

# 是他教出來的 巴菲特

## Benjamin Graham on Investing

Enduring Lessons from  
the Father of Value Investing

郭恭克 獵豹財務長  
羅尤美 富蘭克林證券投顧副總經理

班傑明·葛拉漢 Benjamin Graham 著

羅德尼·克萊恩 Rodney G. Klein 編 陳昌儀 譯

葛拉漢的文章不僅能讓我們了解那段期間的經濟是如何的動盪，  
對所有投資人來說，這些著作更代表著永恆不朽的智慧。



專業推薦



繁星公司

巴菲特是他教出來的

金星★商管IB013

# BENJAMIN GRAHAM ON INVESTING

Enduring Lessons  
From the Father of  
Value Investing

巴  
菲  
特  
是  
他  
教  
出  
來  
的

作者 班傑明·葛拉漢 (Benjamin Graham)  
羅德尼·克萊恩 (Rodney G. Klein)  
譯者 陳昌儀

發行人 李家恩  
總編輯 黃智成  
主編 宋勝祐  
編輯 莊琬茹  
特約編輯 孫昭業

出版者 繁星多媒體股份有限公司

董事長 黃瑞循  
總經理 黃山  
執行顧問 張雪玲  
社務顧問 黃仁雄  
數位總監 陳淑惠  
編務統籌 胡惠君  
發行經理 張純鐘  
教推經理 蕭毅  
客戶服務 蔡芳芸

地址：台北縣五股工業園區五工五路37號

電話：(02) 22999822 · (02) 22982836

電子信箱：service@BeautyEnglish.com.tw

經銷商 聯合發行股份有限公司 電話：(02) 29178022

印刷 2010年06月初版

定價 新台幣360元

ISBN 978-986-6414-69-5

版權所有 翻印必究

◎本書如有缺頁、破損、裝訂錯誤，請寄回本公司調換。

Printed in Taiwan

國家圖書館出版品預行編目資料

巴菲特是他教出來的／班傑明·葛拉漢 (Benjamin Graham)、羅德尼·克萊恩 (Rodney G. Klein) 作；陳昌儀譯。－初版。－台北縣五股鄉；繁星多媒體，2010.06

面；公分。－(金星★商管；IB013)

譯自：Benjamin Graham on Investing: Enduring Lessons From the Father of Value Investing  
ISBN 978-986-6414-69-5 (平裝)

1. 投資 2. 投資分析

563.5

99006642

BENJAMIN GRAHAM ON INVESTING: ENDURING LESSONS FROM THE FATHER OF VALUE INVESTING  
by RODNEY G. KLEIN & BENJAMIN GRAHAM  
Copyright © 2009 Benjamin Graham & Rodney G. Klein  
This edition arranged with McGraw-Hill Professional through Big Apple Tuttle-Mori Agency, Inc., Labuan, Malaysia  
TRADITIONAL Chinese edition copyright:  
2010 InStars Multimedia Co.  
All rights reserved.

# 目次

前言	7
<b>第一部 1917年9月到1918年9月</b>	
簡介 ■ 由大衛·達斯特執筆	13
<b>第一章 存在於債券標的中的怪現象</b>	21
售價基礎不合邏輯的債券——投資人的錯誤觀念—— 某些外國債券的異常現象	
<b>第二章 大北方礦砂憑證的評價</b>	27
評價以1914年和1916年的營運為基礎——礦區的壽命—— 與斑岩銅礦公司的比較——對當前市場價格的淺見	
<b>第三章 靈感公司在1917年所遭遇的困難與達成的成就</b>	35
礦砂評價與戰爭稅——成本與利潤——股票的投資價值	
<b>第四章 內華達聯合公司——礦業中的絕代珍寶</b>	43
「拒絕斷氣的垂死礦坑」——該公司資產負債表的變化—— 內華達公司股票投資價值	
<b>第五章 投入資本的祕密</b>	49
以戰爭稅準備形式而存在的有形資產——實質價值與帳面價值	
<b>第六章 鋼鐵稅大謎團</b>	57
投入資本的祕密——第二部 美國鋼鐵公司稅務狀況的各個不同階段—— 其他鋼鐵與設備股——超額與不足納稅準備	

## 第二部 1918年9月至1919年1月

---

- 簡介 ■ 由大衛·達斯特執筆** 67
- 第七章 美國農業化學公司與維吉尼亞—卡洛里納化學公司** 73  
它們的價格是否脫軌——美國農業公司居領先地位的導因——  
無論是戰爭或和平，肥料都是必需品
- 第八章 高收益與安全的投資標的** 83  
無事實根據的成見所製造出來的機會——  
報酬率6%、安全且可能獲利10元利潤的例子——  
債券、優先股與普通股一覽表
- 第九章 聯合瓦斯公司的隱藏資產** 93  
它的股價會再回到150美元嗎？——  
整個體系的明確盈餘與資產價值報表——重要債券的分析
- 第十章 透過債券標的尋找超值機會** 103  
處於吸引人的價格且極度安全的鐵路債券——  
一些便宜的工業債券——  
舉世無雙公司股票面利率6%的債券——投資的奧祕

# 目次

## 第三部 1919年4月至1924年12月

---

<b>簡介 ■ 大衛·達斯特執筆</b>	113
<b>第十一章 誘人的工業公司優先股</b>	135
免繳正常稅的重要性——最近投資地位的改善—— 判斷價值的各項要素——誘人標的推薦清單	
<b>第十二章 北太平洋鐵路超越大北方鐵路</b>	143
農民協進會會員的蹺蹺板競賽——實體與金融特質分析—— 北太平洋鐵路的隱藏價值——只有名稱上的優先	
<b>第十三章 被忽略的連鎖店股票</b>	151
麥考瑞公司（McCory）不顯眼的優點—— 目前的低價讓它更具吸引力——與較自命不凡的對手比較	
<b>第十四章 對沖交易的藝術</b>	159
最大利潤與最小虧損——作為交易媒介的可轉換證券—— 危險市場中安全第一的操作方式	
<b>第十五章 哪一檔糖業股票最甜？</b>	167
這項原物料商品的強勢市場地位——五檔掛牌股票的比較分析—— 資本結構與營運效率的重要性	
<b>第十六章 美國國際公司的「崩潰」</b>	175
殷切的期待變成殘酷的失望——42元的股價算起來便宜嗎？—— 這家公司及其子公司的實況與數字	
<b>第十七章 固特異的重組</b>	185
擴張時機不佳導致公司走向非正式破產—— 驚人成長過後的突發性災難——重組計畫細節與公司展望的討論	
<b>第十八章 股價53元的聯合製藥便宜嗎？</b>	195
從83元開始崩跌的因素	

<b>第十九章 鐵路股的投機機會</b>	205
影響鐵路價值的新情勢——試著估計未來的獲利能力—— 六個議題的詳細討論	
<b>第二十章 算術知識與股票價值</b>	213
資本結構對獲利能力的影響——些微的調整就能產生不可思議的結果—— 利用融資擁有一家股份有限公司	
<b>第二十一章 債券殖利率真心話——小投資人須知</b>	223
一齣寓意深遠的金融短劇	
<b>第二十二章 雷丁聯盟的解散</b>	231
股東所要面對的問題——切割前與切割後的盈餘—— 煤業資產的神祕面	
<b>第二十三章 如何將科學領域的轉換理論應用到目前市場上的具體案例</b>	239
務實審視今日市場上眾多活躍證券的比較價值	
<b>第二十四章 八檔超值的冷門股</b>	253
高度受現金與約當現金保障的股票—— 沒有任何債券或優先股排列在這些股票之上——一組異常有趣的股票	
<b>第二十五章 八檔具長期潛力的低價股</b>	267
兩種不同的「便宜股票」——討論八檔有趣的證券—— 聰明的投機與荒唐的賭博	
<b>第二十六章 六檔超值的股利題材低價股</b>	279
商人型投資標的（business men's investment）中有利可圖的買進機會	
<b>第二十七章 雷丁——市場上的「睡美人」</b>	287
雷丁鐵路優異的數字因令人誤解的比較分析而顯得失色—— 投資實況與投機潛力	
<b>第二十八章 判斷鐵路優先股價值的簡單測試</b>	293
投資人須知——建議與警語	

# 目次

## 第四部 1925年1月至1927年1月

---

簡介 ■ 由大衛達斯特執筆	305
<b>第二十九章 多元的低價股清單</b>	317
七檔股價低於25美元且具立即性收益與理想長期展望題材的誘人股利題材股	
<b>第三十章 乞沙比克與俄亥俄鐵路公司的股東人是否遭到不公平對待？</b>	325
梵·史威靈詹斯兄弟合併案分析——組成公司盈餘與其購買價格比較	
<b>第三十一章 鐵路業合併對證券價值的影響</b>	335
合併問題如何解決？	
<b>第三十二章 不會令人膽戰心驚但又極具獲利空間的超值標的</b>	345
目前某些超值的例子	
<b>第三十三章 小股東的勝利</b>	357
梵·史威靈詹斯兄弟合併計畫的重大缺陷——對合併局勢的影響——乞沙比克與俄亥俄鐵路公司、艾利鐵路與皮瑞·馬爾基特鐵路的價值	
<b>第三十四章 美國鋼鐵公司帳面價值之謎</b>	367
普通股每股價值280美元嗎？——對照其盈餘與資產——鋼鐵產業的根本特質	
<b>第三十五章 股東——你知道定期發放的股票股利何時對你有利，何時對你不利？</b>	379
<b>第三十六章 選股鑑識力的新紀元</b>	389
經證明，1926年的市場教訓對1927年的投資應該是很有價值的	



巴菲特是他教出來的

# 目次

前言	7
<b>第一部 1917年9月到1918年9月</b>	
簡介 ■ 由大衛·達斯特執筆	13
<b>第一章 存在於債券標的中的怪現象</b>	21
售價基礎不合邏輯的債券——投資人的錯誤觀念—— 某些外國債券的異常現象	
<b>第二章 大北方礦砂憑證的評價</b>	27
評價以1914年和1916年的營運為基礎——礦區的壽命—— 與斑岩銅礦公司的比較——對當前市場價格的淺見	
<b>第三章 靈感公司在1917年所遭遇的困難與達成的成就</b>	35
礦砂評價與戰爭稅——成本與利潤——股票的投資價值	
<b>第四章 內華達聯合公司——礦業中的絕代珍寶</b>	43
「拒絕斷氣的垂死礦坑」——該公司資產負債表的變化—— 內華達公司股票投資價值	
<b>第五章 投入資本的祕密</b>	49
以戰爭稅準備形式而存在的有形資產——實質價值與帳面價值	
<b>第六章 鋼鐵稅大謎團</b>	57
投入資本的祕密——第二部 美國鋼鐵公司稅務狀況的各個不同階段—— 其他鋼鐵與設備股——超額與不足納稅準備	

## 第二部 1918年9月至1919年1月

---

- 簡介 ■ 由大衛·達斯特執筆** 67
- 第七章 美國農業化學公司與維吉尼亞—卡洛里納化學公司** 73  
它們的價格是否脫軌——美國農業公司居領先地位的導因——  
無論是戰爭或和平，肥料都是必需品
- 第八章 高收益與安全的投資標的** 83  
無事實根據的成見所製造出來的機會——  
報酬率6%、安全且可能獲利10元利潤的例子——  
債券、優先股與普通股一覽表
- 第九章 聯合瓦斯公司的隱藏資產** 93  
它的股價會再回到150美元嗎？——  
整個體系的明確盈餘與資產價值報表——重要債券的分析
- 第十章 透過債券標的尋找超值機會** 103  
處於吸引人的價格且極度安全的鐵路債券——  
一些便宜的工業債券——  
舉世無雙公司股票面利率6%的債券——投資的奧祕

# 目次

## 第三部 1919年4月至1924年12月

---

簡介 ■ 大衛·達斯特執筆	113
第十一章 誘人的工業公司優先股	135
免繳正常稅的重要性——最近投資地位的改善—— 判斷價值的各項要素——誘人標的推薦清單	
第十二章 北太平洋鐵路超越大北方鐵路	143
農民協進會會員的蹺蹺板競賽——實體與金融特質分析—— 北太平洋鐵路的隱藏價值——只有名稱上的優先	
第十三章 被忽略的連鎖店股票	151
麥考瑞公司（McCory）不顯眼的優點—— 目前的低價讓它更具吸引力——與較自命不凡的對手比較	
第十四章 對沖交易的藝術	159
最大利潤與最小虧損——作為交易媒介的可轉換證券—— 危險市場中安全第一的操作方式	
第十五章 哪一檔糖業股票最甜？	167
這項原物料商品的強勢市場地位——五檔掛牌股票的比較分析—— 資本結構與營運效率的重要性	
第十六章 美國國際公司的「崩潰」	175
殷切的期待變成殘酷的失望——42元的股價算起來便宜嗎？—— 這家公司及其子公司的實況與數字	
第十七章 固特異的重組	185
擴張時機不佳導致公司走向非正式破產—— 驚人成長過後的突發性災難——重組計畫細節與公司展望的討論	
第十八章 股價53元的聯合製藥便宜嗎？	195
從83元開始崩跌的因素	

<b>第十九章 鐵路股的投機機會</b>	205
影響鐵路價值的新情勢——試著估計未來的獲利能力—— 六個議題的詳細討論	
<b>第二十章 算術知識與股票價值</b>	213
資本結構對獲利能力的影響——些微的調整就能產生不可思議的結果—— 利用融資擁有一家股份有限公司	
<b>第二十一章 債券殖利率真心話——小投資人須知</b>	223
一齣寓意深遠的金融短劇	
<b>第二十二章 雷丁聯盟的解散</b>	231
股東所要面對的問題——切割前與切割後的盈餘—— 煤業資產的神祕面	
<b>第二十三章 如何將科學領域的轉換理論應用到目前市場上的具體案例</b>	239
務實審視今日市場上眾多活躍證券的比較價值	
<b>第二十四章 八檔超值的冷門股</b>	253
高度受現金與約當現金保障的股票—— 沒有任何債券或優先股排列在這些股票之上——一組異常有趣的股票	
<b>第二十五章 八檔具長期潛力的低價股</b>	267
兩種不同的「便宜股票」——討論八檔有趣的證券—— 聰明的投機與荒唐的賭博	
<b>第二十六章 六檔超值的股利題材低價股</b>	279
商人型投資標的（business men's investment）中有利可圖的買進機會	
<b>第二十七章 雷丁——市場上的「睡美人」</b>	287
雷丁鐵路優異的數字因令人誤解的比較分析而顯得失色—— 投資實況與投機潛力	
<b>第二十八章 判斷鐵路優先股價值的簡單測試</b>	293
投資人須知——建議與警語	

# 目次

## 第四部 1925年1月至1927年1月

---

簡介 ■ 由大衛達斯特執筆	305
<b>第二十九章 多元的低價股清單</b>	317
七檔股價低於25美元且具立即性收益與理想長期展望題材的誘人股利題材股	
<b>第三十章 乞沙比克與俄亥俄鐵路公司的股東人是否遭到不公平對待？</b>	325
梵·史威靈詹斯兄弟合併案分析——組成公司盈餘與其購買價格比較	
<b>第三十一章 鐵路業合併對證券價值的影響</b>	335
合併問題如何解決？	
<b>第三十二章 不會令人膽戰心驚但又極具獲利空間的超值標的</b>	345
目前某些超值的例子	
<b>第三十三章 小股東的勝利</b>	357
梵·史威靈詹斯兄弟合併計畫的重大缺陷——對合併局勢的影響——乞沙比克與俄亥俄鐵路公司、艾利鐵路與皮瑞·馬爾基特鐵路的價值	
<b>第三十四章 美國鋼鐵公司帳面價值之謎</b>	367
普通股每股價值280美元嗎？——對照其盈餘與資產——鋼鐵產業的根本特質	
<b>第三十五章 股東——你知道定期發放的股票股利何時對你有利，何時對你不利？</b>	379
<b>第三十六章 選股鑑識力的新紀元</b>	389
經證明，1926年的市場教訓對1927年的投資應該是很有價值的	

# 前言

這本書的緣起可回溯到西元1983年，當時我剛培養了蒐集股票市場舊書的興趣，蒐集這些書的目的是為了加強我對市場與華爾街歷史的了解。儘管我並未基於這個興趣而進一步深入鑽研這些舊書的內涵，但我卻一直非常執著，即使到全國各地旅遊時，都會去一些可能找到這類書籍的地方稍作停留，包括書店、跳蚤市場、收藏品展示會，以及古董店等。儘管二手書書店理當是最可能的舊書來源，不過，很多舊書店幾乎不賣這類書籍，甚至有一些商店認為這種失去時效的市場書籍已毫無價值可言，因而將之丟棄。不過，1983年7月的某一天，我到位於俄亥俄州亞克隆市的一間古董店去，儘管他們有很多老又無趣的書籍，但也有非常多早期的《華爾街雜誌》(Magazine of Wall Street)。我原本就知道理查·維克夫(Richard D. Wyckoff)是該雜誌早期的編輯與發行者，但是，當我開始翻閱這些雜誌後，卻赫然發現班傑明·葛拉漢(Benjamin Graham)所寫的許多篇文章。

1960年，我在加州大學舊金山分校就讀，葛拉漢是我那個時期的老師之一；我在1959年取得哥倫比亞大學企管碩士學位時，他已經遷居舊金山，我錯過了當他學生的機會。雖然我的確讀過他的投資書籍，但卻不知他在早期就寫了那麼多的財務文章。於是，我開始設法搜尋所有曾刊登他文章的《華爾街雜誌》；而這項搜尋工作也讓我順便蒐集到所有理查·維克夫所發行的雜誌。

班傑明·葛拉漢主攻數學，他在1914年6月從哥倫比亞大學畢業。雖然他大學時期並不特別熱衷於經濟學研究，但透過一次與紐約股票交易所某會員公司開會的機會，他接受了紐伯格、韓德森與羅伯公司（New Berger, Henderson & Loeb）的聘任。展開華爾街生涯後，葛拉漢一開始的基本任務是從最基礎的層面去了解企業，並負責銷售債券。當時人們認為只有債券值得投資，股票則被視為一種極端投機的投資標的。由於先前沒有受過財務相關的教育，所以他便埋首研究債券投資相關的教科書和鐵路證券報告。他也針對某家鐵路公司寫了一份分析報告，儘管這並非他的分內職責。那篇報告的結論是：那間公司的財務狀況不佳，且它的債券不符合投資等級。他的分析讓老闆留下深刻的印象，在此同時，他也自願請調到統計部門。

到1916年時，他完成了幾次成功的證券操作，包括他的第一次套利，不過，此刻他也即將遭遇第一次嚴重的財務挫折。他成立的一家股票市場合夥公司經營不善，當時他的資金又被綁在他所投資的一間留聲機店，導致他無力去付貸款。雖然這家市場合夥公司後來還是繼續營運，但他規定自己每個月還款，來補足該公司資本帳戶的赤字，後來，這家公司的投資情況終於改善，而且一直得以保持獲利的狀態。

他先前利用到夜校教書和兼家教等工作來補貼華爾街收入的不足，後來，他開始不定期為《時尚雜誌》（Vogue）的每月社論專欄寫一些文章。但後來這份刊物聘請了一位專任編輯來取代他的工作。他從那時才開始為期刊界撰寫第一篇財務方面的文章〈存在於債券標的中的怪現象〉。《華爾街雜誌》接受了這篇文章，並在1917年9月1日那一期刊登，下一期更隨即刊登了他的另一篇文章。這份刊物特別喜歡他的文章，所以，從那時開始，他也順利成為該雜誌的定期作者。這份雜誌是當時理財雜誌類的流通量冠軍。事實上，這份雜誌在隔年邀請他擔任主編，它開出的薪資條件非常豐厚，而且還提出了利潤分享計畫。葛拉漢在他的回憶錄中寫道「我早年非常喜愛寫作，寫作讓我得以將文獻與實際的理財活動結合在一起。」雖然葛拉漢當時很受那個條件所吸引，但他原來的雇主——紐伯格證券公司開出了更誘人的條件，並在1920年1月1日的紐約時報上刊登一則



廣告，宣稱「我們公司承認（葛拉漢）很重要。」

三年後，葛拉漢離開這家公司，開創他自己的投資事業。在整個華爾街生涯中，他創辦了許多不同的事業，而那是他的第一家企業。

葛拉漢曾寫過，他非常喜歡《華爾街雜誌》的發行者理查·維克夫和他太太。其實葛拉漢的弟弟維克多也在1920年到該雜誌任職，負責推銷廣告，最後還升任為該雜誌的廣告部副總。雖然維克夫是個知名的市場技術分析派人士，他倡議應時時刻刻盯著報價跑馬燈（譯註，時時盯著市場即時動態），但葛拉漢卻不認同這些觀念，並繼續發展屬於他自己的證券分析方法。

他最後一篇出現在《華爾街雜誌》的文章是刊登在1927年1月號上，也許那是因為他當時已準備要在那一年秋天到哥倫比亞大學開一個證券分析課程。他就是在那個課程中結識了《證券分析》（Security Analysis）一書的聯名作者大衛·達德（David Dodd）。

羅德尼·克萊恩（Rodney Kein）

於洛杉磯