

葛拉漢 教你看懂 財務報表

價值投資之父的經典著作
規避股市泡沫的不二法門

The Interpretation of
Financial Statements

班傑明·葛拉漢 Benjamin Graham 著
史賓瑟·梅瑞迪斯 Spencer B. Meredith

陳儀——譯

目錄

推薦序	投資功夫的基本馬步／毛仁傑	005
推薦序	站在巨人的肩膀上看財務報表／周玲臺	009
普萊斯推薦序		013
前言		019

第一部

資產負債表與損益表 021

第一章	資產負債表概述	023
第二章	借項與貸項	026
第三章	總資產與總負債	033
第四章	股本與公積	035
第五章	財產科目	038
第六章	折舊與折耗	041
第七章	非流動資產	044
第八章	無形資產	046
第九章	預付費用	049

第 十 章	遞延費用	051
第 十 一 章	流動資產	053
第 十 二 章	流動負債	056
第 十 三 章	營運資金	058
第 十 四 章	流動比率	061
第 十 五 章	存貨	064
第 十 六 章	應收款項	067
第 十 七 章	現金	069
第 十 八 章	應付票據	071
第 十 九 章	準備金	073
第 二 十 章	帳面價值或股東權益	077
第 二 十 一 章	帳面價值的計算	079
第 二 十 二 章	債券與股票的帳面價值	081
第 二 十 三 章	帳面價值裡的其他項目	084
第 二 十 四 章	清算價值與淨流動資產價值	086
第 二 十 五 章	獲利能力	088
第 二 十 六 章	典型的公用事業損益表	090

第二十七章	典型的工業公司損益表	094
第二十八章	典型的鐵路公司損益表	096
第二十九章	計算盈餘	099
第三十章	維修與折舊因子	103
第三十一章	利率和優先股股利的保障度	106
第三十二章	趨勢	108
第三十三章	普通股的價格和價值	110
第三十四章	結論	113

第二部

以比率法分析資產負債表與損益科目	115
------------------	-----

第三部

財務專有名詞與慣用語的定義	129
---------------	-----

【推薦序】

投資功夫的基本馬步

毛仁傑

禮正投顧總經理

2008年由美國次貸風暴所引起的全球金融海嘯，讓許多人害怕1929年美股崩盤所引起的經濟大蕭條又會再度來臨。許多描繪1930年代經濟情勢的書籍成為現代人去搜尋古老記憶的最佳媒介。如果讀者不只是要了解當年大蕭條的前因後果，想更進一步探求恐慌時代的投資致勝之道。這本葛拉漢在1937年出版的財務報表解讀，是沒有會計學背景的投資人，進入價值投資領域的極佳途徑。

葛拉漢的投資理念深深地影響了華倫巴菲特、約翰奈夫等當代投資家。尤其是巴菲特在這次金融海嘯中展現的中流砥柱角色，以及在眾人恐慌中貪婪地伸手承接股票的膽識，實在令人佩服。重點是，深藏在巴菲特背後，幫著他克服恐慌心理的價值投資理念，究竟是如何形成？實質

內涵如何？坊間的書籍多是以成功案例在歌功頌德。但是本書並不以華麗的辭藻來形容價值投資的優點，而是以簡單的文字，一步一腳印地來敘述財務報表分析的訣竅。正是想要練好價值投資基本功的好教材。

誠如葛拉漢自己所言。本書的很多內容看起來都很基礎，事實上，財務報表分析本來就是相對簡單的一件事情，在投資的領域中，最困難的部份是對未來情勢發展的預測，也是投資成敗的關鍵所在。爲了要提高預測的正確機率，對於過去及現在的表現，絕對有必要詳細分析，而財務報表的解讀就和學功夫要紮馬步一樣，基本、簡單、無聊但必要。

在財務報表中，現在市場流行的分析方法是過度重視損益表的當年度盈餘預估。我們常常看到法人機構的研究員或財經媒體，積極地在每月營收，每季盈餘，或每年EPS等幾個損益表的數字中找尋答案。這些數字的追蹤和預測當然重要，但是過度偏頗的結果，往往造成投資上的盲點，以及被有心人操弄的空間。

我們從過去多年來國內外股票市場，看到許多實際發生的案例。上市公司爲了符合市場喜好追求營收、盈餘成長的特性。利用各種會計調整的手段，甚至是虛偽作假來達到當期損益表的美化效果。不過會計學本身有一定的勾

稽作用，許多藏在損益表中的美化效果，會被自動地在資產負債表中露出端倪。因此，多注意資產負債表中的財務分析，是未來投資股票的過程中，極為重要的一門功課。

葛拉漢在本書中，對於資產負債表和損益表的重要科目都有深入淺出的說明，讓讀者即使沒有會計學的背景，也可以明瞭許多隱藏在數字背後的意義。葛拉漢明白指出，一檔證券的帳面價值其實是相當人爲造作的價值，因此在實際投資證券前，儘可能的檢視財務報表，是降低風險的基本功課。

除了針對財務報表的各個科目提出言簡意賅的說明外，整個解讀數字的背後，事實上也是隱隱道出葛拉漢的投資哲學。千萬別輕忽這個看似簡單，卻影響了許多投資大師的哲學。就是因為簡單易懂，反而能夠確實執行，最後的關鍵在讀者閱讀完畢後，能不能夠乖乖地去跟著做。

葛拉漢在清算價值的章節中提到：討論鐵路公司或一般大眾公用事業的清算價值是不切實際的。然而，我們卻可以相當精確地計算出銀行、保險公司或投資控股公司的清算價值。如果清算價值數字大幅高於市場價格，那麼這個事實可能隱含重大意義。

當然，隨著時代的演進，會計科目的表達及運用原則有了很大的改變。這本1937年所寫的書籍在當年的意義和

現在略有不同。1930年的金融業沒有現在這麼複雜的衍生金融商品，這些商品的定價模式往往牽涉到高度精密的數學運算，一般人根本無法分析。如果商品本身又沒有公開且大量的流通市場來反應價格，那麼持有這種商品的財務報表就很難評估。這也是2008年全球金融海嘯所引起的重要課題。不過萬變不離其宗，對於一般投資人來說，看不懂的就不要碰，每個人只要去選擇自己看得懂的股票去投資就夠了。最終來，可以掌握的機會才是機會，其他不能控制的是運氣，交給上天去分配，不是凡人該強求的。

在每一次的金融恐慌中，我們都看到類似巴菲特這種成功投資家的積極動作。我們也常常在事後佩服他們的膽識。怎麼會在那麼惡劣的大環境氣氛中，為人所不敢為！事實上，他們也是人，也有人性的貪婪與恐懼。只是他們的投資哲學經過千錘百鍊的試驗後，讓他們體會這種哲學的成功機率較高，自然地在同樣情況發生時，採行類似的策略。這種人棄我取的投資行為，需要實際戰鬥經驗的長期累積，更需要一套穩定可行的投資邏輯來增強信心。本書的內容是這套邏輯功夫的基本馬步，看似無趣，卻深含意義，值得推薦給投資大眾來反覆練習。

【推薦序】

站在巨人的肩膀上看財務報表

周玲臺

國立政治大學會計系教授

剛開始閱讀《葛拉漢教你看懂財務報表》時，正是非裔歐巴馬高票當選美國下任總統、各國民眾歡欣鼓舞之時，全球罕見的金融海嘯卻依然波濤洶湧、振盪股市。紐約及世界各證交所指數經常連續數日漲跌數個百分點，令人聞投資即色變！然而仔細思索目前的環境背景，其實和葛拉漢出版他的經典財務報告分析指南時是可以相提並論的。因為三〇年代的美國，正經歷1929年10月29日「黑色星期二」引爆的經濟大蕭條，1929至1933數年間，道瓊工業指數跌掉89%的市值，不但使得從1920年代起過度投機炒股的投資人大受打擊，包括基礎製造業在內的各行各業都受到嚴重波及，一蹶不振。

其後，美國國會及各界深刻檢討，認為當時企業財務

0	1	0

報表資訊不僅不完整、不透明，甚至不能公正表達財務狀況，造成投資人無法正確判斷，因此於迅速通過的「1933證券法」及「1934證券交易法」中，成立一個獨立超黨派，且擁有「準司法權」的證券與交易委員會（Securities and Exchange Commission, SEC），以強化美國證券市場的規範與監管機制。數十年來SEC最重要的成就，包括建立會計師查核簽證上市公司財務報表的制度，且形成共識由專責機構制訂統一的財務會計準則與審計準則，及由SEC總籌監督與執行推動之責。但是在1937年葛拉漢撰寫本書之時，美國會計師協會（American Institute of Accountants）剛開始成為全國之專業代表組織，內部也只有一個特別委員會，負責與紐約證交所協調與會計師、投資人及證交所共同有關的事項。當時市場的筭路藍縷，與今天被視為理所當然之一般公認會計準則，會計師查核證財務報表、8K表重大事項揭露等複雜的規範機制相比，差距不可以道里計。因此倒退七十多年，設身處地思考《葛拉漢教你看懂財務報表》的內容，當年他對閱讀幾乎毫無規範的財務報表時所提出的智慧箴言，真是彌足珍貴。而他所質疑或提醒的重點，直至今日似乎仍然是會計學術界與準則制定者經常議論對話的題目，更令人不禁佩服他的銳利眼光。

譬如，在有關非流動資產的討論中，葛拉漢提到除了

百分之百子公司的合併報表及隨時會賣出的「有價證券」投資外，要衡量其他那些只持有部份股權的被投資公司之實際價值是很困難的。這也印證時至今日，合併報表少數股東權益、長期投資公平價值，甚至金融資產評價損失之會計處理會時生爭議之原因，因此葛拉漢認為「要衡量這些投資的實際價值是有困難的……所以(投資人)應該特別花一點心力取得和這些項目有關的額外資訊。」他以專家的經驗，提醒財報閱聽人資訊本身的限制性，十分發聲振聵，難怪投資大師巴菲特要如此的推崇他了。

《葛拉漢教你看懂財務報表》最珍貴的部分，是他不但嘗試把基本的財務報表定義、原則說明清楚，更把哪些觀念容易產生陷阱、或導致誤解都予以點出，因此可說是集其一生投資之心得，使讀者可以立刻了解閱讀財務報表應注意的重點。故而本書不僅對初學者有益，其實更適合已具相當會計基礎的人，再次重溫基本會計常識，定能對葛拉漢心血結晶所凝聚的醒世銘言發出會心的微笑。

當然由於七十年以來會計理論與原則的進步頗大，難免有些地方與現行規範或實務不符，但瑕不掩瑜，甚至可以藉機今昔對照一番。正如同香奈兒的中性黑白長褲套裝，曾帶領時代女性走出傳統束縛，至今也仍然是瀟灑女裝的經典款式。

如果看懂財務報表是認識投資知識的開端，判斷會計數字背後傳達的交易訊息與底蘊內涵，則需要經驗、冷靜與智慧，在本書中葛拉漢與梅瑞迪斯已經為投資人作出最好的詮釋了。值此全球金融風暴方興未艾之際，細讀《葛拉漢教你看懂財務報表》書中之提醒或警示，令人頗有歷史依然重演之嘆，而能夠站在先行巨人的肩膀上看懂財務報表，又是何其的幸運！

普萊斯推薦序

1975年春天，就在我剛展開我在共同股份基金公司（Mutual Shares Fund）的職業生涯不久，馬克斯·海恩要求我研究一個小型啤酒公司——史加佛釀酒公司（F&M Schaefer Brewing Company）。我永遠不會忘記，我在研究資產負債表時，發現有一筆價值 $\pm 4,000$ 萬美元的淨值，以及4,000萬美元的「無形資產」。我告訴馬克斯，「它看起來很便宜。它的成交價格遠低於它的淨值……一檔典型的價值型股票！」馬克斯說，「再仔細研究研究。」

於是，我詳細檢視財務報表附註和各項財務報表，不過，當中並未提及這些無形資產的出處。我打電話詢問史加佛公司的財務主管，我跟他說：「我在研究你們的資產負債表。請告訴我，這4,000萬美元的無形資產是怎麼來的？」他回答：「你沒聽過我們響叮噹的廣告歌『當你想要喝一瓶以上時，史加佛就是你的選擇』嗎？」

那就是我第一次分析無形資產的經驗，當然，這筆無形資產遭到嚴重高估，導致帳面價值上升，同時也讓該公司1975年表面上的獲利狀況看起來比實際情況好很多。而這一切是讓史加佛公司股價超過其應有價值的原因。所以，我們當然沒有買它的股票。

在現代，被列入資產負債表的廣告歌（被視為無形資產）有多少？金額是多少？幾十億美元嗎？或者，現在情況已經改變？諸如可口可樂、飛利浦·莫利斯與吉列等企業目前在全世界都極具影響力，它們也都有龐大的「無形」資產，這些企業是否根本沒有把這些無形資產列在資產負債表上？

葛拉漢和梅瑞迪斯的《葛拉漢教你看懂財務報表》1937年經典版再次發行的正是時候。由於我們的會計慣例一直都不是很允當（未來也將是如此），而且未跟上企業發展的腳步，此外，會計慣例也持續在變革，因此對一般投資人（如商業人士和學校的老師）來說，基本財務報表研究的重要性從未像現在那麼高。

1998年時，企業界大型購併潮已延續了二十年，多數知名的大型企業都曾收購一個或多個企業，這導致這些公司的財務報表變得愈來愈難以讓人看得懂。目前財務會計標準局（Financial Accounting Standards Board）正在研究

是否要廢除收購相關會計處理法中的權益結合法（pooling of interest），這個變革將導致被列在資產負債表上的商譽金額上升。權益結合法允許企業將它的會計科目和被合併或被收購企業的科目合併，不需提列商譽；同時，結合法也會對股票買回行為進行限制，但是會計上的購買法（另一種處理合併或收購的會計方法）卻允許股票買回行為，並要求所有商譽可以在不超過四十年的期間內分期攤銷。要求企業記錄商譽的規定可能會導致收購溢價與企業評價水準降低。

在1996年合併的富國銀行與第一州際兩家銀行是採用購買法，但最近大通曼哈頓銀行和化學銀行合併則採用權益結合法。在檢視這些與其他類似合併案的後續經營成果時，必須以一致的方式來解讀會計方法。舉個例子，儘管富國銀行每年必須攤銷接近3億美元的商譽，卻還是以現金流量買回股票，而且該銀行在針對每股盈餘攤銷商譽之餘，目前還能提報「現金盈餘」與正常盈餘。我們共同股份公司的人認為，在檢視合併與收購案較多的產業（相對也提列較多商譽）時，必須比較要求「現金盈餘」，其次才是攤銷商譽後的盈餘。投資人要在當前這個步調快速的市場中取勝，關鍵在於正確解讀這些會計議題與企業行為的改變。班·葛拉漢「永遠回歸財務報表」的原則，將讓

投資人得以避開嚴重的錯誤，而如果沒有犯下大錯，複利效果就會開始發揮它的力量。

不管你是否為葛拉漢的信徒，無論你是價值型投資人或是成長型乃至動能型投資人，應該都同意股價一定和企業的財務有關。投資人經常忽略一些評估普通股基本價值的基本數字，如帳面價值、現金流量、利息和其他各種比率。尤其在繁榮或恐懼期，投資人更經常會偏離這些成功投資的根本方法。充分理解如何解讀基本財務狀況後，投資人將可以更集中焦點，並因此避免犯下代價高昂的錯誤，同時有助於找出被隱藏在華爾街裡的珍珠。

當代企業多半都比過去任何一段期間更全球化。這些企業目前配銷全球的很多產品是數十年的研究與花費數百萬美元推銷費的成果，不過，它們卻沒有在資產負債表上提列任何無形資產，因為這些無形資產已經反映在市場價格上。不過，究竟市場願意花多少錢去買一個品牌，原因又是什麼？這個金額是否和製造這些知名產品所需的現金流量有關？全球化企業已經非常瞭解如何善用它們的品牌來創造槓桿利益。航空公司利用電腦來計算最佳負載因子，管理資訊系統更讓企業得以利用資產創造有史以來的最高報酬率。隨著企業透過直接或合作方式進行全球化，品牌的真正價值將逐漸浮現，這樣一來，使用財務報表的