



Security Analysis

Sixth Edition

證券分析

第六增訂版〔上〕

以巴菲特為首，多位財經大師帶您重新審視這本歷久彌新的價值投資聖經，更以近期案例說明價值投資的當代意義。

五十多年來，
我一直遵循他們所說的投資路線圖，
根本沒理由要找另一條路線。

Warren Buffett
股神 巴菲特

強·力·推·薦

班哲明·葛拉罕 Benjamin Graham
大衛·陶德 David L. Dodd 著

顏詩敏、李羨愉 譯

Mc
Graw
Hill Education
麥格羅·希爾

寰宇出版

天窗出版
ENRICH PUBLISHING

← 9-15
WALL ST

NEW YORK STOCK EXCHANGE

作者簡介

班哲明·葛拉罕

(Benjamin Graham, 1894-1976)

曾任教於哥倫比亞大學商學院，被視為價值投資的創立者及現代證券分析之父。

大衛·陶德

(David L. Dodd, 1895-1998)

曾任教於哥倫比亞大學財務系，是葛拉罕在哥倫比亞大學的同事。

譯者簡介

顏詩敏

香港中文大學翻譯碩士畢業，曾負笈英、法，分別獲英國密德薩斯大學頒授翻譯研究學士學位，以及法國勃艮第大學的法語文憑，現為香港翻譯學會終身會員、澳洲全國翻譯員及傳譯員資歷認可管理局 (NAATI) 的認可專業資格及國際翻譯與跨文化研究協會 (IATIS) 會員。顏氏從事翻譯、編譯及撰稿工作多年，曾為香港多間上市企業擔任商業、金融及財經翻譯工作，譯著包括《證券分析》、《你的遊艇在哪裡？「無間道」妙論華爾街》、《投機之王回憶錄》、《股市晴雨表——道氏理論的測市威力》、《地產霸權》、《智取期權——風險管理及獲利進階指南》等。

李羨愉

香港大學文學士，主修中文及地理，曾任職財經記者多年，具有豐富的財經翻譯經驗。



Security Analysis

Sixth Edition

證券分析

第六增訂版〔上〕

班哲明·葛拉罕 Benjamin Graham

大衛·陶德 David L. Dodd 著

顏詩敏、李羨愉 譯

**Mc
Graw
Hill**

Education *Your Learning Partner*

美商麥格羅·希爾國際教育出版

Security Analysis

證券分析 第六增訂版〔上冊〕

前言		7
第六版推薦序 1		9
第六版推薦序 2		11
第六版審訂序	價值型投資必讀的聖經	13
第六版編者序	葛拉罕與陶德的永恆智慧	15
第二版作者自序		36
第一版作者自序		37
第六版導言	葛拉罕和《證券分析》的歷史背景	39
第二版導言		54

第一部分 概論與方法

第一部分導言	不可或缺的教誨	70
第一章	證券分析的範圍和侷限：內含價值的觀念	88
第二章	證券分析的基本要素：質與量的因素	100
第三章	資料來源	112
第四章	區別投資與投機	121
第五章	證券的分類	131

第二部分 固定價值類投資

第二部分導言	解開債券之謎	140
第六章	選擇固定價值投資的首要原則	157
第七章	選擇固定價值投資的第二與第三原則	169
第八章	債券投資的具體標準（一）	181

第九章	債券投資的具體標準（二）	191
第十章	債券投資的具體標準（三）	205
第十一章	債券投資的具體標準（四）	213
第十二章	分析鐵路和公用事業債券的特殊因素	224
第十三章	債券分析中的其他特殊因素	242
第十四章	優先股理論	248
第十五章	選擇優先股作投資的技巧	258
第十六章	收益債券和保證證券	268
第十七章	保證證券（續）	278
第十八章	優先順位證券持有人的保障契約和補償	292
第十九章	保障契約（續）	303
第二十章	優先股保障條款：維持充足的初級資本	313
第二十一章	投資組合的管理	324

第三部分 具有投機特徵的優先順位證券

第三部分導言	血氣與理智	334
第二十二章	特權證券	354
第二十三章	優先順位特權證券的技術特點	363
第二十四章	可轉換證券的技術特點	375
第二十五章	附認股權證的優先順位證券與參與型證券	383
第二十六章	安全性有問題的優先順位證券	394

附註		405
----	--	-----

Security Analysis
證券分析 第六增訂版〔下冊〕

前言		7
第六版推薦序 1		9
第六版推薦序 2		11
第六版審訂序	價值型投資必讀的聖經	13

第四部分 普通股投資理論：股利因素

第四部分導言	與現金流量共舞	16
第二十七章	普通股投資理論	24
第二十八章	普通股投資的新準則	41
第二十九章	普通股分析的股利因素	50
第三十章	股票股利	65

第五部分 損益表分析：普通股評價的盈餘因素

第五部分導言	尋找理性投資	76
第三十一章	損益表分析	87
第三十二章	損益表的特殊虧損及其他特別項目	101
第三十三章	損益表的誤導伎倆：子公司盈餘	111
第三十四章	折舊和類似費用與盈餘能力的關係	128
第三十五章	公用事業的折舊政策	146
第三十六章	投資者對攤提費用的看法	159
第三十七章	盈餘紀錄的意義	183
第三十八章	質疑或摒棄過往紀錄的特殊理由	197
第三十九章	普通股的本益比：針對資本結構變化所做的調整	204
第四十章	資本結構	216
第四十一章	低價普通股：收益來源的分析	228

第六部分 資產負債表分析：資產價值的含義

第六部分導言	拆解資產負債表	242
第四十二章	資產負債表分析：帳面價值的重要性	252
第四十三章	流動資產價值的重要性	263
第四十四章	清算價值的意義：股東與管理層的關係	277
第四十五章	資產負債表分析（總結）	290

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	312
第四十六章	認股權證	324
第四十七章	融資及管理成本	335
第四十八章	企業金字塔信用擴張的幾個問題	344
第四十九章	同業之間的比較分析	353
第五十章	價格與價值之間的背離	367
第五十一章	價格與價值之間的背離（續）	385
第五十二章	市場分析與證券分析	393

第八部分 全球價值投資

第八部分導言	與葛拉罕和陶德環遊世界	406
--------	-------------	-----

第六版後序		415
-------	--	-----

附註		417
----	--	-----

前言

華倫·巴菲特 (Warren Buffett)

在我的眾多藏書中，有四本讓我特別鍾愛，它們都寫於五十年或更久之
前。倘若我現在重讀，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·斯密 (Adam Smith) 的《國富論》(*The Wealth of Nations*, 1776) 和班哲明·葛拉罕 (Benjamin Graham) 的《智慧型股票投資人》(*The Intelligent Investor*, 1949) 的第一版。第三本就是閣下手中拿著的著作——班哲明·葛拉罕和大衛·陶德的《證券分析》。1950年和1951年，我在哥倫比亞大學 (Columbia University) 修讀時，因有幸追隨葛拉罕和陶德兩位老師，故對《證券分析》一書早有研究。兩位恩師和這本巨著，都改變了我的人生。

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。在遇見葛拉罕和陶德之前，我早就被股市所吸引。我十一歲才攢足115美元並做了生平第一次投資，但之前我已把奧馬哈 (Omaha) 市立圖書館裡所有關於股市的書籍一一讀遍。我發現很多這類的書籍都很有意思、教人著迷，但沒有一本是真正有用的。

惟當我閱讀到葛拉罕和陶德的著作，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，根本沒理由要再找另一種路線。

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，他們只是單純無私地提供幫助。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；但他們為人慷慨謙和，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感不解。葛拉罕和陶德教導像我這樣會購買超值股票（bargain stock）或參與套利交易（arbitrage transaction）的年輕人，實際上就是在培育數以千計的潛在競爭者，直接與葛拉罕自己所投資的葛拉罕—紐曼公司（Graham-Newman Corporation）競爭。再者，葛拉罕和陶德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。我們不僅學會如何聰明地投資，也學會如何睿智地生活。

我所珍藏的《證券分析》是我在哥倫比亞大學時閱讀的那本，亦即1940年的版本。我肯定我至少讀過四遍，顯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，是陶德唯一的女兒芭芭拉·陶德·安德森（Barbara Dodd Anderson）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。這些都是陶德在準備發行1940年修正版時所寫的。於我而言，沒有什麼禮物比這本書更有意義了。

第六版推薦序 1

依據這本書的建議從事證券分析，能得出的結論可分為：可以投資、不能投資、看不清楚。《證券分析》書中提到，在數字來源正確、公司經營層的誠信無疑慮之情況下，便能夠分析出投資標的是否可以投資。若數字的正確性有疑慮時，所有的報表將無法連動推論；若向經營層打聽也無法得到合理的解釋時，這種情形就是屬於看不清楚的狀況。因此，對於上述看不清楚且無法分析的公司，就不要投資——這就是《證券分析》所闡述的簡單原則。

《證券分析》提供了許多分析有價證券的方法，其重點在於常識的運用，並說明分析證券時應該想到的方向。從葛拉罕和陶德的真知灼見與思考過程可以看出，他們與一般投資者有相當大的不同，投資者總是試圖以一般性或膚淺的態度來看待事情，並從中迅速找出投資標的。作者對證券分析目的之認知，並不是要確定某一證券的內含價值是多少，而是要證實該證券的內含價值是否足夠且值得投資。葛拉罕和陶德指出，數據不足或不正確、未來的不確定性、市場上的非理性行為等狀況，都是證券分析時會遭遇的障礙。作者根據有系統的方式進行分析，發現「市場價格偏離證券的真正價值時」及「市場價格與真正價值存在差距時」，市場會自動進行調整。

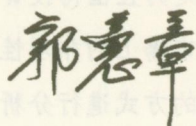
當運用書中的分析方法尋找物超所值的投資標的時，還得注意「價值調整速度緩慢的危險」，因為投資標的價值被低估的情況有很多種，我們要有足夠的時間來等待這些影響因子的消退；但在實務操作上，卻往往受制於績效壓力而無法接受一個寬鬆的等待期。故想運用價值型投資的哲學於自己的投資操作，必須再作調整。這本書教你數種彈性調整的方式，包括：(1) 著重於不太可能發生突然變化的情況；(2) 著重於挑選大眾比較有興趣的證券；(3) 根據總體的金融情況調整自己的分析，在景氣和市場狀況平穩時，著重於物色價值偏

低的證券；當市場存在異常壓力和不確定時，則應該更謹慎行事。

就價值投資而言，分析是全方位的，而不是一個單獨的個案；是動態而非靜態，其間細節是連動的。進行全方位思考之前，投資者必須有一些重要的理論基礎，否則思考的層面將不夠寬廣嚴謹。作者在本書中告訴我們，投資是件複雜且困難的事。一般投資者無法抱著現金在場外等待太久，但投資卻是需要驚人的耐力、大量的經驗，以及得來不易的獨立思考能力。當讀者徹底了解這些道理並確實執行後，交易的次數自然就會下降，並會了解巴菲特所說的「一生只能在卡片上打 20 個洞」的道理了。

多數人不認為投資是困難的，他們把投資看成只是簡單的買賣動作而已。相反地，他們認為，《證券分析》提到的投資前置作業過於困難，也沒有保證穩賺不賠，甚至認為自己的投資金額並未大到像法人一樣，因此沒有必要花這麼多心思研讀《證券分析》。這也就是一般投資者沒有辦法賺錢的主因——「沒有把投資當成事業」。奉勸有志投資的朋友，多用點心力研讀《證券分析》，投資自然會開花結果。

德明財經科技大學校長



2011.08

第六版推薦序 2

投資能力來自於不斷地學習，學習避開投資陷阱，學習分析某一時間點是否可以適當的價格買入或賣出證券。正確地研判買賣證券的時間點，是一個事前的工作，但很多人都在投資失敗後才回頭研究與處理。這本書是針對投資過程中的四個要素「證券、價格、時間、人」，進行邏輯推演並評估分析，透過案例解析的方式深入探討，說明一個投資者應有的正確思考方向。

本書開宗明義地告訴讀者，證券分析的有效範圍及其限制。運用資訊、工具與技巧於投資市場，應先弄懂它的有效範圍及盲點。對於估算出來的價值與數據，應視它為估計區間，也就是說，進場布局要買在低檔區，而不是準確地買在低點。這些都是「安全邊際」的考量，用以確保投資過程中的彈性空間與適度調整。

這裡引用《雪球：巴菲特傳》(The Snowball)書中的一段話來說明《證券分析》中的道理。1984年，哥倫比亞大學為了慶祝《證券分析》出版五十週年，舉辦了一場研討會，會中巴菲特的辯論對手詹生說：「有些人看似能長期表現得比市場好，但事實上如果有夠多的人擲硬幣，一定會有一些人連續擲出正面，這就是隨機運作的方式。」巴菲特對此的回應是：「或許情況真是這樣，但如果連續擲出正面的人都來自同一個城鎮，那就不是隨機了。他們一定是做了什麼特別的事，才能一再地擲出正面。」接著巴菲特拉出一張圖表，上面有價值型投資專業經理人和他本人的歷年績效，這些人二十多年來擲出的硬幣始終是正面的，這樣的集中性可證明成功不是來自機運。

正確的方法總是經得起時間與環境的考驗。2008年的金融風暴，投資市場一片混亂，有人開始質疑巴菲特對價值型投資的看法是否有所改變。但他表示，如果時間區間的範圍太短，表面上看起來就會是如此。同樣處於金融風

暴的我們不禁要問，他到底有哪些能力讓他保持鎮定而不畏市場震盪？為什麼他可以無懼於金融風暴呢？回頭檢視 2008 年的金融風暴與 2000 年的科技股泡沫，兩者的情景都一樣，這又再次證明《證券分析》書中的道理在百年之後依然有效。

這本書談了許多的分析方法與邏輯推演，主要是告訴我們如何防止自己在投資過程中失去理智，不斷地進出市場。牛頓投資失敗之後曾說：「天體的運行軌道，我可以精確地計算到幾公分和幾秒之間的差距，但我卻無法估算出一群瘋狂的人會把指數帶向何處。」了解價格與價值之間的關係，將有助於我們保持平常心，在變化多端的投資市場不至於驚慌失措。

要投資獲利，靠的不是投資者的聰明才智，而是能夠看到其他人因偏見而忽視的事實，進而領先市場找到真正的投資機會。投機大師李佛摩（Jesse Livermore）說：「在你什麼也不做的時候，那些自覺必須天天殺進殺出的投機客正在為你的下一趟冒險之旅打點基礎，你將自他們所犯的錯誤中歡呼收割。」這說明了投機客長期在市場殺進殺出的結果總是賠錢，同時也說明了避開這種錯誤能帶來收穫。這本書詳細介紹如何評估投資標的之價值，如何避免犯錯，以達到投資獲利之目標。

台北大學經濟系副教授

林靖

2011.08

價值型投資必讀的聖經

財經投資作家與專業講師

齊克用

巴菲特說：這本《證券分析》是研究價值型投資的人必讀之書，它是基本分析的基石。為什麼？因為它是價值型投資的源頭，同時也是巴菲特賺錢技巧的基礎。很多人認為這百年以前的老古董書籍，是否已經過時？其中的道理現在還能用嗎？這本被稱為「價值投資聖經」的書，經過時間考驗而能長久流傳下來必有原因，巴菲特在前言中解說得很清楚，於此不再贅述。巴菲特擁有耀眼的財富是眾所皆知的事情，這也是這本書更引人注目的原因之一。

這本書的「證券」二字指的不是單獨股票而已，而是有價證券，也就是包含債券、股票，甚至是衍生性金融工具。上冊主要是探討債券相關的有價證券，下冊則探討股票的投資價值。書中內容涵蓋了大量的財務報表，而作者從這些財報裡分析出超值的投資標的。藉由其分析的方法，我們可以學習到價值型投資的技巧。

從1999年至2000年的網路泡沫化，以及近期的次貸風暴來看投資，為什麼會導致這些瘋狂的現象？本書中第七部分「證券分析的其他方面：價格和價值的差別」探討價格與價值之間的背離，能夠解釋這其中的股市大假象。許多人認為投資很容易，尤其在軟體很便宜、網路交易盛行的時代裡，買股票如同買書一般容易，不少人相信任何人都可以不勞而獲，但他們錯了，因為要在股市中長期獲利，必須努力研究分析工作。葛拉罕和陶德明白，要在股市成功必須付出努力。他們曾強調，分析之後只有特別的例子才會有正面的結論。因此對分析師來說，尚未發現具有實際的潛在價值之前，許多證券都必須經過檢

驗。究竟分析師發掘擁有潛在價值的證券時，會採用什麼方法？其實，主要的方法就是依靠努力及有條理的分析工作。

任何有意投資的人都應該閱讀第七部分中的第五十章和第五十一章，這兩章為讀者提供了有用的清單，使用 1930 年代的例子來告訴投資人，什麼該做和什麼不該做，並尋找有價值的投資標的，避開錯誤定價的陷阱。

書店裡的書架上擺滿巴菲特與價值型投資的書籍，但是你知道嗎？真正大師推崇的卻是這一本《證券分析》。巴菲特說：「我之前已把奧馬哈市立圖書館裡所有關於股市的書籍一一讀遍。我發現很多這類的書籍都很有意思，教人著迷，但沒有一本是真正有用的。從實用的角度來看，我從《證券分析》學到的知識，為我此後的投資和經營決策奠定了基石。」

《證券分析》於 1934 年首次出版，第六版的原文書是依據 1940 年的第二版增訂。現在第六版翻譯成中文後，個人榮幸受邀將中文版再加以校訂，成為寰宇出版發行的版本。其中除了更正錯誤之外，還針對閱讀順暢度作修飾，期望讀者閱讀本書時能夠更易懂、易讀。

葛拉罕與陶德的永恆智慧

波士頓投資公司 Baupost Group 總裁

塞思·卡拉曼 (Seth A. Klarman)

班 哲明·葛拉罕和大衛·陶德撰寫的《證券分析》，出版至今七十五年，愈來愈多的現代價值投資者對他倆深感謝意。葛拉罕和陶德是兩位勤奮、刻苦、睿智非凡的思想大師，努力為他們那年代無序的金融世界建立秩序。他們燃起一束火苗，為以後的價值投資者照亮了前路。當行走於變幻莫測、經常動盪、時或危險重重的金融市場之中，《證券分析》依然是投資者寶貴的指路明燈。

《證券分析》的內容非常全面、詳盡，而且滿溢悠遠智慧，故經常被譽為「價值投資聖經」。儘管書中的很多例子已經過時，但其中的教誨卻永垂不朽；書中的行文用字縱然平淡無奇，但讀者仍能從字裡行間發現真知灼見。1934年以來，金融市場的演變發展幾乎已遠遠超乎想像，但葛拉罕和陶德的投資方法，直到今天仍然非常管用。

現今的價值投資法與葛拉罕、陶德的時代並無二致，都是以低於證券或資產價值的價格購入，如眾所周知用 50 美分購買價值 1 美元的資產。價格超值的證券提供了「安全邊際」(margin of safety)——為各種錯誤、失算、壞運氣，或經濟和股市逆境預留空間。雖然有人可能誤認價值投資是鑑別超值股票的機械工具，但實際上，價值投資是一種全面的投資哲學，它強調作深入基礎分析的需要、追求長線的投資結果、控制風險，並抵抗從眾心理。

很多人涉足股市只求快速致富，總奢望股票價格會一路飆升，心態屬於投機而非投資。投機者一般都將股票視為一張可迅速買進、賣出的紙，並愚蠢地

將股票與商業現實和衡量價值的標準分割開來。在市場行情節節上升之際，投機方式〔不太注意或毫不注意下跌風險（downside risk）〕特別盛行。尤其在市場情況熱絡的時候，眼見眾多背棄價值投資的人迅速致富，很少人能遵守紀律、堅守嚴格的價值衡量標準，並繼續規避風險。畢竟在牛市當中，真假天才實在不易區分。

炒賣紅酒屬投機

近年來，有人試圖將投資的定義擴展至所有最近已經（或即將）升值的資產，包括藝術品、稀有郵票或美酒佳釀。由於這些物品沒有明確的基本價值，在現在或未來亦不會產生現金流，其價值完全取決於買家的興致和偏好，顯然是投機，而不屬於投資。

相較於一心想快速致富的投機者，價值投資者反而致力於避免損失，充分表現出對風險的厭惡。對於規避風險的投資者而言，損失所造成的認知成本，遠超過同等數額利潤所帶來的認知收益。一旦我們積累了少許資本，增加收益的好處往往會被虧損所帶來的痛楚蠶食。¹ 想像一下，如果要用丟銅板的方法，去決定你的資產是翻倍或一無所有，你將如何反應？幾乎所有人都會規避風險，而拒絕這樣的賭博。對風險的厭惡，乃根深柢固於人性之中。不過，每當市場鼓吹投機，很多無知的人又會把規避風險的問題擱置一旁。

價值投資者不會視證券為投機工具，而是買入股票背後的部分擁有權或債權。這種心態是價值投資的關鍵所在。當一小部分生意以超值價出售時，我們不妨從賣掉整盤生意的角度來看，它有助於評估交易的成敗。這種分析立場，可讓價值投資者專注於長線投資成果，而非錙銖計較每日的買賣交易賺了多少。

在葛拉罕和陶德的投資理念裡，最核心、最根本的原則就是：金融市場才是機會的最終創造者。市場給予的證券價格有時正確合理，有時卻不然。從短期來看，市場的效率實際上非常低，使證券的價格與潛在價值之間存在極