

经典珍藏

证券分析

本杰明·格雷厄姆 戴维·多德 / 著

邱巍 李春荣 黄铮 / 译

吴有昌 / 校



投资者的《圣经》

海南出版社

湘财证券有限责任公司

Security Analysis

by S.Cottle, R.F.Murray, F.E.Block

Copyright © 1997 by Cottle,Murray,Block

中文简体字版权© 1999 海南出版社

本书由 McGraw-Hill Companies,Inc. 授权出版

版权所有 不得翻印

版权合同登记号: 图字: 30-1999-69 号

图书在版编目(CIP)数据

证券分析 / (美) 格雷厄姆 (Graham,B.), 多德 (Dodd,D.) 著;

邱巍 等译。-海口: 海南出版社, 1999

书名原文: Security Analysis

ISBN 7-80645-588-4

I . 证… II . ①格… ②多… ③邱… III . 证券交易 - 分析 IV . F830.9

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (1999)第 60035 号

证券分析

(美) 本杰明·格雷厄姆 戴维·多德 / 著

邱巍 等 / 译

吴有昌 / 校

责任编辑: 孙忠

特约编辑: 刘德军

※

海南出版社 出版发行

(570216 海口市金盘开发区建设三横路 2 号)

全国新华书店经销

北京博诚印刷厂印刷

1999 年 9 月第 1 版

1999 年 9 月第 1 次印刷

开本: 880 × 1230 毫米 1/32 印张: 25.5

字数: 650 千字 印数: 8000 册

ISBN 7-80645-588-4/F·47

定价: 60.00 元

加强证券分析，控制市场风险

——《证券分析》中译本序

王 益

证券分析在我国还是一个十分年轻的行业，但它发展很快。经过几年的发展，证券分析行业已经初具规模，为促进证券市场健康发展发挥了积极作用，但总的看来，还远远落后于市场发展的需要。随着我国证券市场的发展，投资者、管理者和专业人士对市场风险有了更深入的认识和理解，高质量的证券分析已经成为市场运营所不可缺少的基本信息来源。他山之石，可以攻玉。这两年来，我曾多次向证券和基金行业的朋友们推荐过这本书。对于缺少基本理论著作，缺少标准通用教材的中国证券行业来说，《证券分析》一书的出版是一件很有意义的事。它对培养正确的投资理念和促进证券分析行业的发展都会有所裨益。

该书的作者本杰明·格雷厄姆在行业内被誉为“证券分析之父”，是美国证券分析师协会的创始人，也是证券投资中价值学派的理论的鼻祖，这一学派目前在美国证券界十分活跃，其代表人物就是我国读者熟悉的沃伦·巴菲特。证券分析已经成为美国各大商学院中的基本课程，不仅是证券专业人士的首选，同时也是普通工商业学生的必修课程。而《证券分析》一直被奉为证券投资

领域的圣经，至今已发行五版。

证券分析业的发展是证券市场发展的必然结果。首先，上市公司和上市品种在不断扩大，市场信息在不断增加，评估证券所需的参数和工具越来越多，越来越复杂。其次，市场信息的不对称性强化了证券分析工作的必要性。证券分析的基本作用正是通过识破公开信息中矛盾、不一致和被扭曲、掩盖的地方，揭示出证券品种的投资或投机价值，为决策提供依据。另一方面，市场容量的增加，也为证券分析提供了用武之地，推动这一行业的快速成熟。

在投资决策领域中，证券分析的功能可以划分为三项。第一项是描述功能，包括收集同某一证券相关的重要事实，以及证券市场运营和宏观经济面的背景资料，再以一种一致的、明了的方式给予表达，从而为判断提供事实基础。第二项是选择功能，涉及决定购买、出售和持有某一证券的工作。在这一功能中，最重要的是如何设定标准，使得证券的“内在”价值与券面价值之间的差异得以暴露。第三项是评判功能，涉及如何将标准应用于特定的事实。在这一功能中，证券分析师关心的是选择标准的有效性和实用性，证券的安全性，以及“事实”本身的可靠性。通过上述三种功能的综合发挥，证券分析为充斥于市场中的混乱的公开信息建立了秩序，而证券分析家的权威完全取决于他能否尽量避免错误、纠正失误，为公司和客户 provide 正确的决策依据。

但必须指出的是，证券分析不能排除证券投资的风险，同样，它也不可能减少外部环境的变化所导致的风险。进行证券投资分析，除了要掌握一般的技术规则外，还必须认真地跟踪、分析和掌握国内外宏观经济形势、政治形势和技术发展的动态和趋势，跟

踪分析和掌握影响企业发展的非经济因素的动态，做到既能以不变应万变，又能审时度势，及时调整，以平和恬淡的心境面对充满惊涛骇浪的股市风云，心不贪，眼不花，神不慌，手不乱，化有为无，于无生有。

北大同仁及海南出版社邀我为《证券分析》中译本作序，谨寄数言，既是对《证券分析》一书的推荐，也是对译者及出版社的敬意，不妥之处，请读者指正。

一九九九年九月十三日于中央党校

（作者曾任中国证券监督管理委员会副主席，现任国家开发银行副行长）

《证券分析》推荐序

《中国证券报》社长、总编辑

陈乃进

对于中国的投资者来说，证券投资已不再是什么新鲜事物。据最新统计，中国的普通投资者人数已经超过 4000 万人，而与投资相关的书籍也是多的不可胜数。在书的海洋里，投资者陷入了两难之境，到底看什么样的书才有用？按什么样的原则进行投资才能有所斩获？《证券分析》一书恰恰可以给投资者们一个满意的答案。

九十年代中期，美国证券界掀起了一股热潮，其主题是对本杰明·格雷厄姆价值投资观念进行二次发现。之所以会这样，主要原因是以沃伦·巴菲特为代表的价值投资学派与主流的效率市场理论相互竞争，而巴菲特则取得了显著的成功。巴菲特的成功从侧面验证了价值理论的重要性，也使越来越多的普通投资者开始重新阅读格雷厄姆的著作。

格雷厄姆的理论具有很强的现实意义，因为他强调标准、规范。在格雷厄姆构建自己的理论体系的时代，美国证券市场的监督管理机制还很不完善，内幕交易丑闻迭出，黑箱操作不断。而格雷厄姆理论的精髓就在于指导投资者如何透过种种假象去分析和获取上市公司的真实数据。在他看来，任何一家公司公布的资料都是经过修饰、掩盖的，如何分析、整理它们，使之露出本来的面目，这就要借助一些方法，只有通过真实的信息，投资者才能决定取舍。而这种通过数据材料的分析，揭露公司报表和其他公开资料中的隐瞒、歪曲甚至欺骗等企图混淆视听伎俩的方法，也正是当

今广大投资者所迫切需要的工具。

现在中国证券市场正在向着规范化、标准化的方向迈进,新近颁布的《证券法》的目的也正在于此。作为一名投资者,如何评判经济形势的先期指标以及上市公司的真正价值,是取得良好投资效果的关键。《证券分析》不仅包括对单个证券的分析,也包括选择和持有证券的一般理论。它着重阐述了如何区分投资与投机;如何确立稳健可行的安全检察机制等等。在对概念、方法、标准和准则的阐述上表现出了很强的逻辑性和权威性。

作为哥伦比亚大学的教授,格雷厄姆有着严谨的思维,优美的文笔。迄今为止,有关投资方面的著作很少可以与《证券分析》相媲美。它在出版后的 60 年里总共修订过 5 次,发行量高达 500 万册,从这一点上也可看出本书受青睐的程度。

最后,在中国证券市场发育的当今阶段,本书的面市是非常及时的,对广大投资者和证券从业人员具有相当的参考价值,相信读者在阅读过程中会体会到这一点。

现在已然衰朽者，将来可能重放异彩
现在倍受青睐者，将来却可能日渐衰朽

——贺拉斯 《诗艺》

致读者

本书旨在满足那些对证券价值怀有浓厚兴趣的读者的需要,但不一定适用于初入此道的新手,因为作者假定读者对金融术语和简单的概念有一定了解。本书涉及的范围并不局限于标题所示,其内容不仅包括了对单个证券的分析方法,还包括选择和持有证券的一般理论。因此本书的重点在于阐述如何区分投资和投机,如何确立稳健而可行的安全性检验,以及如何理解普通股股东及高级证券投资者的权利和利益。

在分配各部分内容的篇幅时,作者主要考虑了内容的相对重要性这个因素,当然这并不是唯一的考虑因素。有一些非常重要的内容,比如如何研判一家企业的发展前景,但在本书中涉及不多,因为作者认为关于这一主题鲜有真正有价值的内容可言。另有一些题目被一笔带过,因为读者对这些话题已经耳熟能详。相反,作者在本书中给予重点阐述的关于如何发现“廉价证券”(bargain issues)的技巧,显然超过了它在整个投资领域中所占有的相对重要性,因为正是在这一特定的方法上,证券分析家们成果累累。出于同样的考虑,作者在关于一些附权高级证券(可转换债券等)的特点方面也花费了较多的笔墨,因为当前一般的教材中对这些内容涉及甚少,而实际上在近几年中复杂券种的发展势头非常强劲。

但是作者撰写本书的主要目的是使之成为一部批判性的而不是描述性的作品。作者主要关注的是那些概念、方法、标准和准

则,特别是其中的逻辑关系。我们不是为理论而理论,而是强调它的实用价值。作者尽量避免引入过于严格以致难以遵循的指示性标准,和那些事倍功半的技术方法。

本书的主要问题是关于未来的——将近期的和先前的截然不同的经验,综合成一种能经受不可预测的未来考验的理论。当作者在创作本书时,不得不向一种被广泛接受的论调挑战,那就是金融危机永无尽头;而当本书付诸出版时,我们又在投资者身上看到了那古老的顽症——“钱烧口袋漏,一有就不留”。但是,正是那些保守的投资者才最应该被不断地提醒,吸取 1931 - 1933 年及以前金融市场崩溃的教训。对于我们所谓的“固定价值投资品”,只有当投资者以斯宾诺沙所说的那种“居安思危”的态度去挑选它们时,他们才可能作出稳健的选择。对于其他类型的证券投资,我们始终劝戒读者不要过分重视表面和暂时的现象。在华尔街上 20 年的摸爬滚打使作者明白,这种过分强调既是金融世界中的幻觉,又是金融世界中的大敌。

我们在此诚挚地向朋友们表示感谢,他们给我们以鼓励和帮助,使我们能完成这部作品。

本杰明·格雷厄姆

大卫·L·多德

纽约州,纽约市

1934 年 5 月

导 言

近期金融历史对投资者 与投机者的意义

1927 年到 1933 年这一时期的特征——1927 年到 1933 年间发生的经济事件,不只是人们熟知的商业和股票市场周期的简单重演。从附表中自 1897 年以来的道琼斯工业股票平均值可以看出,这一轮上涨和随之而来的下跌完全是史无前例的。它们就象在微波中涌起的巨浪一样,与一贯的市场走势大相径庭,所以也必然是有其特殊的原因和影响。

目前,任何一种对金融原理或方法的考察都必须首先认识到我们近期金融历史的独特性质,也必须面对和回答它向我们提出的许多新的问题。为简明起见,我们把这些问题分成下列四组,它们分别与下述因素有关:

1. 投机
2. 投资
 - A. 债券与优先股投资
 - B. 普通股投资
3. 投资银行与公众的关系
4. 金融中的人性因素

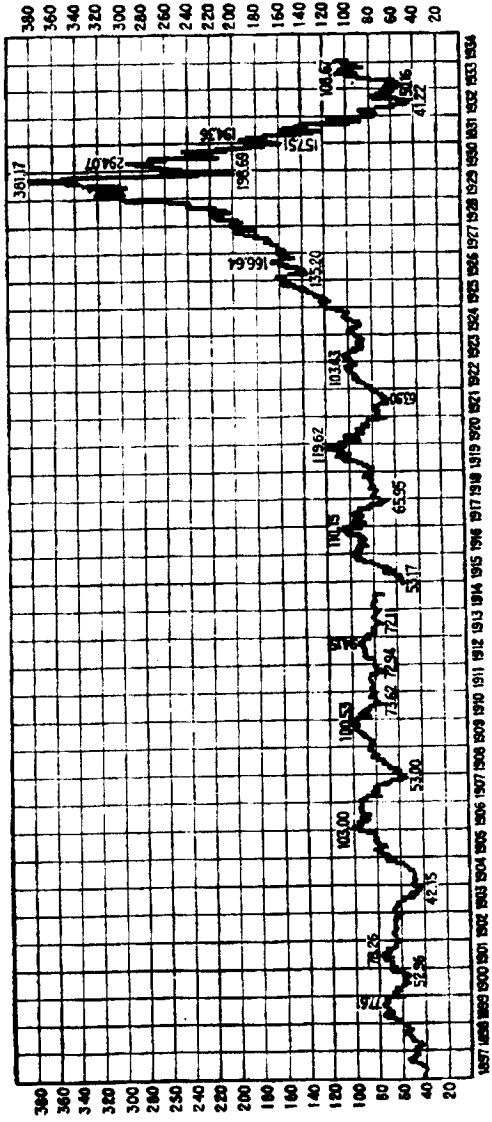
投 机

很难说我们从过去的六年中学到了多少关于投机的新内容。尽管上一轮牛市和熊市的规模和持续时间都是史无前例的,但是从本质上看,投机者在这一段时期内的经历与在从前的市场周期中的经历并无区别。无论从其它角度来观察,这一段时期显得有多么的特殊,但从投机者的立场来看,华尔街倒是应了那句法国格言“万变不离其宗”。巨大的利润变成惨重的亏损;新的理论在建立之后又被推翻;紧随着人们的喜悦而来的却是绝望;所有的一切都与历史上曾发生过的轮回是如此一致。几乎不言自喻的是,从大股灾的废墟中将酝酿出获取巨额投机收益的新机会。而我们似乎仍然有理由相信那些古老的投机格言:“对于投机者来说,懂得何时买卖要比懂得买卖什么更重要”;以及“亏损的投机者要比获利的投机者要多几乎是一个数学定律”。

关于投资的新问题

在投资界中,1927年以来的经历引起了新的、令人困扰的问题。在这些问题中,最容易对付的是“投资”概念的滥用,以至于连最大胆,最无序的投机都成了投资。如果我们在投资中遇到的麻烦仅限于此,那倒是很容易解决的了——只要我们能够重新拾起那些古老的、是非分明地区分投机与投资的标准就可以了。但是,实际中的问题要比字面上的定义复杂得多。困难并不来自于以投

表 A - 18 97年 - 1934年道琼斯工业股票平均值(月最高与月最低收盘价平均值)



资之名行投机之实而遭遇亏损的行为,而是来自这样的现象——即使是按历经考证明有效的法则进行的投资,也仍然出现了亏损。不是股票市场涨落而是债券市场的一蹶不振(见表 B)构成了近期金融历史的真正令人瞩目的新特征——至少从投资理论和操作的观点来看是这样。从 1928 年以来,即使是很保守的投资者仍然遭到了损失,于是就产生了一个严重的问题:稳健和令人满意的投资是不是存在?它还带来了另一个问题:投资银行的操作和信誉是否还值得投资者信赖?

从 1914 年以来债券持有人的不快经历——自从第一次世界大战爆发以来,总的来说,债券投资者的业绩并不令人满意。所以在 1928 年以前,人们达成了一项共识:债券未给投资者提供足够的保护,以作为其放弃利润要求权的补偿。由于各国支付巨额战争费用和战后的通货膨胀与经济萧条,从 1917 年到 1920 年,所有的债券价格都有巨幅下跌,其后的价格上升也让人失望,主要是因为先前的大多数债券投资都流向了铁路领域。在许多工业公司大有起色的时期,这些债券发行人的信誉总体而言却在走下坡路。在 1919 至 1922 年间,由于收费相对缺乏弹性,就连公用事业的债券亦受到战后经营成本上升的不利影响。而在另一方面,大量工业企业的债券迅速上市也造成了负面的效果,它们中的一些不仅没能得到发展,甚至陷入了困境。工业企业债券的买主发现自己正处于一个尴尬的境地,即使企业大有起色,也只不过是略有盈利;而更经常的却是由于企业的失败而亏损累累。

这种经历自然而然地使债券投资者转变了观念,把普通股当作了投资的首选工具——这种观念只在一定的条件下才有真正的意义,但不可避免地要被误用,而且误用的后果非常惨痛。如今,把普通股当作长期投资手段的想法虽然遭到批驳,但债券已没有了昔日的辉煌,而债券投资人近年来受的创伤恐怕一时也难弥合。如果我们观察一下自 1927 年以来的债券价格记录(表 B),并以此

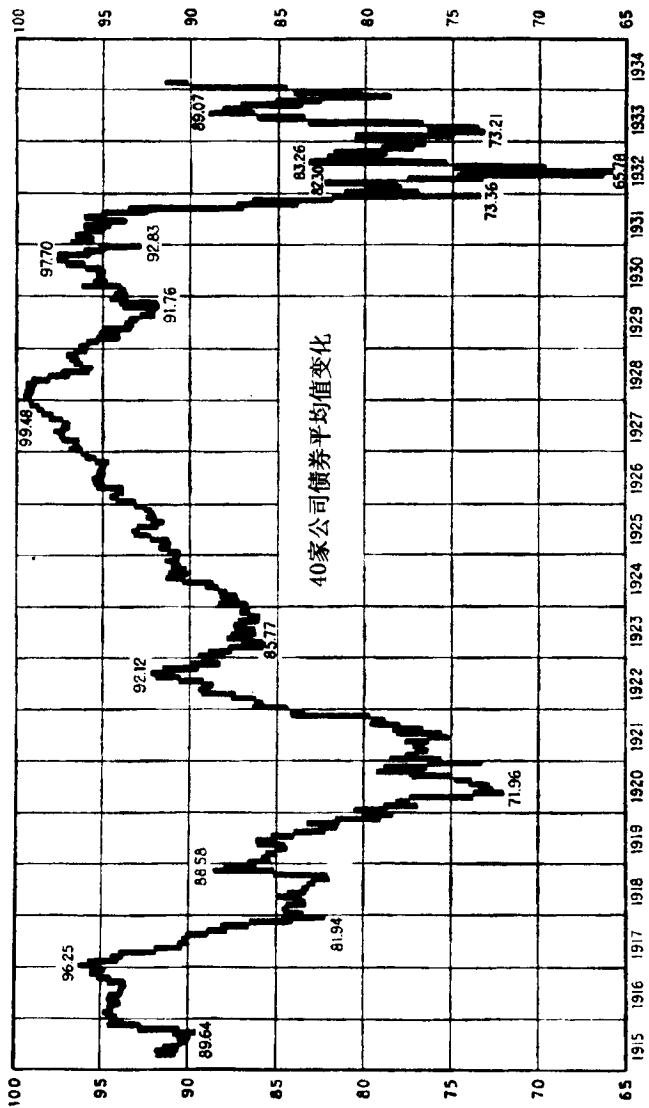
作为推测未来走势的指标,所能得出的结论是:以前人们所认为的稳健投资——以接近面值的价格购买债券——已经不复存在。尽管有一批债券的价格和质量在这段时期内没有过多的下降,但这些债券的数量实在是太少了——而且它们的优势也并不突出。所以所谓精心挑选投资工具就能规避风险的说法看来是站不住脚的。债券总体上的价格下跌,部分原因是由于投资者信心不足,另一部分原因是由于银行为了保持流动性而不计代价地大量抛售债券。除了这些暂时的和心理的因素,许多个别案例也反映出了一个不可否认的趋势:投资的安全性成了问题。

所谓优良的债券具有一定的抗跌性的理论遭到了抨击。以前被认为足以经受任何可能发生的收益减少的安全边际标准,结果却证明是不够的;一些曾被认为是能够经受考验的企业却无力支付固定的利息。如果我们以最近的经历做参考而制定投资策略,那可能就只能建议人们放弃任何价值有限的证券投资(短期政府债券除外),而把债券和股票都当作投机的工具,而且只有那些知道自己是在投机、并且能够承担投机风险的人才能参与。

1927年到1933年期间是一个极端的检验——然而,我们并不承认1927年到1933年的经历可以成为指导未来的教条。在这段时期中,投机行为是如此地动荡不定,我们不能相信这就是市场今后的发展趋势。也就是说,我们更应该把这段时期作为类似于南海泡沫*的经济现象或其他孤立事件,而不是未来的典型的投机周期模式。作为一种投机经历,近期的周期与以前有质的不同,而不是量的不同。但是就其对投资行为的影响来说,它却具有其特殊性,似乎不具有重复性。

* 南海泡沫:1720年,英国南海公司在南美进行的股票投机骗局。——
编注

表B - 道琼斯债券平均值



于是,我们可以这样认为,过去的六年,对于债券投资来说是一次不寻常的检验,其强度将是后无来者的。所以债券投资并不是绝无希望了,从这场检验中学到的如何挑选债券的教训,可能会使我们在未来的岁月里受益。这些教训要求我们比以往更为严格地坚持两方面的安全标准:关于债券内在稳健性和稳定性(由企业的性质、相对规模、管理情况和信誉决定)的标准,以及关于足够保障倍数(表现为企业在相当一段时期内的实际收益,以及足够的低级权益)的标准。严格执行这些标准会使得能被认为是稳健投资工具的新发债券数量大大减少,但是,人们仍应该有信心认为债券投资可以有所作为。

关于选择债券的教育依然有用——对某些人而言,这样一个结论似乎过于乐观,其实是否如此倒无关大局。即使经过很长时间的验证,发现债券投资根本是无利可图的,投资银行仍然会继续发行债券,而公众也仍然会购买债券——就象人们明知大多数投机者是赔钱的,但仍一如既往地参与投机一样。而且即使最终证明无利可图,债券购买者投资于债券,而不是承担股票投机交易所固有的巨额亏损的风险,很可能也是更为明智的。所以,哪怕悲观地说,最终出现一定数目的净亏损在所难免,对公众进行谨慎选择稳健债券的教育还是非常有意义的。

正当我们撰写这篇导言时,高级债券的投资者又在面临新的危机,通货膨胀和货币贬值将吞噬掉他们的利息甚至本金。但无论这场危机如何严重,呈现出问题归根结底具有暂时的特点。它不仅与债券作为投资渠道的价值有关,而且关系到货币价值本身。一旦货币的价值最终得以固定,无论是固定在哪一个水平,这个问题就已经终结。举例来说,德国的通货膨胀曾经将战前的德国债券价值一扫而光,但对德国债券投资的理论并无永久的影响。法郎贬值 80% 以后也发生了相似的情况,一旦货币价值得以确定,债券投资便立刻恢复,而且挑选优秀债券的标准和方法都与货