

財信出版

班傑明·葛拉漢 Benjamin Graham | 原著

珍娜·羅 Janet Lowe | 編選

陳慕真、周葦 | 譯

the
Rediscovered
Benjamin
Graham

Selected Writings of the Wall Street Legend



價值投資之父

葛拉漢論投資

巴菲特不變的投資忠告
“閱讀葛拉漢，是正確的投資起跑點”

精選傳奇投資思想家葛拉漢歷經時間檢驗的經典原作
完整呈現價值投資法則屹立不搖之根源與精髓

亞馬遜讀者★★★★★推薦

價值投資之父葛拉漢論投資

The Rediscovered Benjamin Graham : Selected Writings of the Wall Street Legend

原著	班傑明·葛拉漢 Benjamin Graham
編選	珍娜·羅 Janet Low
譯者	陳慕真 周 萱
總編輯	楊 森
副總編輯	許秀惠
主編	陳盈華
行銷企劃	呂鈺清
發行部	黃坤玉 賴曉芳
視覺設計	陳文德
出版者	財信出版有限公司 http://wealthpress.pixnet.net/blog 台北市中山區10444南京東路一段52號11樓
訂購服務專線	886-2-2511-1107
訂購傳真	886-2-2511-0185
郵撥	50052757財信出版有限公司
印製	中原造像股份有限公司
總經銷	聯合發行股份有限公司 新北市新店區23145寶橋路235巷6弄6號2樓 電話886-2-2917-8022
二版二刷	2011年6月

Chinese Translation Copyright © 2010 by Wealth Press
Copyright © 2010 by Janet Lowe
Published in 1999 by John Wiley & Sons, Inc.
Authorized Translation from the English language
edition published by John Wiley & Sons, Inc.
All rights reserved.
This translation published under license.
著作權所有·翻印必究 Printed in Taiwan
(若有缺頁或破損·請寄回更換)

國家圖書館出版品預行編目資料

價值投資之父葛拉漢論投資 / 珍娜·羅
(Janet Lowe) 編著; 陳慕真, 周萱譯. 二版
. -- 臺北市: 財信, 2010.05
面; 公分. -- (投資理財; 130)
譯自: The Rediscovered Benjamin Graham:
Selected Writings of the Wall Street Legend
ISBN 978-986-6602-90-0 (平裝)
1. 投資分析 2. 證券投資 3. 職業倫理 4. 證券金融業
563.5 99006607

港台書

港台書

價值投資之父

葛拉漢論投資

the
Rediscovered
Benjamin
Graham

班傑明·葛拉漢 Benjamin Graham | 原著

珍娜·羅 Janet Lowe | 編選

陳慕真、周萱 | 譯



財信出版

目錄

5 編者序

9 一份回憶：葛拉漢與《證券分析》

15 第一篇 金融業與商業道德

18 第1章 美國公司倒閉後的價值是否高於繼續營運的價值？

45 第2章 美國資本主義的道德觀

51 第二篇 細說股票及股市

54 第3章 普通股的新投機行為

69 第4章 股市警訊：危險就在前方！

87 第5章 價值重生：罕有的投資機會正逐漸浮現

96 第6章 普通股的未來

115 第三篇 細談投資這一行

118 第7章 邁向科學化的證券分析

130 第8章 影響股票買賣的因素

195 **第四篇 投資策略**

198 第9章 證券分析面臨的問題

295 **第五篇 商品儲備計畫**

299 第10章 國際商品儲備貨幣建議書

305 第11章 多重商品儲備計畫摘要

315 **第六篇 葛拉漢訪談錄**

318 第12章 葛拉漢：價值投資的老祖父還在憂慮

331 第13章 挑選廉價股最簡易的方法

341 第14章 與葛拉漢共處的一小時



編者序

當全世界最成功的投資人巴菲特（Warren Buffett），有機會提供微軟創始人比爾·蓋茲一些投資忠告，幸運的比爾會得到什麼金玉良言？

「閱讀班傑明·葛拉漢」是多年來巴菲特給願意聽他忠告者的至理名言。雖然巴菲特承認自己已捨棄葛拉漢的部分學說，開始轉而涉獵其他學說並加上自己的想法，但他仍堅持閱讀價值投資之父葛拉漢，是正確的投資起跑點。葛拉漢在1949年所發表的經典之作《智慧型股票投資人》（*The Intelligent Investor*）仍是每個投資人必讀的聖經。

在投資及經濟領域裡，葛拉漢是個多產且受歡迎的作家。他從1920年代開始論著，到1976年去世為止。除了出版5本著作（始自1934年的《證券分析》〔*Security Analysis*〕）外，也在一些著名的報章雜誌發表許多文章。

葛拉漢發表的文章曾兩度帶動股市大幅翻揚。一次是在1929年股市崩盤之後，另一次則是在1970年代股市長期處於空頭市場之後。葛拉漢的演說引導並啟發華爾街的專業人士達半世紀之久。他曾以筆名「苦思者」（*The Cogitator*）在頗受推崇的《金融分析師期刊》（*Financial Analysts Journal*）發表過一些文章。他對美國經濟及國際經濟的看法及見解甚至得到像凱因斯（John Maynard Keynes）這類偉大思想家的回

應。

葛拉漢因備受推崇而受徵召至美國參議院，在享有威信的傅爾布萊特委員會（Fulbright Committee）前，為證券界的新發展方向做見證。他對每件事所發表的評論充分顯示他的機智、聰慧及獨創見解，他總是為股東尋求公平的交易。直到今天，葛拉漢在雜誌上發表的短文、演說及上課講稿仍廣被引用，但仍無法滿足想要拜讀葛拉漢早期作品的人，因為，那些早期作品不易尋得。

總是有許多人向我索取我所珍藏的葛拉漢作品影本，所以我自忖，如果能將葛拉漢的作品集結成冊，特別是把一些尚未失傳，卻又不易尋獲的作品編輯成冊，應該是個可造福讀者的好辦法。

若要把葛拉漢所有的講稿及短文整理成書，絕對是不實際的想法。更何況，他的部分作品早已不能滿足現代讀者的需求。所以，我們只挑選他最傑出的作品，且儘量忠於原著，不做增刪。即使因時代、價值觀的改變而不得不做修改時，我們也努力維持葛拉漢的真實主張。

我們修改了葛拉漢在紐約金融機構（New York Institute of Finance）的講稿，一方面是因為篇幅太長，另一方面是因為講稿內容是學生一字不漏抄錄下來的，免不了摻雜一些與主題無關的內容。例如，一些課堂上的叮嚀及對於當時次要事件的評論。此外，有些課程長達一學期之久，葛拉漢會反覆提到同樣的主題，我們將一些較不完整或較無說服力的章節刪除。在編輯的過程中，我們無不費心地確實保留葛拉漢

在課堂上所要傳達的主要觀念與方法。讀者如果想要閱讀未經刪減的原版講稿，可以上網到John Wiley & Sons的網站查詢（www.wiley.com/bgraham）。

本書就像時間機器，將帶領讀者回到過去的投資世界：葛拉漢提到鐵路工業的蕭條、航太製造業的崛起，且預期二次世界大戰後的房市榮景；他常常警告大眾，嘗試預言未來是件危險的事，而葛拉漢也從未全面性的預期戰後科技變遷及接踵而至的波濤洶湧經濟情勢。畢竟，歷史可以告訴我們很多東西。

儘管如此，葛拉漢的理念仍持續受到20世紀所有投資人的擁護與推崇。愈是研讀他的價值投資原則，愈是對他的肅然起敬。巴菲特為第四版的《智慧型股票投資人》寫序，文中提到：「市場行為愈愚蠢，明智的投資人就愈有獲利機會。追隨葛拉漢的投資理念，你將從大眾的愚昧行為中獲利，而不會讓自己成為其中的一份子。」這段話道出了葛拉漢全書的價值。

有許多人參與本書的製作，歷經很長的時間才完成。假如我漏掉任何一個人，我在此致上歉意。我要特別感謝巴菲特、休洛斯（Walter Schloss）、肯恩（Irving Kahn），以及所有葛拉漢在哥倫比亞大學的得意門生，他們費心保存文件，使人們對葛拉漢的記憶常保鮮活。小葛拉漢博士（Dr. Benjamin Graham Jr.）也慷慨的給予鼓勵，並且允許我們發表他父親的珍藏。感謝John Wiley & Sons的湯普森（Myles Thompson）、品卡特（Jennifer Pincott）及丹尼羅（Mary Daniello），

他們對本書貢獻良多。林斯（Austin Lynes）把檢索表整理得有條不紊。我還要感謝我的專業支持團隊：瑪泰兒（Alice Fried Martell）、克羅威爾（Jolene Crowell）及肯尼（Phyllis Kenney）。

我希望你享受閱讀本書的樂趣，一如我編著本書時所獲得的樂趣。

珍娜·羅

1999年3月於加州

一份回憶：葛拉漢與《證券分析》¹

葛拉漢是具有創新思維且思路清晰的思想家。他具備崇高的道德標準，為人謙虛且不裝腔作勢，他就是這樣的人，我在他的手下擔任證券分析師近十年之久。再重讀第一版《證券分析》的前言時，我再一次被葛拉漢的見解所感動。我在此引述部分前言：「我們在乎觀念、方法、標準、原則，更關心合乎邏輯的推論。我們所強調的理論，不是理論本身，而是實踐理論的價值。因此，我們試著避開一些不切實際的標準，或是一些窒礙難行的技術方法。」

《證券分析》一書闡明了一切，但要不要把葛拉漢的見解付諸實踐，則完全取決於分析師及投資人。

記得在1935年，我任職於Loeb Rhodes（後來改稱為Carl M. Loeb & Co.）時，我問公司的合夥人之一厄普夫（Armand Erpf），要如何才能進入「統計部門」，他給了我一個很好的忠告。在我們那個年代，甚至在今天，要出人頭地最好的方法就是為公司帶進生意。假如你出生有錢人家或結交有錢的朋友，那麼你就能為公司賺取大筆佣金。證券分析在當時尚處萌芽階段，所以你認識什麼人比你懂得什麼知識要重要的多了。假如你沒有背景、又沒有人脈，要出人頭地是很難的。不管怎樣，厄普夫告訴我，最近有一本叫《證券分析》的新書出版了，

¹ 本文是華德·休洛斯（Walter J. Schloss）未開發表的文章，經授權許可轉載。

作者是一名叫葛拉漢的。他說：「去讀那本書。如果你真能融會貫通全書的內容，就不需再讀其他的書了。」

於是我參加了紐約金融機構主辦，由葛拉漢主講的「高級證券分析」課程。葛拉漢是一位優秀的演講者，充滿熱誠且條理分明，他的一些作為是我很少見過的。他會舉一些當時價值被低估的例子，例如包德溫火車頭（Baldwin Locomotive）的破產債券（bankrupt bonds），來說明新證券在預估獲利能力及資產作基礎的情況下價值為何，再將這個價值與債券的價格串聯起來。許多華爾街的優秀人士都上過葛拉漢的課，包括高盛證券的李維（Gus Levy），他後來成為美國頂尖的套利者。我常在想，那些將葛拉漢的見解靈活運用的投資人，不知賺了多少錢。

葛拉漢絕不吝於提出自己的看法及撥出自己的時間，特別是對年輕人。1945年底，我即將離開軍隊，他雇用我擔任他的證券分析師，也因而改變了我的一生，我知道他也幫助同行的其他人。

在葛拉漢的追思儀式中，《證券分析》的合著者陶德（Dave Dodd）提到他如何參與該書的過程。當初葛拉漢受邀到哥倫比亞大學教授投資課程是有附帶條件的——他希望有人隨堂做筆記。當時還是一名年輕講師的陶德，自告奮勇接下這份工作，他將葛拉漢的授課內容鉅細靡遺的記錄下來，葛拉漢隨後利用這些筆記寫成《證券分析》。陶德說，該書是葛拉漢完成的，但他堅稱陶德功不可沒，足可掛名共同作者。

陶德後來成為一名非常成功的投資人。葛拉漢在1936年和紐曼（Jerome Newman）合夥創辦的葛拉漢—紐曼投資信託公司（Graham-Newman Corp.），陶德就擔任該公司的主管。

在投資界，要不受環境影響清楚思考絕非易事，害怕及貪婪常會影響一般人的判斷力。葛拉漢不是汲汲於金錢的人，所以不像其他人容易被這類情緒所影響。

葛拉漢曾在經濟大蕭條期間投資虧損，所以他希望他的投資在景氣轉壞時，資產仍可以受到保護。最好的方法就是制定一套規則，只要遵循不悖，就會降低損失的機會。我可以針對此點，舉例說明。

有一天，我在葛拉漢位於葛拉漢—紐曼公司的辦公室，剛好有人打電話通知他，他們已經購得50%的公務員保險公司（Government Employment Insurance Co.，即現在的蓋可〔GEICO〕）。他回頭對我說：「華德，如果這個購買案失利，我們還是可以把它清算掉，拿回我們的本錢。」蓋可的營運良好，遠超出葛拉漢的想像，但這並非葛拉漢所期待的。所謂慎選好股已是成功的一半，我想葛拉漢深知其中的道理。

葛拉漢—紐曼公司因遵循葛拉漢所立下的箴言而宏圖大展。但和現在的投資公司比起來，葛拉漢—紐曼公司的規模簡直是小巫見大巫。截至1946年1月31日為止，該公司的淨資產僅330萬美元。

葛拉漢的著眼點是把風險降至最低以保護預期的獲利。假如有人找出1947年至1956年間的《穆迪投資手冊》（*Moody's Investment Manuals*），並查看葛拉漢—紐曼公司的持股，一定覺得相當有趣。因為很多股票都是規模小且不見經傳的公司，但以數量而言股價算便宜的。閱讀葛拉漢—紐曼公司1946年1月出爐的年報，你會更有心得，該份年報說明了葛拉漢—紐曼公司兩個層面的投資策略：

1. 以低於內在價值（intrinsic value）的價格購入證券。要判斷證券的內在價值，必須經過仔細分析，特別是要購入價格低於其清算價值（liquidating value）的證券。
2. 從事套利交易及避險操作。

我協助葛拉漢整理第三版的《證券分析》，於1951年出版，附錄裡收錄了一篇他撰寫有關股市特殊情況的文章，該文1946年於《分析師期刊》（*The Analyst Journal*）首度發表。葛拉漢在文中列出一個用來計算風險報酬（risk-reward）的公式，這個公式在今天仍然適用。《智慧型股票投資人》則於1949年出版，是專為一般大眾寫的，但內容側重證券分析，並彰顯證券分析的重要性，該書的第四版目前仍在印行。

有一天，我無意中發現一檔當時還算便宜的股票魯肯斯鋼鐵（Lukens Steel），我們購入了一些，且打算再多買一些。這時，葛拉漢和某人出去吃午餐。那人報了好幾檔績優股給葛拉漢，午餐快結束時，他探詢葛拉漢的購買意願。葛拉漢告訴他，我們正購入魯肯斯股票。我懷疑那個人考慮一整天後，便開始大量購買魯肯斯股票，因而把股價拉

抬到超出我們預期的價位。葛拉漢告訴我這件事之後，我的印象是他不想太無禮，且當時他還不知道自己的評論是如此具影響力。

他總是讓事情簡單化。他曾寫道，他不認為證券分析師一定要用超出算術或基礎代數以外的方法做投資決策。

葛拉漢是一個富有文化涵養且多元化的人，他不像其他同行的人花費許多時間在投資上，他喜歡嘗試新觀念。1930年代末期，他開始倡導恆常穀倉理論（ever-normal granary theory），還以此主題寫了一本名叫《儲備與穩定》（*Storage and Stability*）的書，書裡提到我們可以用某些商品和金屬作為貨幣的代用品。他的見解頗有道理，1磅棉花等於6美分，其他原物料也可有較低的對應價格，這實在是個有趣的提議。雖然他從來沒什麼政治影響力讓美國國會買他的帳，但他的朋友巴洛克（Bernard Baruch）²支持他的見解，並認為這是一個能夠幫助農民及降低通膨威脅的好方法。

在葛拉漢一生中，我認為出版《證券分析》一書是最偉大的成就。葛拉漢讓證券分析受到尊重，能認識他是我的榮幸。

² 編註：1870-1965，歷任多屆美國總統的經濟顧問達四十年之久。

第一篇 | 金融業與商業道德

第1章 美國公司倒閉後的價值是否高於繼續營運的價值？

第2章 美國資本主義的道德觀