



書名／證券分析：第六增訂版(下)

作者／葛拉罕(Benjamin Graham)、陶德(David L. Dodd)

譯者／顏詩敏、李羨愉

ISBN／(下) 9789861577890

出版日期／2011年8月

寰宇出版社

內容簡介：

◆1930年代，時值美國經濟大蕭條，葛拉罕與陶德所撰寫的《證券分析》彷彿一盞明燈，為眾多投資人指引方向，並成為華爾街的經典作品。儘管經歷了七十多年，面對「後金融海嘯時代」的來臨，這本價值投資聖經仍能引導投資人，在瞬息萬變的投資市場中贏得先機！

◆《證券分析：第六增訂版》共分上、下兩冊，上冊先帶領讀者認識價值投資的方法，並解釋債券與優先股的投資原則；下冊則著重於探討普通股的投資理論及證券價值的時空視野。這本連股神巴菲特都力讚的好書，實是一本禁得起時間考驗，也是投資人不容錯過的不朽經典！

◆上下冊目錄：第一部分導言不可或缺的教誨、第一章 證券分析的範圍和侷限：內含價值的觀念、第二章 證券分析的基本要素：質與量的因素、第三章 資料來源、第四章 區別投資與投機、第五章 證券的分類；第二部分導言解開債券之謎、第六章選擇固定價值投資的首要原則、第七章 選擇固定價值投資的第二與第三原則、第八章 債券投資的具體標準（一）、第九章債券投資的具體標準（二）、第十章 債券投資的具體標準（三）、第十一章 債券投資的具體標準（四）、第十二章分析鐵路和公用事業債券的特殊因素、第十三章 債券分析中的其他特殊因素、第十四章 優先股理論、第十五章 選擇優先股作投資的技巧、第十六章 收益債券和保證證券、第十七章 保證證券（續）、第十八章 優先順位證券持有人的保障契約和補償、第十九章保障契約（續）、第二十章 優先股保障條款：維持充足的初級資本、第二十一章 投資組合的管理；第三部分導言血氣與理智、第二十二章 特權證券、第二十三章 優先順位特權證券的技術特點、第二十四章 可轉換證券的技術特點、第二十五章附認股權證的優先順位證券與參與型證券、第二十六章 安全性有問題的優先順位證券；第四部分導言 與現金流量共舞、第二十七章普通股投資理論、第二十八章 普通股投資的新準則、第二十九章 普通股分析的股利因素、第三十章股票股利；第五部分導言 尋找理性投資、第三十一章 損益表分析、第三十二章 損益表的特殊虧損及其他特別項目、第三十三章損益表的誤導伎倆：子公司盈餘、第三十四章 折舊和類似費用與盈餘能力的關係、第三十五章 公用事業的折舊政策、第三十六章投資者對攤提用的看法、第三十七章 盈餘紀錄的意義、第三十八章 質疑或摒棄過往紀錄的特殊理由、第三十九章普通股的本益比：針對資結構變化所做的調整、第四十章 資本結構、第四十一章 低價普通股：收益來源的分析；第六部分導言拆解資產負債表、第四十二章 資產負債表分析：帳面價值的重要性、第四十三章 流動資產價值的重要性、第四十四章清算價值的意義：股東與管理層的關係、第四十五章 資產負債表分析（總結）；第七部分導言 股市大假象與價值投資的未來、第四十六章認股權證、第四十七章 融資及管理成本、第四十八章 企業金字塔信用擴張的幾個問題、第四十九章 同業之間的比較分析、第五十章價格與價值之間的背離、第五十一章 價格與價值之間的背離（續）、第五十二章 市場分析與證券分析；第八部分導言與葛拉罕和陶德環遊世界。

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。

目錄

第一部分導言 不可或缺的教誨
第一章 證券分析的範圍和侷限：內含價值的觀念
第二章 證券分析的基本要素：質與量的因素
第三章 資料來源
第四章 區別投資與投機
第五章 證券的分類
第二部分導言 解開債券之謎
第六章 選擇固定價值投資的首要原則
第七章 選擇固定價值投資的第二與第三原則
第八章 債券投資的具體標準（一）
第九章 債券投資的具體標準（二）
第十章 債券投資的具體標準（三）
第十一章 債券投資的具體標準（四）
第十二章 分析鐵路和公用事業債券的特殊因素
第十三章 債券分析中的其他特殊因素
第十四章 優先股理論
第十五章 選擇優先股作投資的技巧
第十六章 收益債券和保證證券
第十七章 保證證券（續）
第十八章 優先順位證券持有人的保障契約和補償
第十九章 保障契約（續）
第二十章 優先股保障條款：維持充足的初級資本
第二十一章 投資組合的管理
第三部分導言 血氣與理智
第二十二章 特權證券
第二十三章 優先順位特權證券的技術特點
第二十四章 可轉換證券的技術特點
第二十五章 附認股權證的優先順位證券與參與型證券
第二十六章 安全性有問題的優先順位證券
第四部分導言 與現金流量共舞
第二十七章 普通股投資理論
第二十八章 普通股投資的新準則
第二十九章 普通股分析的股利因素
第三十章 股票股利
第五部分導言 尋找理性投資
第三十一章 損益表分析
第三十二章 損益表的特殊虧損及其他特別項目
第三十三章 損益表的誤導伎倆：子公司盈餘
第三十四章 折舊和類似費用與盈餘能力的關係
第三十五章 公用事業的折舊政策
第三十六章 投資者對攤提費用的看法
第三十七章 盈餘紀錄的意義
第三十八章 質疑或摒棄過往紀錄的特殊理由
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
第四十章 資本結構
第四十一章 低價普通股：收益來源的分析
第六部分導言 拆解資產負債表
第四十二章 資產負債表分析：帳面價值的重要性
第四十三章 流動資產價值的重要性

第四十四章 清算價值的意義：股東與管理層的關係

第四十五章 資產負債表分析（總結）

第七部分導言 股市大假象與價值投資的未來

第四十六章 認股權證

第四十七章 融資及管理成本

第四十八章 企業金字塔信用擴張的幾個問題

第四十九章 同業之間的比較分析

第五十章 價格與價值之間的背離

第五十一章 價格與價值之間的背離（續）

第五十二章 市場分析與證券分析

第八部分導言 與葛拉罕和陶德環遊世界

【推薦序】

前言

華倫·巴菲特 (Warren Buffett)

在眾多藏書中，我對當中四本尤其鍾愛。它們每本都寫於五十年或更久之前，但即使現在重讀，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·史密斯的《國富論》（The Wealth of Nations by Adam Smith, 1776年）和班哲明·葛拉罕的《智慧型股票投資人》（The Intelligent Investor by Benjamin Graham, 1949年）的第一版。第三本正正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》原版。1950、1951年，我在哥倫比亞大學修讀時，因有幸追隨班哲明·葛拉罕和大衛·陶德兩位老師，故對《證券分析》一書早有研究。兩位恩師、一本巨著，均改變了我的人生。

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。在遇見班哲明和大衛之前，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）公共圖書館裡所有有關股市的書籍，一一讀遍。我發現很多有關股市的書籍都很有意思、叫人著迷，但沒有一本是真正有用的。

惟當我閱讀到班哲明和大衛的著作，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，根本沒理由要找過另一種路線。

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，他們只是單向的、無私的提供幫助。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惑不解。班哲明和大衛教導像我這樣會購買超值股票或參與套利交易的年輕人，實際上就是在培育數以千計的潛在競爭者，直接與班哲明自己的投資公司葛拉罕—紐曼競爭。再者，班哲明和大衛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。我們不僅學懂如何聰明地投資，也學懂如何睿智地生活。

我所珍藏的《證券分析》，亦即我在哥倫比亞大學時閱讀的那本，是1940年版。我肯定我至少讀過四遍，顯而易見，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，是大衛唯一的女兒芭芭拉·多德·安德森於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。這些都是大衛在準備發行1940年修正版時所寫的。於我而言，沒甚麼禮物比這本書更有意思了。

【精選摘要】

第一章

證券分析的範圍和侷限：內含價值的觀念

所謂分析，是指仔細研究現有的事實，再根據確立的原理及正確的邏輯作出結論。這是一種科學的方法，但當分析方法應用在證券方面，我們難免會遇到重大的障礙，因為追根究柢，投資並不是一門精確的科學。法律和醫學也一樣，因為這些領域都涉及個人技藝和機遇，而這些因素就是決定成敗的關鍵。不過，專業的分析不單有用，而且還是必要的，不論用於投資或投機都一樣。

回顧過去三十年，證券分析在華爾街的聲譽經歷了翻天覆地的變化，時而聲望崇高，時而名譽掃地。此一聲譽的起伏與歷史息息相關，卻從不與股票走勢同步。大約在1927年前很長的一段日子裡，證券分析業發展順利，人們愈來愈重視財務報表和統計數據的分析。隨著1927年「新時代」的到來，人們摒棄了分析方法。雖然論據和數字表面上仍然受到重視，但卻被一種「假分析」操縱，用來解釋這一時期的種種假象。1929年10月的市場崩潰，對於一直保持頭腦清醒的分析師來說毫不意外，但這場災難摧毀企業的範圍之廣、破壞固有盈餘能力的影響之巨，卻是他們始料未及的。結果，嚴謹的證券分析遭受雙重打擊：市場崩潰之前，證券價值天馬行空；市場崩潰之後，證券的真實價值蕩然無存。

1927年至1933年大起大落的經驗因為太特別，無法成為有根據的準則去判斷證券分析是否有效。1933年以後則不然。在債券及優先股的領域，我們相信，合理的挑選或剔除股份準則多已證明有效。至於普通股方面，市場偏向駁斥保守觀點，但普通股股價往往在分析時看似便宜，後來的表現卻差強人意。而透過分析方法的有力論證，往往可以證明有代表性的股價在1937年初處於過高水準，一年後的股價水準卻過低。

分析的三大功能

一、證券分析的描述功能

證券分析的功能可分為三種：描述功能、選擇功能和批判功能。顧名思義，描述分析是指列舉與某證券相關的重要事實，然後清晰、有條理地表達出來。對各種可銷售的公司證券，投資者可透過各種手冊、標準統計公司（Standard Statistics）的資料以及惠譽（Fitch）的服務等，充分利用這個功能。較深入的描述則會列出證券的優劣，將其表現與其他同類證券比較，然後評估那些可能影響未來表現的因素。這類分析適用於所有公司的證券，由於這類分析為判斷提供有系統的事實基礎，因此不僅對投資，甚至理性投機都有幫助。

二、證券分析的選擇功能

在選擇功能方面，證券分析的層次更為深入，它提供明確的判斷，協助投資者決定是否買入、出售、持有證券，或將證券轉換成其他證券。究竟什麼類型的證券或情況最適合作這種較主動的分析，而這種分析又有什麼不利條件或限制？且看以下分析案例，我們稍後可能會以之為基礎，論及更廣泛的課題。

⊕ 分析判斷的案例

1928年，聖路易·舊金山鐵路公司（St. Louis-San Francisco Railway Company）向民眾大量發售非累積優先股（noncumulative preferred stock），殖利率為6%，定價為100美元。根據公司過去的績效，沒有一年的盈餘等於固定費用與優先股股利總和的1.5倍。根據既有的評核標準，此證券的保障並不夠，因此分析師建議不選此證券。

另一個截然不同的例子是1932年6月，歐文—伊利諾玻璃公司（Owens-Illinois Glass Company）出售債券，殖利率為5%，1939年到期，價格為70美元，到期殖利率（yield to maturity）為11%。該公司的盈餘較利息所需的高很多倍，不僅是平均值，即使在市場蕭條時亦如是；單是流動資產，就足以抵償發行的債券，其後還發行普通股和優先股，即使以最低股價計算，這些股票的總市值亦相當龐大。透過分析，此證券相當穩健，而且價格誘人，因而分析師極力建議買入此證券。

再舉一個普通股的例子。1922年，航空類證券還未暴漲，懷特航空公司（Wright Aeronautical Corporation）的股票在紐約證券交易所的賣價只有8美元，但當時的股利為1美元。不久後，該公司的每股盈餘躍升至超過2美元，庫存現金資產（cash assets）每股更超過8美元。因此，透過分析，確定該股票的內含價值遠高於市場價格。

同一支股票，於1928年已躍升至每股280美元，每股盈餘為8美元，相較於1927年每股盈餘只有3.77美元。配息率（dividend rate）^[1]為2美元，每股資產淨值不到50美元。從此例子可以確定，市場價格反映的市值，大部分純粹是對未來前景的臆測—換言之，此股票內含價值遠低於市場價格。

第三類分析的結論可以跨區捷運公司（Interborough Rapid Transit Company）的例子來說明。該公司股票息5%的第一替續融通債券，擔保債券（collateral notes）的票息為7%，於1933年兩者的賣價同為62美元。票息7%

的債券價值比5% 的明顯高得多，這是因為前者每1,000 美元面值的債券，都由面值為1,736 美元的5% 債券作抵押；而且債券的本金已經到期，可以全額兌付，也可以出售抵押品獲利。每張7% 債券可從抵押品收取年息約87 美元（發給債券持有人的實際金額），因此7% 債券的當期收益（current income）要比5% 債券高得多。不管是否有一些技術細節令債券持有人無法即時全部行使他們的合約權益，但是，若說7% 債券的內含價值不會比5% 債券高出許多，實在教人難以想像。

較近期的同類比較例子，就是派拉蒙電影公司（Paramount Pictures）的第一可轉換優先股（First Convertible Preferred）與普通股發售。1936 年10 月，該公司第一可轉換優先股的賣價為113 美元，而普通股的賣價為15.875 美元。持有人可選擇將優先股按1 比7 的比例轉換為普通股，累積每股股利約11 美元。優先股明顯較普通股便宜，因為未收取普通股股利之前，已能收取極優厚的優先股股利。另外，基於優先股的轉換特權，優先股持有人亦可全面受惠於普通股的升勢。若普通股持有人認同此分析，將他的普通股數量按7 比1 的比例轉換為優先股，很快便會獲取豐厚的股利及本金。

⊕ 內含價值與價格

從上述的案例中可以發現，證券分析師的工作成果必須具體，在具備實用價值之餘，亦適用於多種情況。從以上種種實例可知，證券分析師似乎總是關注於證券的內含價值，特別是內含價值與市場價格之間的差距。但是，我們得承認，內含價值是一個抽象的概念，一般來說，是透過資產、盈餘、股利、明確的前景等事實來估算的價值，有別於受到人為操縱和極端心理所扭曲的市場報價。不過，內含價值絕不如市場價格般清晰明確。過去曾有人認為內含價值（就普通股而言）類似「帳面價值」，即等同於計算合理的公司資產淨值。這種內含價值的觀點頗為明確，卻毫無實際意義，因為平均盈餘及平均市場價格走勢，都不是由帳面價值來決定。

⊕ 內含價值與「盈餘能力」

有鑑於此，這種觀念漸漸被新的觀點取代，就是業務的內含價值由盈餘能力決定。「盈餘能力」一詞意味著對未來業績的預測，而此一預測應有充分理論支持。單從過往的平均盈餘並不足以推算未來的盈餘，也不足以預示未來盈餘的增減。因此，必須有可信的理論證明此平均盈餘或漲跌趨勢能夠有效反映未來表現。事實證明，經驗往往並不可取；以某一明確數字表示「盈餘能力」的概念，以及衍生出來的內含價值概念，雖然同樣明確，但都不能作為證券分析的「一般前提」。

範例：以下實例闡釋此一推論。根據分析推算，傑艾凱斯公司（J. I. Case Company）的普通股於1933 年初的內含價值究竟意指為何？其市場價格為30 美元，每股資產價值為176 美元，零股利以及十年的平均盈餘為每股9.50 美元，而1932 年的業績是每股虧損17 美元。如果採用傳統的估算方法，我們將以十年內的每股普通股平均盈餘乘以十，得出每股95 美元的內含價值。下表顯示出此十年平均值的個別數字。9.50 美元的平均值顯然是從十個不相關的數字所得出的數值，難以說明此一平均值能反映公司過去有代表性的情況，也不能據此推測日後的發展趨勢。據此平均值得出的「真實價值」或「內含價值」，應屬不全面甚至是虛假的數據。

⊕ 內含價值對分析工作的作用

讓我們概括內含價值在分析過程中發生的作用，以從不同的實例中，調和看似互相矛盾的含義。最基本的要點就是，證券分析的目的並不是要確定某一證券的內含價值是多少，而是要證實內含價值是否「足夠」，例如是否能為債券提供充足的保障，或確定是否有足夠的理由買入某支股票。透過證券分析，亦可評估該價值遠高於或遠低於市場價格。因此，粗略估計內含價值可能已經足夠。打個比方，我們可以推斷某位女士是否到了法定投票年齡，而不需要打聽她的確實年齡；以此類推，毋須知道某位男士的確實體重，我們也能看出他是否過胖。

回到之前的例子，這個情況更為明顯。我們不用精確計算出聖路易·舊金山鐵路公司之鐵路系統的內含價值，就可以作出不購買該公司優先股的決定。從該公司的盈餘紀錄不難看出，扣除債券持有人的利息和優先股持有人的股利後便所剩無幾，因此不能確保安穩的保障。歐文—伊利諾玻璃公司5% 債券的情況則相反。要計算出該公司業務的公平價值顯然有困難，但要判斷該公司的公平價值是否遠高於負債就容易得多了。

在懷特航空公司的案例中，較早期的情況顯示該公司業務的價值遠高於每股8 美元，或180 萬美元。到了後期，透過對事實的分析同樣可以得知，該公司高達每股280 美元或7,000 萬美元的價值，其實並非合理的價值水準。分析師難以確定懷特航空公司在1922 年應該值每股20 美元或每股40 美元，在1929 年應該值每股50 美元或80 美元。幸虧分析師毋須確定這些數字，就可以推斷出每股8 美元的價格具有吸引力，而每股280 美元的價格則過高。

傑艾凱斯公司的案例更加說明了較典型的普通股情況。分析師無法從內含價值與市場價格的關係得出可靠的結論，但如果價格過低或過高，還是可以作出某種結論。由於存在不確定因素，因此很難決定該公司在1933 年初的內含價值較接近30 美元還是130 美元，但是如果股票的市場賣價低至10 美元，分析師肯定表示該公司的內含價值高於這個市場價格。

⊕ 內含價值概念的彈性

上述例子說明應用在證券分析中內含價值的概念有多靈活。視不同情況，我們對內含價值的概念可適度進行調整。假設性的「近似值範圍」（range of approximate value）可以反映內含價值不明確的程度，當市場存在更多不確定性時，近似值範圍也就相應擴大，比如1922年，懷特航空公司的近似值範圍為20至40美元，相較於1933年，該公司的近似值範圍上升為30至130美元。由此可知，如果現價大大偏離估計的最大值或最小值，那麼即使對內含價值的概念非常模糊，我們仍能得出明確的結論。

⊕ 特殊情況下，概念更明確

前文所述的跨區捷運公司就是最佳例子。這個例子中，5%債券的市場價格為7%債券作出非常明確的估價。如果可以確定債券持有人能獲得擔保債券用的抵押品，那麼7%債券價值1,736美元與5%債券價值1,000美元這個數學關係，最終會在市場上按此比率顯現出來。但是，由於其中有部分政治複雜性，此調整不可能百分百落實；因此實際上，我們不能說7%債券的價值一定比5%債券高出74%，但可以確定的是，7%債券的價值遠高於5%債券。當市場上這兩種債券的賣價相同時，這個結論就非常有用。

跨區捷運公司的情況較為特別，透過分析所得出有關內含價值的結論，可能較一般情況更為明確。在這些特別情況下，可能涉及清算，或導致「套利」和「避險」（hedging）等技術操作。理論上，這些技術操作也許是分析師最滿意的工作範疇；但從更廣泛的投資理論與實務來看，這些技術操作的性質特殊，加上不常出現，因此相對而言不太重要。

分析的主要障礙

數據不足或不正確：無庸置疑的是，分析師不可能永遠是對的，而且縱然結論符合邏輯，實際應用時效果可能很差。分析過程的障礙主要有三：(1) 數據不足或不正確；(2) 未來的不確定性；以及(3) 市場上的非理性行為。第一種障礙雖較為嚴重，卻是三種障礙中最不重要者。故意偽造數據則較為罕見，不實的陳述大部分來自會計手段，但有經驗的分析師應能識破這些伎倆。隱瞞比謊報更常見。隨著多項規則的施行，先是紐約證券交易所，之後是美國證券交易委員會，都規定公司作出更完整的揭露，並對會計實務作更充分的解釋，隱瞞的範圍因而大大縮減。若關鍵資料仍被隱瞞，分析師應憑經驗及技巧察覺到不足之處。如果分析師透過適當的查詢、施加適當的壓力，仍未能探出事實，便應將該隱瞞事項考慮在內。當然，隱瞞有時無法偵測出來，這時候便會推理出錯誤的結論。

未來的不確定性：市場環境瞬息萬變，分析師根據事實及明顯的市場前景得出的結論，可能因為新的發展而令原來的預測落空，由此引申出另一個問題：證券分析究竟能夠在多大程度上預測未來的條件變化？我們暫且將此問題擱置，先討論分析過程中涉及的不同因素。未來的市場變化顯然難以預測，一般而言，證券分析必須假設過往的紀錄只能粗略地指引未來。愈懷疑這個假設，分析的價值就愈低。將此技巧應用在不受環境變化影響的優先順位證券（可以防範未來的變動）時，比普通股更有用；同理，應用於擁有穩定業務的證券，比應用於業務變數大的證券更有效。以此類推，應用於一般正常情況，要比應用於存在許多不確定性、市場劇烈變化的期間更有效。

市場的非理性行為：證券分析的第三個障礙來自市場本身。市場與未來同樣難以掌握，分析師對兩者都不能預測或控制，但分析是否成功卻有賴於這兩者的結合。人們可能認為投資分析師的主要任務與證券的市場價格關係不大，甚至沒有關係。他們的任務應該是挑選出那些高級的固定收益債券，並在研究時判斷債券是否保障還本付息。買入債券的人士應該不用關心該債券在市場上的價格波動，只須留意這種債券是否仍是穩健的投資工具。我們認為，這種投資者所持態度的傳統觀念既不正确，更有點惺惺作態。證券持有人無論持有什麼種類的證券，都該關心市場價格，投資界奉為金科玉律的「市場流動性」（marketability）就說明了這點。即便證券受投資者歡迎的程度很重要，但是價格是否合理更為重要。相較於投機者，高級債券（high-grade bonds）投資者有明顯的理由不太看重市場波動，但即使不是財務上的考慮，市場波動仍會對投資者的心理造成重大的影響。所以，分析師除了須考慮影響證券的基本安全因素外，亦須考慮那些可能對證券市場價格產生負面影響的因素。

當分析師分析那些價值可能偏低或偏高的證券時，他們會更關心市場價格，因為他的判斷是否合理很大程度上取決於證券最終的市場價格。這種分析工作是基於以下兩項假設：第一，市場價格經常偏離證券的真正價值；第二，當市場價格與真正價值存在差距時，市場會自行調整。關於第一個假設，雖然華爾街流傳著「市場永遠是對的」、「股票的價值就是你能賣出的價格，既不多也不少」的說法，但市場價格經常偏離證券的真正價值幾乎不用懷疑。

⊕ 價值調整速度緩慢的危險

理論上，上述第二個假設同樣正確，不過實際上卻是最難驗證。因忽視或偏見引起的價值低估情況，可能持續一段極長的時間；同樣地，因投資氣氛過熱或人為刺激因素令證券價格飛漲，也可能長久不退。市場還未調整至分析師判斷的價值，新的決定因素可能已經出現，並取代舊有因素，這就是價值調整速度延緩為分析帶來的風險。換言之，即使價格最終還未反映價值，這個價值可能出現很大的變化，作出投資決定時所根據的事實和理由或許已不管用。

分析師必須盡最大努力規避這種風險，方法一，著重不太可能發生突然變化的情況；方法二，著重挑選那些大眾比較有興趣的證券，一旦分析師先識別出價值元素，大眾可能會即時反應；方法三，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物色價值偏低的證券，當市場存在異常壓力和不確定性時則更謹慎行事。

⊕ 內含價值與市場價格的關係

下圖進一步說明內含價值與市場價格的關係，從中探索影響市場價格的各種因素。從圖中可見，所謂的分析因素對市場價格的影響是局部且間接的。所謂「局部」，是因為市場上還存在純粹投機的因素，它們經常反方向影響市場價格；所謂「間接」，是因為人們的投資情緒和決定都會影響市場價格。也就是說，市場不是磅秤（weighing machine），並不能根據證券的特性精確並客觀地記錄每支股票的價值。反之，市場是投票機器（voting machine），匯集了無數的個人選擇，這些選擇部分出於理性，部分出於情緒。

分析與投機

有些人以為合理的證券分析可以在任何情況下，即使是變化無常、風險很高的投機活動中，都能產生理想的效果。如果能對公司的情況進行專門的研究，並據此選擇用作投機的證券，難道就不能為投機者帶來可觀的優勢嗎？在未來形勢不可測的大前提下，有利和不利的發展能否多少互相抵消，憑著充分的分析獲得初步的優勢，然後帶來平均利潤？這個論點似乎言之成理，其實是騙人的，分析師若輕易接受這個論點，就已經令分析走上歪路。所以，我們有必要詳細討論數個有效的論證，並反對將分析的重心擺在投機上。

首先，投機操作對投機者大為不利，其不利程度可能超過分析研究帶來的好處。不利條件包括支付的佣金、利息費用、買賣價差，以及最重要的平均虧損多於平均獲利的先天趨勢，除非採用與分析方法背道而馳的特定交易技術，才另當別論。

其次，投機的基本分析因素往往處於急劇變化之中。如上文所述，市場價格還未反映價值，證券的內含價值可能已經改變，因此相較於投資活動，這個風險在投機活動中嚴重得多。

第三，阻礙來自於充滿未知因素的環境，這些未知因素有必要脫離證券分析的範圍。理論上，這些未知因素是有利或不利的機率應該相等，因此長遠來看它們應能互相抵消。舉例來說，雖然兩家同業公司的前景明顯不分伯仲，但以盈餘而言，透過比較分析，我們還是可以輕易確定哪家公司證券的賣價較低。不過，證券誘人的低價可能基於某些重大的不利因素，而這些因素雖然沒有公開揭露，但熟悉公司的人都知道；反之，價格看來高於其相對價值的證券，情況也是一樣。在投機活動中，那些「內線人士」往往具有這類優勢，這些人不僅讓市場好壞變化能互相抵消的假設站不住腳，也讓不了解內情的分析師注定要失算。

⊕ 運氣成分增多，分析價值就下降

至於最後的障礙，理由雖較為抽象，但實際意義卻非常重大。即使我們相信分析能為投機者帶來數學上的優勢，但無法確保他一定能獲利。投機的高風險依然存在，任何個案都有可能出現虧損；投機交易結束後，往往很難確定分析師的建議究竟是帶來益處，還是害處。因此，分析師在投機領域中的地位其實非常含糊，沒有太多的職業尊嚴可言。這就像是分析師與命運之神一起用投機之琴彈奏一曲雙重奏，但卻是由命運之神定下所有曲調，決定一切。

我們可以再舉一個更為具體的比喻，更有力地說明為何分析適用於投資，而非投機。（本章中，我們假設投資意指預期中的安全，而投機則蘊含已知的風險，我們在其後的章節會進一步探究。）在蒙地卡羅，輪盤是對賭場經營者有利的一種賭博遊戲，莊家的勝率是19比18，賭客每下注37美元，莊家平均能贏得1美元。對於未經訓練的投資者或投機者來說，勝負機率也很類似。我們假設透過類似的分析，輪盤賭客可以在有限的賭博次數中，將莊家的勝負機率逆轉為18比19。如果賭客在所有的數字上平均下注，就能小賺一筆。這種操作方法就好比在有利的大環境下，根據充分的分析進行投資。

但是，如果賭客將所有的賭注都押在某一個數字上，所選的數字是否被選中便非常重要，而勝率就變得微不足道了。如果運氣好，透過他的「分析」會使獲利多一些；如果運氣不佳，便一無所獲。這個例子或許有點極端，卻能說明分析師應付投機情況時的立場。在投資界，數學的優勢實際上能確保得出滿意的成效；不過，當運氣具有壓倒性的影響時，同樣的數學優勢也可能完全無效。

所以，在投機方面，分析沒有指引作用，只是輔助的工具。只有當運氣是次要因素時，分析師的意見才可能會變得權威，並對其判斷結果承擔責任。

三、證券分析的批判功能

金融投資的原理和公司財務均須涉及證券分析。透過將標準應用於事實，就可以得出分析判斷，因此分析師相當關注評選標準是否有效及實用。此外，分析師還關注證券（尤其是債券和優先股）是否具備足夠的保障條款（protective provisions），更重要的是，執行這些保障條款的方法是公認的財務慣例。

同時，分析師也注重事實是否公正陳述，因此他必定對企業所採用的會計方法非常挑剔。最後，他還必須關心

影響證券持有人的公司政策，因為證券的價值很大程度取決於公司的管理作為，包括資本結構、股利與擴張政策、管理層的薪酬，甚至是否繼續經營或結束無利可圖的業務。

基於以上各點，證券分析足以作出嚴謹的判斷、避免錯誤、糾正濫用，並為債券及股票持有人提供更好的保障。

【第六版審訂序】

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。

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郭憲章 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