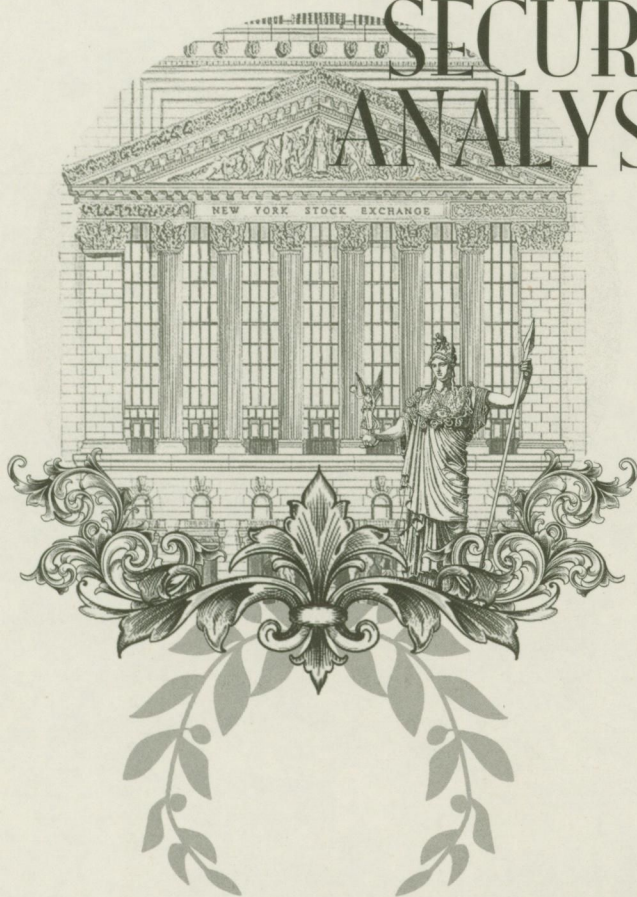


證券分析

卷四·

證券價值的時空視野

SECURITY
ANALYSIS IV



證券分析

卷四·

證券價值的時空視野

SECURITY ANALYSIS IV

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

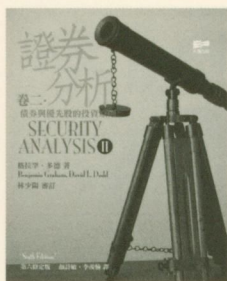
第六版編者序	格拉罕與多德的永恒智慧 卡拉曼.....20
第二版作者自序	格拉罕與多德.....44
第一版作者自序	格拉罕與多德.....46
第六版導言	格拉罕和《證券分析》的歷史背景 格蘭特.....48
第二版導言	格拉罕與多德.....64

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).....	231
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的著作——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年修訂版時所寫的。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

龍克衷

班傑明·格拉罕雖於大學任教，但對於投資界，特別是分析師所作出的偉大貢獻是不容置疑的。他在1942年的《分析師期刊》(*Analysts Journal*，即現時的《財經分析師期刊》(*Financial Analysts Journal*)) 創刊號上，便發表文章支持推出為分析師而設的專業資格，推動證券分析專業化，其後更積極參與成立全國財經分析師協會聯盟(National Federation of Financial Analysts Societies，即CFA協會的前身)的會議。他與大衛·多德合作撰寫的這本《證券分析》，縱使是七十五年前的作品，現在仍是投資業界所公認必讀的聖經。當此金融海嘯之下，更是不可或缺的書籍。

近年間投資市場可謂瞬息萬變。衍生工具的急速發展，令投資產品更複雜但亦更多元化。與此同時，日新月異而且更普及化的資訊科技，不但令專業投資者受惠，亦令即時報價、圖表分析等投資工具平民化；與投資相關的資訊，亦能通過短訊及電郵迅速傳達至所有投資者。在這新環境之下，難免有人認為市場效率大幅提高，質疑使用本書所提倡的價值投資法，是否仍能尋找到吸引的投資目標。

然而，現實的情況卻是，由於資訊氾濫，當中既有浮誇的分析，亦有虛假的謠言，令市場變得更加情緒化，些微的風吹草動，股價便已大幅波動，甚至嚴重偏離其基本價值，但對於能掌握價值投資法的投資者而言，這卻提供了更好的投資機會。



在波動及情緒化的市場情況下，最重要的便是保持冷靜，客觀地分析投資目標的基本價值，但這卻是知易行難。有趣的是，當股價嚴重偏高或偏低時，市場上便會出現一些創新的估值法，作為支持股價的解釋。記得在1989年六四事件之後不久，便曾有證券行以1987年後上市公司的價值為零的假設作為估值基礎，因而得出「沽出」的投資建議；在科網泡沫的高峰期，則有分析員以「藍天溢價」(blue sky premium，可以說是預期發展順利)為理由而大幅提升公司的估值，以支持在股價持續上升後仍然維持其「買入」的建議。事後看這些估值法，當然覺得誇張，但在當時卻不乏信徒，因此保持冷靜及客觀的態度是非常重要的。保持冷靜一個頗有較的方法是，當市場大幅波動並充斥著極端樂觀或悲觀的情緒時，應短暫（一天或兩天）停止觀看股價及接收資訊，只專心地進行分析。此方法除可令頭腦冷靜外，亦可認真評估市場波動的真正成因及對各行業及公司所造成的實質影響。不過，進行「閉關」的重要先決條件，卻是必須有親友或同事助你留意市場，並在有真正的重大事情發生時即時通報。

除了保持頭腦清醒外，投資者亦須盡量保持投資時的自由度及靈活性，以便能夠作出合適的投資決定；事實上，個人投資者此時比機構投資者更具優勢。在2000年科網股熱潮之時，不少機構投資者早已明白到泡沫早已存在，但因科網股的股價持續大幅上升，若其管理的資金並未持有這類股票，投資表現在泡沫爆破前便會落後於對手，而引發贖回潮。然而，若購入這類股票，除了須承受極高的風險外，還進一步推高股價，令泡沫爆破時造成更大的影響，可說是處於兩難的



局面。作為個人投資者，則無此等負擔，亦無須受各種的投資限制（如最高持股量、最低市值、成分股所佔比重等）的約束，只要能善用其自由度及靈活性，亦不難獲得滿意的成績。

若投資者對所投資的公司曾作詳細的分析，則面對市況波動時亦不會自亂陣腳。現時有不少投資者為所作的投資定下「止蝕價」，只要股價下跌至預定的水平便立即止蝕離場。對於一些實力不足或純粹跟風投機的人而言，此舉無可厚非，卻絕非有做詳細分析的投資者應有的態度。若是已做足研究及分析，並對自己的投資決定有信心，那麼，股價下跌只是代表可以以更好的價格購入。因此，若所購入的股份價格下跌時，需做的工作應是檢討分析的程序及所作出的假設，並留意市場上對股價下跌的解釋，以確保當中並無遺漏或錯誤。若確信自己的分析及決定並無問題，則股價下跌便應視為增持的好機會。

《證券分析》提供了最佳的分析工具，是所有的投資者的良伴。若能熟讀此書及明白箇中的精粹，加上對有關公司及行業的研究及認識，應能對投資目標的應有價值作出高質素的評估。雖然最好的分析亦不能保證投資可以獲利（誰可預測到中信泰富會在外匯投資上出現如此重大的虧損），但只要進行適當的風險管理，應可以比其他的投資者得到更理想的回報。

香港財經分析師學會會長
龍克裘

第六部分

資產負債表分析：

資產值的含義