

價值投資

致勝 111 堂課

GETTING STARTED IN **VALUE INVESTING**

查理斯·密斯拉契 (CHARLES S. MIZRAHI) 著

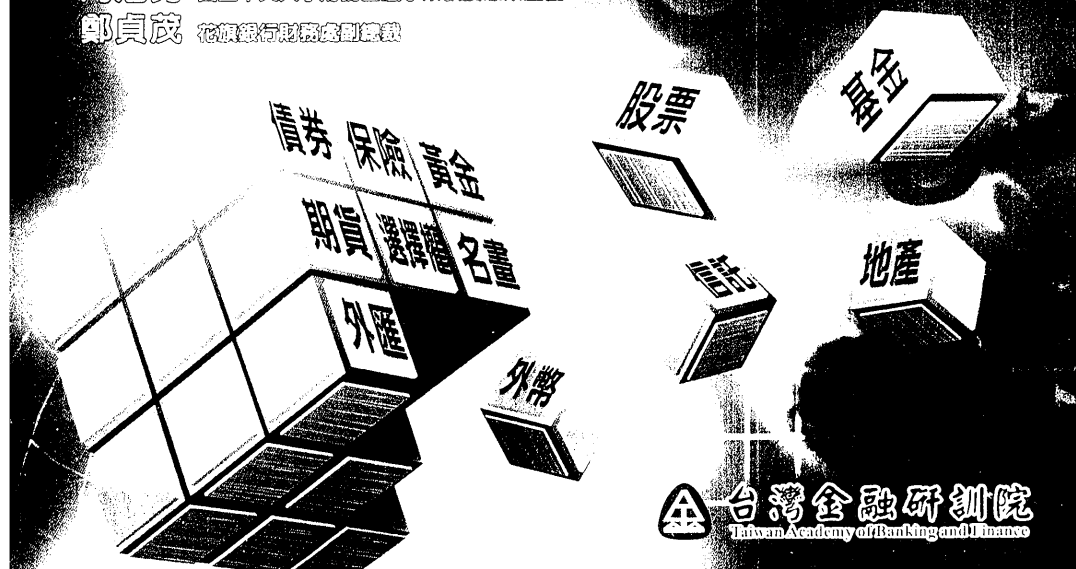
齊克用 譯

巴菲持說，投資獲利的關鍵，
在於公司的競爭優勢及其價值。

共同推薦

周冠男 國立中央大學財務金融學系教授兼系主任

鄭貞茂 花旗銀行財務處副總裁



價值投資法學習指南

效率市場假說 (Efficient Market Hypothesis) 自從 Fama 於 1960 年代提出後，便成為財務學界中一個被廣為討論與爭議的理論。簡單地說，效率市場假說認為股價難以預測，因為所有的消息會立即而迅速地反映在股價上，而消息隨機到達市場，所以股價也是隨機而不可預測。這樣推論的前提為投資人是完全理性，並且能正確地判斷消息好壞，藉由交易將其反映於股價上。

但是，根據許多心理學的研究發現，人不是完全理性的，因此在做判斷時常常產生重複的錯誤。而這些心理偏誤與許多財務實證上的股價可預測性有所關聯。近年來，由於行為財務學 (Behavioral Finance) 的興起，提出許多效率市場所無法解釋的市場異常現象。一個常被提出的股價報酬可預測現象為，價值股的報酬高於成長股的報酬。價值股的特質為低本益比，高股利報酬及高帳面/市值比的股票。學術研究發現，價值型股票的長期平均報酬高於成長股報酬，所以投資人可藉投資於價值股來獲取更高的報酬。

由於報酬的可預測現象不斷地被發現，隱含著經由快速的資訊取得及有效的資訊分析，投資大眾有機會藉由審慎選股而

Getting Started in Value Investing

Copyright © 2008 by Charles S. Mizrahi.

Chinese translation copyright © 2009 by Taiwan Academy of Banking
and Finance

This edition published by arrangement with John Wiley & Sons, Inc.,
Hoboken, New Jersey.

ALL RIGHTS RESERVED

獲得良好的投資報酬。尤其是學術研究所發現的價值投資法之高報酬現象，更是投資人可以善加利用的法則。本書詳細介紹價值投資法的意涵與實際分析過程。價值投資法的核心為詳盡分析公司的基本資料，尋找具有投資價值的企業經營模式，並強調長期投資的重要性。

台灣的投資市場長期充斥著鼓勵短線投資的訊息，使得投資人忽略投資獲利的真正來源，應該是尋找具有投資價值的公司並長期持有。本書的出版，對提升投資大眾對價值投資法的認知與應用，並回歸投資基本面分析，有非常正面的助益，是極佳的價值投資法學習指南。

周衍芳

謹識

國立中央大學財務金融學系教授兼系主任

2009.02

推薦序二

投資必須功課，不需下苦功

許多投資人經常面臨一些課題，如該投資那些標的、該短線進出抑或長期持有、該集中持有少數幾檔股票抑或多檔股票以分散風險。依個人及周遭朋友的經驗，往往是賺錢的股票就獲利了結，套牢的股票便長期持有，直到解套為止。但這樣操作的結果，雖然可以向別人誇耀自己買賣股票都沒有虧錢(因為虧錢的股票都沒賣)，但可以確定長期投資績效必定不是很穩定。於是覺得自己沒有本領投資股市，便想買基金，將錢交由專業經理人代為操作，無奈怎麼看別人的基金都賺錢，就自己手上的基金績效硬是不如大盤表現。好不容易有幾檔基金績效不錯，但遇到一次金融大海嘯，不但獲利全部吐出去，反而還倒賠。這時候專家跳出來建議，基金投資應該定期定額，看長期績效，股市表現不佳時，仍然應該持續加碼，不該停止扣款。投資人雖然照著專家的建言持續挹注資金於股市，但心情始終隨著行情起伏而忐忑不已。

讀完本書之後豁然開朗，原來投資必須要做功課，但並不需要下苦功。除非是專門短線進出的套利客，一般投資人其實沒有那麼多時間關注在金融市場的瞬息萬變，因此在投資策略上本來就應該以中長期為主，並做為未來購屋置產、小孩教育

經費或老年退休。但或許是國內產業環境變化太快，國內上市公司股價很少能歷久而彌堅，所以國人在股市操作上多數仍採取由上而下的投資策略，即觀察總體經濟景氣的榮枯，挑選景氣表現較佳的產業，再從中選取投資標的。不過人算不如天算，景氣變化趕不上行情變化，投資人即使做了很多功課，可能投資成效仍然不如預期。比較諷刺的是，本書提到共同基金的銷售部門經常大力鼓吹投資人應長期持有基金數十年，然而基金經理人投資組合的持有部位平均只有 9 個月，難怪許多人寧願自己操作，而不願意投資共同基金。

本書作者採取巴菲特由下往上的投資策略，只要從幾個簡單的財報數字，投資人便能判定哪些企業是值得長期投資的公司，並在其股價相對便宜時買進，之後無論景氣發生何種變化，長期下來，時間是拙劣公司的敵人、優秀公司的朋友，投資在優良企業的報酬表現便顯得相對穩定而又突出。在此過程中，投資人不需投入大量心力及財力尋求市場明牌，只要從相關網站免費下載公司財報，利用幾個簡單財務數字（作者特別強調不需用到微積分等高深數學），找出未來 5 至 10 年內具有相對優勢的企業，然後耐心等待適合的價位出現（不是所有好企業的股票都可以隨時買進，在很高的價位買進好股票仍有可能套牢），便完成投資程序。之後只要按時注意企業本身體質及競爭力是否發生變化即可，即使股價因為景氣不佳而下挫，此時反而是絕佳買點。舉例而言，如果名牌皮包開始打折，許多貴婦名媛便雀躍不已，準備大肆搶購一番，但奇怪的是，好公

司股價下跌時，投資人反而擔心不已，其實這正是價值投資人進場的絕佳機會。寫到此處，不禁想到一句大家耳熟能詳的話「要怎麼收穫，便怎麼栽」，投資人在投資股票之前，不妨先想想自己適合何種投資策略，我相信本書在這方面將可以提供很大的幫助。

鄭貞茂 謹識

花旗銀行財務處副總裁

2009.02

成功投資關鍵—價值型投資

化繁為簡，深入淺出，為本書的特點。如果你要找一本價值型投資的書，瞭解它並實際運用在投資，卻怕有太深入的數學或文字，或怕看不懂財務報表，本書將是您最佳的選擇！

衆所皆知，巴菲特投資之所以賺錢，成功關鍵在於「價值型投資」，因而您可以看到市面上充斥著價值型投資的書。譯者長期從事金融財經投資行業，幫台灣金融研訓院長期審查英文翻譯書，一年前審查本書時，非常驚訝其以如此簡單的敘述，卻說明了價值型投資的真正內涵，且將道理運用在實務投資上的敘述是如此完整詳盡，於是，請求研訓院若要找人翻譯此書，請讓我有機會來翻譯。如今這一切都實現了，原因只有一個，因這本書值得再三反覆閱讀。

比爾·蓋茲過去連續 13 年被富比世 (Forbes) 雜誌評為美國首富，而該雜誌卻在 2008 年全球富豪榜中，評定巴菲特為第一名。巴菲特說，懂財報的會計師以及懂經濟的經濟學家，都排不進富豪榜，其可以靠投資成為全球首富的主因是價值型投資。

巴菲特曾彎腰撿起一毛錢，旁觀者訝異地看到，心想這麼有錢的人，看到地上一毛錢，居然會撿起；此時，大師盯著他

的眼睛並對他說，這一毛錢是另一個一億的開始。本書將幫助您瞭解他如何將一毛變成一億，其內容以基本觀念開始，然後說明正確的運用方法，最後以案例仔細說明在實際投資上的運用，為專業與一般投資人研讀「價值型投資」之首選。

關於本書更多的資訊，可連結至以下網址：

<http://blog.yam.com/ckwm1/category/2282887>

黃克用

謹識

2009.02

將幸運永遠傳遞下去

感謝我的朋友和同事細讀我的手稿，他們的批評使得本書的素質大幅提升，尤其感謝雷蒙、伊拉及凱薩。派斯博士塑造了我如何決定實質價值的思考層面，以及納入安全邊際於價值型投資的重要性。

我最尊敬的兩個人丹諾和羅比，在我最需要的時候，提供鼓勵及支持。

我要感謝 John Wiley & Sons 的編輯黛博拉，願意出版我的手稿，並引導我一步一步地走過流程完成出版。麥克，一位出過 60 多本書的作者，指導、建議我，提供我非常多的出版經驗。我是如此的幸運，能得到如此具才華的團隊協助。

我虧欠華倫·巴菲特 (Warren E. Buffett) 無盡的感謝。如同他的老師班傑明·葛拉姆 (Benjamin Graham) 之前對他所做的努力，巴菲特先生持續傳承其投資哲學，講述給所有願意聽的人。他的一生匯集了智慧、道德及仁慈的典範。

我的岳父、岳母理查·米森和莎莉·米森，除了讓我娶了他們唯一的女兒外 (為了這件事，我永遠感謝他們)，他們是我一路走來鼓勵及靈感的泉源。

在成長過程中，我的雙親比利·密斯拉契與珍妮絲·密斯拉契提供了一個好環境，培養我對學習和閱讀的喜好。父母親

給我們兄弟完全的自由，讓我們找到了屬於自己的人生道路，並小心指引我們往正途前進。希望我也能對我的孩子有同樣的信心，就像他們對我們兄弟一般。

超過 25 年的時間，我的兄弟蓋瑞·密斯拉契一直是我的伙伴、知己、最直言的評論者及朋友。偉大的企業家威廉·瑞格理 (William Wrigley) 曾說過，「當兩個人做生意時，經常意見都一致，則其中一人就是多餘的」。我和蓋瑞有各自的觀點和長處，這樣的關係使得一同工作就像是充滿挑戰與收穫的旅程。

我是如此有幸，擁有任何一位父親都引以為傲的孩子：珍妮絲、比利、瑞奇、傑夫瑞和史蒂芬。我祈求你們永遠記得「上帝要求的：只要你行公義、好憐憫、存謙卑的心與你的神同行。」(彌迦書 6:8)。

我向太太愛倫致上最深切的感謝，她是一位有勇氣的真女性。「才德的女子很多、惟獨妳超過一切。」(箴言 31:29)。

我全然同意紐頓爵士 (Isaac Newton) 所言，「如果我可以看得更遠，那是因為我站在巨人的肩膀上」。我真的非常幸運，能從這麼多人身上學到如此多，現在輪到我將這種幸運傳遞下去。

CHARLES S. MIZRAHI

目錄

序 言

價值是有意義的

推薦序一	價值投資法學習指南	周冠男	/i
推薦序二	投資必須功課，不需下苦功	鄭貞茂	/iii
譯者序	成功投資關鍵—價值型投資	齊克用	/vi
謝詞	將幸運永遠傳遞下去	CHARLES S. MIZRAHI	/viii
序 言	價值是有意義的		/1

第 1 課	價值型投資的五大誤解	/11
第 2 課	價值型投資的基礎：你必須知道的事	/31
第 3 課	市場的警告：從歷史學教訓	/53
第 4 課	優秀公司就是好投資標的？	/75
第 5 課	誰在掌舵？就是經營者	/93
第 6 課	競爭：是威脅還是機會？	/125
第 7 課	重要的價值數據	/153
第 8 課	重要的營運數據	/181
第 9 課	股票價格 vs. 公司價值	/205
第 10 課	最大的敵人是你自己	/247
第 11 課	價值投資的最後箴言	/263

辭彙表 /291

註 釋 /295

遵行價值型投資35年以來，我看不到價值型投資的發展趨勢。這似乎存在著一些人性特質，使得一件容易的事變成很困難¹。

—華倫·巴菲特 (Warren Buffett)

在一個涼爽的秋天下午，天色開始暗了下來，母親和我正在享用一壺花茶。母親說，「我就是沒有投資的頭腦，別浪費你的時間了」。我母親對投資的議題總是避之唯恐不及，因為對她而言，與投資相關的事，如同一個大黑洞，是一個資訊會被吸走而不復見天日的地方，我無法責怪她有這樣的想法。從我青少年時期以來，她每次看見我時，不是手捧著書，就是一頁頁地翻閱著公司最新的財報，潦草地抄寫著筆記，並計算個不停。父親長久以來掌握家庭財務，到現在依然如此，但我深信母親對管理錢財也有些概念。

在我進一步懇求後，她給了我 2 分鐘的時間說話。2 分鐘過後，如果她仍然聽不懂，就不要再談這個話題了。坐在餐桌旁，我知道這是我唯一的機會，千萬不能搞砸。「媽，妳買半加侖的牛奶付了多少錢？」

她毫不猶豫地回答「1.49 美元」。如果在超市裡，牛奶要賣 4.99 美元，她會買嗎？「你瘋了嗎？不可能會買。」這就是她給我的回答。如果同樣的牛奶在另一家超市賣 0.79 美元，她會買嗎？「我可能會一次買 3 瓶」，她滿臉笑容地回答。

我說，「媽，你剛才說的就是價值型投資的精髓：只在物超所值的時候才會買，不然就繼續尋找，其餘的話都是一些評論罷了。」

將清水變污泥的奇蹟

華爾街有將簡單的事變成異常複雜的能耐。好比綠野仙蹤，華爾街擅長將事情複雜化、混亂化並使人心生畏懼，即使是中等智商的人都會覺得自己很愚蠢。華爾街經常說的是一套，卻叫投資人做相反的事，尤其是將自有資金投資共同基金的時候。共同基金的銷售部門大力鼓吹買進，並長期持有數十年，然而該共同基金的經理人，其投資組合的持有部位平均只有 9 個月。

本書將帶你穿越層層阻礙，做出合理的投資決定。讀過本書，你將能掌握全局而做投資決定，知道哪種股票可以買，更重要的是，避開不該買的股票。你將對華爾街過去 70 年以來，行之有年的運作方式，從根本去深入瞭解。最後你的獲利能有多好，那就得看你對情緒的掌控有多成功，以及不隨著華爾街最新流行風潮而起舞的功力。

邁入二十世紀時的股市

一百年前，股市有效的監管制度不存在，因此內線交易和公開操縱股市的行為可以說是司空見慣，對於一般的投資人極為不利。到了西元 1910 年，紐約證券交易所 (NYSE) 為那些財務資訊不願意揭露的公司，保留了一個特別的「未掛牌部門

(unlisted department)」。1926 年，9 成在紐約證券交易所掛牌的公司都繳交了某種形式的財務審計報告，但直到 1933 年與 1934 年的羅斯福 (Franklin D. Roosevelt, FDR) 時期改革之前，財務審計仍非必要的。許多所謂較佳的登記上市股票，在大眾還沒機會出價買進前，就已經私下以較高的價格賣給了特定人。在 1920 年那個充滿陋習的年代，超過 100 家紐約證券交易所掛牌的公司固定其股價買賣，那時似乎沒有方法可以補救這些問題²。

在極度缺乏正確財務資訊之下，投資人倚賴占卜及迷信來買賣股票。J.P. 摩根是 1900 年代最有權勢的銀行家及金融家，他曾說過一句名言，「百萬富翁不需要占星術，但是億萬富翁需要。」

這段期間裡，投資人找尋一切能幫他們預測未來股票價格的方法。在邁入二十世紀時，甘氏 (W.D. Gann) 被其信徒稱為財務金融占星學之父，他相信特殊幾何型態和角度具有獨特的特性，可以用來預測價格走勢。1934 年，道瓊理論 (Dow Theory) 是以道瓊工業與運輸平均指數的股價變動趨勢為基礎的理論，隨後獲得大眾的認同。1938 年，艾略特 (Ralph Nelson Elliot) 提出了艾略特波浪理論 (Elliot Wave Theory)，該理論指出股票市場的漲跌脈動會重複循環，因此可分出所謂「波浪」的型態。信不信由你，趨勢線、價格型態、占星學和

波浪，只是其中幾個能讓投資人用來預測價格走勢的方法，可能還要再等好幾年，才会有不同觀察市場的方式出現。

數以千計的專家們研究超買指標、超賣指標、頭肩型態、賣權買權比、聯準會貨幣供給政策、境外投資、天空星宿的移動及橡樹上的青苔，而這些方法都不能持續而準確地進行市場預測，他們的預測能力，相較於那些透過擠壓鳥胗來為羅馬君王預測匈奴何時會突襲的占卜者，也好不到哪裡去。³

—彼得·林區
(Peter Lynch)

新思維的曙光

1914 年，葛拉姆 20 歲的那一年，他從哥倫比亞大學畢業，學院中有三個系所——英文系、哲學系和數學系，都希望他能加入，然而葛拉姆卻選擇做一個分析師，開始經營投資合夥生意，他在華爾街創造了自己的財富。1934 年，班傑明·葛拉姆和大衛 (David Dodd) 合撰的《證券分析 (Security Analysis)》一書，規劃後世稱為價值投資的思考架構，是一本特別為專業投資人而寫的書。這本著作好比一道光芒，穿透了層層的迷惑。1949 年，葛拉姆持續進行他先前寫過的一本書