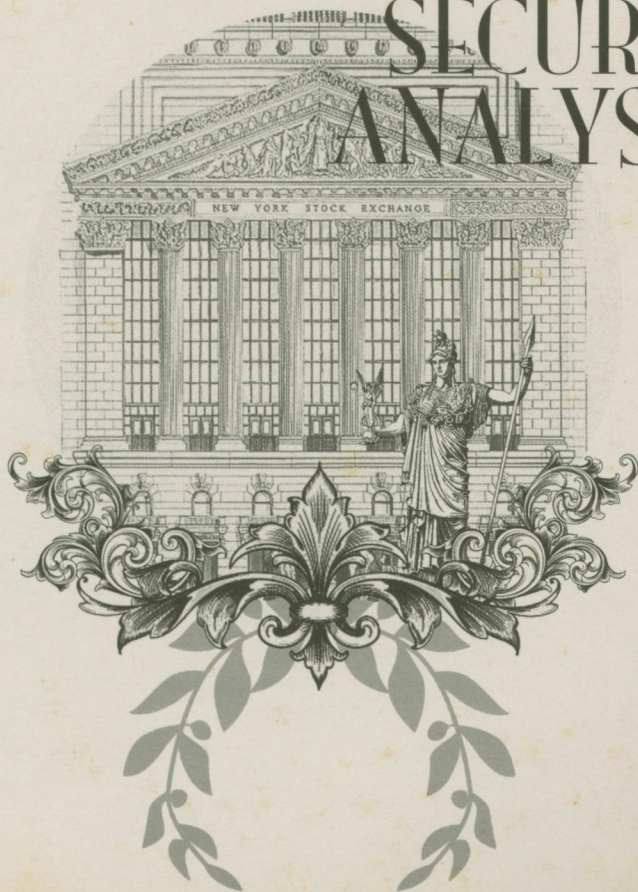


證券分析

卷一·

價值投資的概論與方法

SECURITY
ANALYSIS I



證券分析

卷一

價值投資的概論與方法

SECURITY ANALYSIS I

格拉罕、多德 著

Benjamin Graham, David L. Dodd

林少陽 審訂

Sixth Edition

第六增訂版 顏詩敏、李羨愉 譯



天窗出版
ENRICH PUBLISHING

目錄



卷 I. 價值投資的概論與方法

前言	畢菲特.....10
序言一	東尼.....12
序言二	林少陽.....14

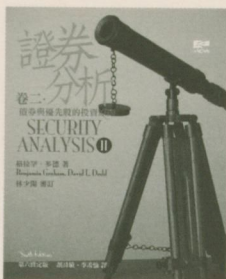
第六版編者序	格拉罕與多德的永恒智慧 卡拉曼.....20
第二版作者自序	格拉罕與多德.....44
第一版作者自序	格拉罕與多德.....46
第六版導言	格拉罕和《證券分析》的歷史背景 格蘭特.....48
第二版導言	格拉罕與多德.....64

第一部分 價值投資的概論與方法

第一部分導言	不可或缺的教誨 羅文斯坦.....80
第一章	證券分析的範圍和局限.....100
第二章	證券分析的基本因素.....118
第三章	信息來源.....136
第四章	區別投資與投機.....151
第五章	證券的分類.....167

附註	177
----	----------





卷Ⅱ. 債券與優先股的投資原則

前言	畢菲特.....10
序言一	東尼.....12
序言二	李永權.....14

第二部分 固定價值類投資

第二部分導言	解開債券之謎 麥斯.....20
第六章	選擇固定價值投資的首要原則..... 39
第七章	選擇固定價值投資的第二與第三原則.....57
第八章	債券投資的具體標準(一)75
第九章	債券投資的具體標準(二)89
第十章	債券投資的具體標準(三)110
第十一章	債券投資的具體標準(四) 123
第十二章	分析鐵路和公用事業債券的特殊因素.....139
第十三章	債券分析中的其他特殊因素.....165
第十四章	優先股理論.....175
第十五章	選擇優先股作投資的技巧.....191
第十六章	收益債券和擔保證券.....207
第十七章	擔保證券(續)223
第十八章	保障契約和對高級證券持有者的補償.....243

第十九章	保障契約(續)	259
第二十章	優先股保障條款：維持充足的次級資本	273
第二十一章	監管所持證券的投資	289

第三部分 具有投機特徵的高級證券

第三部分導言	代價與審判 梅堅	302
第二十二章	特權證券	325
第二十三章	特權高級證券的技術特點	339
第二十四章	可轉換證券的技術特點	357
第二十五章	附認股權證的高級證券與分紅型證券	369
第二十六章	安全度有問題的高級證券	385

附註	404
----------	-----



卷Ⅲ. 普通股的投資理論

前言	畢菲特.....10
序言一	東尼.....12
序言二	蘇偉文.....14

第四部分 普通股投資理論：股息因素

第四部分導言	與現金流共舞 貝高域斯.....18
第二十七章	普通股投資理論.....27
第二十八章	普通股投資的新準則.....51
第二十九章	普通股分析的股息因素.....65
第三十章	股票股息.....89

第五部分 收益帳戶分析：普通股估值的盈利因素

第五部分導言	尋找理性投資 格林堡.....106
第三十一章	收益帳戶分析.....119
第三十二章	收益帳戶的特殊虧損及其他特別項目.....141
第三十三章	收益帳戶的誤導伎倆：附屬公司盈利.....157
第三十四章	折舊和類似費用與盈利能力的關係.....183
第三十五章	公營企業的折舊政策.....209
第三十六章	投資者對攤銷費用的看法.....231

第三十七章	盈利記錄的意義.....269
第三十八章	質疑或摒棄過去記錄的特殊理由.....289
第三十九章	普通股的市盈率：針對資本額變化的調整.....301
第四十章	資本結構.....317
第四十一章	低價普通股：收益來源的分析.....335
附註.....	352



卷IV. 證券價值的時空視野

前言	畢菲特.....10
序言一	東尼.....12
序言二	龍克裘.....14

第六部分 資產負債表分析：資產值的含義

第六部分導言	分拆資產負債表 格蘭華特.....18
第四十二章	資產負債表分析：帳面價值的意義.....29
第四十三章	流動資產價值的重要性.....47
第四十四章	清盤價值的意義：股東與管理層的關係.....69
第四十五章	資產負債表分析(總結)89

第七部分 證券分析的其他方面：價格和價值的差別

第七部分導言	股市大假象與價值投資的未來 艾比斯.....	122
第四十六章	認股權證.....	137
第四十七章	融資和管理成本.....	155
第四十八章	公司金字塔結構的幾方面.....	169
第四十九章	相同領域公司的比較分析.....	183
第五十章	價格與價值之別.....	203
第五十一章	價格與價值之別(續)	230
第五十二章	市場分析與證券分析.....	243

第八部分 環球價值投資

第八部分導言	與格拉罕和多德環遊世界 羅素.....	262
--------	---------------------	-----

附註.....	272
---------	-----

第六版跋	卡拉曼.....	282
------	----------	-----

鳴謝.....	284
---------	-----



前言

華倫·畢菲特 (Warren Buffett)

在眾多藏書中，我對當中四本尤其鍾愛。它們每本都寫於五十年或更久之前，但即使現在重讀，感覺仍像第一次初遇，每每使我獲益匪淺。儘管時光流逝、書頁漸黃，這些著作的智慧卻長存不朽。

這四本書之中，其中兩本為亞當·史密斯的《國富論》(*The Wealth of Nations* by Adam Smith, 1776年)和班傑明·格拉罕的《聰明的投資者》(*The Intelligent Investor* by Benjamin Graham, 1949年)的第一版。第三本正正就是閣下手中拿著著作——班傑明·格拉罕和大衛·多德的《證券分析》原版。1950、1951年，我在哥倫比亞大學修讀時，因有幸追隨班傑明·格拉罕和大衛·多德兩位老師，故對《證券分析》一書早有研究。兩位恩師、一本巨著，均改變了我的人生。

從實用功利的角度來看，那時我所學到的知識，為我此後所有的投資和商業決策奠定了基石。在遇見班傑明和大衛之前，我早就被股市所吸引。我十一歲才攢足115美元購入生平第一隻股份，但之前我已把奧馬哈(Omaha)公共圖書館裡所有有關股市的書籍，一一讀遍。我發現很多有關股市的書籍都很有意思、叫人著迷，但沒有一本是真正有用的。

惟當我閱讀到班傑明和大衛的著作，繼而接觸到他們本人時，我一路索求智慧的冒險長征終於到達了目的地。這五十七年以來，我一直遵循他們展示的投資路線圖，根本沒理由要找過另一種路線。



除賦予知識以外，兩位恩師還給我友誼、鼓勵和信任。對於一個年輕的學生，他們毫不在乎可得到多少回饋，他們只是單向的、無私的提供幫助。而最終，這可能是我最佩服兩位大師的地方。他們天資聰穎，注定成就一番事業；但他們慷慨謙和，卻是自我的選擇。

人性本惡論者可能會對他們的無私行為大惑不解。班傑明和大衛教導像我這樣會購買超值股份或參與套戥交易的年輕人，實際上就是在培育數以千計的潛在競爭者，直接與班傑明自己的投資公司格拉罕一紐曼競爭。再者，班傑明和大衛還會在課堂和著作中使用當前的投資案例，這完全是為我們著想、代我們而做的。對我以及很多我的同學而言，恩師的行為和他們的知識一樣，讓我們印象深刻。我們不僅學懂如何聰明地投資，也學懂如何睿智地生活。

我所珍藏的《證券分析》，亦即我在哥倫比亞大學時閱讀的那本，是1940年版。我肯定我至少讀過四遍，顯而易見，這本書真的與眾不同。

至於說到我鍾愛的第四本書，則更加珍貴，是大衛唯一的女兒芭芭拉·多德·安德森於2000年將她父親的1934年版《證券分析》送了給我，書上附有很多筆記。這些都是大衛在準備發行1940年修正版時所寫的。於我而言，沒甚麼禮物比這本書更有意思了。

序言一

東尼 (Tony Measor)

投資分析，是一門病態科學。華倫·畢菲特 (Warren Buffett) 的老師班傑明·格拉罕 (Benjamin Graham) 與大衛·多德 (David Dodd) 合著的《證券分析》，恕我大膽直言，卻實為投資者的聖經。其重要性就如 *Kennedy's Latin Grammar* 之於拉丁文學生一樣，是所有學生都必讀的課本。

自從忘記歸還《證券分析》予一位同事，或許是故意的，總之我偷了這本書之後，它就成為在下金融藏書之中不可或缺的一部分。

儘管本書詳述投資股票之錯綜複雜；在瞬息萬變的金融市場，持盈保泰之道卻始終如一。本書將最複雜的數學算式化為淺白易明的語言，但它沒有回答一個問題：何時沽售？也許，我們應該永不沽貨。惟形勢會逆轉、專家也有出錯時，應何時沽售？

另一個我想問的問題就是，當市況瘋狂、大局不利入市，資金應如何處理？

美國的金融市場既深且闊，任何時候都能提供不同的投資機會；但在深度不足的市場裡，股份通常都同步進退，如一眾港股於2007年便齊上齊落。香港市場規模細小，理想的投資機會，可能十年一遇，例如1988年、1998年，以及2008年，還有沙士來襲的2003年。其餘日子，怎麼辦？



在某程度上，塞思·卡拉曼（Seth Klarman）已於其精彩的編者序言中，涵蓋了上述的兩個問題。

卡拉曼說：「真正的投資秘訣，在於投資並無秘訣。」的確，只要認真研究格拉罕和多德提出的投資原則，並將之好好應用，投資者已可戰勝大部分潛藏的風險。

《富足一生》作者 東尼（Tony Measor）

序言二

林少陽

格拉罕（Benjamin Graham 1894-1976）與多德（David Dodd 1895-1988）合著的《證券分析》，是每一位有志從事投資者必讀的「投資聖經」。

格拉罕是「股神」兼世界首富畢菲特（Warren Buffett）的師傅，亦是特計財務分析師（CFA）機構CFA Institute的創辦人之一，由1928年開始任教於美國哥倫比亞大學商學院，門生遍佈華爾街。受到他的投資方法啟迪的投資者，被市場冠以「價值投資者」之名。他的入室大弟子畢菲特，更視格拉罕為啟蒙老師及智性上的父親（intellectual father）。為表對恩師的敬意，畢菲特以格拉罕（Graham）作為大兒子候活（Howard Graham Buffett）的中間名字。

亂世出經典

《證券分析》第一版出版的年份——1934年——剛好是1929年股災劫後餘生、經濟陷入大蕭條的冰封時期。當時全世界百業蕭條，美國的失業率高達25%，華爾街股市狂瀉近九成，軸心國（德國、意大利及日本）正醞釀發動第二次世界大戰。本書經得起時間考驗，是因為出版時正好經歷金融市場有史以來最嚴峻的壓力測試，可說是當年大蕭條經歷五年陣痛期所孕育出來的經典著作。

在這個非常時期，很多投資者對證券（股票及債券）投資失去信心，認為所有證券投資都屬於投機。事實上，在《證券分析》出版前後，由格拉罕管理的基金



價格已經跌去過半。由於該基金不少投資者都是他的親屬及朋友，他當時所承受的壓力有多大，可想而知。然而，未因投資損手而喪失理智的格拉罕力排眾議，堅持不是所有證券買賣，都等同投機，投資及投機的主要分別在於：

- 投資是透過充份的資料分析進行的買賣，而投資的目的是以保本為基礎，並提供可靠而滿意的投資回報。
- 任何非保本、未經周全的資料分析便進行的買賣，主要目的是企圖賺取差價利潤的行為，都可視為投機。

很多讀者見到《證券分析》這本書便面有難色，不是因為它的內容抽象，或者是其年代久遠的文字艱深，只是因為它的外表——厚。剛好相反這本書既不抽象，文字淺顯，亦沒有現代財務學常客阿爾發（alpha）、貝他（beta）及加馬（gamma）等怪誕的希臘朋友，更沒有數學微積分公式。書中隨處可見的不是數字符號，而是有如普通常識的投資智慧。

價值與價格

價值投資的中心思想，是排除以價格（price）作為思想的重心，改以價值（value）出發。他的入室大弟子畢菲特不單盡得師傅的真傳，更加青出於藍，將



價值投資發揮得淋漓盡致。其名句「價格是你付出的價錢，而價值是你所得到的回報 (Price is what you pay. Value is what you get.)」，便是對價值投資法一個最畫龍點睛的註釋。

《證券分析》的主要課題是如何決定資產的內在價值 (intrinsic value)，作為資產價格的合理價格，或者是資產價格波動的中心點。市場價格雖然是客觀，但是報價機內的報價每分每秒都在變動。望著神經質的股票報價機，人不變得神經質才怪。如果能夠找到資產的內在價值，便等於在市場上能夠知所進退。

能否判斷資產內在價值的決定性因素，主要看資產回報的穩定性。沒有穩定回報的資產，根本不能定價。內在價值的釐訂，有一定的主觀性，亦可能隨著宏觀經濟的形勢而變化。為減低評估資產價值的主觀成份，格拉罕較側重有客觀基準的有形資產淨值，而畢菲特則較為側重無形資產（如管理技巧及企業競爭優勢等）價值的評估。

安全邊際 (margin of safety) 的概念，與內在價值的概念互相呼應。安全邊際是價格與內在價值之間的差距，如果你付出的價格，低於資產的內在價值，以廣東人的俗語說，你就是以「抵買」的價錢執平貨。安全邊際越大，代表資產越「抵買」；相反，如果投資者以高於內在價值的價錢買入資產，安全邊際將是負數，如果市場價格回復「正常」，投資者將蒙受損失。

投資的藝術

無論我們如何客觀處理及分析資料，由於評估資產的內在價值涉及對未來微觀及宏觀形勢的評估及推算，計算資產的內在價值仍然是一門藝術多於科學。畢菲

特利用「價值投資法」成為世界首富。他能，並不表示你也能。但是，《證券分析》以保本第一、以客觀分析為基礎的投資心法，卻是幫助投資者累積財富的不二法門。貫徹執行價值投資理念的投資者，不大可能會沾手近年炙手可熱的衍生工具，亦不大可能會進行槓桿式資產投資。

堅守價值投資，並不表示投資者能夠預言大跌市的來臨。部份投資者可能因為沒有在跌市來臨前及時沽貨套現，他們即使持有穩健投資回報的資產，亦可能出現暫時性的資產貶值。但是，如果他們擁有的資產是收入最穩定、市場競爭力最佳的公司，起碼仍然可以獲得穩定的現金收益（股息或利息收入），配合穩健的理財政策，很難想像他們會是在金融風暴中沒頂的一群。

放長雙眼

最近環球股市狂瀉，價值投資法失靈之說迅速冒起，順趨操作的理論似乎有取而代之的氣勢。以上的現象，不禁令我想起上世紀九十年代末期，當畢菲特對科網股敬而遠之的時候，他及整個價值投資學派，均被抨擊為追不上時代。不少「新經濟」學派的捧場客，對畢菲特及他的所有同門冷嘲熱諷。當時我及東尼（Tony Measor）身在香港，同時主持一個財經網站，卻對當時科網股千奇百怪的估值方法（你還記得「眼球估值法」嗎？）嗤之以鼻，因而被香港及遠至美國的科網股發燒友，以電郵人海攻勢，不斷進行人身攻擊。結果如何？畢竟，實事求是的分析框架，始終經得起時間的考驗。

價值投資法未必令你即時飛黃騰達，亦不保證投資者不會在跌市中錄得帳面損失，但起碼可以讓堅守信念的投資者在跌市中保留實力。投資者不妨放長雙眼，那最後微笑的人，將依然是你。