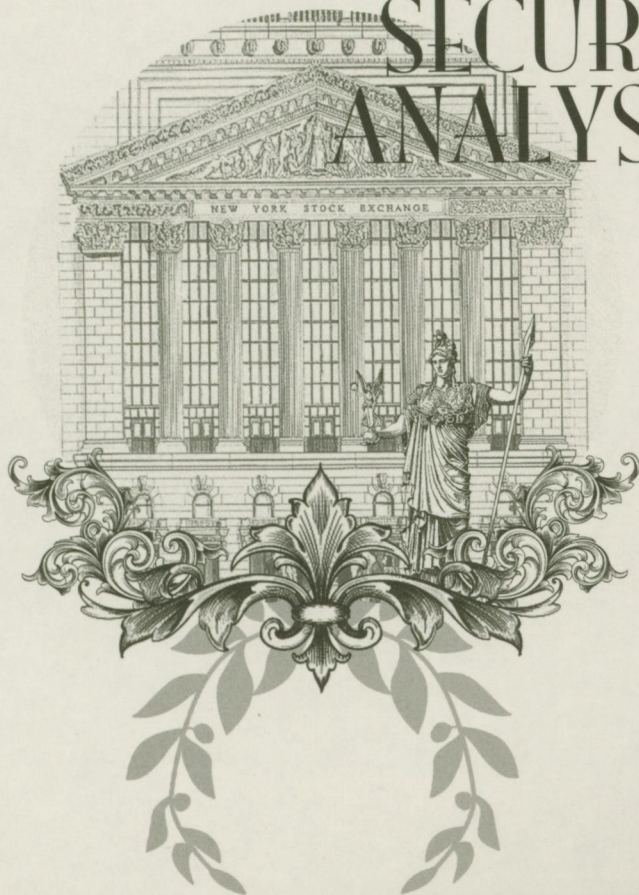


證券分析

卷三·

普通股的投資理論

SECURITY
ANALYSIS III



證券分析

卷三·

普通股的投資理論

SECURITY
ANALYSIS III

格拉罕、多德 著

Benjamin Graham, David L. Dodd

林少陽 審訂

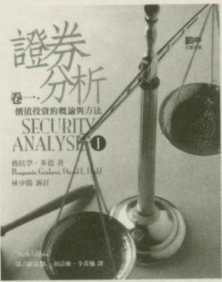
Sixth Edition

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

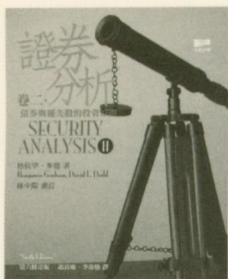
第六版編者序 格拉罕與多德的永恒智慧 卡拉曼.....20
第二版作者自序 格拉罕與多德.....44
第一版作者自序 格拉罕與多德.....46
第六版導言 格拉罕和《證券分析》的歷史背景 格蘭特.....48
第二版導言 格拉罕與多德.....64

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

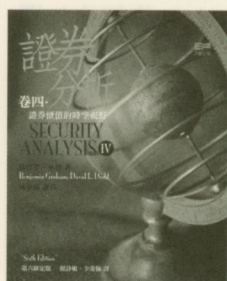
第四部分 普通股投資理論：股息因素

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) 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

蘇偉文

有投資界聖經之稱的《證券分析》終於有最新版的中文譯本。

對廣大的讀者來說，《證券分析》提供的不是何時止賺、止蝕的即食麵式訊息，而是全面的投資估值方法。它所表達的，是投資的基本功——從公司基礎點入手，通過細心驗證公司的經營狀況，從而得出公司的合理值。《證券分析》強調的，不是令人眼花繚亂的種種技術分析，而是教人打好基礎的分析技巧；用武俠小說的說法，《證券分析》傳授的不是花拳繡腿，而是王道的內功心法，這也是《證券分析》在初版七十多年後至今仍被投資界奉為金科玉律的原因。

在有關股息的部分裡，《證券分析》有系統地談及公司派息的利弊，也詳細地分析股息在投資時的應當考慮。例如在談及美國罐頭公司（American Can）的投資價值時（第二十七章），作者列舉三大原因證明該公司屬於投機級別，其中一個原因便是該公司沒有派息。但是不是有派息的公司就有投資價值？作者明確地表示，慷慨派息會削弱公司的資金，不利公司的長遠發展（第二十九章），當中如何取捨平衡，更是一門藝術。而談到如何從股息分派去分析公司的投資價值時，作者提供了獨到見解（第二十九章），不少觀點在七十多年後的今天仍然適用。

《證券分析》在1934年初次出版，當時正值美國經濟大蕭條；而最新中文版的《證券分析》也在金融海嘯中的旋渦中誕生，一本有分量的金融著作是可以經得起



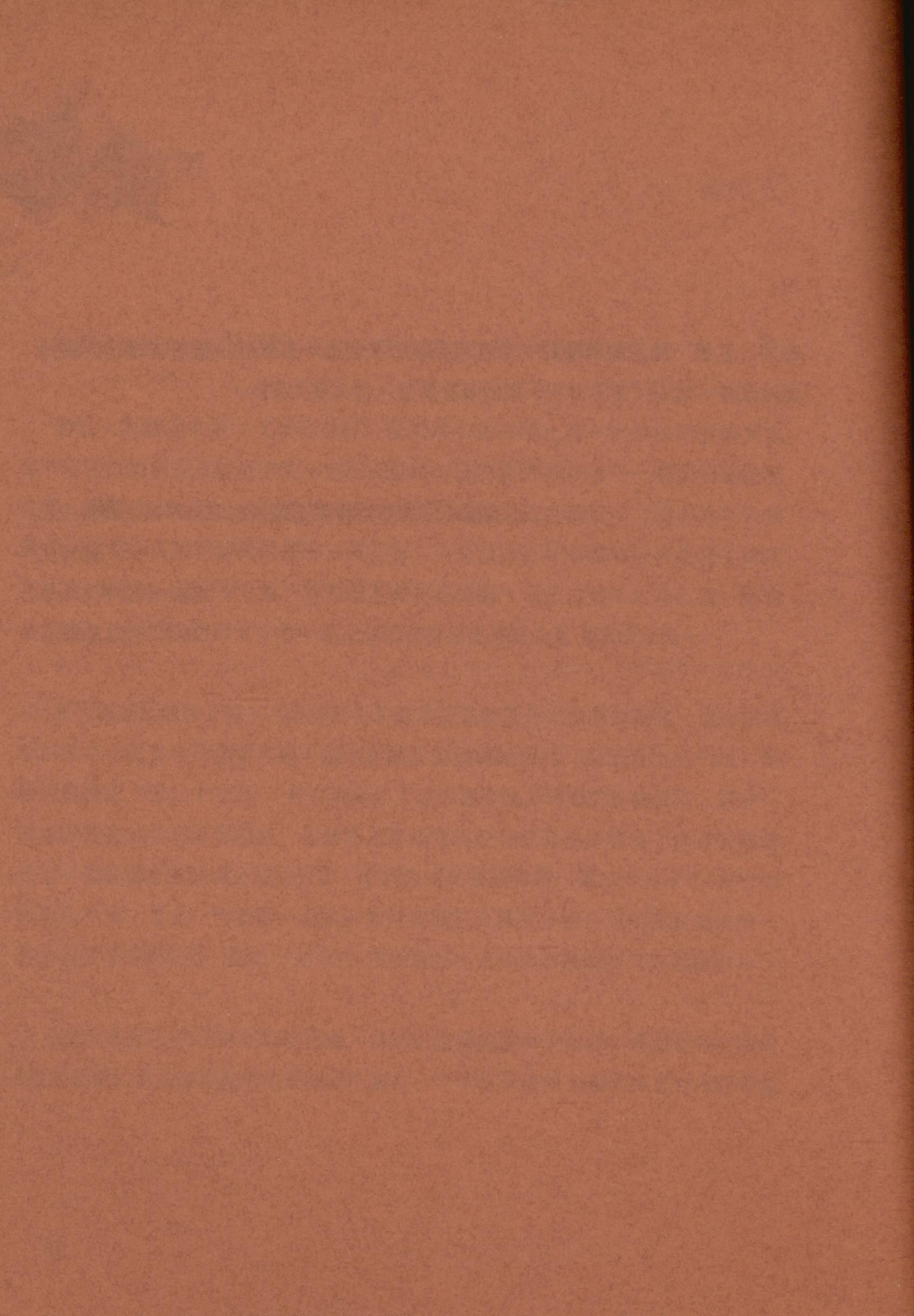
時間、危機、風暴的考驗的。筆者相信在今天起七十多年後，儘管市場已天翻地覆的改變，然而《證券分析》裡的投資智慧，卻是歷久常新。

香港中文大學財務系副教授兼財務學碩士課程主任

蘇偉文

稿於香港中文大學

2008年12月17日





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

Fairholme Capital Management 創辦人暨
Fairholme Fund 管理人
布魯斯·具高域斯 (Bruce Berkowitz)

我成長的城區，是個聚居不同種族的大熔爐，其中一間最受歡迎的零售店就是街角那家雜貨店。區內的居民往往為了滿足日常的小需求，例如買一份報紙、雜誌，或一夸脫牛奶而光顧那裡。我們一班小孩子也時常在雜貨店裡出現，帶著靠哄騙家人或跑腿得來的零錢，總急不及待地花掉，買塊糖果、口香糖和軟性飲料。

店主有一台收銀機，放在靠近前門的櫃檯上。他把顧客買東西收來的現金放進裡面，再從中拿取所需的資金進貨上架、繳付租金、維持店面，以及發放小額薪酬給自己。假如還有錢剩下，店主就有權將剩餘的現金用來投資於業務擴張、償還欠款，或滿足個人的生活開支。

幾年之後，我投身投資界工作，開始閱讀巴郡 (Berkshire Hathaway) 主席畢菲特所寫的年報，並將我引領至班傑明·格拉罕和大衛·多德的著作。我很快意識到，這家簡簡單單的雜貨店的財務運作，是一個很好的自由現金流案例。格