



寰宇智慧投資389

智慧型股票投資人 (全新增訂版)

*The Intelligent Investor:
The Definitive Book on Value
Investing*

班傑明·葛拉漢

Benjamin Graham 著

傑森·茲威格

Jason Zweig 評釋

齊克用 譯

寰宇出版股份有限公司

888 青島慧豐字號



人資界票如壁慧賢 (週信辭譯全)

The Intelligent Investor:
The Definitive Book on Value
Investing

THE INTELLIGENT INVESTOR, Revised Edition

by Benjamin Graham updated with new commentary by Jason Zweig

Copyright © 1973 by Benjamin Graham

New material: Copyright © 2003 by Jason Zweig

Complex Chinese Translation copyright © 2016

by International Publishing Co., Ltd.

Published by arrangement with HarperCollins Publishers, USA

through Bardon-Chinese Media Agency

博達著作權代理有限公司

ALL RIGHTS RESERVED

目錄

序	認識葛拉漢	07
引言	本書的宗旨	11
	評釋	22
1	投資與投機：智慧型投資者的預期收益	29
	評釋	45
2	投資者與通貨膨脹	57
	評釋	67
3	一世紀的股市歷史：1972年初的股市價格水準	73
	評釋	87
4	防禦型投資者的投資組合策略	97
	評釋	111
5	防禦型投資者與普通股	123
	評釋	135
6	積極型投資者的投資組合策略：被動的做法	145
	評釋	157
7	積極型投資者的投資組合策略：主動的做法	167
	評釋	189
8	投資者與市場波動	199
	評釋	222

目錄

9	基金投資	237
	評釋	253
10	投資者與投資顧問	269
	評釋	283
11	非專業投資者的證券分析：一般的做法	291
	評釋	311
12	每股盈餘的相關問題	321
	評釋	332
13	四家上市公司的比較	341
	評釋	351
14	防禦型投資者如何選股	359
	評釋	378
15	積極型投資者如何選股	389
	評釋	410
16	可轉換證券與認股權證	417
	評釋	432
17	四個極具啟發性的案例	437
	評釋	454

ALL RIGHTS RESERVED

認識葛拉漢

18	八組企業的比較	463
	評釋	491
19	股東與管理階層：股息政策	507
	評釋	516
20	投資的核心概念：「安全邊際」	531
	評釋	543
	後記	551
	後記的評釋	554
附錄	1. 關於投資收益與證券交易所得稅的重要規定 (1972 年)	556
	2. 投資稅的基本內容 (2003 年更新)	557
	3. 普通股中的新投機性因素	559
	4. Aetna Maintenance 公司的歷史	571
	5. NVF 公司收購 Sharon 鋼鐵股份的稅務會計	573
	6. 科技公司的投資	575

目錄

103	9	基金投資	華仕的業全聯八	237
101		評釋	華雅	233
107	10	投資者與投資顧問：羅胡野曾與東強		249
110		評釋	華雅	243
111	11	非專業投資：自利證券分析	華雅	291
113		評釋	華雅	277
111	12	每股盈餘的相關問題	華雅	271
114		評釋	華雅	267
112	13	1. 關於投資收益與投資成本的重要問題 (1972年)	華雅	241
113		評釋	華雅	237
112	14	2. 投資的基本內涵 (2003年更新)	華雅	233
113		評釋	華雅	229
112	15	3. 普通股中的新股權性因素	華雅	225
113		評釋	華雅	219
112	16	4. Aetna Maintenance 公司的歷史	華雅	215
113		評釋	華雅	209
112	17	5. IVF 公司收購：一個值得研究的案例	華雅	205
113		評釋	華雅	199
112	18	6. 科技公司的投資	華雅	195
113		評釋	華雅	189
112	19	可轉換債券與認股權證	華雅	185
113		評釋	華雅	179
112	20	四個極具啟發性的案例	華雅	175
113		評釋	華雅	169

認識葛拉漢

——傑森·茲威格——

班傑明·葛拉漢是何許人也？為什麼我們要傾聽他的建言？

葛拉漢不僅是當代最優秀的投資者之一，也是有史以來最偉大的實踐投資理念專家。在葛拉漢之前，基金經理人的表現簡直就像中世紀的行會一樣，始終被迷信、猜測和神秘的巫術所左右，而葛拉漢的《證券分析》¹（Security Analysis，寰宇出版）則指導人們把這個烏煙瘴氣的圈子，轉變成一種現代化的職業。

葛拉漢的《智慧型股票投資人》，是第一本專門針對個人投資者所撰寫的書籍，其內容告訴投資者，如果想要成功的話，就必須做好情緒管理，並擁有分析的工具。至今，它仍然是一般投資大眾在投資方面唯一且最好的一本書。1987年，我初入社會擔任《富比士雜誌》的菜鳥記者時，第一本閱讀的書就是《智慧型股票投資人》，書中的葛拉漢堅信，任何牛市遲早都會結束，這一說法給了我極大的衝擊。那年10月，美國股票市場遭遇有史以來單日最大的跌幅，而我也深陷其中。（如今，在經歷過1990年代末期狂奔的牛市，以及2000年年初開始的熊市之後，《智慧型股票投資人》的預言顯然又比以往更準了。）

葛拉漢令人印象深刻的見解得之不易：它來自於親身投資失敗的慘痛經驗，以及幾十年來對市場歷史與投資心理的研究。1894年5月9日，葛拉漢出生於倫敦，當時名叫班傑明·葛洛斯包姆（Benjamin Gross-

1. 這本書是葛拉漢與大衛·陶德（David Dodd）合著，於1934年出版。

baum)²；他的父親是一個瓷器餐具和塑像的經銷商。在葛拉漢1歲時，他們舉家搬到紐約。起初，他們的生活很優渥：有一個女傭、一名廚師和一個法國女管家，而且住在第五大道北區。但葛拉漢的父親於1903年去世，瓷器生意也變得搖搖欲墜，因此一家人的生活逐漸陷入了困頓。葛拉漢的母親把自己的家變成了廉價的寄宿公寓，然後借錢做股票「保證金」交易，而她的本錢在1907年的大崩盤全都輸光了。在葛拉漢的餘生中，有時還是會回想起他幫母親到銀行兌現支票時，聽到銀行櫃員用語帶侮辱的口氣說：「多蘿西·葛洛斯包姆（Dorothy Grossbaum）的信用能值5美元嗎？」

幸運的是，葛拉漢獲得了哥倫比亞大學的獎學金，而他的才華也在那裡開花結果了。1914年，葛拉漢以全班第二名的成績畢業。在他的最後一個學期，哥倫比亞大學有三個系所（英語系、哲學系和數學系）全都邀請他擔任教職。當時他只有20歲。

然而，葛拉漢並沒有留下來教書，而是決定到華爾街闖蕩。一開始，他到一家債券交易公司擔任營業員，旋即成為一名分析師，然後是合夥人，不久之後就開始經營自己的合夥投資生意。

如果葛拉漢看到如今網路股的暴漲暴跌，肯定不會感到驚訝。1919年4月，他在Savold輪胎公司上市的第一天大賺了250%，這家公司是汽車相關的新興產業。同年10月，該公司爆出詐欺醜聞，其股票又瞬間變得一文不值。

葛拉漢成了股票大師；他觀察股票非常細微，甚至可說是拿顯微鏡在仔細研究。1925年，他與美國州際商業委員會合作，對石油管線公司艱

2. 在第一次世界大戰期間，葛洛斯包姆家族將其姓氏Grossbaum改為Graham，因為原名聽起來會被懷疑是德國人。

澀難懂的年報做了深入的研究。他發現北方管線公司（Northern Pipe Line Co.）的優質債券每股至少值 80 美元，隨即以當時的股價 65 美元買進。（他買進該股票後，不斷要求該公司的管理層提高股息；3 年之後，他以 110 美元賣掉了該股票。）

在 1929 ~ 1932 年大蕭條期間，儘管葛拉漢的虧損接近 70%，但他還是安然渡過了這一關，並在大多頭市場的底部大量收購廉價股票，從而獲得了大量財富。葛拉漢早期的交易記錄並沒有確切記載，但從 1936 年直到他在 1956 年退休為止，他的葛拉漢·紐曼（Graham-Newman）公司年獲利至少 14.7%，相對於股票市場在一整段期間的整體獲利只有 12.2%，這樣的成績堪稱華爾街有史以來最佳的長期收益率之一。³

葛拉漢是如何做到的呢？他憑著過人的智慧、敏銳的判斷力，再加上豐富的經驗，建立了一套自己的核心原則。這些原則至今仍然適用：

- 股票並不僅僅是一個交易代碼或電腦螢幕上的曲線，而是表彰一個實實在在企業的擁有權；而企業的真實價值，並不等於其股票價格。
- 市場就像一只鐘擺，永遠在極度樂觀（使股票變得過於昂貴）與極度悲觀（使股票變得過於便宜）之間擺動。智慧型投資者是現實主義者，他們會在市場極度樂觀時賣出股票，並在市場極度悲觀時買進股票。
- 每一筆投資的未來價值，都是其現在價格的函數。你支付的價格越高，得到的回報就越少。

3. 葛拉漢·紐曼公司是一家開放式基金公司（參見第 9 章），是葛拉漢與一位資深的投資者傑諾米·紐曼（Jerome Newman）合夥創立的。該基金在大多數時間都不接受新的投資者。感謝華爾特·施洛斯（Walter Schloss）提供的數據，而這些數據是我計算葛拉漢·紐曼的收益率時必不可少的資料。葛拉漢在其後記中提到的年收益率 20%，似乎是未扣除管理費之前的收益。

- 無論多麼謹慎，每一個投資者全都免不了會犯錯。只有堅持葛拉漢所謂的「安全邊際」原則——無論一筆投資看起來多麼令人興奮，永遠都不要支付過高的價格——你才能把犯錯的機率減至最小。
- 投資成功的秘訣在於你的內心。如果你有思辨能力，不輕信華爾街所謂的「事實」，只要堅持你的信心投資，就能獲得穩定的收益，即便空頭市場亦是如此。你只要秉持自己的紀律和勇氣，就不會讓他人的情緒波動，左右你的投資命運。你的投資標的所呈現出來的行為，終究遠不如你自身的行為來得重要。

修訂這本《智慧型股票投資人》的目的，是希望能把葛拉漢的理念運用到當前的金融市場，同時保留其原文的完整性。⁴在葛拉漢的原文中，我添加了一些新的註解，而葛拉漢原本的註解，則會在註解內容開頭處標示【原註】字樣以示區隔。原文的每一章之後，你都會看到一篇新增的評釋。在這些導讀的評釋內容中，我會添加一些最近的例子，來說明葛拉漢的原則至今仍然適用的情況，而且可以看到的是，適用的範圍顯然非常地廣泛。

第一次（或甚至第三次、第四次）閱讀葛拉漢的這部傑作，都會有一種興奮和愉悅的感覺，這讓我非常羨慕。就像所有的經典著作一樣，本書改變了我們看待世界的方式，而本書在教育我們的過程中，也獲得了新生。你讀得越多，進步就越多。以葛拉漢做為導師，你肯定可以成為一個更有智慧的投資者。

4. 本書是經過修訂後的第4版，是葛拉漢在1971～1972年更新後，最初於1973年出版的修訂版。

本書的宗旨是以適合初學者的方式，在投資策略的選擇與執行方面，為投資者提供一些指導。相對來說，本書比較少談論證券分析的技巧，而更專注於投資的原則，以及投資者應有的態度。不過，我們還是會針對一些特定證券進行簡單的分析（主要以 NYSE 紐約證券交易所上市股票來做說明），讓人們更充分瞭解在選擇普通股時，所涉及的一些重要考量。

但本書有很大篇幅是在討論金融市場的歷史演變，因此在某些情況下，還會追溯到幾十年前的陳年往事。為了能更明智地進行證券投資，你必須先對各種債券和股票在不同情況下的表現有足夠的認識——其中至少有某些情況，會在你的經歷中反覆出現。桑塔亞納（Santayana）著名的告誡是：「忘記過去的人必將重蹈覆轍」，這句話對華爾街來說，再真實貼切不過了。

本書內容針對的是投資者，而不是投機者。我們所要做的第一件事，就是釐清與強調這兩者之間幾乎快被人們遺忘的區別。我們首先要聲明的是，本書並不是一本教人「如何致富」的書籍。在華爾街或任何其他地方，都不會有確定而簡單的致富之路。或許我們應該用金融史上的例子，來說明我們的這個論點——我們往往可以從歷史中，得到更多的教訓。在股市狂熱的 1929 年，一位享譽華爾街和全國的大人物約翰·雷克伯（John J. Rascob），極力頌揚資本主義的美好。他在《婦女家庭雜誌》發表了一篇文章，標題為「每個人都能成為富人」。他的論點是：如果你每月儲蓄 15 美元，然後將其投資於優質的普通股，並將分派的股息再投資，那麼經過 20 年後，你累計投入的 3,600 美元就會變成 80,000 美元。¹ 如果這位通用汽車巨頭的建議是可行的，那確實不失為一條簡而易行的致富

1. 雷克伯（1879～1950）曾是化工業巨擘杜邦公司的董事，以及通用汽車公司財務委員會的主席。他還擔任過美國民主黨全國委員會主席，而且也是建造帝國大廈的主要推手。根據金融學教授傑瑞米·西格爾（Jeremy Siegel）的估算，儘管通貨膨脹會吃掉相當多的收益，但雷克伯的投資計劃在 20 年後，實際上應該可以增值到將近 9,000 美元。關於近期雷克伯對長期投資觀點的最新討論，請參見財務顧問威廉·伯恩斯坦（William Bernstein）的文章，網址：www.efficientfrontier.com/ef/197/raskob.htm。

之路。但此一建議的可行性，究竟有多大呢？根據我們粗略的估計：如果按照雷克伯的建議，在 1929 ~ 1948 年間買進道瓊工業指數中 30 支成份股，到了 1949 年初，你就會擁有 8,500 美元。這筆錢顯然比這位大人物所允諾的 80,000 美元要少得多；這說明了任何樂觀的預期和保證，實際上是多麼地不可信。不過，順帶一提的是，這 20 年投資的年複報酬率高達 8% 以上，但考慮到該投資是在道瓊工業指數 300 點時買進，而在 1948 年底收盤時，該指數僅為 177 點，因此能有這樣的報酬率已經算是很不容易了。這一記錄顯示，不管市場如何，持續每月定期買進優質股票的策略是很有說服力的，而這種策略被稱之為「成本平均法」（dollar-cost averaging）。

既然本書並不是針對投機者，因此對短線交易者來說，本書也就沒有什麼意義了。大多數投機者都是根據走勢圖或其他機械式方法，來決定買進或賣出的時機。幾乎所有「技術方法」都採用這樣的原則：因股市上漲而買進，或因股市下跌而賣出。這種做法完全違反了企業合理的經營原則，而且很難持續在華爾街成功操作。根據我們長達 50 多年的市場經驗和觀察，我們未曾發現有人依據這種「追隨市場」的方法，而能長期持續賺錢。我們可以大膽地認為，這種流行方法其實是十分荒謬的。稍後我們就會透過著名的道氏理論（Dow theory），來說明我們在股市交易的觀點。不過，這當然不能被視為是一種證明。

從 1949 年第一版問世以來，《智慧型股票投資人》大約每隔 5 年就會進行修訂。在目前的版本中，我們將針對 1965 年版問世以來出現的各種新情況，做一個簡要的分析²，其中包括：

2. 葛拉漢的「簡要分析」有兩個部分，分別在第 1 章和第 8 章。關於道氏理論更詳細的討論，請參見 <http://vikingsom.yale.edu/will/dow/dowpage.html>。

1. 高等級債券的利率出現空前大漲。
2. 截至 1970 年 5 月為止，一些龍頭股的價格下跌了 35%。這是近 30 年來的最大跌幅（大量劣質股票的跌幅更大）。
3. 躉售和零售物價持續上漲，即使在 1970 年出現整體經濟衰退的情況下，物價上漲的動能仍持續增強。
4. 「聯合」（Conglomerate）大企業、特許行業以及其他創新商業和金融模式的快速發展（其中包括許多詐欺手法，如「信函股」（Letter Stock）³、大量出現的認股權證、誤導性名稱，或是一些運用到外國銀行的做法等等。）⁴
5. 美國最大鐵路公司破產，許多先前信譽卓著的企業，也出現短期和長期債務過多的情況，甚至華爾街經紀公司也面臨惱人的償付能力問題。⁵
6. 投資基金普遍追逐「績效」，導致了一些令人擔心的後果，其中包括某些銀行經營的信託基金。

我們將慎重觀察這些現象，因為有些現象可能會改變本書之前版本中的一些結論和重點。穩健投資的基本原則並不會隨著年代的更替而改變，但這些原則的應用，則必須隨著金融機制和環境的重大改變而調整。

-
3. 【原註】「信函股」的銷售不需要在證券交易委員會（SEC）註冊，其購買者必須出示一封信函，以表彰其購買的目的是為了投資。
 4. 共同基金透過私下交易的方式買進「信函股」（參見前面註解 3【原註】中的定義），然後立即以更高的價格在公開市場出售。這使得那些「投機性的」基金能在 1960 年代中期宣稱，它們擁有非常高的報酬。1969 年，美國證券交易委員會嚴厲禁止了這種違規行為，因此基金投資者如今不必再擔心這個問題了。至於認股權證的議題，將在第 16 章介紹。
 5. 美國最大的鐵路公司賓州中央運輸公司（Penn Central Transportation Co.）於 1970 年 6 月 21 日申請破產保護，這件事讓投資者非常震驚，他們萬萬沒想到如此巨大的公司也會破產（參見本書第 17 章）。葛拉漢所提到債務「過多」的企業，就是指 Ling-Temco-Vought 和 National General Corp 這兩家公司（參見本書第 17 章和第 18 章）。華爾街面臨「償付能力」的問題發生在 1968～1971 年間，當時有好幾家著名的經紀公司突然宣佈破產。