



寰宇財金 112

投資教父

(下)

INVESTMENT GURUS

Peter J. Tanous 著

羅 耀 宗 譯



NEW YORK INSTITUTE OF FINANCE

NEW YORK • TORONTO • SYDNEY • TOKYO • SINGAPORE

371

愛讀字庫



父姪資共

(不)

INVESTMENT GURUS

Investment Gurus

© 1999 Chinese translation copyright

by International Publishing Co. and New York Institute of Finance

Authorized translation from the English language edition published by Prentice-Hall, Inc.

Copyright © 1997 by Peter Tanous

All Rights Reserved. No part of this book may be reproduced or transmitted in any form or by any means, electronic or mechanical, including photocopying, recording or by any information storage and retrieval system, without permission in writing from the Publisher.

NEW YORK INSTITUTE OF FINANCE
NEW YORK • TORONTO • SINGAPORE

目 錄

上 冊

序	iii
---	-----

前 言	vii
-----	-----

謝 辭	xiii
-----	------

第 一 篇 景 觀	1
-----------	---

引言	3
----	---

操作工具	17
------	----

第 二 篇 大 師	39
-----------	----

大師名錄	40
------	----

邁可·普萊斯	41
--------	----

理查·崔浩斯	71
--------	----

馬利歐·嘉貝里	103
---------	-----

威廉·夏普	119
-------	-----

彼得·林奇	149
-------	-----

勞拉·史洛特	177
--------	-----

史考特·史特靈·強斯頓	199
-------------	-----

尤金·法馬	221
-------	-----

布魯斯·薛曼	237
--------	-----

下冊

艾利克·李貝克	261
莫頓·米勒	283
福斯特·佛利斯	305
范·斯萊伯	327
雷克斯·辛庫費爾德	341
約翰·貝倫	373
羅傑·馬利	397
羅伯·基倫	421
大衛·蕭	449

第三篇 致富之路 479

財富地圖	481
聰明的個人投資計畫布局	507

序

美國的投資市場在世界上最活躍和最有效率。這些市場供應資金給一萬餘家公司，從還在創業階段的小型公司到巨大的跨國公司。地方、州和國家層級的政府機構，以及很多信託、合夥事業、特殊目的組織也在尋求資金。其他大部分國家幾乎只仰賴銀行體系，美國則與它們大為不同，公共證券市場是提供美國經濟所需資金的主要管道。

美國市場上發行的證券從傳統的股票和債券，到極其複雜的結構型工具和深奧難解的衍生性金融商品。成千上萬共同基金使得個別投資人既能分散投資，又能獲得專業管理的好處。對投資人來說，種類繁多的證券代表無數投資機會。

投資人在美國資本市場不只能選擇投資工具種類和特定的發行機構，更能尋找不同的風險水準。在我們的體制下，投資人有權根據自己的風險忍受度去冒險犯難，以及即使可能損失慘重，還是可以憑著自己的意思去追求極高的利益。由於千百萬投資人評估風險和報酬後做出決定，整個市場無異昇華為對經濟風險給予明確的判斷，準確性遠高於任何政府機構能夠期望做到的地步。

如果選擇多樣化是這個不同凡響的市場的特性，則選擇多樣化也使得任何特定投資人面對的環境變得複雜。《投資教

父》(Investment Gurus)一書中，彼得·塔諾斯(Peter Tanous)訪問了美國許多知名投資經理人以及一些學者；他們有助於今天投資策略知識的成形。受訪者以自己的語彙，說明了他們所用的投資策略。

這些投資明星表達了很多看法，談到成長型股票和價值型股票的相對價值，以及創造報酬率高於平均水準的不同理論。在我們聽取成功經理人說些什麼之際，很明顯的可以看出，明智地選擇風險，以獲得高於市場平均水準的報酬率，在很多方面，都是玩這種遊戲的不二法門。彼得·塔諾斯訪問的經理人，無疑是這種遊戲的佼佼者。他們獲得的報酬率——以及因此取得的財富——不是靠他們避免風險避得多好，而是所冒風險多合理。對個別投資人來說，道理相同。

《投資教父》討論的一些投資方法，包括探究企業、行業、整體經濟的相關資訊，並搶先判斷出正確的價值，以免市場中其他人也得出相同的結論（價格並因此而波動！）。其他方法則不強調在重要的新聞發展之後，搶先別人反應，而是依賴高品質的財務資料，仔細分析實質價值（intrinsic value）或盈餘有無可能加速成長。

最後，我們發現，要經常獲取利潤，必須深入瞭解風險，而且能夠慎選所要承受的風險水準。想在市場更上一層樓的個人，一開始就必須瞭解什麼事情可能出錯（以及如何把事情做對的理論）。

當然了，經理人和投資人傾向於把注意力放在良好的投

資決定能得到的獲利潛力上。美國的股票市場有個偉大和持久不衰的正字標記：精明的投資人（或非常幸運的人）能享受成功的果實，實現很高的利潤。

目前我是九家相關公司的破產管理人。它們是有史以來規模數一數二的連續投機或「龐奇」詐財案（Ponzi scheme）的主角。前後六年，班奈特資金集團（Bennett Funding Group）和關係企業賣出21億美元以上的未登記證券。他們告訴投資人，這些固定收益證券很安全，以出租給政府機關和民間保險公司的辦公室設備擔保。很不幸，其中許多證券的擔保品子虛烏有。

大部分投資人都希望保護自己不要冒過多的風險，但碰到講得口沫橫飛的推銷員，卻招架不住。大部分投資人都希望盡量獲取最高的報酬率，不要成為騙子或不法之徒的囊中物。很遺憾，許多人欠缺必要的技能，不能確定特定的投資或整個投資策略可能有多大的風險。到了某個時點，選擇專業投資經理人有助於投資人瞭解和管理風險。（很遺憾，近年來也有經理人涉及詐欺的案例，所以這不是完美的解決辦法。）

雖然美國政府努力督導和管理證券市場，本書的訪談紀錄著墨不多，投資人亟需可靠的財務報告和其他揭露事項，卻躍然紙上。市場資訊的品質，以及維持證券管理委員會（SEC）所說「充分且公平揭露」環境的機制，很需要靠政府鼓勵和「管理」。很叫人高興，至少在聯邦層級，美國的管理體制多年來大抵能夠消弭市場中最惡劣的不法行為，同時沒有做得太過

份，以致於抑制市場同時提供低風險和高風險投資的能力。

站在管理面這邊的我們，曉得SEC沒辦法樣樣事情都做。我們一直設法保護投資人不受詐欺和市場炒作之害，但也保護他們為追求利潤，不可剝奪的賠錢權利。

本書讀者對於投資人必須抱持好奇、探究，以及懷疑精神，聞之一定聳然動容；它們是投資過程的健康特性。《投資教父》解開了這個過程的迷霧，同時讓讀者親眼見及最高水準的投資才華和成功演出。

Richard C. Breeden

前 言

我打電話給營業員，放空揚昇通訊公司（Ascend Communications）的股票。這是無數國際網際網路（Internet）公司裡面的一家，但我對它一無所知。我只知道它有1億1000萬股，每股價格38美元，高於幾個月前的5美元。整個加起來，公司股票總市值約為40億美元（每股38美元乘以1億1000萬股）——就我所知的一切事情，這個市值可能十分便宜。合理的市值也許應為100億美元。但對營業收入和盈餘普通的一家年輕公司來說，前一年市值不到6億美元，現在40億美元未免太多了。

這段話的要點不在於勸你去放空揚昇——真的，不騙你，我對它一無所知。（它漲到65美元後，我又放空一些。）我請教營業員對這支股票的看法，他講的話，才是我要告訴你的重點。

他說：「我不希望你覺得我笨，」——他當我的營業員和朋友已有廿二年，因此，當然了，我不認為他笨——「但我不看你看的東西。」例如盈餘。「股票價格正在上揚時，我會買進，正在下跌時，則會放空。」

揚昇漲個不停，雖然他祝我好運，揚昇卻不是他會放空的那一種股票。既然我已引起他注意揚昇狂熱的漲勢，我曉得他正暗中考慮買進。什麼樣的瘋子會在這種價位買進揚昇？我的營業員朋友是其一。

你知道嗎？我猜他用他那一套方法，表現至少和我用自己的方法一樣好。我對自以為「正確」的一些事情，得意洋洋——例如我在60美元放空美國外科公司（U.S. Surgical）做得「正確」（只是掉到18美元之前，曾漲到134美元），因為價格太高。但他在美國外科公司股票上，賺得遠比我多。美國外科股價正在上漲，所以他買了一些。

剝貓皮的方法不只一種。

但大部分人根本不想剝貓皮。那是髒活兒，不是很愉快的工作。其實，我的營業員和我都沒像聰明人投資大把金錢之前那樣，做一些該做和耗時的研究工作。大部分投資人也沒這麼做。相反的，我們通常依賴別人的研究成果——如《巴隆金融週刊》（Barron's）訪問的聰明人，把他們的研究心得公之於世。有了汽車，何必再費神從頭研製汽車？

（有時我們只是認為別人已做過研究而接納他們的看法，或者別人建議我們去買的目的，其實是為了他們能夠賣出。）

當然了，幾乎每個人該做的事，不是自己去選股，而只要做最基本的決定——投資多少錢到市場、各投資多少到美國和海外市場——然後透過便宜的免收銷售手續費共同基金去投資。只要投資一種先鋒（Vanguard）指數基金，因為它們收取的費用很低，則一段期間內，獲利幾乎肯定超過你的大部分朋友和鄰居、其他大多數共同基金、大部分銀行的信託部門及退休基金。

叫人吃驚？不，是真的，而且投資得很聰明。

如果我沒那麼沉迷在這種遊戲中——而且如果我像傻子那樣，偶爾得到特大號的獎賞（1994年我以87分買進加拿大一家石油公司25,000股的股票，今天每股達7.33元。當年股價那麼低，因為這家公司和科威特那邊有交易。你真的曉得那種感覺多美妙嗎？）——我會是共同基金的忠實客戶。

我或許也可算是「價值型」投資人，和我的好友彼得·塔諾斯本書訪問的第一人邁可·普萊斯沒有完全不同。其實，廿年前我把個人退休帳戶（individual retirement account）的資金，投資到普萊斯的共同基金共同股票（Mutual Shares），很高興看到他和已故的麥克斯·海恩（Max Heine），把它變成好幾倍。

相對的，我的營業員比較像是「動能型」投資人，和彼得訪問的第二人理查·崔浩斯（Richard DrieHaus）有點像。從訪問紀錄中看到我放空揚昇時，崔浩斯——對揚昇瞭解的確很多——卻放手買進，我愣住了。像我這樣的人，正好為崔浩斯那種比較認真的投資人製造機會。像我這樣的業餘玩家，不願花大把錢從電腦螢幕取得「第一時間訊號」，或整天盯著螢幕，到底能不能做得和崔浩斯一樣好？

「每個人都想致富，」崔浩斯告訴塔諾斯，「但很少人願意付出努力。」

彼得·林奇（Peter Lynch）在他的書中有類似的觀點，但

說法不同。聽了專家的話後，人們相信他們沒辦法擊敗市場，於是乾脆不去嘗試。他們不是去做明智的事（投資共同基金），就只是隨便玩玩，好像自己置身於一座大賭場，或多或少盲目地下賭。張開眼睛而無好處可得，便只好聽天由命。

機運成分是投資時基本上的矛盾之處。大部分證券價格的形成，或多或少都很有效率。人們一再證實，請猴子擲飛鏢選股，表現優於大部分華爾街專家*。

但彼得·塔諾斯的受訪者除外。大部分受訪者輕而易舉便贏過一般人，理由不是「機運」一詞能夠打發。或許得靠努力工作和高超的技能，或許必須能夠取得寶貴（甚至「內部」）的資訊。這也許只是自我實現預言（幸運的基金經理人一舉成名後，追隨著眾，一呼百應，推薦的股票自然上漲）。或許他們有能力迫使企業管理階層為保有經營權而高價購回股票，導致股價上揚（當你擁有100萬股股票時，有時有那種影響力）。或許是以上種種事情的組合。但絕非純靠不可捉摸的機運。

沒錯，每年請一千人擲硬幣，總有一些「出色」的人，「能夠」年復一年擲出正面。以機率而論，其中有一人能夠連續十年擲出正面。但這和投資人的表現年復一年遠優於他人相當不同。彼得訪問的人，以及和他們相同的其他人，不只是連續擲出八次或十次正面。他們處於競爭的環境中，通常一年得擲出好幾百次——決定要買進、賣出或抱牢。

*猴子會贏是因為和專家相比，不用負擔交易成本和其他費用。

同樣一千位擲硬幣的人如果不是一年只擲一次硬幣，而是一年擲五百次，情況會怎麼樣？所有的人表現會幾乎相同，也就是每個人擲出的正面數差不多都占50%。一年擲出正面數占52%的人，再次擲出同樣比率的正面，機率不比其他任何人高。你絕對找不到擲硬幣的人擲出的正面經常占55%或60%。但極少數投資人的確做到了。

爲什麼？

本書引人入勝之處主要在於設法找出個中原因。

本書的實用面在於它讓你更加瞭解自己的投資能夠達成什麼，以及不能夠達成什麼，並促使你重新評估自己的策略（或者根本沒有策略）。

你有可能得出和我一樣的結論，相信把穩定的定期性投資放在兩三種免銷售手續費的低費用共同基金——你很有可能在本書看到其中一些——是最明智的選擇。但或許不然。不管如何，沒有一條原理說你非得做出最明智的選擇不可。要是做得到，你可能希望享受親自出生入死的樂趣和挑戰。至少近年來，阻止自己動手做的一個障礙大致上已經消失：極平價營業員（deep-discount brokers）出現後，你我這種小額投資人負擔的「交易成本」，不再遠高於大戶**。的確，有時只買賣幾百股，收取的手續費率竟低於買賣幾萬股。

不過，在你躍身投入市場，親自積極操作，或選擇繼續待在市場之前，不妨聽聽邁可·史坦哈特（Michael Steinhardt）

怎麼說。史坦哈特經營他那著名的避險基金時，有人請他指點一般投資人能從他身上學到哪件最重要的事情。他回答：「我是他們的競爭對手。」

Andrew Tobias

**那麼，為什麼我的一些交易仍找全套服務營業員（full-service broker）？部分原因在於他收取相當低廉的手續費（而且放空時還給我利息）；部分原因在於他很有幽默感，而且盡一切努力迎合我的要求；主要因為我們是好朋友。

謝 辭

一本書必須合眾人之力才能寫成，這麼說，沒什麼好大驚小怪的，尤其是《投資教父》的特色是十八篇不同的訪問紀錄。除了採訪對象，各種人才，其中許多在投資大師那邊工作，對本書即時出書和上市成功，貢獻很大。我要特別感謝Robert H. Buchen、Irene Diakun、Jane Dubin、Nicholas Gianakouros、Peter A. Greenley、Shirley Guptill、Ziad Malek、John F. Reilly、Debbie Shippee、Diane Wilke的大力協助和幫忙。

其他朋友也幫忙尋找可能的大師，甚至進一步引介。我要感謝Alex, Brown & Sons公司的J. Carter Beese, Jr.，以及Smith Barney公司的Tom H. Clark、*Worth*雜誌的Nijad I. Fares、W. Randall Jones，和F. Joseph Hallal M.D.、Marlene Jupiter；後者的著作大家正翹首以待。

Dimensional Fund Advisors的Robert Dintzer騰出時間，並運用他的專長，幫忙製作本書所用的許多圖表。Dean Witter的David McGrouther也貢獻了一些十分出色的圖表。

一些受訪者除了大師的角色，在其他地方也很有價值。特別感謝理查·崔浩斯（Richard H. Driehaus）、馬利歐·嘉貝

里 (Mario J. Gabelli)、彼得·林奇 (Peter Lynch)、邁可·普萊斯 (Michael F. Price) 和雷克斯·辛庫費爾德 (Rex A. Sinquefeld)。

我的子女已到親子角色互換的年齡。現在變成他們鼓勵和哄誘父親。這樣的幫忙和鼓勵很有意義，而且有如及時雨。謝謝Christopher Tanous、Helene Tanous、William Tanous，將來的女婿Paul Bartilucci和摯愛的Amber Olsen。

特別感謝Lynx公司的幾位同事，他們在這本書的不同地方幫了很大的忙。Candice O. Atherton的投資和分析技能無懈可擊；K. Andrew Sprague研究幾位受訪者，並出席訪問現場；Lara C. Mongini的投資和編輯才華難能可貴；Peter D. Forbes最早介紹我拿指數連動當做工具使用，然後引介我認識辛庫費爾德，辛庫費爾德又把學術研究帶進本書。特別的感謝要給特別的同事Ann Tanous，她在辦公室和人事管理事務上，付出心血和智慧良多，還要加上陪伴作者晚上回家的負擔和挑戰，卅四年如一日。

最後，一本著作是作者和編輯合力催生的。我的編輯Ellen Schneid Coleman可以去開編輯課程。她的智慧、知識、耐性和鼓勵極有助益。最重要的是，本書如有價值，她的技能和本能居功厥偉。我希望她也寫一本書出來。

艾利克·李貝克

(Eric Ryback)

林德勒基金 (Lindner Funds) —— 以1995年去世，富於傳奇色彩的投資經理人科特·林德勒 (Kurt Lindner) 之姓命名——由林德勒的愛將艾利克·李貝克管理。這個基金集團的總部設在密蘇里州聖路易斯，目前有六種共同基金：林德勒成長 (Lindner Growth)、林德勒股利 (Lindner Dividend)、林德勒公用事業 (Lindner Utility)、林德勒/李貝克小型股 (Lindner/Ryback Small-Cap)、林德勒防波堤 (Lindner Bulwark)、林德勒國際 (Lindner International)。真是不錯的組合，但我們來這裡，只為其中之一：具傳奇性的林德勒股利基金。林德勒股利基金可說是經風險調整後，美國所有基金中績效最好的。這個基金創立於1976年，此後每年的成長高達17%（一直到1995年底）。沒錯，你能找到其他一些基金也有那麼好的表現，但找不到另一個基金，或者我敢說另一位經理人，能以極低風險的投資風格，獲得那樣的報酬率。其實，林德勒股利基金標榜「資本增值為次要目標」。這個基金長久以來是非常保守的投資人的最愛，年復一年繼續締造令人艷羨的佳績。

艾利克·李貝克1982年起管理林德勒股利基金。談到投資管理成功的線索和共同背景特質，可以在我們的清單中再

加一項：行軍比賽（背包徒步越野）。艾利克·李貝克成名，早在加入基金管理圈之前，那時他還在唸大學，卻是完成「三冠王」行軍比賽的第一人，花三個暑假，走了八千哩，走完三條越野路線：阿帕拉契山脈山徑、太平洋山峰山徑、大陸分水嶺山徑。不妨想像，這個人具有多強的自制力、百折不撓的精神和人格特質！我們急著和艾利克·李貝克談他是怎麼做到的。

塔諾斯：你是怎麼第一次對股票發生興趣的？

李貝克：我想那得回到中學時期說起。家母希望我對看書有興趣，於是買了一本談保羅·蓋帝（J. Paul Getty）的書。這是一本平裝書。我記得這個人在石油業賺了千百萬美元，看了印象非常深刻。接下來，我的興趣慢慢偏離投資，轉向戶外活動。我曾有戶外器材和導遊事業。

塔諾斯：我聽過！你的徒步越野紀錄相當出色。

李貝克：你相不相信，那正是科特（·林德勒）欣賞的地方！他曾多次徒步越野，而我想，他重視這件事，是因為它需要事前嚴密的規劃、堅毅不屈的精神，以及深謀遠慮的眼光，才能完成一次重大的徒步越野活動。我把它運用到個人所做的投資上。

塔諾斯：沒錯，你是這麼做的。事實上，艾利克，我訪問過的經理人，只有你重視收益率（每股股利相對於股價的百分率，或者利息相對於債券價格的百分率）。對收益率很感興趣的