

少數股票造就的財富奇蹟

杜白·卡萊爾 TOBIAS E. CARLISLE

麥可·馮比耶瑪 MICHAEL VAN BIEMA

艾倫·貝內洛 ALLEN C. BENELLO 著

洪士美 譯

顛覆分散投資配置，巴菲特、蒙格等8位
卓越投資者的超凡布局心法

下重注 的 選股智慧



把雞蛋放在同一個籃子，然後看好這個籃子。
——查理·蒙格 Charlie Munger

創造千億身價的核心投資準則

專注少數，放大收益，賺進超額報酬



反傳統！
集中操作

重磅
推薦

丁彥鈞 證券分析師 | 陳喬泓 成長股投資人 | 游庭皓 財經直播主
華倫老師《慢步股市》作者 | 雷浩斯 價值投資者/財經作家

Concentrated
Investing

Strategies of the World's Greatest
Concentrated Value Investors



下重注 的 選股智慧

顛覆分散投資配置，巴菲特、蒙格等8位
卓越投資者的超凡布局心法

杜白·卡萊爾 TOBIAS E. CARLISLE
麥可·馮比耶瑪 MICHAEL VAN BIEMA
艾倫·貝內洛 ALLEN C. BENELLO 著
洪士美 譯

序

大師一致的「專注心法」

麥可·馮比耶瑪（Michael van Biema）和我在前往拜訪一名投資經理人的途中，萌生了撰寫這本書的想法。

麥可因為手上有一檔組合型基金（fund of funds，FOF）^{*1}，所以多年來採訪過數百位價值投資型的基金經理人。不過，這次情況特殊，他便邀我一同前往，剛好我在忙碌的開會行程中有個空檔，也就欣然應允。其實，這並不是構思寫書計畫的好時機，但我們內心都有一個揮之不去的困惑，因而催生了這個出版計畫。並且，基於多年來對投資產業的觀察，我們還發現了一個矛盾的現象：**投資人對企業的分析與了解能力，和投資報酬不盡相關。**

有了成書的初步構想，同時累積一系列的訪談資料後，我們連絡上威立出版社（Wiley）的比爾·法隆（Bill Falloon），尋求他的協助。比爾為我們引薦《計量價值的勝率》（*Quantitative Value*）和《超值投資》（*Deep Value*）兩本暢銷書的作者杜白·卡萊爾（Tobias E. Carlisle），他在書中提出的投資理念與我們的觀點相近，尤其與本書「集中投資」的主題不謀而合。當下，我們可說是一拍即合。杜白答應加入我們的團隊，共同撰寫本書。他有效率的整理了訪談資料，並且理順投資家與其投資理念的時間脈絡和理論架構。此外，他還針對他們的投資策略進行量化分析，試圖找出取得超額報酬的驅動因素：**究竟是出於選擇「正確的」投資標的，或是持有「合理的」數量。**

我記得某位投資人，姑且稱其為「一號投資人」，他的投資報酬相當不錯，但一旦涉及評估一家公司的業務和管理是否具備競爭力這種高

度主觀且棘手的問題時，他的判斷就會完全失準。他曾經犯下一些重大錯誤，有一次，他向同事大力推薦一家紡織公司，結果該公司不久後就破產了。當時，我和在場的其他人都能輕易看出那家公司並不具備競爭力，甚至處境堪憂。所以，他的基金表現如此耀眼，著實讓我感到不解，這位投資人似乎總能避開那些可能造成巨大損失的失誤。

接下來，看看另一位被我們稱為「二號投資人」的老熟人，他對產業和企業都有著深刻的洞察力，對投資標的資訊的精確掌控和深刻了解也著實令人稱羨。可是，偏偏這樣的人，投資報酬並不出色。不知何故，他就是無法將自身寶貴的洞察力，轉化成亮眼的投資報酬。這個現象實在令人費解，畢竟，在他人眼中，他的洞察力理當為他帶來出色的報酬。

這個矛盾的現象，促使我們開始思考證券分析和投資組合建構的問題，以及它們與投資報酬的關係。顯然，僅憑分析能力無法成為一名真正優秀的投資人。二號投資人的例子就擺在眼前，照理他應該要有更好的表現。又或者試想一下，如果一號投資人具備更強的分析能力，他將能取得多高的成就啊。

不過，我突然意識到，**那些最令人欽佩的投資家（這份欣賞不僅是因為他們取得的驚人成功）幾乎都具備一個共同特質：他們都是集中價值投資人。**也就是說，他們都採取集中式的投資組合建構方法，相較於廣撒網的分散式投資，這些人持有的證券種類較少。於是，我們動手整理了學術界對集中型投資組合所做的數學和統計研究，並詳實的記錄下那些從集中型價值投資中獲利的方法和成就。

因此，我們的首要任務是要聯繫上盧·辛普森（Lou Simpson）和克里斯欽·西姆（Kristian Siem）。這兩位極為成功的集中價值投資家，在此前從未同意就其個人的投資方法接受採訪，而我們有幸和他們進行了對話。訪談結束後，我們開始整理與集中型投資組合相關的資料，蒐集的範圍之廣，不僅觸及凱利公式，還回溯至英國經濟學家約翰·梅納德·凱因斯（John Maynard Keynes）的學說。

在本書中，我們剖析這些傑出人士的投資策略，讓讀者深入了解其中的運作方式和取得高報酬的方法。然而，有兩個重點必須先提醒大家。

首先，集中投資並不適合每個人。舉例來說，正如葛倫·格林伯格（Glenn Greenberg）所言，彼得·林區（Peter Lynch，麥哲倫基金全盛時期的經理人，其任內的年化報酬率異常驚人）絕對不是集中投資家，他的基金組合裡的證券種類繁多。**再者，集中投資只適合那些準備好對其投資標的進行深入研究和分析的人。**非專業的投資人通常沒有時間這樣做，所以最好還是選擇指數型基金或是委託專業的投資經理人（當然最好是委託採取集中投資法的投資經理人）。

第二點尤為重要，適用於投資專業人士和非專業人士（也許對專業人士來說，這點更加重要）。或許我們可以運用傳奇武學大師李小龍的一句話做為總結，這句饒富深意且讓人聽後發自內心感到謙卑的名言如下：

目標存在的意義或許不在於攻克它，
而在於為人生提供方向。

李小龍可說是史上最自律、最嚴謹的武術家，他的這段話確實發人深省。人們很難想像，李小龍曾試圖用拳頭打破四吋厚的木頭，然後在嘗試失敗後，他接受了這個目標無法達成的事實。顯然，在強悍的外表下，他還有心思細膩的一面。同樣的，本書的目的並非要大家模仿成功投資人的風格，而是提供一個方向，讓讀者具備更明確的概念，藉此提升自我，成為更好的投資人。並非每個人都該試圖複製大師的風格或成就，這些故事其實是邁向成功投資旅程的路標。

在這些注意事項下，我們相信，有能力深入進行基本面分析且具備進取心的積極投資者，透過適當的減少持股數量，將資金重新配置到精選的10到15檔投資標的上，將會獲得更好的結果。讓我們再次引用李小龍的話：

不敗的戰士也僅是凡人，
只不過他們擁有驚人的專注力。

艾倫·貝內洛 (Allen C. Benello)

編按：買進一籃子的基金，又稱為「基金的基金」。

前言

反傳統！才有超凡報酬

行事謹慎，再加上一顆不錯的腦袋，一定可以勝過不知高地厚的天才。

——查理·蒙格 (Charlie Munger)

「集中價值投資」是一種鮮為人知的投資組合建構方法，舉世聞名的價值投資大師華倫·巴菲特 (Warren Buffett)、查理·蒙格與長期擔任波克夏海瑟威公司 (Berkshire Hathaway) 輔佐的盧·辛普森，以及書中介紹的其他人，都採用這種方法創造出巨額報酬。儘管集中投資在市場的震盪起伏中，時而盛行、時而沒落，卻一直深受巴菲特和蒙格的推崇，並且取得豐厚的投資成果。當經濟情勢好的時候，集中投資很受歡迎，因為它會放大收益；當市場轉壞時，投資人往往棄之不用，因為這種操作手法可能會導致收益的波動加劇。自 2008 年以來，投資經理人致力於規避任何存在風險的商業行為，集中投資也就不再受到青睞。

讓我們好好來檢視一下「投注規模」和「集中投資」，看看它們是否能做為實現卓越長期投資成果的手段。首先，我們將分析那些針對集中投資和分散投資的學術研究，比較兩者在長期投資上的報酬率。有關集中投資的討論核心則在「凱利公式」 (Kelly criterion)，它提供了一個數學框架，透過機率 (即獲利與損失的可能性) 和風險報酬比 (即取得潛在獲利所需承擔的潛在風險)^{*1}，計算出可以達到最大收益的合理投資規模。對所有投資人來說，最誘人的投資標的，莫過於一檔具有高獲利機率與高風險報酬比的證券。倘若輸入的參數有利，凱利公式所得出的投資規模，會遠大於共同基金或其他激進型投資商品的部位規模。此

外，一些學術研究指出，高度分散的投資組合（組合中沒有相同產業的企業）會減弱多元化的優勢，收益表現會比數量極少的投資組合還不如。而且，數量相對較少（10至15檔）的投資組合，相較於投資多元的指數型基金，所產生的投資報酬有著極大的差異。因此，**如果投資人想要超越指數型基金的表現，集中投資將有助於實現此一目標，儘管這種投資策略是一把雙面刃。**

投資人可以採用傳統證券分析中的價值投資法，來找出具有有利參數（也就是高勝率和高風險報酬比）的投資標的，並計算出投資部位，以便透過集中投資組合，極大化超額收益。

我們透過特殊管道接觸到與巴菲特私交甚篤的一些投資人。本書將介紹幾位長期（至少10到30年）採用集中投資法取得卓越績效的投資人。這些人具備一個共同特質，**他們都有著穩定的資金來源**。這個事實讓他們有能力承受收益上的巨大波動，也因此操作上與其他投資人不同。一般來說，大多數人都在努力的規避波動，因為他們認為波動加大，等於風險提高。然而，我們的研究對象卻傾向追求波動，與此同時投資報酬還優於市場的整體表現。

本書介紹了八位風格各異的集中投資人。這些受訪的投資人和捐贈基金都還健在^{*2}，只有凱因斯除外，他雖已辭世，但卻是集中投資的先驅之一，他的許多理念也得到追隨者的採納。本書的目的，就在於找出讓這些人獲得高額報酬的投資原則。儘管這些人的投資年代不盡相同，但他們的投資組合卻都在一段很長的時間內（我們將「長期」定義為至少20年）漲了好幾倍。書中這些投資人在現實生活中並不多見，他們都有著永久或近乎永久的資金，因此我們假設永久性資金是讓他們實踐集中投資的重要因素。此外，本書還提出凱利公式，用於確定投資組合中每筆投資規模大小的數學框架。我們發現，這些偉大投資家的投資總結和凱利公式得出的結論，竟驚人的一致。

當代投資組合理論告訴我們，市場是有效率的，而任何企圖超越市場表現的行為不僅愚蠢，還得付出高昂的代價。然而，事實上，至少有

一小部分激進的基金經理人的確在很長的一段時間內，以顯著的優勢戰勝了市場。本書和書中介紹的投資人都認同效率市場理論（efficient market theory）^{*3}支持者的兩個論點：

市場基本上是有效率的；

如果你是蒙格口中所謂「一無所知」的投資人，就應該將市場視為效率市場。

換句話說，想要取得戰勝市場的投資報酬，需要非常努力，並掌握大量知識。如果你不具備上述的條件，最好還是選擇分散投資和指數化投資。但如果你擁有知識上的優勢，又能勤懇努力，且具備書中列舉的一些特質，那麼把精力投注在少量的投資標的上，對你而言將更為有利。**至於集中投資的程度則是因人而異，書中的投資大師通常聚焦在 5 到 20 檔股票上。**股票種類愈多，分散投資的好處愈大，投資組合的波動較小，但長期投資的報酬也會愈低。在高額下注和高波動性之間該如何權衡，是投資人自己的選擇，但無論是凱利公式或書中的投資大師，都點出了高額下注和高程度集中投資組合的優勢。

事實上，讀者可能會對計算出的投注金額之大感到吃驚。我必須再次強調，巨額投注取決於恰當的偏態機率（skewed probability）^{*4}，這些類型的機率並不常見，但數學家 and 投資人都認為，當出現不尋常的風險報酬比時，就該來場豪賭。不過，要特別注意的是，這裡提到的風險是指資本永久損失的風險，而不是學術上的波動率概念。只要能夠找到資本永久損失很小的投資機會，本書中的投資大師們願意經歷暫時（但重大）的資本損失。換句話說，他們都在試圖找到能夠提供強大安全邊際的投資機會，在這種情況下，公司的資產、強大的業務優勢和無槓桿資產負債表，都能為投資人的資本提供保護。

書中的投資大師背景不同，有英國文學專業，也有經濟學家，但不知何故，他們有著相近的投資理念。「沉穩的心性」是這些投資大師的共通點，也是他們與那些在股票市場上碰運氣的散戶涇渭分明的原因。

巴菲特在 2011 年被問到，智力和紀律對成功的投資人來說，哪個更為重要時，巴菲特的答案是：「沉穩的心性才是關鍵。」

讓我告訴你一個好消息，想要成為成功的投資人，你不需要擁有高智商。如果你的智商高達160，那你可以賣掉其中的 30，因為投資用不上那麼高的智商。你真正需要的是沉穩的心性，不讓自己受他人觀點和看法的左右。

你必須具備洞察力，要能看清企業和產業的真實狀況，在不受他人影響的情況下，獨立評估企業。對大多數人來說，要做到這一點很難。因為人們往往都有從眾心理，在特定的情況下，這種心理還會發展成偏執的行為。這一點從網路上的各種流行風潮不難窺見一二。

真正具備優勢的是那些有著沉穩心性的人，他們在評估企業、產業時，根本不在乎旁人的想法，報紙上寫什麼、電視上說什麼，一切都不重要。不管什麼人預言將來會發生什麼事，一概不予理會。

你必須根據既有的事實，得出自己的結論。倘若你沒有足夠的資訊，無法做出判斷，那就把它拋諸腦後，繼續尋找下一個目標。你還得不怕困難，別盡是挑簡單的事來做。很多人辦不到這一點，我也不知道原因。大家常常問我，這是你與生俱來的能力，還是後天學習的。其實我也不知道。我只知道，沉穩的心性真的很重要。

蒙格後來評價巴菲特的這個理論：

他這個說法當然有點極端。智商還是有用的。不過，有一點他是對的，你沒辦法傳授「沉穩的心性」。行事謹慎，加上一顆不錯的腦袋，一定可以勝過不知天高地厚的天才。

編按：又稱風險報酬率或R/R比率，計算方法為：預期報酬÷損失風險。當該比例大於1，就代表則預期報酬超過風險，可視為較好的投資機會；反之該比例如果未滿1，則顯示虧損的機率較大。

編按：在原版書出版後，查理·蒙格已在2023年辭世。

編按：該理論假設所有投資人都是理性的，因此市場會立即反應新的資訊，調整至新的價位，使得股價呈隨機走勢。

編按：統計學中的一個概念，顯示機率分布的非對稱性和偏斜程度，也就是非鐘形的常態分布。



重 磅 押 注 的 投 資 典 範

盧·辛普森：量 力 而 為 的 投 資 家

不用再找了，就是這傢伙。

——巴菲特在1979年與盧·辛普森會面後，
對政府雇員保險公司（GEICO）
董事長說的一句話

1979 年，總部位於華盛頓特區政府雇員保險公司（以下簡稱 GEICO）正在物色新任投資長。這家保險公司於三年前驚險的逃過了破產的命運。不過，那次的倒閉危機、加上一般人覺得保險公司的投資觀念過於保守、以及人們規避風險的本能，使得這次的招募工作困難重重。負責此次人才招募的是羅盛顧問公司（Russell Reynolds）的副董事長李·蓋茲（Lee Getz），雖然確實找到一個不錯的人選，但卻因為對方的妻子不願遷居到特區而婉拒了工作邀約。一年多過去了，蓋茲還是沒能找到合適的人選，懊惱之餘，他對好友盧·辛普森大吐苦水，並表示這家麻煩纏身的小保險公司根本找不到好人才。當時辛普森在總部位於加州的西方資產管理公司（Western Asset Management，WAM）擔任執行長一職。當蓋茲詢問辛普森是否願意接下投資長一職時，辛普森的意願並不高。西方資產管理公司是加州一家大型金控的子公司。辛普森對銀行機構內的勾心鬥角、玩弄權術感到厭煩，不想再到保險公司裡重複這樣的生活。而且，他也知道，GEICO 在三年前差點就破產了。

不過，基於多年情誼，辛普森還是同意了蓋茲的請託，與 GEICO 董事長小約翰·傑克·伯恩（John “Jack” Byrne Jr.）會面，這個人當年幾乎可說是憑一己之力將 GEICO 從破產邊緣拉了回來。就這樣，他在華盛頓特區見了伯恩。辛普森對伯恩的評價是「一個非常、非常聰明的傢伙，同時也是一個事無巨細、事必躬親的管理者」。辛普森覺得投資長這個職務很有意思，但也不是志在必得。現在的他要求工作上的自主權，然而，才剛挽救了 GEICO 的伯恩不太可能充分放權。之後，伯恩再度聯繫上辛普森，希望能夠再次面談。儘管辛普森有所遲疑，但他還是如期赴約。在第二次的面談中，伯恩告訴辛普森：「我們對你真的很感興趣。但你還有一關要過，你得和巴菲特談一談。」巴菲特透過波克夏海瑟威持有 GEICO 約 20% 的股份，成為該公司的最大股東。伯恩說：「巴菲特認為我們需要一個新的投資長。之前那位確實不堪大任。」儘管巴菲特當時尚未聲名顯赫，但是關於這位來自內布拉斯加的價值投資大師重燃對 GEICO 長期持有的興趣，辛普森卻早有耳聞。