

WILEY 寰宇投資策略

# 波克夏 教你的 價值

# 投資術

THE MANUAL OF IDEAS

John Mihaljevic 著  
／黃嘉斌譯

價值投資月刊《The Manual of Ideas》總編約翰·米荷拉維奇

匯集多位重量級投資人物觀點

訪問超過100位投資經理人

列舉全球最具影響力的九種價值投資術

啟發投資人從中找尋自己的創意選股架構

作 · 者 · 簡 · 介

John Mihaljevic

約翰 · 米荷拉維奇

特許金融分析師 (CFA)

《The Manual of Ideas》（這是一本以價值為導向、尋找投資點子的研究月刊）的總編輯，也是價值研討會（ValueConferences，線上的價值導向研討會）的總經理。

2005年以來，約翰擔任投資機構Mihaljevic Capital Management LLC的經營合夥人。他是價值投資人俱樂部（Value Investors Club）的成員，這個團體完全是由頂尖基金經理人所構成，而作者也曾榮獲俱樂部的最佳點子獎。

他曾經在耶魯大學投資長大衛·史溫森(David Swensen)指導下學習，也曾經擔任諾貝爾經濟獎得主詹姆斯·托賓(James Tobin)的研究助理，並成為一位專業的資本配置者。約翰以最優等成績在耶魯大學取得經濟學的學士學位，領有CFA執照。目前和太太，以及兩個兒子和一個女兒，住在瑞士蘇黎世。





寰宇投資策略392

# 波克夏沒教你的 價值投資術

*The Manual of Ideas*

John Mihaljevic 著

黃嘉斌 譯

WILEY

寰宇出版股份有限公司



電子投資策劃365



# 邁克爾·貝爾 價值投資術

The Manual of Ideas

John Mihaljevic 著

黃嘉誠 譯

The Manual of Ideas: The Proven Framework for Finding the Best Value Investments/

John Mihaljevic

Published by John Wiley & Sons, Inc., Hoboken, New Jersey.

No part of this publication may be reproduced in any form or by any means, without the prior written permission of the publisher.

Copyright © 2013 by John Mihaljevic. All rights reserved.

# 目錄 Contents

|    |                                          |    |
|----|------------------------------------------|----|
| 09 | 前言                                       | 18 |
| 11 | 作者序                                      | 28 |
| 15 | 第 1 章 純屬個人的奮發<br>——你希望擁有什麼？              | 29 |
| 17 | 資金交給華倫·巴菲特？還是自己做投資？                      | 31 |
| 24 | 扮演資本配置者的角色                               | 33 |
| 34 | 業者心態                                     | 37 |
| 37 | 選股架構                                     | 39 |
| 39 | 內容重點                                     | 41 |
| 41 | 第 2 章 深度價值：葛拉漢風格的便宜貨<br>——不優雅但有效的煙屁股投資策略 | 43 |
| 43 | 這套方法為何有效                                 | 45 |
| 54 | 葛拉漢風格投資的運用與誤用                            | 63 |
| 63 | 篩選葛拉漢風格便宜貨                               | 68 |
| 68 | 篩選之外：考量數種深度價值候選股                         | 74 |
| 74 | 針對葛拉漢風格便宜貨，提出正確問題                        | 80 |
| 80 | 內容重點                                     |    |

# 目錄 Contents

|     |       |                            |
|-----|-------|----------------------------|
| 83  | 第 3 章 | 分類加總估值<br>——投資擁有超額或隱藏資產的企業 |
| 84  |       | 這套方法為何有效                   |
| 87  |       | 資產遭忽略之企業投資的運用與誤用           |
| 92  |       | 篩選多重資產企業                   |
| 99  |       | 篩選之外：尋找隱藏資產的可靠方法           |
| 110 |       | 針對擁有隱藏資產之企業，提出正確的問題        |
| 114 |       | 內容重點                       |
| 117 | 第 4 章 | 葛林布萊特<br>——神奇公式搜尋美而廉股票     |
| 119 |       | 這套方法為何有效                   |
| 128 |       | 美而廉企業投資的運用與誤用              |
| 137 |       | 篩選美而廉企業                    |
| 142 |       | 篩選之外：永不止息的改善希望             |
| 146 |       | 針對葛林布萊特風格便宜貨，提出正確問題        |
| 156 |       | 內容重點                       |

The Manual for Finding the Best Value Investments

John Mihajevic

Published by John Wiley & Sons, Inc., Hoboken, New Jersey

No part of this publication may be reproduced in any form or by any means, without the prior written permission of the publisher.

Copyright © 2013 by John Mihajevic. All rights reserved.

|     |       |                       |
|-----|-------|-----------------------|
| 159 | 第 5 章 | 騎師股票                  |
|     |       | ——跟著頂尖經理人賺錢           |
| 161 |       | 這套方法為何有效              |
| 164 |       | 投資騎師股的運用與誤用           |
| 178 |       | 篩選騎師股                 |
| 191 |       | 篩選之外：建構傑出經理人名單        |
| 194 |       | 針對企業管理團隊，提出正確問題       |
| 201 |       | 內容重點                  |
| 203 | 第 6 章 | 追隨領導者                 |
|     |       | ——超級投資人的投資組合          |
| 204 |       | 超級投資人之所以超級，絕對有其道理     |
| 209 |       | 追蹤超級投資人的運用與誤用         |
| 213 |       | 篩選超級投資人的持股            |
| 215 |       | 巴菲特族群超級投資人            |
| 230 |       | 篩選之外：哪些企業對於超級投資人具有吸引力 |
| 236 |       | 內容重點                  |



# 目錄 Contents

|     |       |                                         |
|-----|-------|-----------------------------------------|
| 239 | 第 7 章 | 小股票 - 高報酬？<br>——鮮有專業人士追蹤之<br>小型股與微型股的機會 |
| 240 |       | 這套方法為何有效                                |
| 247 |       | 小型股投資的運用與誤用                             |
| 252 |       | 篩選有潛力的小型股 & 微型股                         |
| 261 |       | 篩選之外：尋覓優異小型股與微型股的其他方法                   |
| 273 |       | 關於小型股展望：提出正確問題                          |
| 279 |       | 內容重點                                    |
| 281 | 第 8 章 | 特殊狀況<br>——尋找事件驅動的投資機會                   |
| 283 |       | 這套方法為何有效                                |
| 287 |       | 特殊狀況投資的運用與誤用                            |
| 297 |       | 發現特殊狀況                                  |
| 302 |       | 針對特殊狀況機會，提出正確問題                         |
| 309 |       | 內容重點                                    |



311 第 9 章 ■ 存根股票 投資（投機？）  
——高槓桿企業機會

314 這套方法為何有效

315 存根股票投資的運用與誤用

328 篩選存根股票

330 篩選之外：追逐救護車的方法

335 針對存根股票，提出正確問題

344 內容重點

347 第 10 章 ■ 國際性價值投資  
——搜尋國界之外的價值

350 這套方法為何有效

354 國際股票投資的運用與誤用

364 篩選國際股票

369 篩選之外：抓住區域專家的衣擺

375 針對國際股票，提出正確問題

380 內容重點

382 參考資料

# 目錄 Contents

|     |                     |     |
|-----|---------------------|-----|
| 239 | 第7章 如何辨識真實價值與獲利機會   | 239 |
|     | ——會將商業焦點集中在價值之      |     |
|     | 小型股與微利股的機會          |     |
|     | 投資回報與成長股            | 241 |
| 242 | 辨識與分析微利股與獲利機會       | 242 |
| 247 | 小型股投資的價值與獲利機會       | 247 |
| 252 | 如何辨識微利股與獲利機會        | 252 |
| 261 | 如何辨識微利股與獲利機會        | 261 |
| 273 | 關於小型股投資：價值與獲利機會     | 273 |
| 279 | 內容重點                | 279 |
|     | 資料詳見於附錄             | 281 |
| 281 | 第8章 如何辨識真實價值與獲利機會—— | 281 |
|     | ——尋找事件驅動的投資機會       |     |
|     | 投資回報與成長股            | 283 |
| 283 | 如何辨識真實價值與獲利機會       | 283 |
| 287 | 特殊狀況投資的價值與獲利機會      | 287 |
| 297 | 如何辨識真實價值與獲利機會       | 297 |
| 303 | 如何辨識真實價值與獲利機會       | 303 |
| 309 | 內容重點                | 309 |
|     | 資料詳見於附錄             | 311 |

# 前言 Foreword

約翰請我幫他這本著作寫篇前言，我深感榮幸，立刻就答應了。我之所以同意，是因為我很尊敬約翰所做的研究。長久以來我一直定期閱讀《The Manual of Ideas》這份刊物裡的文章，非常欣賞他所傳遞的概念和想法。

約翰秉持探索的精神，展現他對於知識的渴望與追求，也瞭解如何成為一個更棒的投資者。更重要的是，他慷慨分享自己的心得，以及他和同好們溝通的想法和行為，因此他成為了我們學習的典範。

看著約翰無私呈現出他的學習方法，我們也可以藉此琢磨，讓自己成為一個更勝任的學習者。

此外，他也分享了他人生的一些故事，說明了他如何成就目前的境界。在閱讀相關章節之後，想必各位也會同意，追求知識的學習過程以及相關的創造力，大體上就界定了我們身為人類的價值。

約翰的研究蘊含著真正的人性精神。他瞭解投資有很多不同的處理方式，有各種做法可以評估企業的價值與未來可能的變動。他知道，面對不同的環境，不同的投資規模，問題的答案也各自不同。



身為投資者，我發現「閱讀」是最有價值的行為。我這輩子一直都是個勤勉的讀者，這必須感謝父母早期對我灌輸的習慣。就如同查理·孟格（Charlie Munger）曾經說過的，買本書可能是最好的投資之一。他又說，只要花幾塊錢，你就可以得到作者幾年的人生智慧。我實在再同意不過了。

我推薦約翰的這本書，因為它針對投資技巧提供了系統性思考的見解、模型與方法。身為投資者，我們雖然各有不同的工具和方法，試圖尋求更好的價值，但我們絕對可以、也應該持續學習調整改善我們自己的做法。

這本書正好就具備了此功能。本書每章都提供特定的案例與討論，說明成功投資者所採用的處理與應對方法。成功投資是件困難而孤獨的工作。你所能找到的所有證據與文獻全都屬於過去，但投資的報酬卻是來自未來。然而，未來往往是由一些矛盾的事件所構成，這些事件其中有些與過去類似，有些卻又不大相同。

我們身為投資者所面臨的挑戰，就是要判定實際情況究竟屬於哪一種。透過閱讀與研究，並仔細思考約翰在本書所陳列的概念，就能對這方面工作有所助益。

但願各位欣然接受這個挑戰！

湯瑪斯·蓋納（Thomas S. Gayner）

馬克爾公司（Markel）

總裁與首席投資長

## 作者序 Preface

在價值投資方面的努力過程中，有時候相當孤單，但有時也會為我帶來很多友誼，以及許多新的經驗，並豐富了我的人生。價值投資圈子是個多采多姿、充滿活力的全球性領域。我很高興自己有機會參加價值投資者每年舉辦的蘇黎世／克洛斯特斯價值投資（VALUEx Zurich/Klostern）聚會，以及價值研討會（ValueConference）——價值投資者經常透過網際網路，在其中進行許多的觀念討論。而《The Manual of Ideas》這份刊物，則是一份以觀念為導向的月刊。

華倫·巴菲特所倡導的傑出成功投資哲學，在世界各地都有忠實的追隨者。他們大多引用各自的才華、文化思緒，以及自身特殊的價值投資方式，包括美國的莫尼胥·帕波萊（Mohnish Pabrai）、加拿大的普利姆·瓦特薩（Prem Watsa）、英國的馬西摩·富蓋塔（Massimo Fugetta）、瑞士的蓋伊·史培爾（Guy Spier）、法國的法蘭西·巴德隆（Francois Badelon）、西班牙的賈西亞·帕拉梅斯（Garcia Parames）、義大利的奇丘·阿佐里尼（Ciccio Azzollini）、俄羅斯的喬金·沃穆斯（Jochen Wermuth）、印度的拉胡爾·薩拉奧吉（Rahul Saraogi）、紐西蘭的克里斯多佛·史瓦斯布魯克（Christopher Swasbrook），以及日本的安倍修平（Shuhei Abe）。



為了編撰本書，我們訪問了全球各地 100 多位基金經理人，探索他們對於此議題的觀點與智慧。因此，本書將呈現我身為《The Manual of Ideas》總編輯的收穫，希望讀者能夠一覽我們當代最成功投資者的創意程序。我們訪問了一些重量級人物，譬如：查克·阿格拉（Chuck Akre）、查爾斯·沃克斯（Charles de Vault）、吉恩·馬利·艾維拉德（Jean-Marie Eveillard）、湯姆·蓋納（Tom Gayner）、喬爾·葛林布萊特（Joel Greenblatt）、霍華·馬克斯（Howard Marks）、莫尼胥·帕波萊、湯姆·盧梭（Tom Russo）與蓋伊·史培爾。另外，我們也訪問了某些基金經理人的未來之星，他們很可能會成為下一代的價值型超級投資人。這些深入的訪問，很多都在 manualofideas 與 valueconference 這兩個 YouTube 頻道有免費的影片可供觀賞。

本書第 1 章討論價值型投資人的心態議題，說明價值型投資人與那些緊盯著電腦螢幕股價走勢圖的市場參與者（這些人往往情不自禁沈迷於凱恩斯所比喻的選美競賽中）有何不同。本書第 2 章到第 10 章，則把價值投資的創意程序，按照價值觀點劃分為九大類，包括：葛拉漢風格的深度價值（Graham-style deep value）、葛林布萊特風格的神奇公式（Greenblatt-style magic formula）、小型價值型（small-cap value）、分類加總估值或隱藏價值（sum-of-the-parts 或 hidden value）、超級投資人最愛（superinvestor favorites）、騎師股（jockey stocks）、特殊狀況（special situation）、存根股票（equity stubs），以及國際價值投資（international value investments）。這些類別之間雖然存在顯著重疊部分，但我們對於每個類別觀念的處理方式都稍有不同。針對每一種創意程序，我們都會討論其運用與誤用，並提供關於篩選程序的各種見解，然後觀察計量方法之外的篩選程序，並針對每種案例列舉探究、分析方面的要點。其結果可以同



時做為投資創意程序的實務指引，並檢視價值投資的核心理論。

關於我的投資觀點與想法，如果要列舉出每位曾經影響我的人，實在不太可能。可是，其中有幾位良師是我必須特別強調的，包括已故經濟學教授與諾貝爾獎得主詹姆斯·托賓（James Tobin），我在耶魯大學擔任他的研究助理時，有幸得以接觸他對於風險與資產配置的諸多想法。耶魯大學的首席投資長大衛·史溫森（David Swensen），他的講座透過特殊的安排，彙整了各方面的研究者與基金經理人，協助我在價值導向的路途上邁進。艾夸馬林資本（Aquamarine Capital）執行長蓋伊·史培爾（Guy Spier）跟我分享他許多的人生經驗和投資智慧。我還有很多學習典範，包括：華倫·巴菲特、喬爾·葛林布萊特、湯姆·蓋納與莫尼胥·帕波萊，我是藉由他們的著作，或透過《The Manual of Ideas》與 ValueConference 的互動而向他們學習。這些人都對我產生了關鍵性的影響，我要感謝他們在價值投資社群中慷慨分享他們的智慧。

至於我個人方面，我要感謝我的兄弟、也是《The Manual of Ideas》的合夥人奧利佛·米荷拉維奇（Oliver Mihaljevic），他不僅是個偉大的投資者，更致力於價值投資的研究，他應該在金融課程方面享有更顯要的地位。奧利佛不斷追求投資藝術的新啟示，而我有幸能夠蒙受他追求知識的效益。我的妻子布蘭卡（Branka）在我編寫本書時，全力支持我，讓我得以避免受到雜務干擾。還有我的小孩，馬克、米雅與米提歐，他們不僅是我從事這方面研究的動力，也是值得我分心的所愛（只是有時候往往分心得太嚴重）。但願讀者喜歡這本書！

約翰·米荷拉維奇（John Mihaljevic）



# 第1章

## 純屬個人的奮發

### ——你希望擁有什麼？

人類是有生命、有創造力的，  
這永遠比任何既定風格或系統來得重要。

——李小龙

2. 關於共同基金績效，有很多研究報告可供參考，包括：Brown and Thompson (1995)、Malkiel (1995)、Carhart (1997)，以及Khorram and Seitzinger (1997)。Carhart 歸納的結論：「結果顯示並不存在所謂的操作技巧或技巧」。對於投資組合經理人，Malkiel 發現：「整體而言，基金經理人無法在扣除所有費用後，為投資者創造任何附加價值」。基金經理人扣除費用之前，基金經理人無法創造任何附加價值。1.



股票市場是個很奇怪的場所。每個市場參與者，大致都抱著相同的目的——賺錢；雖然如此，但卻沒有具一致性的路徑，能達到這個一致的目的。各位可能差一點就買了暢銷書《巴菲特勝券在握的 12 個原則》（The Warren Buffett Way）<sup>1</sup>。但在投資領域裡，即使是原創本人，想要成功都已經夠困難了；做為複製者，那更是幾乎不可能。因此，我們每個人都必須找到純屬自己的投資成功之道，即使專業投資人也是如此。

話雖如此，但像班傑明·葛拉漢、賽斯·卡拉曼（Seth Klarman）和華倫·巴菲特等等這些偉大的投資人，確實可以教導我們很多東西，而我們也有很多地方必須向他們學習。這些大師給我們最重要也最單純的教誨就是：每單位股票都代表企業的一單位所有權。集中市場（交易所）只是個方便我們交換股票所有權和現金的場所；即使沒有集中市場，各位所持有的企業所有權還是不會因此發生變動。雖然賣出持股的行為有可能造成負面影響，但你還是可以這麼做，就如同你隨時可以賣掉你的汽車一樣。

不幸的是，當我們開始進行投資時，無可避免就會受到很多雜訊干擾，讓我們很容易忘了股票所有權所代表的意義。這些引誘包括 CNBC 所提供的即時盤勢分析、那些看似無所不知的名嘴、經過特殊打理的企業公佈訊息，還有處於盤整或突破的股價走勢圖、分析師估計值、股價創新高……等等。這有點像是處在好奇猴喬治（Curious George）的世界裡（喬治是隻可愛的猴子，

1. 參考 Hagstrom（2005）。