



寰宇財金 99

非常潛力股

Common Stocks and Uncommon Profits

Philip A. Fisher 著

羅耀宗 譯



John Wiley & Sons, Inc.

New York • Chichester • Brisbane • Toronto • Singapore

99 金融學



非常股

Common Stocks and
Uncommon Profits

Common Stocks and Uncommon Profits

by Philip A. Fisher

AUTHORIZED TRANSLATION OF THE EDITION
PUBLISHED BY JOHN WILEY & SONS, New York,
Chichester, Brisbane, Singapore AND Toronto. No part of this
book may be reproduced in any form without the written per-
mission of John Wiley & Sons Inc.

Copyright © 1996 by Philip A. Fisher



All Rights Reserved

目 錄

引 言	我從家父的文章中學到什麼	iii
第 一 篇	非常潛力股	1
序		3
第 一 章	過去提供的線索	7
第 二 章	「閒聊」有妙處	19
第 三 章	買進哪支股票——尋找優良普通股 的十五個要點	23
第 四 章	要買什麼——應用所學選取所需	61
第 五 章	何時買進	73
第 六 章	何時賣出——以及何時不要賣出	91
第 七 章	股利雜音	101
第 八 章	投資人五不原則	113
第 九 章	投資人另五不原則	127
第 十 章	如何找到成長股	159
第十一章	彙總與結論	171

第 二 篇	保守型投資人夜夜安枕	173
題詞		174
引言		175
第 一 章	保守型投資工具的第一個構面—— 生產、行銷、研究和財務能力十分突出	179
第 二 章	第二個構面——人的因素	187
第 三 章	第三個構面——若干企業的投資特質	201
第 四 章	第四個構面——保守型投資工具的價格	211
第 五 章	再論第四個構面	219
第 六 章	三論第四個構面	225
第 三 篇	發展投資哲學	233
獻給法蘭克·布洛克		234
第 一 章	哲學的起源	235
第 二 章	從經驗中學習	249
第 三 章	哲學成熟	265
第 四 章	市場效率真的很高？	283
附 錄		297

引言

我從家父的文章中學到什麼

Kenneth L. Fisher

我花了約十五年的時間，才瞭解《非常潛力股》(Common Stocks and Uncommon Profits)一書在寫些什麼。第一次看這本書，實在不懂到底在講什麼。那時我才八歲。在一個十分美好的暑假一開始，便看這本書，可真是浪費時間。裡面有太多艱深的字眼——非查字典不可。談到要用腦筋的事，我學得很慢，在班上吊車尾。不過，那是父親寫的書，我引以為豪。我在學校、左鄰右舍聽到，在當地報紙看到，曉得這本書大獲好評。它應該是《紐約時報》(New York Times)有史以來，躋進暢銷書排行榜的第一本投資著作。我有責任去看它。於是我看了。事實上，我很高興終於看完全書，可以好好過個暑假。

誰曉得我後來會著手創立一家大型投資管理公司；自己寫書；在《富比世》(Forbes)雜誌長達七十九年的歷史中，忝為歷時第十長的專欄作家，十多年內撰寫數百篇專欄，包括一年一度的「當年最佳」投資著作書評？是的，逢人便說我八歲已看過第一本投資著作，或許有幫助，即使我沒看懂。

再下來，這本書令我正眼相看的那一年，是廿歲大學快畢

業時。父親有個想法，希望我和他、哥哥一起工作。這事有點麻煩，但就是這樣才有意思。那是工作。我滿懷焦慮，也不免懷疑，希望「查清楚」，看這件工作是不是好機會。於是我重讀《非常潛力股》。這一次，只有幾個字眼不懂。看了父親所說，應留意一支股票的十五個要點，我心裡琢磨著，想知道能不能如法炮製，應用到一支地方性股票上。如果可以，便表示和父親一起工作有好處。

噢，不管用。在本地公開上市交易的一支木材股，叫做太平洋木材（Pacific Lumber），看起來獲利機會不錯。我找了幾個人，但他們對我這位年輕小伙子查探細節的偵探遊戲愛理不理，因為我顯然一竅不通，沒做好分析前的準備工作，也不曉得怎麼去分析。我甚至不知道怎麼問問題。一開始便有好幾個人要我以閉門羹之後，我終於知難而退，但因此認清，還需要好好自我充實。

在父親底下工作很辛苦，有點像我第一次以專業身分買進股票——買到反「十倍股」——從十元跌到只剩一元。說了這麼多，是要讓你知道，連廿來歲的小伙子，沒那麼聰明、犯了許多錯誤，還是辦得到，只要幾年工夫，也能學會如何善用本書的原則。我做到了，任何人也做得到，你當然不例外。

運用《非常潛力股》一書所說十五要點，等於在現實生活中，一而再，再而三，找人「閒聊」——目的是在這裡研究某支股票，在那裡研究另一支股票。它真的管用。我不打算在此重述早年的事業生涯中，它如何幫助我成功。我的確因為發現

一些股票，事業才能突飛猛進；這些股票，只能靠閒聊和十五要點找到。我可以大致研判一家公司能在這個世界的哪個地方取得一席之地，以及它會不會繁榮壯大。如果不能，可能的病因在哪裡？我馬上便知道，為什麼我的同事試用十五要點會失敗。個中竅門在於找人閒聊，而且和所有的竅門一樣，得花時間去學習。個中藝術在於看出指向十五要點的蛛絲馬跡。兩者的差別，有如學習彈奏鋼琴（竅門），然後編曲（藝術）。你可能不願還沒彈得很好就學作曲。幾乎任何領域中，你只能靠反覆練習學得竅門，別無他法。你可以只管欣賞藝術，不必有能力創作藝術，或者在嫺熟竅門之後，才搖身一變而成藝術家。

家父和我的目標一直不是很相同。但這本書對他和我都管用。他是成長型股票投資人，過去是這種人，現在也是。我則一直是價值型股票投資人。兩人可說道不相同。他想找的是能夠成長、再成長的公司股票，而且以合理的價格買到後，幾乎不賣出。我要的是價格便宜得要命的股票，因為那比它的壞形象要好。

我要說的是：閒聊法和十五要點對成長型和價值型股票都管用。以第四點來說：對一家背後沒有傑出自然銷售動能的價值型公司來說，銷售組織優於一般水準，和順風揚帆一樣重要，甚至有過之而無不及。第五點談高利潤率，道理也是一樣。比方說，在欠缺自然成長率的商品式企業中，市場占有率、相對生產成本和長期利潤率的確全部緊密相依。管理得當可以提高市場占有率和降低相對生產成本，做法通常是引進改良式的生產技術（運用技術，而不是自行發展技術）。管理不彰，將使

利潤率降低，最後消失。因此，1976年，我發現了紐可公司（Nucor）。這是一家小型鋼品銷售商——管理階層優異、技術創新、生產成本較低、在小小的鋼品立基中市場占有率相對偏高、市場占有率節節上升並擴大立基。我從價值型投資的觀點買它；家父也立即從成長型投資的觀點買進紐可。我們運用的都是十五要點。

本書問世時，家父五十一歲，有點像是兼容並蓄的天才，而且已經非常成功。我認為他沒有想到一位新手需要花不少時間才能瞭解這個竅門。這麼多年來，他憑直覺本能慢慢發覺到這個竅門。閒聊那一章只有約三頁，卻是全書最重要的精華之一。事後回想起來，很清楚可以看出：家父漏掉了該納入的竅門部分。他可能認為那是想當然耳，大家都會的事。

這麼多年來，我運用這個方法觀察許多個股，得到十分深入的看法。關鍵在何處？重點擺在客戶、競爭對手和供應商上面。我在第一本拙著《超級強勢股》（Super Stocks, Dow-Jones Irwin 1984，寰宇財金叢書系列76號）裡面所說的竅門，包括如何運用這個方法，並舉出幾個實例。但是同樣的，所談全是竅門。只要你開口問，就會得到答案。個中藝術在於從你得到的答案，再問更多問題——以及正確的問題。我看過有人一成不變地拿著標準問題清單問問題，而不管得到什麼樣的回答。這不是藝術。你問了問題之後，他或她會回答。從那樣的回答中，能再問出什麼樣的好問題？依此類推。如你能當機立斷，馬上提出好問題，你就會是作曲家、藝術家、富有創意和好於探究的投資人。

1972到1982年間，我和父親不知拜訪過多少家企業。我只在他那裡工作一年，但此後合作做過很多事。觀察企業時，他總是事先準備好問題，打在黃色紙張上，行間留空，好塗鴉做筆記。他總是希望做好準備，並讓接受拜訪的公司曉得他有備而來，欣賞他的做爲。同時，他用問題做爲描述談話主題的大綱。事先準備好的問題，也可做爲很好的後勤支援，以防談話內容岔離主題。萬一發生那樣的事，他會利用一個問題，立即把談話方向拉回正題。但是他最好的問題，總是在毫無準備的情況下，直接從腦中蹦出，而不是事先寫下的，因爲聽到某個較不重要問題的答案之後，心有所感，立即而發。提出富有創意的問題，便是藝術。我打從心底覺得，這些問題令他的發問精彩萬分。

我的公司運用十五要點和閒聊法於各式各樣的企業；大部分公司規模較小，而且慘遭痛擊。零售商、各種形式的科技、服務公司、水泥、鋼鐵、特用化學品、消費性產品、賭博，只要你說得出來的行業，我們都有注意。它不見得是說服我或公司下最後決定的因素，但能在這個過程中添加價值。從廣泛的層面思考的同時，每年爲了選取數百支股票，我的公司把這個過程大量製成我們稱之爲電話訪問十二招（Twelve-Call）的方法，發行一本作業手冊，供遠地工作的員工以電話訪問客戶、競爭同業和供應商時參考。這不如你自己親手研究一支股票那麼有效果，但引導我們注意很多事實。我的意思是說，不管照家父原始的設計目的去做，或經修改，廣泛但僅止於較表層的研究，十五要點和閒聊法都有價值。

不過，請不要以為《非常潛力股》一書只有閒聊法和十五要點有價值。只是我認為它們是珠寶，書中也穿插一些較小的光芒、智慧的火花。比方說，1990年，我專業操作股票已有十八年歷史，而且做得相當成功。我在《富比世》雜誌寫專欄已六年。接著，海珊（Saddam Hussein，伊拉克總統）來了。隨著戰爭的威脅日濃，投資人變得膽怯。市場驚惶不安。我鑽研過歷史，並寫了兩本金融史方面的書。我見到的歷史說「買進」。但畢竟我沒經歷過那麼多歷史。一個週末，我翻閱第八章「投資人五不原則」和第九章「投資人另五不原則」，加深了我的決心。我曉得，戰爭恐懼必然是市場買進良機。除此之外，加上我自己的一些經濟預測，1990年年底我發表的專欄鼓吹買進，時機恰到好處。在其他大部分人看空之際，我提出的買進時機正確，有助於穩固我在《富比世》雜誌的長期地位；長久以來，我對《富比世》雜誌一直心懷感激。

你會在字裡行間發現其他很多屬於你的珠寶，對你的助益可能不下於對我的助益。但是關於《非常潛力股》一書，我們有個重要的結論，那就是它全然從基本面出發。這本著作談的是基本面。它不只教我們什麼是真正的投資基本面，也是許多頂尖投資專業人士在學校唸書時的基本教材。多年來，它是史丹福大學商學研究所投資課程使用的教材。各式各樣的學生修得史丹福大學的學位之前，看過這本書，後來其中一些人成了全國知名的投資人。這本書的廣度不止於此。例如，華倫·巴菲特（Warren Buffett）長久以來推崇家父和《非常潛力股》，是他的投資哲學成形的基礎。想看看它有什麼魅力？不妨翻開第九章，看「另五不」裡的第一不：「不要過度強調分散投資」。

巴菲特有個很重要的投資哲學，它的根源，於此一目瞭然。你看到的這段文字，正是巴菲特當年看到的同一段文字。

從家父第一本書撰稿到《保守型投資人夜夜安枕》（Conservative Investors Sleep Well）脫稿，市場基本面的重要性沒改變多少。但是橋下河水翻滾不已。1958到1974年間，有一個大多頭市場和一個大空頭市場——無數一時的狂熱和幻想來了又去。在我看來，菲利浦·費雪（Philip A. Fisher）再次告訴全世界什麼事情才重要，正逢其時。不是我自誇，若非我從旁推促，他不會寫成《保守型投資人夜夜安枕》那一篇。那時我只是無足輕重的毛頭小伙子，但我很難纏，幾乎比其他任何人更能推促他做某些事情。在他的引言中，你會看到他說名稱是我取的，並「貢獻其他很多事情，包括這裡所提一些基本概念」。

但他沒告訴你，為免我難堪，其實原先的計畫不是那個樣子。他和我討論了內容，為了他輕鬆些，本來我們打算合寫這一篇。我應該照兩人同意的內容，撰寫初稿，由他潤飾。這麼做才不會占用他太多時間，而且才能說服他百忙中抽空出來。錯了。初稿我寫得很差，他不得不全部捨棄，從頭來過，一人獨挑大樑，為你寫出比我的初稿要好很多的內容。我寫的文字只會浪費你的時間，並讓他蒙羞。

我認為，第二篇第六章談摩托羅拉公司（Motorola）的部分，正是典型的菲利浦·費雪的風格。他在文內提到，為什麼那時人們不太喜歡的摩托羅拉，其實是家很棒的公司。這一部分很難讀，也不容易看懂它真的是家優良公司。但是不妨看看

後來的事實。這支股票的價格後來上漲為廿倍。也就是，廿一年內，一美元變成廿美元；不計股利，年複率超過15%——而且全部的錢放在一家安全、管理良好的公司，不用每年負擔經紀商的進出手續費，也不用煩惱共同基金的營運費用比率，而且對信心堅定的人來說，不必傷什麼腦筋。真的有人抱牢一支股票廿一年？我可以很肯定地告訴你，菲利浦·費雪就是這麼做的，而且摩托羅拉是他個人持有最多的股票。這段期間內，標準普爾五百種股價指數只漲為七倍。菲利浦·費雪以前是，現在也是這樣的人。找到他知之甚詳的出色公司之後，抱牢很長的時間，讓股價大幅增值。《保守型投資人夜夜安枕》正是我所知最好的一篇論著，告訴我們如何買進並抱牢成長型股票，但不冒太大的風險。

人們常問到我和家父的關係。由於他個性怪異，我也怪異，而且他們往往也很怪異，有時我會給他們怪異的答案。例如，他們常問，就我記憶所及，和父親在一起的哪段經驗我最喜歡。我總是這麼回答：「下一個經驗。」他們可能逼我答覆這個問題：「喔，難道小時候沒有你喜歡的時光？」我立即承認的確是有。他是世界上最好的床邊故事高手，但他的故事和股票市場絕對扯不上邊。我喜愛孩童時期的每一段光陰——人數愈來愈多的巴菲特追隨者討厭這樣的答案。他們希望我從小便研究股票，但親子之間的確沒有太多這樣的事情。那只是工作。因此，洩氣之餘，他們常問我：「那麼，如果你能把令尊的金玉良言濃縮成一句話，那是什麼？」我會說：「去看他寫的東西，並且設法看完。」這正是本書能為你做的事。

序

第一篇

非常潛力股

在投資領域中，「非常潛力股」這個名詞並不是很陌生，因為以下列的文字是華人的投資，所以我們為什麼要再寫這一篇文章，其實很簡單：

在過去幾年，我們看到許多「非常潛力股」，但一年之後，卻發現這些「非常潛力股」，其實現在的公司，山窮水盡，甚至破產，（Chrysler Financial Group），一個重要的金融機構，目前正處於破產狀態，而它的資產上都是華人的主管，以今天的用語來說，這些公司都是「非常潛力股」。

現在這些公司看到難以獲得的金錢回報，而停止於1990年，於是給予它的回報，但這個人的回報，我們清楚知道，它是不正確的，所以我們建議投資公司的公司，而這些公司也應該知道，這些公司是「非常潛力股」，但對這些公司來說，「非常潛力股」。

1991年1月1日，我創立了投資公司（Fisher & Co.），那時是開始有關於房地產事業，而第一筆大單，也在這家公司主要投資在房地產公司，而這項單子，被下家收購，在1991年，然後，我開始在房地產公司擔任多式多樣的工作，利用公報之類，而這個公司也開始的成長，但其實，特別是下家收購的投資行動，以及以後十年我見到別人成功和不成功的投資行動，而

序

在投資領域出版一本新書，很可能需要作者有所說明。因此以下的文字是個人的感想，用以說明為什麼要再就這一個主題，寫書供投資大眾參考。

在那時新設的史丹福大學企業管理研究所待了一年之後，1928年5月我踏進商業世界。我到現在的舊金山國安盎格魯國民銀行（Crocker-Anglo National Bank）一個重要單位的統計部門做事，廿個月後當上那個部門的主管。以今天的用語來說，我應叫做證券分析師。

我在這裡就近看到難以置信的金融縱慾遊戲，高潮止於1929年秋，以及接下來的困頓期。根據個人的觀察，我相信西岸有大好機會，可以經營專業投資顧問公司，與古老但無人尊敬的若干證券經紀商——曉得每一樣東西的價格，但對價值一無所知——截然不同。

1931年3月1日，我創立費雪公司（Fisher & Co.），那時是個投資顧問諮詢事業，服務一般大眾，但注意重點主要放在幾家成長型公司。業務蒸蒸日上。接下來碰到二次世界大戰。前後三年半，我在陸軍航空兵團做各式各樣的工作，利用公餘之暇，檢討個人曾經做過的成功投資行動，特別是不成功的投資行動，以及以往十年我見到別人成功和不成功的投資行動。檢