



The little book of value investing

打敗法人的 價值投資法

你能像葛拉漢、巴菲特一樣
選對股票、買對價位

克理斯多佛·布隆尼 (Christopher H. Browne) ◎著

晴天◎譯

作者簡介

克理斯多佛·布隆尼(Christopher H. Browne)

崔迪，布隆尼(Tweedy, Browne)公司總經理，兼該公司管理委員會委員。同時也是崔迪，布隆尼共同基金集團基金負責人。布隆尼畢業於賓州大學，為賓大終生校董。他在賓大創辦布隆尼國際政治中心，與布隆尼文理學院傑出教授獎助基金。並擔任哈佛大學甘迺迪學院教授顧問委員會委員。布隆尼還是基爾德堂(Guild Hall，紐約州東哈普登的一所區域性藝文教育中心)，以及自然保護協會長島分會董事。並且是洛克斐勒大學校董，與該校執行委員會、投資委員會委員。

譯者簡介

晴天，歷任聯合報編譯主任，自由時報副總編輯等職，現旅居加拿大，專事翻譯工作，譯有《新工業國》、《創意，燒錢或賺錢？》等五十餘本譯作。

〈推薦序〉 價值低估法	沈中華	009
〈推薦序〉 走出氣長之路	張獻祥	012
〈推薦序〉 成為實踐贏家	陳忠慶	014
〈推薦序〉 價值投資不是謎	羅傑・羅文斯坦	022
〈作者序〉 感謝恩師		029
〈前言〉 投資不必是天才		032
第一章 買股票就像買特價牛排		039
• 投資人心甘情願賠錢？		
• 熱門股的迷思		
• 近五年共同基金的成績		
• 最成功的投資人系出同門		
第二章 內在價值		049

• 行家付的是內在價值	• 股價總是高於、低於內在價值	• 永久資本損失
• 為公司進行評估		
第三章 安全帶與束帶	• 內在價值的兩種優勢	• 選股時的安全邊際
	• 分散投資	• 永遠逆向操作
第四章 利用低價獲利	• 股票比國庫券好的原因	• 看本益比，哪種本益比？
	• 購併者的價值評估法	• 看穿意外事件的影響
第五章 用六十六分買一塊錢	• 尋找低於帳面價的股票	• 放眼美國以外的地區
第六章 環繞世界八十股	• 全球化發現新潛在機會	• 八〇年代的國際股市
	• 相較美國，歐洲股票價廉	• 全球股市的連動性
第七章 你不須長途跋涉	• 歐洲與日本充滿驚喜	• 選擇已開發國家的股票
	• 新興市場不怎麼「興」	• 動盪不安的東亞地區
	095	085
		079
		069
		059



第八章 注意那些了解內情的人	105
• 內部人買股是訊號	
• 重要投資人的意向	
第九章 下墜的刀子	111
• 把握狂瀉之際	
• 勇者大發利市	
• 要找對的刀子接	
第十章 用現代方式尋寶	119
• 計算、分析是基本功	
• 善用網路搜尋引擎	
• 參考名家、菁英的清單	
• 憑線索發掘隱藏價值	
第十一章 敬謝不敏	129
• 避開債務過重的公司	
• 拒絕勞工爭議多的公司	
• 別碰財報複雜的公司	
• 不了解、不安心都「敬謝不敏」	
第十二章 看資產負債表了解公司狀況	139
• 先看流動性	
• 接著看資產與負債	
• 再看償債與生存能力	
第十三章 以損益表檢視賺錢能力	147

• 毛利率最好穩定	• 先剔除特例營收和虧損	• 注意稀釋後的每股盈餘
• 觀察週期走勢和發行股數	• 留神資本報酬率	• 無法了解最好放棄
第十四章 初步價值測試	.....	157
• 開源節流的能力如何	• 虧損和成長的比例	• 在業界有何定位
• 自家人的看法與作法	.....	.....
第十五章 了解各地會計系統	.....	169
• 差距是難題，亦是機會	• 下工夫尋寶	.....
第十六章 去除貨幣浮動效應	.....	175
• 透過避險投資外國股票	.....	.....
第十七章 這是馬拉松，不是百米賽	.....	179
• 想贏就不能缺席	• 多數人是買高賣低	• 算準時機的機率近於○
第十八章 買下長抱？真的嗎？	.....	187
• 你多老？有多少錢？	• 股票與債券的差別	• 投資能否趕上通膨腳步？
• 養老可參考大學文教基金操作	• 周轉是複利的敵人	.....



第十九章 如何挑選基金經理人	199
• 投資風格與能力	
• 經理人如何運用自己的錢	
第二十章 與眾人背道而馳的勇氣	205
• 價值型投資具長程效果	
• 為什麼使用的人這麼少？	
• 不時被稱傻子	
• 大多數人求的是速度	
• 買賣得多，賺進的少	
• 常保穩定心態才能致勝	
• 價值型經理人不須等候太久	
第二十一章 堅持到底	219
• 近四十年的產業消長	
• 以盈餘取代資產的新觀察法	
• 購併價值模式	
• 最難之處在耐心	
第二十二章 結語 別信我一面之詞	227
• 美股	
• 全球股市	
• 從輸家到贏家	
• 內線人士買股	
• 最新觀察	
附錄 20支打敗法人的績優股分析 洪瑞泰	

【推薦序】

價值低估法

沈中華

歷史上，有許多一開始認為是異想天開的問題，但逐一被解決，例如，人可不可以像鳥一樣飛到天空？所以萊特兄弟發明了飛機；人可不可以去看嫦娥？所以阿姆斯壯登陸了月球；有沒有千里眼和順風耳？所以發明了3G的手機。

有些則是經數百年仍被重複提出的問題，而每一年代有不同回答，例如宋代西毒歐陽峰被黃蓉所害，練武經脈逆轉後不斷問：「我是誰？」（二十世紀成龍的電影名稱又重問過這問題）。又例如大家問：「耶穌有沒有後代？」羅馬教皇說沒有，而達文西及聖殿騎士團說有。人被欺侮時常說：「這世上還有沒有公平正義？」這問題在包青天之前、之時、之後均不斷被



重複問過，這些可能永無答案，或每一個年代均有一個不同答案。

在不斷被重複問的問題中，每一個世代、年代、月份、週，甚至天均有投資人不斷問：「如何找到一檔好股票？」而每一個世代的答案均不相同，好股票難找的原因在於預測好股票的因子是隨時間而動。

例如有的年代強調「本益比」，認為只有本益比低的才值得投資。有的強調現金股利，認為盈餘會做假，現金股利不會，且只有固定現金股利的公司值得投資。也有的是採用大眾有無「消費它傾向法」，只有大家都消費的才值得，例如最近精品基金在女性朋友之間大賣，女性朋友認為她們每日使用 LV、Prada、Chanel 等，則這些公司一定賺錢，股價也應一定會漲。也有用的是「總體經濟循環法」，由於景氣一定有循環（當然有的可能週期長一些），在景氣到最低時，就應出手買。所有的這些方法其實都是描述股價漲跌真相的一部分，但問題在於所有的部分真相相加不等於真相的全部，因為股價波動的真相是變動的，任何研究，用數學的名詞說，均只能逼近它，而無法等於它。

本書的作者提出了「價值低估法」，即只要買到一支價值被低估的股票，則你的下半生就吃喝無慮了。這原理可說人人盡知，癥結是如何找到它？本書直接及間接提供了許多方法，例如要等股價大跌時買，在衰退時買，可以全球化，但避開對會計準則要求不高的國家，要買資產高於負債二倍的公司，甚至不反對接墜落的刀子（股價大跌之公司），其原則即是如此可低價買到優質股票。

本書指出購買價格下挫、但仍能提供安全邊際的股票，最後會賺錢。價值低估法的強調購股良機出在削價求售與股價新低名單，不在那些風光十足的高價股票。其實本書的這些建議我們也都懂，但問題是我們不知道它是暫時下跌或永遠下跌？本書儘量回答這問題，但同意與否則等著你親自來看。

（本文作者為政治大學金融學系教授）



【推薦序】

走出氣長之路

張獻祥

在股票市場作戰是一個相當迷人的事業，一群人終日聚集在此賣力演出，就是爲了求取報酬最大公約數。進入股市作戰，簡單嗎？很簡單，只要符合規定到證券商開戶，有足夠的資金，只要下單買進賣出就可以了。難嗎？要能持續在股票市場成爲贏家是非常難的，根據一項非正式統計，在股市能成爲贏家的比率大約僅有一成。這是非常有趣現象，持續獲勝比率如此低，但爲何又能吸引大眾前仆後繼湧入，關鍵就在「市場」。

「市場」不但將買賣雙方撮合在一起，也將貪婪與恐懼情緒彙集在一起，這讓許多進入市場者忘了進入市場的目的：購買物美價廉的標的。反而是將「交易」當成進入市場的目的，習慣於喧嘩中追逐，研究「大盤」或「行情」，忘了投資標的「價格」與「價值」、「經營內容」間的對比，最後

成爲輸家而終日懊惱。

股市作戰贏的方法有很多種，有積極追求高報酬者，鎖定的是能在別人之前發現產業變化趨勢轉折，是在追尋能引起他人貪婪的內容；有保守追求穩健獲利者，鎖定的是當價格大幅低於價值時的時機，是在等待他人恐懼而產生的利益。沒有哪一種比較好，重要的是：1. 要適合自己的屬性：衡量自己的年齡、家庭、財務基礎、工作內容，問自己屬於積極型或保守型投資者。2. 嚴守紀律：「紀律」是進入股票市場持續獲勝的第一要務，唯有設定紀律，嚴格執行，才能除去貪婪與恐懼情緒帶來的壞處，甚至可以由他人的貪婪與恐懼情緒獲利。

拜讀本書作者克里斯多佛·布隆尼所著《打敗法人的價值投資法》一書，作者延續美國「價值投資之父」葛拉漢、巴菲特的思考邏輯，用淺顯易懂的文字及生動的實際案例，提供給讀者簡單明瞭的投資思維，只要讀者能秉持書中的方法，設定紀律嚴格執行，求取符合自身條件報酬最大公約數，成爲股市持續贏家的路就不遠了。

（本文作者為呂張投資團隊成員）



【推薦序】

成為實踐贏家

陳忠慶

我在投資理財的專業領域工作已經超過二十五年，在我們圈內，很多人現在言必稱巴菲特，當然也要強調他們的投資操作是遵循巴菲特的價值投資法。

實情是否如此當然存疑，因為若干年前情況並非現今這般。我算是最早撰文介紹華倫·巴菲特的人之一，十多年前我應邀為一本談論巴菲特投資操作的專書作審訂並撰寫導讀；這本書是國內第一本關於巴菲特的書，國內投資圈內絕大多數人根本不識巴菲特是何許人。價值投資大概也只有在學術圈才會被提及。

漸漸地，巴菲特開始在兩岸三地被奉為宗師級人物，他的投資法則也有

如投資聖經。我覺得，這和巴菲特長久以來的卓越投資成果，以及他是當今全球數一數二的首富級人物有關。事實上，巴菲特的投資法則脫胎自他的老師班哲明·葛拉漢，但葛拉漢並未如門徒巴菲特般赫赫有名，原因無他，葛拉漢「只是」開創了價值投資學，但真正實踐並發揚光大的則是他的門徒，巴菲特又是其中佼佼者。

所以，我認為價值型投資是沾了巴菲特的光才在華人地區受到重視，而不是有巴菲特的優異投資成效並藉以成為巨富，價值投資自一九三四年葛拉漢開創以來，從來就不是投資界的顯學，誠如本書作者克理斯多佛·布隆尼所說，採行這種投資法則的人不多，堅守這種投資原則的資產管理人（包括基金經理人）很少。

因此，實踐價值投資原則的人也常被視為是逆勢操作的少數人，為什麼會這樣呢？為什麼巴菲特這麼成功，但他所運用的投資操作原則使用者卻不多？

原因在於真正的價值投資精髓其實極為簡單，那就是慎選投資標的（主



要是股票)，然後長期持有、耐心等待，但多數人並無法耐心等待，不想長期持有，只在乎短期獲利，包括許多專業的資產管理人也如此。

因此我在投資圈內常看到一些怪異的現象，由於巴菲特的成功，所以希望和巴菲特的名、他的操作原則沾上邊，但實際操作又常受到市場影響，無法堅持價值投資原則，而隨波逐流。於是價值投資就經常淪為口號。

我記得價值投資在國內被喊得震天價響時，大約在二〇〇〇年股市重挫以後一段時期，當時許多傳統產業股票股價跌破面額，淪為一股二元、三元的雞蛋股、水餃股。我那時任職於基金公司，和許多同業被找去和主管機關證期會開會，當局為救傳統股，要我們基金業者發行以投資傳產股為主的基金，強調的就是要從價值投資的角度，去發掘那些擁有大量土地資產或可做資產重估、提升企業真正價值的傳統產業，作為基金的投資標的。

於是投信業推出了一批以投資傳產股為主的基金，大都標榜是採行價值投資原則，重視投資績效可長可久。說實在，當時業內人自己對這樣的基金也沒信心，對真正的所謂價值投資，能熟練操作的經理人更是少之又少，發