單？

—蒙格，波克夏年會，二〇〇六年

我們有三個籃子：進、出，還有太難……我們必須有獨到的見解，否則就會把它放進「太難」的籃子。

—蒙格，威斯科年會，二〇〇二年

葛拉漢價值投資系統的設計，是要移除流程中任何可能導致投資人犯錯的決定。這個「可」（yes）的籃子相較於另外兩個要顯得微小，因為導致「可」的投資決策很少出現。

不是所有公司都能用葛拉漢價值投資流程精確估算價值。遵循葛拉漢系統的人自然了解這一點，並換到其他容易的決定。葛拉漢價值投資者承認不知道如何精準評估一家公司，常令一些人困惑不解。蒙格曾用一個比喻說明：

孔子說過，知之為知之，不知為不知，是知也。亞里斯多德和蘇格拉底也說過同樣的道理。受教或學習是一種技能嗎？可能是，如果取決於最後結果的利害關係夠多的話。有些人格外了解自己知識的極限，因為他們必須如此。想像有個人當了職業走鋼索演員二十年，而且僥倖存活。除非他明確了解自己知道什麼、不知道什麼，否則不可能走鋼索二十年還能活下來。他非常努力，因為他知道如果有一點差錯，他就會沒命。倖存者都知道。

—蒙格，史威格專訪，二〇一四年

葛拉漢價值投資並非賣弄或嘲笑某人的聰明才智，而是做那些不太可能導致錯誤的事。

成功的葛拉漢價值投資者還會辛勤努力，降低投資的不利風險。因此在股市平淡或下滑時，葛拉漢價值投資系統通常最為耀眼。葛拉漢價值投資系統刻意設計在行情看漲期間，表現低於指數；這讓許多人困惑不解。葛拉漢價值投資系統在牛市期間表現不如大盤，不過是這種投資風格的部分本質。藉由放棄在牛市的一些有利走勢，葛拉漢價值投資者得以在市場平淡或下跌時超越大盤。就如賽斯·克拉曼（Seth Klarman）在《安全邊際》（Margin of Safety）書中寫的：「大部分投資人主要以報酬為目的，關心可以賺多少，卻很少關心風險、可能損失多少。」7他又說：「以規避風險、長期導向的回報，正好就是：長期。」8

有個故事可進一步說明這一點。有一天，一個投資人走在公園裡，看到一隻青蛙坐在池塘邊的木頭上。那隻青蛙直直看著她說：「請問，你是投資人嗎？」

投資人回答：「對，我是。為什麼這樣問？」