寰宇財金 99

非常潛力股

Common Stocks and Uncommon Profits

Philip A. Fisher 著
羅耀宗譯

John Wiley & Sons, Inc.
New York • Chichester • Brisbane • Toronto • Singapore

Common Stocks and Uncommon Profits

by Philip A. Fisher

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 © 1996 by Philip A. Fisher

All Rights Reserved

目錄

引　言　我從家父的文章中學到什麼 iii

第一篇　非常潛力股 1

序 3

第一章　過去提供的線索 7

第二章　「閒聊」有妙處 19

第三章　買進哪支股票——尋找優良普通股的十五個要點 23

第四章　要買什麼——應用所學選取所需 61

第五章　何時買進 73

第六章　何時賣出——以及何時不要賣出 91

第七章　股利雜音 101

第八章　投資人五不原則 113

第九章　投資人另五不原則 127

第十章　如何找到成長股 159

第十一章　彙總與結論 171

第 二 篇　保守型投資人夜夜安枕 173

題詞 174

引言 175

第 一 章　保守型投資工具的第一個構面——生產、行銷、研究和財務能力十分突出 179

第 二 章　第二個構面——人的因素 187

第 三 章　第三個構面——若干企業的投資特質 201

第 四 章　第四個構面——保守型投資工具的價格 211

第 五 章　再論第四個構面 219

第 六 章　三論第四個構面 225

第 三 篇　發展投資哲學 233

獻給法蘭克・布洛克 234

第 一 章　哲學的起源 235

第 二 章　從經驗中學習 249

第 三 章　哲學成熟 265

第 四 章　市場效率真的很高？ 283

附　　錄 297

引言

我從家父的文章中學到什麼

Kenneth L. Fisher

我花了約十五年的時間，才瞭解《非常潛力股》（Common Stocks and Uncommon Profits）一書在寫些什麼。第一次看這本書，實在不懂到底在講什麼。那時我才八歲。在一個十分美好的暑假一開始，便看這本書，可真是浪費時間。裡面有太多艱深的字眼——非查字典不可。談到要用腦筋的事，我學得很慢，在班上吊車尾。不過，那是父親寫的書，我引以爲豪。我在學校、左鄰右舍聽到，在當地報紙看到，曉得這本書大獲好評。它應該是《紐約時報》（New York Times）有史以來，躋進暢銷書排行榜的第一本投資著作。我有責任去看它。於是我看了。事實上，我很高興終於看完全書，可以好好過個暑假。

誰曉得我後來會著手創立一家大型投資管理公司；自己寫書；在《富比世》（Forbes）雜誌長達七十九年的歷史中，忝爲歷時第十長的專欄作家，十多年內撰寫數百篇專欄，包括一年一度的「當年最佳」投資著作書評？是的，逢人便說我八歲已看過第一本投資著作，或許有幫助，即使我沒看懂。

再下來，這本書令我正眼相看的那一年，是廿歲大學快畢

業時。父親有個想法，希望我和他、哥哥一起工作。這事有點麻煩，但就是這樣才有意思。那是工作。我滿懷焦慮，也不免懷疑，希望「查清楚」，看這件工作是不是好機會。於是我重讀《非常潛力股》。這一次，只有幾個字眼不懂。看了父親所說，應留意一支股票的十五個要點，我心裡琢磨著，想知道能不能如法炮製，應用到一支地方性股票上。如果可以，便表示和父親一起工作有好處。

噢，不管用。在本地公開上市交易的一支木材股，叫做太平洋木材（Pacific Lumber），看起來獲利機會不錯。我找了幾個人，但他們對我這位年輕小伙子查探細節的偵探遊戲愛理不理，因爲我顯然一竅不通，沒做好分析前的準備工作，也不曉得怎麼去分析。我甚至不知道怎麼問問題。一開始便有好幾個人饗我以閉門羹之後，我終於知難而退，但因此認清，還需要好好自我充實。

在父親底下工作很辛苦，有點像我第一次以專業身分買進股票——買到反「十倍股」——從十元跌到只剩一元。說了這麼多，是要讓你知道，連廿來歲的小伙子，沒那麼聰明、犯了許多錯誤，還是辦得到，只要幾年工夫，也能學會如何善用本書的原則。我做到了，任何人也做得到，你當然不例外。

運用《非常潛力股》一書所說十五要點，等於在現實生活中，一而再，再而三，找人「閒聊」——目的是在這裡研究某支股票，在那裡研究另一支股票。它真的管用。我不打算在此重述早年的事業生涯中，它如何幫助我成功。我的確因爲發現

一些股票，事業才能突飛猛進；這些股票，只能靠閒聊和十五要點找到。我可以大致研判一家公司能在這個世界的哪個地方取得一席之地，以及它會不會繁榮壯大。如果不能，可能的病因在哪裡？我馬上便知道，爲什麼我的同事試用十五要點會失敗。個中竅門在於找人閒聊，而且和所有的竅門一樣，得花時間去學習。個中藝術在於看出指向十五要點的蛛絲馬跡。兩者的差別，有如學習彈奏鋼琴（竅門），然後編曲（藝術）。你可能不願還沒彈得很好就學作曲。幾乎任何領域中，你只能靠反覆練習學得竅門，別無他法。你可以只管欣賞藝術，不必有能力創作藝術，或者在嫻熟竅門之後，才搖身一變而成藝術家。

家父和我的目標一直不是很相同。但這本書對他和我都管用。他是成長型股票投資人，過去是這種人，現在也是。我則一直是價值型股票投資人。兩人可說道不相同。他想找的是能夠成長、再成長的公司股票，而且以合理的價格買到後，幾乎不賣出。我要的是價格便宜得要命的股票，因爲那比它的壞形象要好。

我要說的是：閒聊法和十五要點對成長型和價值型股票都管用。以第四點來說：對一家背後沒有傑出自然銷售動能的價值型公司來說，銷售組織優於一般水準，和順風揚帆一樣重要，甚至有過之而無不及。第五點談高利潤率，道理也是一樣。比方說，在欠缺自然成長率的商品式企業中，市場占有率、相對生產成本和長期利潤率的確全部緊密相依。管理得當可以提高市場占有率和降低相對生產成本，做法通常是引進改良式的生產技術（運用技術，而不是自行發展技術）。管理不彰，將使

利潤率降低，最後消失。因此，1976年，我發現了紐可公司（Nucor）。這是一家小型鋼品銷售商——管理階層優異、技術創新、生產成本較低、在小小的鋼品立基中市場占有率相對偏高、市場占有率節節上升並擴大立基。我從價值型投資的觀點買它；家父也立即從成長型投資的觀點買進紐可。我們運用的都是十五要點。

本書問世時，家父五十一歲，有點像是兼容並蓄的天才，而且已經非常成功。我認爲他沒有想到一位新手需要花不少時間才能瞭解這個竅門。這麼多年來，他憑直覺本能慢慢發覺到這個竅門。閒聊那一章只有約三頁，卻是全書最重要的精華之一。事後回想起來，很清楚可以看出：家父漏掉了該納入的竅門部分。他可能認爲那是想當然耳，大家都會的事。

這麼多年來，我運用這個方法觀察許多個股，得到十分深入的看法。關鍵在何處？重點擺在客戶、競爭對手和供應商上面。我在第一本拙著《超級強勢股》（Super Stocks, Dow-Jones Irwin 1984，寰宇財金叢書系列76號）裡面所說的竅門，包括如何運用這個方法，並舉出幾個實例。但是同樣的，所談全是竅門。只要你開口問，就會得到答案。個中藝術在於從你得到的答案，再問更多問題——以及正確的問題。我看過有人一成不變地拿著標準問題清單問問題，而不管得到什麼樣的回答。這不是藝術。你問了問題之後，他或她會回答。從那樣的回答中，能再問出什麼樣的好問題？依此類推。如你能當機立斷，馬上提出好問題，你就會是作曲家、藝術家、富有創意和好於探究的投資人。

1972到1982年間，我和父親不知拜訪過多少家企業。我只在他那裡工作一年，但此後合作做過很多事。觀察企業時，他總是事先準備好問題，打在黃色紙張上，行間留空，好塗鴉做筆記。他總是希望做好準備，並讓接受拜訪的公司曉得他有備而來，欣賞他的做爲。同時，他用問題做爲描述談話主題的大綱。事先準備好的問題，也可做爲很好的後勤支援，以妨談話內容岔離主題。萬一發生那樣的事，他會利用一個問題，立即把談話方向拉回正題。但是他最好的問題，總是在毫無準備的情況下，直接從腦中蹦出，而不是事先寫下的，因爲聽到某個較不重要問題的答案之後，心有所感，立即而發。提出富有創意的問題，便是藝術。我打從心底覺得，這些問題令他的發問精彩萬分。

我的公司運用十五要點和閒聊法於各式各樣的企業；大部分公司規模較小，而且慘遭痛擊。零售商、各種形式的科技、服務公司、水泥、鋼鐵、特用化學品、消費性產品、賭博，只要你說得出來的行業，我們都有注意。它不見得是說服我或公司下最後決定的因素，但能在這個過程中添加價值。從廣泛的層面思考的同時，每年爲了選取數百支股票，我的公司把這個過程大量製成我們稱之爲電話訪問十二招（Twelve-Call）的方法，發行一本作業手冊，供遠地工作的員工以電話訪問客戶、競爭同業和供應商時參考。這不如你自己親手研究一支股票那麼有效果，但引導我們注意很多事實。我的意思是說，不管照家父原始的設計目的去做，或經修改，廣泛但僅止於較表層的研究，十五要點和閒聊法都有價值。

不過，請不要以爲《非常潛力股》一書只有閒聊法和十五要點有價值。只是我認爲它們是珠寶，書中也穿插一些較小的光芒、智慧的火花。比方說，1990年，我專業操作股票已有十八年歷史，而且做得相當成功。我在《富比世》雜誌寫專欄已六年。接著，海珊（Saddam Hussein，伊拉克總統）來了。隨著戰爭的威脅日濃，投資人變得膽怯。市場驚惶不安。我鑽研過歷史，並寫了兩本金融史方面的書。我見到的歷史說「買進」。但畢竟我沒經歷過那麼多歷史。一個週末，我翻閱第八章「投資人五不原則」和第九章「投資人另五不原則」，加深了我的決心。我曉得，戰爭恐懼必然是市場買進良機。除此之外，加上我自己的一些經濟預測，1990年年底我發表的專欄鼓吹買進，時機恰到好處。在其他大部分人看空之際，我提出的買進時機正確，有助於穩固我在《富比世》雜誌的長期地位；長久以來，我對《富比世》雜誌一直心懷感激。

你會在字裡行間發現其他很多屬於你的珠寶，對你的助益可能不下於對我的助益。但是關於《非常潛力股》一書，我們有個重要的結論，那就是它全然從基本面出發。這本著作談的是基本面。它不只教我們什麼是真正的投資基本面，也是許多頂尖投資專業人士在學校唸書時的基本教材。多年來，它是史丹福大學商學研究所投資課程使用的教材。各式各樣的學生修得史丹福大學的學位之前，看過這本書，後來其中一些人成了全國知名的投資人。這本書的廣度不止於此。例如，華倫・巴菲特（Warren Buffett）長久以來推崇家父和《非常潛力股》，是他的投資哲學成形的基礎。想看看它有什麼魅力？不妨翻開第九章，看「另五不」裡的第一不：「不要過度強調分散投資」。

巴菲特有個很重要的投資哲學，它的根源，於此一目瞭然。你看到的這段文字，正是巴菲特當年看到的同一段文字。

從家父第一本書撰稿到《保守型投資人夜夜安枕》（Conservative Investors Sleep Well）脫稿，市場基本面的重要性沒改變多少。但是橋下河水翻滾不已。1958到1974年間，有一個大多頭市場和一個大空頭市場——無數一時的狂熱和幻想來了又去。在我看來，菲利浦・費雪（Philip A. Fisher）再次告訴全世界什麼事情才重要，正逢其時。不是我自誇，若非我從旁推促，他不會寫成《保守型投資人夜夜安枕》那一篇。那時我只是無足輕重的毛頭小伙子，但我很難纏，幾乎比其他任何人更能推促他做某些事情。在他的引言中，你會看到他說名稱是我取的，並「貢獻其他很多事情，包括這裡所提一些基本概念」。

但他沒告訴你，爲免我難堪，其實原先的計畫不是那個樣子。他和我討論了內容，爲了讓他輕鬆些，本來我們打算合寫這一篇。我應該照兩人同意的內容，撰寫初稿，由他潤飾。這麼做才不會占用他太多時間，而且才能說服他百忙中抽空出來。錯了。初稿我寫得很差，他不得不全部捨棄，從頭來過，一人獨挑大樑，爲你寫出比我的初稿要好很多的內容。我寫的文字只會浪費你的時間，並讓他蒙羞。

我認爲，第二篇第六章談摩托羅拉公司（Motorola）的部分，正是典型的菲利浦・費雪的風格。他在文內提到，爲什麼那時人們不太喜歡的摩托羅拉，其實是家很棒的公司。這一部分很難讀，也不容易看懂它真的是家優良公司。但是不妨看看

後來的事實。這支股票的價格後來上漲爲廿倍。也就是，廿一年內，一美元變成廿美元；不計股利，年複率超過15%——而且全部的錢放在一家安全、管理良好的公司，不用每年負擔經紀商的進出手續費，也不用煩惱共同基金的營運費用比率，而且對信心堅定的人來說，不必傷什麼腦筋。真的有人抱牢一支股票廿一年？我可以很肯定地告訴你，菲利浦・費雪就是這麼做的，而且摩托羅拉是他個人持有最多的股票。這段期間內，標準普爾五百種股價指數只漲爲七倍。菲利浦・費雪以前是，現在也是這樣的人。找到他知之甚詳的出色公司之後，抱牢很長的時間，讓股價大幅增值。《保守型投資人夜夜安枕》正是我所知最好的一篇論著，告訴我們如何買進並抱牢成長型股票，但不冒太大的風險。

人們常問到我和家父的關係。由於他個性怪異，我也怪異，而且他們往往也很怪異，有時我會給他們怪異的答案。例如，他們常問，就我記憶所及，和父親在一起的哪段經驗我最喜歡。我總是這麼回答：「下一個經驗。」他們可能逼我答覆這個問題：「喔，難道小時候沒有你喜歡的時光？」我立即承認的確是有。他是世界上最好的床邊故事高手，但他的故事和股票市場絕對扯不上邊。我喜愛孩童時期的每一段光陰——人數愈來愈多的巴菲特追隨者討厭這樣的答案。他們希望我從小便研究股票，但親子之間的確沒有太多這樣的事情。那只是工作。因此，洩氣之餘，他們常問我：「那麼，如果你能把令尊的金玉良言濃縮成一句話，那是什麼？」我會說：「去看他寫的東西，並且設法看完。」這正是本書能爲你做的事。

第一篇

非常潛力股

序

在投資領域出版一本新書，很可能需要作者有所說明。因此以下的文字是個人的感想，用以說明爲什麼要再就這一個主題，寫書供投資大眾參考。

在那時新設的史丹福大學企業管理研究所待了一年之後，1928年5月我踏進商業世界。我到現在的舊金山國安盎格魯國民銀行（Crocker-Anglo National Bank）一個重要單位的統計部門做事，廿個月後當上那個部門的主管。以今天的用語來說，我應叫做證券分析師。

我在這裡就近看到難以置信的金融縱慾遊戲，高潮止於1929年秋，以及接下來的困頓期。根據個人的觀察，我相信西岸有大好機會，可以經營專業投資顧問公司，與古老但無人尊敬的若干證券經紀商——曉得每一樣東西的價格，但對價值一無所知——截然有別。

1931年3月1日，我創立費雪公司（Fisher & Co.），那時是個投資顧問諮詢事業，服務一般大眾，但注意重點主要放在幾家成長型公司。業務蒸蒸日上。接下來碰到二次世界大戰。前後三年半，我在陸軍航空兵團做各式各樣的工作，利用公餘之暇，檢討個人曾經做過的成功投資行動，特別是不成功的投資行動，以及以往十年我見到別人成功和不成功的投資行動。檢

討過程中，若干投資原則開始浮現，而這些投資原則和金融圈普遍奉爲圭臬的一些原則有異。

復員後，我決定把這些原則實際應用到儘可能不受週遭問題干擾的企業環境中。費雪公司並沒有服務一般大眾，因爲十一多年來，費雪公司從來不曾同時擁有十來位客戶。這段期間內，這些客戶大多保持原狀。費雪公司以前主要的興趣，放在資本大幅增值上，現在所有的作爲，則把這件事當做唯一的目標。我注意到過去十一年，股價普遍上揚，任何人只要這麼做，都能賺到錢。不過，雖然在某種程度內，這些資金獲得的報酬一直領先投資人普遍觀察的整體市場指數，我發現戰後時期遵循這些原則，比戰前十年我局部運用這些原則更有所獲。或許更重要的是，在整體市場靜止不動或下跌的年頭，運用這些原則，所獲報酬不比市場急劇上揚時差。

研究我自己和別人的投資紀錄之後，兩件重要的事促成本書完成。其中之一我在其他地方提過幾次，也就是投資想賺大錢，必須有耐性。換句話說，預測股價會到達什麼水準，往往比預測多久才會到達那種水準容易。另一件事是股票市場本質上具有欺騙投資人的特性。跟隨其他每個人當時在做的事去做，或者自己內心不可抗拒的吶喊去做，事後往往證明是錯的。

這些年來，我發現自己必須不厭其詳地向個人所管理的基金投資人，解釋我採取的某種行動背後的原則。只有如此，他們才能瞭解何以我要買一些他們完全沒聽過的證券，因此不致一時衝動棄基金而去，好讓我有充裕的時間讓它在市場的報價

上開始證明買得有理。

慢慢的，我興起了一個念頭，想把這些投資原則彙集成篇，印成文字，留下紀錄，以便查考。於是我開始摸索這本書的組織架構。接下來我想到許多人，其中大部分都買了基金，但規模遠不如我管理，只屬於少數人的基金。這些年來，他們來找我，問到身爲小額投資人的他們，如何踏出正確的一步。

我想到無數小額投資人處境之艱困，因爲他們無意中吸收了各式各樣的想法和投資觀念，但多年下來，已證明代價太過昂貴，可能的原因是他們從來沒有面對更根本性的觀念挑戰。最後我想到和另一群人的許多對話，他們對這些事情也很感興趣，只是出發點不同。他們是股票公開發行公司的總裁、財務副總裁、出納員，許多人渴望儘可能瞭解這些事情。

我得到的結論是，有必要寫一本這樣的書。我希望這種書能以非正式的寫法，把我想講的事情以第一人稱的方式，告訴身爲讀者的你。書內用到的大部分語言、許多例子和比喻，和我把這些觀念親口告訴買我基金的人一樣。希望我的坦誠，有時是直言無隱，不致冒犯任何人。特別希望書內所提觀念的價值，或能掩蓋文筆之拙劣。

Philip A. Fisher

加州聖馬特奧（San Mateo）

1957年9月

第一章
過去提供的線索

你在銀行存了點錢，現在想買些普通股。會有這個決定，可能是因爲你希望以別的方式運用這筆錢，多一點收入，也可能因爲你想和美國這個國家一起成長。你也許想起亨利·福特（Henry Ford）創立的福特汽車公司（Ford Motor Company），或安德魯·梅隆（Andrew Mellon）創辦的美國鋁業公司（Aluminum Company of America），想像自己能不能也找到一些年輕公司，可能今天就爲你奠下雄厚財富的基礎。你也有可能害怕甚於期待，希望攢些老本，以備不時之需。因此，聽過愈來愈多有關通貨膨脹的事情之後，你渴望找到既安全，又能防止購買力減退的某種東西。

或許你真正的動機，是許多這類事情的綜合體，原因是你曉得某位鄰居在市場賺了一些錢，也有可能是你接到一份宣傳郵件，說明爲什麼中西全麥麵包公司（Midwestern Pumpernickel）的股票現在很便宜。但是，背後基本的動機只有一個。不管基於什麼樣的理由，或者用什麼樣的方法，你買普通股是爲了獲取利潤。

所以說，似乎有個合乎邏輯的做法，也就是想到買普通股之前，第一步是看看過去以什麼方法最能賺到錢。即使隨意瀏