

中欧—华夏新经理人书架

V ALUE INVESTING

价值投资胜经

—— 本杰明·格兰汉姆经典投资战略

[美] 珍妮特·洛 著

简丰敏 译

华夏出版社
McGraw-Hill

价值投资胜经

[美] 珍妮特·洛 著

简丰敏 译

华夏出版社
McGraw-Hill

图书在版编目(CIP)数据

价值投资胜经/(美)洛(Lowe, J.)著;简丰敏译.

- 北京:华夏出版社,2000.8

(中欧-华夏新经理人书架)

书名原文: *Value Investing made easy*

ISBN 7-5080-2190-8

I. 价… II. ①洛… ②简… III. 投资-经济理论 IV. F830.59

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2000)第 40109 号

Janet Lowe: *Value Investing made easy*.

Copyright © 1996 by Janet Lowe

Chinese Language edition published by Huaxia Publishing House

本书英文版于 1996 年出版,版权为 Janet Lowe 所有。

本书中文版专有出版权由 McGraw-Hill, Inc. 授予华夏出版社,版权为华夏出版社所有。未经出版者书面允许,不得以任何方式复制或抄袭本书内容。

版权所有,翻印必究。

价值投资胜经

[美] 珍妮特·洛 著

简丰敏 译

策 划: 刘力 陆瑜

责任编辑: 许云舫

出 版 者: 华夏出版社

(北京市东直门外香河园北里 4 号 邮编: 100028 电话: 64663331 转)

印 刷 者: 世界知识印刷厂

经 销 者: 新华书店

开 本: 16 开

印 张: 12.25

版 次: 2001 年 1 月第 1 版

印 次: 2001 年 1 月第 1 次印刷

定 价: 25.00 元

作者序

《价值投资——华尔街院长本杰明·格兰汉姆的传奇》(*Benjamin Graham on Value Investing: Lessons from the Dean of Wall Street*)这本书在1994年出版以后,常常有读者问我,如果有机会,是不是要写一本《轻松学格兰汉姆与杜德》(*Graham and Dodd Made Easy*)这样的书。他们指的正是《有价证券分析》(*Security Analysis*)一书的作者本杰明·格兰汉姆与大卫·杜德。那并不是我曾经写过的东西,我写过的是格兰汉姆的事迹、推动他在证券分析领域前进的动力、他戏剧性的人生,以及他独领风骚的投资哲学。

但这些询问一再反复出现之后,我明白读者想要的是更多有关于格兰汉姆的投资法则、他与杜德的作品及价值法基础原理等。其中,他们最迫切需要的是一种容易消化吸收的形式——他们需要《价值投资胜经》(*Value Investing Made Easy*)这样的书。

1934年是格兰汉姆与杜德初试啼声的开始,他俩的作品掷地有声,现在仍被称为证券分析的“圣经”。格兰汉姆的第二本经典名著《智慧投资人》(*The Intelligent Investor*),则是在

1954 年出版。这两本书后续的几个版本现在依旧可以在图书馆与书店的架上找到,也非常值得一读。

尽管作品成绩斐然,格兰汉姆仍称,他的书是最常为投资人所引用、但最少被运用的;这句话部分是出于自谦。直到现在格兰汉姆与杜德仍然有一群忠实的追随者,但现代的读者却不见得会一头栽进格兰汉姆与杜德的长篇大论中;毕竟厚达 850 页的经典名著,对许多生活忙碌的投资人而言,难免望之却步而心生迟疑。另一方面,投资人现在所面临的挑战和过去又大相径庭:金融市场的规模暴增;产业之间的互动不变;专为小型企业成立的 NASDAQ 市场,已经在投资世界扮演举足轻重的角色;国际企业的股票与国外有价证券也逐渐在个人的投资组合中占有一席之地。

吸引投资人注意力的拉锯战长期不断,而且日益激烈;而对于个人投资组合绩效的期盼——希望可以超越邻居、朋友、同事,也就愈发殷切。

虽然专业投资人或是个别投资人,都敬爱格兰汉姆与杜德,但他们并不确定如何把价值投资法则应用在 21 世纪的现代。这正是本书的目的——用简单易读的文字呈现价值投资的立论基础,并且让投资人知道,现在,甚至是在跨世纪的未来,如何运用这些投资法则。为此,我引用了一些格兰汉姆与杜德的书面材料与课堂教授的资料。

巴菲特、华特·史洛斯、艾文·卡思,以及其他格兰汉姆在哥伦比亚大学与纽约财务协会的学生,都认为格兰汉姆的教学理论与实务并重,因为他引用的都是现成的案例。事实上,他所研讨的案例往往就是上课当天证券交易所实际发生的事情。他的教诲往往可以很快付诸执行:他的学生常常隔天就得上班,而他们就是以前一天晚上学到的东西作为下单的根据。

我在本书中采用了一些格兰汉姆的教学案例，并运用真实公司的确实个案以说明概念实际的运用状况，结果再清楚不过：价值投资的法则是有效的。这也是本书所要表达的——一本格兰汉姆与杜德一手传授、并且经由数十位成就非凡的投资人验证修订的价值投资指南。

本书不是一本针砭各种投资理论的学术论文。我会在开始的时候，以简单的用词提出一些对价值投资法较有利的论证，价值投资人辉煌的投资绩效已经不证自明。仍然心存怀疑的人，可以到别处寻找关于这方面较深入的讨论。

过去“有效市场”(efficient market)假说、与“随机游走”(random walk)理论被视为铁证，而价值投资法则一文不值。我曾经在一个电视节目里看到一只非洲大猩猩随意掷飞镖选股，来挑战投资专家的精细分析。接下来的几个礼拜内，摄影工作小组的人员不断追踪结果——说不定大猩猩可能表现得更好。的确，有些所谓的投资专家并不比大猩猩强多少；不过截至目前为止，我还未看过任何一个成功致富的投资人，愿意把自己的投资组合交给一只只会射飞镖的大猩猩。

许多人乐意把钱交给专业的经理人，这样的事实多少也暗示，尽管学术研究言之凿凿，务实的人还是否定了“有效市场”假说、“随机游走”理论，以及其他类似的学说。近年来的学术研究也已经对这些理论打了折扣，转而相信常识的效用。

本书是专为专业投资人与散户投资人写的。我想在此对那些担心价值投资法太技术性、不容易掌握的投资人说几句话。

写这本书的时候，我曾经遇见一个喜欢骑马的商界女士。她是一个英式马鞍的喜好者，喜欢骑马跃过高高的围栏。她听到我在写投资理财的书时，显得十分好奇：“我很怕买股票。万一股票下跌，赔了钱怎么办？”然后她又加了一句，“当

然,我有一个让我信任的交易员,他会帮我做决定。”

她讲最后一句话的时候并不觉得有什么不对。当我们越聊越深我才发现,真正困扰她的并不在于交易员的技术好坏,而在于自己投资知识的不足。她说:“我看了电视‘华尔街周报’的节目,上这些节目的都是专家,他们经常出错。我的交易员尽管正直诚实,但他也会出错。”我建议她,如果她懂得如何评估交易员的绩效,她就可以更信任她的交易员。

我问她:“如果一个生手得骑着一匹活蹦乱跳的小马跳跃四尺高的栅栏,她会有什么感觉?”

“她一定会吓个半死,可能会摔下马来,甚至受伤。”这位女士回答。

我的意思并不是指买股票与骑马雷同,不过有一些道理是可以互通的——掉以轻心会增加摔下马的机率;而知识不足则让我们紧张、怀疑,最后一旦出差错就气愤不已。

我们在买房子、买车,或就诊的时候,都会尽可能学习整个过程,以便自己可以参与决策,判断别人给我们的建议是否适当。房子与个人健康都非常重要,我们必须亲身负责、参与决策。

同样地,我们的钱也重要非凡,不应该轻易交付给任何第三者,不管这个人多有学问、多诚实。我的这位朋友有勇气与技术骑马跨跃高栏,当然也一定能够掌握价值投资的法则。经过训练与实习,她定然能够享受价值投资的乐趣。投资就像骑马跨栏一样,也是风险十足的,但懂得越多,风险就越低;懂得越多,乐趣也就越高。

这位女士与其他的读者将会发现,格兰汉姆的著作虽然语言简单,但却传达了深刻的道理。每一个人都能读懂这些金玉良言,每个人都能从中获利。本书的目的就在于简化格兰汉姆与杜德的著述,就如同这两位作者在《*有价证券分析*》第一

版的序言中所说：“我们已经尽全力劝导学生，不要过度重视肤浅的表象与短期的获利。”本书仍延续二位大师的著作风格。

读者在《价值投资胜经》书中会发现这样的符号：

符号之中的是一段引言；多半是“价值投资之父”格兰汉姆曾说过的一些话；部分则是引用自格兰汉姆与杜德所合著的《有价证券分析》这本书中的观念。

我无意取代或更新关于格兰汉姆与杜德的书，甚或是他们自己的著作。如果成竹在胸，也许阅读《有价证券分析》与《智慧投资人》会让拘谨的读者觉得较为放心；我相信阅读原著会是一种独特、启发性十足的经验。

在阅读之前，我有一些建议。

对某些人来说，这里所揭示的价值法则，也许忽略了与企业经营相关的士气、道德或哲学等方面。《价值投资胜经》这本书主要探讨的是投资的定性与定量因素。虽然书中没有探讨投资的道德层面，但并不会减低这个课题的重要性。兼顾道德地从事投资是可行的，并且是可以与价值投资法则有效整合的。所有的投资人都应该找到符合他们信仰体系的价值投资标的。

书后有两个重要的单元。在阅读正文之前，读者也许会希望先看名词解释这个单元，有些词汇是新的，或者即将成为流行语。虽然我尽力不用复杂难懂的文字，有时还是很难避免。名词解释的意义就在于破除那些慎用流行语的人所隐藏的目的——他们希望能把新加入的人排除在理解的圈子之外。

投资的书读得越多，你的水平就越高，因为没有任何一本

书可以涵盖所有投资管理所需的智慧。本书最主要的资料来源是格兰汉姆与杜德的《*有价证券分析*》这本书，不过并不是最新的版本；读者最好记住，引用格兰汉姆与杜德的话，多半出自1940年的版本——该书是这两位哥伦比亚大学教授全心全意投入写作、并且完全呈现他们想法的最后版本。我已经尝试说明56年时间所带来的变化。

最后，我要感谢帮助这本书付梓的人：感激奥斯汀·林纳斯协助编辑与研究；感谢我的经纪人爱莉丝·福瑞德·玛岱；感谢我的编辑大卫·康提；感谢沃伦·巴菲特、察尔士·布兰迪、亚瑟·强森、法兰克·马丁、杰瑞·宁杰与其他许许多多的人。

代 序

想要成为一个成功的投资人，就得像优秀的医生一样，懂得数字背后所代表的确切事实，然后把它们适当运用在日常生活之中。但如果投资这门艺术真是如此简单易行，恐怕也就不会有人变为中下阶级了。

尽管如此，想成为一个成功的投资人不能忽略学习，而且是有许许多多课题亟待学习。股票市场的价格变动幅度，常常就像海洋一样——可能是风平浪静，也可能是波浪滔天。机敏的投资人一定得会估算金融气象的现况与可能走势，还得能抗拒盲目追随群众起舞：当每一个人都大赚其钱的时候，他们知道市场下挫已经隐然成型。

现在美国股市持续上升的荣景，很容易让人想起 1929 年与 1968 年的状况——连连翻升的股市吸引了许多非投资人加入投资的行列。现在，价格较低的期权已经成为高价股票的替代品；民众被每天的股价变化弄得目瞪口呆，他们没有注意到，长期的经济变化才是最后决定股价的关键。

现在美国的多头市场吸引了超过 6,000 种以上的共同基金，可供选择的形式种类与基金规模也很多；但大部分却是由

年纪尚轻、没有经过市场大风大浪的经理人所管理。大多数基金经理人无法维持绩效表现的状况也足以证明，想要预测大盘有多么困难！

我有幸在 1931 至 1956 年间，在哥伦比亚大学担任本杰明·格兰汉姆 (Benjamin Graham) 的助教，并学习到价值投资法的详细内容；这是不随波逐流，保护自己不受证券市场始料未及的变动冲击的最好方法。在纽约我自己的卡恩兄弟基金公司，我也长期遵循格兰汉姆所传授的法则。

大多数人都多少认识一两个在投资领域上卓有成就的人——把他们找出来之后，如果你的资金许可，应该长期、而不是以周为单位地追随一位素有佳评的基金经理人。不要一味相信自私自利、自吹自擂的企业宣传品；举例来说，经理人自己买起股票来往往不像表面上那么乐观。

由于与许多美国知名投资专家广泛接触，本书作者可以深入浅出地介绍这些成功投资人的投资方式。珍妮特·洛提供了许多指导性的素材，尤其是在如何避免价值被高估的股票部分。

在格兰汉姆被过度压抑的保守主义与才气横溢的垄断投资者沃伦·巴菲特之间，有一些步调是可以随你个人的风险/报酬模式、资金需求与生活形态来调整的。

《价值投资胜经》是一本包含扎实研究、文字表达清楚的书。市场新手会从这里找到许多可以使储蓄增长而非贬值的定义与指引；当投资变得越来越难以抉择的时候，阅读珍妮特·洛的书，可以让你不再白费力气走冤枉路。

财务分析师 (CFA)

艾文·卡恩 (Irving Kahn)

推荐序一

波澜过后,愈见峥嵘

“股海诡谲”,恐怕是许多投资人共同的心声。特别是在国内外金融市场声气相通、新闻动辄成为炒作题材的今天,股市投资的难度也逐渐攀高。

在台湾省,由于小额投资人占投资人数 85% 以上,小散户与大法人同场竞技的情形屡见不鲜。纯粹从专业投资的角度来看,小额投资人没有机构投资人那么多的投资成本,没有那么多的时间与精力做所有个股的深入研究,也没有太多证券分析相关的学术背景,即便仅是想要超越指数也并不容易。

许多人曾经在不同的场合问我,“怎么样才能成为一个成功的投资人?”我的答案总是同样一句话:“平常心最重要!”这里所谓的平常心包括了许多方面——不要指望投资可以创造超额利润,不要幻想可以一夜暴富,不要因为市场暂时下跌就心浮气躁,更不要超额借贷用“闲钱”以外的资金来投资;尤其重要的是,得自己下工夫研读市场资讯,而不是盲目追随坊间的明牌进进出出。“要怎么收获,就怎么播种”,这句话套用在投资理财上也是十分适用的。

对于散户投资人来说,如果心有余而力不足,那么最好的

方式就是投资共同基金，请基金公司的专家来借箸代筹；如果时间与精力都许可，那么选择少数基本面较佳的股票，持股长线续抱，也是很好的策略。

这些看似“老生常谈”的论调，其实是最经得起时间考验的，而且也都在《价值投资胜经》这本书当中一一得到了验证。过去数十年来曾经独领风骚的投资理论不知凡几，但从来没有一个学派像“价值投资”一样，历经股市波澜冲击，依然岿然屹立。美国价值投资学派的创始人本杰明·格兰汉姆及超级巨富沃伦·巴菲特等人就是很好的典范；他们以兼顾定量、定性的方式，找出合乎价值投资标准的股票，然后长线投资，历经数十年股市荣枯洗礼，缔造出惊人的投资成果，而成为纵横华尔街的常胜军。

格兰汉姆对“价值投资”(value investing)的看法，可以从他的《有价证券分析》中一览无疑，该书完稿迄今已逾半世纪(1940年初版问世)，其中有不少见解仍然是今天投资界的金科玉律；但也因为成书时间极久，遣词用字较为艰涩，对于大多数的人而言，阅读原书实非易事。

此次麦格劳·希尔公司出版的《价值投资胜经》一书，则以阐释格兰汉姆的原书、巴菲特的撰述、并引用诸多华尔街案例的方式，为有心稳扎稳打、涉猎股市的投资人，指出了很好的入门之道。即使没有任何财务分析背景的人，在读过这本书之后，也会知道财务报表分析、财务比例分析、如何建立投资组合等方法。值得一提的是，除计量分析之外，书中还提醒投资人应注意经营团队的品质，而这也是一般股票投资作品中较为少见的。

译者简丰敏小姐具国内外证券资格考试资历，投身国内证券投资业亦有数年之久，对于国内外证券金融市场、共同基金产品均有深入了解，译笔流畅、深入浅出，更增加了本书的

可读性。

有心稳健投资的人必定会发现，这本书将是让自己了解如何从“平常心”成功获利的绝佳利器。

宋文琪

(本文作者为怡富证券投资信托公司总经理)

推荐序二

20 世纪最具影响力的投资哲学

美国投资实务界公认最成功的理财投资专家，莫过于沃伦·巴菲特与彼得·林奇两人了。他们俩卓越的投资绩效，让人们不得不相信其成功是来自“技术”而非“运气”。其中巴菲特尤其值得佩服，其个人财富居于全球第二，是全球理财投资人的典范。众多投资人都想学习投资大师的投资哲学与技术。事实上，巴菲特的启蒙老师本杰明·格兰汉姆，正是投资界公认的股票“基本分析”的开山祖师。巴菲特与林奇的投资理念与格兰汉姆有众多相似之处。若有一本书能整合这三位投资大师的精髓，那该多好！很幸运地，这正是珍妮特·洛写这本书的目的。

珍妮特·洛亦是格兰汉姆的高徒，负责纽约投资管理公司的资金管理多年，并著有多本有关价值投资的畅销书。事实上，这三位投资大师有一共同点——皆采用所谓的“由下而上”（bottom-up）分析法，亦即重视投资标的的本质，而不睹大盘走向。因此，作者在叙述“价值投资法”的观念时，适时带入三位投资大师的看法，以为佐证，使本书的说服力增强许多。

本人深信阅读完本书的投资人，内心将有与我相同的安定与自信。本书着重投资哲学观念的启发，不重分析技术。其中的重点可节录如下：

- 成功的投资人往往是有耐心的反市场心理的人；此类投资人仅关注已知的投资标的，在价格便宜时才买进。
- 成功的投资人往往有正确的态度——重公司营运而不重大盘；有充分资讯才做交易。
- 成功的投资人在投资前先有安全边际的心理准备——买有资产或现金做担保、低举债、收益品质佳、有稳定股息、低本益比，且成立已有一段历史的公司。
- 成功的投资人非常重视投资公司是由谁管理，是以买整个企业而非只是股票投资人的心态从事投资。有高的产品市场占有率、高毛利率、高投入资本报酬率的公司，是价值型投资人优先买入持有的投资标的。

在投资实务界，最近流行所谓的“投资风格”，亦即股票有不同的分类，而投资人亦有不同的投资风格，其中的一种分类便是“价值型”与“成长型”。在大多数的财务实证上，发现价值型股票的投资报酬优于“成长型”股票；本人利用国内资料发现“价值型股票”的三年平均报酬率优于“成长型股票”，与国外实证结果遥相呼应。对国内一般小额投资人，这是很大的启示，因为这意味着，追逐成长股的投资行为，最后的结果是被套牢；其长期表现反而不如稳扎稳打的、价位便宜、本质好的股票来得杰出。

本人期盼本书的推出有助本国股票市场投资水准的提高；而投资人也得以学以致用，成为快乐的成功投资人。

吴启铭

〔本文作者为国立政治大学财务管理系所副教授暨
美国财务分析师(CFA)〕

目 录

推荐序一	1
推荐序二	1
代 序	1
作者序	1
1. 检视价值投资法	1
2. 透视资产负债表	23
3. 损益表与成长潜力	55
4. 经理人的角色	77
5. 建立投资组合	91
6. 选股策略	113
7. 股市常胜军	133
8. 风险管理	149
9. 特殊情况	165
10. 致富的真相	185
附录/盖科传奇	199
名词解释	205
推荐读物	215