

巴菲特论套利

- 此外我们持续将资金运用在套利活动之上,然而不像其它套利客,每年从事几十个案子,我们只锁定在少数几个个案,我们限制自己只专注在几个已经公布消息的大案子,避开尚未明朗化的,虽然这样会让我们的获利空间减小,但相对的只要运气不要太差,我们预期落空的机率也会减少许多。(1986年)
- 套利是除了政府债券以外,短期资金运用的替代品,但风险与报酬相对都比较高,到目前为止,这些套利投资的报酬确实比政府债券要来的好的多,不过即使如此,一次惨痛的经验将使总成绩猪羊变色。(1986年)
- 套利(1988)

在过去的报告中我曾经告诉各位保险子公司有时也会从事套利的操作,以作为短期资金的替代,当然我们比较喜欢长期的投入,但可惜资金总是多过于点子,与此同时,套利的报酬有时会多过于政府公债,同时很重要的一点是可以稍微缓和我们对于寻找长期资金去处的压力,(每次在我们谈完套利投资之后,查理总是会附带一句,这样也好,至少能让你暂时远离市场)

在1988年我们在套利部份斩获不少,不论是金额或是投资报酬率,总计投入1.47亿美元的资金,赚取7,800万美元的获利。

如此的成绩使我们值得详细的描述一下,所谓的套利是指在不同的市场同时买卖相同的有价证券或是外汇,目的是为了撷取两者之间微小的差距,例如阿姆斯特丹的荷兰币、英国的英镑或是纽约的美元,有些人将此行为称之为剃头皮,但通常这一行的人惯用法国的字汇-套利。

自从第一次世界大战之后,套利或者说风险套利的定义,已延伸包括从已公开的企业购并、重整再造、清算等企业活动中获利,大部分的情况下,套利者期望不管股市变动如何皆能获利,相对的他面临的主要风险是宣布的事件未如预期般发生。

有些特别的套利机会也会偶尔出现,我记得在24岁时当时我在纽约的葛拉罕-纽曼公司上班, Rockwood 一家在布鲁克林生产巧克力的公司,原则该公司自1941年开始就采用后进先出制的存货评价方式,那时可可亚每磅是50美分,到了1954年可可亚因为暂时缺货价格大涨至64美分,因此 Rockwood 想要把帐上价值不菲的可可亚存货在价格滑落之前变卖掉,但若是直接将这批货卖掉,所得的收益可能要支付50%左右的税金,但1954年的税务法令及时公布,其中有一项不太为人知的规定,就是如果企业不是把这些存货卖掉而是直接分配给股东间接减少营运规模的话,就可以免税,因此 Rockwood 决定停止其贩卖可可亚奶油的业务,并将1,300万磅的可可亚豆子发还给股东,同时公司也愿意以可可亚豆子换回部份股份,换算下来,每股可以换得80磅的豆子。

有好几个礼拜我整天忙着买进股票、换豆子,再把豆子拿去卖,并常常跑到 Schroeder 信托公司拿着股票凭证换取仓库保管单,获利算下来还不错,而唯一的成本费用就是地铁车票。

Rockwood 改造计划的规划者是32岁没有名气但相当优秀的芝加哥人 Jay Pritzker,若你知道 Jay 后来的记录,你应该就不会讶异这个动作对于公司股东有多大的益处了,在这项提议推出不久之后,虽然公司营运呈现亏损,但 Rockwood 的股价却从15美元涨到100美元,有时股票的价格会远远超过合理的本益比之外。

近几年来,大部分的套利操作都牵涉到购并案,不管是友善的或是敌意的皆然,在购并案狂热之时,几乎感觉不到托拉斯法的存在,投标的竞价屡创天价,在当时套利客大行

其道，在这行不需要太多的才能，唯一的技巧就像是 Peter Sellers 的电影那样，只要轧一脚就行，华尔街有一句经过改编的俗话，给一个人一条鱼，你只能养活他一餐，教他如何套利，却可以养活他一辈子，（当然要是他到学校学习套利，可能就要靠州政府过活了）

在评估套利活动时，你必须能回答四个问题(1)已公布的事件有多少可能性确实会发生?(2)你的资金总计要投入多久?(3)有多少可能更好的结果会发生，例如购并竞价提高(4)因为反托拉斯或是财务意外状况发生导致购并案触礁的机率有多高?

Arcata 公司我们最曲折离奇的购并经验，说明了企业的曲曲折折，1981年9月28日该公司的董事同意将公司卖给 KKR 公司，一家在当时同时也是现在最大的融资买断公司，Arcata 所从事的是印刷与森林产品，但其中值得注意的是在 1978 年美国决定征收该公司所有 10,700 公顷的红木林，以扩增国家公园的范围，为此政府决定分期支付该公司总金额 9,790 万美元的征收款，但 Arcata 公司却认为金额太少，同时双方也对适用的利率也争议，Arcata 极力争取更高的赔偿金与适用的利率。

买下一家具有高度争议的公司将会让公司在谈判过程中，会增加许多的难度，不管诉讼案件是不利或是有利于公司皆然，为了化解这个难题，KKR 决定支付 Arcata 每股 37 美元再加上政府额外赔偿款的三分之二，作为购并的条件。

在评估过这项投资机会之后，我们自问 KKR 能否真正完成这项交易的关键在于他们是否能够顺利取得融资，这对卖方来说永远是风险最高的一项条款，追求者在提出求婚到正式结婚的这段期间，要落跑是很容易的一件事，不过在这个案子我们却不太担心，原因在于 KKR 过去的记录还算不错。

我们还必须扪心自问若是 KKR 真的失败会如何，在这点我们觉得还好，Arcata 的董事会与经营阶层已经在外兜售好一段时间了，显示该公司却有决心要出售，如果 KKR 跑掉，Arcata 一定还会再找新的买主，当然届时的价格可能会差一点。

最后我们还必须问自己，那块红木林的价值到底有多少？坦白说我虽然个人连榆树跟橡木都分不出来，但对于这个问题我的处理方式倒很简单，反正就是介于零到一大笔钱之间就对了。

后来我们开始从九月开始以每股 33.5 元买进 Arcata 股票，八个礼拜之内总共买进 40 万股，约占该公司 5% 的股权，隔年一月第一次对外公布股东每股可以拿到 37 元，换算年投资报酬约为 40%，这还不包含可以的红木林赔偿损失。

然而过程中不太顺利，到了 12 月宣布交易可能会延后，尽管如果 1 月铁定会签约，受到这项鼓励，我们决定再加码以 38 元每股至 65.5 万股，约 7% 的股权，我们的努力终于获得回报，虽然有点拖延，但结果却相当令人满意。

接着在 2 月 25 日融资银行说有鉴于房地产景气不佳，连带对 Arcata 的前景可能有所疑虑，故有关融资条件可能还要再谈，股东临时会也因此再度延期到四月举行，同时 Arcata 公司发言人表示他不认为购并案已触礁，但是当套利客听到这种重申时，脑中便闪过一句老话：他说谎的方式就好象是即将面临汇率崩盘的财政部长一样。

3 月 12 日 KKR 宣布先前的约定无效，并将报价砍至 33.5 美元一股，两天后再调高至 35 美元，然而到了 3 月 15 日董事会拒绝了这项提议，并接受另一家集团 37.5 美元外加红木林一半的收益，股东会迅速通过这项交易，并于 6 月 4 日收到现金。

总计我们花了近六个月的时间，投资 2,290 万美元，最后收回 2,460 万美元，但若是加计这项交易中间所经历的风风雨雨，则 15% 的年报酬率(未包含红木林潜在收益)还算令人满意。

不过好戏还在后头，承审法院指派两个委员会来解决这项纷争，一个负责认定红木林的价值，一个则负责应该适用的利率，隔年1月委员会认定红木林的价值为2.75亿美元，适用的复利率应为14%。

到了八月法官裁定这项决议，这代表政府需要再支付高达6亿美元的赔偿金，联邦政府立刻提出上诉，而就在上诉即将宣判结果时，双方以5.19亿美元达成和解，因此我们又额外收到1,930万美元，相当于每股29.48美元的大红包，之后还可以再拿到80万美元的进帐。

Berkshire的套利活动与其它套利客有些不同，首先相较于一般套利客一年从事好几十个案子，每年我们只参与少数通常是大型的交易案，有这么多锅子同时在煮，他们必须花很多时间在监控交易的进度与相关股票的股价变动，这并不是查理跟我想要过的生活方式，（为了致富，整天盯着计算机屏幕到底有何意义？）

也因为我们只专注在少数几个案子，所以一个特别好或是特别差的案子，可能会大大地影响到我们一整年的套利成绩，所幸到目前为止，Berkshire还没有遇到什么惨痛的经验，一旦发生我一定会一五一十的向各位报告。

另有一点不同的是我们只参与已经公开对外宣布的案子，我们不会仅靠着谣言或是去预测可能被购并的对象，我们只看报纸，思考几项关键因素，并依照我们判断的可能性做决定。

到了年底，我们剩下唯一的套利投资是334.2万股的RJR Nabisco，投资成本2.82亿美元，目前市价3.04亿美元，今年一月我们增加持股到400万股，接着在二月全部出清。有300万股是KKR决定购并RJR后，我们卖给KKR的，获利6,400万美元略高于预期。

稍早之前，另外一个竞争对手Jay Pritzker-第一波士顿集团浮现加入对RJR的竞争行列，提出以租税规划为导向的提案，套用Yogi Berra的说法：这感觉识曾相识！

大部分的时间我们买进RJR相当大的限制，由于我们在也是竞争者的所罗门公司有投资，虽然查理跟我都是所罗门的董事，但我们却与整个购并案的所有信息隔绝，而我们认为这样也好，额外的信息对我们不见得就有好处，事实上，有时还会妨碍到Berkshire进行套利的投资。

然而由于所罗门的提案规模相当的大，以致于所有的董事都必须完全被知会并参与，因此Berkshire总共只有两个时点可以进行买进RJR的动作，第一次是当RJR经营阶层宣布整个购并计划的几天内，当时所罗门还未宣布加入竞标，另外是后来RJR董事会决定优先考虑KKR的提案，也因为所罗门的董事职务，使得Berkshire的投资成本大大提高。看到1988年如此丰硕的套利成果，你可能会觉得我们应该继续朝这方面加强，但事实上，我们决定采取观望的态度。

一个好的理由是因为我们决定大幅提高在长期股权方面的投资，所以目前的现金水位已经下降，常常读我们年报的人可能都知道，我们的决定不是基于短期股市的表现，反而我们注重的是个别企业的长期经济展望，我们从来没有、以后也不会对短期股市、利率或企业活动做任何的评论。

然而就算是我们现金满满，我们在1989年可能也不会从事太多的套利交易，购并市场的发展已经有点过头了，就像桃乐斯所说的：「奥图，我觉得我们好象已经不是在堪萨斯市了！」

我们不太确定这种过热的现象会持续多久，包含参与热潮的政府、金主与买家的态度会如何转变，不过我们可以确定的是，当别人越没有信心参与这些活动时，我们的信心也

就越高，我们不愿意参与那些反应买方与金主无可救药的乐观，通常我们认为那是无保障的，在此我们宁愿注重 Herb Stein 的智能，若一件事不能持久不衰，那么它终将结束。

● 效率市场理论

前面提到的套利活动使得我们有必要讨论一下市场效率理论，这理论在近年来变得非常热门，尤其在 1970 年代的学术圈被奉为圣旨，基本上它认为分析股票是没有用的，因为所有公开的信息皆已反应在其股价之上，换句话说，市场永远知道所有的事，学校教市场效率理论的教授因此做了一个推论，比喻说任何一个人射飞镖随机所选出来的股票组合可以媲美，华尔街最聪明、最努力的证券分析师所选出来的投资组合，令人惊讶的是市场效率理论不但为学术界所拥抱，更被许多投资专家与企业经理人所接受，正确地观察到市场往往是具有效率的，他们却继续下了错误的结论，市场永远都具有效率，这中间的假设差异，简直有天壤之别。

就我个人的看法，就我个人过去在葛拉罕-纽曼公司、巴菲特合伙企业与 Berkshire 公司连续 63 年的套利经验，说明了效率市场理论有多么的愚蠢(当然还有其它一堆证据)，当初在葛拉罕-纽曼公司上班时，我将该公司 1926 年到 1956 年的套利成果做了一番研究，每年平均 20% 的投资报酬率，之后从 1956 年开始我在巴菲特合伙企业与之后的 Berkshire 公司，运用葛拉罕的套利原则，

虽然我并没有仔细地去算，但 1956 年到 1988 年间的投资报酬率应该也有超过 20%，(当然之后的投资环境比起葛拉罕当时要好的许多，因为当时他遇到过 1929-1932 年的景气大萧条)。

所有的条件皆以具备来公平测试投资组合的表现(1)三个公司 63 年来买卖了上百种不同的股票证券(2)结果应该不会因为某个特别好的个案所扭曲(3)我们不需要故意隐瞒事实或是宣扬我们的产品优秀或是经营者眼光独到，我们只是从事高度公开的个案(4)我们的套利部份可以很容易就被追查到，他们并不是事后才特别挑选出来的过去 63 年来，大盘整体的投资报酬(加计股利)大概只有 10%，意思是说若当初投入 1,000 美元的话，现在可以获得 405,000 美元，但是若投资报酬率改为 20% 的话，现在却会变成 9,700 万美元，统计上如此大的差异使得我们不禁好奇的想要怀疑，然而理论支持者从来就不会去注意理论与现实如此地不相符，确实现他们在讲话已不如过去那么大声，但据我所知却没有任何一个人愿意承认错误，不管他们已经误导了多少个学生，市场效率理论还是继续在各个企管名校间列为投资课程的重要教材之一，很显然的，死不悔改、甚而曲解神意，不是只有神学家才做的出来。

自然而然，这些遇人不淑的学生与被骗的投资专家在接受市场效率理论后，对于我们与其它葛拉罕的追随者实在有莫大的帮助，在任何的竞赛中，不管是投资、心智或是体能方面，要是遇到对手被告知思考与尝试是没有用的，对我们来说等于是占尽了优势，从一个自私的观点来看，葛拉罕学派应该祈祷市场效率理论能够在校园中永为流传。

说了那么多，最后还是要提出一个警告，最近套利看起来相当容易，但它却不是永远都保证有 20% 报酬的投资活动，现在的市场比起过去来的有效率许多，除了我们过去 63 年所真正掌握的套利活动之外，还有更多是因为价格合理而因此被舍弃掉的。(也要考虑估值，否则万一不成功，损失太大)

一个投资者很难只靠单一一种投资类别或投资风格而创造超人的利益，他只能靠着仔细评估事实并持续地遵照原则才能赚取超额利润，就套利投资本身而言，并没有比选择利用飞镖选股的策略好到哪里去。（要掌握多种投资策略，而不仅是长期投资）

- 去年我曾向各位报告今年可能会减少在套利投资方面的活动，结果正是如此，套利投资是短期资金的替代去处，有时我们手头上没有太多的现金，就算是有我们也宁愿选择不参与套利，主要的原因是因为最近这些企业活动实在是没有太大的经济意义，从事这类的套利交易就好象是在比谁比较笨，华尔街人士 Ray DeVoe 所说天使回避但傻瓜趋之若鹜，我们三不五时会从事大型的套利交易，但只有当我们觉得胜算颇大时，才会考虑进场。（1989年）（在套利标的价格高估时，也不应参与，比傻博弈胜算不高）