

INTELLIGENT INVESTOR

智慧型
股票投資人

BENJAMIN GRAHAM 著
俞 濟 群 譯



寰宇財金 46

智慧型股票投資人

The Intelligent Investor
A Book of Pactical Counsel

Benjamin Graham 著

俞 濟 群 譯



HARPER & ROW, PUBLISHERS, New York

Cambridge, Philadelphia, San Francisco,

1817 London, Mexico City, São Paulo, Singapore, Sydney

46

全球華商



人資對票劵堅慧皆

The Intelligent Investor
A Book of Practical Counsel

The Intelligent Investor

by Benjamin Graham

Copyright © 1973 by Harper & Row, Publishers, Inc.

Chinese translation copyright © 1996 by International Publishing
Company

Published by arrangement with Harper & Row, Publishers, Inc.
through Bardou-Chinese Media Agency

All Right Reserved

Benjamin Graham | 著
壽 壽 壽 壽

HARPER & ROW, PUBLISHERS, New York
Cambridge, Philadelphia, San Francisco
London, Mexico City, São Paulo, Singapore, Sydney



謝 辭

在撰寫本書第五版時，許多老朋友一再大力襄助。其中最主要的合作者要數華倫·包菲特（Warren Buffet），他的建議和實質協助確實幫助不小，Alan和Thomas Kahn以及在紐約證券交易所會員公司Abraham & Co服務的其他人，工作十分努力，並且在各項任務上都表現良好。我也要感謝我的朋友和學生Conrad Taff和其他幫忙我的人。

第二章 投資者與通貨膨脹.....	17
第三章 一世紀的股票市場發展史.....	29
1972年初的股票價格水準.....	29
第四章 一般投資組合的策略：防禦型投資者.....	45
第五章 防禦型投資者與普通股.....	59
第六章 進取型投資者的投資組合策略：消極的方法.....	71
第七章 進取型投資者的投資組合策略：積極的方法.....	83
第八章 投資者與市場波動.....	107
第九章 投資基金.....	131
第十章 投資人和投資顧問.....	147
第十一章 非專業投資者的證券分析.....	161
第十二章 每股盈餘的相關問題.....	183

報 導

「我們伺機、待時，

勇往直前……」

——羅馬史詩Aeneid

Copyright © 1973 by Harper & Row, Publishers, Inc.

Chinese translation copyright © 1996 by International Publishing Company

Published by arrangement with Harper & Row, Publishers, Inc.
through Bardon Chinese Media Agency

All Right Reserved

目 錄

謝辭	1
序	5
引言	9
第一章 投資與投機的比較：	
智慧型股票投資者所應預期的結果	1
第二章 投資者與通貨膨脹	17
第三章 一世紀的股票市場發展史：	
1972年初的股票價格水準	29
第四章 一般投資組合的策略：防禦型投資者	45
第五章 防禦型投資者與普通股	59
第六章 進取型投資者的投資組合策略：消極的方法	71
第七章 進取型投資者的投資組合策略：積極的方法	83
第八章 投資者與市場波動	107
第九章 投資基金	131
第十章 投資人與投資顧問	147
第十一章 非專業投資者的證券分析	161
第十二章 每股盈餘的相關問題	183

第十三章	四家上市公司的比較	195
第十四章	防禦型投資者的選股	205
第十五章	進取型投資者的選股	223
第十六章	可轉換債券與認股權證	245
第十七章	四個極富啓發性的歷史案例	261
第十八章	八組企業的比較	277
第十九章	股東與管理階層：股利政策	305
第二十章	核心的投資概念：「安全保障」	313
後 記		325

附錄

一、葛拉罕——陶德維爾超級投資者	327
二、投資收益與證券交易的重要稅則（1972年）	353
三、普通股的投機新風潮	354
四、個案研究：Aetna Maintenance Co.	368
五、NVF收購Sharon Steel股份的稅務會計	370
六、以科技企業做為投資標的	371

序

我在1950年代初期，閱讀了本書的第一版。當時，我才十九歲，我認為這是投資領域中最佳的書籍。目前，我仍然如此認為。

成功地投資生涯不需要傑出的智商、非比尋常的經濟眼光，或內線消息。所需要的只是下決策時的健全智識架構，以及有能力避免情緒破壞該架構。本書明確而清晰地描述該架構。你必須將情緒納入紀律之中。

如果你遵從葛拉罕所倡導的行為與商業原則——尤其是第八章與第二十章珍貴的建議——你的投資將不會出現拙劣的結果（這是一項遠超過你想像範圍的成就）。你的傑出績效將取決於運用在投資的努力與智識，以及在你的投資生涯中股票市場所展現的愚蠢程度。市場行為愈愚蠢，明智的投資機會便愈多。遵循葛拉罕的教誨，你將從愚蠢的行為中受益，而不會參與其中。

對我來說，班哲明·葛拉罕不僅是一位作家與導師而已。除了我父親，他是影響我一生最大的人。在班哲明於1976年去世後不久，我在《金融分析師雜誌》（Financial Analysts Journal）發表了一篇追悼他的文章。閱讀本書時，我相信你會感受到我在讚辭中所提及的一些特質。

班哲明·葛拉罕

1894年—1976年

幾年前，班·葛拉罕當時已經年近八十，他向一位朋友表示了一種想法，希望每天都可以做些「傻氣、具有創造力而慷慨的事」。

這種想法的第一個古怪目標充分反應了他觀念表達的方式，拒絕以說教或自以為是的方式闡述其見解。他的觀念雖然十分強而有力，表達方式卻是如此親切。

就創造力來衡量，本雜誌的讀者無需我來詳述其成就。任何學科的創始者通常會在極短的時間內，便為繼承者奪去光芒。本書為紛亂而混淆的活動帶來了結構與邏輯；在它出版之後的四十年，我們仍難在證券分析領域內發現任何後繼之人。在此領域中，大多數書籍在出版之後的幾週或幾個月，就看起來相當可笑。班哲明所倡導的原理卻仍穩固如山——其價值在金融風暴襲捲脆弱智識架構的過程中，卻更加凸顯，而為人們所認同。他所提倡的穩健原則始終為其追隨者帶來可觀的報酬——即使這些追隨者的天賦遠遜於其他更有才華的投資者，後者卻因為遵循耀眼或時髦的理論而失敗。

班哲明在其專業領域的傑出成就上存在著一項顯著特色，即絕不圍繞在單一宗旨的狹隘心智活動。它是一位學識淵博之智者的偶然副產品。我不曾知道任何人擁有如此寬廣的心靈。他對任何新知識都充滿著無限的好奇心，並且能夠透過回憶將

它們重新塑造，運用在看似毫無關連的問題上，為任何領域的思考帶來喜悅。

然而，他所追求的第三項目標——慷慨——是其他人所無法比擬的。我將班哲明視為我的導師、我的雇主和我的朋友。在各種關係中——如同在他與所有的學生、雇員和朋友的關係——他都能在觀念、時間與精神上提供絕對開放而毫無保留的慷慨態度。如果需要清晰的思考。則無其它更好的去處。如果需要鼓勵或建議，則班哲明將是倚靠。

華特·利普曼（Walter Lippmann）曾經說，前人種樹，後人乘涼。班哲明·葛拉罕便是這種人。

錄自《金融分析師雜誌》1976年11月／12月

引言

本書的宗旨

本書的宗旨是以適合於初學者的方式，提供投資策略之採納與執行的指引。相對來說，本書比較不重視證券分析的技術面；主要內容乃專注在投資的原則與投資者的態度。然而，我們將提供特定有價證券的精簡比較——主要是以紐約證券交易所（NYSE）上市股票做對照說明——以便讀者充分瞭解普通股在選擇上所需要注意的重要事項。

但是，本書許多篇幅涵蓋金融市場的歷史型態，在某些情況下，甚至回溯到數十年前的案例。爲了明智地從事證券的投資，投資者對於各種情況下股票與債券的行爲方式必須有充分的認知——投資者本身很可能遭遇到部分的類似經驗。桑塔亞納（Santayana）曾經提出一段著名的警語，「未能記取歷史教訓者，註定要重蹈覆轍」，這段陳述十分適用於華爾街。

本書訴求的對象是投資者、而非投機客，而我們首先要釐清與強調這項長久以來爲人們所淡忘的區別。或許，我們應該一開始就聲明，本書並非有關「如何致富」的書籍。在華爾街或其它任何地方，都沒有必然而簡單的致富之道。或許我們應

該為我們剛才所論及的提到一些金融史——尤其是其中的教誨將不僅一端。在混亂的1929年，一位全國著名的華爾街人士拉斯科布（John J. Rascob），極力頌揚資本主義的恩賜，而在《婦女家庭雜誌》（Ladies' Home Journal）發表了一篇文章，標題是「每個人都應該富有」。他的論點如下，每個月只需要節省15美元，投資於績優股——將分派的股息再投資——則在20年之後，投資金額雖然只有3,600美元，但所創造的資產將值8萬美元。如果這位通用汽車公司大亨的見解無誤，則這確實是簡單的致富之道。然而，他見解的正確程度到底如何？根據我們的粗估——假定該筆投資的對象是道瓊工業股價指數的30種成份股票——如果投資者在1929年到1948年之間遵從拉斯科布的指示，其在1949年初的持股總值約為8,500美元。這筆金額與這位大人物所做的承諾8萬美元，兩者之間具有相當大的差距，這顯示上述的樂觀預期與承諾是多麼不可靠。但是，我們應該說明一點，20年的股票投資，其每年所實現的複利報酬率高於8%——儘管投資者進場之初的道瓊指數為300點，而該指數在1948年底的水準為177點。這項紀錄或許可以視為一項有利的論證，支持每個月定期買進績優股的策略——即「成本攤平」（dollar-cost averaging）的投資方法。

由於本書的訴求對象並非投機客，因此它不適合於那些在市場中從事短線交易的人。大多數的這類人，根據圖形或其它主要為機械式的方法來決定買、賣的適當時機。這類所謂的「技術面方法」幾乎都引用了一項原則，即某支股票或行情已經上揚，所以應該買進；某支股票或行情已經下跌，所以應該賣出。這完全違反了健全的商業常識，而且極不可能以此方式在華爾街獲得一貫的成功。根據我們在股票市場超過50年的經