

# 21世紀 價值投資

從葛拉漢到巴菲特的  
價值投資策略 [增訂第二版]

## VALUE INVESTING

FROM GRAHAM TO  
BUFFETT AND BEYOND  
2<sup>nd</sup> EDITION

BRUCE C. N. GREENWALD  
布魯斯·格林沃德

JUDD KAHN  
裘德·康恩

ERIN BELLISSIMO  
艾琳·貝利西莫

MARK COOPER  
馬克·庫柏

TANO SANTOS  
塔諾·桑托士

——著

黃嘉斌

——譯

# 目錄

謝詞 005

導論 007

## 第一篇 價值投資導論

---

第 1 章 價值投資：定義、特質、結果、風險與原理 018

第 2 章 尋找價值：尋找交易正確的一方 038

## 第二篇 價值的三個來源

---

第 3 章 價值評估原理與實務 070

第 4 章 評估資產價值：由帳面價值到再生產成本 105

範例（一）：哈德遜通用公司 130

第 5 章 盈餘能力價值 144

範例（二）：麥格納國際 167

第 6 章 成長 190

第 7 章 「好」事業 213

第 8 章 特許經營權事業的價值評估 246

範例（三）：WD-40 298

範例（四）：英特爾 324

第 9 章 研究策略 384

第 10 章 風險管理與投資組合建構 408

# 雜目

## 第三篇 投資人檔案

頁碼	姓名	頁碼
435	華倫·巴菲特	435
477	羅伯·海爾布倫	477
484	華特 & 埃德溫·施洛斯	484
500	馬里歐·嘉百利	500
503	葛倫·格林柏格	503
506	保羅·希拉爾	506
510	揚恩·胡梅爾	510
515	賽斯·卡拉曼	515
519	麥可·普萊斯	519
523	湯瑪斯·魯索	523
527	安德魯·魏斯	527

# 謝詞

但願我們已經清楚強調，自從本書第一版在 1999 ~ 2000 年出版以來，我們已經學習了很多。關於所有的改進，我們由衷感謝哥倫比亞大學商學院價值投資課堂許多聰明而有活力的學生們，還有相關課程的助教。我們也要感謝參與這個課程的傑出講座、那些在葛拉漢與陶德年度早餐會發表演講的人士，以及參與「哥倫比亞大學學生投資管理協會」所舉辦之專業年度研討會的演講人與專家。還有「葛拉漢與陶德投資海爾布倫中心」(Heilbrunn Center for Graham and Dodd Investing)的同事、董事與工作人員，尤其是 Sid 與 Helene Lerner，他們可以說是這個中心得以誕生的推手，還有負責這個中心行政工作的 Meredith Trivedi。最後，還要感謝整個價值投資界。另外，我們也顯著受惠於某些採用價值投資導向機構的協助，包括：First Eagle Investment Management、Paradigm Capital Management、Hummingbird Capital Management、Davidson

Kahn Capital Management、Omega Advisors、Pequot Capital，以及 PIMCO。最後，我非常感謝華倫·巴菲特允許我們大量引用他的年度股東信，並感謝多位傑出投資人允許本書介紹他們的事蹟。本書如果有任何錯誤或瑕疵，或有任何不如本書第一版之處，都完全由我們負責。

本書由草稿階段到實際付印，過程涉及許多工作，我們感謝出版商 John Wiley 的負責人員，尤其是 Bill Falloon 的耐心與熱忱。還有我們的代理人 John Wright 能夠堅持到底。如果沒有 Ava Seave 與 Anne Rogin，本書恐怕還處在準備階段。Ava 負責巴黎與紐約之間的書面對話，期間長達兩個「英超聯賽」季節以上。更重要者，本書相關的影片，其製作、編導等工作也都是由 Ava 負責。事實上，若非其謙遜態度，否則她也應該列入作者之一。

# 導論

自從我們在 1999 年開始撰寫本書第一版以來，由班傑明·葛拉漢 (Benjamin Graham) 與大衛·陶德 (David Dodd) 共同創立、並由後人繼續發揚光大的價值投資方法，做為一種選股策略似乎已經有日薄西山之勢。過去 30 年來，金融學術界倡導的「效率市場理論」 (Efficient Markets Theory, EMT) 否定了任何積極投資方法得以穩定創造更優異績效的可能性。當時，第一次網際網路泡沫創造的股市榮景，看似徹底摧毀了價值投資所根據的全部分析理論。所有的價值投資人——除了華倫·巴菲特——普遍被視為不瞭解當代實際經濟狀況的守舊派頑固份子。幸運的是，2000 年到 2002 年之間，由於通訊科技類股崩跌，配合價值投資人的優異表現，葛拉漢／陶德方法才得以復甦。同時，學術界出版了許多重要著作，其論述與主張顯然都反對 EMT。根據統計方法建構的價值型投資組合，表現顯著勝過整體股票市場，這種現象普遍發生在幾乎全世界的所

有期間——如果有足夠的歷史資料的話。

由丹尼爾·康納曼(Daniel Kahneman)和阿莫斯·特沃斯基(Amos Tversky)開創的心理學學術研究,其論述愈來愈受世人普遍認同,除了催生了行為金融學之外,也為價值型組合的歷史優異表現提供了解釋,並將這套理論奠基於根深蒂固的人類行為偏差。因此,報酬的「價值溢價」(value premium)看起來將是金融市場未來持續具備的特質。這些研究,以及價值投資人的持續創新,促使人們更深入瞭解葛拉漢/陶德理論,並顯著改善價值投資方法,尤其是關於如何辨識和評估所謂的「特許經營權」(franchise)行業。

股票市場從2008~2009年金融危機谷底展開的漫長多頭行情,又再度引起人們對於葛拉漢/陶德方法的質疑。2009年以來的幾年期間,很多著名價值投資人的績效表現顯著落後全國與全球市場指數。可是,經過謹慎建構的統計價值型投資組合,則可以看到價值型投資組合與整體市場之間的表現差異顯著縮小,甚至完全消失。新一代科技股票所提供的持續性報酬,顯然又和既定價值理論相互抵觸。於是,價值型投資人又再度被貼上守舊派頑固份子的標籤。

某種程度上,價值型投資組合的相對績效之所以會下降,乃是任何多頭市場後期階段因為價值高估而不免會發生的可預期現象。行情發展到這個階段,價值投資人的表現通常都相對不理想,就如同1990年代後期的情況。可是,除此之外,這還涉及其他重要因素。第一,葛拉漢/陶德投資方法在2000~2007年期間的表現相當成功,使得價值投資方法重新獲得青睞。尤其是美國,採用價值導向方法的投資人顯著成長。市場對於價值型股票的需求增

加，壓縮了熱門型股票與價值型股票在價值評估乘數方面的差異，雖然這方面的證據並不明確。第二，由於經濟發展的緣故，葛拉漢／陶德理論的運用變得更複雜。經濟活動重心由工業／製造業轉移到服務業，使得無形資本相對於有形資本的重要性顯著提升，所謂的無形資本包括：顧客群、訓練有素的員工、產品投資組合，以及品牌形象等，有形資本則是企業資產負債表包含的傳統科目：存貨、應收帳款、不動產、廠房與設備等。另外，由於某些無形資產的投資——廣告、訓練、雇用、產品開發等——在會計程序中經常被歸類為當期費用，因此當期盈餘的定義與衡量就變得更加困難。科技發展也會造成類似影響；現代電腦與網路相關的事業，譬如像亞馬遜( Amazon )、谷歌( Google )、甲骨文( Oracle )、臉書( Facebook )、微軟( Microsoft )，以及網飛( Netflix )等，企業投入的有形資本相對有限。這些事業的成長相關投資——就會計處理程序來說——經常被歸入當期費用，因此損益表顯示的盈餘勢必嚴重遭到低估，這會造成價值評估乘數提高。

另一個需要考量的複雜因素，是有愈來愈多的服務與現代科技事業，它們主要是經營地區性市場或利基( niche )產品市場。這些地區性／利基市場的特色，是其潛在經濟規模，並通過持續性顧客互動，維持偏高的顧客擄獲率。結果造成了更多具備支配優勢的地區／利基市場競爭者，這方面發展顯然受惠於市場存在不容易跨越的進場壁壘。運用價值投資的術語來說，具有「特許經營權」或寬廣「護城河」的事業，它們在整體經濟活動佔有的比例愈來愈高。對於這類具備特許經營權的事業，淨資產對於企業獲利能力的影響程度逐漸減弱，成長對於整體價值的貢獻則愈來愈重要。因此，股票價值評

估明顯更仰賴未來現金流量，而且經常是未來很久之後的現金流量，這些現金流量價值很難藉由葛拉漢／陶德之資產價值／盈餘能力價值（asset value / earning power value, EPV）的方法衡量。另外，對於具備特許經營權的事業，管理績效——尤其是有關資本配置方面——對於企業評估價值的影響很大。處在這種環境之下，專注於傳統資產負債表的價值投資人，他們的表現大多不太理想，這種現象也就不令人覺得意外了。

關於特許經營權事業價值評估的最後一項重要考量因素，是要特別留意可能破壞企業特許經營權地位的潛在劇烈變動。對於沒有顯著經濟規模的競爭性企業，獲利能力方面的任何減退，大體上都會因為事業萎縮而釋放彌補性的固定資本與營運資本。對於具備特許經營權的事業，盈餘能力價值（EPV）若超過資產價值，前述劇烈變動造成的後果將嚴重得多。喪失經濟規模導致的盈餘減損，將無法換取任何彌補性資本報酬；偏高的資本報酬意味著盈餘減損只能換取非常有限的資本彌補。相較於巨變發生之前的狀況，垂死特權事業的價值，將遠低於垂死的「雪茄屁股」（cigar butts）事業。想要投資任何價值低估的特權事業，需要謹慎評估巨變的後果與影響。

由於前述這些變化，我們必須重新處理本書第一版討論之價值投資方法的所有相關層面。我們必須重新思考如何辨識與搜尋具有吸引力的機會，以及如何評估這些潛在機會的價值。一旦完成初步的價值評估之後，還必須探索如何積極進行研究的程序，較本書第一版更廣泛地考慮風險管理議題。關於目前這個修訂版本，我們享有額外的優勢，因為我們可以實際觀察某些價值投資人如何針對經濟環境變遷而做調整。在所有這些方面，我們將針對每位積極投資