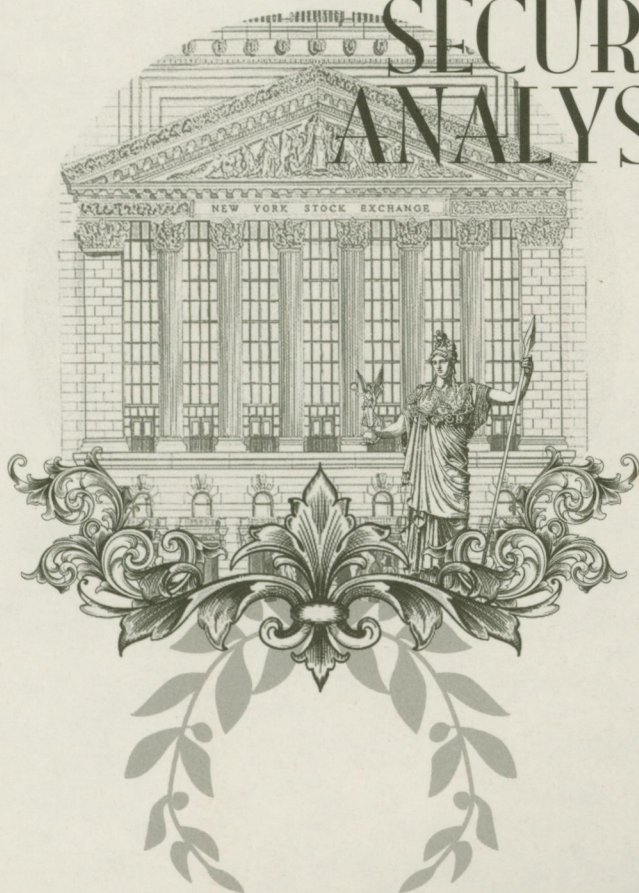


證券分析

卷二·

債券與優先股的投資原則

SECURITY
ANALYSIS II



證券分析

卷二

債券與優先股的投資原則

SECURITY ANALYSIS II

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	血氣與理智 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：普通股估值中的盈利因素

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	分析資產負債表 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) 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、這本巨著，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－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）已於其精彩的緒言中，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

李永權

在這百年一遇的環球「金融海嘯」期間，再版《證券分析》一書的意義十分重大。《證券分析》初版於1934年，作者班傑明·格拉罕（Benjamin Graham）和大衛·多德（David Dodd）以親身經歷美國1929年至1933年經濟大蕭條的心得，加上大蕭條期間的真實資料寫成此書，然後在1940年加進1937年至1938年經濟衰退的資料，修訂第一版再出第二版，在1951年第三版，1962年第四版，1988年第五版，及現時的第六版。

七十多年前著述的投資書籍，絕大部分已煙沒於廢紙堆中，《證券分析》卻依然歷久不衰。放在今天閱讀，發人深省之處仍多，不愧為投資經典之作。格拉罕是價值投資（value investing）流派之鼻祖，現代「股神」畢菲特（Warren E. Buffett）在哥倫比亞大學上過他的投資課，視他為師傅。

格拉罕在一歲時（1895年）隨父親由英國移民美國，1914年哥倫比亞大學畢業後在華爾街的一家小型經紀行工作，1926年與朋友成立一家投資公司並回哥倫比亞大學任教。格拉罕在美國大蕭條期間投資失利，把身家輸個清光，幸得他的拍檔給予支持而得重整旗鼓。在這背景下，格拉罕與他在大學任教的同事大衛·多德寫成《證券分析》。此書不但有學術理論作基礎，還有實戰經驗作支持，絕非坊間媚俗之作，也不是象牙塔內的空論。



《證券分析》的頁數甚多，是一巨著。這次翻譯的中文版本，把原著分拆成四冊，這冊屬於原著的第二及第三部分，專論固定價值投資，也就是現今所說的債券、優先股及可換股債券的投資。

現今一般個人投資者對債券的投資顯然不及七十年前的美國活躍，這與當時沒有很多基金及機構投資者出現，個人投資者主導市場活動有關。2008年「金融海嘯」爆發，令有百年歷史的美國第五大投資銀行雷曼兄弟破產；貝爾斯登、房利美、房地美、AIG、花旗銀行等巨型金融機構和銀行，先後需要美國政府出手打救，它們的股票及債券價格大跌；加上證券化產品（例如債務債券）及信貸違約掉期等金融衍生工具的泛濫，以及在香港與新加坡鬧得滿城風雨、與雷曼兄弟相關的「迷你債券」違約事件，投資者的損失極為慘重。諷刺地，一般個人投資者此時才對債券加深認識。投資者在這時候閱讀《證券分析》，感受會更深刻，得到的啟發會更多。

《證券分析》強調，要了解發債體及債券的信貸質素是否優良，應當把它們放在經濟受壓的情況下檢視，而不是在經濟暢旺時察看。所以，這次「金融海嘯」正好讓投資者認真地檢視，那些發債人抗衰退能力強、那類債券產品在惡劣環境下能繼續生存。

作者提出投資債券最重要是保本，投資者不應奢求利潤增加。這與投資股票不同，投資股票除了防止本金的虧損外，還要追求利潤的增加。因此在選擇債券時須注重四大準則：

(一) 安全至上，發債體必須能依時支付利息，到期還款。

(二) 發債體承諾合約的能力，應在市況惡劣的情況下量度。

(三) 高息不足以彌補本金的損失，用數學計算出來的回報，未能按比例地反映本金面對的風險程度。

(四) 安全與否應有一套標準去量度，例如借用監管機構要求銀行遵守的投資準則。

總括來說，投資債券最要小心審視發債體的信貸狀況。現今債券投資者十分倚賴發債體及債券取得的信貸評級作投資決定。《證券分析》全書沒有提及信貸評級。在上世紀三十年代，三大國際評級機構成立不久（穆迪成立於1909年、標準普爾1916年、惠譽1913年），年資尚淺，未被廣泛認受，直至1936年美國政府收緊規則，限制銀行只可以買入投資級別的債券，評級機構的生意才告突破。可歎這三大國際評級機構過去幾十年辛苦建立的認受性，卻在過去幾年互相競爭下自毀長城。在備受全球譴責下，三大國際評級機構最終承認為追求利潤而寬鬆評級，間接助長「金融海嘯」肆虐。

《證券分析》十分注重資產負債表的分析，提出投資者不應投資於小規模公司發行的債券，因為當市場環境轉壞時，銀行不大願意貸款予小規模的公司，令它們的營運受損，信貸違約事件便較容易出現。但是在過去的二、三十年，規模較小及信貸狀況欠佳的公司和機構也可以發行所謂「垃圾債券」（即信貸評級在BBB以下的債券），這與環球資金愈來愈多，優質債券供不應求，市場部分資金被投入到較高風險的投資產品有關。

書中對無抵押債券及有抵押債券有很詳細的分析。業績良好的發債體比債券有抵押品的發債體更值得投資。業績良好的公司所發行的無抵押債券的安全程度，較其他公司的有抵押債券更高。業績良好的公司在經濟環境欠佳的時候，仍有足夠的邊際利潤作支持；而抵押品的市值會隨著市況變壞而下跌，如不幸遇上違約事件，投資者要等候破產的法律程序完結，待出售抵押品後，才可取回部分投資本金。完成破產法律程序的時間可以很長，因此債券持有人很多時願意以折扣價出售早點收回本金。七十多年前的情況，與今時今日的債務抵押債券及與雷曼兄弟相關的「迷你債券」比較，何其相似！這三十年來活躍的證券化市場，發行了數以萬億美元計的有抵押債券，而這些債券所用的信貸增強方法主要是債券地位順序分級法。抵押品的總金額被包裝分層分級發行，計有高級債券、中級債券及低級債券等；中級及低級債券是次級債券，遇上抵押品出現違約事件，投資於次級債券的投資者只能在高級債券投資者之後取回全部或部分本金。

作者強調如果次級債券不夠安全，則不應投資同一發債體發行的高級債券。在上世紀三十年代，證券化產品還未面世。證券化產品是在1970年第一筆按揭證券出現後，才蓬勃發展開來。如果投資者固執於《證券分析》提出的原則，證券化的次級產品便無人問津。不過，如果一家公司本身發行的次級債券令投資者感到不安，這家公司的信貸狀況顯然出了問題，作者提出的投資原則便十分合理。

作者認為當市場上沒有良好的債券產品時，投資者不應勉強找借口投資次等債券。美國人愛用棒球作生活及投資上的比喻，但投資不像打棒球，只有打三次好球的機會。投資市場上良好的投資產品何止三個，錯過了，只要等待，一定有良好的產品再到來。所以，錯過好的投資產品不等於要立即選擇次等的投資產品，耐心等待時機是價值投資者應堅守的原則。

作者提醒投資者投資於有擔保的債券時不要被「擔保」這看似安全的字眼欺騙了，投資者必須小心分析擔保人的信貸狀況，猶如分析發債體的信貸狀況。同樣地，投資優先股時也應採用投資債券的標準去作風險量度，而選擇可換股債券時應選擇質素及盈利前景好的公司而不是只看可換股債券的條件。

經典著作之所以歷久不衰，是因為它包含了敏銳的智慧，揭示人性的強弱，點出人類的特性，指引行為方向。所以《論語》、《道德經》、《聖經》、《可蘭經》等經典巨著和聖典，雖經歷千百年的歲月，仍深受後人的敬重、學習和發揚。

《證券分析》成書至今已有七十多年。這期間，世界的變化可真大。格拉罕當然不可能預知電腦的發明對金融世界產生的巨大影響，也不可能預知眾多金融衍生工具及對沖基金的出現，對金融世界所造成的衝擊。

偉大的科學家牛頓說：「如果我比別人看得更遠，那是因為我站在巨人的肩上。」格拉罕是近代金融巨人，而「股神」畢菲特及其他信奉價值投資的投資者，站在巨人格拉罕的肩上，把價值投資理論發揚光大，終成為投資界一個極為重要的流派。

御風而行有限公司董事總經理

李永權

第二部分

固定價值類投資

