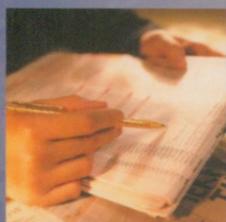


葛拉罕&陶德之

# 證券分析(上)

# SECURITY ANALYSIS

Benjamin Graham & David L. Dodd / 著 黃嘉斌 / 譯



## 作者簡介

### **Benjamin Graham**

生長於紐約市，畢業於哥倫比亞大學，並被尊稱為現代證券分析之父，其後的John Neff, John Bogle, Warren Buffett and Mario Gabelli 都受其理論影響。

### **David L. Dodd**

承襲了Graham的理論，並且也是哥倫比亞大學的同事。



寰宇智慧投資 171

葛拉罕 & 陶德

# 證券分析

《紀念版本》

## SECURITY ANALYSIS

(上冊)

Benjamin Graham 著  
David L Dodd 著  
黃 龍 嘉 斌 譯

The McGraw-Hill Companies, Inc.

US

Boston, Burr Ridge II, Dubuque IA, Madison WI, New York,  
San Francisco, St Louis

International

Bangkok, Bogota, Caracas, Kuala Lumpur, Lisbon, London,  
Madrid, Mexico City, Milan, Montreal, New Delhi, Santiago,  
Seoul, Singapore, Sydney, Taipei, Toronto

葛拉罕 & 陶德之證券分析 / 葛拉罕 (Benjamin Graham), 陶德 (David L. Dodd) 著 ; 黃嘉斌譯.  
-- 初版. -- 臺北市 : 寰宇智慧投資, 2002 (民  
91)

冊 : 公分 -- (寰宇智慧投資 : 171-172)

譯自 : Security analysis

ISBN 978-957-493-542-0 (上冊 : 平裝) .- ISBN

978-957-493-543-7 (下冊 : 平裝)

1. 證券

563.53

91004834

寰宇智慧投資 171

## 葛拉罕 & 陶德之證券分析(上)

© 2002 年, 美商麥格羅·希爾國際股份有限公司台灣分公司版權所有。  
本書所有內容, 未經本公司事前書面授權, 不得以任何方式 (包括儲存於  
資料庫或任何存取系統內) 作全部或局部之翻印、仿製或轉載。

Original: Security Analysis

by Benjamin Graham, David L. Dodd

ISBN: 978-0-07-024496-2

Copyright ©1996 by McGraw-Hill, Inc.

All rights reserved.

7 8 9 0 P H W 2 1 0 9 8

作 者 Benjamin Graham, David L. Dodd

翻 譯 黃嘉斌

合作出版 美商麥格羅·希爾國際股份有限公司 台灣分公司  
暨發行所 台北市 100 中正區博愛路 53 號 7 樓  
TEL: (02) 2311-3000 FAX: (02) 2388-8822  
<http://www.mcgraw-hill.com.tw>

寰宇出版股份有限公司  
台北市 106 大安區仁愛路四段 109 號 13 樓  
TEL: (02) 2721-8138 FAX: (02) 2711-3270  
E-mail: [service@ipci.com.tw](mailto:service@ipci.com.tw)  
<http://www.ipci.com.tw>

總代理 寰宇出版股份有限公司

劃撥帳號 第 1146743-9 號

登記證 局版台省字第 3917 號

出版日期 西元 2008 年 3 月初版六刷

印 刷 普賢王印刷有限公司

定 價 新台幣 500 元

ISBN : 978-957-493-542-0

網路書店 : 博客來 [www.books.com.tw](http://www.books.com.tw)

華文網 [www.books.4u.com.tw](http://www.books.4u.com.tw)

※本書如有缺頁、破損、裝訂錯誤, 請寄回本公司更換。



## 前言

1934 年，McGraw-Hill 公司發行班哲明·葛拉罕（Benjamin Graham）與大衛·陶德（David Dodd）合著的第一版《證券分析》（*Security Analysis*）。它註定要成為華爾街的經典作品，也是葛拉罕的成名之著。本書——以及他的相關教誨、著述與傑出的資金管理績效——所創造的傳奇隨著時間經過而日益凸顯。葛拉罕是當代最具影響力的投資思想家。

《證券分析》目前已經發行第五版，普遍被視為是股票與債券分析的基礎，以及價值投資的聖經。為了紀念本書的偉大成就，讓讀者瞭解第一版的原始觀念與措詞，McGraw-Hill 非常榮幸能夠重新發行 1934 年的版本。

這個特殊的紀念版本是翻印自 Jay's Publisher Services（Rockland, Massachusetts）的第一版，過程中採用垂直照相製版，儘可能避免扭曲或傷害原書的結構。這個版本是由 R. R. Donnelley（Crawfordsville, Indiana）負責印刷與裝訂。



## 前 言

本書的主要訴求對象是那些對於證券分析有著濃厚興趣的讀者。本書的處理範圍可能超越書名所顯示的程度，不只探討個別證券的分析方法，也嘗試建立證券篩選與安全保障的一般性原理。所以，我們非常強調投資與投機之間的區別，樹立健全而可行的安全檢定準則，徹底解釋高順位證券投資人與普通股持有人的權利與真正權益。

關於各項主題的篇幅分配，主要準則——但不是唯一準則——是相對重要性。可是，某些非常重要的議題，討論的篇幅卻非常有限，例如：如何判斷企業未來的展望，主要是因為這些主題很難歸納出明確的結論。另外，我們也省略一些大家已經非常熟悉的內容。反之，我們特別強調如何尋找便宜證券的方法，甚至超過它在整個投資領域內所佔的相對重要性，因為證券分析師在這項活動中特別容易顯露身手。同樣地，我們對於高順位特權證券（例如：可轉換債券……等）的討論非常詳細，因為一般教科書並沒有因為這些金融工具近幾年來的普遍發展而做較深入的介紹。

總之，我們的宗旨是提供一部批判性而不是描述性的著作。我們所關心的主要是概念、方法、標準、原理，尤其是符合邏輯的推理。我們雖然強調理論，但這並不是單純因為理論本身具備完美性的緣故，同時也考慮實務上的運用價值。我們

避免提供一些太嚴格而不能遵循的標準，或太瑣碎而不值得採納的技術方法。

本書的最大問題在於時間的遠近架構——融合最近與更早發生的各種不同經驗，彙整為某種禁得起未來嚴格考驗的思想。在本書撰寫過程中，我們必須抵抗一種普遍的看法，認為這場金融災難將持續到永恆；可是，當本書出版的時候，我們又看到投資人的故態復萌——錢燒口袋。可是，唯有那些態度保守的投資人才需要不斷記取 1931~1933 年期間與先前的崩盤教訓。對於我們所謂的「固定價值投資」，唯有秉持著——套用史賓諾莎（Spinoza）的說法——「經由災難薰陶的觀點」（from the viewpoint of calamity），才可能健全的採納。至於其他證券類型的處理，我們始終要求研究者不可過份強調表面與暫時性的東西。在華爾街打滾二十多年，我們得到深刻的教訓，瞭解這種過度強調與渲染的態度，不只是一種幻覺，也是在金融世界求取生存的天敵。

我們在此誠摯感謝許多朋友於本書的準備過程中給予鼓勵與協助。

班傑明·葛拉罕

大衛·陶德

紐約州，紐約市

1934年5月

# 目錄

## 《上冊》

紀念版本發行感言

i

前言

iii

導論：近期金融發展對於投資人與投機客的啟示

1

### 第 I 篇

#### 概論與方法

- |   |                    |    |
|---|--------------------|----|
| 1 | 證券分析的範疇與極限：內含價值的觀念 | 19 |
| 2 | 分析程序的基本要素：質與量的因子   | 35 |
| 3 | 資料來源               | 53 |
| 4 | 投資與投機的差異           | 65 |
| 5 | 證券分類               | 73 |

### 第 II 篇

#### 固定價值投資

- |   |                          |     |
|---|--------------------------|-----|
| 6 | 固定價值投資的篩選                | 111 |
| 7 | 固定價值投資的篩選：第 II 與第 III 原則 | 131 |
| 8 | 債券投資的特定篩選標準              | 157 |
| 9 | 債券投資的特定篩選標準（續前）          | 169 |

10	債券投資的特定篩選標準（續前）	183
11	債券投資的特定篩選標準（續前）	203
12	鐵路與公用事業債券的特殊分析因子	217
13	債券分析的其他特殊因子	241
14	優先股理論	253
15	優先股投資的篩選技巧	269
16	收益債券與保證債券	285
17	保證債券（續前）	299
18	高順位證券持有人的保障條款與救濟方法	315
19	保障條款（續前）	331
20	優先股保障條款，維繫充分的初級資本	349
21	投資組合管理	363

### 第 III 篇

#### 投機性高順位證券

22	廉價高順位證券；特權證券	375
23	高順位特權證券的技術特質	393
24	可轉換證券的技術層面	409
25	附帶認股權證的高順位證券；參與型證券； 轉換與避險	431
26	安全堪慮的高順位證券	451

《下冊》

第 IV 篇

普通股投資理論&股利因素

27	普通股投資理論	469
28	普通股投資的建議原則	491
29	普通股分析的股利因素	501
30	股票股利	521

第 V 篇

損益表分析&普通股價值評估的盈餘因素

31	損益表分析	537
32	損益表的特殊損失與其他特別項目	555
33	損益表的誤導手段&附屬機構的盈餘	567
34	折舊或其他類似費用與盈餘能力之間的關係	587
35	由投資人立場考量的攤提費用	615
36	耗損、其他攤提費用與或有損失的準備	631
37	盈餘紀錄的意義	643
38	質疑或拒絕過去紀錄的特定理由	659
39	普通股的本益比。資本結構發生變動的調整	673
40	資本結構	687

41	低價普通股&收益來源分析	703
----	--------------	-----

### 第 VI 篇

#### 資產負債表分析&資產價值意涵

42	資產負債表分析：帳面價值的重要性	721
43	流動資產價值的意義	735
44	清算價值的意涵；股東與管理階層之間的關係	755
45	資產負債表分析（總結）	773

### 第 VII 篇

#### 證券分析的其他層面&價格與價值之間的背離

46	股票選擇權認股權證	801
47	財務資金融通與企業管理的成本	819
48	企業從事金字塔信用擴張的一些問題	831
49	同業之間的比較分析	847
50	價格與價值之間的背離	887
51	價格與價值之間的背離（續前）	905
52	行情分析與證券分析	919

# 導論

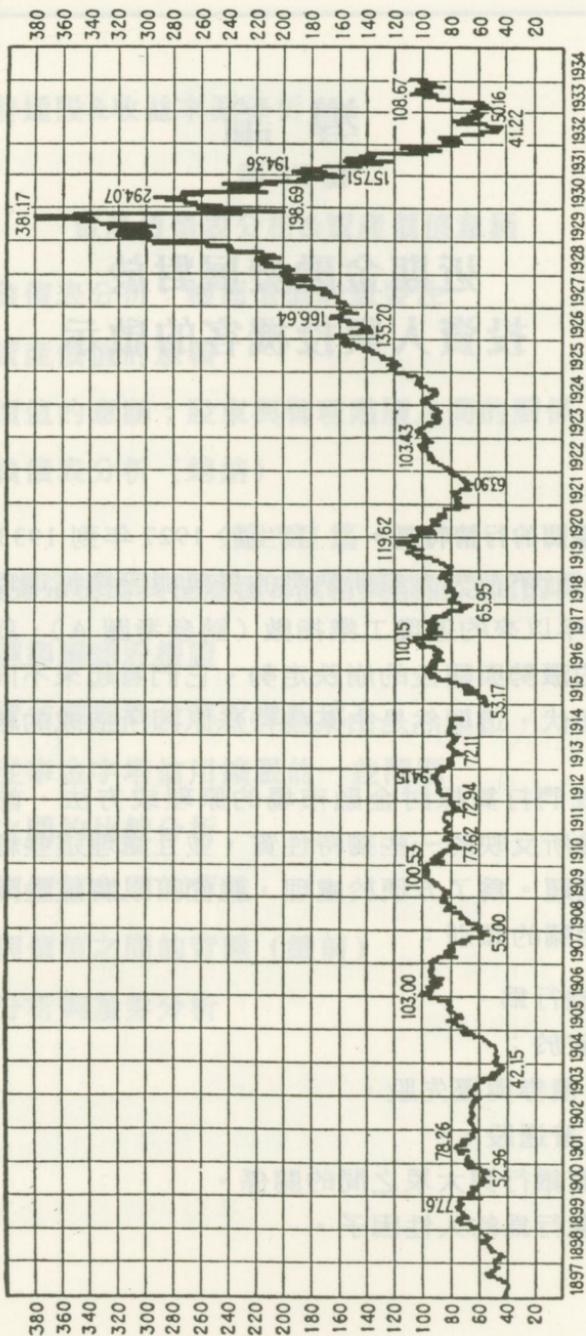
## 近期金融發展對於 投資人與投機客的啟示

**1927-1933 期間的行情特質。** 發生於 1927 年到 1933 年之間的經濟事件，並不代表大家所熟悉的景氣與股票循環現象。隨意瀏覽 1897 年以來的道瓊工業指數（請參考圖 A），就可以發現史無前例的漲勢與隨後的崩跌走勢。它們看起來不同於過去的正常波浪起伏，這顯然是由某些特殊原因所造成的結果。

如果我們打算探討金融市場的原理或方法，首先必須承認最近經驗所反映的一些獨特性質，並且處理這些經驗所凸顯的許多新問題。為了方便於處理，我們可以將這些問題歸納為下列四個相關的類別：

1. 投機行爲。
2. 投資於：
  - A. 債券與優先股。
  - B. 普通股。
3. 投資銀行與大眾之間的關係。
4. 金融行爲的人性因子。

圖 A 道瓊工業股價指數月線圖：1897年~1934年 (最高價/最低價)



Dow, Jones & Co., Inc. - 1934

## 投機行為

關於投機行為，過去六年以來的經驗實際上並沒有提供我們什麼新的知識。雖然最近這波多 / 空走勢的幅度與期間都稱得上史無前例，但投機客所經歷的一切，基本上還是無異於先前的市場循環。不論這段行情多麼特別，但就投機客的立場來說，華爾街還是反映一句法國的古老諺語：「變動愈大，愈凸顯出不變的性質」——巨大的獲利將演變為更可怕的損失；市場出現許多新的理論，但隨後又被證明為無稽之談；最樂觀的氣氛將取代為最深沉的失望。最嚴重的挫敗潛藏著新的獲利機會；這一切還是不能違背古老的投機行為法則：何時買進的重要性超過買進什麼，投機客蒙受的損失幾乎必然大於獲利。

## 投資的一些新問題

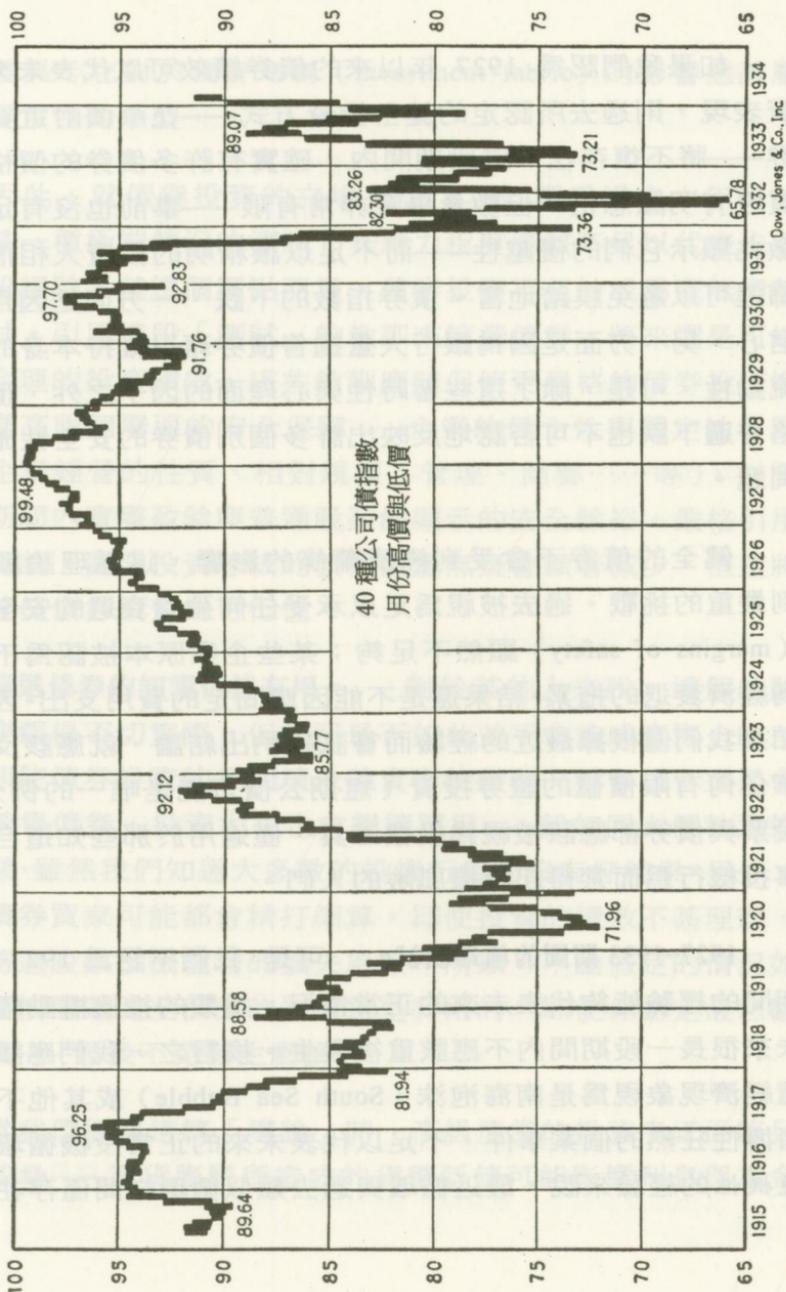
然而，在投資的領域內，1927年以來的經驗顯露一些嚴肅的新課題。在這些問題中，最單純者是假借投資之名而進行最粗魯的投機。如果這是造成投資困難的唯一原因，那麼問題就很容易處理：只需要採用合理而明確的準則來區分投資與投機。可是，真正的問題遠超過定義的層面。重大的挫敗不只發生在假借投資之名而從事的投機行為，甚至根據最保守法則進行的投資行為本身也難逃失敗的命運。最近這段行情發展的最根本特質——至少就投資的邏輯與實務而言是如此——不在於股價指數的劇烈波動，而在於債券指數的崩跌（請參考圖 B）。自

從 1928 年以來，保守投資人所蒙受的損失迫使我們必須處理一個嚴肅的問題：是否存在所謂健全而合理的投資？另一個問題是：投資人是否可以仰賴投資銀行的管理能力？

由 1914 年以來，債券持有人的不愉快經驗。我們必須指出一點，自從第一次世界大戰爆發以來，債券投資的績效相對不理想；1928 年之前的發展呈現一種跡象，雖然債券投資人願意接受較低的獲利潛能，但並沒有因此而取得較高的風險保障。在 1917~1920 年期間，戰爭經費融通引發的通貨膨脹導致債券價格大跌。在隨後的復甦走勢中，個別債券的表現也參差不齊，這主要是因為先前快速擴充的鐵路與運輸公司債券價格下跌，工業公司的債券表現則很理想。甚至公用事業債券也受到 1919~1922 年戰後營運成本上升的不利衝擊，因為費率收入相對缺乏彈性。另一方面，工業公司債券的表現也不是全然沒有瑕疵，因為許多公司債券並沒有參與多頭市場的走勢，甚至陷入財務困境。因此，工業公司債券的買方是處在一個非常不確定的市場中，某些投資偶爾可以獲利，但更經常發生嚴重的損失。

這段不愉快的經驗使得投資人自然地接受一種新的觀點，認定普通股是較理想的投資工具——這種觀點在某種程度內確實適用，但最後卻不免過度膨脹而招致不堪回首的後果。目前，將普通股視為長期投資工具的信念已經瓦解，但這個事實並不足以讓債券重登最佳投資工具的地位，也不能讓債券持有人忘卻最近的慘痛經驗。

圖 B 道瓊債券指數



如果我們認為 1927 年以來的債券績效可以代表未來的投資表現，則過去所認定的健全投資方式——在平價附近買進債券——將不復存在。這段期間內，確實有許多債券的價格或品質沒有明顯惡化，但數量畢竟非常有限——事前也沒有足夠的徵兆顯示它們的優越性——而不足以讓精明的投資人相信謹慎篩選可以避免誤踏地雷。債券指數的下跌，一方面是因為缺乏信心，另一方面是因為銀行大量拋售債券藉以維持本身的資金流動性。可是，除了這些暫時性與心理面的因子之外，債券價格普遍下跌也不可否認地反映出許多個別債券的安全性確實有問題。

健全的債券不會受到經濟蕭條的影響，這種理論顯然受到嚴重的挑戰。過去被視為足以承受任何盈餘衰退的安全餘裕（margins of safety）顯然不足夠；某些企業原本被認為不會受到經濟衰退的拖累，結果還是不能因應固定的費用支出。因此，如果我們僅根據最近的經驗而嘗試歸納出結論，就應該反對從事任何有限價值的證券投資（短期公債可能是唯一的例外），股票與債券都應該被視為投機工具，僅適用於那些知道自己從事投機行為而禁得起投機風險的人們。

**1927~1933 期間的極端測試。** 可是，我們不認為 1927~1933 期間的經驗能夠代表未來的正常情況。這類的投機擺動幅度在未來很長一段期間內不應該重複發生。換言之，我們應該把這種經濟現象視為是南海泡沫（South Sea Bubble）或其他不正常賭博性狂熱的個案事件，不足以代表未來的正常投機循環。就投機性的經驗來說，最近循環與過去類似循環之間僅存在程度