

彼得林區、查理蒙格、葛拉漢，全球投資教父的致富核心

# 無痛致富

## 巴菲特測試金律



幫你找出鑽石級股票，每年穩穩獲利超過10%，  
更運用價值投資的「複利雪球效應」把錢滾成巨大財富

The 8-Step Beginner's Guide to Value Investing

8項心法  
關鍵選股

6大錯誤  
股市迷思

12條投資  
佛里曼原則

佛里曼投資顧問團隊 Freeman Publications——著 呂佩憶——譯

實力推薦 雨果《聰明的ETF投資法》作者 | 股市阿水 布林通道專職投資人 | 單身狗投資成長日記

---

# 無痛致富

## 巴菲特測試金律

幫你找出鑽石級股票，每年穩穩獲利超過10%，  
更運用價值投資的「複利雪球效應」把錢滾成巨大財富

佛里曼投資顧問團隊 Freeman Publications —著 呂佩憶—譯

---

「以為大型機構有電腦、學歷與資金，因而擁有優勢，所以小投資人投資賺不到錢，我覺得小投資人相信媒體的話是很悲哀的事。當民眾被媒體洗腦就會跟著媒體走。他們買股票一個星期後又買選擇權；這星期買了智利基金，下星期又買阿根廷基金。然後得到和這種投資方式相對應的報酬，真的很煩。但如果有人可以好好坐下來，針對某間公司提出自己的看法，我想他們就能靠自己在股市有很好的表現。」

——彼得·林區（Peter Lynch）

彼得·林區 | Peter Lynch

《紐約時報》暢銷作家，也是史上最成功的投資人之一。在擔任麥哲倫基金的經理人期間，他的報酬率比標準普爾500指數高出一倍。

前言

# 最好的投資是 建立正確的原則



每當提到股市時，你會想到什麼？會立即想到這是部複雜的機器，可能會害你破產嗎？或者想到的是，這是個在幾個月內能讓資金翻兩三倍的地方？儘管你可能聽過一些不專業人士的說法；但事實並非如此極端。股市是建立長期財富的好地方，不過必須做出正確的投資選擇才行。

從一九九一到二〇二〇年，追蹤美國最大500檔上市公司的標普500指數，年平均報酬率為9.77%；但投資個股的人績效並不好。柏恩斯坦顧問公司（Richard Bernstein Advisors）的研究發現，在同一段時期，散戶投資人買進個股的年平均報酬率只有2.1%。這表示三十年下來，一般人在每個資產類別的表現都落後大盤，包括現金（和三個月期國庫券一樣）。

為什麼會這樣？為什麼這麼多人的獲利低於平均報酬率？很大的原因是沒有受過相關的教育。當人們初次接觸股票投資這個概念時，通常是有人告訴他們「這是賺快錢的地方」，所以許多投資人第一次的經驗很不好。可能是親友的小道消息刺激他們買進，或更糟的，是看到社交媒體上的貼文提到「一生難得的買進機會」，於是不想錯失潛在的獲利。你可能有過相同的經驗，就算沒有，也有很大的機率認識有這種經驗的人。

你可能也會被當沖賺快錢的想法給吸引；但把當沖交易視為投資，就像把去賭場賭博當成事業般。當然，不能否認你或許會在賭場贏錢；然而現實上，你不僅不會賺錢，長期下來更會破產。以上不是我們的個人看法，而是全球最大的交易平台之一eToro說的。eToro發現，80%的當沖交易客戶第一年都是賠錢的。

財經媒體也沒幫到你，關於市場的所有報導都令人屏息。媒體是個極端的世界，它們的報導只有兩種，一種是情況非常好，你會看到像〈九月一個下雨的星期四，是股市史上表現最好的一天〉這類的標題。另一種是讓你覺得一切都在崩潰，完全看不到希望的標題。它們

會展示一張又一張的圖表，看起來每天都有新聞報導在說經濟數據導致市場波動。奇怪的是到了隔天，一切又都美好如昔。今天是失業率，明天是工業生產指數，後天是汽車銷售。不論是什麼永遠沒有中間值，永遠都是大好或大壞的激烈反應。

過去十年來，我們看到另一個勢力正主導著投資界，那就是社交媒體。許多新手投資人利用社交媒體來判斷該把錢投資在哪裡。這不只是你所能做過的最糟決定（稍後會解釋），而且這個決定通常會讓你受到傷害，嚇得再也不敢投資。

綜合以上因素，散戶似乎真的無法在股市中賺錢，因此許多人尋求專業人士的建議；然而尋求協助也會產生問題。理財規畫協會（Financial Planning Association）在二〇一三年進行的一項研究發現，46%的理財規畫師自己也沒有退休金儲蓄。這些人有證照能提供健全的理財決策建議；但他們甚至連自己的財務也沒照顧好。此外，理財規畫師或理財顧問這個詞會誤導人。許多人不知道，理財規畫師的主要角色其實是業務員。舉例來說，許多顧問通常會推薦佣金最高的基金。就像任何工作一樣，當然有很多很好的理財顧問是真心將客戶的最佳利益放在心上；但若能就此不管那些只顧自己利益的顧問，那就太天真了。

因此，如果主流媒體對你沒有幫助，而專業人士通常都只顧自己的利益的話，你該從何開始呢？就算你手邊有很多資訊，還是很難找到投資的基本知識。其中有很多資訊是故意寫得晦澀難懂，這樣你才會覺得必須把錢交給所謂的「專業人士」，所以本書的目標很簡單：第一，要排除你每天會接觸到的投資迷思；第二，向你展示該如何關掉身邊的雜音，只專注於重要的事；第三，幫你發展出量身打造且可重複執行的可靠程序，讓你分析該買以及何時買哪些公司。

投資不是快速致富的方法。有個問題是這樣的：「快速在股市賺到一百萬的方法是什麼？」我們會回答：「一開始就投入兩百萬。」

雖然在極少數的情況下或許可以很快賺到報酬，例如我們的電子報訂戶曾根據我們的建議，投資個人服飾訂製公司Stitch Fix，只在短短的99天內就賺到140.24%的報酬。但在多數情況下，大部分的獲利都是在五到十年賺到的，而非五到十周內。

投資不是賭博。我們看到一些令人憂心的趨勢，新手投資人把市場當成賭場，運用高風險策略，例如買進高槓桿的選擇權或當沖交易，而我們寫書的目標是逆轉這樣的趨勢。

本書不是技術分析的書（我們稱技術分析為「技術占星術」），而是遵循如巴菲特（Warren Buffett）、彼得·林區（Peter Lynch）、卡爾·艾康（Carl Icahn）和查理·蒙格（Charlie Munger）這些偉大投資人的哲理。他們不是仰賴線圖或公式，而是專注於研究股票背後的公司，長期賺取持續的獲利。因為現代人想要立竿見影的成果，所以我們更該專注於簡單的事，找出經營良好、為廣大的市場提供服務、具有競爭優勢且股價合理的公司。在第四章說明選股過程時，將進一步介紹這些原則。

感謝你購買本書。巴菲特曾說，你能做的最好投資就是投資你自己，而購買本書就是在投資自己！





Warren Buffett

## 股神巴菲特

股票投資要成功有兩個規則。

規則一：絕對不要虧錢。

規則二：絕對不要忘記規則一。

There are 2 rules of successful stock investing.

Rule no.1: never lose money.

Rule no.2: never forget rule no.1.



## 首先，為什麼要投資股票？

許多新手投資人心中會先出現這個問題：為什麼我要投資股市？看來似乎有很多機會可以讓錢為你賺錢，例如不動產、買進貴金屬甚至是虛擬貨幣等。其實美國最近一代的年輕人投資在股市的程度最低。一項CNBC的調查顯示，千禧世代只有23%的人偏好投資股市，原因不難理解。

一九九五年以來，金融市場每五到十年就會發生一次持續性的波動。首先是網路泡沫，許多沒經驗的投資人都賠個精光，然後是九一一事件造成的混亂。而後經濟又快速成長，結果形成了二〇〇七到二〇〇九年的房市危機。後來又有長達十年的牛市，結果在二〇二〇年初時結束。在本文撰寫時，市場雖已經幾乎完全恢復了；但因為新冠肺炎危機持續的效應，我們仍在充滿不確定性之中。

儘管感覺很不穩定；但不能因此避開股市。數據很簡單：從一九六六年到二〇一五年的50多年間，標準普爾500指數的年報酬率為9.69%。換算下來，投資50年後，你最初的投資會賺到102倍。如果這樣的報酬率再持續50年，那麼今天投資的5,000美元，到了二〇七〇年就會變成51萬美元。這是假設50年來你都沒有再加碼的情況下；不過這很不切實際，所以如果你再加碼，報酬最後會遠高於這個數字。

本書要告訴你，市場波動與股市下跌不值得恐懼。我們建議的策略將不只能幫助你順利度過股市大跌的期間，甚至還能在市場混亂時成功獲利。要怎麼做呢？其實很簡單。許多人投資股票賠錢，是因為他們對股票的觀點基本上就錯了。投資股票雖簡單卻不表示很容易；但你不需要學過高等微積分或統計學，也能賺取一致、長期的獲利。

我們要說的是，市場的運作其實比你想的還要直接，而且不需要很高的智商與專業化的學歷，也不必擁有什麼密碼才能「解鎖」這個

祕密。只要願意做研究並以正確的態度來看待市場，股票就會帶給你獲利。

## 過去的投資人錯誤的地方

想一想一般新手投資人一開始投資時的行為。有個人手頭上有多餘的現金，他聽說投資是個好主意，因為如果只是持有現金，最後會被通膨給吃掉，把錢存在儲蓄帳戶裡賺取優渥利率的日子早就過了。事實上，富國銀行的「好會存」（Way2Save）帳戶提供的利率只有0.01%。

因此，新手投資人的第一步就是去找理財顧問，請他們推薦股票。另一個選擇則是我們在二〇二〇年常看到的，在臉書群組上發文請人建議500、1,000、1萬美元該怎麼投資。這就是新手投資人會犯的第一個錯誤。他們主要是根據聽陌生人說，或是電視上金融名嘴的小道消息，把錢丟進各種隨機選擇的公司後坐著等待，希望能賺到一大筆錢。畢竟當社交媒體上的每個人都在貼文，說他們的股票投資賺了多少錢，感覺起來好像穩賺不賠。

當這些人開啟電視轉到財經台CNBC，或打開券商手機應用程式查看剛買的股票時，感覺好像在玩遊戲。看到紅紅綠綠的符號上上下下地移動，底下有條水平線，符號會從右往左跑，再下面還有條線移動速度較慢。有些學究會告訴他們祕密策略，還有哪些必買的個股。

一段時間後，新手投資人看到股票下跌，或漲的速度不如預期來得快就失去耐性了。他們看到買的股票跌了20%就不高興，所以決定賣了股票，因為電視上那個人現在說要買另一檔「熱門新發行股」。他們完全不了解背後的邏輯卻還是照做。而不久後他們之前賣掉的股票開始上漲了，於是又再度搶進，只不過這次買進時的價格比之前賣掉的價格還要高。

他們成功的買在高點、賣在低點；但這和投資最基本的原則背道而馳。

有些投資人甚至更進一步決定試試短期交易，例如當沖或買進選擇權。少數人確實能成功獲利；但這些是極為例外的情況而非正常法則。任何一種金融交易都有顯著的生存者偏誤——你只聽說過成功者的故事——但每個成功故事的背後，就有十個人做相同的事卻失敗的例子。事實是，不同資訊來源的數字雖不太一樣，但80%至99%的當沖交易者長期下來是虧損的。這就是為什麼本書不會去討論當沖或任何其他短期投資策略的原因。

## 你應該做的是「理性的程序投資」

本書你將會學到關於市場的正確思考程序以及如何分析個股，內文還介紹了20檔符合買進並長期持有的個股。這些股票都吻合合理性的程序投資系統的要求，你將會學到為什麼要這麼做。如果想直接跳到那一章，我們必須先聲明不是叫你今天就買進，因為你還是需要了解該股的合理價位。本書稍後也會解釋合理價位是什麼。

除了這些以外，你也會學到資產配置與多元化的策略。你選擇的投資方式會直接影響市場預期的報酬。完整的評估風險承受度是必要的，後續會告訴你該怎麼做。

我們這些年來投資經驗的總合，讓我們處於最有利的位址，可以幫助新手與有經驗的投資人做出最佳決策。你不需要將投資過於複雜化。遵循一些健全的原則、掌控自己的情緒，你在市場能賺到的錢就會比你需要的更多。

了解本書所列的概念後，你就會比95%的投資人還要厲害了。成功的投資不必具備數學或統計學的學歷，事實上，投資獲利與智商之間的關係很小。眾所皆知就算是牛頓這樣的天才，也曾在一七〇〇年

代的南海泡沫時賠光了所有財富（相當於今日的300萬美元）。有人說，牛頓被問到這件事的回答是：「我會計算天體的運動；但無法計算人類的瘋狂。」

成功所需的只是一些基本的算數能力（或使用電腦試算表），更重要的是理性思考的能力、有信心能支持自己判斷，以及知道何時判斷錯誤。

以下就讓我們開始看看，成功的長期股市投資的觀念吧！

Chapter

1

為什麼  
要看長期展望？



投資獲利的祕訣是什麼？答案會讓你大吃一驚——就是什麼都不做。其實也不完全是什麼都不做，它的意思是投資想要獲利，就該在管理投資時盡可能限制採取的行動。**三天兩頭調整投資組合和質疑自己的決策，只會導致你在市場下跌時虧損更多。**本章將說明的投資哲學稱為「買進並持有」投資法。你會學到為什麼這個方法對新手投資人來說，比其他任何方法好得多。

## 閃電崩盤與羊群效應

在了解為什麼買進並持有是非常強大的哲理前，必須先退一步了解投資與投機的差別。第一位思考這個問題的人是班傑明·葛拉漢（Benjamin Graham），他的傳世著作《智慧型股票投資人》（*The Intelligent Investor*）經常被巴菲特奉為聖經。

根據葛拉漢的說法，投資或操作投資標的是根據他稱之為「智慧型原則」為基礎，如此能確保成功機率升高。相較之下，投機則是利用不健全的原則，失敗率非常高。這個定義聽來簡單；但有很多地方值得琢磨。什麼是智慧型？什麼又是不智的原則？就股票來說，我們可以將智慧型投資的程序定義為：考量金融市場現況的程序。

### 佛里曼投資法則

#### 1

短期來說，價格受情緒影響。  
長期來說，價格受數學影響。

**關於股市首先要知道的一件事，就是沒人能預測短期股價的波動。這是因為短期價格多受情緒的影響，而這些情緒來自人類的各種**

**心理偏見。**好比當你聽說大家都跳進某一檔熱門新股，加上媒體說買這間公司穩賺不賠，你很可能會認為這檔股票超棒。這種一窩蜂心態或是同儕壓力，正是一種無意識的偏誤。自從葛拉漢的時代（大蕭條期間）以來，這種行為就一直是影響投資的因素，而且仍持續至今。

若要進一步說明錯誤的行為如何在短期內影響市場，就要談談「閃電崩盤」（Flash Crash）。閃電崩盤是指市場在短短幾分鐘甚或幾秒鐘內重挫崩盤（崩盤的定義是下跌至少10%）。因為演算法交易的出現，這種根據預先定義的變數以進行自動交易的方法，使得閃電崩盤的發生變得更加頻繁。

過去十年來發生過兩次閃電崩盤，這些事件完全說明了短期市場是受人類不理性的行為所驅動。第一次是二〇一五年八月二十四日，股市一開盤就下挫5%；但收盤前又收復了大部分的跌幅。而所有閃電崩盤的始祖莫過於二〇一〇年五月六日那次，單一筆交易造成整個市場重挫1,000點（約總值的9%），然後在不到15分鐘內又漲了回來。

當時許多個股跌到無法想像的低價。全球顧問企業集團埃森哲（Accenture）的股價觸及零元，之後才又漲回41.09美元。二〇一五年的崩盤也有類似的情況。這些波動讓媒體說了許多令人焦慮的言論，名嘴忙著給出一些複雜的理由解釋為什麼崩盤。二〇一五年崩盤時，多數人普遍接受的理由是，前一周的周五收盤後，交易員感到很緊張，因為當天股市收跌，交易員不知道周末會發生什麼事。而中國股市比美股早開盤，且一開盤就下跌，因此帶動了美股的賣壓。

我們從這一團瘋狂中後退一步來看。如果相信市場的看法，只因為中國的交易員剛好在中國賣股票，像埃森哲這樣當時市值540億美元的公司，就會短暫被認為一文不值；但後來股市又重新發現，這間公司其實真的有540億美元的價值。請問這聽起來合邏輯嗎？假設你擁有一塊穩定產出高品質農作物的土地，有個人突然跑來對你說，你的地一文不值，說完就離開了。但他八小時後又回來告訴你，你的地現在



價值100萬美元，你一定會認為這傢伙有病！但當股市這麼做時，人們卻會發明一些聽來很有智慧的鬼話，例如「交易員周末時感到不安，而中國的賣壓觸發美股開盤的賣單。」

**我們可以從這些案例中學到，市場短期會極為不理性，所以如果你的行為配合這些短期波動，只會導致自己曝露在這種瘋狂之中。那麼最好的方法是什麼？**

## 解讀市場情緒？連讀心師也沒轍

因為這樣的波動，使得短期交易具有所有的風險。本質上來說，交易員會試著衡量市場對個股的觀點。你可以試試這個實驗：走到你的伴侶身邊，試著猜測對方對某件事的感覺——有時可能會猜中是怎麼回事；但不是每次都猜得對——然後再走到一個陌生人旁邊，試著想像對方對某件事的感覺。就算你不認識這個人還是得猜。你覺得自己能猜中幾次？

最後再想像一下，在地球上另一端的某個人，對沃爾瑪超市的股價有什麼看法。你對這個人一無所知，也不知道對方買股的動機為何，只知道他對沃爾瑪的股價有自己的意見。你一定覺得荒謬透頂，根本猜不到，怎麼可能會知道呢？但這就是交易員每天在做的事。他們想利用短期股價的波動，而你也看到了，這些波動通常都不是因為邏輯或企業的實際情況造成的，這些波動皆由情緒推動。就像當大型金融機構下了張很大的賣單，結果導致所有人都開始跟著賣。這正是一窩蜂心態的例子。

回過頭來思考，如果你想利用這些波動，就必須預測其他交易員對某檔個股的情緒，這在真實世界裡根本辦不到。但交易員卻認為，利用指標與線圖上曲折的線段，竟能解開這個謎團。這聽起來像明智之舉嗎？不過值得注意的是，**投機並非只限於交易，你所做的任何不**

**智之舉都是投機。**好比你的遠親文尼打電話告訴你有個非常好的機會，可以投資日曬沙龍。文尼說這是「穩賺不賠的」生意，能在六個月內讓本金翻倍。若你沒有做好盡職調查就把錢投進去的話，這就是投機而非投資。

因為股價短期內受情緒帶動，而我們無法預測情緒，所以才需要對市場的長期觀點。這麼做有很好的理由，因為長期下來情緒會逐漸消退。就像葛拉漢說的，**市場是短期投票機器；但長期下來是秤重機。**如果這概念對你來說仍有點模糊，那先別管市場了，來想想人生吧。你是否經常在短短幾分鐘內激動憤怒，然後一個星期、一個月或一年後就完全忘了這件事？

你還記得一年前的今天曾發過脾氣嗎？這裡說的不是因為發生了嚴重的事，所以理所當然地發怒，而是長期看下來非常微不足道的小事，就像另一半把你的鞋子踩髒了，你就抓狂了、狗在你的地毯上到處撒尿、外送員遲到十分鐘，因為他迷路了等等。如果你讓這些情緒引導自己做出人生重大的決定，會發生什麼事呢？這麼做明智嗎？當然不智！相反的，你要給自己時間冷靜下來，慢慢淡忘這些情緒後放下，市場也一樣。

長期而言，公司股價反應的是潛在的盈餘成長。以之前的農地為例，土地真實的價值是它所產出的農作物，以及農業這個產業的獲利能力。你的農作物能賣到好價錢嗎？如果農地可以產出高品質的農作物，那土地就很值錢；反之就沒那麼值錢。這個道理同樣能套用在公司上。新的投資人常會錯過一個關鍵要素：你在螢幕上看到的代號，背後代表的是一間真實存在的公司。買股票就是擁有公司的一小部分。這些都是真實的企業，有供應商、顧客、競爭者與員工。這些因素結合在一起會產生獲利與損失，獲利愈多公司生意就愈好，長期下來會反應在股價上。

**雖然你無法預測人類的情緒，卻能針對公司生意的好壞做出明智**

**的決定，像是評估公司的經濟展望，以及所屬產業未來的發展性。**這個過程能排除市場情緒，也是長期下來唯一可以獲利的可靠辦法。

## 了解投資的成本

現在你已經了解為什麼長期觀點很重要，是時候看看成本了。投資股票不是免費的，買賣股票時需要支付券商（或投資平台與應用程式）佣金。畢竟如果你投資100美元，卻發現券商要收10元的手續費，一定感覺很不舒服。幸好現在手續費不是什麼大問題，因為近期有許多信譽良好的券商，提供非常低甚至是零手續費的服務，稍後會談談我們喜歡的券商。

雖然現在手續費不是什麼問題，但稅率並沒有多大改變，因為你的資本利得與股利仍必須繳稅。股利是公司給你的錢，你什麼也不必支付就能收到股利，還能透過股利降低投資成本，因此股利要繳稅感覺起來就沒那麼痛苦。不過要強調一點，公司沒有義務要支付股利，而且也不是每間公司都會支付。

資本利得稅<sup>1</sup>則略有不同。資本利得是指出售股票時的獲利，是賣出價格和投資時買入價格的差額。舉例來說，如果你以一股100美元的價格買進一股迪士尼，並在股價漲到120美元時賣出，這20美元的價差就是資本利得，資本利得稅會降低你的整體獲利。在繳資本利得稅時，新手投資人可能會覺得很困惑。

資本利得稅只有在賣出股票時才要繳交，賣的愈多繳的稅也愈多，所以愈常賣股獲利就會愈低。而資本利得也分短期資本利得與長期資本利得。短期是指一年以下的投資，資本利得稅率與所得稅率相同；長期稅率則落在0到20%之間。因此，持有投資標的愈久要繳的稅就愈少。如果從來不賣出股票，就永遠不必繳資本利得稅。但事實上，你總有一天必須獲利了結，如此才能享受到投資成果，除非是想

將投資贈予繼承人就另當別論。總之以上的重點是，明智的作法是不要持股不到一年就賣出。

## 佛里曼投資法則

### 2

記住，分析投資時要把通膨也考量進去。

投資時另一個要考量的成本是通膨。通膨是隱性成本，許多投資人並未將之考慮進去。切記，一美元今天的價值和明天的價值是不同的。**若想減少通膨對獲利造成的影響，最好的辦法就是盡可能地持續持有，讓投資升值。**之後在計算企業真實價值的那一章時，會再解釋如何正確考量通膨。

股價長期的漲勢會比短期的漲勢還要大，這點你應該不意外。想要了解這句話的意思，可以問自己這個問題：你在一分鐘內還是在一年內做的事比較多？答案就很明顯了。因此要盡可能長期持有投資標的，讓它幫你賺錢。

結合上述原則，你所能做的最明智的投資決策，就是買進並盡可能長期持有，把要繳的稅與交易成本降到最低。持有的時間愈長，投資標的升值的時間就愈長，也就愈能降低通膨對投資報酬的影響。**就讓交易員和其他投機客去殺進殺出吧，你必須盡可能壓抑任何會想早點賣出的衝動。**

---

1 台灣未課徵資本利得稅，所以買賣台股時不需繳交此項稅金。若台灣人要投資美股（未持

有綠卡或不具美國公民身分），可以先填寫W-8 Ben表格，以證明適用非美國公民稅率身分，這樣就能免繳資本利得稅，只需預扣30%股息稅。但若具美國稅務公民身分的話，投資美股仍會被課徵資本利得稅。

Chapter

2

定義  
你的投資目標



所有的旅程都需要目的地；但光是設定目的地仍不夠，還要規畫如何抵達。我們的思想就像全球衛星導航，除非指定目的地，否則有很大的可能會浪費時間走上錯誤的道路。本章會幫助你想清楚應該要有什麼樣的目標，以及在股市中成功所需的心態。

## 決定本金的來源就成功一半

成功的投資規畫始於決定投資股市之前。確保自己有穩定的財務基礎再投資股市很重要，因為這能避免犯錯。舉例來說，如果你沒有現金支付生活費，就會很想在股票有機會壯大前就賣掉一些。

知道自己投資的資金從哪裡也一樣重要，接著就來看看你該用來投資的資金類型。

### \$ 資本

**因為我們採取的是長期投資，所以最大的原則是，所有用來投資在股市的錢，都是你必須至少十年內不需動用的錢。**

為了準備好健全的財務基礎，建議以下的錢都不能用來投資股市：

1. 應急基金：應急基金是絕對不能動的錢。像是為了以防萬一你或伴侶失業，而存的三到六個月的生活費支出。你應該把這筆錢以安全的銀行單獨存放，理想的情況下，還要另外準備一個月的生活費，以現金的方式放在身邊。
2. 學費：除了生活費，孩子的學費也不該用來投資股市。如果你的孩子還小，想利用投資來準備他未來的學費，那就要給股票十年的時間來增值。
3. 頭期款：就算你打算在未來兩到三年內買房，也絕不要依賴股市



幫忙創造足夠的頭期款。

簡單說，不要靠股市快速致富，或是冀望它幫你賺到明天的生活費。這可能有點悲觀；但實際上非常有用——**不要「只」靠股票賺錢，才能消除「必須」賺錢的壓力。**許多短期投資人與投機者就是因為「必須」賺錢的情緒，才會犯下致命錯誤而虧損。

### 佛里曼投資法則

## 3

只把你未來十年內不需用到的錢拿去投資。

以下是個典型的「我必須賺到錢」的情境。有個人做了一筆交易，希望股價會快速上漲；但結果不如預期，所以虧損10%就出場了。人們心理上很難接受虧損，於是在挫折感的驅使下，他又買了另一檔股票。但這筆交易一樣不如預期，於是又虧損10%出場。現在他從沮喪轉為憤怒，所以做了第三筆交易，這次開了槓桿，部位也比之前更大，因為他亟欲想賺回前兩次賠掉的錢。他告訴自己，這筆交易一定沒問題了，因為前兩次都對自己不利。可惜的是，市場根本不知道他前一次、前兩次甚至是前一百次的交易情況，而每一次的機率都和第一次一樣，不見得對他有利。因此第三次交易還是不如他的預期，再次虧損10%出場。

本書不是教你如何交易；但從上述例子很容易看出，人類不理性的本質如何導致短視近利者虧損。如果從較長的期間來看這樣的行為模式，就會知道為什麼逾八成的當沖交易員都虧錢。**不過不論你是長期還是短期投資人，市場都是高度情緒化的，而且不論你有多理性，**

**總有一天會被捲入他們的情緒中，所以最好一開始就把會做出情緒化反應的機會降到最低。**當時候真的到了，就不會因為極端的情緒導致你做出不好的決定。這段旅程的下一步，就是想清楚你的風險偏好。

## 風險管理常見的兩大誤區

風險管理的概念用於股票投資時常被嚴重誤解，當你和一般理財顧問對談時，他會以兩種方式來解釋風險。第一種是以你的年紀為衡量標準。常見的大原則是用100減掉年紀後，用這個數字評估你該投資在股票的金額比例。舉例來說，如果你40歲（ $100-40=60$ ），他們會告訴你把60%的錢拿來投資股票，40%投資債券。這個比例說好聽點是過於簡單，說難聽點根本就是錯的。

這個算法背後的邏輯是，年紀較長的人需要利用投資以獲得收入，而年輕一點的人應該設定的目標是價格漲勢。如果遵照這個規定，那麼你每年都會賣出獲利的股票，並一直把錢轉到新的債券投資中。你的債券投資時間會一直延長，而股票投資時間則一直縮短。

如果你在60歲發現了獲利能力良好的股票；但卻已經投入40%的錢在股市中了，該怎麼辦？直接錯過這個機會嗎？這一點也不合理。**一個人應該利用投資來賺取收入還是賺取資本利得，真正的決定因素是他的財務狀況而非年紀。**60歲的人理應有些資產在手上，如果他還有穩定的收入，那為什麼硬要投資債券或固定收益呢？

理財顧問解釋風險的第二個方式，就是利用資產類別。他會告訴你小型股（資本額不到20億美元的公司股票）風險較高，大型股的風險較低。而債券的風險比股票與選擇權低。同樣的，這雖然是真的，但也是過於簡化的說法。**股票的資產類別並不能完全顯示它的風險。**假設你是一九九五年時的貝佐斯（Jeff Bezos），你在金融業的事業前景很好，也存了些錢想開一間名叫亞馬遜的公司。你很清楚自己看得

到公司的發展方向，也相信自己的能力並知道該如何成功。

但你的理財顧問卻告訴你，創立亞馬遜的風險非常高，不應該把存的錢拿去開公司。貝佐斯此時31歲，所以應該把69%的錢投資到股市，其中60%投資大型股、5%投資中型股，其他的錢投資小型股。亞馬遜是一間新公司，所以不再考慮範圍內。我們就假設貝佐斯忽然失心瘋，決定聽理財顧問的話，那現在結果會如何呢？還好現在多虧了他的亞馬遜持股，他目前的身價大約是1,240億美元，因此我們可以說，聽理財顧問的話是個天大的錯誤。

### 佛里曼投資法則

## 4

風險不是由資產類別來決定，  
而是由你評估投資的專業能力來決定。

同樣的因素也適用於分析小型股公司。相對於大型股公司，一般人相信小型股的風險比大型股還要高，在泛論上這可能是對的；但個別來說卻不正確。如果你對某個小型股公司瞭若指掌，這樣會比投資例如埃克森美孚（ExxonMobil）或高盛（Goldman Sachs）這類的大型股要好得多，因為這些大公司的執行長可能根本不完全清楚公司的錢花在哪裡。

如果你不確定自己是否有專業能力，最好交給了解這個工作的專業經理人負責，理財顧問或你的仲介並不是有能力的經理人。若你確定自己很多都不懂，也不想交給專業經理人的話，那投資指數型基金或指數股票型基金（ETF）才是正確的作法。

指數型基金與ETF都是追蹤大盤的指數，只要購買這種基金，就

等於買進了它所持有的公司的股票。舉例來說，有一檔非常受歡迎的ETF名稱是SPDR S&P 500 Trust ETF，你可能知道它的代號是SPY。SPY是個加權指數，內含500檔標普500指數的個股。這些股票的規模影響基金的權重，所以最大型的股票（蘋果、微軟、亞馬遜與谷歌）占基金的權重比小型股還高。買進一股SPY等於買進這500間公司。因此，持有SPY每年會給你平均報酬，因為標普500指數就是美國投資人的平均報酬。

## 判斷風險承受度的三要素

除了資產配置外，你還需要評估個人的風險承受度。接著就來看一些能幫你定義風險承受度的因素。

### § 風險因素一：時間

你想投入市場多久？你能花愈多時間分析公司，並查出它們從事什麼工作，就能承受愈高的風險，因為你能花更多時間減輕風險。但這不代表就必須像大部分的交易員一直盯著大盤，對長期投資人來說，這麼做反而有反效果。**如果你想吸收掉更多風險，就必須多花時間查看你投資的公司、找出好公司，並思考如何正確地退場。**

如果你想被動投資，那麼投資組合就不能有太多單一個股，還需要多元化投資組合，這樣風險才會分散。我們將在第五章詳細解釋適當的多元化。

### § 風險因素二：你的專業能力

每個人都擅於評估某一門生意。你可能不認為自己是專家或是生意人；但其實許多生意都很容易理解。不過複雜的公司也不少，如果

想投資一門複雜的生意，就需要評估更多細節。但到頭來你可能會發現，就算花了很多錢，公司的生意對你來說一點也不合理，最後仍無法理解與支持公司的展望。因此，**最好是選擇投資簡單的公司，尤其當你是新手時更該如此。**不僅會比較了解這間公司的經營狀況，也能做出相對好的決定。

而且就算某一門生意很簡單，也不表示它的報酬不好。舉例來說，二〇一四年時，雖然一些很時髦的科技公司例如臉書、網飛（Netflix）與GoPro是財經新聞的寵兒，但標普500指數表現最好的企業卻是西南航空，股價在一年內漲了110%。到了二〇二〇年十二月時，標普表現最好的股票是Etsy。這是間非常簡單的電子商務公司，主要銷售手工藝品、古董品與手工藝用品。二〇二〇年Etsy股價飆漲273%，因為在這個平台買（增加55%）賣（增加42%）物品的人，比二〇一九年大幅增加。有更多顧客與賣家就表示公司有更多收入，所以產生高股價是合理的。

此外，比起華爾街的分析師，你對自己公司所屬的產業會有更多的經驗，所以一開始投資時，選擇你最了解的產業是個好主意。不過就算你在這個產業沒什麼經驗，仍是個消費者。舉例來說，假設你喜歡喝咖啡，而且每天早上都會去星巴克。若發現這間店總是門庭若市，就是很好的指標；反之如果門可羅雀，那就是反向指標。但在此得先說清楚一件事：**了解一間公司或使用它的產品，並非投資這間公司的唯一理由，這兩者的差別一定要搞清楚。**因為許多新手投資人容易把這當成唯一的分析工具，用來判斷是不是好的投資標的；但這也不失為是個開始研究的好方法。

以下提供一個真實案例，讓你了解身為顧客是很好的研究起點。我們公司過去十年來最好的投資一直都是麥當勞，之所以開始研究這間公司，是因為某位員工曾說過，他去過30個不同的國家，從沒看過有哪間麥當勞是冷冷清清的。

### § 風險因素三：情緒風險承受度

假設你投資一筆錢進市場後，馬上就看到股市重挫30%，你會怎麼做？此時心情會如何？是否有信心與紀律，在這麼重大的虧損時採取理性的行動？**人們多半不會花時間問問自己，在還沒賺到錢時，是否願意接受「帳面虧損」超過一半的投資額。**相反的，大家都夢想著股價馬上飆漲，然後在幾個月內賺到一倍的錢。這種事雖然有可能會發生；然而不能只預期股價一定會持續上漲而不會下跌，所以應該問自己這個問題：你能承受多大的跌勢？當只投資一檔個股時，股價非常有可能比大盤跌得更兇。

#### 佛里曼投資法則

#### 5

你必須做好心理準備，  
知道帳面虧損與實際虧損是不同的。

如果整個市場或一個追蹤大盤的指數型基金跌了很多，那你可以放心，市場一定會回升。除非是發生什麼末日級大災難，否則這些公司不可能一夜之間全數倒閉，股市永遠維持在零；但單一檔個股卻可能在短期內跌掉大部分的價值。因此，請評估你願意承受多少帳面損失，並據此調整投資。如果只願意接受帳面損失15%到20%，那麼只買指數型基金與ETF就是最好的選擇。如果要投資個股，就要做好帳面虧損至少30%的準備。這句話的重點在「帳面」，因為除非賣掉股票，否則你並沒有真的虧損。

### 有一定的本金才能享受複利

開始投資股市最好的方式，就是透過免稅的退休帳戶。能存多少錢就存多少錢，如果雇主提供401(k)退休儲蓄帳戶，並且還幫你加碼，就要善用這項福利。我們通常會建議大家，一開始至少投資5,000美元在市場中，是總額5,000美元，不是每間公司5,000美元。

這是因為若要有顯著的獲利，投資金額必須夠大。想把100美元變成100萬美元是不切實際的想像；但要把1,000美元變成100萬美元，雖然可能性很低，但仍有可能做到。而要把1萬美元變成100萬美元，只要選對公司就完全辦得到。更別說只要聰明投資，10萬美元一定能變成100萬美元。

這些數字聽起來或許有些誇張；但你必須記住複利的力量。以9.69%年報酬率（市場平均）來計算，10萬美元需要26年就可以變成100萬，15%的報酬率則需要17年。若報酬率有20%，只要13年就能變成100萬美元。

要讓複利為你工作的辦法，就是投資一大筆錢後耐心等待。以下舉個例子，假設有安妮和比爾兩位投資人，安妮投資1,000美元到市場，比爾投資5,000美元，兩人30年來都賺取微薄的7%報酬率。30年後，他們的投資組合價值各是多少？答案為安妮的投資組合\$7,612美元，而比爾的則成長到\$38,061美元。比爾的投資組合金額增加\$33,061美元，比安妮的\$6,612還要多很多。這就是為什麼投資較大額的資金，才能享受複利的力量。

但這並不表示你應該把錢累積到100萬美元後才一次投入。還記得嗎？我們需要給它時間成長。這就是為什麼建議一開始至少投資5,000美元。從上面的例子中，可以看到即使是這麼小額的資金，經過30年後也會長成相當大的金額。不過若你沒有5,000美元仍下定決心要投資的話，那就開始吧。只要做了適當的研究，投資於股市絕對比存在儲蓄帳戶裡要好得多。不過如果你的本金只有一點點，就必須慎選投資平台或券商，畢竟你一定不希望高額手續費吃掉潛在的獲利。



## 選擇券商或投資平台的三大指標

如果你已經有券商帳戶了，就可以直接跳到第三章。但若沒有，以下有個首次開戶的簡短說明。如今類似的投資網站愈來愈多，選擇投資平台可能有點麻煩，所以我們簡化了整個流程。對新手投資人來說，在選擇平台時有三個最主要的指標：

1. 手續費結構（每次買賣股票要付多少錢）。
2. 你可以買的理財工具有哪些（股票、債券、ETF、共同基金）。
3. 平台是否對使用者友善。

根據上述因素，我們對美股的新手投資人推薦羅賓漢（Robinhood）。羅賓漢最大的賣點就是沒有買賣手續費。零手續費非常重要，因為如果只進行小額投資；但每次買賣都要繳手續費的話，就會使潛在獲利大幅減少。而較有經驗的投資人可能比較喜歡別的平台，例如E\*Trade、TDAmeritrade或嘉信理財（Charles Schwab）等。每個平台都有優缺點，所以務必自己做研究，挑選最適合你的平台。並且切記，有些平台可能會暗藏投資廣告，請謹慎判斷這些標的，切勿輕信。至於美國以外的讀者，只要上谷歌搜尋「最好的投資平台」加上你所在的國家，就可以做比較。

Chapter

3

# 長期投資的 七大優勢



買進並持有的策略有許多好處，本章將深入討論並解釋這些好處的細節。你在第一章中已經學到了好幾個，現在會更了解這些優勢何在。

## 一、有效節稅，推高獲利

之前已經提過，投資時要考量稅率的問題了。長期投資會大幅降低資本利得稅。目前美國的長期資本利得（持有某項投資超過一年的獲利）稅率如表3-1。

表3-1

	0% 資本利得稅	15% 資本利得稅	20% 資本利得稅
單身報稅者	獲利不超過 \$40,000 美元	獲利 \$40,001 到 \$441,450 美元	獲利超過 \$441,451 美元
已婚合併 申報者	獲利不超過 \$80,000 美元	獲利 \$80,001 到 \$496,600 美元	獲利超過 \$496,601 美元
已婚分開 申報者	獲利不超過 \$40,000 美元	獲利 \$40,001 美 元到 \$248,300 美元	獲利超過 \$248,301 美元
戶長	獲利不超過 \$53,600 美元	獲利 \$53,601 到 \$469,050 美元	獲利超過 \$469,051 美元

正如先前提到的，短期稅率是根據你目前的收入水準來評估，這表示短期投資要繳的稅永遠會比長期持有要繳的稅來得高，以下可以

用複利來看看短期資本利得稅真正的影響。從上一章中已經看到，1萬美元的投資以每年7%的報酬率成長，30年後就會累積成\$76,122美元。假設支付15%的稅，那麼稅後得到的金額就是\$64,703。

假設你投資1萬美元到年報酬率7%的一年期投資中。因為這是一年期的投資，你一年後就會賣出，並繳交25%的資本利得稅。然後隔年把稅後獲利再投資，30年後這筆錢會成長多少？它會成長為\$46,415，比你持有整整30年要少了\$18,288美元。換句話說，如果你沒有每年賣出並繳交高額的稅，就能多賺將近40%的錢，這可是很大的差距。

## 二、不必承受賣出時機的壓力

我們總是建議讀者，要抱持至少十年內不需要用到這筆錢的心態去投資。這不代表真的需要持有股票那麼久；但這種心態能促使你從大局觀看投資的重要性。**如果在投資前就知道必須持有這檔股票十年，那就比較有可能自己做研究，並遵守理性的原則。**你可以將之當成買一個大型家具或租一間公寓十年，你會急著搬進去而忽略盡責調查，不先看一看房子嗎？不太可能。

其實大部分的投資人在選股前都做了充分的研究，而非一般認為只是隨便選股；但難就難在賣股的時機。你必須賣股才算獲利，一旦股票累積了相當高額的未實現獲利時，你內心的挑戰就開始了。假設一年來你的投資漲了25%，這是很不錯的報酬。不過隔年若股市開始下跌，現在的未實現獲利只剩下10%時，你的大腦馬上就會覺得自己已經損失了15%；但這一切都只在帳面上，現實上你完全沒有損失。

財經媒體經常在報導市場的跌勢時，說股市「蒸發」了多少錢。媒體也會說「投資人虧損一兆美元」，這些都是胡說八道。只有當你賣掉部位時才是真正的虧損，只要買進並持有，就不必承受尋找賣出

時機的壓力，因此才要盡可能地長期持有。我們稍後會討論到賣出這件事。

### 三、擁有穩定的被動收入

先前已經提過股利與股票投資的關係了。股利突顯了傳統的風險觀點是錯誤的，也就是認為債券是收益投資，而股票是資本投資這種觀點。現在不論股價是漲是跌，股利都可以讓你賺到收入。多數股票的殖利率通常在2%到5%之間。雖然也有可能還有更高的殖利率，但必須考慮一些因素。殖利率的計算方式是將股利的金額除以股價，現金股利愈高，殖利率就愈高；但股價也並非不重要。股價下跌就會推升殖利率，所以追求高殖利率股並非尋找高股利股最好的辦法。

這有點像你出租房子後會收到房租。但投資股票最好的部分是，股票不像房地產，不必出錢維修股票，也不必向房客追討租金、定期修繕、登廣告找租客。只要把錢投資進去，就可以定期收到股利。除了股市外，根本找不到其他投資能提供這樣的被動收入。更重要的是，你持有的時間愈長賺到的收入就愈多，除非不再繼續投入本金。舉例來說，如果你花200美元買股票，每年的殖利率是2%，這筆投資就會賺到4美元。當你一收到第一筆股利時，就是已實現4美元的獲利，所以你的投資成本現在是196美元。

### 四、不用計較進場價格

短期投資人會非常擔心進場價格，這是因為如果想以95美元買進、96美元賣出，那麼進場時機自然會關係到潛在獲利。若是在95.5美元時進場，潛在獲利將會減少50%。但當你是長期投資時，進場價格就不那麼重要了，畢竟投資期限至少是十年後。換句話說，如果你

發現了一檔潛力股，不僅未來展望佳，十年間可望大幅上漲，那麼現在以95或95.5美元買入，會有什麼差別嗎？

## 五、長期投資的壓力比較小

買進並持有比頻繁交易容易太多了。先前已經談過，猜測市場時機是無用的，預測市場情緒也一樣。如果你要買進並持有，只要找到自己喜歡的股票，事先做研究、買進，然後就沒事了。這麼做會得到很多稅負優惠，還有多餘的時間可以研究更多優秀的股票，也不會有尋找出場時機的煩惱了。相信我！

## 六、不需要追逐獨角獸

獨角獸是指有潛力在短期內大漲百分之一萬以上的個股。許多創投的投資人熱愛追逐獨角獸；但其實這不容易。大部分的時候創投都會失敗，因為這種投資風險很高。我們看過有些人只買股價只有幾分錢的雞蛋水餃股，並賭它會暴漲，這就是創投的心態。但如果選擇買進並持有，就能免去尋找與追逐極端獲利的麻煩，因為你的心態會改變。

### 佛里曼投資法則

## 6

長期投資比短期投資的好處多更多。

你必須讓投資有足夠的空間，能長成一隻專屬於你的獨角獸，而不是預期它馬上在一兩年內就大漲。你會每年實現10到12%的獲利，

即使這是稅前獲利，對累積財富也有很強大的力量。長期下來這種投資一定會幫你賺錢，而不是耗費心力在尋找短期內飆漲一百倍、一千倍的神奇股票。

## 七、可以適當地多元配置

多元化也是個新手投資人會誤會的詞，它是用來幫你降低投資組合的波動性與風險。舉例來說，如果你的投資組合只有蘋果的股票，而蘋果忽然發生供應鏈問題導致兩年內都無法生產iPhone，那你的麻煩就大了。但如果蘋果只是你持有的眾多公司之一，那它的股價下跌對你的整體報酬就沒那麼大的影響。

短期投資人的問題在於，他們的多元化配置策略其實是「多元惡化」（Diworsification），這是知名股票投資人彼得·林區於一九八九年的經典著作《彼得林區選股戰略》（*One Up on Wall Street*）中發明的詞。在解釋多元化前，要先談談新手投資人最常見的兩種「多元惡化」策略。

### 佛里曼投資法則

#### 7

就算你持有一大堆不同公司的股票，  
仍並不表示你的投資分散。

**多元惡化問題一：新手投資人常過度曝險在單一產業，這只會提高風險，卻不會使獲利提升。**我們很常在最流行的產業，或是人們想在股市下跌時尋找便宜的股票（例如航空業）看到這種情況。他們的投資組合裡全是大型和中型企業的股票，希望能藉此海撈一票。但當



整個業界下跌或回漲速度不如預期的話，他們就會滿手不賺錢的股票。

**多元惡化問題二：新手投資人執著於持有股票，因而認為不管什麼都值得買。**他們很容易為這個決定找理由，每買一檔股票就告訴自己是在分散投資，所以不知不覺中就持有超過一百檔不同個股，而且每一檔的部位都很小。除非你是全職投資人，否則根本沒時間追蹤多個產業、一百多間公司的財務狀況。更糟的是，多元化並不均衡。這個意思是，**你新買的每一檔個股所給你的多元化程度並不一樣。**在《現代投資組合理論與投資分析》（*Modern Portfolio Theory and Investment Analysis*）一書中，艾德恩·艾爾頓（Edwin Elton）和馬汀·葛魯柏（Martin Gruber）說，持有20檔個股的投資組合，比只持有1檔個股能降低的風險約為29.2%；但若持有一千檔個股，你的風險只不過比持有20檔股票再減少0.8%而已。

沒有一定的法則能告訴你該持有幾檔股票；但對新手投資人來說，持有10到30檔個股是最理想的情況。我們將在本書中剖析20間公司，因為我們相信個別投資人同時持有20檔股票很合理。這樣你就能前進各種產業（還可以用類股或追蹤大盤的ETF來補強），持續追蹤每間公司的績效，同時數量也不會多到無法管理。

以上解釋完了長期投資的七個優勢後，就來深入談談在尋找好公司時應該注意的要素。



Gerald Loeb

傑洛德·羅布

知名投資人

「如果你知道自己想要的是什麼，也知道想要的原因以及何時想要，那你付出的錢就會比只聽別人叫你買還要低很多。」

If you know what you want and why you want it and when you want it, you'll generally pay a lot less for it than you will if you buy something that somebody else persuades you to buy.

Chapter

4

# 理性的 程序投資



目前為止我們討論過，盡責調查你想投資的個股這個重要性，以下將介紹分析個股的程序。以長期投資來說，你會希望個股符合幾個特定條件，讓股票在市場中具有優勢，又能在未來幾年帶動成長。

## 巴菲特測試

巴菲特測試不是只有一個條件。巴菲特在談到投資條件時，會提到幾個簡單的原則，我們的目標就是遵守這些原則。他經常說，自己會尋找管理團隊優良的公司，**這表示除了經營能力外，他也重視正直與誠實的管理者。而符合提升公司的獲利並給予股東最高的投資報酬，必須是他們的首要目標。**

雖然巴菲特的目標是買下整間公司，但他也願意擁有公司一部分的股權，這是因為一間賺錢的公司是你所能擁有最好的資產。持續並穩定以特定速率成長的公司尤為難得，因此賣掉很不合理，你的目標也應該要是這樣。

但這種公司的股價不會太低，既然市場已經知道這種公司有多好了，所以你不太可能找到股價只有合理價值60%的股票。**巴菲特專注於尋找好公司，並支付合理的價格，而非買進低價但平庸的公司。**平庸的公司最後一定要賣掉，因為它的獲利不太可能永遠成長（這就是它平庸的原因），這表示巴菲特需要不斷尋找更好的投資標的。

而只買好公司的作法，讓他只要找到後把錢投入，這間公司就能一直為他賺取獲利；但這不表示他永遠不會將股票賣掉。只是他進場的心態是問自己，想不想永久持有這間公司，如此就會促使自己自動篩選好公司，而非平庸的公司。

## 區分公司表面業務與實際獲利來源

之前在第三章曾稍為談過，你會買哪間公司的產品，就能去買它的股票，這是做研究很好的起點；不過你必須真正了解公司的業務後，才可以開始投資。如果你決定買進沃爾瑪的股票，就一定要對它的業務從內到外了解透澈。**你能用不到30個字來解釋沃爾瑪的生意嗎？或者能不能解釋得讓十歲小孩也能聽得懂？如果不行，就表示你可能還不夠了解這間公司在做什麼。**

舉例來說，你可能會以為自己了解電影串流公司（例如網飛，Netflix），只因為有網飛的帳號。但如果你不了解一些基本數字，例如公司每一季增加多少新訂戶，或營收有多少比例用於投資內容創作等，那就不應該買這支股票，直到你確實知道這些數字的關聯為止。好消息是，現在這些資訊比想像中還容易找到。不過這裡不是在評斷網飛是不是個好投資，我們要說的是，許多網飛投資人不了解公司的運作，甚至對公司未來五到十年打算從哪裡賺錢、會面對什麼挑戰也一無所知。

你也應該區分公司表面上看起來從事的業務，以及它真正的獲利來源。舉例來說，麥當勞雖是「速食業」，但實際的獲利來源是不動產與加盟模式。速食生意只是催化因素，卻非帶動公司獲利的主因。美國所有麥當勞的店面等不動產都登記在公司名下，然後公司將這些地點出租給加盟業者，並收取高於市場價格的租金。

公司能這麼做是因為麥當勞的品牌實力，所以加盟者願意支付更高的租金。曾有一項研究統計，從加盟者的觀點來看，租金成本占一年毛利的22%，這讓公司有很大的緩衝空間可以撐過嚴峻時期。因為就算業績下滑，公司仍擁有所有店面，也不需擔心承租人不付房租。若真有人不繳房租，公司大可收回店面並創造新的收入來源。這對速食業來說是一大優勢。

另一個看似從事餐飲生意的是星巴克。公司表面上是連鎖咖啡店；但實際上是在做「第三空間」（the third space）的生意。這個地

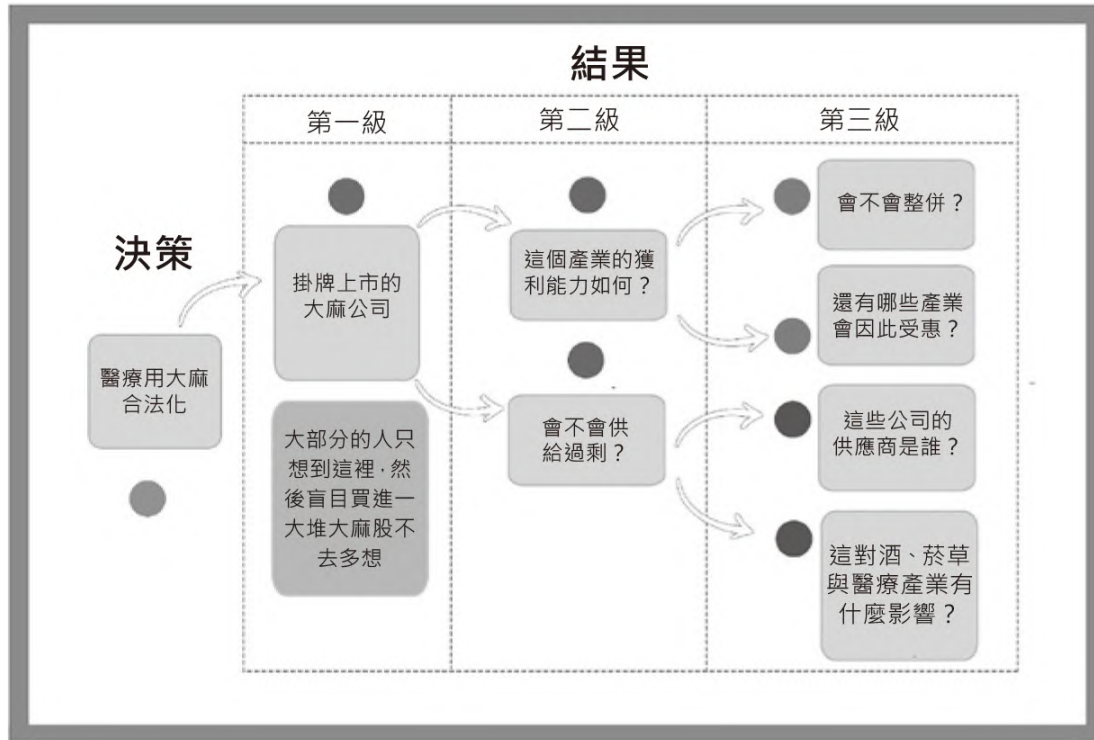
方既不是你家也不是辦公室，而是人們非正式的會面、閒聊、約會時見面的地方。由於遠距工作的人數持續增加，這也是個方便工作的場所。當然，星巴克的咖啡的確比其他競爭者還貴，例如 Dunkin Donuts，這也是某些人一再詬病的事。但這對公司的生意並未造成傷害，人們仍選擇去星巴克，而不是去較便宜的咖啡店。許多反對星巴克的人對一杯咖啡要價五美元感到嗤之以鼻；但如果它們的客群也這麼想的話，那公司早在一九八〇年代就倒閉了。

## 明星產業裡也有爛公司

新手投資人常見的一個問題，就是會因為新產業光鮮亮麗的熱潮而買進。過去幾年來，我們看過大麻、運動博奕、生技、5G與其他「熱門產業」大受矚目，成為「很酷的」投資新星。二〇二〇年時，兩個最熱門的產業是電動車與製藥業（因為新冠病毒的疫苗競賽）。新手投資人的投資組合有超過五成放在這些產業中，這種情況並不罕見。

圖4-1說明了大部分的投資人如何看待新產業。他們只會考量到第一級的結果；但這些只是催化事件所造成的障眼法罷了。這張圖中的催化事件是美國將醫療用大麻合法化，此時第一級的結果是最明顯的。在此例中，新法通過使得大麻需求飆升，導致新手投資人盲目買下所有能找得到的大麻公司股票；但許多投資人的思考程序仍未脫離第一級。

圖4-1



而專注於第二級結果的投資人則會想到供給過剩，或是許多大麻公司無法取得足夠的土地等問題。他們會發現，像創新產業地產（Innovative Industrial Properties）這樣的公司，開始出租土地並提供資金給大麻種植者。創新產業地產的股價過去三年來，已經「長大」了800%；但大麻種植業者卻不如一開始的預期，反而相當艱困。這件事的教訓是，如果你能找到任何催化事件的二級與三級結果，就有更多機會找到價值被低估但具有龐大潛力的公司。

你必須區分產業成長與公司成長。正如未來五到十年，5G會是明星產業，卻不代表每間和5G業務相關的公司都是好投資。成長中的產業是開始研究的好起點；卻非好終點。之前說過，最好的研究起點是你從事的那個行業。就算5G或大麻產業看起來比你的產業更具吸引力，仍要記住你對這些熱門產業可能沒想像中了解。

## 執行長或共同創辦人仍在經營公司



許多創辦人仍身兼執行長的公司，會傾向較安全的投資，因為創辦人比外聘的執行長更了解這門生意，這會直接影響到投資的結果。普度大學（Purdue University）的一項研究發現，過去15年來，標準普爾500指數的企業中，創辦人仍擔任公司要職者，股價表現比創辦人已不繼續任職的公司高出310%。

科技公司就是很好的例子。幾乎所有的科技公司都由創辦人所經營，而且他們當時的環境非常競爭。蘋果雖是個例外，但微軟的命運就是極佳的例子，證明了公司少了創辦人掌舵，在充滿變化的產業中會變得非常脆弱。當比爾·蓋茲於二〇〇〇年退休並專注於慈善事業時，公司股價16年來就一直在區間盤整，直到薩提亞·納德拉（Satya Nadella）將業務重心轉向雲端運算，才讓公司又活了過來。即使是蘋果，如果沒有賈伯斯的帶領，也無法成長至目前的規模。在他被逐出蘋果的那幾年（在他復職前），公司的命運就是最好的例子，也顯示了外聘執行長經營公司的危險。

## 豐厚的無形資產

又稱為「資產負債表上看不到的東西」。一間公司有兩種資產：有形與無形資產。大樓或辦公室是有形的資產，公司生產的產品也是有形資產，而無形資產比較難說清楚。舉例來說，可口可樂擁有世界上最重要的無形資產之一：它的商標。

「可口可樂」一詞在全世界都極具辨識度，如果我把可口可樂倒進另一個瓶子裡，說這是「佛里曼可樂」，你會喝嗎？就算味道與可口可樂一模一樣，你也不太可能就變得比較喜歡這款新飲料，這就是無形資產的力量。法拉利也是間有類似吸引力的公司。把法拉利的標誌換成別的東西，就算是同一種紅色，人們也會忽然不想出那麼多錢買了。優異的公司都有某種無形資產在背後支撐，可能是品牌名稱、

專利或是程序，讓公司在市場中具有競爭優勢。

管理團隊的品質也是重要的無形資產。舉例來說，在賈伯斯管理下的蘋果有著最大的無形資產，這是無法在財務報表中量化的，此資產就是賈伯斯本人。迪士尼也是個例子，它具有重要的知識財產與全世界許多世代的人都認識的無形資產。

## 管理團隊的品質

評估管理團隊的品質並不容易。大部分的股東看到股價後，常會反推回去以估算管理團隊好不好；但這就像用一間房子的窗戶品質來評估這是不是筆好投資一樣，其實評估管理團隊絕不只是如此。在觀察管理團隊時，必須尋找的最重要特質之一就是適應能力。舉例來說，底片開發能力使柯達成為了全球攝影業巨擘；但當數位革命開始時，公司卻加倍投資在底片業務上，結果公司就成了明日黃花，迎向終結。

同樣的，智慧型手機的發展讓生產數位相機的公司落伍。有些公司成功轉型，開始製造高階相機給專業人士使用（例如Canon、GoPro），而其他公司則根本沒有設法轉型（例如Vivitar），說到底通常是是否誠實的問題。誠實的溝通只是一半，經營團隊是否願意在財報內向股東揭露業務情況？是否願意承認錯誤或失誤？是否誠實討論公司接下來會面對的困境？另外一半則是經營團隊是否能阻止自己做出自殺性的行為。

企業財報中管理階層的討論與分析（The Management's Discussion and Analysis，MD&A），能幫助投資人解讀經營團隊是否誠實。閱讀之前的財報並查看經營團隊如何評估經營環境是很好的辦法，有助於了解他們傾向的溝通方式以及如何看待環境。一個很好的例子就是，當亞馬遜還在發展階段時，貝佐斯寫給股東的信。貝佐斯不斷反覆重

申他的願景，而且並未把重點放在一些小事上，例如自誇公司達到華爾街分析師的獲利預期等。你要從經營團隊中看到像這樣的長期願景。

馬克·祖克柏（Mark Zuckerberg）在二〇一二年時也有類似的情況。祖克柏當時遭受許多批評；但無可否認的是，他對自己的事業瞭若指掌。隨著iPhone的推出以及行動裝置的使用大增，臉書卻仍停留在電腦時代，因而面臨被淘汰的命運。當時他一點也不含糊地宣布，臉書必須將重心轉換到行動體驗，否則必定無法抵擋時代的洪流。雖然他嘗試製造臉書手機卻失敗了；但其他努力則有了成果，臉書現在已經成為一間大企業了。

另一方面，也有執行長深信也樂於利用自身魅力的例子。雖然塞拉諾斯（Theranos）不是上市公司，但執行長伊莉莎白·霍姆斯（Elizabeth Holmes）的直覺很強，也說服了很多。而她所有的錯誤幾乎都源自於無法誠實面對公司在合理的期間內，到底能交出什麼樣的成績。

最近一個公開的例子則是尼可拉（Nikola）的崔佛·米爾頓（Trevor Milton）。尼可拉是間電動車公司，二〇二〇年時非常成功，股價在短短五周內飆漲750%，市值被估計超過300億美元。當時米爾頓宣稱，公司的電池技術將改革這個產業；但這點卻存在著嚴重的疑慮。而米爾頓並未解決這個疑慮，反而加倍保證尼可拉的科技是同業中最好的。這裡有個很大的問題是，他所宣稱的這個科技根本不存在。不僅如此，米爾頓甚至粉飾一些重要的細節，例如公司總部的太陽能面板數目。這種說謊的行為導致證券交易委員會（SEC）於二〇二〇年九月，宣布將調查他是否從事證券詐欺，米爾頓因而辭去執行長一職，尼可拉股價自此重挫80%。

## 強勁的業務和行銷部門

這些部門是公司的命脈。不是所有人都喜歡業務員；但他們的努力對確保公司獲利有很大的幫助。公司的行銷部門則能提供有用的觀點，讓人了解公司在決定未來時是否謹慎小心。想一想，臉書仍為自己的公司下廣告，谷歌仍直接發送郵件招攬廣告業主。這些作法顯示即使公司已經是業界龍頭；但經營團隊仍不因此滿足。

可口可樂也是個例子。公司擁有世界上最大的無形資產之一；但仍覺得必須透過廣告宣傳自己。觀察業務與行銷經理的離職率和品質，有助於評估公司如何看待這部分的工作。這個原則有一項要素，那就是知道哪些數字對公司的營收最重要。舉例來說，許多軟體即服務（Software-as-a-Service）的公司有不少免費使用者（公司提供使用者的伺服器費用就是成本）；但仍無法將這些免費使用者變成付費客戶。因此在讀公司的年報或季報時，要注意諸如付費客戶或平均顧客購買價值等數字，不要輕信會誤導人的數字，例如「總使用者人數」或「每月平均使用者」等。不賺錢的公司通常會強調這些數字，讓公司的展望看起來比實際上更有吸引力。

## 兼顧短期獲利與長期焦點

你要做的是長期投資，所以必須投資和你焦點一致的公司。經營上市公司並不容易，總會面臨媒體壓力，而且分析師的意見常會從長期的健全度轉到短期的獲利。有時候公司會發生一種情況，就是執行長決定將資金用於能確保長期競爭力的專案。這麼做需要大量的現金以及提高公司的短期債務負擔，也會降低當季的獲利。

這時，華爾街馬上就會反應並開始質疑公司的動機。這個長期專案真的有用嗎？能否維持短期的獲利預期？獲利預期是分析師的想像，而分析師期望公司的表現能符合他們的想像，如果沒達到這個標準就可能出現一波賣壓，造成股價下跌。結果股價下跌會激怒股東，

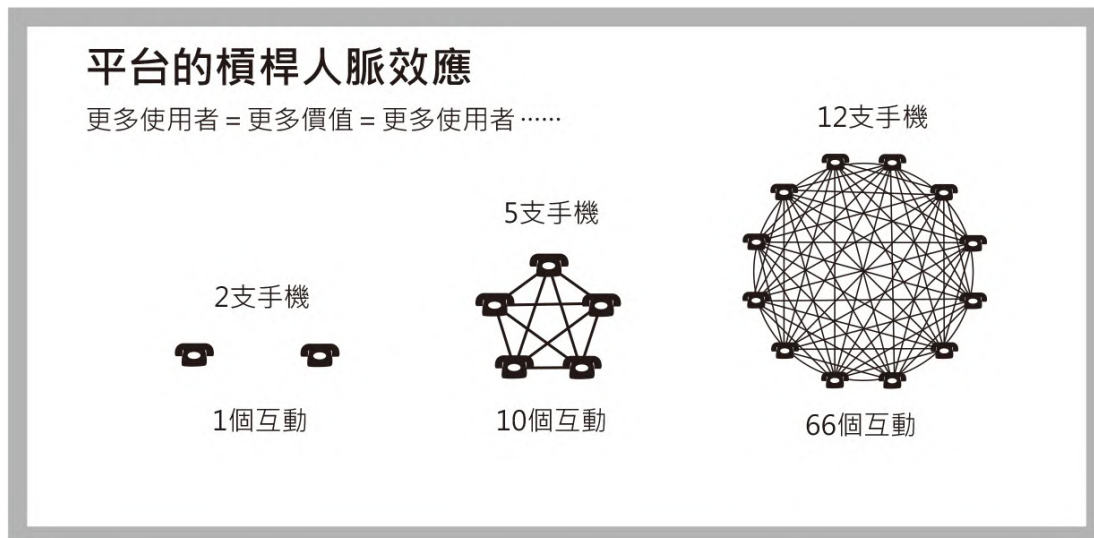
以為分析師說的都是真的。因此，**一位好的管理者知道如何管理雙方，公司必須達到短期預估；但長期的專案也要優先考量。**

比爾·蓋茲在一九九〇年代經營微軟時，公司神奇地符合分析師的預估，而且當時還能把諸如蘋果這些競爭者逼出市場。這可不容易辦到；但這正是執行長的工作。執著於短期展望又擔心會傷害公司聲望的人，不太可能交出長期成長的成果。

## 公司是否有經濟護城河

這是當巴菲特談到尋找潛在投資標的時，經常會說的話。在我們團隊內部，當有人提出一間新公司讓我們研究時，大家會先問：「護城河在哪裡？」經濟上的護城河能給公司重大的競爭優勢條件，可以是商標與專利數量多寡或是業務流程。舉例來說，亞馬遜的規模就是相當大的經濟護城河。公司之所以能提供顧客低價的產品，正是因為它的龐大規模。每單位成本遠低於較小的零售商所能提供的，因此亞馬遜可以承受很低的獲利比例；但因為它賣的東西非常多，所以獲利就變高了。可口可樂的品牌則是它強勁的經濟護城河，所有人都認得這個品牌，大家都會買，只因為它是可口可樂。有趣的是，亞馬遜和可口可樂都是波克夏·海瑟威旗下的公司，正是巴菲特的投資工具。

圖4-2



另一個能創造護城河的因素，則是有大量的使用者，例如谷歌和臉書很受歡迎，就是因為使用者群龐大。這是人脈效應創造護城河的例子。當公司打造龐大的使用者群時，就會有這樣的情形。這個使用者群提供更好的顧客體驗，能帶動成長並帶來更廣大的客戶。

臉書就是個完美的例子。人生中到了某個階段，沒有臉書帳號會影響自己的生活品質，比有臉書帳號的傷害還要嚴重。舉例來說，有位60多歲的女性長期以來都認為自己有科技恐懼症，因此避免使用任何社交媒體。但她最近當了外婆，而她女兒說要看孫子最好的方法就是使用臉書。她這才發現許多朋友都在這個平台上，所以最後她也鼓勵其他還沒使用臉書的朋友一起加入。這些都會為平台上的人創造更多的使用者體驗，帶動更多成長。我們在工作通訊平台上也看過類似的例子，例如Slack和Zoom。

其他護城河的例子還包括沒那麼光鮮亮麗的產業；但這種產業其實很好，因為比較不會被分析師注意，相對來說也不會受到干擾。業界中現有的公司通常會自然而然地成為獨占事業，像廢棄物處理公司（Waste Management）就是一例，你就算不是天才也知道這種公司從事什麼產業。想像一下你是廢棄物處理公司的員工，如果要在某場烤



肉聚會上自我介紹時，你會說自己是「行銷人員」，還是會說在「廢棄物處理公司」工作？此外，矽谷那些20幾歲的年輕人絕不會一整晚灌咖啡、嗑興奮劑以設法打入廢棄物處理產業，獲取這些公司的祕辛與情報，而這就是這些公司的股價過去十年來漲了400%的原因。

另一個可以創造護城河的因素是，公司屬於道德有瑕疵的產業。菸草、酒與博奕公司都屬這個類別。**這裡我們要提醒讀者的是，絕對不要為了賺錢而在道德上妥協。**長期投資的好處是，你可以排除幾乎所有不想投資的產業；但仍能在符合你的觀點或信念的產業中賺一大筆錢。

新手投資人會落入一個陷阱，以為產業先驅就是護城河。人們常認為身為業界第一就是一大競爭優勢；但未必如此。有人記得Altavista或Orkut嗎？你可能從沒聽過這些公司。Altavista曾是受歡迎的搜尋引擎，比雅虎搜尋還要早（還記得雅虎曾是搜尋引擎之王，而不是谷歌的時候嗎？）。至於Orkut，你可能會很驚訝，它原本是谷歌建立的社交媒體平台，比臉書早了好幾年；但因為市占率被其他平台搶走，所以網站在二〇一四年關閉了。

你可能會認為亞馬遜是反例；但就算是貝佐斯的公司也非業界先驅。別忘了，無限書堆（Book Stacks Unlimited）比亞馬遜原始的線上書店早了三年。這裡要說的是，市場先驅通常要解決所有障礙與效率不彰等問題，結果新加入戰局的人卻坐收前人建立的成果，使這些新血成長的速度更快，最後把先驅者消滅掉。

## 公司能否撐過風暴？

公司的業務模型有多穩健？能撐得住壓力測試嗎？壓力測試是多種情境，分析師用壓力測試中假設的不利條件來預估獲利數字。舉例來說，一間連鎖飯店不太可能撐過80%的空房率太久，情況就會開始



惡化。航空公司承受不了經營環境出現一點點小問題，這是眾所皆知的事。對每一間企業來說，標準的壓力測試就是營收減少。公司能撐過壓力的能力愈好，你的投資就會愈安全。另一個壓力測試的例子，就是連續發生多個天災對保險業的衝擊。

## 佛里曼投資法則

### 8

在分析一間公司時，  
要考量潛在的下行風險。

這就是為什麼經濟衰退會摧毀只靠負債建立起來的公司；但擁有穩健現金存款的公司（例如波克夏·海瑟威）就能度過風暴，航向彼岸。這個原則的另一個重要因素，是公司的收入不只有一個來源。如果一間半導體製造商80%的營收皆仰賴蘋果的合約，那麼當蘋果終止合約時，公司的經濟就會陷入混亂，這就是英國公司想像力科技（Imagination Technologies）的情況。公司和蘋果簽訂提供iPhone繪圖處理器的合約，光是這張合約就占總營收的45%。後來蘋果終止合約，公司的股價就從高點重挫71%。

前一章解釋過，為什麼多元化對投資人來說很重要，同樣的道理也適用於你投資的公司。**切記，別投資過於曝險在同一經濟要素上的公司。**



Carl Icahn

卡爾·艾康

知名投資人

「當大部分的投資人，包括專業人士在內全都同意某件事時，他們通常都錯了。」

When most investors, including the pros, all agree on something, they're usually wrong.

Chapter

5

# 分析股票時 不重要的事



在研究該投資哪些股票時，有許多事常被誤解，本章中你將會學到一些最常被誤解的事。主流投資界會把其中很多迷思當成建議來販售，當你看到這些建議都不正確時，很可能會感到訝異。因此在閱讀本章時請不要預設立場，自己評估我們的論點是否正確。

## 股利的三大迷思

股利是好東西，這點我們不否認；但有不少投資書籍把股利說得跟神一樣，這就有待商榷了。股利投資人宣稱光是有發股利就值得投資，因為這表示該股票本身有很多優點。其中一個主要的論點指出，股利能確保經營團隊不會魯莽行事，因為他們知道必須支付股利，所以通常不會冒太大的風險，是以能保障安全穩定的收入金流。我們先從這個說法來看看一些所謂的優勢，並確認這種說法是否合理。

### § 迷思一：股利確保穩定性

配發股利的確可以確保穩定性；但只能到某個程度。事實是，經營團隊例行性維持股利支付，是因為擔心對股價造成負面影響。有些投資人相信這是好事，因為能迫使經營團隊顧及股東的利益；不過會有這樣的想法是因為投資人無法評估公司管理的效率。

#### 佛里曼投資法則

#### 9

股利不足以取代  
對經營團隊的品質所進行的完整評估。

不良的經營團隊也有能力支付股利，並維持經營良好的假象。假設一個不良的經營團隊接手某間公司，並執行一些不怎麼有前景的專案導致營收下滑；但管理團隊知道，只要他們繼續支付股利，股價就會維持穩定。這是因為許多投資人太過偏好股利了。但實際上，因為營收正在下滑，股利就會占公司盈利較大的比例。當這個比例（又稱為股利發放率，payout ratio）提升，能分配用於其他專案以確保公司維持競爭力的資金就會變少，形成惡性循環。

簡而言之，股利會導致經營團隊不再展望未來，只專注於現在，而這正是優秀的經營團隊不會做的事。**請注意，股利是把雙面刃。在好的經營團隊管理下，這是好事；但如果碰上了不好的經營團隊，就會是場災難。因此，把股利當成衡量穩定性的量表並不正確。**企業是個多面向的實體，只用一個要素就想評估穩定性是錯誤的。但別誤會，不要因此以為這表示不好的經營團隊支付的股利占盈利的比例，比好的經營團隊支付的股利還要高，重點還是公司本身。有些企業不需要太多投資，因此90%的股利發放率很合理，例如不動產投資信託（REITs）就是這樣。而有些企業需要很多錢再投資，以這種企業來說，支付10%的股利就已經很多了，而且這顯示這間公司管理良善。

**另一個論點認為，穩定產業中的企業會支付股利，某個程度上這是真的；但此論點忽略了不穩定的產業未必就是不好的投資。**如果你有機會在二〇〇四年投資谷歌，或投資二〇〇一年的亞馬遜、二〇一四年的臉書呢？你今天會不會把握機會？這些公司都不支付股利，而且可能永遠也不會支付，這不代表它們是不好的投資或是公司不穩定。舉例來說，自從巴菲特在一九六四年買下波克夏·海瑟威以來，從沒發過股利。他以每股11.50美元收購這間公司，目前的股價是每股34萬美元。我們很肯定，波克夏的投資人都對它的績效感到很滿意。

## 💰 迷思二：股利代表對投資人友善

「對投資人友善」這個詞被曲解成很多不同的意義，現在支付股利就會讓經營團隊自動貼上「對投資人友善」的標籤。從前面提供的案例來看，你還會認為不良的經營團隊維持股利也是對投資人友善嗎？當然，比較好的方式是暫時停止支付股利，並吸收短期的衝擊。只要長期投資展望佳，誰管短期內股價會如何。股東若是重視公司並了解這個決定會產生的長期結果，就會覺得這麼做比根據媒體的意見來投資要好得多。

### § 迷思三：股利優於資本利得

與股利投資有關的另一個特別有問題的態度是，股利比資本利得更重要。許多喜歡股利的投資人沒注意到一件事：資本利得占投資報酬率的比重，永遠會比股利大得多，平均股利支付約占股價的2%到3%。股價即使每年漲4%，資本利得也比股利獲利要來得高。長期的資本利得來源為何？當然是盈利。這也是股利的來源，至少是穩定的股利來源。**重點是，你需要注意股票的獲利展望，不要只看股利。**

### 光鮮亮麗的公司

許多投資人會掉入這個陷阱，只要看到新聞，就覺得一定要跟上某個產業的未來。或者他們以為某間公司最近被報導了很多次，所以一定是個好投資。許多公司因為受到媒體青睞，吸引了很多人投資，其中一個例子就是安隆（Enron）。這間能源公司曾是華爾街金童，連續六年被稱為「美國最有創意的公司」。二〇〇一年時，安隆不得不揭露公司會計長久以來的系統性詐欺，導致了史上最大規模的破產案。僅僅18個月，安隆股價就從90美元跌到零元。

## 佛里曼投資法則

### 10

不要跟著熱潮投資，  
注意檢視公司背後的業務以及產業前景。

## 市場共識

股票分析不乏市場共識，這裡說的不是你和身邊的人會說的普通八卦。專業人士也會販賣八卦，差別在於他們販賣八卦有錢可拿。華爾街分析師的意見對股價短期波動有很大的影響力，「賣出」或是調降評等（當分析師不看好某間公司的展望）可能造成股價迅速下跌，而強力推薦則可以創造動力迅速推升股價。會發生這種事是因為很多人仰賴這種分析評等，而不自己去分析股票。

但查看分析師與投資銀行的交易室和他們分析的公司之間的關係，就能看出一些端倪。有個很好的案例正突顯了這層關係，那就是一九九七年時，亞馬遜申請首次公開發行新股（IPO）的時候。因為許多法規與主管機關的阻礙，首次發行新股並非易事，公司必須雇用投資銀行以確保流程順利。通常投資銀行預期可能會發行新股，所以會事先花幾年的時間準備，亞馬遜當時也一樣。

因為貝佐斯的努力與分析師定期宣傳公司強勁的資產負債表和獲利展望，所以亞馬遜成了華爾街的新寵。這些報告背後主要的動力，是網路的使用人數將會爆增，因此亞馬遜具有優勢地位（就像公司的名稱）能吸引網路使用者前來購物。但這裡只有一個問題，公司其實並沒有賺錢，亞馬遜把所有的錢都投入公司以擴大規模，而且多年來自由現金流低得危險。不過這些對分析師來說都不重要。照理說問亞



馬遜是否能找到新的創投公司支援，來撐過這麼低的現金水準是個合理的問題；但卻沒人提出來。其中一個原因是華爾街的銀行在討好亞馬遜，期望能為其承銷首次發行的新股。最後是由摩根士丹利獲得這紙合約，而且很大原因是分析師瑪麗·密克（Mary Meeker）撰寫多份有關亞馬遜前景看好的報告；不過密克否認她為摩根士丹利帶來的生意和她的報告評等有關。

相較之下，有位分析師質問亞馬遜的商業政策，卻被他的公司雷曼兄弟冷凍在一旁。投資銀行承銷首次新股發行的獲利非常大，因為它們有兩種獲利方式：第一個是手續費、承銷費等費用，第二個是交易獲利。最初賣給投資人的股票，是由推廣者也就是承銷的投資銀行直接賣給大眾。當然，銀行的目標就是盡可能多賣點股票，這樣才能得到最高的獲利。而由於分析師的意見很重要，所以不難想像銀行的分析師會把這檔股票說得很好。但華爾街的銀行仍堅稱，分析師與交易部門間存在著所謂的「資訊阻隔」（Chinese wall），投資銀行這個產業過去的記錄和道德觀都是眾所皆知的，也可受公評。

我們的重點不是討論分析師的對錯。以這個案例來說，密克長期看好亞馬遜是正確的觀點；但不是她最初的報告中所引述的原因，畢竟亞馬遜在世紀交替時的網路泡沫破滅期間差點破產。你該注意的是，分析師的意見和市場共識根本一文不值，這個過程裡會有許多利益衝突。而在亞馬遜的首次新股發行的故事中，從分析師所扮演的角色就能略知一二。眾所周知，亞馬遜最後解決了現金流危機，儘管如此，公司在二〇〇〇年代中期時仍不受投資人青睞，而這又是分析師錯誤地堅持已經過時的投資意見所致。

亞馬遜是個最後一切順利過關、問題被粉飾太平的好例子。相較之下，二〇〇七到二〇〇八年的信貸危機，則是所有問題被攤在陽光下的噩夢。在這個案例中，有問題的不只是分析師，而是整個系統。信用評等機構的分析師將複雜的衍生性金融商品評等為「投資級」，

主要是因為如果不這麼做的話，華爾街的投資銀行就不會和它們做生意。這導致許多大型投資人投資這些金融商品，結果就是一場史詩級的災難。因此，當你下次聽到電視或社交媒體上說，X股將上漲或是Y股會下跌，絕對要保持高度懷疑。只根據小道消息就採取行動是不智的群體思維，讀者們還是遵守我們已經強調過的簡單分析框架比較好。

## 市場情緒

緊緊跟隨群體思維是市場情緒的現象。市場會上漲還是下跌？許多老生常談的金融界雋語會說：「不要試著計算市場的時機。」但媒體如何報導金融市場正是造成投資人跟著走的原因，誰管當下市場情緒如何。別忘了，短期價格會受情緒驅動，而非依循邏輯。專注於長期投資就是將自己置於最佳位置，可以忽略所有會讓你賣低買高的陷阱。

以下有個很好的建議來自傳奇投資人彼得·林區。這句名言雖是他在一九九四年說的，但「報紙」一詞可以代換為現在的網路新聞或社交媒體：「如果你持有汽車股，那就不該看報紙的金融版，而是要關注本地報紙的汽車版。看看他們如何談論新車款，哪些車款的評等比較好，哪些不好，這就是你該看的。你也不該一天看四次股價，只要早上看過一次就夠了。更不該去管『今天市場在做什麼』，反而要專注於『這間公司兩年、三年、五年後會做什麼』。」

## 分開來看數字

沒有一個資產負債表或財報能告訴你整間公司的情況，例如本益比（PER）通常被當成判斷公司價值的指標；但每個產業的本益比差

別很大。舉例來說，醫療服務業的本益比通常是42倍，幾乎是整個市場平均的三倍，所以如果你只想投資本益比不到20倍的公司，就會錯過醫療產業中很棒的公司。盈利成長也一樣。如果公司去年成長20%可能很棒；但如果同一時期其他競爭者都成長100%，那可能就令人擔心了。任何財務數字都需要從大格局去看，這就是為什麼當你在研究階段時，要一併分析公司的競爭者。

圖5-1

## 大部分的人虧損的原因



佛里曼出版

## 佛里曼系統



佛里曼出版





Sam Walton

山姆·沃爾頓

零售業巨頭沃爾瑪創辦人

「老闆只有一個，那就是顧客。顧客可以開除公司的每個人，包括董事長在內。他只要去別的地方消費就行了。」

There is only one boss. The customer. And he can fire everybody in the company from the chairman on down, simply by spending his money somewhere else.

Chapter

6

20 檔值得買進  
並長期持有的個股





在知道了到目前為止討論過的原則後，以下是20間符合我們條件的好公司，也是值得買進並持有多年的好標的。你一定聽過其中幾間；但其他的可能不熟悉。以下的每間公司皆會參照分析師提供的好壞觀點，這就是分析師報告的本質。不過在讀這些資料<sup>1</sup>時，請記住前兩章所討論的原則，審慎判斷與思考。

## 迪士尼Disney

市值：2027.2億美元

52周高低點：187.58／90.23

迪士尼是受新冠肺炎危機影響最大的公司之一。迪士尼樂園全都關閉，使直接對顧客的銷售量大減。而且因為病毒肆虐導致封城與閉園，迪士尼樂園被戲謔為「世上最空曠的地方」<sup>2</sup>。無可否認的是，迪士尼在封城後的12到18個月面臨艱鉅的環境。主要是因為病毒造成的衝擊會擴散到很遠、很廣。情況愈來愈明顯，找到治癒病毒的方法花的時間愈久，經濟展望就愈糟。

本書寫作時，迪士尼股價從二〇二〇年二月的高點140美元重挫至101美元，不到兩個月就大跌了超過25%。市場情緒非常悲觀，那到底為什麼我們認為迪士尼是值得長期持有的股票呢？

### 💰 遊樂園

雖然迪士尼樂園的短期展望與直接對顧客的零售業務仍受疫情影響；但無可否認的是，公司的品牌與智慧財產權是非常具有永續性的護城河。這麼說吧，如果問你的孩子要去迪士尼樂園還是彼得樂園，他們會選擇哪個？長期以來，迪士尼一直令人聯想到「有趣」以及「卡通」，因此當一個人聽到迪士尼的名稱時，這些形象自動會讓人

回憶起童年感受。

雖然有這麼強勁的護城河了，但公司仍持續努力讓樂園的體驗更愉快。就像大家都不喜歡排隊，所以迪士尼推出了PlayDisney Parks APP，讓排隊的體驗變得有趣，這顯示了經營團隊正設法解決公司的弱點。儘管這款APP無法完全解決排隊問題，不過確實能有效減少負面的影響。

另一個值得觀察的重要發展是，公司在世界上最早的迪士尼主題樂園<sup>3</sup>之一、位於奧蘭多市的魔法王國（Magic Kingdom）旁，買下了占地達26英畝的土地，而且這還只是公司最小規模的採購案。整體而言，迪士尼共買了將近5千英畝的土地，試圖擴張樂園與度假區。像這種規模的再投資顯示的是，經營者對現金部位很有信心，並打算擴大競爭優勢。

## 💰 串流平台Disney+

雖然人們一想到迪士尼就會想到樂園，但迪士尼絕非僅此而已。這間公司也是媒體巨擘，觸角遍及幾乎所有你能想得到的領域，稍後會說明迪士尼主導媒體的程度有多大。現在就來看公司近年來最重要的發展——串流服務Disney+。

迪士尼看似很晚才加入串流戰局，而且必須和網飛與亞馬遜的Prime Video等競爭，表面上看來是個艱困的工作。然而公司其實是成功避免成為先驅，選擇等待競爭對手先解決掉創新過程中會遇到的問題。Disney+一推出不久就大獲成功，證明策略奏效。在本篇撰寫時，Disney+在美國就有超過2,800萬的訂戶。相較之下，網飛進入市場已經超過十年，訂戶數則是6,000萬。

由於Disney+才剛推出，訂戶數只會增加不會減少，而且公司設法滲透的不只國內市場，還聰明地收購新興市場的串流服務公司，順利

在這些地方獲得廣大的占有率。一個很好的例子是迪士尼收購Hotstar，這原本是印度的串流APP。印度的行動媒體滲透率與使用率在全世界名列前茅，行動上網方案更是世界上數一數二的便宜，而價格正是決定用戶是否簽約取得服務的主要評估工具。網飛與亞馬遜雖很早就發現這點，但兩者在這方面卻都沒長足的進展。二〇二〇年，網飛在印度只有約200萬訂戶；不過迪士尼透過Hotstar推出Disney+的第一天，訂戶數就高達800萬。

## 💰 授權

迪士尼的業務有很大一部分來自系列電影與其他內容的授權。過去十多年來，所有占據我們想像力的漫威電影全都是迪士尼的。你說星際大戰系列呢？那也是迪士尼的。迪士尼可不是只有米老鼠而已。它甚至擁有一些較小型的動畫公司，突顯了稱霸娛樂產品的程度。皮克斯（Pixar）這個名稱令人聯想到高品質動畫電影，而這間公司也隸屬於迪士尼。

簡而言之，幾乎兒童看的所有內容都是迪士尼旗下的品牌，所以權利金能創造龐大的穩定營收。想像一下，寫一本書並持續熱銷100年，你就能永遠領版稅。再把這個數字乘上數十億美元，就是迪士尼坐擁的財富。這還不包含一輩子的消費者價值，因為這些孩子長大後也會有自己的孩子。這就是懷舊這類無形資產的力量。

## 💰 收購案

長年以來，迪士尼最好的特質就是在收購時非常務實。公司從來不避諱收購競爭對手，並讓這些公司在迪士尼的麾下自由發揮，皮克斯就是個很棒的例子。皮克斯原本是新興的競爭者，打亂了迪士尼動畫電影的公式。相較於迪士尼的電影都是史詩級的規模、有很多歌

曲、充滿令人沉重的對話（想一想《獅子王》吧），皮克斯的電影則是輕鬆又有令成年人看了也感觸良多的內容。傳統的想法會認為，迪士尼應該利用自己龐大的資源來打擊新興公司；但迪士尼做了務實的選擇，買下皮克斯所有股份後，卻給予它完整的自由盡情揮灑，就算會和迪士尼的其他動畫競爭也沒關係。

另一個類似的例子則是收購ABC和ESPN電視台。一開始迪士尼似乎脫離了自己擅長的領域；但這個策略現在看來其實很清楚。儘管卡通與體育看似八竿子打不著，不過因為迪士尼在媒體界的市占率相當高，幾乎能保證在娛樂界的投資會成功。迪士尼就像一顆滾下山的雪球，未來想必會更加壯大，這是因為旗下子公司都有龐大的護城河保護著。

## 💰 問題

在新冠病毒肆虐的特殊時期，迪士尼會面臨相當大的挑戰，首當其衝的是樂園與商品銷售的重大虧損。在疫情前二〇一九年的年報中，公司這方面的獲利逾67億美元，電影公司的營收也增加逾26億美元。不過之後因為封城的關係，這些收入來源受到很大的影響。雖然如此，但公司也有120億美元的現金儲備，應該足以撐過任何短期危機。

不過，迪士尼並非唯一面對這個危機的公司，全世界幾乎所有企業都在設法撐過這場風暴。而迪士尼可以依賴媒體網路的業務，這部分的獲利將逐漸成長。截至二〇一九年，網路業務獲利約75億美元，是公司主要的收入來源。迪士尼短期展望雖不確定，但這點全世界都一樣。如果未來艱困時期過去，迪士尼無疑處於較佳的位置可以很快恢復。

## 沙暴黃金Sandstorm Gold

市值：15.6億美元

52周高低點：9.18／5.31美元

大部分的投資人都不知道沙暴黃金這間公司，這可能是我們名單上最不知名的標的。公司總部位於加拿大，是很好的投資黃金與採礦的機會。公司的業務模式是黃金金流（gold streaming），運作方式如下。

在貴金屬產業中，金流指的是出錢贊助開採或鑽探的公司，出資的公司最後會收到開採出來的商品作為報酬。石油鑽探業長期以來要面臨高昂的資金成本，以及商品市場的不確定性與波動性。他們常花很多時間與金錢鑽油，開採後卻發現原油價格暴跌，因而虧損了很多錢，這令業者面臨非常高的風險。此時就是金流公司出場的時候了。

金流公司會先支付鑽油業者一筆現金，而回報就是鑽油公司承諾把商品以固定價格出售給金流公司，收購價格通常會低於當時的市值。這麼做對鑽油公司來說很合理，因為他們會立即收到現金挹注。而對金流公司來說，之後也能得到可以立即出售到市場以換取獲利的資產。當然，金流公司雖必須等到資源挖出來後才能拿去販售，但這中間不必承擔管理礦場的成本。

金流公司將這樣的業務模式引進到黃金開採，而沙暴就是此類別中的佼佼者。公司是由諾藍·華生（Nolan Watson）和大衛·艾夫藍（David Avram）於二〇〇八年成立，並於二〇〇九年簽下最初的兩筆金流交易。因為礦商需要時間把黃金開採出來，所以金流公司也需要一點時間才能獲利。為支付短期支出以及這些交易的資金需求，金流業者要向銀行借錢。但因為採礦的資產缺乏現金流，公司必須想辦法支付利息給銀行，所以金流公司乾脆就繞過銀行，自己發行股權或公

司債。不過因為發行股權的關係，投資人可能會面臨股份被稀釋的風險。但沙暴的經營者到目前為止都很謹慎，負債與股權的管理得當。

公司股票於二〇一二年在紐約證交所掛牌交易，此後執行了幾次重大的收購案。在本文撰寫時，公司擁有191個不同的權利金金流，而且自由現金流來自23個不同的金礦，總計2.25億美元。

## § 優勢

為什麼該投資沙暴黃金？更重要的問題是，為什麼應該投資黃金金流？必須先回答這個問題，才能考慮要不要投資這間公司。投資黃金金流的第一個原因就是它的業務模型。對礦業公司來說，金流公司本身可以算是一間銀行。傳統上，礦業公司必須向銀行申貸短期借款，並以資產作為抵押；但向金流業者取得融資則不是這樣。金流業者等於是這筆合約的合夥人，因為它也得承擔採礦成果的風險。

這提供採礦業者合理的融資來源，不會過度擠壓資產負債表。畢竟採礦業者的財務風險本來就高，若還要再加上必須支付的利息，並非明智之舉。這表示金流公司的業務模型永遠都會有需求，有著強勁的護城河，而需要現金挹注的採礦業者永遠會去尋找好的金流交易。

但成為金流業者並不容易。你可能以為只要錢夠多就能融資給礦場，事實上這門生意並不好做。如前所述，因為金流公司也必須承擔採礦結果的風險，所以借貸前一定要評估礦場是否有潛力。金流公司的經營者勢必得在這個領域有相當的經驗，也要雇用專家合理評估礦場的預期產出，這個步驟必須先完成才能開始談任何融資條件。此時公司需要更多經驗，因為接下來有很多事可能會讓交易出差錯。首先，金流業者必須清楚未來大宗商品的價格走勢。由於是未來會收到這項商品，所以現在的價格並不重要；接著還需要有評估礦業公司的能力。就算礦場可能適合生產黃金；但業者是否有充足的資源進行開

採？目前的投資是否足夠，還是礦業公司需要更多資金？這些問題並不容易回答。

這門生意的門檻很高，不容易跨過，而且經濟模式只適合以專業能力主導這個產業的少數公司。由於這類公司並未擁有傳統資產，所以管理者的品質是最重要的；但這是好事。因為缺乏傳統資產表示經常性支出偏低，因而自由現金流水準較高。沒有大額的必須性資本支出，代表能降低財務壓力。唯一的風險是提供融資後等到權利金支付的等待期。

剛才提過，金流公司需要設法募集資金。他們可以向銀行申請融資或發行公司債與股票。這一行有很多事會出差錯，所以經驗非常重要。這表示能在這一行站得久且生意蒸蒸日上的公司，比新公司更有優勢能獲利、降低風險。因此在尋找要投資哪間金流公司時，評估它的管理經驗與現金流品質會有很大的幫助。以這方面來說，沙暴符合所有條件。第一，公司簽訂合約的方式很聰明，它簽的是淨冶煉廠權利金（net smelter royalty，NSR）合約。這表示沙暴是根據礦場的產出提供融資，而非礦場的營運是否可行，這兩者差別很大。淨冶煉廠權利金是用從地下挖出來的產出來支付，而沙暴等少數公司所賺的就是這個。另一方面，礦業公司必須等到把黃金賣給這類的少數公司，並將採礦費用從中扣除後，才是最終的獲利。

換句話說，金流公司相當於買進礦場蘊藏的股份，還不需管理礦業公司的財務或營運成本。這麼做完全不必承擔開採營運的風險，也可以直接收到開採成果。因為公司有能力的評估，所以這完全在他們的知識範圍內運作。

股權被稀釋是投資人最擔心的事，而沙暴的經營團隊也很謹慎。公司從二〇一八到二〇二〇年二月，已回購一千萬在外流通股數。而且由於市場的情況不佳，公司還打算回購更多。買回自家股份表示公司對績效有信心，對投資人來說則是股權被稀釋的風險大幅降低。有



鑑於目前產業的展望，沙暴黃金將稱霸這個利基市場很久。

黃金金流公司一直以來都是比傳統黃金更好的投資標的。通常黃金在投資組合中是用來避險的。由於美元與黃金的走勢呈反向關係，當美元貶值時，黃金通常會漲價。在大環境不好的時候，由於黃金被視為避險天堂，所以金價常會跟著上漲。儘管如此，黃金仍是個有風險的投資。貴金屬的供需力道會對價格產生影響；但這很難預測。從二〇〇八到二〇一八年，黃金價格只漲了45%。你可能會以為，金礦開採公司因此賺了很多錢；但實際上，金礦公司的股價在這十年間跌了38%。相較之下，黃金金流公司這段時間的股價大漲189%，主因就是之前概述過的所有因素。既定的獲利空間與偏低的經常性支出，讓投資報酬大增，因此反映在股價的漲勢中。

## 沃爾瑪Walmart

市值：3645.7億美元

52周高低點：160.77／117.27美元

沃爾瑪是美國零售業的支柱之一。業界專家總擔心它無法克服亞馬遜龐大的挑戰；但它還是撐過來了，並且屹立不搖。雖然以結果論而言難免有些事後諸葛，但專家當初的擔憂有其道理。畢竟亞馬遜幾乎成功消除了美國所有其他的零售商，而且進入世界各地的市場後，仍持續排除競爭對手。不過目前看來，沃爾瑪不只在亞馬遜與數位革命的世界中存活下來，且幾乎沒有受到衝擊，這都是因為公司有具有良好的護城河。

你可能會以為品牌名稱是公司存活的主因；但沃爾瑪真正的護城河來自龐大的規模經濟。公司光是規模就足以冒較大的風險，以及降低這種風險帶來的經濟衝擊，藉此提升消費者的滿意度。

## 💰 不受衰退影響

沃爾瑪的護城河優勢讓公司幾乎不受景氣衰退的影響，這是少數在過去十年來經濟衰退時還能成長的公司。想想看：當你在景氣不好又需要購物時，第一個會想到的地方一定是沃爾瑪。

這次新冠肺炎的經濟衝擊非常廣，在美國造成超過3,300萬人失業。沃爾瑪的實體商店之前因為疫情雖不開放，但線上送貨系統卻完全投入運作，這點益處稍後會說明。現在只要記住，實體商店不會永遠不開門做生意。雖然病毒仍在各處肆虐，但人們終究還是要出門採購生活必需品。在疫情造成經濟衝擊的情況下，大家手上的錢會比以前還少，如果存錢是首要任務的話，大家會優先選擇去沃爾瑪購物。

也許沃爾瑪最大的優勢，就是56%的特價品為雜貨與食品，這類產品的需求短期內不太可能減弱，沃爾瑪的市場價值就反映了這點。雖然股市在二〇二〇年仍維持悲觀，標普500指數重挫了30%；但沃爾瑪的股價整體只跌了3.8%。公司不只在艱困時期展現了強勁的一面，股票方面的表現也很不錯。

## 💰 經營哲學

山姆·沃爾頓（Sam Walton）是最早積極將規模經濟變成公司政策的人之一。當其他零售商專注於存貨與服務當地顧客時，沃爾頓就知道連鎖商店模式的力量有多強大，光是規模就能讓他掌握供應商的價格，壓低成本。因此，他一開始開了好幾間小型商店包圍競爭者。他知道在採購諸如食品雜貨等物品時，消費者非常重視價格，而規模經濟能讓沃爾頓直接解決消費者的最大痛點。

只要想一想，沃爾頓從一開始只在阿肯色州經營一間商店，到後來管理市值數十億美元的公司，就能看出他業務模式的力量。

沃爾頓最大的創新作為之一，就是先把店開在小鎮而非大城市。當時的傳統觀念認為，大商店要開在大城市，小商店開在人口少的小鎮就行了。但沃爾頓的大型商店卻稱霸了不只一個小鎮，還包括周邊整個地區。更重要的是，沃爾瑪的出現讓別的業者不敢踏入市場，因此減少了競爭。另一個領先別人的創舉就是堅持快速物流。他將沃爾瑪的供應中心設置在開車不到一小時的地方，並利用沃爾瑪的貨車隊為商店提供貨物，以確保能快速到貨。這麼做樹立了沃爾瑪在市場中的主要地位。就算沃爾頓過世後，這些政策仍持續至今，讓公司更加強大，而巴菲特還只是在二〇〇六年時提到這點的眾多投資人之一。

山姆·沃爾頓灌輸給公司的原則創造了一個龐大的優勢，這些基業仍在他的書中傳承——《富甲天下：Wal-Mart創始人山姆·沃爾頓自傳》仍是史上最好的商業書籍之一。

## 💰 電子商務

沃爾瑪一直被認為很晚才進入電子商務領域；但這只是表示公司加倍投入已經很穩固的業務模式，並只在覺得合理時才會擴張。至今沃爾瑪大部分的營收來自小鎮，這些地方的消費者傳統上來說並不會上網購物。不過消費者的行為正在改變，而沃爾瑪也很聰明地回應改變。在我們撰寫本篇時，公司60%的商店已提供線上訂購與路邊取貨服務，預計到了二〇二一年比例會提升到90%。儘管公司看似較晚才踏入電子商務領域，不過沃爾瑪卻屹立不搖，而其他競爭者大部分都因為電商公司的出現而陷入破產，因為他們碰上了消滅競爭對手的巨擘——亞馬遜。

由於亞馬遜經營的業務類別與沃爾瑪很類似，只不過主力是走線上營運，所以大家都認為它勢必會進入低價雜貨與必需品市場，和沃爾瑪爭奪地盤；但這間公司卻拒絕這麼做，反而堅持買下高價食品雜

貨商全食（Whole Foods），而非設法和沃爾瑪在低價領域競爭。亞馬遜避開直接衝突的作法讓投資人知道，雖然沃爾瑪因為活在過去而一直為人詬病，但公司卻深植消費者的心。

沃爾瑪也已經在海外大幅擴張，多次試圖進入最符合其業務模式的國家——印度。當新聞報導沃爾瑪考慮投資印度時，印度政府必須立法保護小型商店經營者的利益。雖然這對公司來說是種挫敗，但卻再次顯示了沒人想和這頭巨獸競爭。沃爾瑪現在已經進入了印度市場，不過最大的行動就是以160億美元收購亞馬遜在印度的競爭者Flipkart的一部分。這個舉動最初看似不合理；但這筆交易明顯與之前在中國投資京東有著相似之處。

沃爾瑪在中國為小型零售商及其競爭者經營線上商店，例如英國雜貨連鎖商艾斯達（Asda）。在較大的城市裡，沃爾瑪也經營混合了線上與離線的商店，顧客刷完條碼後即可離開。顯然沃爾瑪進入開發中市場的成果，已讓它比許多競爭者發展得更好。只要條件對了，公司願意進入任何市場，不管是印度還是越南都不重要。公司強勁的資產負債表與龐大的現金流，皆已確保沃爾瑪在未來都能維持強大的地位。

## 💰 品牌價值

沃爾瑪的規模經濟將其品牌價值推升至高點，這對連鎖商店來說很罕見。照理說每間連鎖零售業者都要和店內的其他品牌競爭知名度。舉例來說，大家都知道諾斯壯百貨（Nordstrom）；但如果一間大型商場裡有古馳（Gucci）與凡賽斯（Versace）的話，消費者為什麼要買諾斯壯的自有品牌服飾？但沃爾瑪並不這麼想。

試想以下情境：假設路克的雜貨店和沃爾瑪都販售一種便宜的早餐麥片，大家會去哪裡買？最有可能是沃爾瑪。而且就算麥片公司決

定只在路克的雜貨店獨家販售，大家也還是會去沃爾瑪，因為那裡可以買到更多各種便宜的東西，就算沒有這款早餐麥片也沒差。因此，如果麥片公司選擇不要在沃爾瑪上架，就等於讓消費者買不到自己的產品，換句話說，這是種自殺行為。而這就是沃爾瑪的品牌護城河。沃爾瑪旗下的大型零售暢貨中心山姆俱樂部（Sam's Club）也有類似的現象。

整體而言，這不是一檔會大漲的股票，也沒有那麼光鮮亮麗值得向人炫耀。但說到底，沃爾瑪具有好公司的所有條件，而且是你會想一輩子持有的股票。

## 麥當勞McDonald's

市值：1872.4億美元

52周高低點：271.15／217.68美元

麥當勞可能不是你的外食選擇；但不代表是個不好的投資。事實上，這可能是你現在所能找到的最好投資。首先是過去的記錄，麥當勞的股價表現一直很不錯，原因在於穩健的業務模式。之前已經強調過這點，在此將更詳細地說明。

這間公司過去一直提供股東價值，是所謂的「股利貴族」。這個稱號多指過去25年來持續配發且調高股利的公司，這並不容易達成，所以顯示了麥當勞有能力度過危機。再來是速食連鎖店的吸引力。整體而言，在經濟衰退或下滑時，速食連鎖店業績通常會不錯，因為它們提供便宜、快速的餐點。相較之下，一般餐廳則會陷入困境。

此外，麥當勞也將大筆資金投資於人工智慧點餐流程（自動點餐機），以進一步降低成本。無可否認的是，新冠肺炎導致的封城已重創餐飲業。民眾比以前更常待在家裡、在家用餐，因此很值得花時間

分析麥當勞在這場危機中的地位，以及未來的後續效應。

## § 先前的衝擊

先來看看過去封城和部分地方關店對營運的負面影響。就這點來說，麥當勞的確逃不過風暴；但卻沒有你想的那麼糟，這是因為三大因素對公司的助力。第一是它的業務結構。麥當勞屬於餐飲業；但同時也是不動產業。公司擁有所有餐廳店面的不動產，並出租給加盟業主收取高額租金。這表示公司每個月都會收到比競爭者更高的保障現金流。

在撰寫本篇時，公司85%的地點都由加盟業者營運。這表示公司大部分的不動產都能產生固定的現金；但封城的風險則是由加盟業者承擔。雖然公司宣布會與加盟業者合作度過難關，不過就算有某間加盟店倒閉了，也只是表示會有別人來接手，畢竟地點本身並不會受到影響。儘管短期內現金流會減少；但對麥當勞的長期運作影響不大。

這個業務模式的另一個優勢是，公司經營的餐廳成本遠低於競爭者。畢竟水電雜支與租金費用皆由加盟業者支出，而麥當勞則是給予業者品牌名稱以及讓它們保留營收的大部分。第二個優勢是，麥當勞強調速食所打造的得來速據點，以及在店內建置人工智慧點餐系統。舉例來說，在中國某些特定的地點，顧客不需要與人互動，只要使用店內的自動系統點餐並結帳後，就能拿到餐點。

麥當勞在二〇一九年公布美國65%的營收來自得來速。二〇二〇年，因為新冠肺炎的自我隔離措施更推動得來速大幅成長，這表示關閉座位區對收益不會有太大的衝擊。公司的另一個大動作是與多種外送公司合作。批評者指出，麥當勞沒有一個專門的合作夥伴；但這只是反映出沒有一間公司有能力稱霸這個利基市場。麥當勞決定與不同公司合作，顯示了會將風險多元分散給合作夥伴。目前為止，沒有任



何預測能將此舉的效應量化成精確數字；但這些因素讓病毒對麥當勞造成的負面衝擊弱上許多。

## § 衰退的衝擊

從二〇二〇年開始，美國已經感受到病毒的經濟衝擊，失業人數突破3,300萬，許多行業沒有立即復甦的跡象。這一切的氛圍都指向嚴重的衰退潮。那麼麥當勞要如何度過這段時期？首先，因為它是一間便宜的速食公司，這在全世界都是有利的因素。民眾不太可能因為景氣不好就不再吃麥當勞，反而會因為它既便宜又快速而多多去消費。

另外，觀察公司在前幾次經濟衰退時的表現就可一窺端倪。公司二〇〇七到二〇一一年營收都出現成長，顯示安然度過了二〇〇八金融危機那幾年。二〇〇〇年的網路泡沫破滅時也一樣，麥當勞從一九九九到二〇〇一年的營收成長就像時鐘般準時。值得注意的是，這些時期的盈餘成長率與營收成長並不一致，這表示公司的利潤降低了；但礙於經濟環境的關係，也是可以理解的。提這些歷史只是尋找過去的佐證，若接下來發生經濟衰退，麥當勞有很大機率也能安然度過。

## § 財務韌性

這就是麥當勞有風險的地方。二〇一九年底時，因為對科技和其他資產的重大投資，使公司的現金部位偏低。一開始封城時，由於營收下滑，現金部位低就變成更大的隱憂。因此，公司提取了10億美元的信貸額度。信貸額度就像透支帳戶一樣，可以用這個來借錢。但事實仍未改變，資產負債表上還是有340億美元的負債，其中60億於二〇二三年到期，償還這筆債務對經營者來說可能會有點問題。雖然專家預期麥當勞能撐過這場危機，但這筆債務沒有簡單的解決辦法。然而像麥當勞這種規模的公司，仍有更大的實力可以重新談判還款條件，



把期限再往後延至營收穩定的時候，二〇二三年的還款期可能就會這樣處理。

另一個要考慮的重要因素是麥當勞的股利狀況。若是暫緩支付股利，公司就會失去股利貴族的頭銜，造成股價大跌。本文撰寫時，公司已暫停買回在外流通股的計畫，此舉可能是為了保留現金以支付股利，並微幅調高股利。整體而言，就算二〇二〇年對麥當勞來說是艱困的一年；但全世界何嘗不是如此。上述提及的業務模式能如何支撐麥當勞雖有待觀察；不過毫無疑問，此模式會確保麥當勞比其他同業更有能力度過難關。

## 💰獲利

目前公司最大的問題是負債偏高，這讓它在無法預期的危機前身陷困境。儘管如此，撐過景氣不佳的時期仍不是問題。就算發生最壞的情況而盈餘大減，麥當勞仍是不動產巨擘，擁有旗下餐廳所有的不動產，不會因為付不出租金就失去這些地點。相對的，公司也能用不同方式提高營收，增加的現金流就能讓它僅靠微薄的利潤生存。可以換個角度想，只要公司正常支付給所有的債權人，有沒有獲利真的那麼重要嗎？我們不是說公司會故意導致虧損，重點是，就算未來經濟不景氣對公司造成的問題，也不會像對競爭者那樣嚴重。這使得麥當勞的股票相對安全，最有可能撐過危機後欣欣向榮很久。

## 馬凱爾Markel Corporation

市值：159.7億美元

52周高低點：1519.25／1162

在谷歌輸入馬凱爾（Markel）後，這個搜尋引擎巨擘通常會問你

是不是要搜尋「marvel」。這是很適合用來描述馬凱爾的方式，因為它是全世界最大卻沒人聽過的公司之一，而且這是好事。馬凱爾被稱為「小波克夏」，因為它的結構類似巴菲特主導的波克夏·海瑟威公司。

馬凱爾是保險業巨擘，一開始是特殊保險公司，在一九三〇年代時為長程貨車和小型巴士承保。特殊保險是許多公司挖崛護城河非常好的領域，因為這種保險的顧客數不多，任何有能力承保的公司通常會是很成功的公司。保險業務本身就是獲利龐大的產業，許多專業投資人都想參與。貝瑞研究（Stansberry Research）的知名創辦人波特·史丹貝瑞（Porter Stansberry）曾開玩笑說，他會教孩子有關保險業的事。儘管如此，一般投資人並不真正了解這門生意的力量。若要了解馬凱爾的潛力，必須先檢視保險業的運作，以及為什麼它這麼吸引人。

保險公司承保並準時收到保費，公司保證在保戶出狀況時支付一筆金額，這筆金額通常比保戶支付的保險費高出許多。保險公司的工作就是算清楚客戶的風險有多高，並據此設定保費；但保險商品的定價不能過高，否則生意可能會被競爭者搶走。當保險過期公司再也不必理賠時，就會創造承保獲利。承保獲利對保險公司來說就像獨角獸，因為這種情況非常難得。畢竟風險很難預測，總有一天保險公司必須支付保單承諾的金額。這就是為什麼大部分的保險公司並不設法賺取承保獲利，而是把目標放在損益兩平或甚至是虧損，目的是爭取市占率並維持偏高的現金水準。

通常在收到保費後會過一段時間才需要支付理賠金額。例如，你每個月都要支付醫療險的保費；但不會每個月都申請理賠。你可能會在未來某一天申請理賠，不過在你繳保費的這段期間，保險公司就能留住你的現金且沒有歸還義務。這筆錢就稱為保險的浮存金（float）。

如果公司有承保獲利，就會創造自由浮存金。本質上來說，自由浮存金就是自由的錢；但沒有自由浮存金的保險公司還是能獲利，方法就是將浮存金投資於市場中。簡而言之，保險公司會像基金經理人一樣，目標是用他們手上所有的現金來創造報酬。

許多保險公司仰賴浮存金以創造獲利，而非靠承保創造獲利。像波克夏·海瑟威以及馬凱爾這種好公司，通常能創造投資報酬與承保獲利。如此可以創造自由浮存金，讓投資更有效益。不妨這樣想，假設你以100美元買進A股，現金股利是25美元。你把這25美元再拿來投資於B股，現金股利10美元。你再把10美元投資於C股，現金股利2美元，一直這樣轉投資多檔個股；但原始的投資金額仍是100美元。你把100美元變成一筆至少有四檔股票的投資，也就是用這一筆投資衍生出更多的投資。

浮存金能創造更大的槓桿作用，不過因為這不是公司可自由運用的錢，所以整體報酬會受到一點影響。未來有一天保戶會申請理賠，公司就必須把這筆錢還回去。本質上來說，保險公司的浮存金就是保戶借給保險公司的短期貸款，自由浮存金則是永遠不必償還的貸款。馬凱爾就是其中一個了解現金流力量的保險公司，並用投資來實現這個力量。

## 💰 投資的品質

馬凱爾這些年來的投資組合反映了經營者的哲學，那就是創造高現金的公司是最好的投資標的。事實上，公司經營者對自己的投資選擇能力非常有信心，所以不支付股利，這在保險公司來說很罕見。保險公司創造的自由現金流通常會分配給股東，因為公司找不到適當的地方花這筆錢。但馬凱爾成功運用自由浮存金與現金流來增加投資組合的持股，並為股東創造更高額的報酬。

## § 股東群

說到馬凱爾就一定要特別提到股東的品質。公司似乎有很多股東專注於透過投資賺取長期獲利，因此願意承擔一兩季的虧損，注意這裡說的是「季」不是「年」。因為一般公司在幾季的虧損後會被嚴格檢視，華爾街的銀行會群起攻之，迫使經營者必須將短期成果置於長期成長之上，這點先前已經解釋過了。但馬凱爾的情況並非如此，沒有任何人會來打擾這間公司，所以這就像一間未上市的私人公司般，可以按照長期成長的目標來運作。

## § 利基

產物險與意外險仍是業務的主要動力，這些都是馬凱爾很大的利基。因為公司的競爭對手少，所以定價能力很高。這是透過絕佳的顧客服務、優惠的定價以排除競爭者，並確保護城河所產生的直接結果。

## § 再保險

但馬凱爾並非只有好消息，有些風險你必須知道。這些風險通常集中於再保業務。再保公司就是保險公司的保險公司。舉例來說，如果A保險公司覺得帳上有些風險偏高的合約，就會去找再保公司來承保這些合約。因此你可以想像，再保是門高風險的生意。最大的風險在於公司承保的所有情況是所謂的長尾狀況（long-tail situation），指的是理賠可能在未來很久以後才會發生，所以當理賠發生時，金額通常會很高，導致流動性風險。因此再保公司帳上的風險非常高，而且直到理賠之前都不知道保單實際的成本是多少，如果保戶申請理賠，公司就必須支付。

通常再保的保單是極端事件，例如疾病全球大流行，正如我們現在的情況。我們要如何預估疾病像野火般蔓延的機率？此外，該如何計算這種疫情對經濟的衝擊？這當然要視疾病本身而定。誰能預測下次會發生什麼樣的疾病？這些都是不可能回答的問題。因此，再保公司必須是風險管理大師，同時也需要一點好運。大部分的時候，再保公司會創造高額的自由浮存金；但當必須理賠時，就會把現金儲備花光變成赤字。而通常公司出現虧損的程度，是收到的自由浮存金無法彌補的。

即使是備受尊崇的波克夏·海瑟威，也曾因為再保業務的關係而虧損過幾次，馬凱爾也不例外。保險公司利用一個稱為綜合比率的指標，來計算公司的獲利與虧損程度。計算方式是將總支出與虧損除以賺到的保費，數字愈小獲利就愈大。馬凱爾二〇一九年的綜合比率是93%，算是穩健的數字，表示支出是收到的保費的93%，代表賺到的自由浮存金的金額很好；但這掩蓋了公司的再保部門的綜合比率為120%，是產物險與意外險將數字壓低到93%。

你可能會納悶，既然再保業務風險很高，又為什麼要進入這個市場？這與投資報酬有關。就像問你為什麼要借錢買房子一樣。資產的價值與安全性就是原因。你必須承擔房屋價值可能降低的風險，再保業務也一樣。儘管馬凱爾的再保業務是如此；但公司經營者很有智慧地利用整體投資組合，將風險降到最低。如果一個再保的綜合比率是120%；但整體綜合比率仍是93%，那麼公司就可以合理承擔這個風險。聰明地經營和謹慎地建立護城河，使得馬凱爾成為一間極佳的長期投資標的，非常適合加入任何投資組合中。

## 星巴克Starbucks

市值：979.8億美元

## 52周高低點：120.76／68.39美元

研究企業在艱困時期的表現時，星巴克是個有意思的個案。這是因為星巴克的兩大市場正好就是美國與中國。因為之前全球疫情危機，星巴克是率先受到關閉和自我隔離措施影響的大企業之一。

由於中國比其他國家還要早開始疫情，就復甦來說，星巴克最初的情況是值得研究的對象。首先，公司雖宣布二〇二〇年第一季營收下跌慘烈，但在封城措施逐漸解除後，進店人數已有成長。雖然情況並沒有那麼好，但這的確證明了星巴克的業務模式仍非常可行。公司表面上是咖啡店，不過真正的吸引力卻是第三空間（third space）這個屬性。不論是約會、商務會面甚至是坐下來工作，星巴克都是大部分人的首選。

二〇二一年是公司成立50周年，並且二〇一九年時在全球開了1,439間新店面，年底時公司公布同店銷售增加約3%。而後二〇二〇年病毒侵襲，情況開始變糟。不了解星巴克業務的人最詬病之處，就是這個品牌過於奢侈，在衰退期間吸引不了消費者。星巴克咖啡的價格一直都偏高，一杯咖啡5美元，和競爭者相比似乎太貴；但消費者支付這個價格買的不只是咖啡。點咖啡時的體驗與氣氛，才是消費者真正花錢的原因。以下是幾個確保星巴克可以撐過艱困期的原因。

### **💰 品牌忠誠度**

剛才提過，喝星巴克的人通常只會喝星巴克的咖啡。近年來公司還加入了餐點，以及改變店鋪位置的整體氛圍，代表顧客會更常回到店鋪消費。星巴克是少數以最慷慨的方案回饋忠誠顧客的公司之一，這也是吸引許多新消費者的主因。除了可以事先點單外，使用回饋方案的內用顧客也會收到免費回沖的熱咖啡或熱茶。較高端的顧客還會

收到免費的零食與餐點，以上福利通常能確保顧客回頭率。

整體而言，這些策略鞏固了顧客對品牌的忠誠度，讓公司在經濟低迷時仍維持不錯的狀況。表面上看來，因為封城關閉一些店舖的確對營收造成傷害，然而等到管制放鬆，消費者會更傾向出來社交。由於疫情對消費者的財務造成負面衝擊，花5美元買一杯咖啡坐在星巴克裡聊天是很便宜的社交方式。咖啡本身雖然很貴，但顧客來店的目的並不只是為了喝咖啡。

## 💰 之前的經驗

和麥當勞一樣，想知道星巴克能否度過危機，應該可以回頭去看過去經濟衰退時，公司的財務狀況便可窺知一二；但事情並沒這麼簡單。因為之前經濟衰時，星巴克正好遇上業務模式導致財務狀況不佳的情況。公司先是陷入了財務困境，結果又遇上經濟衰退，雪上加霜。後來創辦人霍華·舒茲（Howard Schultz）回鍋擔任執行長，設法讓公司回到正軌。他展開了前所未有的顧客挽回計畫，執行一連串的調查與問卷，詢問消費者對顧客體驗的看法。公司收到大量的回覆，並針對建議提供顧客想要的服務。不過大型上市公司把主導權交給顧客，提出改善的建議與決定公司的方向，仍是少數案例。此舉幫助星巴克走出危機，比危機剛發生時更加健全。

但能用之前同樣的經驗來幫助公司度過疫情嗎？因為危機的本質不同，上次採取的措施這次未必管用。二〇〇八年時的危機是顧客不滿意；但這次並非如此。公司專注於顧客忠誠度已有很好的成效，並帶來強烈的品牌意識，這在艱困時期將很有幫助。雖然我們無法預測公司會如何度過衰退，但把重心放在顧客身上將有助於營運。

## 💰 多元化



雖然實體店舖的位置仍是星巴克的主要獲利來源，不過公司已經開始多元化，以創造額外的營收來源。前次危機時造成的品牌忠誠度與識別度問題的其中一個效應是，公司開始在超市販售星巴克的咖啡。此舉賺進不少現金，雖然不足以獨立支持公司的營運，但確實大大削弱了負面衝擊。此外，星巴克也和幾個外送平台合作，並擴大得來速與行動點餐平台。危機過後，就算消費者的購物習慣改變，這些平台仍都會增加消費者互動。

整體而言，雖然有許多不利因素，但當封城令解除，人們開始適應病毒帶來新的經濟與社會現實後，星巴克就能突破困境。儘管短期對投資人來說有點痛苦，但長期肯定會穩定成長。

## 冠城國際Crown Castle International

市值：726.4億美元

52周高低點：209.87／153.70美元

冠城國際是個相對較不知名的個股，因為這是檔不動產投資信託REITs。這些公司不需要繳交企業稅；但有義務要將90%的獲利退還給股東。通常REITs投資於不動產，獲利來自管理這些資產。過去五年來，REITs變得愈來愈受歡迎。冠城國際專精的不動產投資信託類型，並不投資於一般的住宅或商用不動產，而是行動通訊基地台。正如名稱所示，公司在全國各地擁有不少行動通訊基地台，並管理數英里長的光纖纜線。簡而言之，這間公司是服務供應商，從事目前世界最快速成長的現象：物聯網。

這是指我們周遭的許多東西開始互相聯結，每天都有新的智慧型裝置推出，很快的，汽車就能與家中的裝置通訊並交換資料。諸如Fitbit這類穿戴式科技與其他智慧型手錶在這十年來需求大增，而這情

形只會繼續成長。到了二〇二五年，物聯網經濟預估將高達11兆美元。這些裝置都需要一個東西——網路。精確來說，這些東西需要一個能處理愈來愈多連線與資料交換的網路。資料的傳輸必須比現今的網路更快，效率更高。目前的通訊協定快要趕上這個需求了。

4G網路已能大幅減少延遲（資料傳輸與接收間的落差）；但以連線增加的速度，4G網路仍無法處理。5G通訊網路已經在建置中，現有的通訊基地台與基礎建設也足以應付5G的需求，未來上網的人數只會增加不會減少，通訊業是很好的投資。此時就需要基地台不動產投資信託。這些公司出租基地台給電信公司，平均租期為五年，在出租的期間賺取穩定收益。此外，這些公司也出租光纖通訊設備給網路供應商，並收取費用。整體而言，這個產業的未來很光明；但問題是，為什麼冠城是最好的選擇？

## 💰 不動產投資信託的結構

第一個將基地台公轉轉為不動產投資信託的公司是美國電塔（American Tower），是同類型中最知名的公司，而且從二〇一一年轉型為不動產投資信託以來，公司的股票報酬已超過300%。

冠城於二〇一四年轉為不動產投資信託公司，此後股東的報酬率達到140%。雖然美國電塔較著名；但冠城的成長展望更好。此外，因為這是不動產投資信託，所以受法律規定必須將90%的收入支付給股東，這表示它的殖利率高於一般支付股利的個股。在本文撰寫時，冠城的殖利率為3.05%，比美國電塔高出一倍。公司會賺錢，就像資本利得機器一樣。

## 💰 基礎建設

目前冠城幾乎所有的基礎建設都位於美國，這表示業務環境穩

定，不需擔心國際法律與授權的問題。這和美國電塔不同，該公司的營運範圍還包含國外。第三間基地台不動產投資信託的名稱是SBA通訊，同樣也有跨國營運，這是因為美國的市場已經飽和了。這對冠城來說是好事，因為公司現有的基礎建設短期內不太可能中斷。

截至二〇一九年十二月，公司擁有4萬個基地台和8萬英里長的光纖網路。公司的業務很容易了解，只有兩個部分：基地台與纜線，營運成本偏低，通常是在網路與基地台必須安裝上線時，才有前端成本。只要有更多租用戶租用基礎建設時，就可以壓低單位成本，同時提高營運現金流。

公司來自基地台業務的毛利中，有40%來源於公司名下的土地；其他的60%，土地出租的平均剩餘期間為35年。美國最大的幾間行動通訊公司占營收的75%，不必擔心租金違約的問題。到目前為止，67%的收入來自基地台部門，為主要的獲利來源。截至二〇一九年，公司投資開發光纖業務，並預期未來幾年內收入將增加。由於5G需要仰賴光纖網路，這似乎是個合理的假設。

## 💰 現金流成長

在本文撰寫時，冠城的規模雖只有競爭者的一半；但公司在全美各地擁有多種大型資產。根據最近的年報，冠城71%的基地台與光纖網路，都位於美國各地的主要商業區。

由於5G的需求增加與公司的資產品質佳，投資人可以預期公司有很高的現金流。因此，目前為止現金流的成長速度比競爭者更快。其中很大一部分要歸功於公司的規模較小，當成長得更大後，投資人就無法預期同樣的高成長率了。但這檔個股的成長空間相當大，而且公司業務的經濟狀況似乎與這方面一致。

## 💰 風險

投資一定有風險，而冠城因為之前的政治環境不小心陷入一個很大的風險。5G技術正好是二〇一八美中貿易戰的核心，因為這項技術可能會提升更大量的資料傳輸。中國華為被認為是開發5G技術的領導者；但也被視為替中國政府從事情報工作。目前華為被禁止在美國從事業務，美國企業無法成為華為的供應商或使用它們的產品；但並非全球皆如此。尤其是歐洲國家，對於安裝華為的設備並不感到憂心，也不像美國那般試圖排除華為的產品。

前美國總統川普政府與中國政府都將5G視為稱霸全球的關鍵。由於中國大量投資於這項技術，所以很可能會獨霸市場，導致每間科技公司都必須使用中國的產品才能傳輸資料與做生意。這就是所有間諜指控的由來。雖然貿易戰的細節在此並不重要；但投資人要注意的是，貿易戰的二級影響很可能會衝擊諸如冠城這樣的基地台不動產投資信託。此時仍無法預測影響會是什麼；但未來可能會衝擊這些公司的業務。

現在美國大型電信商都說，它們的5G基礎建設目前沒有也不打算使用華為或中國的產品。由於5G還沒開始正式鋪設，所以這種說法在未來的幾年將面臨考驗。冠城會需要將基礎建設升級嗎？需要投資更多以安裝光纖網路嗎？這對現金流的成長會造成重大的風險。不過，這並不表示公司會因為這些風險而虧損，畢竟5G的需求與4G差不多。可以用比喻的方式來想像這兩種網路：4G是大學游泳隊的隊員，而5G則是正值壯年的奧運游泳金牌選手菲爾普斯（Micheal Phelps）。後者的速度快得多；但說到底兩人都是在同一個泳池裡游泳。在這個比喻中，冠城就是泳池。

對公司來說，比貿易戰更大的風險是70%的營收來自大型電信商，只要這些網路有任何整併都會降低公司的獲利。事實上，T-Mobile和Sprint於二〇一八年同意合併，二〇二〇年合併案正式完成，這對冠城的衝擊雖沒有那麼大；但重疊的網路服務會被排除，公司的

營收就會減少。像冠城這樣的公司傾向透過收購來成長，而營收減少可能會衝擊這項業務。公司雖有足夠的現金能帶動成長，不過到頭來可能會發現，收購案並非最實際的作法。由於沒有其他的成長管道，所以處境會有點困難。我們之所以說沒有別的辦法可以成長，是因為實務上來說，公司需要購買土地、付出金錢與時間請工人架設基地台。當公司花了好幾個月做這件事時，競爭者只要收購其他電信公司的話，馬上就能為自己增加好幾百座基地台。

儘管有這些風險，冠城的經營者品質與過去的記錄，都證明了公司能撐過這些風暴。現金流的增長與接下來對5G的需求肯定能帶動整體的成長，冠城處於這個產業最有利的位置。

## 亞馬遜Amazon

市值：1.29兆美元

52周高低點：188.11／101.26美元

我們前一個介紹的是很少人聽過的公司，接下來要介紹的是，即使是對科技充滿恐懼的老奶奶也聽過的亞馬遜。現在亞馬遜可說是無所不在，已經成為全球第三大公司，市值突破一兆美元，和蘋果一起進入兆元俱樂部。

亞馬遜最初只是間線上書店，早期透過融資擴充資金，再來則是利用新創基金募資。完成募資後，便有本錢把價格壓到極低的程度，將競爭者逼出市場或陷入破產。在獲得幾乎完整的市占率後，公司就開始整合並加入其他產品，創造更多現金流。當亞馬遜擴張至更多產品部門時，都一再套用相同的公式，慢慢壯大成帝國。

亞馬遜早期只重視現金流，不重視盈餘。事實上，它花了很長的時間才開始獲利，這樣的營運模式在當時備受質疑。而公司這麼做的

邏輯很簡單，只要能用別人的錢（創投或股權，以及低利貸款）來擴張，也有能力支付開銷的話，獲利就不重要。因為當公司達到某個規模後顧客自動會上門，公司終究會獲利。

目前公司的第二大業務就是資訊基礎建設，也就是亞馬遜網路服務（Amazon Web Services，AWS）。亞馬遜網路服務提供雲端資料中心，有些大公司例如Zoom和Slack都使用這個資料中心來處理日常的商務需求。現在公司持續擴張，不需要募集現金，因為現有的業務已經能提供所需的現金流。這個業務模式甚至還幫助貝佐斯成立基金進行個人投資，例如買進《華盛頓郵報》以及成立太空火箭公司。

## 💰 產品線

亞馬遜現在的產品線既廣又多元，最知名的要屬Prime會員。這個會員制提供顧客折扣價，並供應許多產品，還可以使用亞馬遜的串流服務Prime TV。不過，公司仍持續經營最原始的書籍零售，依舊持有很龐大的電子書與紙本書。亞馬遜自己的自費出版平台，每年也激勵自費者出版數十萬冊的電子書。這些全都為亞馬遜帶來持續的營收。

亞馬遜在技術領域的嘗試還包括開發Echo居家裝置，並配有Alexa助理。這有助於蒐集消費者行為的各種資訊，以幫助公司在平台上客制化產品推薦。除此之外，亞馬遜也進軍食品雜貨業，買下了雜貨零售業者「全食」（Whole Foods），並開發自己的無人商店。為了支持這些商店，亞馬遜還投入了已取得專利的Just Walk Out（JWO）技術，目前仍在初步階段。現在雖只有亞馬遜的自營店使用這項技術；但可以想像未來此技術將擴張到各地的中小型零售店。

## 💰 財務狀況

亞馬遜早期的財務狀況總是不斷被檢視，這並不意外。一開始貝

佐斯為了擴張公司，使用的策略是犧牲現金流將盈餘最小化，這麼做風險很大；但最後成功了。他的確很有本事，亞馬遜現在的財務狀況稱得上非常安全。公司現在有很多現金，而且因為疫情危機的關係，網路活動只會多不會少。

亞馬遜目前是全球最大的購物搜尋引擎，成長性頗有展望。更重要的是，公司自二〇一七年起，自由現金流（亦即支付了所有營運支出和扣除投資後剩下的現金）就穩定成長，顯示公司的幾個內部投資開始接近成熟了，可以預期接下來的十年內，公司盈餘會成長。而且亞馬遜提供的產品數非常多，並從事多種業務，能確保公司幾乎不可能失敗。

## 💰 新冠肺炎的衝擊

新冠肺炎肆虐全球時，亞馬遜多少也受到影響，主要受創的是Prime會員制的送貨服務。原本會員在隔天就可以收到訂的貨品；但當危機擴大，Prime的訂單被延後了長達一個月。也許這就是導致一些令人憂心的數字的原因，疫情的確造成了負面衝擊。亞馬遜之後明確表示，以重要物品的出貨為首要任務。

由於消費者的行為改變，可以預期在這樣的時期開發Just Walk Out對公司說是好消息。因為對資料共享的疑慮，諸如沃爾瑪與塔吉特（Target）等百貨商場不太可能建置這個系統，所以亞馬遜很可能會在軟體界找到新的業務。如此有助於將人員接觸降至最低，減少會讓員工工傷的事。

另一個可能會在對的時機成熟的業務，就是數位廣告。與亞馬遜平台的成長速度相比，公司的廣告服務卻是眾所皆知地落後於同業。比起臉書或谷歌的平台，亞馬遜的行銷服務AMS長期以來都是最簡單的；但過去兩年來情況迅速改變。現在數位部分的營收已經夠多，值



得公司在季報時提出來討論。隨著更多購物者轉至亞馬遜，目標式廣告是提高餘盈很好的方式，而亞馬遜正準備好從中獲益。

## § 經營者

亞馬遜如今的成長被歸功於執行長貝佐斯。他的管理風格曾被形容為傷人，而且完全沒有同理心；但成果顯示這套管理風格很有用。他的工作生涯的確從未涉及任何財務醜聞或黑心業務。貝佐斯的願景是帶動亞馬遜的原因，也是投資人投資這間公司的主因。就像賈伯斯在世時是蘋果最大的經濟護城河，貝佐斯也為自己與公司打造了類似的情況。

貝佐斯雖不會明言自己的願景，但他過去的輝煌記錄就是讓人投資亞馬遜的好理由。巴菲特似乎也這麼認為，他最近也投資亞馬遜。儘管貝佐斯過去管理員工期待的記錄不佳，不過無可否認的是，顧客滿意度是貝佐斯的第一要務，而他願意做任何事以滿足顧客的需求。貝佐斯已經為公司成功打造一條真正且獨特的經濟護城河，這只有少數公司的執行長辦到過。

## § 多元化的護城河

亞馬遜跨足許多不同業務，光想到公司的護城河有多廣、多分散就令人難以置信。第一個也是最明顯的護城河就是規模經濟。亞馬遜的規模之大、口袋之深，想將價格壓低多久都行，而且還能獲利。在消費性產品領域上，全世界也許除了沃爾瑪外，沒人能比得上亞馬遜。更驚人的是，亞馬遜的所有產品都採取這個策略，此舉的另一個副產物就是，公司創造了許多使用者。

有大量的使用者就會有大量的資料，而這正是亞馬遜目前的業務核心。不論是來自顧客在平台上的行為或透過數位廣告與AWS，公司

都能自由使用成堆的資料，以提供更好的使用者體驗。簡單來說，亞馬遜會收到愈來愈多完美的顧客回應，多虧了這麼大量的使用者人數，競爭者根本難以望其項背。

最後一個護城河就是貝佐斯自己。剛才提過，他自己就是別人投資亞馬遜的好理由。這三個護城河加起來，在這個年代為這間公司創造了非常獨特的機會。就算是谷歌的資料也沒有亞馬遜的資料那麼多元化。整體而言，亞馬遜是未來連想都不用想的投資標的，只會成長不會減弱。

## 交易檯The Trade Desk

市值：299.1億美元

52周高低點：114.09／39

這是另一間市值數十億美元的公司，有些專家稱之為「下一個網飛」。交易檯（The Trade Desk，簡稱TTD）經營B2B的商務廣告空間，因此公司的業務模式很可能令一些投資人卻步；但這個模式其實比表面上看來更容易理解。交易檯是所謂的「買方廣告商」，如果你在廣告公司工作，想在不同媒體買廣告空間的話，只要登入交易檯的平台，就能立即買下所有廣告空間。

在以前電視台稱霸的年代，買方要直接與各個電視台一一談判。但如今的廣告平台多更多，因此需要一個單一整合平台，讓買方購買廣告空間並更有效率地規畫預算，而這就是交易檯提供的服務其中一個優勢。雖然交易檯的其他競爭者也提供類似的服務，但業務模式較破碎，表示這些平台和交易檯之間仍有很多差異。

交易檯只專注於買方，不會偏好任何賣方，有助於公司避免利益衝突。畢竟偏好特定的賣方可能會導致買方的體驗不佳，更糟的是會

害他們花冤枉錢。由於現在電視台的數目每天都在增加，串流平台也會在自己的網路上販賣廣告空間，因此廣告業傳統上一直是買方市場。而交易檯將自己定位成業界中值得信任的品牌，所以在買方心中有著重大的護城河。

據觀察，公司的營運分為兩個類別。第一個稱為「線性電視」，指的是賣廣告給電視頻道。儘管有線電視的展望不佳；但電視的觀眾仍然不少。然而不可否認，這是個沒有效率的市場，因為廣告主無法蒐集資料或大規模衡量廣告是否成功。畢竟要如何評估是誰看了你的電視廣告後，才決定買你的產品呢？

交易檯的第二個營運類別稱為「連線電視」（connected TV，CTV），連線電視是指谷歌、臉書以外的數位廣告平台。谷歌與臉書都是業界重量級的廣告平台，會自己處理買方，這個意思是，兩者都讓廣告買方建立自己的帳戶，在收到成堆的資料分析後自行管理所有資料。而交易檯銷售的廣告空間，則是兩大科技巨頭以外的其他平台。舉例來說，Hulu的廣告空間就是透過交易檯銷售，還有一些其他串流服務也利用交易檯來銷售它們的空間，因此可以預期公司將在連線電視這方面有爆炸性的成長。

## § 分析

現代社會非常不同於十年前。以前廣告公司主要從事創作，並利用諸如心理學之類的領域來推動廣告；但現在的廣告則是從事資料分析。幾乎所有事都能追蹤並解讀，因此現在人類心理已被量化。一個很好的例子就是廣告商進行的A/B測試，也就是測試不同版本的廣告以衡量哪個效果最好。廣告主管不再需要依靠猜測，可以更有依據地評估該如何投放效果最佳。

這使得買進平台有愈來愈多的資料需求。交易檯在這方面特別顯

著，因為使用者能自由加入任何想要的模組並客製化追蹤指標。相較之下，谷歌與臉書這樣的大平台既不開放也不提供客製化。而交易檯的可客製化本質讓公司領先其他競爭者。從連線電視廣告的重要性愈來愈高，再加上平台的分析能力，很明顯交易檯在這個呈指數成長的新興市場中，占據有利的位置。

交易檯的執行長傑夫·格林（Jeff Green）最近談到關於廣告購買業時這麼說：「我們認為現今的電視生態有點像定時炸彈。傳統電視台的觀眾愈來愈少；但提供服務的成本卻一直在增加。廣告的價格不斷上漲，而看的人卻減少了。這表示每花一元的效益已大不如前。」從這段話可得知，公司會更專注於分析與客製化，朝正確的方向邁進。

如今廣告業正見證自動化的需求，也就是程序化廣告購買。程序化購買是種以演算法帶動的程序，廣告商可以輸入想要的條件，演算法接手後會競標並買下任何可用的廣告空間。這個程序能創造更大的效益，因為演算法能取得哪個廣告空間可以提供更好的成本效益比等資料。廣告業使用愈多分析資料，將造成買方對成本愈趨重視，而程序化廣告購買就是需求的前端。廣告商正是需要像交易檯這種以資料為主的平台，用以評估自動化廣告購買與創造更有效率的競標程序。

## § 國際營運

數位廣告有個被忽略的事實，那就是許多國家在可用的基礎建設和使用分析上，落後技術成熟的市場，這代表像交易檯這樣的公司有龐大的機會可以往外拓展觸角。有辦法取得成熟市場的資料，有助於買方在較不成熟的市場做出更聰明的投放決策。可以這樣想：如果你試著在臉書打廣告，就會發現吸引美國顧客的成本遠高於吸引丹麥的顧客。這是因為丹麥市場的競爭小得多，因此你花的錢能獲得的效益

就更大。如果你是在美國初試啼聲，那麼要稱霸丹麥的廣告空間就會更容易。而交易檯就是提供廣告商相關的資料評估能力。尤其公司打算在中國與印尼擴張，他們相信當地的成長潛力非常龐大。而交易檯在傳統上不對外開放的中國廣告市場中持續成長，沒有其他競爭者成功辦到，這點就值得投資人樂觀以待。

## § 客戶集中度

交易檯的客戶非常多樣化，沒有任何單一客戶占營收逾10%。目前雖有兩個客戶占總收入逾10%，不過已經比二〇一八年時的三個客戶少了。此外，從二〇一七年開始，三年多來公司的客戶回頭率是95%，這是個好跡象，因為客戶群愈多元化，公司就愈不依賴單一顧客創造營收。

## § 風險

關於交易檯，投資人必須知道幾個風險。這門生意具有高度的技術性，而所有以科技為主的生意都很容易受到外界影響，交易檯也一樣。公司營運的空間仍不成熟（程序化購買），經營者也無法預期這個市場的發展。另一點要注意的是，相較於本書列出的其他公司，交易檯是個相對不成熟的公司。公司若在高度競爭的市場喪失任何技術能力的話，就會非常快速地失去護城河。

此外，交易檯的競爭者擁有更好的資源，例如谷歌的行銷平台與Verizon Media，它們可能會決定進入廣告市場並快速推出創新的技術，那麼交易檯就無法與之匹敵，這表示交易檯很可能會是被收購的目標。但在此得澄清，被收購並非壞事。此時收購交易檯對大型競爭者來說是明智之舉，如果收購案通過，股東很可能會看到顯著的獲利。因此，謹慎的作法是留意這些風險，不過這些風險都不會削弱投

資交易檯的理由。這檔個股會有驚人的表現，從各種角度來看都是成長股。

## 是德科技Keysight Technologies

市值：289.8億美元

52周高低點：209.08／127.93

是德科技是幾乎所有其他公司不可或缺的對象，因為它生產與供應5G晶片。公司也提供從航太、汽車製造到國防等各種產業都會使用的軟體。投資是德科技的主要原因，就像淘金熱潮時人們學到的教訓一樣。淘金熱激勵成千上萬的人們搬到西部，在鳥不生蛋的礦業小鎮追求財富。但挖到寶的希望非常低，因為他們面對的競爭非常激烈，有不少電影都拍過這些人遭遇的困境；但電影沒提到的是從淘金熱中真正發大財的人。能發財的不是淘金客，而是酒館老闆與賣淘金用具的人。換句話說在淘金熱潮時，唯一發大財的是賣鏟子與賣酒的人。這個投資理由歷久彌新，也是我們的第二和第三級結果的基石。

與其投資在充斥著競爭者的熱門產業，更好的選擇是投資於這個專案的供應商。由於從事這個產業的公司非常多，供應商絕對能因為龐大的需求而獲利。是德科技與英特爾就是此投資主題的好例子。這些公司不是製造完成品，而是製造完成品中的必備要件。每個電子產品都需要晶片。英特爾專注於生產電腦與智慧型手機晶片，是德則聚焦於工業用晶片。因此公司有很廣泛的顧客群，而且不太可能會改變。是德科技的利基具高度的進入門檻，因為這行需要非常高的技術能力。此外，就是德科技的業務性質而言，競爭者不太可能搶走公司太多客戶。

是德一開始是惠普旗下的子公司，於二〇一二年分拆出來。成為



上市公司的時間雖不久，但專業能力的歷史更久。這讓公司從成立開始就有極佳的成長，而且沒有一般新成立公司會面對的小阻礙。

是德科技的業務分三個不同類別。第一個是通訊解決方案事業群，此事業群提供航太、國防與政府產業服務，產品使用於通訊、衛星、雷達與監視系統產品中。這個產業的主要成長動力是5G的興起，以及隨著自動化的成長半導體裝置複雜度提升。事業群在前一年（2019）大賺7.15億美元。

第二個部門是電子產業解決方案事業群，獲利為2.94億美元。這個事業群專注於消費性科技，設計這類科技的軟體與測試方案。這個軟體在消費性產品的驗證、最佳化、安裝與製造上扮演重要的角色。電腦與其周邊產品、消費者電子產品、代工生產的產品、醫療設備的製造商，都是這個事業群的主要顧客。由於使用的對象更廣，所以這個事業群通常銷售更多設備，專精程度比通訊事業群更低。最後是Ixia解決方案事業群，獲利2,900萬美元，主要收入來自安裝與保固合約。此事業群專注於虛擬網路安全性測試與相關的元件及應用。這表示這個事業群開發軟體以確保公司的硬體、軟體與其他服務的安全。

## 💰 成長

是德科技的規模雖不小，但這仍是一間成長中的公司，這點很容易被忘記。很多現有業務來自公司仍是惠普旗下部門的時期，不過目前公司已成功建立起自己的業務管道，成果非常卓著。

公司二〇一九年最後三季的獲利大幅成長，且四個季度的盈餘都超越分析師預估。股價因此略為膨脹；但這是以長期來看，目前股價仍屬便宜。在本文撰寫時，財星100大企業中有78間是這間公司的客戶。由於物聯網對處理器晶片的需求持續成長，是德科技從這些客戶得到的業務只會增加不會減少。未來十年將誕生自動駕駛車輛與更聰



明的智慧型裝置。研究機構高德納（Gartner）預估，到了二〇二二年，美國家庭平均會有22部智慧型裝置。這些都會加速對是德產品的需求，而以公司的地位而言，也能應付這些需求。

國防產業也是另一個令是德科技產品需求成長的區塊。有鑑於戰爭帶來的大量傷亡，勢必加速機器人的開發以投入戰鬥，這些將需要複雜的技術協助。整體而言，是德科技有能力提供愈來愈多的需求與相關的服務。

## 💰 軟體

公司的業務焦點雖在硬體，但大部分的投資都集中在Ixia解決方案事業群。這是因為隨著時間演進，實現「軟體即解決方案」（software as a solution，SaaS）的營收資金流將變得非常重要。畢竟硬體只需安裝一次；但軟體需要定期維護與升級。是德科技未來會被客戶要求對硬體進行維護，所以投資方向轉移至SaaS是個好跡象。這個業務模式最好的部分是相對高的利潤，有助於公司未來發展。

## 💰 顧客群

是德科技的顧客群非常多元，沒有任何一間公司占整體業務超過5%，這表示公司不會因為像新冠肺炎危機這種天災而過度曝險。這點從股價就能看出來，它到目前為止股價的表現都比同業好。儘管如此，是德科技還是有些風險。公司的業務本質具有高度技術性，代表有很大額的現金必須投入研發。

之前提到過，美國在5G技術的採用與開發上都落後中國。國防產業將對是德科技提出非常大量的產品需求，如果公司無法滿足需求，就可能失去一個重要的顧客，也會因此為新進入市場的競爭者開啟一道便門。雖然有這個風險，但經營者具備相關背景，還有公司過去的

良好記錄，顯示是德科技應該能處理得當。

病毒肆虐後隨之而來的衰退，應該不會對公司造成威脅。目前公司的資產負債表健全，現金與融資選擇都很安全。持續投資研究是成長的關鍵，而公司的經營者似乎也非常了解這點。轉換到軟體即解決方案與以軟體為主的業務模式，也代表它們清楚產業的經濟變化，正隨之作出應變。

## § 中國的曝險

由於公司業務具有科技敏感性，所以幾乎完全沒有在中國營運。話雖如此，公司還是有少數零件來自中國；但整體而言，中國封城對是德的業務沒有太大影響。不過，中國代工生產的競爭會威脅到是德於海外市場的霸業，因為海外的買方不一定都想買美國的產品。未來的挑戰將是，面對中國愈來愈積極供應5G與相關科技類型時，公司必須維持其霸主地位。

但這方面也有緩和因素。雖然面對業務線將受到中國產品威脅的衝擊，但政府的業務營運以及其他高科技業務目前不太可能受到影響。而諸如華為等中國企業從低階消費性5G產品的生產，轉型到更複雜的硬體解決方案之間的成果如何，仍有待觀察。

以目前來說，是德科技領先競爭者，是很好的投資。公司的管理階層穩固，已有清楚的接班計畫，而且過去盈餘成長穩定，顧客群也非常多樣化。加上是德科技所生產的產品不論如何客戶一定需要，這就能確保穩定的需求。整體而言，公司未來十年的獲利將持續成長。

## 可口可樂Coca-Cola

市值：2645.8億美元

52周高低點：67.20／52.28

可口可樂無須多做介紹，人人都聽過，大家都喝過。這間公司是美國的財務巨擘，已連續57年調高股利，因此輕鬆登上股利之王的行列。公司一直被視為在經濟艱困期的穩定獲利者，而且會回報長期投資人。可口可樂的股票從沒成為令人興奮的頭條新聞；但真實報酬來自穩定的股利支付。雖然在經濟成長時股價會落後大盤，但在經濟衰退時，股價表現通常會超越大盤。

公司值得投資的一大認證，就是可口可樂仍是波克夏·海瑟威最大的持股，而且櫻桃可口可樂是巴菲特最愛的飲料。儘管有這個認證，過去十年來公司也面臨過一些挑戰。世界不斷在變，消費者的偏好也跟著改變。一開始是槍枝與菸草公司被主流意見猛烈抨擊，不過我們不是來評斷這些攻擊的道德性，而是在追蹤真實的趨勢。這些產品遭到批評後，很快就立法禁止它們的廣告。現在菸草業雖仍有穩定的獲利，但已無法出現爆炸性的成長。相同的趨勢也發生在速食業與軟性飲料業。

擁有店舖土地與不動產的公司，例如麥當勞，你可以相信它們在這種時期仍能獲利成長；但軟性飲料業則不同。可口可樂無法擁有不動產，畢竟沒有人去餐廳只為了喝可樂，所以重點應該是減少經常性支出，以及多元化且告別單一產品線。雖然未來幾年對健康的意識會更提升，民眾對可口可樂的需求可能會日益減少；但這並不表示公司必須賣瓶裝可樂才能獲利。可口可樂在這方面已經採取了一些動作，而這些就是這檔個股值得投資的首要理由。

## 💰 經常性支出減少

可口可樂是世界上結構最好的企業之一。雖然大家以為它是軟性飲料公司，但就業務性質而言，其實是飲料配送商，公司一直將配送

業務與直接對消費者的瓶裝業務分開。公司在美國與世界各地都有裝瓶廠，不過裝瓶的營收與糖漿配送的營收不算在一起。當初這個決定非常有遠見，而且現在開始有了成果。

有鑑於可口可樂面臨的困境，公司已經開始分拆裝瓶廠，業務重心逐漸轉向糖漿配送，這麼做能大幅減少經常性支出。因為裝瓶廠是工廠，需要非常高額的資本投資與設備維護；但糖漿配送工作就只要生產與銷售給裝瓶廠就可以了。製造糖漿所需的基礎建設，遠低於把完成品裝瓶所需的基礎建設，最有感的一點就是糖漿配送業者不需要瓶子。

糖漿是放置於紙箱中的塑膠袋裡，由冷藏式貨車運送，所以運送糖漿遠比裝瓶能大幅減少經常性支出。這表示可口可樂早就看到跡象，而且重新調整業務以迎接挑戰。公司現在的營業利益率是29%，沒有其他如此大規模的公司有這麼高的營業利益率。

## 💰 產品多元化

可口可樂一直都喜歡將產品多元化，公司旗下擁有全球好幾個知名品牌，本身的市占率就很大。以下是可口可樂旗下的品牌清單：

軟性飲料	雪碧、芬達
運動飲料	Vitaminwater、ZICO、Powerade
果汁	美利果、innocent、Simply
礦泉水	Dasani、SmartWater
蘇打水	舒味思
氣泡果汁	Appletiser
乳製品	fairlife
多種飲料	AdeS
咖啡連鎖店	Costa Coffee、Georgia Coffee

這不是完整清單；但你看得出來有好幾個品牌本身就是大牌子。這些代表可口可樂這間公司除了含糖飲料外，市場的需求還是很多。

## 💰 成長

為這麼大的公司貼上「成長」的標籤看似很離譜；但事實上，可口可樂現在還有很大的成長空間。可口可樂家族裡的品牌例如健怡可樂、零卡可樂與香草可樂等產品，比主產品的銷售量還要小，導致投資人常誤以為美國市場就代表了全世界，不過並非如此。就全世界來說，經典可口可樂仍是暢銷產品；但公司為了拓展業務，剛開始行銷與推廣其他線的可樂。舉例來說，五年前在印度幾乎找不到健怡可樂；但現在印度的消費者喝掉非常多的健怡可樂。此外，公司還有其他可以推廣的產品線，例如Dasani，這種礦泉水在美國以外的地方目

前仍不多見；但公司正積極推廣這個產品，而且銷售潛力很大。

## 💰 護城河

說到可口可樂，就不可能忽略它的護城河規模。「可口可樂」這個名稱家喻戶曉，甚至談到其他類型的產品時也會用這個名稱。世界上所有人與他們的祖母都喝過可口可樂，品牌的顏色與字體識別度也很高。接著是公司的壽命。公司已經成立了很久，這段期間光是美國就經歷了六次經濟衰退，而可口可樂每次都安然度過。公司目前已擴展至其他國家，在這些地方，可口可樂會讓人聯想到美國，而且在世界各地代表著清爽與其他的印象。

現在很流行說些暗示巨人即將倒下的話；但說實話，這種說法大部分的時候並非如此。美國經濟這麼大的支柱要倒下可沒那麼容易，以現在來說，這一天離可口可樂還很遠。在本文撰寫時，世界上只有不到五個國家可口可樂不是銷售第一名。

## 💰 風險

投資可口可樂和投資任何東西一樣都有風險。公司一直在創造新的產品線（甚至擴張至零食業），並分散產品組合。這些都是很清楚的跡象，顯示公司看到核心產品的需求減少。這看起來可能是個壞消息，某種程度上來說的確如此；但公司可以好好分散產品以減輕這個衝擊。

至於經營者管理得好不好仍有待觀察，補足可口可樂產品線減少的收入是項艱鉅的任務，這是它面臨的重大挑戰。因為情況的發展，公司資產負債表的槓桿變高了。目前負債對權益比率為0.71。負債就是公司所有的貸款與債務；權益就是公司擁有的資本，以股東價值的形式表示，代表公司股東所擁有的股份。這是分拆了裝瓶廠後的負債



對權益比。相較之下，二〇一〇年的負債對權益比為0.1。此外，可口可樂正在提高負債，公司發行了價值50億美元，分別為7、10、20與30年到期的公司債，這會增加公司的利息支出負擔。目前的利息支出占營收的2.7%，還可以付得出來，因為可口可樂沒有太多固定資產。

可口可樂的情況主要是這樣：經營者的專業能力以及從核心業務分散與發展的能力。無可否認的是，30年後，可口可樂的核心產品需求將會減少；但那時可口可樂也早已分散到一個程度，公司不會再像20年前一樣只仰賴核心飲料線。這表示公司一直都預期長期需求會減弱，也就說明了為什麼要事先重新調整結構，以迎接充滿挑戰的環境。

還有一件事，不論經濟展望多差，公司幾乎所有產品線的需求都不會減少。不論經濟是衰退還是繁榮，軟性飲料消費仍將維持穩定，而可口可樂是這個市場上最知名的品牌，未來只會更好不會變壞。

## ZOOM通訊

### Zoom Video Communications

**市值：238.1億美元**

**52周高低點：306.26／77.79美元**

這間公司是新冠肺炎下的寵兒之一，也是少數受惠於疫情的公司。如果你之前不知道這個軟體，現在肯定知道了；但光是受歡迎並不代表是好的投資主題。大麻合法化時，大麻股變得超搶手就是個很好的例子，其中有很多個股現在都持續創新低。

Zoom一直是個好投資。自從二〇一九年以每股61美元發行新股以來，公司就不斷成長，即便是艱困的市場環境也一樣。艱困的環境也是雲端運算公司所面臨的處境，這個產業的許多個股都面臨逾30%的



賣壓；但Zoom卻漲破新股發行價，這點非常厲害。公司也是罕見的矽谷獨角獸，在上市前就開始獲利。截至二〇一九年，公司的總營收成長至6.227億美元，比二〇一八年高出88%。

不過如果你注意到前面列出的市值金額（二〇二〇約400億美元），就會發現以目前的數字來看，公司的估值高得離譜。不可否認，如果遵守我們先前列出的幾項原則，就會認為Zoom是你該忽略的個股。公司現在是媒體新寵，這表示大家都在搶進這檔股票，有些人只因為疫情的關係而聽說過、或愈來愈常體驗這個平台罷了。這導致Zoom股價高得誇張，是營收的50倍，計算本益比時更顯得估值離譜。很多理性的投資人會被這樣的估值嚇跑，而且他們不買是對的；但為什麼我們還要推薦Zoom呢？

首先是產品本身。這個軟體的介面時髦、使用容易，即使在疫情前就已經很受歡迎了。現在每月經常使用者已成長至1,292萬人，此軟體將變得更受歡迎。Zoom的使用者群快速成長有很大一部分要歸功於產品與市場相契合（product-market fit）。科技分析師通常會用這個詞來描述某檔股票或公司的「X因子」（X factor），用以解釋為什麼產品會被瘋傳。但沒有人知道這到底是什麼意思，它是個用來形容無法解釋的行為的通用語。就像一九八〇和一九九〇年代的賣壓是阿拉伯人賣東西造成的，「產品與市場相契合」也被用來形容廣為流行的現象。

我們很容易就能發現，Zoom成長的主因之一就是不需要以帳戶為主。這表示你可以在不同平台上使用Zoom。你正在用微軟Outlook嗎？還是可以使用Zoom。而其他通訊軟體例如Skype和Google Hangouts等，不是太龐大就是需要從多個帳戶驗證才能登入。這對Zoom早期的接受度有很重要的影響。最關鍵的是，Zoom的成長是從基層向上發展，意思就是說，不是公司經營者強迫員工使用；反而是基層員工堅持管理階層使用這個軟體，這對留住長期用戶很有幫助。

由於遠距辦公的情況愈來愈多，而且即將成為未來十年的常態，Zoom正處於對的位置。

## 💰 未來展望

我們先前提到過，Zoom的盈餘比太離譜了（二〇二〇年時）。公司股價是預估盈餘的260倍，就算以市場寵兒科技股來說，這個數字仍非常高。相較之下，Shopify和Slack只有130倍，你就知道Zoom現在的估值有多高。儘管如此，Zoom的長期成長展望極佳。某份報導指出，通訊市場服務的規模估計約在430億美元。Zoom在這個領域的領導者地位以及現在的估值，顯示公司還有很長的路可走。

此外，Zoom正在推出新功能Zoom Phone，這是個網際網路語音協定（VoIP），可以讓人不用視訊即可通話。本文撰寫時，美國全體勞工有16%正在遠距工作。這數字還是在病毒肆虐之前，而且不包括在國外工作或以自由接案與顧問形式生存的龐大零工經濟（gig economy）。可想而知經歷疫情後，這個數字不只會成長，而且會爆炸性成長。以上還沒把Zoom正在國際市場大幅成長的情況考慮進去。從二〇一八到二〇二〇年，Zoom的總營收有17至20%來自歐非中東地區與亞太地區國家。

Zoom的另一個優點是，公司持續將免費使用者轉為付費顧客。很多軟體即服務（SaaS）的公司仰賴免費進階產品（Freemium）模式，意思是基本功能免費；但若要進階功能就得付費。轉換率高表示進階功能帶來較高的價值，這對可持續的成長來說是個好跡象。但許多軟體即服務的公司陷入了使用者推升營運成本，卻無法以足夠的付費使用者來抵銷成本的窘境。Zoom就沒這個問題。

## 💰 問題

以上雖提出這麼多優點，但Zoom仍是間極為年輕的公司，有著許多風險。儘管疫情期間的使用者人數成長，公司依然會面臨必須留住這些人的挑戰，畢竟科技應用程式很容易發生使用者跳到其他平台的情況。

還記得當Skype還是熱門的APP時嗎？那個時候APP還叫做「程式」。你可能會以為，有像微軟這麼大的公司撐腰，應該對Skype有很大的好處；但事實並非如此。現在Skype常被稱為「落選者」（also-ran）。Zoom也會有這些風險，所以光是使用者成長還不夠。吸引使用者選擇的主因是這個APP很容易操作，而且能在不同平台上使用。消費者激增雖是它被報導的原因，但帶動公司業務的卻是商務用途。Zoom是否能把使用者大增的情況處理好，留住顧客，仍有待觀察。至於現在，各個跡象顯示前景不錯。

Zoom最近被加州的一名開發者控告，宣稱公司未經同意就分享他的個資。很快的，不少新聞頭條就開始說Zoom不可靠，並非採點對點加密機制。不過這有很大一部分是反應過度，以下就來深入研究並了解到底發生了什麼事。

首先來看看事件的過程。那位開發者主要說的是，公司未經同意就分享了他的資訊。不過Zoom在部落格發文表示，這是因為APP安裝了臉書軟體開發工具，這個工具允許使用者用自己的臉書帳號登入。結果，臉書在使用者登入時蒐集了資訊並儲存在平台中，所以錯在於臉書。而Zoom的錯則在於不知道臉書可以這麼做，這是公司的失策。因此，公司在部落格發文承認失誤，並做出以下表示：

我們原本提供「用臉書登入」的功能，讓iOS能以臉書軟體開發工具（Software Development Kit，SDK）登入，目的是給使用者方便的存取方式。但敝公司在二〇二〇年三月二十五日星期三當天發

現，臉書軟體開發工具會蒐集裝置的資訊；但不是我們公司所需要的那些會議資訊，例如與會者、姓名、備註等等，而是蒐集裝置的資訊，例如行動作業系統類型和版本、裝置時區、裝置作業系統、裝置型號和電信商、螢幕大小、處理器核心和磁碟空間。

在這則訊息後，有人做了進一步調查，所以缺乏點對點加密的事才會被發現。最初的報導暗指Zoom行銷這個軟體時，自稱採用這種加密方式；但現在看來它們說謊。不過這指控也並非事實，問題在於加密金鑰儲存的方式。資料本身經過完整加密，所以Zoom或任何人都不可能存取。但用來解開資料的金鑰則儲存於Zoom自己的雲端，這麼做的原因是：Zoom原本的設計就是商務用途。商務使用者通常會在登入前於各網路外加安全措施，以確保加密金鑰儲存在自己的伺服器上。但當消費性使用者忽然暴增時，Zoom就必須開始將金鑰儲存在自己的雲端，因為公司沒有別的地方能儲存。這是使用者人數忽然大增才造成的問題，公司本身並沒有惡意。

Zoom的執行長袁征（Eric Yuan）在部落格中形容這件事。他說這個產品原本的設計是給大型企業使用，這些企業會在自己的網路上另外進行安全檢查，因此Zoom沒必要為日常消費性使用者執行過多的協定。使用者人數成長快速而且前所未見，使得公司來不及建立這些功能，所以這件事才令Zoom猝不及防。

整體而言，公司是有一些問題；但處理過程皆公開透明，沒有欺騙使用者或掩蓋自己做的事；臉書與谷歌以前就是利用欺騙和掩飾。這跡象顯示的是有能力的經營者，而且他了解目前有關資料隱私的環境並非常重視。就管理者的能力指標來看表現得非常好，這也是負面新聞沒有繼續發酵的原因。

媒體寵兒馬斯克就禁止所有特斯拉員工使用Zoom，而且公司坦承產品的缺陷後，直接競爭對手谷歌也禁用Zoom。這顯示連谷歌自己的

員工都偏好使用Zoom而非自家產品Hangouts。總的來說，Zoom不是沒有風險；但經營者的能力可以撐過這次危機，此等公開透明的態度對公司的未來是一樁好事。我們衷心希望Zoom的股價不要那麼高，等你看完下一章，也就是我們提供的公司估值工具後，就會知道為什麼了。

## TELADOC醫療Teladoc Health

市值：46.9億美元

52周高低點：156.82／27.38美元

在一切都已數位化的世界裡，醫療產業也會跟隨這個腳步。全球遠距醫療市場的規模到了二〇二五年，預估將達到556億美元，而Teladoc正在這場革命的前端。

在整個醫療產業中，看診的數位應用落後很多，畢竟沒有親自見到某人也很難診斷；不過新冠肺炎的爆發完全改變了這個情況。由於親自接觸病患可能提高風險，因此視訊看診的能力與電子諮詢正在興起。

雖然你可能會想這只是和病毒有關的一時流行而已，但數字顯示並非如此。Teladoc過去十年來大幅成長。事實上，在遠距醫療服務的領域，公司領先同產業的其他大公司很多，例如Humana和UnitedHealth集團（UnitedHealth Group）。這也是唯一掛牌上市的遠距醫療服務供應商，所以遠超競爭者。此外，病毒爆發令人大開眼界，也讓人們發現虛擬醫生訪視有多有效。初步分析顯示，當人們對這種看病方式感到較安心後，這個行為將來還會持續下去。整體而言，遠距健康和遠距醫療是「大趨勢」，未來十年絕對會變得更受歡迎。

公司目前處理多種健康問題的治療。截至二〇一九年，Teladoc為超過450種次專科提供虛擬諮詢服務，包括透過子公司BetterHelp提供心理健康服務。公司在美國有超過3,670萬名使用者（年比成長61%）是付費會員，還有1,930萬使用者（年比成長104%）在平台上單次付費看病。因為收購了進階醫療管理服務（AdvanceMedical Healthcare Management Services），公司現在於130個國家、以30種語言提供24小時的服務。

Teladoc主要的成長方式是收購。除了面對病患的服務外，公司也投資開發醫院和內科醫生使用的企業平台，使他們也加入這個網路。保險業者中，十個有九個受到這個平台支援，因此讓許多人更願意加入。

## 💰 企業對企業（B2B）

Teladoc目前提供B2B醫療解決方案，涵蓋全美一萬兩千家企業，其中有40%是財星五百大企業。公司也與CVS藥房合作，以確保自己成為病患首選的虛擬醫療服務供應商。和CVS的合作稱為「分鐘診所」（MinuteClinic），營運範圍從二〇一九年時的18個州擴展到26個州。營收模式很簡單，客戶每月支付訂戶費，而且沒有其他隱藏費用。

此外，Teladoc也和50個美國大型醫療保險公司，以及70個國際醫療保險公司、金融業者合作。B2B業務真正的成長動力一直都是客戶接受平台已有的多種服務。Teladoc指出，公司網路中40%現有的客戶是兩種以上服務的訂戶，其中以BetterHelp的成長最大。

## 💰 技術能力

Teladoc有個非常重大的優勢，就是可以蒐集平台上的使用者與醫

生的使用資料和分析。不過，公司有嚴格的資料保護政策，所以病患不需擔心病歷被洩露出去。蒐集分析資料主要是為了讓現有的使用者有更好的體驗，以便吸引更多新的使用。這些分析帶動公司的行銷策略，到目前為止，所有的行銷活動都成功吸引新使用者加入，並以前所未有的速率成長。

公司平台的設計使系統在加入新服務時非常流暢，這是因為公司深入投資基礎建設，不只可以提供穩健的平台，同時也能即時進行投保資格檢查以及與保險公司的整合。

## § 研究

在本文撰寫時，遠距健康公司仍必須繞過重重阻礙。首先，許多複雜或嚴重疾病的治療，必須要經由醫生親自訪視後才能開立處方箋。這是可以理解的，也是遠距醫療供應者短期內無法克服的問題。不過另一個可以克服的較大障礙，則是醫生是否能以虛擬治療的方式開立處方箋。關於這點，Teladoc已經和湯瑪士傑佛遜大學（Thomas Jefferson University）合作提供獎學金，目標是訓練醫生進行虛擬照護。

公司也與南加大（University of Southern California）合作研究虛擬醫療開立抗生素處方箋。這些努力都證明了Teladoc非常重視自己的業務。公司已成立超過十年，而且在一個成長的產業中穩定擴展。雖然因為新冠肺炎爆發讓公司知名度大增，但這絕對不只是一時的流行而已。

Teladoc有很多值得注意之處。在一個快速成長的領域中，這是間相對成熟的公司。公司有充足的現金，更領先一些比它規模大得多的競爭者，這表示如果成長趨勢持續，公司肯定會成為被收購的對象，這點能確保投資人獲得相當的報酬。



## LULULEMON運動用品

### Lululemon Athletica

市值：418.4億美元

52周高低點：485.83／251.51美元

另一個持續成長的趨勢就是健身業。過去十年成立了不少健身房和健身中心，而未來十年的成長將集中於健身運動，例如健美體操與瑜伽。這種運動的重點不只在於訓練，也是種生活風格，能吸引極為忠誠的會員加入練習，而這種忠誠將擴展到對提供這種運動服務的任何品牌。其中一個吸引這種有如信仰般忠誠度的公司，就是運動用品Lululemon。

表面上看來，Lululemon賣一大堆很貴的衣服與瑜伽墊，以及其他看似沒道理的配件。舉例來說，有塊瑜伽墊訂價88美元，某條女用頭帶訂價40美元。這種價格對外人來說很不合理；但對追求這種生活風格的人來說，價格完全不成問題。這就和星巴克的咖啡價格是一樣的。Lululemon引發極高的忠誠度，而購買產品就像加入追求相同生活風格的俱樂部一樣。

這個品牌絕大多數的顧客是女性。這在北美很合理，因為多數練瑜伽與休閒健身的人都是女性。Lululemon的服飾與配件不僅熱門，品質也禁得起考驗。不同於其他健身品牌的服飾，公司的服飾都不是在第三世界的血汗工廠製造的，這對購物者來說是一大吸引力。

### 💰 稀少性與成長

Lululemon還有個優勢，那就是雖然它吸引了大多人的忠誠，但實體店面卻少得可憐。截至二〇一八年底，品牌在全世界只有38間實體

店面，到了二〇一九年底又加開了51間店。顯然事後看來，加開實體店面不是個好投資，而且無疑在短期內會造成傷害。因為瑜伽教室與各種健身中心都因疫情被迫關閉，品牌在二〇二〇年會有幾季面臨一些困難；但這要視隔離措施放鬆的時候。如果在聖誕節前放鬆健身場所的限制，銷售量就可能會增加並帶動獲利，不過這只是依現況做的推測。

截至目前為止可以得出的結論是，實體店面數少能減少經常性支出與創造稀少性效應。事實上，公司的店面都位於大城市，只會提高品牌的吸引力。整體而言，Lululemon在行銷生活風格方面的表現很好，而不只當自己是服飾製造商。這麼做讓品牌不同於同產業的其他大牌子，如耐吉、愛迪達和彪馬（Puma）。

## 💰利基

公司總部雖位於加拿大，但美國是最大的市場，有超過90%的顧客都在美國，你可以把它想像成和星巴克一樣。但這是一個提供平價奢侈品的地方，只不過產品不是最便宜的。顧客知道這點，卻仍將之視為他們的生活風格不可或缺的一部分。而且公司可能是第一個專門生產女性健身服飾的公司。Lululemon的創辦人奇普·威爾森（Chip Wilson）（稍後再來談他的事）提到「尺寸縮小、用粉紅色」，當時是健身服飾業的重點。不用說，女人當然注意到了，而且都穿上了舞蹈用褲襪，這根本不是為像瑜伽這樣的運動所設計的。威爾森重新設計服飾的想法創造了一股風潮，這才發展出顧客有如信仰般的執著。

Lululemon的二手衣市場也非常熱門。諸如香奈兒與古馳這種精品品牌，有人對它們的二手貨感興趣並不意外；但能創造出對體育服飾的二手貨感興趣的製造商，就只有Lululemon。稀有性又是二手市場的核心，這是從每種風格的服飾推出的方式開始的。每種衣服都有自己

的名字，以突顯其獨特性與顏色。接著公司只提供14天鑑賞期，不喜歡可以退貨。這個規定比美國大部分零售業者還要嚴格，也因此創造出了不滿意的顧客；但卻也創造出二手市場。最後，Lululemon的產品樣式數量固定，且絕不補貨。這就表示如果你有一雙褲襪，世界上就只有你和少數人有而已。稀少性的模式甚至也用在地區上，舉例來說，在日本推出的樣式就不會在紐約推出。

這種特性促使人們開了部落格與社群，專門追蹤Lululemon的服飾樣式，這通常是只有精品時尚周才有的現象。Lululemon也深知這種情形，甚至拒絕提供服務給轉賣產品者。在某些時候，公司也禁止消費者購買超過一定數量的服飾，以防止他們加價轉售。公司舉辦的活動會帶動產品大賣，例如海風半馬（Sea Breeze Half Marathon），然後產品馬上就會在eBay或其他轉賣網站上被轉賣掉。雖然公司不鼓勵這種行為，但對投資人來說，這些跡象都代表著經濟護城河。

## 💰 多元化

Lululemon一直都知道自己品牌的實力，而且投資於一間科技新興公司Mirror。這間公司的目標是開發智慧型鏡子，可以用來提供健身與其他方面的建議，不難想像這將如何幫助Lululemon擴展產品。雖然零售店面的數量很少，但Lululemon的網站是帶動銷售的一大動力，還有消費者的特別活動也是。雖然實體店面之前因疫情無法開門，但顧客忠誠度高，品牌能推升線上銷售，有助於未來將公司的收入來源多元化。

## 💰 經營者

這可能是本書最戲劇性的部分。Lululemon的創辦人奇普·威爾森被認為是零售業中最有遠見的人之一，他also的確如此。但公司網站的

公司簡介頁面卻拒絕承認這個人，主因是在他主掌公司時造成的爭議。

他是個有話直說的人，曾說創造Lululemon的主因是要幫助女性「讓屁股更好看」，而他自己承認用來衡量這點的指標就是男人稱讚女人的次數，而且不知道為什麼女人的屁股看起來更好。他更知名的政策就是雇用愛家、想要生孩子的女人，甚至稱孩子是「大自然的高潮」。這些都令股東很不滿意；但無法否認，這的確為公司創造了一種叛逆的光環，有助於達到像信仰般的崇拜。說到信仰，威爾森也開發員工自助訓練方案，所有新進員工都要進行這個訓練。不過因為細節太過怪異不適合在此處說明，如果感興趣可以參考本書最後的參考資料，搜尋完整的說明。

雖然他的狀況很多，但威爾森還是設計了最好的銷售技巧套路。Lululemon的業務員得到指示，要遵循一套非常明確的銷售方式。如果顧客盯著某個產品六秒鐘（對，要計時），業務員（稱為「教育員」）就必須熱情洋溢地說明這個產品有多好。說完後如果顧客沒有其他問題，業務員就要走開。如果顧客又盯著某個產品超過六秒，業務員就要再次過來，然後重複上述的程序一次。雖然聽起來非常奇怪，但Lululemon的每平方英尺銷售額與Tiffany's和蘋果一樣，不過這兩間店販售的產品貴得多。

威爾森早已在二〇一三年被趕出公司，現任的經營者比他更適合管理一間大型上市公司。雖然威爾森是公司草創時期最好的管理者，但Lululemon現在是間大企業了，不再是弱勢者，因此他如果還留在公司的話，只會使品牌地位變得不穩定。

## 💰財務狀況

Lululemon 有的不只是信仰般的追隨者和彈性人造纖維

（spandex），公司也有驚人的10億美元現金，以及趨近於零的負債。以一間剛開了51間新店面的零售業者來說，財務狀況可說是非常好，所以經營者認為不需要透過發行公司債或股票融資來借錢。

此外，公司二〇一九年全年都在買回股票，只要二〇二〇年的營收沒有一落千丈，就可能繼續買回。儘管疫情期間公司和女性為主的業績面臨一些困境；但男性服飾卻大增34%，營業利益也跟著增加。根據目前的數字看來，預估成長和獨特的市場定位，公司的財務狀況良好，可以撐得過這次全球危機，未來會有更好的發展。

## 百度Baidu

市值：463.7億美元

52周高低點：182.60／101.62美元

之前大致說明過，過去十年來，中國已從成長中的經濟體一躍成為真正的世界強權。它似乎正在擺脫最後幾個「成長中經濟體」的特色，成為成熟的經濟體，只不過立即的成果目前還感受不到。其中一個主因就是政治的本質，以及政府控制資訊的傳播。

中國的資訊透明度極低，而且投資人對任何中國企業也持謹慎態度，他們的謹慎也是對的。雖然阿里巴巴證明了完全私營企業也能成功，但事實是與中國政府關係密切的公司，成長要快得多。撇開政治傾向不談，這表示在中國的任何投資最好是與中國政府關係良好，且投資於重要的成長領域。

中國政府正設法擺脫製造廉價玩具和商品的形象，往高科技領域發展。中國退伍高階將領所創立的華為，近年在5G領域的興起就是證明。所有科技股都收到中國政府的補助，百度就是受惠者之一。公司在海外幾乎沒人聽過，但在中國和部分東南亞國家卻遠比谷歌更受歡迎。

迎。因為使用者人數的關係，百度是全球最大的搜尋引擎。又因為言論審查，中國官方禁用谷歌，讓百度在中國網路上幾乎享有獨占。本文撰寫時，百度有超過7億名使用者。驚人之處在於，這只是中國人口的一半而已。

由於中國的網路覆蓋率將繼續成長，而且政府偏好讓百度獨占市場，而不要開放網路與資訊流，因此幾乎可以肯定公司的使用者人數在未來的十年還會繼續增加。

## 💰 營收模式

公司的業務與谷歌相同，因此營收模式也一樣，以點擊付費式（pay per click，PPC）廣告為主。而且由於是中國最大的廣告平台，過去十年來的獲利一直穩定成長。但最近對廣告標準的控制變多了，造成點擊付費的營收下滑，一旦一切塵埃落定，廣告主調整新的標準後，營收就應該會恢復。

正如谷歌一樣，百度也一直想脫離搜尋引擎的根基，轉型為成熟的科技公司。百度是世界上唯一獲得執照可以經營自駕車的公司，目前已在自己的園區內成功經營自駕公車。公司也大舉投資自駕領域，預計未來十年將開始營運。可以預期的是，相關新聞一定會是正面的，因為中國所有的新聞來源都一樣；但有跡象顯示這些新聞是真的。雖然這些業務線還沒有獲利也沒有營收，不過未來的展望非常好。

除了車輛本身外，百度也開發開放原始碼軟體，名為阿波羅（Apollo），可以用於自駕車的程式。這個模式和谷歌的安卓手機作業系統一樣，他們希望當愈來愈多公司進入這個領域時，百度將成為首選軟體，而不是花費高昂的費用進行硬體投資。

谷歌有YouTube，而百度也有愛奇藝。在這一方面，百度面臨一

些強勁的競爭。第一個就是騰訊旗下的騰訊視頻，第二個是阿里巴巴旗下的優酷頻道。這三間公司目前都在相同的領域，而且正進行著政府允許的競爭。現在看起來，百度在這場比賽中不受青睞，領先者是阿里巴巴。其中一個原因是，這是二〇一〇年代末期成立的兩個視訊平台結合而成的平台，因此公司一開始的使用者人數就大增。但百度稱霸搜尋引擎界，表示就算在影音方面無法成為第一，也還是能與其他平台競爭。

視訊分享平台的廣告營收不如搜尋的點擊付費廣告。這和百度的滲透度不高，以及視訊平台不適用點擊付費的模式有關。畢竟就連YouTube也幾乎沒獲利，而且廣告也不是很有效率。不過，愛奇藝不只是複製YouTube而已。事實上，中國所有的視訊平台都能視為Netflix和YouTube的結合。愛奇藝通常被稱為中國的Netflix；但這只是因為這樣比較容易解釋這個平台是什麼。它也是線上電玩平台，有點像Steam和Twitch，玩家可以訂閱後打電玩，並在網路上分享他們的遊戲事蹟。

百度花很多錢的領域之一就是人工智慧。因為政府對人民進行監控，所以中國企業在人工智慧上遠比全世界還要早開始，這讓它們比其他國家能取得更多資料。如果不提道德問題，百度在這方面也一樣。公司開發了一個語音助理（就像Alexa）稱為DuerOS，可以在智慧型手機與其他智慧型裝置上流暢運作，目前正大幅成長。雖然公司不清楚使用者成長的量，但評估的方法之一就是透過應用程式的使用者成長來看。二〇一九年的增幅為21%，前幾年也有成長。此外，DuerOS上的語音查詢數成長了5倍，每月查詢次數42億次。

目前DuerOS已使用於百度生產的小度裝置，裝置類型從喇叭到智慧型顯示器都有。在B2B的環境中，百度也有像亞馬遜網路服務一樣的百度雲，提供企業伺服器空間與資訊科技基礎建設服務。公司有些多元化的營收來源；但仍極度仰賴點擊付費式廣告的營收，這方面和



谷歌很像。不過隨著技術趨於成熟，公司也會和谷歌一樣從其他業務領域提升獲利。

## 💰 績效

百度的一大問題在於二〇一九全年的股價表現都很差，而且這還是在疫情爆發前；但這反應了情緒帶動的賣壓影響了這個產業。績效不佳的主因是，所有的中國科技股本來就被高估了。愈來愈高的成長和中國是科技中心的地位，讓許多投資人開始投資中國企業，而科技業就受惠於這波資金，導致中國企業的估值成長至高得離譜的地步。二〇二〇年，百度股價已達到盈餘的14倍，相較之下，谷歌是24倍。這顯示了百度之前被低估的程度，以及病毒的衝擊使股價被錯估。

雖然衰退會衝擊百度的盈餘，但會對核心業務有多大的影響？在實體店面都關閉的情況下，業務必須在線上進行。這讓百度成為中國唯一可選擇的廣告出口，而且百度已經占整個產業的八成，因此未來的優勢只會更加擴張。

公司正發行10億美元公司債，以提供短期的現金需求，這應該和公司對衰退感到憂心有關。中國政府已快速抑制病毒在國內的衝擊，表示中國的經濟可能比全世界其他地方更快反彈，因此百度的展望也一樣。整體而言，百度雖比其他西方國家的公司更不透明，但不表示獲利不會成長，公司的經濟表現看來很好。此外，就資訊流來說，公司的政治重要性使得百度未來的發展不會太差。

## 祖睿Zuora

市值：10.1億美元

52周高低點：23.25／7.41

祖睿也是過去一年來受重創的個股。表面上看來，所有關於這間公司的新聞都是負面消息。公司於二〇〇七年成立，二〇一八年上市；但到目前為止仍未開始獲利。公司的業務屬於商務對商務（B2B）領域，這表示有關公司的很多資訊都是技術性的專業用語，一般投資人根本看不懂。

公司原本是由兩位工程師所創立，拉奧（K.V. Rao）和周成（Cheng Zhou音譯），他們當時在思科的WebEx工作。是拉奧想到打造一個可以處理軟體即服務的帳戶模式平台；但現在軟體即服務出帳系統隨處可見，而且從消費者的角度來看，這很容易處理。只要按下訂閱按鈕，每個月支付一筆軟體服務費即可；但從技術層面來說，軟體即服務是個非常令人頭痛的問題。二〇〇七年時，大部分的公司都向顧客收一次產品費用然後交付產品。

軟體即服務的資料庫架構本身就具有技術性挑戰。可以這樣想：你建造了一個很大的莊園後，才發現不應該蓋大房子，小一點的公寓需求才更大。你要不是拆了大莊園，就是必須整修後建造成公寓式住宅；但這樣其實不太行。就算你真的拆了房子並打算原地重建較小的公寓式住宅，誰要幫你設計？請記住一件事，在這個比喻中，從來沒有人蓋過公寓式住宅（也就是軟體即服務資料庫），因此公司專注於修改現有的資料庫，結果導致一些東西被破壞了。

這激發了拉奧和周一起腦力激盪，想出初步的解決方法。然而他們缺乏行銷技能，結果無法說服創投資本的支持。這時現任執行長左軒霆出現了，而且非常相信訂閱制模式的效用。他原是Salesforce的高階經理人，所以深知這方面的挑戰。左軒霆調整了原本的概念，並從業界的人脈找到了所需的資金，祖睿因而得以成立。原本的創辦人在和氣的情況下退出公司，左軒霆則繼續擔任董事長兼執行長。他被認為是訂戶制業務模式的宣揚者，甚至還寫過一本有關這個主題的暢銷書<sup>4</sup>。

左軒霆目前開發並管理顧客解決方案以處理客戶的訂戶費用。問題在於，左軒霆的公司和電動車的宣揚者一樣，都沒賺到什麼錢。過去一年來，祖睿的股價重挫51%，對一間很多人寄予厚望的公司來說，是很大的跌勢，所以到底發生了什麼事？還有，祖睿為何仍是筆好投資？

## 💰 公司業務的經濟

無可否認，訂戶制支付模式是不會改變的。祖睿正好遭遇到先前提過的「先驅症候群」。因為是業界第一，公司發展的每一步都必須處理一些問題與未能預見的環境。雖然有這些挑戰，但公司每年的營收其實都在成長，就證明了左軒霆的領導能力以及高階管理人在艱困期的經營能力。祖睿這間公司很難分析，雖然公司已經上市但目前仍屬於起步階段。通常財務狀況像祖睿這樣的公司是無法上市的，不過因為之前股市牛市持續了很久，使得祖睿比一般公司得以更早上市。

這表示觀察公司財務狀況最好的方式，就是研究它的營收與使用者成長。雖然現在還沒獲利，但因為公司持續成長，祖睿有機會拿下相當的市占率。這麼樂觀的態度原因很簡單，因為沒有其他相同規模的公司會對祖睿造成威脅。祖睿是這個領域最先開始而且發展得很快的公司，因此在技術與知識層面得以搶占先機。員工離職率低表示公司在留住人才與知識上的表現頗佳，這個經驗反映在公司產品線的多元化中。祖睿最初開發的產品是祖睿帳單，是種「統包式」（turnkey，或稱「一站式」、「辦到好」）解決方案，讓公司與大型企業可以輕鬆從現有的一次性支付系統，轉移至訂戶制模式。

祖睿的RevPro則是另一個產品整合至主要平台的服務品，負責處理訂戶制業務的所有會計需求。對軟體即服務的業務來說，會計是特別令人頭痛的問題，因為一般公認會計原則（Generally Accepted

Accounting Principles，GAAP）指定以特定的方法來記錄定期支付的費用，這比記錄每月流入的費用還要複雜。一般公認會計原則是所有美國企業都要遵循的，是定義現金流的指導原則，規定公司的帳戶要如何登載現金流。

RevPro吸引的不只是以科技為主的企業。隨著收費方式改變，這個模式已擴展至幾乎所有產業。「美元刮鬍刀俱樂部」（Dollar Shave Club）就是很好的例子，這間賣售男性刮鬍產品的公司就是採用這個模式。祖睿的一些其他顧客還有哈雷機車（Harley Davidson）與開拓重工（Caterpillar）。這個營收模式也很直接，祖睿根據每個月使用量收取一筆固定的費用。而祖睿的費用低廉，比公司自己設計系統還要划算。這一切都讓焦點集中在客戶成長上。祖睿不是向4個客戶各收取25分錢，而是將目標訂為向100個客戶各收取1分錢。

祖睿股價的問題在於，分析師不知道該如何設定目標價，這顯示以情緒為主的市場會對公司股價造成影響。因為公司尚未達到市場期望，所以會以公司目前的程度來評價。不過因為期望的變化很大，結果股價就因此大幅波動。二〇一九年的營收成長15%，儘管如此，股價還是跌了51%。唯一的原因正是營收成長的速度不夠快，而不是因為公司有任何問題。這就像當你收到100美元時，卻抱怨沒收到1,000美元；但根本沒有證據顯示你可能可以收到1,000美元。

隨著祖睿的成長，這種情緒性的修正會逐漸減弱。因為訂戶制收費模式日漸穩健，公司肯定會發展。這表示祖睿是很穩定的長期投資。

## 直覺外科公司Intuitive Surgical

市值：722.4億美元

52周高低點：369.69／186.83美元

直覺外科公司位於科技與醫學的交界處。正如名稱所示，公司的業務著重於機器人手術的領域。這個領域的參與者眾多，而且雖具有高度技術性且產品專精化的本質，但競爭仍十分激烈。機器人手術有其吸引力並不難理解，畢竟機器人手臂不會累，也不會不小心犯錯。

儘管有「機器人」這三個字；但不表示操刀的就是機器人。而是機器人全程由人類控制，機器人只是排除了人為意外錯誤的可能性。機器人手術的需求一開始原自於軍方，因為戰區需要對受傷士兵進行緊急醫療程序。但把具有特殊專長的外科醫生送到戰地會令他們身處險境，所以直覺外科公司就這樣誕生了。公司已成立逾20年，獲利持續來自國防合約。公司的專利技術「達文西手術系統」（DaVinci surgical system）是業界最好的系統之一。

直覺外科是業界少數撐過艱困期的公司，現在已經是成熟領域的領導者之一，成為許多人競爭的對象。競爭來自醫療產品巨擘美敦力（Medtronic）與史賽克（Stryker）決定擴展機器人手術業務。此外，嬌生也宣布與谷歌合作開發，並經營市場上各種機器人手術方案。這些公司的規模都大得多，所以直覺外科會如何應付競爭仍有待觀察。

雖然如此，公司還是有個很穩定的護城河。人脈效應讓直覺外科在外科醫生間廣為接受。就外科的標準而言，達文西系統簡單好用，精準程度無人能及。當直覺外科對一粒葡萄進行手術，並以此廣告展示這項技術有多精準時，引起了很大的迴響。

這個產業正經歷大幅成長，這解釋了為什麼這個領域的大公司也想分一杯羹。研究指出，接受以達文西系統進行手術的病患，發生併發症的情形比接受傳統手術的病患還要少。此外，監管機構愈來愈同意使用手術機器人，而且不同於其他成長快速的產業，例如大麻與運動博奕，這個領域沒有阻礙。永遠會有人需要手術，隨著時間過去，機器人肯定會被接受成為解決方案；但這不表示直覺外科完全沒有問

題。

## § 估值

被當成科技股來估價的缺點之一，就是很大程度上成長預期會被算進股價中，直覺外科這十年來就是如此。隨著科技的成長以及被普遍接受，直覺外科的估值會和其他科技公司一樣成長。這表示公司股價已經被高估一段時間了。二〇二〇年初時重挫了一會兒，然後才回升。這點並非只有這間公司是如此，許多股票都有類似的情況，表示這些年來直覺外科的股價首次符合其適當價值。這是投資人買進的好機會。公司股價會漲得那麼高，原因之一是達文西系統的使用已被廣為接納，到本文撰寫時，公司營收高達45億，獲利14億美元。這筆金額足以支付生產和營運成本。以公司的規模來說，這是非常優異的成就。好消息是，這個數字只會增加，過去兩年來淨利大增105%。

當然，直覺外科需要把相當的金額重新投入研發，這將會有很多挑戰。通常研發需要時間才能看到成果，而錯誤的決策可能會讓公司退步。但直覺外科並非這個領域唯一有此風險的公司。整體而言，公司的資產負債表有如堡壘般，而且現有的護城河使這間公司成為值得長期投資的對象。

## PayPal

市值：1098.3億美元

52周高低點：296.70／67.58美元

我們提過伊隆·馬斯克幾次，現在要提的是他最早的成功案例。PayPal的成立是結合了馬斯克創立的公司X.com，以及共同創辦人彼得·提爾（Peter Thiel）、麥克斯·雷夫欽（Max Levchin）與路克·

諾斯克（Luke Nosek）的公司Cofinity一起成立的。X.com後來更名為PayPal，於一九九〇年代末期規模愈來愈大。就在新股發行後不久，PayPal變成了eBay的子公司。

PayPal還有一件事很特別，那就是公司最早期的員工，後來幾乎都自己成立了現在矽谷知名的大公司。以下這些公司並沒有特定的先後順序，包括特斯拉、SpaceX、臉書、紅杉資本（Sequoia Capital）、Flickr、Digg、LinkedIn、YouTube、Yelp和Reddit，全都可以追溯到PayPal最早期的員工。幾年下來，這些都讓PayPal的名聲成為更大的護城河。因為創辦人創造有如信仰般的追求，讓求職者想擠進這間公司。雖然公司對顧客的態度愈來愈官僚，但光是品牌名稱的重要性，就讓它成為大多數人首選的支付業者。

PayPal是少數有兩次新股發行的公司之一。公司在二〇〇一年首次發行新股時，被eBay買了下來，而後在二〇一五年時因為PayPal的營收與獲利都超越eBay，母公司遂決定將公司分拆。自從脫離eBay後，公司已有顯著的成長。PayPal的成長與持續成功的主因之一，就是多年來採取聰明的收購策略。以下一起來深入研究PayPal是筆好投資的原因吧。

## 💰 產業經濟

由於現金支付愈來愈不受歡迎，數位支付領域將迎接爆發性的活動成長。由於數位化的程度愈來愈高，政府發現將數位化擴展至現金與銀行交易，有助於收取可能損失的稅收。虛擬貨幣的成立雖只是個開始，尚未被完全接受，有些交易仍被禁止，而且在許多地方也有不少障礙；但各國政府已經從這股熱潮中看到未來，並開始試著將自己國家的貨幣數位化。斯堪地納維亞國家就是最早接受這個策略的國家之一。目前在這些國家使用現金交易時，必須支付一筆現金處理費。



就像通常當消費者以信用卡支付時，商家會收取一筆處理費一樣，只是這裡正好相反。後來荷蘭與部分西歐國家也有類似的作法。

目前經濟的性質也有助於這個發展。由於客戶與供應商分別在不同國家的情況更甚於以往，使用古老的SWIFT或IBAN號碼進行跨國銀行匯款已經是過去的事了。這些匯款方式會造成高額的手續費，而且使用者也必須在自己的銀行端輸入與設定收款人。就算如此，錢還是有可能會被轉錯帳戶。這些阻礙使得支付領域敞開大門讓數位方案搶著進入；而銀行面對這樣的威脅卻沒有作為，反而依賴放款為主要的獲利來源。這表示對數位支付成長的限制每天都在減少，以現金為主的支付方式將成為過去。

## 💰 護城河

PayPal是數位支付的先驅，因此所有人想到數位支付就會想到它。小型企業偏好使用PayPal，因為這樣很容易就能收到錢而不必使用繁雜的銀行匯款方式。零售業者一般都知道，接受PayPal比不接受來得更好。

PayPal的護城河非常強大，儘管必須支付高昂費用，商家普遍都願意接受，因為目前沒有其他更好的選擇。對線上領域來說更是如此。任何接受支付的網站都會採用PayPal，因為使用者認為這樣支付最好。

## 💰 收購

先前說過線上支付領域沒有其他選擇，部分原因是PayPal所進行的收購。而PayPal收購過最好的大概就是Venmo。Venmo稱霸點對點支付（peer to peer payment，P2P）領域，使用者偏好Venmo更甚於銀行轉帳。這個應用程式目前有超過4,000萬個帳號，而且二〇一九年第四

季處理的交易價值290億美元，因此在點對點支付領域遙遙領先，比前一年成長56%。

Venmo主要使用於國內交易，而跨國轉帳的首選則是Xoom。這項服務不只是轉帳與現金提領，Xoom也讓使用者為行動電話餘額儲值。Xoom專注於電話支付領域，雖然在開發較落後的國家遭受一些競爭，但至本文撰寫時，Xoom在中南美仍是最主要的業者。

PayPal收購Honey雖沒引起注意，但此舉很聰明地搶進廉價購物的領域。這個應用程式是瀏覽器的附加程式，在使用者購物時，程式會自動產生折價券讓消費者省錢。這個程式本身雖還沒開始完全獲利，但接下來的經濟衰退肯定能讓使用者人數增加。不過和收購Honey時不同，PayPal收購MercadoLibre引起了很多人的注意。Mercado是南美洲最大的電子商務網站，在南美洲的重要性比電商亞馬遜更甚。由於使用者人數穩定增加，還有愈來愈多人喜歡線上方案，PayPal以7.5億美元收購該公司似乎很便宜。讀者可以比較一下，公司光是二〇一九年在巴西的營收就高達14.6億美元。

## 💰 數位本質

這點PayPal很獨特，不同於諸如Square等競爭者，PayPal沒有也不依賴任何人與人的互動。Square著重於商家的銷售點方案；但眾所皆知PayPal不這麼做，而是只把焦點放在線上支付。由於疫情的爆發，這似乎是個好決定。雖然PayPal無法預測疫情，但公司的確很了解自己的業務強項，並在看似錯過重要的領域時仍堅持下去。雖然這樣的確提升了公司在數位領域的曝險，但它是這個領域最早的參與者，面對任何問題時可以借助很多經驗。

世界各地都有人在使用PayPal，這也是另一個好跡象，因為現在公司已經很擅長處理當局提出的各種阻礙了。這使得新加入的參與者

必須克服高昂成本，所以PayPal幾乎相當於具有獨占地位。

## 💰 財務狀況

雖然威士與萬士達卡都不是PayPal的傳統競爭者，但比較它們與PayPal的財務情形會很有幫助。這是因為說到線上支付，大部分的時候只有幾個選擇。由於PayPal的重心在線上支付領域，而信用卡公司則稱霸親自支付的方法，你可能會預期PayPal在比較時應該較為吃虧；但並非如此。

威士的資產負債表上的負債高得多，資產只有負債的1.3倍。而PayPal的槓桿低得多，資產是負債的7.8倍。這表示PayPal更有能力應付經濟下滑時期。因為病毒造成的封城，使得信用卡消費減少；但這段期間PayPal仍不受影響，而且就算受到影響，公司也不必擔心債權人，這是由於公司的財務狀況非常好。

## 💰 小型企業

PayPal已擴展至放款業務，而且最近獲得核准，以PayPal Credit品牌進行聯邦小型企業管理局（Small Business Administration，SBA）貸款。這對公司來說是一大進展，也是首次有支付處理公司擔任銀行的角色。雖然PayPal如何處理這個極為不同的業務仍有待觀察，但投資人並不需要太擔心。

首先，這個業務的規模比起主要業務小得多，而且因為PayPal的資產負債表很穩健，所以能承擔得起一些風險。有鑑於封城措施解除後的經濟環境，一定會有很大貸款需求，而PayPal是非傳統的放款者，貸款需求將推升公司的業務。

## 💰 風險

PayPal所面臨的風險是種現象，而非單一公司獨有。區塊鏈技術破壞現有的安全措施，而且需求日益增加。PayPal在這方面落後，於安全性方面的確面臨巨大挑戰，如果要提供貸款的話，這個問題就更重要了。

這裡的風險是指民眾的觀感。雖然公司還沒發生重大的資料外洩，但因為規模持續成長，而且仍仰賴看來已過時的技術，這可能傷害使用者的信任。因此，依靠安全技術以收取款項的顧客並不是那麼喜歡PayPal；不過因為沒有別的選擇，所以商家還是會回頭。但未來若顧客開始覺得安全性是個問題，那麼公司就會有麻煩了。

這些都是技術性的風險；但因為PayPal是這個領域的專家，只要公司能處理得很好就不用擔心。光是公司的規模和在市場這麼久來看，PayPal未來仍可能是很棒的公司。

## 創新產業地產

### Innovative Industrial Properties

市值：25.1億美元

52周高低點：288.02／87.47

大麻與醫藥用大麻近年來正夯，美國少數州和加拿大的大麻合法化，開啟一整個可令投資人受惠的市場。許多人的直覺就是投資大麻種植者。一開始的報酬的確很可觀，連續兩年大麻股呈指數型的漲勢；但好日子在二〇一九年時結束了，這些類股幾乎全部跌到發行價的水準。整體而言，雖然產業本身正在成長，但愈來愈激烈的競爭與效率奇佳的黑市，都讓每間公司面臨著一場硬仗。

這些在研究商業史的人眼中看來都很熟悉。先前已經提過，聰明的投資人如何在淘金熱時致富，同樣的第二級結果原則也適用於此。

雖然每個人都瘋狂投入種植大麻並出售，以滿足長期以來民眾對大麻的需求，但聰明的投資人看得出這些公司需要什麼。種植大麻時需要兩種東西：肥料與土地。肥料方面，由於大麻並不需要任何特別的肥料，所以沒什麼護城河可言。那就只剩下土地了，而這就是接下來我們要談的大麻不動產投資信託（REITs）。

之前在說明冠城時曾提到過REITs，以及這些公司有義務要將90%的淨利支付給投資人。

創新產業地產（簡稱創新產業）的公司名稱雖然了無新意，但別被名稱給騙了。公司的業務模式很簡單——而且也善用產業的優勢——出租土地給大麻種植者並賺取租金。由於種植大麻的土地需求很高，表示這種租金收入比出租農地或辦公室的租金收入還要好得多，從公司支付給投資人的股利殖利率很高就反映出這點。在本文撰寫時，股利殖利率是5.8%，比分散式REIT高出將近一倍。分散式REIT投資於多種用途的不動產，例如出租用不動產、商用不動產、農地、醫院等。簡而言之，適合種植大麻的土地能收到的租金，比一般不動產的收益高出近一倍，這真的是很棒的報酬。

## 💰 租賃結構

大麻嚴格的法規提供的其中一個好處是，租賃合約可以和一般的條件不同。這表示創新產業提供的所有出租不動產，承租人不只要支付租金，還得支出資產稅與維護費，這種租賃在業界被稱為三淨租賃（triple net lease）。因此，創新產業的資產所賺到的平均資本化率（cap rate）是13%。資本化率是指在扣除所有支出後，REIT所賺到的現金報酬。我們來比較一下，出租商辦大樓的商用REIT的平均資本化率是4%。這讓創新產業可以在七年內償還完貸款，之後的租金收益就完全是獲利。

這裡必須說明的是，現在資本化率會這麼高是因為大麻仍非在全國都合法，因此創新產業可以收取高於一般市場價格的租金。我們預期當全國都將大麻合法化後，資本化率就會恢復正常；但現在這個比率仍偏高。

租賃的結構也讓創新產業能減少為資產付出的成本。通常REIT公司必須承擔資產維護與修繕費用。以創新產業的情況來說，三淨租賃讓公司要支付的費用很低。雖然這麼做也會使租金收入降低，但並不會低於市場水準。

## 💰 風險

由於合法的大麻產業還不成熟，因此公司會面臨很大的風險。雖然公司因為是供應商而不受這門生意大部分的波動影響，但奇怪的是，會造成威脅的是法規。在聯邦政府將大麻合法化後，租金就會下降，租賃合約將會恢復正常，如此會減少創新產業的收入。

產業成長可以彌補租金下滑，而公司在這方面的表現非常好。公司在全美國擁有超過380萬英畝的出租用資產，由於賺到的現金回報率很高，擴大營運將不成問題。

截至目前為止，公司不只支付高股利，而且是每季支付。我們預期股利的金額將會減少，這是不動產投資信託常會面臨的風險。但只要創新產業繼續大麻用地的專業性，不要因為受到誘惑就轉到其他類型的租賃，那麼展望還是很好。這是投資大麻業的好方法，而且不會有直接投資種植者的風險。

## 思佳訊通訊技術Skyworks Solutions

市值：159.3億美元

52周高低點：182.24／88.76

這又是一個二〇二〇年受到5G推升的個股。5G是市場等待了很久也最受矚目的技術升級，光是這點就很有話題。這個技術比目前的4G/LTE網路的速度還要快100倍。諸如智慧型裝置與自動駕駛車輛這類的物聯網相關裝置的發展，都必須要有這麼快速的網路。而思佳訊為智慧型手機製造商和家用自動化產品製造商，生產電阻電容晶片（RC chip）。換句話說，所有5G電子裝置的半導體晶片，都可能是思佳訊生產的。

二〇二〇年時5G手機占智慧型市值產品的12%，當技術逐漸成熟，二〇二一年比重會成長一倍，這表示思佳訊的前景非常好。目前公司是蘋果與華為的供應商，如果你到目前為止一直注意5G的政治環境，就會發現這是個問題。之前由於美中貿易戰和禁止華為與美國實體從事任何生意的禁令，讓思佳訊的營收受到一點影響。川普政府時期的貿易戰在當時看似沒有盡頭，曾令公司股價重挫；但長期來說這對思佳訊並非壞事。這項技術不會被淘汰，公司仍是這個領域的領導者。消費者的需求增加比較可能為思佳訊帶來更多的消費者，未來將不必再依賴華為。

為了彌補這個損失，公司已開始接受其他智慧型手機製造商，例如OPPO、vivo和小米，以增加營收。目前最大的客戶仍是蘋果；但這是雙面刃。首先，只有品質絕佳的公司才能贏得蘋果的業務，而思佳訊已經是蘋果的優先供應商很多年了，代表公司與蘋果禍福相倚。如果蘋果的生意面臨任何挑戰，思佳訊也可能會跟著被拖下水。不過因為蘋果的規模很大，所以不太可能發生這種事，但這仍是個風險。

## 💰 估值

思佳訊最好的地方在於，相較其他的5G同業，公司財務非常穩



健。資產負債表上幾乎完全沒負債，這讓公司非常適合擴大經營並在有需要時承擔更多風險。

不只是二〇一九年，事實上在那之前的五年，公司都是在零負債的情況下成長。目前的疫情已迫使部分競爭者開始縮減支出；但思佳訊卻可以擴張並按照自己想要的方式做生意。雖然股價受挫但這是因為估值過高，而此為所有5G個股都有的情況。稍早說過，5G個股之前的價格過高，二〇二〇年初泡沫破滅時，所有個股都重挫，思佳訊也一樣。公司股價也曾因為產業整體的熱潮而大漲；但現在的本益比是19倍，是非常好的水準。

思佳訊的主要優勢絕對是經營者。公司的經營者非常誠實，竟然在法說會上非常坦誠地討論公司的缺點。不過這只是再次確認了經營者知道公司的現況，而且對這個極為熱門的產業持保守態度，長期來說這是好事。這些都使思佳訊的前景看好，投資人將可從中獲利。

思佳訊符合我們所有的投資條件，只要看過這些條件，就會了解為什麼我們非常推薦它為長期投資對象。

以上就是本書介紹的20檔可以長期投資的個股。這些公司都是不錯的投資，只要在合理的價位買進就能獲利。說到合理價格，接著要來談談本書另一個重要的章節：如何評估公司的價值。

---

1 本章公司的市值與52周高低點等數字，參考於2022年9月的資料，會因時間變化而有所差異。

2 迪士尼樂園原本的宣傳口號是「世上最快樂的地方」。

3 全球最早開幕的是加州「迪士尼樂園」（Disneyland），第二個是佛州的「迪士尼世界」（Disney World），而「魔法王國」（Magic Kingdom）則是迪士尼世界的四大陸地主題樂園之一。美國本土的主題樂園都早於巴黎和東京迪士尼樂園。

4 左軒霆的著作英文書名為《Subscribed》，中文版《訂閱經濟：如何用最強商業模式，開

啟全新服務商機》。

Chapter

7

# 公司估值的 第一課



選擇投資好公司是件好事；但如果你花了太多錢，那麼報酬率就會大受影響。舉例來說，如果你花每股100美元買進迪士尼，後來股價漲到150美元，報酬率就會是50%。但如果花每股125美元，而價格漲到150美元，你的報酬率就只有20%。這就引導出最重要的問題：合理的價格是什麼？評估公司價值的方式有數百種；但我們喜歡簡單的東西。你不應該花數百美元購買複雜的股票篩選服務，因為最重要的數字都可以在雅虎財經或MSN Money等網站免費取得。

以下是我們在評估公司時會考量的數字，每一個都會大致說明。我們在做完對公司的研究後，會用這些數字來評估某檔個股是不是值得的投資，這是為了判斷當下某檔股票每一股的合理價格。

- **每股盈餘 (Earnings Per Share, EPS)**：公司的淨利除以總股數。這個數字愈大愈好。
- **本益比 (PE)**：公司目前股價除以每股盈餘。這個數字愈小愈好。
- **十年股東權益成長率**：這個計算方式被投資人作家菲爾·陶恩 (Phil Town) 廣為宣傳，是指每股盈餘乘以公司的預估成長率。
- **最低可接受報酬率**：這是指你可以接受的股票年成長率。我們可以接受的是12%，因為希望得到比市場利率更高的報酬率（50年平均為9.69%）。如果可以接受市場平均報酬，那買指數型基金就好，不用買個股。之所以不要高於12%的報酬率，是因為要把下一個指標考量進來。
- **安全邊際**：這是指股價低於公司的內在價值。股價低於內在價值才能將風險降至最低，以防我們的預估不正確或有偏見。安全邊際也是第四章提到的「撐過風暴」的條件。如果你的目標是比12%更高的年報酬率，我們也建議設定更高的安全邊際。

以上這五個因素結合可以產生兩個重要的數字：十年目標價與當下的合理價格。

當在撰寫本書的第一版（和第二、三、四版）草稿時，本章是最難寫的部分。我們發現投資理財類書籍最大的挑戰在於，很難以書本的格式讓人輕鬆了解估值範例，尤其是在電子書的螢幕空間有限的情況下更是如此。就算當時的估值模型很清楚，讀者也很難運用這個資訊自行分析正在研究的公司，所以我們找到了一個辦法。

為了讓讀者更容易了解，我們編輯了一份免費的公司估值試算表，並植入所有必要的公式。你只要將公司的對應資訊輸入表中，估值表就會告訴你股價是否合理、偏低或是太高。你可以用以下QRCode來下載試算表，完全免費，甚至不需要提供電子郵件信箱就能取得。我們還加入了免費的公司估值初階影片課程，內容將告訴你該如何使用試算表以輔助研究，還有用來尋找本章說明的五個重要指標的免費資源。我們還會在課程中示範如何使用試算表，以評估前一章提到的公司。

若要取得試算表和影片課程，請瀏覽：



Chapter

8

# 兩個最有效率的 選股策略



接著是把錢投資到市場裡，有兩個方法可以這麼做。第一個是把手上的錢全部一次投入，另一個是把最初的投資分成較小的部分。第一個方法又稱為單筆投入（lump-sum investing，LS），第二個稱為「平均成本法」（dollar-cost averaging，DCA，又稱為「定期定額法」）。**我們要直接說：單筆投資法永遠比較好；但投資人有很多辦法可以將投資過程變得複雜，最後把單筆投資當成定期定額。**以下就先來說清楚，單筆投資與定期定額是怎麼進行的吧。

## 單筆為何比定期定額好？

假設你有1萬美元想投資，應該要一次全部投入，還是分成十個月，每個月投資1,000美元？前者是單筆投資，後者是定期定額。但定期定額不是這樣：假設你每個月會固定收到一筆錢，扣除生活開銷後還有1,000美元的現金，然後便每個月定期把這1,000美元投資到市場裡。這不是定期定額；事實上這是單筆投資。我們想要強調這點，因為很多人常把這誤以為是定期定額。

單筆投資與定期定額的主要差別在於，定期定額並不是把所有錢全部投資在市場裡，而是要保留隨時有一部分的現金。這麼做背後的原因是，把你的投資分成較小的部分，並將風險分散到較長的期間。舉例來說，如果在前一個例子中，市場在第二和第六個月下跌，你的1,000美元投資就會讓你以較低的價格買進股票。如此一來，平均買進價格就會降低，因此當股價上漲時就能提高潛在的資本利得。

這麼做理論上是有用的；但忽略了投資的兩個實際層面。第一，這假設進行單筆投資的人永遠不會再把錢投入市場中。第二，這假設市場短期內會下跌，而投資人可以精確預測會跌多久。換句話說，如果你一次就投資1萬元，這也不會是你一輩子唯一的一筆股票投資。誰說當你決定再次進場時，股價不會更低呢？這是無法預測的。定期定



額假設的是，長時間進行較小金額的投資就能降低風險。但分散投資適當的時間是何時？你應該在一年間投資1萬美元嗎？還是兩年？十年？這同樣也無法預測，不過這些都比不上定期定額真正的缺點，那就是機會成本。

## 小心錯失漲勢

假設你把1萬全部一次投入市場，股市長期下來的平均漲勢是7%，再假設投資期間是20年。到了這段期間結束時，你的投資將會成長至38,696美元。那再假設你進行另一種極端的定期定額投資，把1萬美元分成同等分的錢，分散在20年每年投入，一年投資500美元。我們不必計算也能證明這是必輸的策略。**因為投入的錢愈少，你不只會錯失資金的長期增值，還有被通膨侵蝕的風險，這是定期定額非常不好的一點。**

你可能會說，我們利用了假設的7%報酬率，而且沒有考慮到這20年間平均的市場跌勢。某個研究使用一九六〇到二〇一九年的資料，比較單筆與定期定額的結果是，在這段期間，定期定額的績效80%會落後單筆投資。我們必須說清楚，在市場下跌期間，定期定額的績效會超越單筆投資，你可能也是這麼認為。但當市場恢復漲勢時，單筆投資將開始大幅超越定期定額，而且績效的差異會非常快消弭。**這一切的意思是，投資時不要問哪種方法比較好。專注於盡可能把所有能投資的錢都拿來投資，報酬就是這樣賺到的，也才能獲得更高的複利效果。**你也知道，複利的時間愈長效果愈好。

因此，如果你現在有一大筆錢要投資，請把所有錢都投入在價格合理的公司。在此必須強調，這並不表示你該把所有的錢都拿來買同一間公司。你必須分散投資，並利用指數型基金ETF，有必要的話也可以使用共同基金，只要有空就專心投資任何你能投資的標的。如果

你有固定的現金流能定期把錢投資在市場中，那就這麼做吧。把錢放在一旁動也不動，是你所能做的最糟的事。

## 股利再投資計畫 (DRIP)

股利再投資計畫<sup>1</sup>是把投資自動化的好方法，利用股利的力量提升報酬。幾乎所有支付股利的個股都能這麼做，而且最好大部分的時候都選擇把股利拿來再投資。股利再投資是這麼做的：當收到股利時，你可以選擇收取現金或把這筆錢再用來買更多股票。當選擇了股利再投資計畫時，有些券商會自動幫你買進等值的股數，你的持股就會增加。因此最後不僅增加了持股，還進一步提升了會收到的股利。

舉例來說，假設你持有某檔股票的一股，成本價為100美元。這檔個股支付了2美元的股利，而你選擇股利再投資。券商會幫你買進價值相當於2美元的股數，你的總股數就會增至1.02股。想要買不到一股的碎股就只能透過股利再投資計畫，如果收到的是現金股利，想用2美元的現金買進股價100美元的股票是不可能的。現在你的持股是1.02股了，所以股利又會再略高一點。假設股票還是每股支付2美元，你之後就會收到2.04美元。如果又把錢拿來再投資，現在就有1.04股（之前是1.02股），你的股利以及持股數就又增加了。

股利再投資最好的一點是，買這些不到一股的零股沒有手續費，所以你的每一塊錢投資報酬都會更高。多虧了複利效應，降低成本對整體報酬率來說有很大的影響。當你沒有成本時，就會有更多錢去滾複利，因此獲得更多成長。

股利再投資計畫另一個好處是，有些公司提供透過股利再投資計畫購股的優惠，通常可以預期高達10%折扣。長期下來會大幅提高資本利得與股利金額，因為你可以買的股數更多了。在前面的例子中，多的0.02股看起來可能很少；但這是假設價格維持穩定。如果股價下

跌，你就能買進更多股。當股價上漲時，你的獲利也會隨著比例增加。此外，股利再投資計畫長期下來的成果最好，完全符合本書之前說明的投資原則。

關於股利再投資計畫，有幾個缺點必須知道。第一個就是你無法完全掌控這筆錢。只要選擇股利再投資，帳戶就不會收到現金股利，錢會自動轉去買股，有些人不太喜歡這樣。但如果你想投資並忘了你的投資策略，那這就是最好的選擇。另一個最大的缺點就是稅金；但即使如此也沒想像中那麼糟。由於錢不會進入你的帳戶，所以可能會以為不必繳稅；但事實上還是得為股利的金額繳稅，而不知道這點的人到了報稅季時，就會發現這個令人不悅的意外。只要記住，就算是自動將所有的錢再投資，你還是得為股利收入繳稅。

---

**1** 股利再投資計畫（DRIP）是美國券商特有的功能（台股沒有），可以幫投資人以全自動、免手續費的方式再買入原來的股票，也能買進小數點單位的股票。

Chapter

9

共同基金、  
指數股票型基金  
與個股



到目前為止我們只談個股；但還有其他投資選擇。說到選擇投資的市場工具，你通常最後會選這三者之一。這三者之間有些不同，必須知道差異才能好好運用，選擇的工具要視你的風險觀點以及對選股的接受度而定。接下來就先來看看共同基金是什麼以及如何運作。

## 共同基金

共同基金是市場上最早的投資工具之一，由金融機構發行。以下是運作方式：公司以特定的投資授權來成立一檔基金。可以是為了追求小型股的股利、買進某些國家的大型股，或創造一個多元化的投資組合以投資任何東西。

基金的一單位就相當於股票的一股。基金會將錢投資於多間公司的股票，而且所有的股票都有某個價值。把這些個別價值加總後，就會得到基金的總資產價值。將總資產價值除以基金的單位總數，就是基金的單位價格，或稱為資產淨值（NAV）。資產淨值每天晚上都會重新計算一次，這是由於資產淨值會因為所持有的股票價格而有所變動。

舉例來說，如果共同基金A擁有X股票一股和Y股票一股，兩檔股票的價格都是1美元，那麼資產淨值就是2美元。如果X和Y股都漲到2美元，資產淨值就是4美元。因為價格一整天會持續波動，所以沒有必要計算即時資產淨值，而是在一天收盤後才計算。在市場交易時間，你可以買進共同基金的單位；但是以前一天的資產淨值價買進。

在買共同基金時必須記住幾件事。共同基金的目標是打敗大盤，因此基金經理人會收取比本章所列的其他選擇還要高的費用。平均而言，你可能要支付獲利的0.5%到2%的費用，還會有所謂的手續費。申購手續費是在買進基金時支付，基金經理人會從你的本金中扣除一筆金額，而這樣會降低潛在的獲利；賣出手續費是指當你贖回也就是賣

出基金時支付。有些基金會固定收取手續費，意思是他們會在你投資的期間不斷收取維持基金的手續費。

要記住的是，共同基金可以收取上述所有的手續費，或只收取其中幾種。由於投資人愈來愈重視手續費，有些共同基金因此提供無手續費的特色，只要獲利的部分繳費即可。通常沒有手續費的基金，獲利的績效費用比例較高。了解績效費用最好的辦法就是查看費用比率，這個數字的計算方式是將經營基金的總成本除以總資產。要記住的是，支出比率並非總是包括手續費。

共同基金的一個優點是，如果你選擇買你的券商經營的基金，可能就不必支付手續費，如此可以降低長期投資成本。現在共同基金並非最好的投資選擇，雖然仍有一些優勢，但這主要是因為接下來要討論的投資選擇的出現。不過你還是可以投資一些例外的共同基金，只不過例外很難找得到。

## 指數股票型基金ETF

ETF是為因應減少投資支出所生的投資工具。共同基金的手續費會使獲利減少。ETF的交易就像一般股票一樣，是在市場裡交易。換句話說，不同於共同基金的是，你會看到ETF在交易日當天的價格波動。

以結構來說，ETF就像共同基金一樣，是由大型公司所發行，可以有好幾個投資目標。事實上，相較於共同基金，ETF的投資目標更多。例如，你可以買進所謂的反向ETF（inverse ETF），當市場下跌時，這種ETF就會上漲。你可以買進某個產業或整個市場的反向ETF。還有一種槓桿式ETF，往某個方向的速度比持有的個股還要快。舉例來說，如果你買進大盤兩倍槓桿的ETF，它就會以所投資股市兩倍的速度上漲。另一方面，下跌的速度也快兩倍，所以這些並非

沒有風險。

你也可以找到反向槓桿ETF，就像這樣，這些投資也有可能變得很複雜。儘管如此，你也可以買入目標就只是追平指數或一群股票的平均報酬的ETF。例如買進一檔ETF，它的目標是與幾檔支付股利的個股績效一致。ETF也有支出比率；但追平市場平均績效的ETF支出比率較低，通常不到1%，所以比維持共同基金還要便宜得多，長期下來可以提高你的獲利。

買ETF時最好買簡單的，不要選那些投資策略不清楚的。這是因為許多ETF是由投資銀行所成立，他們要找人來和避險基金的交易對做。舉例來說，如果一檔避險基金找上投資銀行（避險基金的券商），希望銀行建立一個他們要放空的投資組合（價格下跌時他們就能獲利），因此需要向銀行借錢投資這種組合。接著銀行就要去找人來和這筆交易對做，如果找不到機構投資人來對做的話，通常就會成立一檔ETF，內含相同的股票而且採用槓桿。因此，你最後可能會買進這個使用槓桿、做多的ETF，而避險基金則是和你對做。當價格下跌時，你很難賣出這筆投資，因為投資銀行不會大肆宣傳這檔ETF，因此交易量比較少。你可以買進模仿避險基金策略的ETF；但必須進行完整的調查，以確定其策略是否為健全的投資原則。

### 佛里曼投資法則

## 11

不是所有的ETF都是一樣的，  
投資前一定要先知道基金的營運方式。



## 稅

ETF的優勢之一就是，稅負比處理共同基金要來得簡單。共同基金通常會將資本利得分配給投資人，因此即使你還沒賣出任何一單位的基金，仍得要為共同基金的資本利得繳稅。這麼做會使稅負計算變得複雜。相較之下，ETF不會分配資本利得給投資人。你只有在賣出並且獲利時才要繳資本利得稅，中間的配息則是和股利一樣的課稅方式。舉例來說，如果你的股利分配包含一部分國際股利、國內股利與不動產投資信託的收入，那麼券商給你的1099-DIV<sup>1</sup>就會把每一項分別列出來，你要依照美國國稅局的規則按比例繳稅。

和共同基金一樣的是，你無法控制你的錢如何投資，全交由基金經理人決定，你是否能接受這種方式就要視你對市場的態度而定。接下來要強調被動式與主動式投資的差異。

## 被動vs主動

被動式投資是指不由投資人管理，而且目標設定為與市場的平均績效一致。換句話說，你投資一檔追蹤標普500指數的ETF，投資績效就會與指數一致。這樣一來就能達到長期與大盤一致的績效，因為長期下來市場的規模會變大，只要時間夠久就能保證獲得這些獲利。同時你虧損的風險也受到很大的限制，因為ETF是分散的，畢竟它持有指數所追蹤的所有公司的股票。一檔個股可能下跌；但不太可能所有個股都同時長期下跌。

另一方面，你的獲利也不會超越大盤；不過這樣反而讓人安心。相較之下，採取主動式投資時，投資就會集中在少數個股，目標是大額的資本利得。這種方式雖可能創造很高的獲利；但下跌的風險也很大。第五章曾說過，若投資組合高度集中，你的所有投資就有更大的

機會同時下跌，你也會需要一直注意股票的新聞。

**整體而言，這兩種選擇各有優劣，重點是你願意承擔的風險。如果無法忍受長期虧損，那最好選擇完全被動式的方式。但對大部分的投資人來說，混合式的投資成果最好，這也是我們在本書中建議的。**

你要投資於採取健全的長期投資原則的一般股，因為投資於個股時不必支付任何管理費，畢竟你是自己進行投資，為什麼要付錢給任何人？如果券商向你收取手續費，當然要支付這筆錢。自己主動投資最好的是，不會錯過價值被低估的個股，這是投資ETF會錯失的機會。

---

**1** 美國的股利分配報稅單。



Charlie Munger

查理·蒙格

「很多 IQ 很高的人都是糟糕的投資人，因為他們的 EQ 很低，所以 EQ 比 IQ 更重要。你必須控制原始、衝動的情緒。你需要耐性與紀律，以及承受損失和逆境卻不會抓狂，同時也不會被極端成功沖昏頭的能力。」

A lot of people with high IQs are terrible investors because they've got terrible temperaments. And that is why we say that having a certain kind of temperament is more important than brains. You need to keep raw irrational emotion under control. You need patience and discipline and an ability to take losses and adversity without going crazy. You need an ability to not be driven crazy by extreme success.

---

Chapter

10

成功投資  
最重要的一件事



**長期投資成功的關鍵是什麼？是即使當市場下跌時，你仍能持有投資標的。這可以說是最重要的成功投資原則。**而許多有經驗的投資人因為他們對市場的看法，在面對這個考驗時都失敗了。

## 已實現和未實現報酬的差異

一般人對股票投資常見的一個錯誤是，混淆了未實現和已實現獲利。已實現獲利或虧損指的是投資的現金報酬或損失。如果你以10美元買進一個標的，以15美元賣出，就是賺到5美元的已實現獲利。但如果你用10美元買進，而現在價格跌到7美元，就是有未實現損失3美元，不過其實這時你還沒有損失任何金額。問題在於，大部分的人看到股票庫存赤字3美元，就認為他們已經少了3美元，想趕緊賣出以免「損失」更多。

### 佛里曼投資法則

## 12

除非你賣出，  
否則獲利與虧損都不是真的。

人們賣出投資的原因有很多，最常見的是情緒性理由。你可能會打開電視轉到最喜歡的財經頻道，看到所有股票都在下跌，聽到「投資人價值損失1兆美元」或這類荒謬的頭條新聞；但這些數字大多都只是市場未實現的虧損。你必須要賣出投資標的才會真的實現。

短期下來，情緒是驅動市場價格的原因，價值投資之父葛拉漢自創了一個詞來形容這種現象。他創造了一個名叫「市場先生」的人來代表市場的行為。市場先生是極為不理性的人，他每天都會來找你用

特定價格買他的產品。某天他可能跟你說，可口可樂的股票值2,000美元；但隔天又因為某些理由非常灰心喪志，要用80美元賣你可口可樂的股票。問題是，可口可樂這麼大的公司在一天內波動如此劇烈，對他來說根本不合理，他只是聽從自己的情緒，如此而已。

許多人被和市場先生所經歷的相同波動給嚇到。當市場先生告訴他們一切都會分崩離析時，這些人相信了他的話。他們相信市場先生說，新冠肺炎會導致中國霸權在可預見的未來取代美國，而5G會造成所有美國企業澈底瓦解這類的說法。他們聽信了這些話並投資於不知名的中國股票，然後納悶為什麼輸光了所有的錢。我們不是在說中國股票不好，而是**若你在投資時跟著情緒走，而非仔細檢視公司情況的話，肯定會讓你賠大錢。**

## 平均法則

本書中提到的一些公司在未來幾年將會有不錯的績效。每一間公司都是嗎？也許不是。首先，做生意本來就有不確定性，沒有人能保證獲利；但本書的目標是盡可能符合我們偏好的因素後讓機率去運作。一間公司可能績效不好，兩間公司可能績效不好；但20間全都不好？機率告訴我們可能性不太大。

這樣想吧：如果你擲硬幣，有一半的機率會猜對。不過，這表示如果你都猜人頭的話，每一次都會對嗎？可能不會。但可以合理地猜測如果擲1,000次，猜對的機率會是多少嗎？是的，你可以。你大約會有500次猜對的機率。那1萬次呢？這你就可以更確定了。因為擲硬幣的次數愈多，就是給機率愈多機會成功。這就和建立股票投資組合一樣。以長期觀點投資穩健的公司，然後不要管它，讓投資組合自己去運作。

## 情緒不是事實

二月十九日，杜克大學和北卡羅萊納大學的籃球隊比賽，總會吸引很多人的注意。杜克的明星球員和未來的美國職籃選秀第一名的錫安·威廉森（Zion Williamson）想要拼最後的兩分鐘，結果不久後他就倒在地上，因為他的耐吉球鞋爆炸了。這裡說的爆炸不是比喻，是真的爆炸。鞋縫的地方解體，鞋子有一邊爆開，威廉森因此不能再繼續那場比賽了。隔天新聞就爆出一大堆負面消息，表示耐吉的鞋子經常在重大比賽時爆炸。

媒體指控耐吉將事件粉飾太平，很快的，財經新聞就充斥著臆測，耐吉是否是放空的好對象，或股價被高估了。在這場歇斯底里中，大家都忘了問一個簡單的問題：這場危機是否重大到讓整個世代的職籃球員與球迷就此放棄耐吉？他們真的會放棄擁有喬丹鞋的品牌嗎？一次鞋子爆炸事件，真的會拖垮市值千億美元的公司嗎？

二〇二〇年時，類似的情形也發生在迪士尼的股價上，這我們已經說過了。以短期的情緒作為投資決策的根據，絕對會讓你虧損。一定要記住之前在本書中所列的原則，再做任何投資決策比較好。

## 先處理好個人財務

如果要把做不理性事情的機會降到最低，就不要當個不理性的人。這表示把錢投資到市場前，必須先處理好財務問題。如果你覺得需要在市場中賺快錢，那不太可能會成功。我們之前就說過，想在市場盡快賺到100萬美元的方法，就是一開始投入200萬美元。

舉例來說，如果你發現沒有錢繳電話費，就很有可能會賣掉手上的持股來籌措現金。你要追求的最佳選項，就是排除對現金的需要。最好先存至少三個月的生活費，還有任何你可能需要的緊急預備金。



未來至少十年內會需要用到的錢就不要拿來投資，這樣就不會搞砸自己的財務。**不要把投資當成需要時可以取用的儲蓄帳戶，不然你不可避免地就會買高賣低，想賺錢應該要買低賣高才對。**

另一個要記住的是，如果你的投資原則穩健，而且原本讓你投資公司的理由仍存在，那麼股價下跌對你來說是好消息，有機會以較低價買進該股。但通常投資人會以另一個角度來看，認為股價下跌代表他們錯了。善用聰明的投資原則就會發現，股市投資長期下來對你有很大的好處。

Chapter

11

賣出時機



如果好好遵守未實現和已實現獲利的教訓，就會了解賣出才會決定你是獲利還是虧損。知道這點以後，你該何時賣出呢？大部分的投資人完全搞錯賣出投資這件事，結果在該買進的時候卻賣出。

若把人生發生的事考慮進去，那麼賣出這個問題很快就會變得複雜。本章的目標是簡化這個問題，看完本章後，你就會很清楚該如何回答這個問題了。

## 賣出的三大原因

大致上來說，賣出股票的原因只有三個：

1. 投資理由已不存在
2. 經營不善
3. 出現更好的機會

### 💰 投資理由已不存在

假設你因為某個理由投資某檔股票，可能是覺得接下來的5G革命公司有機會受惠，所以認為這檔個股的展望很好。你也注意到該檔個股的股價相對偏低，因而心滿意足地買進。時間快轉到八年後，你發現5G領域的參與者變得太多了，不過你投資的公司卻沒像預期的那樣跟上競爭的腳步。公司的產品雖仍有需求，但客戶漸漸偏好其他公司。簡而言之，你的投資理由已不再成立，而在這種情況下，你最好賣出這筆投資。

通常你會發現核心事業已不再重要。例如百事達（Blockbuster）許多年前曾是一間很好的公司，在DVD出租事業領先其他對手；但卻沒有適應串流市場的革命。事實上，百事達曾有三次不同的機會，卻三次都拒絕收購網飛，結果公司後來破產了。**你不必等到公司破產才知道它有問題，獲利下滑和支出增加，這些警告的跡象早就存在了。**

百事達是間無法及時轉身的巨獸。

博德斯書店（Borders）也是個例子。公司對亞馬遜的威脅反應太慢。主要的競爭者巴諾書店（Barnes & Noble）受惠於品牌與店面地點策略得以繼續苦撐，而博德斯則是必須縮小賣書的空間，開始在店裡納入各種與書無關的產品，並專注於開設較小的店面。也許公司最糟的決策就是完全撤掉愛書人喜歡的店內座位區，並認為這樣會迫使顧客買更多書；但這種作法只是讓顧客更往巴諾書店跑。整體而言，不賣書的書店想要存活下來是不切實際的想法。光是這點就會讓聰明的投資人覺得很危險。最後是最知名的無法適應環境的案例：柯達。眾所皆知這間公司加碼投資底片，忽略數位相機的發展，結果現在也已經不復存在了。

## § 經營不善

二〇〇〇年左右，有間公司稱霸市場的程度是現在人無法想像的。想像一下亞馬遜、蘋果和谷歌所創造的新聞頭條，就能大概知道安隆（Enron）在當年的盛況。公司總部位於休士頓，是能源交易公司。由於業務領域非常複雜，使得外人認為經營者一定很聰明。

公司在政治界的人脈令所有競爭對手感到害怕，例如美國前總統小布希、前副總統錢尼，都和公司董事長肯尼斯·雷伊（Kenneth Lay）與財務長傑夫·史奇林（Jeff Skilling）很親近。

因為有這些因素，當安隆破產時令許多人非常驚訝，更糟的是，公司幾年前早就該破產了，只不過是一直和審計公司安達信會計師事務所（Arthur Andersen，現已改名為埃森哲，Accenture）在竄改帳務。雷伊沒有因為在整件事中扮演的角色而被唾棄，唯一的原因就是傑夫·史奇林的行為更令人不齒。其中一個惡劣的行徑是史奇林在財報公布前先出脫持股，同時還鼓勵員工買更多公司股票，甚至在法

說會上大罵一名膽敢質疑安隆財務的分析師。

不誠實的經營者不會事先揭露自己。早在醜聞爆發前，雷伊和史奇林的行為就已經臭名遠播，而且安隆的文化一直都很惡毒；但人們都忽略這點，因為公司賺的錢多得令人眼紅。另一個例子是前華爾街巨擘雷曼兄弟銀行（Lehman Brothers）。這也是一個在法說會上被分析師揭露公司帳務有嚴重問題的例子。在此案中，雷曼的財務長艾琳·凱倫（Erin Callan）被避險基金經理人大衛·艾宏恩（David Einhorn）質疑。凱倫的辯解是她沒有詐欺。

雷曼太無能，竟然不知道自己公司所持有的資產的本質。公司在信貸危機期間倒閉，雖然沒有人拍以艾宏恩為主角的電影，但他卻是第一個針對銀行危機提出警告的人。電子產品零售商Radioshack的執行長學歷造假一事，也同樣歷歷在目。

畢竟小謊言最終會變成更大的謊言。如果你發現經營者解釋公司的缺點時前後說法不一致，或公司開始把每個人都當成笨蛋時，那麼很有可能是經營者的能力不足，你最好快點賣掉它的股票。

## § 出現更好的機會

股票不會一直上漲，到了某個程度會開始盤整，而且股價會維持在某個水準很多年。這事本身並非壞事。如果你正好找到了更好的投資標的，而且目前的投資已經賺了至少50%，就可以賣了現有的持股把錢轉到新的目標。請記住，賣股票時如果有獲利就要繳交資本利得稅，所以在出售股票時，要當成賣舊房子買新房子那樣，為這樣的交易需求事先做好準備。

另一方面，如果你以前的投資決策不佳（任何人都有過），停損賣出也沒關係；但要記得分析為何股價比你買的時候更低。如果你完全不相信公司的核心業務已經變了，那就繼續持有。不過若你一開始

的研究就錯了，或公司所屬產業的經濟情況已不合理，那就可以賣了。重要的是分析損失並了解出錯的原因，這將能幫助你未來做出更好的判斷。別忘記了，報稅季到時，也可以提列資本損失<sup>1</sup>。

---

**1** 根據美國稅法規定，資本損失可以抵扣資本利得。需要注意的是，只有出售投資用途的資產所獲得的資本損失才能用來折抵。如果資本損失超過了資本利得，個人納稅人有「長期或短期的淨資本損失」，每位納稅人最多可以使用3,000美元的淨資本損失用於抵扣其他類型的收入（如通常收入等）。

總結  
投資  
必勝九大金律





本書已到了尾聲，相信你已經掌握了投資的竅門。雖然財經媒體都要你相信股票投資是一門很難掌握的藝術，但若想脫穎而出，最好的機會就是利用本書教導的簡易原則。這是因為原則愈簡單，你就愈不可能把事情變得複雜。隨時都要記住本書的投資原則，光是這點就能確保你進行聰明的投資，並大幅降低賠錢的機率。

以下就是這些原則的摘要：

- **巴菲特測試**：以合理的價格買進好公司，並試著向十歲小孩解釋公司的業務。
- **了解公司真正的業務**：你有多了解帶動公司獲利真正的業務？
- **創辦人症候群**：經營者是否誠實可靠？是否有接班計畫？公司是否完全依賴創辦人？
- **無形資產**：公司是否有任何品牌忠誠度？有沒有智慧財產，例如專利與商標等無法顯示在資產負債表上的東西。
- **經營者的能力**：經營者是否能讓公司業務跟上產業經濟？經營者資本再投資的表現如何？
- **業務與行銷**：公司是否致力於業務與行銷？團隊的能力如何？關鍵指標和去年同期相比的表現如何？
- **長期焦點**：經營者重視的是短期指標，還是將資源投資在長期目標？
- **護城河**：護城河是一種現象，能給公司在經營的領域超越其他人的優勢。例如品牌忠誠度、優勢供應鏈、公司規模非常大等等。
- **公司能否度過危機**：公司在壓力測試時的表現好不好？

在投資公司前，要先問自己以上所有的問題，並必須非常誠實地回答。如果你投資的理由只是因為這是一時流行或當下非常受歡迎的產業，這些問題也會要求你避開這些產業。你該評估的是公司的基本

業務與經營者。而最重要的，是記住股份就是公司的一小部分，不只要短期持有，而是要長期擁有這間公司，所以你的行為要像長期投資人。

祝你好運，並希望未來你能利用我們的「理性程序投資」系統投資獲利。



Robert Kiyosaki

羅伯特·清崎

《富爸爸窮爸爸》作者

「生活最成功的人都是會提出問題的人。他們永遠在學習，永遠在成長，永遠在進步。」

The most successful people in life are the ones who ask questions. They're always learning. They're always growing. They're always pushing.

## 參考資料

1. Blitz, David, Are Hedge Funds on the Other Side of the Low-Volatility Trade? (January 12, 2017). Available at SSRN: <https://ssrn.com/abstract=2898034> or <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.2898034>
2. Daszkowski, D. (2019). What's Required to Open a McDonald's Franchise?. Retrieved 16 April 2020, from <https://www.thebalancesmb.com/requirements-to-open-a-mcdonald-s-franchise-1350970>
3. DiLallo, M. (2019). Why Cell Tower REITs Stand Above the Rest. Retrieved 16 April 2020, from <https://www.fool.com/millionacres/real-estate-investing/articles/why-cell-tower-reits-stand-above-rest/>
4. Graham, B., & Dodd, D. (1934). Security analysis. New York: McGraw-Hill.
5. Gupta, R. (2020). How Far Is Netflix From Target Of 100 Million India Subscribers?. Retrieved 16 April 2020, from <https://marketrealist.com/2020/02/how-far-netflix-100-million-subscribers-india/>
6. LaRoche, J. (2019). Yahoo is now a part of Verizon Media. Retrieved 16 April 2020, from <https://finance.yahoo.com/news/warren-buffett-quotes-from-theannual-letter-215739887.html>
7. Lee, J., Kim, J. and Bae, J., (2016). Founder CEOs and Innovation: Evidence from S&P 500 Firms. SSRN Electronic Journal
8. Lewis, M. (2011). The Big Short. New York: W.W. Norton

9. Lieber, C. (2015). Inside Lululemon's Booming Underground Resale Market. Retrieved 16 April 2020, from <https://www.racked.com/2015/3/12/8198483/lululemon-ebay-facebook-resale-secondary-market>
10. Lieber, C. (2018). Lululemon's ex-CEO wrote an outrageous "unauthorized" history of the brand. Here's what we learned. Retrieved 16 April 2020, from <https://www.vox.com/the-goods/2018/10/22/18010410/chip-wilson-lululemon-athleisure-book>
11. Maggiulli, N. (2020). Dollar Cost Averaging vs. Lump Sum: The Definitive Guide – Of Dollars And Data. Retrieved 16 April 2020, from <https://ofdollarsanddata.com/dollar-cost-averaging-vs-lump-sum/>
12. Martin, E. (2018). Only 23% of millennials prefer investing to cash—here's why they're skeptical of the stock market. Retrieved 16 April 2020, from <https://www.cnbc.com/2018/08/01/why-millennials-are-scared-of-the-stockmarket.html>
13. Mckenna, B. (2020). Yahoo is now a part of Verizon Media. Retrieved 16 April 2020, from <https://finance.yahoo.com/news/3-key-ceo-quotes-zoom-144500599.html>
14. Mitchell, C. (2019). The Two Biggest Flash Crashes of 2015. Retrieved 16 April 2020, from <https://www.investopedia.com/articles/investing/011116/twobiggest-flash-crashes-2015.asp>
15. O'Kane, S. (2020). Tesla's record 2019 has bought it some breathing room. Retrieved 16 April 2020, from <https://www.theverge.com/2020/1/29/21113987/tesla-q4-2019-earnings-results-profit-revenue-model-3>
16. Orem, T. (2020). 2019-2020 Capital Gains Tax Rates & How to Avoid a Big Bill-NerdWallet. Retrieved 16 April 2020, from

<https://www.nerdwallet.com/blog/taxes/capital-gains-tax-rates/>

17. Rydon, M. (2020). The Upshot. Retrieved 16 April 2020, from <https://www.nytimes.com/section/upshot>

18. Saibil, J. (2020). Disney Is Buying More Land. Is a New Theme Park on the Way? | The Motley Fool. Retrieved 16 April 2020, from <https://www.fool.com/investing/2020/04/02/disney-is-buying-more-land-is-a-new-theme-parkon.aspx>

19. Schwartz, N. (2000). Inside the Market's Myth Machine In pushing Amazon's stock to irrational heights, Wall Street bulls boosted their own careers. Amazon's doubters--even when they were right--haven't fared nearly as well. -October 2, 2000. Retrieved 16 April 2020, from [https://archive.fortune.com/magazines/fortune/fortune\\_archive/2000/10/02/288462/index.htm](https://archive.fortune.com/magazines/fortune/fortune_archive/2000/10/02/288462/index.htm)

20. Wagner, K. (2019). Facebook almost missed the mobile revolution. It can't afford to miss the next big thing. Retrieved 16 April 2020, from <https://www.vox.com/2019/4/29/18511534/facebook-mobile-phone-f8>

21. What is the difference between 4G and 5G?. (2020). Retrieved 16 April 2020, from <https://www.justaskgemalto.com/en/difference-4g-5g>

22. Wolfers, J. (2020). The Unemployment Rate Is Probably Around 13 Percent. Retrieved 16 April 2020, from <https://www.nytimes.com/2020/04/03/upshot/coronavirus-jobless-rate-great-depression.html>

23. Yuan, E. (2020). Zoom's Use of Facebook's SDK in iOS Client - Zoom Blog. Retrieved 16 April 2020, from <https://blog.zoom.us/wordpress/2020/03/27/zoom-use-of-facebook-sdk-in-ios-client/>

24. Zafar, Z. (2020). The Trade Desk: Time Is Running Out For Linear TV.

Retrieved 16 April 2020, from <https://seekingalpha.com/article/4337232-tradedesk-time-is-running-out-for-linear-tv>



# 無痛致富

巴菲特測試金律幫你找出鑽石級股票，每年穩穩獲利超過10%，更運用價值投資的「複利雪球效應」把錢滾成巨大財富

*The 8-Step Beginner's Guide to Value Investing*

作者 佛里曼投資顧問團隊 (Freeman Publications)

譯者 呂佩憶

總編輯 鄭明禮

選書人 盧巧勳

責任編輯 盧巧勳

業務部 尹子麟、葉兆軒、林姿穎、胡瑜芳

企劃部 林秀卿、曹詩涵

管理部 蘇心怡、陳姿杼、莊惠淳

封面設計 張天薪

內頁設計 李偉涵

出版發行 方言文化出版事業有限公司

劃撥帳號 50041064

電話／傳真 (02) 2370-2798／(02) 2370-2766

法律顧問 証揚國際法律事務所 朱柏璵律師

初版一刷 2022年11月

ISBN 9786267173220 (EPUB)

“The 8-Step Beginner's Guide to Value Investing” First published by Freeman Publications

© Copyright Freeman Publications 2020

All rights reserved.

This Complex Chinese edition copyright © 2022 by Babel Publishing Group

## 旨方言文化

版權所有，未經同意不得重製、轉載、翻印

Printed in Taiwan