



寰宇財金 150

目 錄

證券分析初步

—— *Getting Started in* ——
Security Analysis

Peter J. Klein 著
魯 樂 中 譯



John Wiley & Sons, Inc.

New York • Chichester • Weinheim • Brisbane • Singapore • Toronto

Getting Started in Security Analysis

Published by John Wiley & Sons, Inc.

AUTHORIZED TRANSLATION OF THE EDITION
PUBLISHED BY JOHN WILEY & SONS, New York, Chichester,
Brisbane, Singapore AND Toronto. No part of this Book may be
reproduced in any form without the written permission of John
Wiley & Sons, Inc.

Copyright © 1998 by Peter J. Klein
All Rights Reserved.

目 錄

謝 辭	i
引 言	1

第一篇：財務分析使用的工具	15
---------------	----

第一章 會計方法	19
----------	----

第二章 經濟學	45
---------	----

第三章 投資數學	91
----------	----

第四章 計量分析	113
----------	-----

第二篇：金融證券基本分析	139
--------------	-----

第五章 股票分析與計價	141
-------------	-----

第六章 信用分析	187
----------	-----

第三篇：投資組合管理	227
------------	-----

第七章 投資管理程序	229
------------	-----

跋	325
附錄 A 網際網路名錄	331
附錄 B 選擇性圖表	343
參考書目	355

謝 辭

感謝無數同事和教授，在我的學術和專業生涯中的很多演講會、研討會、課堂上，忍受我不斷提問和陷入沉思。特別感謝以下這些人：William Avera, CFA; Randall Billingsley, CFA; Vincent Catalano, CFA; Don Chance, CFA; Carl Crego, CFA; Richard DeMong, CFA; Jack Francis; Robert Johnson, CFA; Charles Jones, CFA; Allan Marcus; Richard McEnally, CFA; Jack Rader, CFA; Carl Schweizer, CFA; Vincent Su; 以及Andy Temte, CFA。此外，投資管理研究協會（Association of Investment Management and Research; AIMR）致力於提升投資管理業的知識水準，值得給予掌聲。

除了學術界的導師，以下的同事因為經常給予惕厲，在此特別感謝；沒有他們的推促，很容易便會半途而廢：Barry Buchsbaum; Neil Caren; Robert Clark; Al Coletti; Steve Dannhauser; Lawrence Davidow; Elliot Denrich; Larry Doyle; Joseph Fuschillo; Ted Goldman; Ron Goldstein, CPA; Peter and Maris Gorden; David Gutwirth; Marten Hoekstra; Stewart Kamen; Thomas Lukacovic, CFA; Stuart Lustberg; Francis McGrail; Edward Moy; Alan Ripka; Michael Ryan, CFA; Jonathan Sack; Steven

Sack; Thomas Salshutz; Andrew Semjen; Greg Sherwood; Scott Sherwood; Robert Singer, CPA; Steven Stern; John Sullivan, CFP; 以及Anthony Turco。

至於我的投資人客戶（更精確的說法應是合夥人），衷心感謝他們常能見華爾街分析師所未見，體諒我那忙碌的行程表，令我不斷保持謙卑之心，而更重要的是他們的友誼。最要感謝以下這些人：Kelly Chen、Claire Friedlander、Paul Golub、Robert Grajewski、Norm and Sandy Gruber、Murray Kaye以及他的「孩子們」Dick Kitts、John Morse、Mitch Nichnowitz、Harry and Lilly Novinson、Joe and Nancy Payne、Peter Perry、Jacob Solome、Brooke Trent、Andy Tunick、Joe Walsh、Paul Watson、Jules Weiss、Carley Zell，以及Stacy Sack Zuckerman。

像這樣一本書，如果沒有一流的高手相助的話，不可能完成。Monique Abel、Rosemary Davitt、Scott DeLucia、Kevin Dowd、John Hennigan、Mary T. Nigro，以及Jane Voorhees都在本書推出的過程中扮演特殊的角色。此外，特別感謝賓州大學華頓學院的Brian Iammartino；Brian的投入和技術能力，對於本書的完成十分寶貴。

John Wiley & Sons的Claudio Campuzano、Mina Samuels、Jacqueline Urinyi、Mary Daniello，以及德州Publications Development Company的工作團隊，在本書的編排上提供編輯協助，好讓一般投資人能夠瞭解。Robert Zenowich提供寶貴的改

寫協助。如果沒有他們幫忙，本書恐怕還存在我的膝上型電腦的某個檔案中。

最後，非常謝謝我的家人，沒有他們的諒解、關懷、和信心，在一片空白的情形下，我絕對不可能動手做這件事。謝謝 Rose Ackerman、Roland and Deb Buzzard、Mrs. Peter Cassia、Michael and Anne BuBois、Rich and Karen Kerr、Mr. and Mrs. Richard Kerr、Christopher J. Klein、Michael and Joanne Klein、Anthony and Christine Petronella、the Schilling Family、Carole Turco、Vinny Turco、Mr. and Mrs. George Walsh，以及 Tommy Walsh。給摯愛的妻子和孩子們——「爹地回家了」！

P.J.K.

引言

你即將展開一段旅程，踏進投資分析科學的領域。許多人可能認為，使用科學一詞描述華爾街的活動，實在是用錯了名詞。他們覺得，運氣、機率或咒術，可能比較接近我所要解釋的投資活動。但願我能說服你不這麼想。踏上這段旅程之後，你應該會看得很清楚，曉得投資分析和相關的領域相當嚴謹，可以視之為真正的科學。

投資分析和其他的科學學科一樣，除了基本概念，還需要有作業知識才行。第一篇探討這些概念，並側重於練習，以增進讀者對這個曾經相當深奧的主題的認識、知識和瞭解。一個世紀前，投資諮詢顧問的工作是精明小心型的人在做，他們因為擔心做錯，通常把資金投資在保證獲有一定報酬率的地方，不靠任何科學學科。由於擔心做不到盡善盡美，遭人指責——或稱之為「害怕名譽掃地」——這些人自然知道該怎麼做才好。一般來說，富貴人家沒有看到投資分析的效用，原因很簡單，因為他們根本不必利用投資分析——他們已經很有錢。

今天，投資分析在規劃舒適的財務未來時，扮演的角色深富意義。本書針對這個重要的主題，提供讀者穩固的基礎（但基本概念可能對許多人生活中的其他方面有幫助）。要嫻熟投資分析，不能只是隨意瀏覽本書；你需要花好幾年的時間去研究，更有可能需要好幾十年的時間付諸實踐，汲取經驗。我希望能讓今天的投資人，不管新手、老手，充分瞭解這個主題，模仿華爾街分析師的作業方式。投資人看過本書之後，將有金融資訊方面的基礎知識；瞭解財務服務供應商的條件、價格和研究報告；也會覺得每天的財金報紙看起來比較有趣。

1990年代，許多投資人因為參加無數的研討會、看書、看雜誌、上網，對於財務規劃的基本概念相當清楚。但他們需要下一層次的資訊。不妨想想你有多少朋友瞭解風險-報酬取舍（風險高則報酬高）、資產配置（分散資產到許多類別上），以及有必要養成長期投資的習慣。但有多少人希望他們能夠瞭解一家公司的股票如何計價、迴歸分析如何運用，以及每個月的經濟統計數字發表時，如何直接影響他們所做投資的價值？第一篇將提供這些基礎背景知識。

第二篇「金融證券基本分析」說明第一篇描述的工具只有在投資人瞭解一家公司如何計價之後，才有實用價值。因此我在這一篇中，解釋一家公司的權益和債務證券計價技巧背後使用的方法：

有了無數的資料之後，我們應該如何把這家公司的價值量化？我們必須做哪些計算，以確定這家公司真正

的價值？

這些計價技巧是以第一篇的概念為基礎。如果沒有深入瞭解分析師使用的工具，便不可能深切體會計價過程。

第三篇「投資組合管理」討論投資管理程序——把工具、計價技巧和財務規劃程序結合起來。本篇內容包括檢視這個行業的法令規定。認真的投資人必須瞭解和能夠運用投資管理程序，才能充分理解這些法律上的限制。

最後，提醒讀者注意本書寫作上使用的一些文字。全書交替使用「他」和「她」兩個代名詞；這是為了文體上的簡潔，不代表投資分析領域中兩性目前所占的比率。VFII（Very Financially Interested Individual，對財務很有興趣的人，發音為vif-fee）和NFII（Not Financially Interested Individual，對財務不感興趣的人，發音為nif-fee）二詞在本書很早就提到，指的是目前的投資使用者。讀者開始閱讀本書時，應該曉得自己是VFII，還是改變態度後的NFII。分析師（analyst）、實務應用者（practitioner）、投資人（investor，不管老手或新手）三個名詞也在全書交替使用，都指投資分析的使用者。從專業人士到初學者，所有的分析師都應該持續不斷學習。專精於不動產的專業分析師，或許需要先大致瞭解證券市場的運作方式，正如老練的投資人可以更上層樓，熟悉總體經濟數字發表時會有什麼新的動態性影響。

雖然本書的終極目標是在投資學的領域指導今天喜歡行動的投資人，但它絕不能替代在這個日益擴展的領域中接受完整

的教育。不過它仍能提供投資人堅實的知識基礎。任何有興趣的投資人（VFII）可以要求發行公司的業務代表或公司本身不斷寄來研究報告（大部分公司會寄發研究報告；但他們需要分析師的公司事先同意才能這麼做）；不過如果你想瞭解滿篇術語的報告，通常不能只在這個領域略懂皮毛。

投資報告檢核表

爲了更充分地瞭解企業發表的研究報告，第一步最好是認清專業人士在高品質的報告中注意什麼。投資管理研究協會（Association of Investment Management and Research；AIMR）已發表新（1996年）版的《實務標準手冊》（Standards of Practice Handbook）。以下的檢核表便是參考這本手冊（獲得轉載許可）。這張清單只用於舉例說明，並不完整。針對投資人提出的這些指導準則，在瞭解研究報告撰寫人是否嘔心瀝血、思慮周延（符合標準IV-2的規定）時很有幫助：

- ✓ 總體經濟因素。分析國內和國際財政或貨幣政策、匯率、該公司或其所處行業的景氣循環狀況的影響。
- ✓ 行業狀況。調查證券發行公司所處行業（如是多角化經營的公司，則指幾個主要的行業）的狀況。考慮的項目應該包括過去的成長和未來的潛力、全球競爭性質、法令環境、資本規定、配銷方法，以及可能改變業界結構的外部 and 內部因素。
- ✓ 公司（或發行機構）在業內所處地位。分析這家公司