

時代工商叢書之(五)

股票投資分析

力恒出版社出版

股票投資分析

本社編輯部編

力恒出版社出版

股票投資分析

編譯者：本社編輯部編

出版兼：力恒出版社
發行者

香港北角堡壘街658號八樓

承印者：聯基印刷廠

九龍長沙灣工廠大廈二樓

定價：港幣貳拾元正

金融叢書序

近年以來，國人對金融問題的研究，興趣日漸濃厚。青年學子，選擇研習商學科系並以此作為終身職業者，亦大有人在。若就銀行一門而言，誠如我國金融界前輩張茲闡先生所云，它是一種職業，也是一門學問。以此為業的人，不僅需要從事有關基本理論的探討，同時還要具備高尚的品德，深入了解各項實際問題，以期提高職業性水準。聯經出版事業公司有鑒及此，乃決定編印一套出版物，名曰「金融叢書」，其主旨在闡述有關金融理論，兼及銀行實務之介紹，藉供大專商學相關科系學生閱讀研習，同時便利工商各界參考應用。

貨幣與銀行二者關係密切，勿庸贅言。近代貨幣理論，內容浩如烟海，美國芝加哥學派以弗里曼（Milton Friedman）為代表，特別重視貨幣供給額（money supply）變動對經濟發展的影響。是故本叢書由貨幣供給論開始，逐步及於銀行存款和融資問題。股票市場交易與銀行業務亦有關聯，從業人員對股價起落情況，不可茫無所知，乃有股價分析之撰述。我國採行的是自

由開放經濟 (open economy)，國內外經濟金融互通聲氣，因此國際金融、國際收支，以及近年流行的浮動匯率，概屬不可忽視的問題，本叢書均將有綜合性探討。

各書作者，對其撰寫的主題，都具備專門的理論和實際經驗，行文遣字，力求深入淺出，務使理論與實際密切配合，相得益彰。深信讀者在閱畢掩卷之餘，定有融會貫通的感覺。

各書作者有一共同特徵，即他們多供職金融機構，包括公民營銀行和證券交易所，並且還在大專院校講授相關課程，既非專談理論，亦非僅辦實務，而是兼有二者之長。

本叢書各作者在百忙中抽暇執筆，合作無間，使本叢書得以順利出版問世，藉此敬致誠摯的謝意。

前言

股票價格之形成，牽涉範圍極廣，有關的理論，發展亦非常迅速。本書嘗試從基本上探討並分析股價的本質。全書分三篇。

第一篇為緒論，首先闡明本書分析的重點在於普通股，說明股票價值的經濟背景，並論及股票的本質，歷史上的演變及其地位。

第二篇為財務分析，首先說明財務分析與證券分析的關係，次論財務報表分析的方法及其解釋，再就收益性，流動性，以及生產性分別討論其比率分析。本篇最後一章則討論絕對分析，分為損益分歧點分析、利益增減分析與利益差額分析等三大部份。

第三篇為本書主要部份，首先在第九章敘述證券價格理論歷史的演變，證券分析論的新發展，以及探討成長股價論等。第十章討論股票價格的特性，股票價值的決定及其評價。第十一章和第十二章分別討論股票價值和股票價格的各種變動因素。第十三章是關於股票價格的決定，並提出對於增資的評價方法。第十四章討論股票投資價值的計算，並提出成長性本益比的計算和實證研究。第十五章是說明各種股價指標的編算方法及其優劣，並論及各種編算方法相互間的關係。第十六章說明經濟景氣循環如何地反映於股價的波動，分別說明景氣、預期股息、還原率、利

率，以及股票價值的變動趨勢的關係。第十七章則從經濟成長討論股價的成長模型以及成長股的特性。最後一章第十八章從投資管理的觀點，嘗試探討個別投資人的投資方針。

全書內容兼顧學術性與實用性，行文則力求深入淺出。除了供大專有關科系學生閱讀研習，對於證券投資人士，亦有參考價值。

目錄

金融叢書序	1
前 言	1
第一篇 緒論	
第一章 緒論	3
一 股價分析的意義	3
二 股價分析的對象和範圍	4
三 股票價值的經濟背景	5
第二章 有價證券的本質	17
一 貨幣請求權證券及擬制資本證券	17
二 債券	18
第三章 股票	25
一 股份有限公司的歷史	25
二 股份有限公司的機能	29
三 自有資金	30
四 股票的種類	31
第四章 股票的發行型態	35
一 股票發行	35
二 股份有限公司特殊的財務政策	37
三 股票發行的方法	39
四 爲了特殊的財務政策的股票發行	42
第二篇 財務分析	
第五章 財務分析與證券分析	47

一	過去記錄可用以印證未來	47
二	損益表的益處	49
三	獲得真實營運盈餘的基本步驟	49
四	分析損益表的五個步驟	51
五	偶發性項目	51
六	偶發性項目在分析時的地位	52
七	偶發性項目的處理方法	52
八	折舊準備	54
第六章	財務報表的分析與解釋	55
一	財務報表分析的意義	55
二	財務報表分析的對象	56
三	財務報表分析的方法	57
四	財務報表的概要	58
第七章	財務分析的比率分析	61
一	收益性的比率分析	61
二	流動性的比率分析	72
三	生產性的比率分析	77
第八章	財務分析的絕對分析	83
一	損益分歧點分析	83
二	利益增減分析與利益差額分析	88
三	利益差額分析表	100
第三篇	股價分析	
第九章	證券價格理論歷史的演變	105
一	十九世紀的股價論	105
二	股票價值論的產生	106
三	證券市場分析論的理論的演進	108
四	證券分析論的新發展	111
五	成長股價論的發展	113

第十章 股票的價格與價值	117
一 股票價格的特性.....	117
二 股票價值的決定.....	119
三 評價、預測的有效性.....	121
第十一章 股票價值的變動因素	127
一 各種各樣的消息.....	127
二 股息政策.....	130
三 企業收益的波動.....	133
四 資本還原率的變動因素.....	140
五 發行公司的業績與股市.....	141
第十二章 股票價格的變動因素	143
一 股票價格是發行公司的影子.....	143
二 兩種供需關係.....	144
三 投資與投機其實僅一線之隔.....	148
四 投機的表徵——信用交易.....	150
五 消息影響人氣.....	151
第十三章 股票價格的決定	155
一 物價與股價.....	155
二 買賣的標的是股東權.....	156
三 將股利加以資本還原.....	158
四 價值與價格的分野.....	159
五 資本還原率.....	160
六 現在價值以及未來價值.....	162
七 增資後事實上的增息.....	163
八 包括增資在內的股票價值.....	165
第十四章 股價形成與投資價值	169
一 投資價值.....	169
二 依一般利率來計算投資價值.....	170

三 依本益比來計算投資價值	172
四 不確定性的問題	177
五 技術分析	178
第十五章 股價指標	181
一 股價指標的種類及其發展	181
二 股價平均	182
三 股價指數	191
四 利殖率	197
五 本益比	198
第十六章 景氣的波動與股價的波動	201
一 經濟的波動	201
二 股票價值的波動	204
三 股票價值的過份波動	207
四 投機產生的刺激波動	209
第十七章 股價成長與成長股	215
一 經濟成長	215
二 經濟的成長與企業的成長	216
三 成長股	218
四 股價的成長與成長股	219
五 買進成長股的第一階段	220
六 成長股的投資與成長股的投機	223
第十八章 投資管理與投資分析	227
一 投資管理的概念	227
二 投資分析的概念	228
三 投資顧問	229
四 投資方針	231
五 個別投資人的投資方針	234
主要參考文獻	236

第一篇

緒論

第一章

緒論

一 股價分析的意義

股價分析的目的有兩個，探討影響股票價值最重要的因素，以提供目前或潛在的股票持有者參考，此其一。基於各種事實或可利用的資料，來判斷實際市場的價格或擬定的價格是偏高抑是偏低，並尋求可能的水準和波動的幅度，而獲致可靠信賴的結論，此其二。

我們把分析的重點置於「普通股」，是因為目前上市證券中普通股的比重最高，價格的波動幅度最大，而且購買普通股的報酬最不確定，可能獲利無數，也可能虧損累累，不像購買債券那樣至少具有相當程度的穩定性。

從事普通股的價格分析，需要具備相當程度的條件——除了充分瞭解各種證券的型式與特性、公司財務報表、以及影響各種企業盈利狀況的基本因素之外，對於整個經濟的景氣循環，個別行業間的產業結構尤應熟悉。尤有進者，還要嫻熟股票市場股價波動的習性。股票分析要能發掘事實，並加以卓越的判斷和應用。

俾選擇適當的投資對象和投資時機。

本章將指出那些影響或決定一般分析的重要因素，即股票價值背後的經濟因素，從而探討分析者的評判和決策。

二 股價分析的對象和範圍

證券包括股票和債券，依現行規定，發行公司發行公司債需為有擔保公司債，目前公司債的發行雖所在多有，但證券流通市場上幾乎沒有交易。就整個證券流通市場的交易而言，無疑的是以普通股為主，本書的主要分析對象亦為普通股。

目前遠東證券交易所上市的普通股依「遠東證券交易所所有價證券上市審查準則」的規定，分為第一類和第二類，兩者區分標準如下：

項 目	第一類	第二類
實收資本額：	一億元以上	五千萬元以上
獲利能力： (稅後純益占實收資本額比率)	最近兩年均為10%以上	最近一年6%以上
資本結構： (淨值估資產)	1/3以上	
償債能力： (流動比率)	100%以上	
股權分散：	記名股東1,000人以上，持有股份票面金額在1萬~30萬元之股東人數，不少於500人，其持有股份票面金額合計佔發行股份總數15%以上。	記名股東600人以上，持有股份票面金額1萬~30萬元之股東人數不少於300人，且其所持股份票面金額合計佔發行股份總額15%以上。

經列為第一類上市股票之發行公司，其資本額和獲利能力連續兩年不能維持該類上市股票規定條件者，其股票改列為第二類

上市股票。經列為第二類上市股票之發行公司，已符合第一類上市股票之各項規定條件者，其股票列為第一類上市股票。

上市股票雖分為第一類和第二類，但在投資判斷上，兩者沒有什麼區分，買賣手續亦同，它的區分僅僅是給予投資人參考而已。

三 股票價值的經濟背景

投資股票主要是看它將來的展望，而不是看過去的歷史和記錄，但既然是指「將來」，就不易加以事先分析了。吾人僅能盡量預測並及早準備它的到來，所以才採用過去的資料。因為經驗告訴我們，「檢討過去，展望將來」乃是屢試不爽的金科玉律。

香港股市經歷了 1963—64 年和 1972—73 年的股價大漲跌，經歷上市股票數，經濟結構變化，政治上的變遷等等，但對於基本的投資方式仍然沒有革命性的變化。當然近幾年來經濟持續發展，國際貿易更加繁榮，而且國民生產毛額成長率大於人口成長率，這些都是提高股票價值，促使股價上漲的經濟方面因素。

我們深深以為對於「變動因素」以及「變動本身」的充分瞭解，將使投資決策更為卓越、正確。事實上，那些變動因素往往是一些非常基本，非常長久的因素，諸如國民生產毛額大幅上昇，國際收支大幅度順差，國際物價水準的持續上漲等等。這些都大大影響投資決策。縱然30年代與60年代，甚至70年代的經濟情勢不同，但過去的十年似乎更具參考性。因此我們要提醒讀者不妨回顧 1972 年1964年，以及72年和73年股價大幅漲跌之際，各種經濟情勢的變遷，當對今後股價波動趨勢更為瞭解。

股票投資人關心的主要經濟問題是：(一)一般物價水準。(二)股利。(三)企業利潤。(四)利率。(五)股票價格的波動。

(一)一般物價水準

自1960年代迄1970年代為止，我國的物價始終頗為平穩，由於政府的低糧價政策，生活費用一直維持穩定的水準，並且由於農業支持工業的結果，製造業快速發展，先是進口替代工業，繼而拓展外銷，國際收支則由入超轉而為出超。世界各先進國家於二次世界大戰後陸續達成了經濟目標，不但達到充分就業，國民所得大幅提高，而且公共投資增加。所得革命的結果，消費水準也隨之提高，於是各國一般物價水準也隨之逐步上昇，於是貨幣的幣值相對地頗為穩定，對於促進外銷居功不小。

自1973年以後，由於迭遭世界經濟不景氣的衝擊，香港物價水準也開始顯著上昇。

在貨幣金融史上，物價水準的波動始終引起投資人相當的警覺，但反映於股市，則是看物價水準波動是屬於通貨膨脹、通貨緊縮及其所處時期不同而定。

1.過去數年（1973~1975）世界各國均遭逢嚴重的通貨膨脹的威脅，事實上，通貨膨脹也不是什麼新現象，但它的基本性質已經有所改變了，因為近幾年資源不足時代的通貨膨脹性質，與過去大量生產、大量消費的通貨膨脹性質，當然不可同日而語。

2.兩次世界大戰對一般物價水準的衝擊非常明顯，第一次世界大戰後產生了嚴重的通貨膨脹，隨後又是激烈的通貨緊縮（1921~1922），然後是一段復蘇和穩定的時期，一般物價水準則普遍高於戰前。另外一次物價大波動是1930年代初期的大蕭條（Great Depression），是個嚴重的價格下降時期，其後又是部分的復蘇和溫和的穩定，由於二次大戰期中，各國均採理智、有效的物價管制措施，戰後也就沒有發生較為激烈的價格波動。

3.從一般物價水準歷史上的波動來論，固然仍有不少不確定和混淆不清的因素，將來也有可能發生比二次大戰前更嚴重的通