



寰宇智慧投資 437



哥倫比亞商學院 必修投資課

Pitch the Perfect Investment:
The Essential Guide to
Winning on Wall Street

保羅·桑金 (Paul D. Sonkin) & 保羅·喬森 (Paul Johnson) — 著

黃嘉斌 — 譯

寰宇出版股份有限公司

1

Part

完美投資

推薦序／帶你走向達成完美投資的一步	005
前言	009
導論	029
Chapter 1・如何評估資產價值	056
Chapter 2・如何評估企業價值	075
Chapter 3・如何評估競爭優勢與成長的價值	109
Chapter 4・如何思考證券的內含價值	174
Chapter 5・如何思考市場效率	194
Chapter 6・如何思考群眾智慧	227
Chapter 7・如何思考行為金融學	288
Chapter 8・如何藉由研究增添價值	340
Chapter 9・如何評估風險	376



2

Part

完美推薦

Chapter 10 • 如何選擇證券	422
Chapter 11 • 如何組織訊息內容	459
Chapter 12 • 如何傳遞訊息	486
謝詞	529
藝術謝詞	533
作者小傳	537



帶你走向達成完美投資的一步

台灣最大的基本面資訊平台與社群 財報狗

這是一本進階的價值投資書籍，《哥倫比亞商學院必修投資課》（原文書名：《Pitch the Perfect Investment》），從書名就能了解到作者想告訴你什麼是完美投資機會的野心。本書是由哥倫比亞商學院教授所撰寫，他們在哥倫比亞大學開設進階價值投資課程時，因為找不到適合的教科書，兩位作者就決定自己推出教科書來授課。

這本書有三點我認為特別值得注意的地方。第一點是它能夠幫助你了解整個投資世界。大多價值投資書籍內容偏向方法論，告訴你投資該怎麼做，怎麼分析投資機會。但本書能告訴你價值投資以外的世界，帶你接觸其他的投資理論。例如，尤金·法馬的效率市場理論，以及心理學衍伸出的行為經濟學，這兩套理論都是現今的主流，它們乍看之下互相違背，但其實這兩種方法都存在於真實世界上，並且同時有證據能證明這兩者同時存在。像這種價值投資以外的理論，這本書也會跟你一一介紹，並告訴你要如何利用它們。

第二個重點則是這本書告訴你，為什麼別人不用這套方法賺錢，而這點非常重要。



判斷一個投資有沒有效，可以分成三個層級來看。第一個層級是歷史上有沒有人或任何數據來證明投資有效。第二個層級是這些方法為什麼有效，有沒有一套合理的理論來證明、推論方法有效。探討前述兩種層級的書其實非常多，但是探討第三種層級的書籍卻少之又少。

那什麼是第三個層級呢？第三個層級是在說明如果一個投資方法有用，為什麼其他人不使用這種方法。大部分的書籍並沒有討論到別人為什麼不用某一種投資方法，也沒有解釋為什麼這些投資方法會存續。本書則解釋了價值投資為什麼能夠賺到超額報酬，超額報酬是怎麼出現的，其他人為什麼不用。

舉例來說，本書向讀者說明效率市場有什麼缺失，在什麼樣的時機點可能會出現問題。一旦你知道效率市場可能無效的時機，就能更有方向和系統地從發生缺失的地方找到機會。在研究新的投資時，也能有更系統化的方法找到機會存在的原因，檢視為什麼自己能有這個投資機會。

第三點是本書的一大重點，那就是教你怎麼和他人介紹自己的投資機會。這並不是每個人都有的需求，卻是一個值得深入學習的方法。因為當你寫下自己的投資方法時，不僅能報告給別人看，在整理的過程中，也能很有條理、很有邏輯的梳理自己的想法，進而更了解自己的想法。

我們所有的判斷標準與模型，都是由過去的資料和經驗建立，透過書寫的彙整，更能了解自己的模型是什麼，就能更有效率地尋找標的，檢查自己有沒有漏掉可能的風險。研究出好的標的，讓人能拿到好的報告，呈現好的分析及內容，自己和對方都能受惠。

由衷的希望接觸這本書的讀者，能從中了解投資的世界觀，並且建立一套自己的模型，時不時檢視自己的模型是否有缺漏，找到屬於自己的完美投資方法。

繪畫創作不能算先定稿，創作過程，畫作會隨著想法而變動，完成之後，畫作們就會隨著觀賞者的心態而變動，就如同其他生物一樣，畫作有著自己的生命，內涵會隨著我們生活的變動而改變，這是理所當然的，因為畫作是透過觀賞者而展現生命。

——畢卡索 (Pablo Picasso)

上述引用畢卡索的評論，剛好反映我們對於這本書的感覺，這三年的寫作過程中，本書內容持續因為我們的想法改變而變更，我們曾經多次向本書最有耐心的編輯比爾·法隆 (Bill Falloon) 解釋，我們為什麼又要錯過再一次截稿日期；但我們再三向他保證，「你將得到一本全然不同的書，內容絕對符合當初的約定。」

現在，本書終於完稿，我們覺得很興奮，將目睹所創造的作品「踏入大千世界」。就如同畢卡索的創作一樣，我們的書也會有自己的生命，我們呈現的概念將被仔細檢視與評估，有些會被接受，有些被拒絕，我們知道，書中的概念將因為讀者的「創造性破壞」，而繼續拓展或被捨棄。關於此兩者，我們都張開雙手歡迎。

1935年，與藝術史學家亞列斯丁·李爾沃 (Christian Zervan) 的對話，收錄在《畢卡索論藝術》(Picasso on Art and Other Aphorisms, New York: Viking, 1962)。

以保證，法隆曾向 (Paul Seroussi) 的統籌部，「本書的同學」一稱道著一

並，國際財務會計準則委員會可將國際商業匯票證券作為備用的歷史先驅，投資者應對國際匯票證券的利率和匯率風險進行適當方法為什麼有效，有沒有一套合理的理論來支撐對匯票證券的利率和匯率風險的估計這兩種問題的書其實非常多，但是探討第二種問題的書就很少之又少。

那什麼是第三個問題呢？第三個問題是在說明如果一個投資方法有用，為什麼其他人不使用這個方法。大部分的书並沒有討論到別人為什麼不用某一種投資方法，也沒有解釋為什麼這些投資方法會停滯。本書則解釋了價值投資為什麼能夠得到長期報酬，長期報酬是怎麼出現的，其他人為什麼不用。

舉例來說，本書向讀者說明效率市場有什麼缺失，在什麼樣的時機點可能會出現問題。一旦你知道效率市場可能無效的時候，就能更有方向和系統地從發生缺失的地方找到機會。在研究新的投資時，也能有更系統化的方法找到機會存在的原因，檢視為什麼自己能有這個投資機會。

第三點是本書的一大重點，那就是教你如何和其他人介紹自己的投資機會。這並不是每個人都有的需求，卻是一個值得深入學習的方法。因為當你寫下自己的投資方法時，不僅能警告給別人看，在整理的過程中，也就更有條理，更有邏輯的梳理自己的想法，進而更了解自己的想法。

我們所有的判斷標準與模型，都是由過去的資料和經驗建立，透過觀察的發現，更能了解自己的模型是什麼，就能更有效率地尋找的，檢查自己有沒有漏掉可能的風險，研究任何的標的，讀入他年刊好的報告，是現好的分析與內容，自己能夠方便地受惠。

繪畫創作不能事先定稿。創作過程，畫作會隨著想法而變動。完成之後，畫作仍然會隨著觀賞者的心態而變動。就如同其他生物一樣，畫作有著自己的生命，內涵會隨著我們生活的變動而改變。這是理所當然的，因為畫作是透過觀賞者而展現生命。

——畢卡索（Pablo Picasso）¹

上述引用畢卡索的評論，剛好反映我們對於這本書的感覺，因為三年的寫作過程中，本書內容持續因為我們的想法改變而變更。我們曾經多次向本書最有耐心的編輯比爾·法倫（Bill Falloon）解釋，我們為什麼又要錯過另一次截稿日期；但我們再三向他保證，「你會得到一本全然不同的書，內容絕對勝過簽約當時的約定。」

現在，本書終於完稿，我們覺得很興奮，將目睹所創造的作品「踏入大千世界」。就如同畢卡索的創作一樣，我們的書也會有自己的生命，我們呈現的概念將被仔細檢視與評估，有些會被接受，有些被拒絕。我們知道，書中的概念將因為讀者的「創造性破壞」，而繼續拓展或被捨棄。²關於此兩者，我們都張開雙手歡迎。

1 1935 年，與藝術史學家克利斯丁·澤爾沃（Christian Zervos）的談話，收錄在《畢卡索論藝術》（*Picasso on Art*, ed. Dore Ashton, New York: Viking, 1972）。

2 以保羅·薩繆爾森（Paul Samuelson）的話來說：「不精確的科學……將隨著一



本書寫作的宗旨，是在證券分析與基本投資領域裡教導與拓展人們的心智。但願本書就如同畢卡索的畫作一樣，長命萬歲。

如同保羅·桑金（Paul Sonkin）常說的，「撰寫書籍跟被列為共同作者，是全然不同的兩回事。」雖然我們兩人過去都曾經被列為共同作者，但這是我們真正撰寫的第一本書。多年以來，我們一直希望有機會能夠寫書，但總是會被一些事情干擾，始終沒有時間投入。2013 年夏天，在桑金的朋友雅利杭德拉（Alejandra）熱心鼓勵之下，我們終於決定寫這本書。

如同人生的許多事情一樣，諸多的偶然促成了我們之間的合作。2013 年 10 月 4 日星期五，在紐約市皮埃爾酒店（Pierre Hotel）舉辦的第 23 屆「葛拉漢與陶德年度早餐會」（Graham & Dodd Breakfast）會後，保羅·桑金與保羅·喬森閒聊著，桑金提到他正計畫寫一本書。喬森問：「書名是什麼？」桑金回答：「《完美推薦》（*The Perfect Pitch*）」。喬森表示：「很有意思。我一直想要寫一本叫作《完美投資》（*The Perfect Investment*）的書。」那天早晨回到辦公室之後，我們開始透過郵件溝通想法，而且很快就發現我們兩人的計畫彼此互補。桑金強調陳述與推薦在投資概念產生與運用的過程中所發揮的關鍵功能，喬森則專注於追尋值得推薦的投資概念。經過一番討論之後，我們發現這兩本書實際上是一個銅板的兩面，所以我們顯然應該合作寫一本書。

除了構想互補之外，我們兩人相識將近二十年，處理投資的方法相似，而且我們也彼此欣賞對方。還有，合作想必也很有趣。隨後幾個星期，這本書的架構逐漸成形，我們把計畫向出版商提案，並決定書名為《推薦完美的投資》（*Pitch the Perfect Investment*，編

場場的葬禮而進步。」

按：繁體中文版書名為《哥倫比亞商學院必修投資課》）。

我們之間友誼的醞釀，起始於 1994 年 9 月，桑金當時是哥倫比亞商學院的學生，選修了喬森開設的證券分析課程。桑金與其他二十位學生很喜歡喬森的講課內容與授課方式，所以他們試圖說服他下個學期重新開班。桑金前往和喬森溝通這件事時，喬森說：「我已經把我所有的東西都教給你們了。」桑金說：「沒關係，你可以把相同的東西再教一次。」當然，喬森重新準備了新教材，課程也深受歡迎。

隔年夏天，桑金成為喬森證券分析課程的助手，到了 1995 年秋天，他成為正式的助教。然後，1996 年春天，桑金晉升為副教授，而且在隨後 16 年期間繼續任教於哥倫比亞商學院，班級成員最後甚至超過 450 人。撰寫這本書時，喬森已經擔任副教授長達 25 年，曾經開設四十多門不同的投資課程，學生人數超過 2,000 人。

關於桑金撰寫這本書的歷程，應該要從他在 1995 年 5 月畢業開始說起，他先在微型股價值投資傳奇人物查克·銳思（Chuck Royce）的機構擔任研究分析師。上班的第一天，他就發現自己的準備不夠。他雖然覺得自己相當能夠掌握研究程序，卻不擅長陳述或表達相關資訊，以致無法說服投資組合經理人接受他的建議。另外，他很快就發現，他的許多同學也面臨相同處境。桑金記得自己曾經接到老同學的電話，告訴他：「我第一天上班，老闆過來打招呼，看看我是否待得習慣，然後丟了一份年度報告在我桌上，他說：『說說，你怎麼看？』我甚至還沒有機會提出任何問題之前，他就走了。我現在應該怎麼辦？」

為了應付這方面的缺失，桑金在 1996 年春天第一次開了一門



稱為「基本研究技巧高級研討」(Advanced Seminar in Fundamental Research techniques)的課，宗旨是教導學生擔任證券分析師工作必須具備的相關技巧。上課的第一天，他就告訴學生：「如同你進『頂尖技術學校』(Apex Technical School)是為了學習如何焊接，這個課程則是教導各位如何擔任證券分析師。這是個技職課程，教導你們如何做好這份工作。」最初，桑金的教材強調的是基本研究技巧，課程的期末作業則要求每位學生就他所認同與推薦的某支股票，提出 20 分鐘的心得簡報。這些簡報實在無聊透頂，尤其對桑金這個 5 歲的時候就被診斷罹患注意力缺失症的人來說，聆聽他們的報告根本就是難以忍受的煎熬。由於他缺乏耐性，經常等不到 1、2 分鐘就打斷同學們的簡報，開始提出問題。

基於這樣的經驗，桑金全面顛倒了整個課程的內容結構。期末作業仍然是簡報，但研究是為了輔助這場簡報的陳述和表達，而不是相反過來。桑金認為，學生們如果能夠提出具有說服力的陳述，就表示他們已經做了充分的研究。這個程序鞏固了桑金的信念：任何優秀的投資建議，其根基在於推薦陳述。

桑金如此調整他的授課內容，其實還有另一個影響因素。1995 年秋天，桑金旁聽派特·達夫 (Pat Duff) 的「高級證券分析」(Advanced Security Analysis)，³課程要求學生從指定的產業中挑選股票，而達夫邀請了一些投資組合經理人到課堂上，由學生向他們提出簡報。這些投資組合經理人，譬如傳奇投資人迪克·吉爾德 (Dick Gilder)，往往會不留情地挑剔學生簡報的陳述內容。桑金後

3 高級證券分析課程最初是由吉米·羅傑斯 (Jimmy Rogers) 負責授課，後來交給派特·達夫，然後加入約翰·葛利芬 (John Griffin)，最後交給大衛·葛林斯班 (David Greenspan)。