

葛拉罕&陶德之 證券分析(下) 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 172

葛拉罕 & 陶德

證券分析

《紀念版本》

SECURITY ANALYSIS

(下冊)

Benjamin Graham 著
David L. Dodd 著
黃嘉斌 譯

The McGraw-Hill Companies, Inc.

US

Boston, Burr Ridge IL, 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

國家圖書館出版品預行編目資料

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 : 麥格羅希爾, 2002 (民
91)
冊 : 公分 -- (寰宇財金 : 171-172)
譯目 : 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 172

葛拉罕 & 陶德之證券分析(下)

© 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

<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 月初版七刷

印 刷 普賢王印刷有限公司

定 價 新台幣 500 元

ISBN : 978-957-493-543-7

網路書店：博客來 www.books.com.tw

華文網 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
前言

i
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

第 IV 篇

普通股投資理論

普通股投資理論

&

股利因素

本書導論中曾經提到，把分析 & 運用到投機場合，本質上就存在困難，由於投機因素在普通股票內顯得特別容易膨脹，所以這類分析經常很難下結論；即使相關的分析看起來可以歸納一些結論，往往也存在誤導的風險。可是，就完整的證券分析而言，還是需要深入考慮普通股分析的功用。首先，我們必須提出三個務實的前提。第一，普通股在整個財務資本結構上具有根本的重要性，對於很多人存在非凡的吸引力；第二，普通股的持有人或買方通常都急著想透過某種明智方法評估它的價值；第三，即使買進普通股的根本動機只不過是投機性的貪婪，但人們總希望把這類醜陋的動機隱藏在看似合理的藉口之下。套用法國文豪伏爾泰的說法，即使沒有所謂的普通股分析，那也需要捏造一個。

普通股分析的廣義功能。 因此，我們需要處理一個問題：「在哪種程度內，普通股分析是一種確實有效而具備真正有價值的活動？又在哪種程度內，這類分析只不過是針對未來經濟景氣或股票行情下賭注之前，必須進行的一種空洞而不可或缺的儀式？」關於前述問題，最後的答案大致如下：「就典型的普通股來說——換言之，隨機挑選一支股票——不論分析程序

普通股投資理論

本書導論中曾經提到，把分析技巧運用到投機場合，本質上就存在困難。由於投機因素在普通股領域內顯得特別容易膨脹，所以這類分析經常很難令人滿意，而且也欠缺結論；即使相關的分析看起來可以歸納一些結論，往往也存在誤導的風險。可是，就完整的證券分析而言，還是需要深入考慮普通股分析的功能。首先，我們必須提出三個務實的前提。第一，普通股在整個財務資本結構上具有根本的重要性，對於很多人存在非凡的吸引力；第二，普通股的持有人或買方通常都急著想透過某種明智方法評估它的價值；第三，即使買進普通股的根本動機只不過是投機性的貪婪，但人們總希望把這類醜陋的動機隱藏在看似合理的藉口之下。套用法國文豪伏爾泰的說法，即使沒有所謂的普通股分析，那也需要捏造一個。

普通股分析的廣義功能。 因此，我們需要處理一個問題：「在哪種程度內，普通股分析是一種確實有效而具備真正有價值的活動？又在哪種程度內，這類分析只不過是針對未來經濟景氣或股票行情下賭注之前，必須進行的一種空洞而不可或缺的儀式？」關於前述問題，最後的答案大致如下：「就典型的普通股來說——換言之，隨機挑選一支股票——不論分析程序

麼周詳完善，都不太可能在吸引力或真正價值方面提供可靠的結論。可是，就個別案例來說，特定狀況或許允許透過分析程序達成某種具有合理可信程度的結論。」所以，唯有對於少數特殊的普通股，分析程序才具有正面意義或科學價值；對於一般普通股來說，分析程序只能當做一種效能值得懷疑的工具，協助投機活動的判斷，或者當做一種高度虛幻的方法，藉以處理一些不適合計算而必須計算的東西。

爲了釐清這個主題的種種疑問，透過歷史角度來處理，或許是最有效的方法。經由縱面剖析，不只可以顯示普通股分析程序的階段性演變，也可以凸顯一個非常重要的相關主題，換言之，普通股投資理論。我們首先將遇到一套看起來頗爲合理的早期普通股投資理論。可是，隨著經濟與市場環境的改變，這套理論的有效性逐漸遭到破壞。基於這個緣故，又出現另一套截然不同的普通股篩選觀念，也就是所謂的「新時代理論」（new-era theory），這套說法雖然披著看似合乎理性的外衣，卻潛藏著莫名的危機。隨著舊時代理論的衰敗頹敝與新時代理論的泡沫瓦解，我們必須嘗試提出另一套符合邏輯結構而具有合理可靠程度的普通股投資理論。

普通股分析的歷史演變。 首先觀察普通股分析的發展歷史，我們將看見過去 30 年來兩個糾纏不清而相互矛盾的因子。一方面，做爲一種金融媒介工具而言，普通股的投資威望（investment prestige）愈來愈顯赫，主要是因爲有愈來愈多的上市公司展現充裕的盈餘，持續發放股利，財務實力日益雄厚。伴隨著這方面的進展，上市公司發佈財務報表的頻率與內容也

有顯著的改善，使得一般大眾與證券分析師都有充裕的統計資料可供運用。最後，一套令人印象深刻的理論開始流行，主張普通股是從事長期投資的最重要工具。可是，當人們對於普通股的熱衷程度達到最高峰的時候（大約在 1927 年到 1929 年之間），一般大眾購買股票所採取的價值評估基礎（basis of valuation）開始愈來愈偏離實事求是的立場與證券分析的客觀技術，愈來愈強調潛力（potentiality）與預測（prophecy）的成份。另外，工業公司與某些企業的經營狀況非常不穩定，使得整體債券的投資素質遭到破壞，普通股的真正投資素質當然受到更大的威脅。

兩種不穩定對於分析造成的傷害。 爲了說明普通股分析如何受到這兩個發展——（1）有形因素的不穩定性，（2）無形因素所佔據的主導地位——破壞的程度，最好實際比較 1920 年之前與最近的一些普通股。我們準備考慮四個典型的例子：賓夕凡尼亞鐵路（Pennsylvania Railroad Company）、阿奇森-托皮卡-聖塔菲鐵路（Atchison, Topeka and Santa Fe Railway Company）、國家餅乾公司（National Biscuit Company）與美國罐頭公司（American Can Company）。

美國罐頭是典型的戰前投機股。我們稱它爲投機股，理由非常充分：（1）沒有分派股利；（2）盈餘很少，而且非常不穩定；（3）「摻水」程度嚴重，換言之，股票價值有一大部份並沒有實際投資於企業。相反地，賓州、阿奇森與國家餅乾則屬於投資等級的普通股，理由也非常充分：（1）連續分派股利的紀錄相當不錯；（2）盈餘穩定，盈餘平均水準遠超過支付股