

商周出版
新商業周刊叢書

WILEY

核心投資法則

華倫·巴菲特的投資組合

The Warren Buffett Portfolio

Mastering The Power of
The Focus Investment Strategy
by Robert G. Hagstrom

羅伯·海格斯壯◎著
陳人麒◎譯

完整揭露巴菲特投資策略與奧祕的最新著作

政治大學金融系副教授 李桐豪
【專文推薦】

核心投資法則

華倫·巴菲特的投資組合

The Warren Buffett Portfolio

Mastering The Power of The Focus Investment Strategy

by Robert G. Hagstrom

羅伯·海格斯壯◎著 陳人麒◎譯

〈新商業周刊叢書出版緣起〉

期待中國的商業烏托邦

何飛鵬

九七年，現代中國處在劇變中，大陸與香港沉陷在回歸的熱潮裡，變動中有疑慮有期待；台灣則努力修憲中，雖然打得頭破血流，但總算找到結論。

亞洲的中國政治舞台雖然充滿變數，但經濟商業領域完全不受影響，台灣的電子業，動輒以千億的投資，推砌「台灣科技島」的未來，大陸則以每年接近兩位數的經濟成長率，說明中國經濟發展正在極限加速！

這樣的發展，頗符合小老百姓的心情：政治是野心家及政客的事，無法管也管不著，只好埋頭做自己的事：賺錢，改善生活。中國經濟的發展，或許正是在這樣的心情下，逐步累積而成。十年前我們埋首創辦《商業周刊》，出版商業叢書，是用這樣的心情。十年之後，「政經分離」的無奈仍在，我們仍然只能在中國商業環境上努力，政治上只能期待明天會更好！

不過，回首這十年來我們所出版的書籍，在態度上的改變甚大，原因在於台灣已經從開發中國家，逐漸邁入已

開發國家之林，讀者對商業知識的需求也從飢渴的全盤接受，到講求專業、深度、即時與不斷更新。

當然，商業周刊出版公司在內部也做了結構性的轉換，我們結合了有共同理念的兄弟公司——麥田出版與貓頭鷹出版社，共同成立城邦出版集團，這象徵著我們和所有中國的讀者寫下承諾，願意在知識的傳播路上，與所有的讀者們攜手前進。

「新商業周刊叢書」與「Q&A新系列」，重新調整步伐，用嶄新的面貌，與大家見面，也就成為理所當然的事。這兩個系列，可說是商業周刊出版的招牌書系，就像十年前一樣：「我們用商業周刊每週替讀者分析、回顧商業變動，我們也用商周叢書，為社會推動基礎商業知識和教育。」不同的是，商業的基礎教育步調更快，著力更深，早期的每月一書已無法滿足讀者需要，每週一書或更多，也許更符合時代的腳步。

這兩個書系共同的願望是——期待二十一世紀中國商業烏托邦的來臨，我們希望在表象活力充沛的商業活動，更能有商業文化的內涵，其中包括一個沒有政策扭曲，交易無障礙的商業環境，也包括無數組織嚴謹，競爭力無限的企業體。當然還有能力全面、知識豐富，具有國際眼光的企業家與工作者，這樣的組合，將是現代中國邁向已開發

國家的保證。

不過目標雖一致，但在編輯及使用上，這兩個書系也各有特色，「新商業周刊叢書」係針對個別命題，以結構嚴謹的方法，徹底解說。「Q&A新系列」，則仍維持「百問百答」的寫作方式，方便讀者從問題中尋找答案，快速解決心中的疑惑。

在選題上，這兩個書系放棄議題大小的考量，只要對讀者有用，議題再冷僻，我們都願意為讀者做，或許時間會幫助我們完成願望：讓商業周刊出版的書，填寫商業活動的每一個角落。

（本文作者為商業周刊出版公司發行人）

〈推薦序〉

我讀《核心投資法則》

李桐豪

當商周出版寄來這本《核心投資法則》的初稿時，我便迫不及待的將此書仔細讀完。任何投資人應該都與我一樣，對於巴菲特成為華爾街傳奇人物的秘密感到好奇。這本書確實能充分說明華倫巴菲特投資策略的秘訣，而投資人如果真能依循本書所說明的原則投資股票，其長期獲利的能力應該是可以預期的。

《核心投資法則》是否與現代投資學者所倡導分散風險的投資理論相違背呢？在我看來，這兩種投資哲學並非完全背離，甚至在某些方面它們是一致的。不過，華倫巴菲特的投資觀念也敦促著現代投資理論學者，在投資前提設定方面更應該要反應投資人的心態才是。

首先，華倫巴菲特的「核心投資」概念本身就與分散並且長期持有的現代投資理論一致。尤其，我們若將「核心投資」用於台灣的股市，分散投資個位數字的股票就足

以充分分散非系統性的風險。國內投資人與法人機構實在沒有必要作過度分散的投資。

再者，國內學者積極鼓吹降低台灣股市周轉率的投資行為，也與華倫巴菲特提倡長期持有所投資股票的理念是相同的。國內投資人每天在證券號子內殺進殺出真能致富的機會其實是不大的。試想，投資人每周進出股市一次，就算能賺取到交易成本，一年下來至少將原先投資的百分之三十送給了財政部與證券業。然而，能找到並長期持有這些績優公司的股票，則不僅收益豐厚而且節省了巨額的交易成本，這樣的投資策略應該才是正確的。

不過，現代投資學者也應該向華倫巴菲特請益。現代投資學的主流將「風險」觀念與標準差(或變異數)相連結的便宜行事，顯然與華爾街如何對待風險的實務不同。現代投資學者不重視投資人擔憂股票下跌而非上漲的傳統，是我們主流投資學者應該檢討的。儘管區隔股價漲跌對於投資人心理不對稱的影響，將使得投資理論的演導變得更複雜，但是學者仍不應該因此就忽略投資人的實務操作習慣。畢竟，投資學應該是一門實用，而非只是學者追求理論完美卻無視市場需求的學問。

投資的理論固然是科學的，但是投資的實務操作卻是

一項藝術與紀律。投資人對於買賣股票所依據的資訊，要能系統性整理與判斷，並且依一定的原則進出股市。

此外，不隨人云亦云而有自信的投資股票，也才能長期獲得較佳的收益。《核心投資法則》一書就清楚說明了如何建立績效評估指標，投資策略原則以及市場心理。這應有助於投資人建立正確的股市操作概念，而活用這些概念的終極，將使投資人成為股市中的哲學家，投資不僅是為了獲利，也代表了投資哲學的體現。

股票投資獲利的潛力使得各類尖端科技理論都先後被用到此一市場之中。類神經網路、基因演算、混沌理論與模糊邏輯等都是華爾街投資者所熟知的高科技工具。本書也為這些新投資技術提供了部分的入門說明。雖然讀者無法在讀了這些說明後就成為箇中高手，但至少能瞭解到股市的複雜性與困難性，並為未來的投資研究者提供了深入探索的動機。

隨意投資股票的結果是多變的，而建立正確的投資觀念才能避免投資錯誤的損失。熟讀《核心投資法則》，不僅讓我們瞭解大師的投資哲學，更為我們提供學習大師投資方式的機會。本書的淺顯文筆使得社會大眾能夠輕鬆的理解成功投資背後的道理，實在是值得對股市投資有興趣人

如今我體會到，要獲得水平以上的報酬，不只是要選

士閱讀的一本書。

（本文作者為政治大學金融系副教授）

李桐豪

〈前言〉

智慧型投資

上一本書《勝券在握》主要是探討華倫巴菲特選股時，所採用的投資工具或投資策略，讀者可因此學習到巴菲特的做法，自行分析企業的成長潛力，決定投資標的。

上本書的暢銷，證明書中內容對投資人有極大的啓發與助益。銷售量超過六十萬本，發行十二種語言，廣受機構法人和個別投資人的好評，而學術界與企業主管亦相當推崇。直至今日，來自於讀者和媒體的意見都相當正面。換句話說，《勝券在握》一書確實能教導大眾如何有智慧地投資。

《勝券在握》一書的成功證明巴菲特投資哲學的成功。他的聰明才智吸引了上千萬投資人的目光，而他輝煌的投資紀錄，也令專業投資法人爲之著迷，包括我在內。這一切都使得巴菲特成爲現今最受歡迎的投資大師。

《核心投資法則》新書是《勝券在握》的姐妹作，而非續集。原本我只想簡單介紹兩個重點：架構與認知，簡單地說，就是組合管理與智慧。

如今我體會到，要獲得水平以上的報酬，不只是要選

對股票，更重要的是建立投資組合。要成功地建立核心投資組合，必須透澈地理解股價波動以及其對個人行為的影響，此外還需具備特定的個人氣質。這些因素我們都會在詳細說明。

這兩本書是彼此互補：《勝券在握》介紹選股工具，《核心投資法則》則告訴你如何建立核心投資組合，以及管理投資組合所需的智慧。

自從出版《勝券在握》一書後，我的所有投資都是依據書中的原則。我所管理的里格梅森基金就是最好的例證。直到現在，結果都非常令人滿意。

過去四年來，除了累積核心投資組合管理的經驗，我還學到不手寶貴的教訓。巴菲特相信，對於數學與機率有基本的認識非常重要，此外投資人還必須了解市場心理。他特別警告，依賴市場預測會有極大的風險。然而，在每一項領域中，他的論述都非常有限。市面有很多作品分析他如何選股，但是關於機率、心理學和預測的分析就相對地少很多。

但這並不減損他們的重要性，相反地，更激發我填補這些空白的決心。我尋求數學家索普博士的協助，以更深入解機率相關理論；蒙哥則幫助我認識誤判心理學，米勒則教導我複雜適應系統科學。

目錄《核心投資》

本書第一章主要是簡介核心投資的概念和重要元素。第二章到第五章為本書的第一大部分，分就學術界和統計學的理論基礎闡明核心投資，並介紹數位有名核心投資大師的投資經驗。

我們不僅對核心投資所需的智慧感到興趣，對於核心投資的行為理論更是想一探究竟。不幸地是，直到現在，關於核心投資的歷史性資料對這方面的論述，少之又少，也沒有任何有意義的統計數據。不過即將有新的研究會改變這種情況。

過去兩年來，萊姆迪南博士和我針對核心投資的理論與流程，共同進行一項研究。我們在不同期間，深入觀察3000種投資組合案例，與現今共同基金經理人和機構法人採用的分散投資，做深入地比較。研究結果以正式的學術專文發表，題目為核心投資：最佳積極型投資組合策略與被動型管理。我們將於第四章敘述此項研究結果。

第六章到第八章是本書的第二大部分，主要討論數學、心理學和複雜科學。也許有人會覺得奇怪，我們為何要討論這看起來不相關的領域。但我認為，如果不了解這些原則，就無法真正建立核心投資組合。

最後，第九章敘述核心投資大師的特徵，並告訴你如何採用核心投資策略，建立自己的投資組合。

《核心投資法則》目錄

〈出版緣起〉	期待中國的商業烏托邦	何飛鵬	II
〈推薦序〉	我讀《核心投資法則》	李桐豪	V
〈前言〉	智慧型投資		IX

第一章 核心投資 002

兩種主流投資組合

全新的選擇

全方位的思考

第二章 現代投資理論大師 026

格拉罕的啟蒙

風險與報酬的連動性：馬可維茲

風險的數學定義：夏普

效率市場理論：法馬

巴菲特的另類思考

新的投資理論正在成形

第三章 巴菲特學派超級投資人 050

約翰·梅納德·凱因斯

巴菲特合夥公司

查理·蒙哥合夥公司

水杉基金

評估心態的三種層級
在複雜的環境裡投資
百變的模式

勞·辛普生

虛擬核心投資者

柏克夏·哈薩威公司

盲目的大眾

核心投資人的警示

第四章 另類績效評估指標

共同基金的雙重標準

龜兔賽跑

注重基本面的分析

總體盈餘

以經驗為師

不積極買賣股票

第五章 巴菲特投資準則

市場準則：如何評價標的公司

財務準則：市值成長與保留盈餘一致

經營準則：創造股東價值

成長與價值的爭辯

巴菲特與科技類股

重新檢視股票分析模式

學禮寶財 章六第

創業率謝

群到歸主的事謝

用重率謝的華巴

案實姓行險圖富·視圖類

案實姓樂口口可

望謝計卦鼎味應

實姓動精創冠

關育率謝服勝也 086

辦思的預

影市與創野率謝

圖美的字據

269

學財心寶財 章十第

281

主共學市

要小件謝

學辭類 114

氣受姓的劍風

學野小實姓小謝

辦系顧隨合謝 章八第

新經的翻轉脈財

創野實姓典古

赫系顧隨合野

服職罷去·關登

第六章 投資數學

146

機率理論

機率的主觀詮釋

巴菲特的機率運用

威爾斯·富國銀行投資案

可口可樂投資案

凱利最佳化模型

保險就像投資

一切都跟機率有關

新的思維

機率理論與市場

數字的美麗

第七章 投資心理學

186

市場先生

誤判心理

行為財務學

風險的接受度

核心投資心理學

第八章 複合調節系統

212

預測神話的毀滅

古典經濟理論

複合調節系統

愛爾·法羅難題

預估心態的三種層級
在複雜的環境裡投資
百變的模式

投資心對

第九章 如何成為投資強棒

244

投資強棒要件

核心投資人的警示

華爾街的愚昧

投資與投機

見賢思齊

附錄 A

269

附錄 B

281

- 財報
- 區分對數與連比亦為投資計算要點
- 入資對公對長短期

林有正・謝平一

核心投資原則其實很簡單：

選擇長期獲利高於平均水準的績優股，

將資金重押在這幾檔股票上，

不論短期股市如何震盪都要長抱不放。

核心投資的過程包含下列步驟：

- 以巴菲特的投資選股原則評估企業，
選擇十到十五家未來獲利成長能延續過去高獲利的績優股。
- 分配投資資金時，
要將大部分資金集中投資於未來獲利高度成長的企業。
- 只要市場不持續惡化，
保持投資組合不變至少五年(有可能的話，愈久愈好)，
同時做好心理準備，
不管股價如何波動都要保持冷靜。

• 要如何找尋績優股？選股原則及以舊章內中其末端大要

份幣大膽運用，在選股學識與判斷一景實其資財心切

要非僅此也，現選股學識與判斷一景實其資財心切

這，而選股學識與判斷一景實其資財心切

我永遠記得與華倫·巴菲特的那次專訪，他所說的每一句話到現在都還深深印在我的腦海中，主要是因為這次專訪讓我重新思考觀念性的問題，而且他對投資組合管理的看法和操作策略，也明顯與目前一般市場的方法不同。他所主張的核心投資，一直被業界忽視，但卻非常重要，而這種投資策略與目前許多資深投資人的操作方法背道而馳。

許久以來，基金經理人被好萊塢影片塑造成相當刻板形象，好像他們都可以同時接聽兩支電話，然後心神不寧的盯著電腦螢幕，瘋狂地抄寫數字，如果電腦顯示的股價有些微的下跌，就狂敲電腦鍵盤查詢。

巴菲特被公認為是全球最成功的核心投資大師。不過這位世界最偉大的投資大師給人的印象竟然是「說話溫和」、「腳踏實地」，還帶點「爺爺的味道」。他的投資策略一向發自於其天生的自信和絕對的冷靜，也因此成就了傳奇性的操作績效。他的一舉一動無庸置疑地牽動著整個投資界的目光，所以巴菲特的核心投資策略實在值得我們去深入探索其中的意義以及操作過程。

核心投資其實是一個相當簡單的觀念。但就像大部份簡單的概念一樣，它根植於許多繁瑣的原則。我們首先要仔細了解這觀念的內涵，並觀察所有相關的影響層面，就

可以發現核心投資策略的深度、本質和它簡單外表下深沉而穩固的理論基礎。

在這本書裏，我們將一步步探索這些相關的概念。到目前為止，我只有簡單提到核心投資這個概念，陸陸續續還會有更深入的探討。本章最重要的目的是要凸顯本書的企圖，那就是提供投資人一種新的面向來思考投資策略及投資組合的操作。

我要先在此明白的提醒大家，接下來準備要接受的觀念，有可能和目前一般股市投資策略完全相反。打個比方好了，新舊觀念的差距就如同一般基金經理人在好萊塢影片中給人的刻板印象，與巴菲特個人形象的差距一樣，差了十萬八千里。

核心投資的原則其實很簡單：選擇長期獲利高於平均水準的績優股，將資金重押在這幾檔股票上，不論短期股市如何震盪都要長抱不放。

看了上述簡要的說明，我相信你的心裡一定還有一些疑問，例如：

- 要如何找尋績優股？
- 投資組合中要有多少種股票？
- 如何界定持股集中度？
- 到底要持股多久，才叫做長抱不放？

最後，你可能會問這樣的一個問題：

- 爲什麼我要如此操作？這對我有什麼好處？

接下來的幾章我將一一回答上述問題，本章只從幾個大家比較熟悉的議題開始，介紹核心投資的發展過程。

兩種主流投資組合

目前所有的投資組合操作其實不外乎是兩種投資策略的拉鋸戰：積極型或投資組合指數型的投資組合。

積極型的投資組合操作就是基金經理人不斷大量買進、賣出市場的主流股票，他們之所以這麼做主要是爲了滿足投資人錙銖必較短線盈虧的心理。不斷進出股市追逐當紅炸子雞，可使客戶隨時都感覺到該經理人確實盡責地使操作績效超越市場表現，如此客戶才有興趣繼續投資。

爲了保持績效領先，經理人不僅要預估未來半年的股市走向，還要不停地變動投資組合中的持股內容以期從中牟利。一般而言，採用此種操作方式的股票型共同基金持股種類常超過一百種股票，周轉率則超過80%。

指數型的投資組合屬於一種「買進即持有」的被動投資組合策略。操作方式是大舉買進所有指數成分概念股（如標準普爾500股價指數概念股，S&P 500），藉此分散風

險，並與指數齊漲齊跌，不用擔心被大盤打敗。

與積極型投資策略相比，指數型投資策略是一種比較新興但較不普遍的方法。不過自從一九八〇年起，指數型基金的投資組合方法逐漸風行後，這兩種投資組合策略的擁護者便不斷在爭論到底哪一種策略會獲取較多的利潤。積極型的經理人雖然聲稱自己絕佳的選股技術必能勝過指數型操盤人，但是近幾年的獲利紀錄似乎顯示指數型投資組合占了上風。

一份從一九七七年到一九九七年間追蹤股票市場表現的研究報告指出，採用積極型投資組合的共同基金績效雖然曾經打敗標準普爾500指數，但獲利率卻每況愈下，報酬率從早期的50%，到近四年來低於25%。到一九九七年以後情況更糟，因為至一九九八年的十二月為止，90%的積極型投資組合獲利率均大不如預期（同期標準普爾500指數漲幅約15%），換句話說只有10%的積極型投資組合表現尚可。

積極型投資組合在現今的環境下，報酬率很難打敗標準普爾500指數，原因就在於他們每年都瘋狂的進出上百種股票。其實基金經理人的操作手法多少代表了整體市場的走向。這些經理人通常只買那些可望在短期內獲利三倍的股票，卻沒有深入了解這些投資標的本身的營運情形。這種方法最大的缺點在於每次的預估不見得都神準無誤（詳

見第八章敘述)，快速地殺進砍出導致成本的增加，累積的交易成本將侵蝕可能的獲利空間。

指數型的投資組合在許多方面皆勝過積極型的投資組合，譬如說這種投資策略會避免貿然地進出股市，比較能控制交易成本。但即使以指數型投資組合的最佳績效來看，也不過和整體市場表現打平而已。也就是說指數型基金經理人的操作績效雖然不比市場差，但也好不了多少。

對於投資人來說，上述兩種投資組合的最大好處是：透過分散投資可以降低風險。分散投資是指廣泛持有多家不同企業的股票或各種不同類股的股票，相對於貿然將資金全部投入單一個股，這種作法可以提供較多保障，避免誤觸地雷股，而使投資付之一炬。

以分散投資的方法操作股票，在一定時間範圍內，部份股票的股價可能會下跌，其餘的則可能上揚。幸運的話，部份股票股價上揚的獲利可以彌補其他下跌的損失。當市況不錯時，積極型基金經理人相信，只要增加股票種類，報酬率就會大幅提升。也就是說，買十檔股票會勝過只買單一個股，而買一百檔股票會比買十檔股票好。

指數通常是由許多不同的股票所組成，指數型基金理論上也反映出指數的精神，經理人的操作方法就是廣泛持有指數成份概念股。傳統的股票型共同基金每天可能要進

出上百檔股票，事實上這都是以持股多樣化來分散投資風險的作法。

我們一直以來都知道要用分散且多樣的方法來投資，也麻木地接受這種方法帶給我們平凡無奇的結果。雖然不論是積極型或是指數型投資都是依循分散投資的原則來操作，但他們均無法提供更高的報酬。聰明的投資人不禁要問：我們真的願意繼續接受這種與市場平均獲利持平的報酬嗎？或者，我們有什麼其他辦法賺取更高的投資報酬呢？

全新的選擇

對於長久以來市場上積極型與指數型的兩種操作方式，巴菲特的看法如何？我想如果一定要他選擇的話，他會毫不猶豫地選擇指數型操作方法。因為站在投資人的立場來考量，投資人通常對企業的營運狀況了解不深，但是他們又希望能從股票投資中長期獲利，而且投資風險最好能愈低愈好，指數型操作法正好符合這些要求。巴菲特以他獨特的聲調說：「以一個門外漢的投資人來說，想要勝過專家操作的獲利，可以用定期定額的方式投資指數型的投資組合。」