两位恩师，一本著作，改变了我的人生。
——沃伦·巴菲特

投资者的圣经，75年经久不衰

股神巴菲特亲自作序，梳理价值投资之道

1940年最经典版本+10位最伟大金融才子的导读=证券分析（第6版）

200页新增内容值得期待

SECURITY ANALYSIS

[美]本杰明·格雷厄姆（Benjamin Graham） 戴维·多德（David L. Dodd） 著
徐彬 陈幸子 张宇 等 译

Sixth Edition

证券分析

原书第6版

下

国内最具分量的证券媒体《中国证券报》、《上海证券报》、《证券日报》、《第一财经日报》等鼎力推荐

中国人民大学出版社
China Renmin University Press

湛庐文化·出品
Cheers Publishing

编辑手记

一部经典 一座城

“在许多投资者的罗盘上，格雷厄姆就是到达北极的唯一指针！他和多德所制定的投资路线图我已经遵循了57年，没有理由去寻找另外的路线了。”

——沃伦·巴菲特

75年，是历史长河的沧海一粟，却能铸就现代金融史上不可逾越的辉煌篇章；75年可以修筑一座城池，却只能在大浪淘沙中洗去一部巨著的铅华；75年前格雷厄姆在经历了四次金融危机、三次经济萧条后将“价值投资”娓娓道来，今天股神巴菲特带领世人重温经典。

打造一部经典，犹如打造一座城池，一砖一瓦、一草一木，无不需要独具匠心，无不需要心血灌注。塞思·卡拉曼、布鲁斯·伯考维茨、托马斯·鲁索、罗杰·洛温斯坦、詹姆斯·格兰特……一位位当今华尔街最顶级的金融大亨、如雷贯耳，他们无一不是伴随着《证券分析》开始自己的金融生涯。在酝酿许久之后，十位大家一致决定只做补充，不做修改，让读者深入了解即使在今天迅速变化的世界上，作者的成就仍具有重要现实意义，因为再顶级的专家也无法完全驾驭这部“投资经典”，更因为各位对经典心怀敬意。

故事总在发生，时光不曾停滞。无数个华灯初上的夜晚，抬头望见同事们专注的神情，心底满是欣慰；星星点点的灯光和案头齐眉的工具书伴随我们度过了一个个深夜，我们力求回到75年前的华尔街，我们力求还原年代悠远的每一家公司、每一个金融事件，我们力求做到6个版本中的最完美。同时，我们也对翻译老师们一个个不眠之夜心存感激，对我们团队中有成员家人的离去深切缅怀……承载着无数的汗水与付出，这座城池已是极具规模。

掀开尘封往事、驻足流光飞舞，经典再造经典是我们每一位“建筑师”的心愿。

今天的《证券分析》，犹如一个新生的婴孩，承载着我们全新的期待——在未来的日子里绽放光芒。

证券分析（下）

第五部分 损益账户分析普通股估价中的收益因素

导读 | 追求理性投资 / 002

格伦·格林伯格

第 31 章　损益账户分析 / 009
第 32 章　非常亏损和损益账户中的其他特殊项目 / 019
第 33 章　损益账户中的误导性手段　子公司的收益 / 026
第 34 章　折旧和类似费用与盈利能力的关系 / 038
第 35 章　公用事业公司的折旧政策 / 051
第 36 章　从投资者角度审视摊销费用 / 060
第 37 章　收益记录的意义 / 071
第 38 章　质疑或摒弃过去记录的特殊理由 / 081
第 39 章　普通股市盈率　针对资本结构变化的调整 / 086
第 40 章　资本结构 / 095
第 41 章　低价普通股收益来源分析 / 103

第六部分 资产负债表分析　资产价值的含义

导读 | 解构资产负债表 / 114

布鲁斯·格林威尔

第 42 章　资产负债表分析　账面价值的意义 / 120
第 43 章　流动资产价值的意义 / 128
第 44 章　清算价值的意义　股东与管理人员之间的关系 / 140
第 45 章　资产负债表分析（完） / 151

第七部分 价格与价值的差异

导读 | 股市的巨大错觉和价值投资的未来 / 170

大卫·艾布拉姆斯

第 46 章　股票期权认股权证 / 178
第 47 章　融资成本和管理 / 187
第 48 章　企业金字塔的某些方面 / 194
第 49 章　对比分析相同领域内的公司 / 201
第 50 章　价格和价值的差异 / 212

第 51 章　价格和价值的差异（续） / 226
第 52 章　市场分析与证券分析 / 233

第八部分　全球价值投资

综述 ¦ 与格雷厄姆和多德周游世界 / 244
托马斯·鲁索

附　录　/ 250

SECURITY ANALYSIS

第五部分

损益账户分析
普通股估价中的收益因素

投资第一步是进行仔细的定量分析，特别注意鉴别真正的收益，而不是会计盈余。我们需要关注平均业绩，而不要为企业最近一年的异常表现所误导，并且采用传统的乘法估价法来估算。

导读

追求理性投资

格伦·格林伯格

美国著名投资家，首领资本管理公司创始人

说实话，我在哥伦比亚大学商学院从没看过《证券分析》，甚至从来没有听过证券分析的课程。然而有只无形之手引导我开始研究股票，之后我又开始研究资金管理，并为之奋斗了33年。直到我的投资生涯过半时，我才决定该去了解格雷厄姆和多德了，该去了解这些热门的理论了。本书前半部分分析了固定收益证券，而我几乎不大去碰这类证券，对这类证券也没有多少兴趣。分析权益的部分似乎已经过时了：诸如工业周期的盈利能力、公用事业厂房和设备的适当折旧之类的话题就像是20世纪泛黄的老照片。我当时经营自己的投资公司，也急需了解一些投资理念。可这本书可以帮助我赢得下一次投资收益吗？我觉得不太可能。因此，可以想象多年以后一位麦格劳－希尔的编辑请我写此导读时我的反应。沉默许久之后，我问他是否可以给我一本原作。

重读格雷厄姆和多德感觉有点像读《哈姆雷特》中波洛尼厄斯告诫即将离家外出求学的儿子的话（“不要向人告贷，也不要借钱给别人”，“对自己要真诚”）一般。是的，言之有理，但这些道理似乎过于显而易见。在第五部分，我们告诫大家不要过于关注近期收益，不要相信无良管理。我们要小心企业篡改财务报表的行为，关注我们所投资的企业的质地。投机与投资的界限是十分清晰的。适当级别的债务资本结构，如何衡量以商品为基础的投资以及变化无常的市场，这些都会涉及。当然这听起来都很熟悉，因为这些观点不仅多次出现在沃伦·巴菲特每年致股东的信中，而且常为其他伟大的投资人所引用，这些投资人或多或少都将自己成功的投资归功于格雷厄姆和多德。从本部分标题可知格雷厄姆和多德对损益账户进行了详细的讨论和分析，但我和其他人却重视更加全面的投资原则。这本著作不同凡响之处在于它于1934年面世，当时经济极为萧条，美国的失业率高达25%，大多数企业挣扎于生死边缘。然而格雷厄姆和多德却能够提出这些原则，指引众多伟大投资人见证了近75年的经济繁荣，他们的真知灼见至今依然适用。

第五部分旨在分析损益账户，以便评估企业的盈利能力，从而确定其股票是否被低估。这世上没有万能的公式：历史可能会重复，但也可能不会！这部分几乎每页都涉及了对公司财务状况的实用分析以及对各行业十分透彻的分析。评估一个企业的关键是财务分析，而不是首席执行官的年度信函。评估一项投资绝不能使用诸如“传言”、“概念”、“范式”或者“趋势”之类的字眼。我们大家都希望低买高卖，但首先我们必须建立对某个企业可持续性发展的信心，从而能够准确判断什么是“低”什么是“高”。

评估企业未来收益的平均值绝非易事。20世纪30年代，在制造业和能源业内在的运营杠杆作用下，收益极度反复无常。如今经济更加稳定，虽然不同于往日，却依然很难判断企业的盈利能力。今天要面临的是全球竞争者和具有破坏性的新技术。财务公司开发了非同寻常的新产品，虽然迄今仍然有利可图，但却面临着考验。科技公司必须不断改造自己。即使是最稳健的企业也可能会出现意外。我记得曾在1993年年底参观了可口可乐公司。当时，由于其定价能力和无限的国际发展机遇，可口可乐公司被誉为世界上最优秀的企业。18倍的市盈率，倘若在相当长的时期内年收益增长超过15%，那便会是绝佳的投资。然而没人想到，这样优秀的企业从1996年到2002年会是业绩平平。

我们如何投资

在我经营的首领资本管理公司，我们依据对企业的预期以及对预期回报率的客观估算来评估一项投资。我们参阅企业所有的公开信息，分析其所在行业及其竞争者（最理想的情况是竞争者不多）。我们会与企业的管理团队和该行业的专家进行对话，收集我们可以找到的所有相关数据，最终得出对该企业业绩的历史分析。显而易见的问题有：利润能否继续增加？该企业资本是否更加密集？为什么销售额下降？等等。这一分析成为进一步考察企业经营状况的基础，并最终决定我们对未来业绩的预测。

今天我们和其他投资者在评估企业的投资优势时，除了资本支出（自由现金流）外，往往更加关注现金流，而不是收益。这样做能够帮助我们看清管理层在公布经营利润时所使用的各种伎俩。此外，业绩并不等于能够回报股东的现金，而现金对投资者来说才是至关重要的。个人投资者首先问的总是我需要投资多少钱，我能收回多少现金，多久能收回。这总让我感觉很奇怪，而很想知道为什么。为什么上市股票的投资者关注不同的问题？

最后，我们要根据我们所预期的企业能够创造出的自由现金流来计算收益率，并将公司维持其长期发展所需要的投资计算在内。一般来说，除非股票的定价可以使我们获得至少 15% 的回报率，否则我们不会购买该股票。很显然，断定这一最低预期回报率并不容易，而且必须精确到能够反映出企业资质和预期收益，使其有别于其他投资选择。1974 年我们的最低预期回报率可能更高，也许是 25%，因为当时有很多被低估的股票可供选择，而且当时的利率较高。我们所计算出的广阔市场可提供的回报率不到 10%，但我们仍坚持能够得到高回报率。要知道我们很难找到一个好的企业，并且其股票定价也将给予我们高回报率，因此我们的目标是设定很高的。我们很少能找到满足这些标准的股票，因此在投资某一股票时，我们会设定这样一个范围：不低于总资产的5%，并且通常占总资产的 25%。当收益下降到 10% 时，我们便卖出股票，即使我们可能只获得不到 5% 的现金收入。无论何时，我们都应注意，我们的做法如同我们对未来的预测一样，即使我们对预测做出一些小的变化，比如长期现金流的增长率，也足以显著改变预期收益。

我们用最近一次投资来说明预测的重要性。2007 年初我们购买了瑞安航空的股票，瑞安是世界上客运量最大的航空公司。该航空公司炫耀自己迄今为止在欧洲市场上短途业务的票价是最低的。10 年来，该航空的客运量增长了 10 倍，但却只占有 7% 的市场份额。2006 年，瑞安航空的平均票价为 44 欧元，易捷航空为 66 欧元，爱尔兰航空为 91 欧元，而所有国有航空公司的平均票价则远远超过 100 欧元。即便如此，瑞安航空在过去 10 年中的平均净利润为 20%，而其竞争对手则不足 10%。我们做出了当年收益 16 倍的价格预期，并认为根据瑞安航空公司巨大的成本优势和增长前景，这一价格是合理的。之后，石油价格再次翻番。于是该股股价与我们最初投资时相比下跌了 30%，利润前景变得暗淡。

然而公司的质地依然良好，没有发生任何令我们认为长期投资的价值已经减少的状况。事实上，在这期间，其他的低成本航空公司预计将会倒闭。贷款人对于投资可能新建立的公司持更为谨慎的态度，而消费者也希望能够利用瑞安的低票价。随着时间的推移，具有这样成本优势的公司必定会增加市场份额并获得可观的回报。

我以上所描述的，是我们尝试运用《证券分析》的作者所列出的基本原则。格雷厄姆和多德认为，第一步是进行仔细地定量分析，特别注意鉴别真正的收益，而不是会计盈余。会计总是使管理层有机会虚报业绩。1934 年，企业通过损益表来操控非经常性盈利，并利用折旧表使盈利好于实际情况。管理层将从净资产中直接扣除亏损部分，而绕过（并虚报）净收入。除了收益，格雷厄姆和多德关注于现金流的重要性，这在谈论尤里卡管道公司时提到过（见第 36 章）。正如格雷厄姆和多德举例对比的散户和机构投资者那样，我的合作伙伴和我自己都常常问这样一个问题：如果这是一个私企，我们会如何衡量其价值?

来自会计的挑战

今天，投资者所面临的来自会计的挑战异常困难。美国财务会计准则委员会（FASB）发布了所有能搅浑水的会计准则。例如，我坚决反对过多给予管理层和员工股票期权的行为，但是按最近的财务会计准则委员会声明第 123 号的规定，却很难将这部分股票期权归入本期费用。首先，股票期权是一种非现金形式的权利，而且可能永远不需要股东支付一分钱，但根据第 123 号的规定，即使是极度价外期权，在给予员工多年后仍然会产生费用。其次，股票期权已经反映在每股摊薄系数中，该系数用于计算多数投资者所关注的每股收益（EPS）；在净收入中进一步加入股票期权费用后，按照当今会计准则核算出的摊薄后的每股收益很显然是一种重复计算。最后，估价股票期权需要进行多种预期，这便开启了人为操纵之门。顺便说一下，之前用来核算股票期权的办法甚至是更加匪夷所思的：股票期权的行使价与市场价格相同就不会产生费用，但如果低于市场价格，在某些情况下则会在其后每年产生费用，并从而导致基本股票上涨。美国财务会计准则委员会用来核算衍生投资的方法同样混乱，比如对冲基金、养老保险、租赁、附带权益收益识别等。现在，如果企业债务评级下降，依然可以使利润创出新高。会计准则有时似乎旨在带我们远离经济现实，而一些管理者也完全乐于将投资者带上这样的歧途。

分析过历史资料后，接下来更难的任务是确定“如何有效利用历史资料分析未来收益”。格雷厄姆和多德称为定性调查企业。是否能够充分预期企业未来状况以便可以进行长期投资？企业是否发展过快而吸引了众多的竞争者？企业是否容易受到新技术或消费者品味改变的冲击？是否容易受到进口货或是沃尔玛或是互联网上商业模式的冲击？换句话说，未来现金流量的可预期度有多高？企业文化和管理理念如何？是否精明且理智，并富有足够的激情，使我们投资的价值最大化？或是信仰其他理念？管理者是否会按照格雷厄姆和多德的原则对股东的钱进行投资?

企业是谁的

这一点尤其重要。通常，管理者会搞不清状况，并认为这是他们自己的企业，可以按照他们的个人需求经营企业，并且他们中很少有人承认自己是这样管理企业的。我们花很多时间去了解所投资企业的团队，以弄清他们个人的倾向，而有时可以从小问题中

就发现线索：一位不直接回答棘手问题的首席执行官就足以令我们警惕；一位皮肤晒成小麦色，戴了很多黄金首饰的首席执行官就不太值得我们信任。

如果首席执行官低估自己企业的股票，换购前景比自己企业差的企业股份，那情况就更糟糕了。这种事情曾经出现过。2004 年，康卡斯特（Comcast）首席执行官布莱恩·罗伯茨（Brain Roberts）突然提出用公司股份收购迪士尼，这一收购如实现将会大大减少公司的自由现金流量，并从根本上改变公司的性质。显然，管理层的动机是在每股分红的基础上，为投资者建立一个拥有美国印记的帝国，而不是建立自己企业的价值。得知康卡斯特的收购意向后，我们卖出了该公司的大部分股票。由于担心该公司的价值降低，其他投资者同样卖出了股票，从而使该公司股票价格下跌了 20% 以上。罗伯茨随后撤销了对迪士尼的收购，因为他手里的股票价值已经不足以完成收购。

同样，与管理者讨论股票回购问题同样令人沮丧。如果我们问起某个资本项目的现金回报率是否与回购股票的收益一样，他们通常像是听不懂我们说话一般。

这种评估能够使有鉴别力的投资者筛选出真正的好企业。我曾经历过 1973—1974 年的熊市和 1987 年的股市大崩盘，当时股市市值在几天内缩水 30%。如今活跃在股市的投资者很少有人与我有同样的经历。目睹这样的股灾，我发誓，有类股票绝不再碰，当再次出现 1987 年股市大崩盘时持有这类股票会令我不安。原因很简单：股市崩盘之后，无数的财富蒸发，投资者几乎不再有信心。各种传言漫天飞舞，而很多传言是千真万确的。没有了企业能够支撑下去的信心，大趋势就是跟风卖股票。许多卖出股票的投资者如同被蛇咬过一般，直到股市回暖后许久都还害怕再次买入股票。单凭情绪冲动买卖股票是不可取的，尤其对于那些认真做过功课的投资者来说。当然，一个好的企业能够亡羊补牢，但是企业却很难能够重新获得其地位。有时候，股价会没有缘由地大幅下跌。

我记得 2002 年 8 月在刚投资美国控股实验室公司（LabCorp）不久之后，该公司季度业绩低于华尔街预期的 6%。我们以每股 34 美元买入的股票，下一年或许自由现金流会增至 12 倍，却在 2002 年 10 月一度跌至每股 18 美元。当然，股价突然下跌让我们感到恐惧。但再次研究并肯定该公司的优势之后，我们将投资增至 3 倍，在低价购入该股。该股价位在 18 美元时，股价还不到预期自由现金流的 7 倍。

美国控股实验室公司满足我们定义一个杰出企业的所有条件。这是非常有利可图的，并且不需要太多资金。公司所处的行业从全国七家竞争企业减少到两家只有少量区域重叠的企业，而美国控股实验室公司就是其中之一。更重要的是，很难进入该行业，因为美国实行第三方医疗支付系统。一个新企业很难能从医疗保险公司获得赔偿，因为这些公司只与成本最低的实验室合作。美国控股实验室公司蒸蒸日上的部分原因是人口的老龄化，并且公司现在最大程度受益于引进早期癌症血液检测，如卵巢癌检测。所有这一切使我们产生这样的疑问，为什么 2002 年秋季股价会大幅下跌。谁知道呢？但是，只有通过仔细研究，我们才能有信心充分利用这样的股价下跌。

阐述过定量和定性分析之后，格雷厄姆和多德分析了估价问题。他们强调关注平均业绩，而不要为企业最近一年的异常表现所误导，并且采用传统的乘法估价法来估算业绩。作者承认，购买高市盈率（P/E）的股票可以赚钱，但这种投资应该被看做是“投机”，这与赌商品期货或是掷骰子没什么区别。成功的投机只不过是运气，很少有投资者能一直这么走运。这本书最重要的原则可能是，股票投资是有风险的。未来是不可知的，不仅业绩有太多不确定的因素，而且市盈率可能会因为不可控因素而发生巨大变化，这些因素包括利率、投资者的情绪或是政府行为等。境外投资尤其具有投机性。虽然发展

中国家的增长比我们更快，但是却有很多未知数。比如，政策的改变会不利于境外投资者吗？企业国有化的可能性有多大？与外国政府的契约是否有效？还有更多实际的风险，如汇率波动、当地会计实务的准确性以及管理层腐败等。

一项艰巨的挑战

格雷厄姆和多德那么受人尊敬，他们的书又那么受人喜爱，为什么只有为数不多的投资者遵循他们所提出的建议呢？我认为想找到答案，就应该了解人的三个特点：不喜欢单调乏味、情感绝对压倒理智和贪婪。仔细研究需要时间，而且很少能因此大幅获利。考察一家又一家的企业，却发现多数企业既无特别价值也没有被低估，这是很乏味的。长时间持有一家优秀的企业股票同样也是很乏味的。即使投资十分顺利，大部分时间却感觉股价徘徊不前甚至是在下跌。问题是，股市每天开盘时间是6.5小时，一周5天，一年52周，而市场的流动性却诱使我们在股市交易中不停换股。

理性投资的第二个挑战是面对过低或过高的股票价格时，对自己的逻辑分析仍能抱有信心。我怀疑很多私营企业主并非沉浸在企业短期的业绩中——这与市场上的投资者完全不同，我们总因为股票上涨而觉得自己很明智，而股票下跌又会让我们觉得自己很愚蠢。在我的公司里，当我们的某个投资举步维艰时，当我们所投资的股票下跌时，我和我的团队会开始怀疑我们对投资所进行的理性分析是否正确。自我怀疑和惧怕失败的心理使我们在满心期待机遇的地方看到了灾难的影子。或者你可能会更喜欢格雷厄姆和多德的话："很显然，这需要坚定的信念，以不同于常人的方式思考做事，而且需要耐心等待遥遥无期的机遇。"

贪婪，总是会扭曲投资者的行为，但在当今对冲基金泛滥的年代，市场上也总是充斥着贪婪。而对冲基金的投资者不停地从一个基金切换到另一个基金，试图能够抓住最近最热门的基金经理。高额的佣金刺激这些基金经理奉行"快速致富"的交易策略。赚越多的钱，就能吸引越多的投资，投资者则认为承诺不可持续的高回报便值得投资。对冲基金投资者轮炒基金就会形成循环，于是对冲基金经理每个月都要寻找防御性投资。我有一次参加美国公开赛时和两个我不认识的对冲基金经理坐在一起。他们在比赛中大谈基金问题，但是我很吃惊他们只关注管理资产额和佣金问题。我一直期待他们谈到投资理念问题，但是他们却根本没提过。

今天，人们关注的是孤立的信息，比如最新的业绩预期或是最近的研究报告中的观点。在遍地是消息的今天，人们倾向于是仓促地买卖股票，情愿听取他人的意见，而不愿意做必要的功课得出自己的结论。或许这就是为什么那么多的市场参与者只能被称做是"商人"或是"投机者"，并不惜贷款来取得巨额回报。这样的交易方式要求投资者除去交易成本外经常获利，需要支付的税收也远远高于长期投资者。同样，他们还要为情绪化的投资付出沉重的代价。一个人如果投资很顺利，就很乐于度假或是享受天伦，但是对于不确定哪个投资意向更加可靠的人来说这一切都不大可能。最重要的是，这种快节奏的杠杆投资法很可能是人生一次惨痛的失败，我们不仅替客户投资，也同样投资我们自己的资金，因此这样的风险是不可接受的。

现在也很少有投资者会花时间去真正了解最高管理层的动机或是他们优秀与否。而这本书明确地强调，投资者在分析某项投资时必须坚定不移、理智并且客观，投资者帮

助客户所投资的企业管理也应该同样真实可靠。成熟的管理者总是会做出可靠的企业计划书，将所有过去的错误做成不会再现的偶然失误，尽其所能让投资者无法看到企业隐藏在幕后的真正前景。

《证券分析》中反复提到的一个主题是强调尽可能多地收集信息，然后再做出决定，而通常人们做决定时都是极端不理智的。选股票时没有任何绝对不会出错的方法。要知道，即使是最详尽的分析可能也无法保证投资成功。格雷厄姆和多德使股票投资看起来简单或是确保能获利。很多年前我刚开始读这本书时，我希望我已经将第一版中简短的序言融会贯通了："我们关注的主要是概念、方法、标准、原则，还有最重要的是逻辑推理。"作者写的不是"傻瓜投资学"或是股市生涯。他们想帮助有思想的投资者找到长期创造财富的成功之路。"这将经得起无法预知的未来的考验，"我认为可能读者多少需要有些经验，才能充分意识到这本书的重要意义。或许，这种睿智，如同青春一般，总是会被年轻人所荒废。

第五部分另一个吸引人的部分是关于优化资本结构的讨论，因为这部分谈到了当前媒体对私人股权投资者极具煽动性的内容。投资公司时常举债经营以增加投资回报，这种 20 世纪 80 年代盛行的投资方式如今更有甚之。这本书提到这样持有权证类股票的杠杆投资者就像是掷硬币一样，即"正面我赢，反面你输"。这似乎尤其适合今天私人股本公司的合伙人。事实上，高的杠杆借贷可以获得高额回报，但这是另一种形式的投机，这如同买进高市盈率的股票一般。

这些有限的合伙人把大量资金投入到私人股本公司的百万级基金里，我多少可以想象格雷厄姆和多德会如何分析类似这样的投资结果。20 年前，私人股权基金的机构投资者创业开辟了一条新的投资道路。既然耶鲁大学的投资方式和其成功广为人知，捐赠基金和退休基金经理人也想参与这已接近尾声的投资方式。收购的价格越来越高，贪婪的金融买家通常比战略型买家出价要高，而在操作中几乎没有可改进的机会。简言之，预期回报率几乎完全是受最大限度地利用杠杆驱动的。许多收购和价格杠杆，全面利率上升或业绩低迷可能是灾难性的。这些交易中的股本——也就是那些有限的合伙人的资金很容易赔得干干净净。人们不禁要问，那些把资金注入私人股本的投资团队是否了解作为受托人的风险。有趣的是，私人股本公司即使没有什么固定资本作为企业的血液，还是会以高价上市。如果有限的合伙人不满意投资结果，不再投资怎么办？对于面临这样危险的企业来说，什么样的市盈率才是合适的？对于这些公司来说投资似乎已经无异于投机。

同样，格雷厄姆和多德今天又会如何对待已投资的抵押债权凭证，这种投资不是基于自己所做的功课，而是根据信用评级机构 AAA 级的印记。贷款人急于借助 90% 杠杆资本结构"盟约亮点"、"实物还贷"这样的贷款大赚一笔？机构投资者对于对冲基金和"2% 的管理费和 20% 的盈利报酬"的满意度有多少？投资论文为什么总是围绕不断上升的估值和持续的"全球流动性"？毫无疑问，《证券分析》一如既往地应时而现，详尽分析过度投机问题。

是的，我们肯定听过这样的话：股市是一个投票机，而不是称重机。未来的价格无法合理预测。即使是最好的企业也会成为错误价格下的投机买卖。人们必须了解企业评估内在持续盈利能力的本质。虽然说起来容易，却很难做到"低买高卖"，因为人类的本性使我们乐于随波逐流。投资和投机有明显的界限。不要投资管理不善的企业。收益中应该剔除非经常性项目的盈利。资本结构中的债务可以增加收益，但是要有限度。市场

快速上涨之后才会显现原因。

如果这一切似乎不言自明，就像波洛尼厄斯说的那样，那是因为这种智慧经受住了时间的考验，才会收录到我们投资者的词典中。然而，很少有人在投资的道路上深入研究企业，从很多企业中筛选出值得他们投资的那一家；很少有人愿意将他们的投资集中在少数几个企业上，虽然他们非常了解这些企业，而且相信长期投资会增加他们的资产净值。很长时间内这样的投资是平淡无趣的。而有时（甚至有时是几个月的时间），市场完全无视你手中满是有价值的股票。几个可靠而业绩可期的企业不会让你成为鸡尾酒会上最令人兴奋的人物，也不会给你金光闪闪的促销材料。我已经相信寻求理性投资只对我们中的少数人有吸引力。但至少我们晚上能睡好觉，白天能过得踏实——我们的客户也会如此。

第31章

损益账户分析

我们以前在讨论普通股投资理论过程中，经历了从强调企业资产净值到强调企业资本盈利能力的转变。虽然这种转变背后的原因是合理且令人信服的，但是这种转变不仅深深地动摇了之前的支撑——投资分析的基础，而且使这一基础变得岌岌可危。投资者如果能够像评估自己的企业一样评估股票价值的话，那么他就可以凭借个人经验和成熟的判断进行投资。只要信息充足，投资者就不大可能误入歧途，除非是对未来盈利能力可能会有所误判。资产负债表和损益表的相互关系可以帮助投资者仔细分析内在价值，这与银行或信贷机构评估企业的信贷信用度很相似。

片面强调盈利能力的弊端

既然普通股票价值已经完全取决于收益表现，私营企业与投资指导规则之间出现了不可逾越的鸿沟。当企业家放下自家的财务报告而拿起一家大企业的财务报告时，他显然进入了一个崭新的并完全不同的价值世界里。因为他肯定不会无视企业自身的财政来源，而完全根据企业最近的业绩来评估自己的企业。当企业家作为投资者或是投机者，并选择丝毫不理会企业的资产负债表时，他便将自己置于极其不利的处境中。首先，身边充斥的新的理念与他平时日常经营中得来的经验格格不入。其次，不是依据收益和资产的双重检验标准，而是仅仅依据其中之一的片面标准，因而使检验标准不大可靠。再次，他完全信任的这些收益报表比资产负债表更容易快速地大幅变化。因此，异常不稳定的因素便会影响其股票价值评估。最后，有经验的投资者在仔细分析后会发现，收益报表比资产负债表更容易受误导性陈述和错误性推论的影响。

警惕片面地依赖收益报表

着手分析收益报表时，我们必须警惕在分析投资价值时只关注收益因素。不仅要充分认识到资产问题很重要并且有很大的局限性，同时还应该看到，公司的资源也很重要，并且值得我们去关注。从后面的分析中尤其可见这一事实，因为除非是参照期初和期末的资产负债表，否则我们无法正确分析任何收益报表。

华尔街评估普通股方法简述

从另一个角度看，可以说华尔街评估普通股的方法已经被简化为以下标准公式：

1. 确定股票收益。这通常是指最近一份财务报告中所给出的每股收益。
2. 用这些每股收益乘以一个适当的“质量系数”，这个系数反映的是：
   A. 股息率和股息记录；
   B. 企业的排名——规模、声誉、财务状况以及前景；
   C. 企业类型（例如，一家卷烟企业比一家雪茄企业的盈利乘数要高）；
   D. 普通市场的热度（牛市的乘数要高于熊市的乘数）。

上述内容可以归纳为以下公式：

价格 = 当前每股收益 × 质量系数

这一公式计算的结果是在多数情况下，“每股收益”在确定价值中所占的比重已经与所有其他因素相加所占的比重相当。这一事实是显而易见的，因为要知道“质量系数”本身在很大程度上取决于收益趋势，而收益趋势又是取决于一段时期内的定期收益的。

收益不仅是波动的， 而且是随意决定的

但是整个价值大厦所赖以建成的每股收益不仅是大幅波动的，而且在很大程度上是任人随意决定和操纵的。我们总结了以下各种合法以及不合法的手段来阐明这一点，操纵者正是通过这些手段使每股收益看似更高或是更低的。

1. 将某些项目计入盈余中而不是计入收入中，或是相反的做法。
2. 多报或是少报摊销和其他储备费用。
3. 改变高级证券和普通股之间的资本结构。（这种行为的决策者是管理层，而股东批准只是走过场。）
4. 利用大量没有用于企业经营中的资本金。

上述问题对分析师的重要意义

这些错综复杂的企业会计和金融政策无疑为证券分析师提供了广阔的领域。分析师有大量机会展开深入的调查，进行批判性的比较，并有机会发现并揭露出与其

公之于众的“每股盈余”大相径庭的事实。

不可否认的是，这样做是极具价值的。在很多时候这样做可以得出令人信服的结论，即市场价格与内在价值或是比较价值极度背离；而这一结论通常会使我们获利。有必要提醒分析师，在实际应用中不要对自己调查分析所得出的结果过于自信。了解真相总是好的，但是据此行事就未必总是明智的，在华尔街尤为如此。要永远记住，分析师所揭露的真相首先并不是全部真相，而且这种真相也不是一成不变的。分析师的研究结果只不过是比过去的结论更加正确罢了。他获得的信息可能已经失去其现实意义，或是市场最终已经即将做出反应。

然而尽管充分考虑到这些陷阱，证券分析毋庸置疑仍然应当对公司的损益账户进行彻底的研究。把这种研究分为以下3方面有助于我们揭露事实：

1. 会计方面。主要问题：什么是所研究阶段的真实收益？

2. 经营方面。主要问题：收益记录能够从哪些方面反映企业的未来盈利能力？

3. 投资金融方面。主要问题：收益表现中的哪些因素必须考虑到？在试图对股票进行合理估值时应该遵循什么标准？

批判并重申损益账户

如果损益表要提供真实的信息，那就必须能够真实而公平地反映至少一年的经营业绩。上市公司直接虚报数字的情况是很罕见的。1932年曝光的伊瓦·克罗伊格司（Ivar Kreuger）欺诈事件就与谎报数字有关，但谎报程度以及欺诈程度都是绝无仅有的。大多数重要公司的报表都是由独立的会计师进行审计的，他们的审计报告是相当可靠的，因为会计核算准确性的空间十分有限。但是从股票分析的角度来看，可能需要对这些审计报表做出关键的解释和调整，特别是对于以下3个重要因素：

1. 非经常性损益；

2. 子公司或分支机构的经营；

3. 储备。

损益账户总论

会计程序在处理非经常项目方面给管理层留出了相当大的空间。会计准则规定过去几年的交易不应计入当期收益中，而应该作为借方项目或是贷方项目计入盈余账户中。然而根据会计准则，很多项目都可以计入当年收益中。会计准则允许的管理层选择将这些项目计入收益中还是计入盈余提拨中。以下列出的是此类项目的例子：

1. 出售固定资产的利润或亏损；

2. 出售有价证券的利润或亏损；

3. 偿还资本负债的折价或溢价；

4. 人寿保险单收入；

5. 退税及其利息；

6. 来自诉讼获益或损失；
7. 存货的非常减记；
8. 应收款项的非常减记；
9. 维持非经营性资产的费用。

各公司对于上述项目的处理有很大的差异。针对每个项目我们都可以给出计入或是不计入损益账户的案例。在这些案例中，哪种会计程序更合适可能相当有争议。但是对于分析师来说，其目标必然要求所有这些项目应当从该年的普通经营成果中剥离开来。这是因为投资者主要想从年报中了解的是公司在某些假定条件下所表现出的盈利能力，比如说，如果公司经营状况保持不变，那么公司每年的预期收益是多少。从另一方面来说，也有将所有这些非常项目完全计入公司过去几年内盈利能力的计算中的处理方式，这一点我们后面会谈到。

分析师必须尽力调整财务报告中的盈利数据，使其尽可能准确地反映公司从其子公司或联营公司得来的利润。很多公司都编制合并报表，那么就无需进行上述调整。但是很多情况下，财务报表并不完整或是具有误导性，这是因为：（1）这些报表不能反映其重要子公司的任何损益状况；（2）这些报表将来自子公司的股息计入收益，而这些股息实际上不是低于就是高于其子公司的当期收益。

对于损益账户分析师必须要关注的第 3 个问题是折旧和其他摊销的储备金，以及未来亏损和其他保紧急情况的储备金。这些储备金在很大程度上是由管理层随意决定的，因此可能很容易被高估或是被低估。在这种情况下，财务报表最终给出的收益相应地就会被歪曲。对于摊销费用来说，还存在更加微妙的因素，而且这种因素有时可能相当重要。那就是，管理层根据资产的账面成本所计算出的收益扣减项目可能无法正确反映出个人投资者对所投资的公司应当承担的摊销额。

非经常项目： 出售固定资产的利润或亏损

下面我们将详细讨论对报告中收益账户的三种调整形式，首先谈论的是偶然项目。出售固定资产的利润或亏损很明显属于非经常项目。为了能够在当前经营状况持续的假定前提下分析出“预计盈利能力”，这种盈利或亏损不应当计入当年经营结果。会计实务建议，资本资产销售所得利润计入盈余账户的贷项中。然而很多公司都将这种利润计入当前净收益中，从而使该时期的收益失真。

例如：1926 年曼哈顿供电公司的财务报告就是采用这种做法的典型案例。该报告显示的收益为 882 000 美元，或是每股收益 10.25 美元，这种收益可以说是非常可观。但随后该公司申请增发股票，在纽约证券交易所上市时人们发现，报告中的 882 000美元收益中有不少于 586 700 美元来自公司售出的电池业务所得。因此，该公司的普通经营收益只有 295 300 美元，或是每股收益约 3.40 美元。这种特殊利润不应该计入收益中，因为就在当年，该公司将高达 544 000 美元的非常亏损冲减了盈余。很显然非常损失与非常利润属于同一类别，也应该计入同一项目中。而把其中一项计入收益中并把另外一项计入盈余中是非常具有误导性的做法。更不光彩的是，无论是在损益账户中还是在年度报告里损益账户的附加说明中，公司均没有对售出的电池业务所得利润做出任何明确的解释。

1931年，美国钢铁公司公布了约为19 300 000美元的“非常收益”，该收益大部分来自于“出售固定资产的利润”——据说是印地安纳州加里市的某些公用事业股份。这一收益被计入当年收益中，因此使公司年终净收益高达13 000 000美元。但是因为这一贷记很显然具有非经常项目的性质，因此分析师就必须将这一项从1931年的经营成果中扣除，从而在分配优先股股息之前，该公司就已亏损了6 300 000美元。美国钢铁公司1931年的会计方法有别于其之前奉行的政策，而在之前3年公司曾经退还大笔所得税。这些收入没有计入当期收益中，而是直接计入盈余项中。

出售有价证券所得

商业公司通过出售有价证券所获得的利润同样带有非常性质，也应该从正常经营业绩中区分出来。

例如：美国国民运输公司曾经是标准石油公司的子公司，1928年该公司把此种利润计入损益账户，由此使该年度的财务报告失真。而公司将这一信息传递给股东的方式也是应当遭受严厉批判的。1927年和1928年的合并损益表如表31—1所示。

表31—1　　合并损益表　　（单位：美元）

项目	1927	1928
营业收入	3 432 000	3 419 000
股息、利息和杂项收入	463 000	370 000
总收入	3 895 000	3 789 000
营运开支，包括折旧和损益直接项目（1928年“包括出售证券所得利润”）	3 264 000	2 599 000
净收入	631 000	1 190 000
每股收益	1.24	2.34

每股收益看似是大幅增长的。但是，仔细研究其母公司单独提交给州际商务委员会的详细数据就会发现，1928年收益中有560 000美元来自于出售证券所得利润。而这一数据刚好几乎等同于合并净收益较前一年的增长额。一方面允许所得税和其他抵消项目冲减非常所得利润，而另一方面又允许将其制造业子公司出售证券可能所得利润计入收益中，因此1928年公司几乎所有的表面收益增长都源于非营业项目。很显然，在任何评估或是比较盈利能力时必须排除这种收益。至少可以说，国民运输公司所使用的将这种利润用于冲减营运开支的财务表格行事是非常离奇的。

1929年，纽约－芝加哥－圣路易铁路公司（New York, Chicago, and St. Louis Railroad Company）通过一家子公司售出其持有的佩雷马凯特公司（Pere Marquette）的股票，由此催生了一个更为特殊的簿记处理方式。我们将结合不涉及合并子公司的项目来分析这些交易。1931年，伍尔沃斯公司将出售其子公司部分股权所得的接近10 000 000美元的利润计入到收益中。这一做法使每股收益看似比以往任何一年都高；而事实上，该公司的收益一直在下滑。更加惊人的是，就在同一年，公司将

2 000 000美元的附加税增长冲减了盈余，而这一附加税增长似乎与计入收益中的非常利润是密切相关的。

证券市值的减少与出售该证券的亏损一样，都应该被看做是非经常项目。外汇贬值也是同样的情况。而多数情况下，公司以此类减记项目冲减盈余。通用汽车1931 年的财务报告中包含了这两种调整，共计 20 575 000 美元从收益中扣减，但同时它们又十分谨慎地将这些扣减归类为“非常亏损和非经常性亏损”。

投资信托公司报告出售有价证券时所使用的方法。投资信托公司的财务报表在处理出售证券或是证券价值变化方面存在着特殊的问题。1930 年之前，大多数投资信托公司的将来自出售证券所得的利润计入经常性收入，而将未出售证券增值计入到资产负债表的备忘录或脚注中。从 1930 年起，大量的亏损状况出现，于是在大多数情况下投这些项目不是计入损益账户中，而是计入冲减资本、盈余或是储备的项目中。多数公司仍然将未变现的折旧计入资产负债表的说明中，使证券在资产负债表中依然显示为原始成本。少数投资信托公司通过冲减资本或是盈余来减少其组合证券的账面价值。

逻辑上来说，由于证券交易是投资信托业务的必要组成部分，因此出售其组合证券甚至是其组合证券价值的变化都应作为正常因素而不是非常因素呈现在年度报告中。当然，仅研究扣除支出后的的利息和股息收益意义不大。倘若想从投资信托报告中得出任何实际的结果，那么这种分析显然必须基于以下三点：投资收益、出售证券的利润或亏损和市值的变化。很明显，这样估算出的任何一年利润或是亏损都无法代表其他年度的盈利能力。几年的平均收益对于预计未来收益也没有任何意义，除非首先将这几年的收益与市场总体表现相比较。假设一个投资信托公司的收益比相应的平均收益高很多，从表面上看这当然表明公司经营有方。即便如此，也很难明显区分是公司经营有方还是投资运气比较好。

这种批评的关键有两个方面：（1）主要价值的整体变化是投资信托公司表现的唯一衡量手段；（2）这一衡量手段与记录成熟的工业企业收益的“正常盈利能力”指数根本无法相提并论。①

银行和保险公司存在类似的问题。分析保险公司和银行所公布的业绩时也存在同样的问题。公众对保险公司证券的兴趣主要集中在火灾保险公司的股票上。这些公司是保险公司和投资信托公司的结合体。它们可以用于投资的不仅是资本金，还有大笔的预付保费。一般来说，这些资金中只有一小部分在用于投资时会受到法律限制，而其余大部分的运用方式与投资信托公司资金运作方式十分相似。保险公司很少会有高额利润，亏损也很常见，但是这种亏损通常会被利息及股息收入所抵消。公众对火灾保险公司股票的态度取决于其证券投资的利润或亏损，包括这些证券市值的变化。公众对银行类股票的态度也在一定程度上取决于这一因素。20 世纪 20 年代末，银行直接或是通过联营公司间接从证券市场上获得了巨额利润，这在很大程度上刺激了市场对上述股票大面积的过度投机。

1933 年以来，银行必须与联营公司相脱离，银行对国债之外的证券投资也得到

① 见附录注释 47。

了更加谨慎的监管。但是鉴于银行大部分资本都是用于债券投资，因此债券价格的大幅变化仍然可能会显著影响其公布的盈利数据。

诸如投资信托公司、银行和保险公司之类的金融机构的经营必然会受到证券价值改变的影响，因此广大公众投资此类公司的股票就很危险。对于这样的公司来说，证券价值的增长可能会计入当年的利润中，那么这些在好光景下获得的利润就必然会被视为公司盈利能力的一部分，从而必然影响其股票的估值。这样做无疑会导致股票估值过高，随之而来的就是股价暴跌以及由此导致的股票估值过低。这种剧烈波动对于金融机构来说尤其不利，因为可能会影响公众的信心。而大肆投机（被称为“投资”）银行和保险类股票则会导致大批银行和保险类公司草率成立，原有公司盲目扩张，甚至导致人们摒弃谨慎乃至诚信等投资原则。

证券分析师在尽其投资顾问的职能时，应该尽最大努力劝说普通小投资者不要购买银行和保险机构类股票。20 世纪 20 年代的经济大繁荣之前，持有这类股票的投资者几乎都精通金融投资，他们不仅经验丰富，而且头脑谨慎。这样的投资者能够避免对此类股票的错误估值，因为这类股票所公布的业绩受证券价格波动的影响。

因此投资信托公司的发展面临着一个矛盾。如果经营得当，这些公司可以成为小投资者资金的好去处。但作为有价证券，信托投资类股票本身对于小投资者来说不仅有风险，而且价值波动极大。显然，解决这个棘手问题只能通过教育或是及时提醒广大公众正确理解信托投资公司的财务报告；然而做到这点却并非易事。

折价回购高级证券所得利润

有时公司以低于票面价值的价格回购自身的高级证券，并从而获得高额利润。将此类利润计入当期收益无疑是一种带有误导性的做法。第一，因为这些利润显然并非是正常收益；第二，因为这些利润以牺牲自身的股东为代价，因此最多只能算是可疑类收益。

例如：1915 年犹他州证券公司（Utah Securities Corporation）成为这种会计处理方式的一个特殊例子。它是犹他州电力照明公司（Utah Power and Light Company）的一个控股公司。表 31—2 的收益账户说明了这种方式：

表 31—2　　犹他州电力照明公司收益账户　　（单位：美元）

	截至 1915 年 3 月 31 日
犹他州证券公司收益包括来自子公司的盈余	771 299
开支及纳税金额	30 288
净收益	741 011
赎回 6% 债券所得利润	1 309 657
计入犹他州证券公司的所有收益	2 050 668
扣除 6% 债券利息	1 063 009
该年净收益共计	987 659

上面的收益账户显示，犹他州证券公司 的主要“收益”来自于以折扣价回购其自身股票。去除这个非常项目，公司的收益连利息费用都无法支付。

以大幅折扣回购高级证券成为1931—1933年经济萧条期的一个突出特征。这主要是由很多公司现金头寸充足与收益微薄的强烈反差造成的。后者是导致高级证券低价出售的原因，而前者则是债券发行的公司能够大量回购的原因。这种做法在投资信托公司最为明显。

例如：美国国际证券公司（The International Securities Corporation of America）就是一个典型的案例。该公司在截至1932年11月30日的财政年里以不少于12 684 000美元回购了其5%的债券，其数额接近发行量的一半。平均支付价格约为55美元，该交易获得利润约6 000 000美元，而这些利润被用做抵消公司投资组合证券价值的缩水。

在工业领域，我们注意到阿莫尔公司（Armour and Company）1932年的财务报告。报告显示公司净收益为1 633 000美元，但是该收益包括公司以极低折扣回购证券所得的5 520 000美元的利润。同样，1933年古德里奇橡胶公司（Goodrich Rubber）、联合制药公司（United Drug）、布什运输建筑公司（Bush Terminal Building Company）以及其他很多公司的全部净收益都源自于这种偶生项目。1938年美国雪茄惠兰店铺披露的上半年财务报告也出现了类似情况。注意，另外有一些公司采用了更好的做法，把这种利润计入盈余项，例如海湾国家钢铁公司1933年的做法。

以高出票面价值或是设定价值赎回高级证券会导致相反的结果。如果这种溢价数额巨大，那么就会用做冲减盈余，而不是用来冲减当期收益。

例如：1929年美国钢铁公司将40 600 000美元冲减盈余，与此相关的是公司以110美元的价格赎回其自身以及子公司的共计307 000 000美元的债券；1927年固特异轮胎和橡胶公司将9 600 000美元冲减盈余，因为公司以溢价赎回多种债券和优先股，并以利息率和股息率较低的新发行证券取代之。这两个案例都是此类做法的典型。从分析师的角度来看，此类特殊交易中涉及公司自身证券无的利润与开支都应作为非常项目，并且从当年的经营业绩中减除。

如表31—3所示，美国机械和金属公司（American Machine and Metals, Inc.，曼哈顿供电公司的后继者），将折价回购公司自身债券所得的利润计入到1932年的当期收益中。由于1931年和1932年的财务报告报告反映了很多公司会计操作的随意性，因此我们在这里再现完整的损益账户以及附加的资本和盈余调整。

表31—3　　1931年和1932年美国机械和金属公司财务报告　　（单位：美元）

项目	1932	1931
收益账户：		
折旧和扣除利息之前的净收益	亏损 136 885	利润 101 534
债券回购新增利润	174 278	270 701
利润，包括债券回购	37 393	372 236
折旧	87 918	184 562
债券利息	119 273	140 658
最终净利润或亏损	亏损 169 798	利润 47 015

（续前表）

项目	1932	1931
冲减资本、资本盈余以及		
收入盈余：		
递延搬迁费用与矿藏开采	111 014	
亏损拨款：		
有问题债券及其利息、索赔	600 000	
库存	385 000	
投资	54 999	
子公司清算	39 298	
矿石储量枯竭	28 406	32 515
固定资产减记（净额）	557 578	
矿石储量与开采权减少	681 742	
联邦退税等	贷方 7 198	贷方 12 269
不显示在收益账户中的费用总计	2 450 839	20 246
收益账户结果表明	借方 169 798	贷方 47 015
追加出售股票所得	贷方 44 000	
资本和盈余变化合计	借方 2 576 637	贷方 26 769

我们发现，1932 年出现了和 1926 年同样的极不应当的做法，将非常利润计入收益中，同时将非常亏损计入盈余中。尽管 1932 年的报告中对以低于票面价值回购债券所得利润予以披露，但是这种做法在本质上与之前的做法没有差别。股东和股票购买者主要关注的仅仅是公司所披露的每股收益的最终数据。他们也不可能会仔细分析这一数据是如何得来的。该公司在 1932 年将某些项目冲减盈余的做法有其重要性，这一点我们将在后面适合的话题中予以分析。

其他非经常项目

其他非经常利润项目不是特别重要，因此我们不做详细论述。通常来说，这些项目是否计入当年的收益中或是计入盈余的适当项目中影响不大。

例如：1938 年金贝尔兄弟公司（Gimbel Brothers）将人寿保单收入所得的 167 660美元计入收益，并将其命名为“非贸易项目”。联合零售商和制造商（United Merchants and Manufacturers）在 1938 年财政年度获得了一笔类似的款项，共计 1 579 000美元，并将其更加合情合理地计入盈余中，然而该公司的经营一直处于巨额亏损中。

1929 年，本迪克斯航空公司（Bendix Aviation Corporation）将专利诉讼中总计 901 282美元所得计入收益中；1931 年，该公司再次将诉讼赢回的总计 242 656 美元的专利使用费计入当期收益中。1932 年，海湾石油总公司（Gulf Oil Corporation）的

收益中包括一笔5 512 000 美元的款项，这是之前公司诉讼所得的石油价值。通过将这一项目作为偶生利润能够把2 768 000 美元的变成2 743 000 美元的利润。虽然退税通常作为盈余中的贷项出现，但是因此而获得的累加利息却有时计入损益账户中，例如，杜邦公司（E. I. du Pont de Nemours and Company）1926 年将2 000 000 美元计入收益中；同样，1930 年美国钢铁公司将更大一笔款项计入收益中。

第32章

非常亏损和损益账户中的其他特殊项目

非常亏损问题可能会给损益账户分析带来特别的困难。何种存货和应收款的减记金额不应作为冲减当年经营结果的非常亏损呢？在灾难性的1932年，几乎每个公司都使用了这种冲销手段。这种冲销采用的会计方法差异很大，但大多数公司都尽可能使损益账户免受损失，而将这些亏损从盈余中减除。另一方面，1937—1938年经济衰退期间，少量的存货损失几乎普遍被计入损益表中。

存货损失与公司的管理直接相关，因此通常来说这种亏损不带有非常损失的特征。1931—1932年存货价值暴跌，其下跌幅度可以说是异常惨烈。同样，整体的经营结果也可以算是非同寻常。以此推理，如果考虑到1931—1932年的结果，例如，计算长期平均值时，所有的存货损失和应收款及时计入盈余，都应作为这几年经营赤字的一部分。在本书第37章，我们应该考虑非常年度在判定平均盈利能力时的作用。

制造收益

仔细分析美国机械和金属公司冲减盈余的巨额款项，我们会发现某年中过度的亏损拨款可能意在使将来的损益账户从中受益。如果应收账款和存货在1932年12月31日减记为过低的数额，那么这个人为的低“成本价”将会使以后的几年里利润相应地虚增。下面一组假设的数字可以清楚地说明这一点：

项目	（单位：美元）
假定1932年12月31日存货和应收账款的公平价值为 ……	2 000 000
假定据此公平价值所得1933年的利润为 ……	200 000

但是假定通过对盈余进行特殊的过度冲减，库存和应收账款减记至 …… 1 600 000

由此得出的数据中 1933 年的利润相应会增高至 …… 600 000

这可能意味着 1933 年的报告收益为真实收益的 3 倍。

上述例子展示了一整套或许是最恶性的会计操控手段。简单来说，这种手段包括从盈余中减除资金（或是从资本中减除），并且将该部分资金额计入收益中。计入盈余的项目不会引人注意；而计入收益的项目可能会对公司的股价产生决定性的影响。我们后面将会提到，“保守”性的减记资产清查账户就会产生这样的影响，因为这种做法降低了折旧费用，从而增加了表面收益。这种会计手段内在的危害更加严重，因为公众几乎意识不到其危害，分析专家甚至也很难察觉，而法律部门或是证券交易所也对此无可奈何。

普通股票的价值是建立在财务报告中的每股收益之上的，这就使公司的管理层可以轻而易举地以不正当的手段任意控制公司股价。尽管事实上绝大多数管理层是诚实的，但是我们应当注意的是这种随意的或是“有意的”会计方法是一种极具传染性的疾病。

存货亏损准备金

在实际亏损发生之前，通过准备金项目来核算存货亏损往往很复杂。这些准备金项目通常是计入盈余中，这种做法的理论基础是盈余账户的功能是提供应急储备金，从而减少未来的非常亏损。如果之后确实发生存货亏损，那么这种亏损很自然就会从已经为之建立的准备金中进行扣除。其结果是，尽管这样不仅是一种经营风险，而且会使出售价格下滑，但是没有任何一年的损益账户反映出存货亏损。如果一家公司将存货损失计入盈余中，无论是直接计入或是通过预备金中介，分析师必须仔细分析这种做法，特别是在将公司公布的收益与其他公司做比较时。比较美国橡胶公司和固特异轮胎橡胶公司提交的 1925—1927 年的财务报告就可以很好地说明这个问题。1925—1927 年期间，橡胶的价格曾经大幅波动。

在这 3 年里，固特异公司将总计 11 500 000 美元从收益中冲减，以作为原材料价格下滑的预备金。这一数额中的一半被用来冲抵实际的亏损，而另一半则是结转到 1928 年（并最终在 1930 年用尽）。

美国橡胶公司在此期间将总计 20 446 000 美元从收益中冲减，作为存货预备金和减记项目，这一数额全部被用来冲抵实际的亏损。但是，提交给股东的年度报表没有将这些扣减项目从收益中减除，而是以盈余特殊调整的形式呈现在报表中。此外，在 1927 年，总计 8 910 000 美元的存货损失显然是以从天然橡胶制造子公司往年收益中转账而来的 8 000 000 美元来冲抵的。

这种报告年收益基础的差异导致了统计手册所汇编的两家公司每股收益的对比完全是具有误导性的。如表 32—1 所示的每股收益都来自 1928 年的《普尔手册》。

表32—1 美国橡胶和固特异的每股收益 （单位：美元）

年份	美国橡胶	固特异
1925	14.92	9.45
1926	10.54	3.79
1927	1.26	9.02
3年平均值	8.91	7.42

进行正确的比较时，财务报表显然应该基于相同的或是尽可能相同的基础。可以通过以下3种可能的方法进行比较，即：

1. 按照美国橡胶的财务报告的做法，即把存货准备金和存货损失从当前的损益账户中扣除。

2. 按照固特异的财务报告的做法，即在天然橡胶价格较高时期设置将来亏损准备金，并从收益中减除该数额，以此来冲抵将来价格下跌时的亏损。

3. 取消这种管理层可以用做任意抹平收益的准备金项目。在此基础上，存货亏损将从实际发生时的当年收益中扣除。标准统计公司（The Standard Statistics Company）对固特异的分析包括以此方法对其报告收益的修正。

为了便于比较，表32—2给出了3个该时期每股的收益。

表32—2 美国橡胶和固特异不同时期的每股收益 （单位：美元）

年份	1. 不做存货调整		2. 按照两家公司做法做存货调整		3. 取消准备金并将亏损计入实际发生年份	
	美国橡胶	固特异	美国橡胶	固特异	美国橡胶	固特异
1925	14.92	18.48	11.21	9.45	14.92	18.48
1926	10.54	3.79	0.00	3.79	−14.71	−2.53
1927	1.26[I]	13.24	−9.73[I]	9.02	1.26[I]	13.24
3年平均值	8.91	12.17	0.49	7.42	0.49	9.73

I 减除了美国橡胶种植园转自1926年前的利润。

在此期间，这两家公司普通股票的市场价格区间表明了美国橡胶公司所采用的会计方法相当有效地掩盖了这几年里公司原本不尽人意的收益（见表32—3）。

表32—3 普通股票的市场价格区间 （单位：美元）

年份	美国橡胶公司普通股		固特异公司普通股	
	最高价	最低价	最高价	最低价
1925	97	33	50	25
1926	88	50	40	27
1927	67	37	69	29
最高价和最低价平均值	62		40	

最近，美国橡胶公司采取了固特异公司的做法，从好年景的收益中扣除准备金，以备未来存货亏损。这种做法使该公司多少低报了其1935年和1936年的收益，并抬

高了 1937 年的收益。

最近，包装业的两家公司在处理未来可能存货亏损方面为我们提供了一个分歧更严重的案例。

1934 年的财政年度开始之前，威尔逊公司（Wilson and Company）就设立了 75 万美元准备金用于“存货价值波动”。该准备金部分来自于盈余，部分来自于收益。1934 年该公司通过这一准备金减少了其期初存货，从而使当年的报告利润增加了 75 万美元。然而美国证券交易委员会要求该公司修改其上市申请表，将这一数额计入盈余部分，而不是从收益中扣除。

另一方面，斯威夫特公司在 1933—1935 年财政年度将其盈利减少了 6 767 000 美元，该数额被用做设立未来存货亏损准备金。1938 年存货亏损如期发生，但是公司没有利用该准备金使损益账户免受影响，而是将全部的亏损从当年收益中扣除，从而将准备金中的 11 000 000 美元直接转入盈余。在这一特殊案例中，由于亏损实际上是从收益中扣除并且转而计入盈余，因此 1933—1938 年的 6 年净收入都被低报。

存货账户中的其他成分

研究公司的财务报告必须熟悉处理存货时常用会计方法中所容许的两个偏离方式。众所周知，标准的程序包括在年底以较低成本或市价进行盘存。通过将购置项目计入期初存货并且减去期末存货就可得出“销货成本”，计价方法如下：

后进先出法。这一方法的第一个偏离方式包括销货成本按照最近购置项目实际发生额计价。其理论支持为销售商的卖出价主要是依据现行重置成本或是最近售出成本。只有当单价年复一年发生很大的变化时这一点才会十分重要；这不会影响到长期的总利润，只会将每年的盈利区分开来，这会避免因存货波动而引起的盈利与亏损交替出现，并从而可能会使所得税有所减少。①

经常储备或正常储备盘存方法。过去几年中相当多的公司采取了一种更极端的方法来减少因存货价值改变而引起的波动。这种方法所依据的理论是公司必须定期进行一定原料的实物盘存。不仅没有理由因市场改变而每年变化这种“经常储备”的价值，并且也没有理由因价格指数上升或下降而变化制造商的价值或是在年收益中反映出该种变化。为了使正常盘存保持不变，所采取的做法就使之降到大幅低于单位价格的水平，从而使其永远不必因为需要降至当前市价而进行调整。

早在 1913 年，国家制铅公司（National Lead Company）便采用该方法调整其存货的三个主要部分，即铅、锡和锑。随后美国冶炼和炼油公司（American Smelting and Refining Company）及美国金属公司（American Metals Company）也采取了该方法。在 1930 年棉花市场暴跌之前，一些新英格兰棉纺工厂也采取了类似的方法，将其原棉成本及加工成本降至非常低的底价。1936 年，普利茅斯绳索公司（Plymouth

① 见附录注释 48。

Cordage Company）采用了经常盘存方法，此前公司在1933—1935年间采用的是与此较为相似的方法。为了具体说明这一做法，我们在附录注释49中列出了该公司1929—1939年间的相关数据。

闲置厂房费用

维持非营业性资产的费用几乎总是从收益中进行冲减。1932年很多财务报告都以此从收益中做了巨额扣减。

例如：扬斯顿钢板和钢管公司（Youngstown Sheet and Tube Company）报告了以“维护费用、厂房、矿区及其他闲置资产的保险和税收”为名的2 759 000美元的费用。斯图尔特华纳公司（Stewart Warner Corporation）1932年采取了冲减盈余而不是冲减收益的特殊方法，冲减项目名为“未用于当年生产的工厂设备折旧”，共计309 000美元。1938年澳洲细羊毛精纺工厂（Botany Worsted Mills）将166 732美元特别命名为“闲置费用”的款项冲减了盈余。

分析师不应将闲置厂房费用归于普通冲减收益项目中，而应多少不同于此项目。至少从理论上说，这些费用带有暂时性，因此应属于非经常项目。当然，管理层可以随时通过处理或是放弃这种资产来终止这些亏损。如果公司因预期未来的价值能够弥补支出的费用而暂时选择投入资金继续保留这些资产，那么将这些资产等同于长期债务是不合理的，比如说等同于对公司盈利能力的长期拖累，使公司股票价值远远低于不存在这些“资产”情况下的股价。

例如：纽约运输公司（New York Transit Company）的案例就很好地说明了这个问题。该公司主要经营石油管道运输。1926年，在新的竞争下，公司失去了主要管道的所有业务，因而这些管道便成为“闲置厂房”。该资产的折旧、税款及其他费用很高，冲抵了公司其他可盈利资产（包括一条较小的管道和一些高级债券的投资）的所有收益。这使净收益明显下降，同时公司也没有分配红利。公司股价因此下跌至远远低于该公司持有的现金和有价证券的价值。股市的评价往往缺少判断力，因此闲置资产就被等同于沉重的长期债务。

然而在1928年，公司管理层决定不再支付持有这些资产的高额费用，并以高价成功卖出闲置管道。此后，股东们获得合计每股72美元的特别现金分红（这将近是1926年和1927年平均市场价格的两倍），并且保持对一个继续定期发放红利的盈利性企业的所有权。即使出售闲置财产无利可图，仅仅是放弃这种资产就会使股票价值大幅上升。

这个例子即使有点极端，但仍然生动说明了证券分析在断定内在价值和市场价格的差异方面所发挥的实际效用。通常这种效用被推崇为“无情的市场裁决”，好像这是无数精明睿智而又见多识广的头脑经过缜密分析得出的综合判定。然而，这些评价更多的是基于群众心理、错误的推理以及没有充分信息的情况下最肤浅的判定。对于分析师而言，通常是无法有效地运用自己的专业技能纠正或是利用这些常见的错误的。

因为周边环境变化很快，分析师还没来得及从其分析结果中获益，这些结果就已经变得不适用了。但通过我们上一个例子可以看出，在特殊情况下，事实和逻辑

关系十分显而易见，这可以使分析师对自己分析结果的实际价值充满信心。

递延费用

公司有时需要承担一些费用，这些费用可能会对之后数年产生影响，而不单单是在费用产生后的12个月内。该种费用可能会包括以下内容：

- 组织费用（法律费用等）；
- 搬迁费；
- 开发费用（新产品或新工艺流程的开发，也包括新矿的开发等）；
- 折价售出的债务。

根据核定的会计方法，这些成本可以适当分摊到几年中。涉及的金额应作为递延费用计入资产负债表中，每年从盈余中冲减。对于债券的折价，分摊区间则是根据债券的发行期而定的；同样开发矿藏的费用则是根据采矿吨数按比例进行摊销。对于大多数其他项目来说，摊销的年限是任意决定的，一般都是5年。

为了减少这些每年的扣除项目对财务报告中收益的影响，通常会把这些本应减记到未来几年的费用一次性冲减盈余。理论上这种做法是不合适的，因为其结果是使其后几年的营运开支被低估，而净收益也因此被放大。举个简单例子来说，假如公司预先支付董事长10年的工资，并且将整笔费用作为“特殊费用”冲减盈余，那么很明显，随后一段时期内的利润会因此被夸大。[①] 而且还存在这样一种危险，像广告宣传或是开发新汽车模型的成本之类具有经常重复性特征的费用可能作为递延费用从盈余中冲减，而没有计入到损益账户中。

通常这种会计事项所涉及的金额不大，不足以引起分析师的重视。证券分析是一种极重实效的实践活动，绝不能因一些不可能影响到最终判断的事项而耽搁时间。然而有时这些项目可能会值得重视。

例如：卡夫奶酪公司（Kraft Cheese Company）在1927年之前的几年中将很大一部分广告费用作为递延费用，并打算在随后几年的收益中摊销。1926年公司花费大约100万美元用于广告，并且只将其中一半的数额冲减了当期收益。但就在同一年，公司将另一半数额从盈余中扣除，而且还将另外一笔总计48万美元的款项冲减了盈余，该笔费用来自于之前几年未摊销的递延费用。这样公司便能够向股东报告1926年公司收益总计为1 071 000美元。但是在1927年，公司申请增发股票上市时，发现有必要采取不那么有争议的方法向纽约证券交易所报告其收益，因此公司1926年的收益重新改为461 296美元，而不是1 071 000美元。

1932年国际电话电报公司（International Telephone and Telegraph Company）财务报告中包含了各种冲减盈余项目，总计35 817 000美元。其中包括以下内容：“注销某些今天已没有有形价值的递延费用，该费用根据公认会计准则设立，原计划在几年内摊销，共计4 655 696美元。”

哈德森汽车公司（Hudson Motor Car Company）在1930—1931年间没有将下列项

① 见附录注释50。

目以及其他项目冲减代替收益的盈余。

项目		（单位：美元）
1930年	因开发新车型而对工具及原材料所进行的特殊调整	2 266 000
1931年	特殊工具储备	2 000 000
	工厂设备重新调整	633 000
	特殊广告	1 400 000

1933年海克产品（Hecker Products）（当时名为金粉公司）从盈余中拨出200万美元作为“净成本引进和新产品开发”的准备金。该准备金的3/4是在1933—1936年间支出的，然后余额被转至“常规和应急储备”中。

这些会计方法使很多公司不必从公布的收益中扣除本应冲抵的费用，这些费用在任何情况下都应在几年内分期冲抵收益。

债券折价摊销

为了获得资金，公司通常以低于票面价值的价格发行债券。折价部分的损失是融资成本的一部分，也就是利息负担的一部分，应该在债券的发行期内每年通过冲减收益进行摊销，包括财务报告中的应付利息。为了避免在 资产负债表的资产项目中表现这一无形的项目，通过一次性冲减盈余来冲销这种债券折价在过去被看做是“保守做法”。最近这种冲减盈余的方法却因为相反的原因变得普遍，这种原因就是避免今后每年从收益中摊销，从而使股票更“有价值”。

例如：联合天然气和电气公司（Associated Gas and Electric Company）1932年将总计5 892 000美元的“债务折价和费用”冲减了盈余。

最近几年，这种做法引起了纽约证券交易所和美国证券交易委员会的严厉批评。这使不少公司改变了之前冲减盈余的做法，并重新将债券折价冲减每年的收益进行摊销。

第33章

损益账户中的误导性手段　子公司的收益

虚报损益账户的恶性案例

在比较罕见的情况下，管理层才会通过添加一些实际不存在的项目虚报损益账户。据我们所知，最臭名昭著的案例应该是帕克和蒂尔福德公司（Park and Tilford, Inc.）1929—1930年的财务报告，该公司的股票是在纽约证券交易所上市的。这两年，该公司财务报告中的净收益如下：

1929年：1 001 130美元＝每股4.72美元；

1930年：124 563美元＝每股0.57美元

审查公司的资产负债表可以发现，这两年商誉和商标项目先从1 000 000美元增记至1 600 000美元，继而又增至2 000 000美元，而这些增长是从这两年的费用中扣除出来。仔细研究表33—1中该公司资产负债表简表的3个日期我们就会发现公司所采用的特殊簿记方式。

表33—1　　帕克和蒂尔福德公司资产负债表　　（单位：美元）

项目	1929年9月30日	1929年12月31日	1930年12月31日
资产：			
固定资产	1 250 000	1 250 000	1 250 000
递延费用	132 000	163 000	32 000
商誉和商标	1 000 000	1 600 000	2 000 000
流动资产净额	4 797 000	4 080 000	3 154 000
负债：			
债券和抵押贷款	2 195 000	2 195 000	2 095 000
资本和盈余	4 984 000	4 898 000	4 341 000
资产和负债总额	7 179 000	7 093 000	6 436 000

调整后的收益	1929年前9个月	1929年后3个月	1929年	1930年
报告的股票收益	929 000	72 000	1 001 000	125 000
现金股息支付	463 000	158 000	621 000	453 000
冲减盈余				229 000
资本和盈余增加	466 000	减少86 000	380 000	减少557 000
股票收益更正（不包括无形资产增加和扣除盈余冲减项）	929 000	−528 000	401 000	−504 000

这些数字表明，流动资产净额在15个月里减少了1 600 000美元，或者说流动资产净额减少的金额比现金股息支付金额还要多1 000 000美元。这种减少被商誉和商标项目增长了1 000 000美元所掩盖。无论是在给股东的年度报告中还是在之后递交给纽约证券交易所的上市申请中，都没有关于这些惊人账目的说明。然而在回答个别询问时，公司解释说这些商誉和商标增长的部分是广告及其他促销活动的费用，用来发展一个子公司丁特克斯公司（Tintex Company，Inc.）的业务。

将当前广告费用计入商誉账户的做法是任何健全的会计准则所不允许的。如果这样做了又没有向股东披露任何信息，那就是更加卑劣的行径了。此外，帕克和蒂尔福德公司在1929年9月30日至1929年12月31日3个月期间竟然因广告费用支出了600 000美元，这是令人难以置信的。因此，这一项目似乎包含了将前一时期的费用再次贷记入当期收益中的做法，那么1929年第四季度的收益可能就是严重失真的。不用说，该公司的年度报表中没有附有任何查账证明。

对公布的收益报表进行资产负债表和所得税检查

帕克和蒂尔福德公司的案例说明了将损益账户分析和附属资产负债表结合起来分析的必要性。鉴于华尔街不加选择地接受公司所公布的收益和每股收益，不能过多强调这个问题。这个例子还说明应该对公布的收益报表进行进一步的检验，即按联邦所得税应缴税额进行检验。应税所得部分可以通过所得税应缴额很容易地计算出来，然后将得出的收益与公司报告给股东的收益相比较。这两个数据并不一定是相同的，因为错综复杂的税法可能会引起差异。[①] 我们不建议非得将两个数据调整到一致，但是如果两个数据差异过大，就必须引起重视并需要进一步审查。

从这个角度分析帕克和蒂尔福德公司的数据就可以得出表33—2中所揭示的结果。

应缴税收益与公布的收益数据在早期比较接近，而后来出现差异显得更加突出。这些数据毫无疑问表明1927—1929年间，公司给股东的报告的真实性值得我们怀

① 见附录注释51。

疑，而就在这几年里公司明显严重操控了其股票。

这个例子和其他前面所讨论的例子强调的是公司的报表必须由注册会计师进行独立审计。而且公司的年度报告还应当包括一份详细的对照表，比较公司报告给股东的净收益和根据所缴联邦税得出的净收益。我们认为，在登记声明和招股书中可能会因整体利益而略去大量涉及次要问题的信息，但是，如果美国证券交易委员会能够要求公司提供这样的比较数据，那么证券分析就会大有发展。

表33—2　　帕克和蒂尔福德公司应缴税收益和公布收益数据

时间	应缴联邦所得税（单位：美元）	税率（%）	联邦税前净收益	
			A. 根据应交税款计算（单位：美元）	B. 向股东报告的数额（单位：美元）
1925年12月	36 881	13	283 000	297 000
1926年	66 624	13.5	493 000	533 000
1927年	51 319	13.5	380 000	792 000
1928年	79 852	12	665 000	1 315 000
1929年	81 623[I]	11	744 000	1 076 000

I 包括1931年额外支付的6 623美元。

另一个篡改账目的特别案例

一个与帕克和蒂尔福德公司同样特别的篡改账目的案例是美国联合雪茄商店公司（United Cigar Stores Company of America）1924—1927年间所使用的方法，当然该方法对公布的盈利数据影响较小。该公司第一次对这种账目做出“理论”解释是在1927年5月，公司在上市申请中解释如下：

> 公司在美国的主要城市拥有几百幢长期租用的办公楼，这些租赁在1924年5月之前一直都没有入账。因此，公司与纽约市注册会计师公司拉夫伦茨公司（F. W. Lafrentz and Company）共同对这些租赁进行了评估，其估价超过了2 000万美元。
>
> 自那时起，董事会决定每3个月将此估价金额中的一部分计入公司资产，以股息的形式将其资本化，以发行并在流通中的普通股为基础，按照普通股的票面价值每季度支付1.25%的股息。
>
> 以这种方式产生的全部资本盈余因按票面价值发行同样价值的普通股票而抵消，所以该盈余不计入公司现有盈余。公司从未因此产生的资本盈余而发放过任何现金股息。使用与1924年同样的评估基础，当前这些租赁的估价是其在公司当前账面显示价值的两倍以上。

将“租赁项目增值”列入收益的影响如表33—3所示：

表33—3 租凭项目增值影响

年份	报告的净收益	普通股每股收益（以平价25美元为基础）	市场价格范围（以平价25美元为基础）	计入收益的“租赁物增值”的金额	剔除“租赁物增值”的普通股每股收益
1924	6 697 000	4.69	64 ~43	1 248 000	3.77
1925	8 813 000	5.95	116 ~60	1 295 000[I]	5.05
1926	9 855 000	5.02	110 ~83	2 302 000	3.81
1927	9 952 000[II]	4.63	100 ~81	2 437 000	3.43

I 1925年发放的5%的股票股息总计达1 737 770美元。这两个数据之间的差异无法解释，而在其他年份这两个数据是相同的。

II 扣除了应计入前几年的229 017美元联邦退税。

在评价联合雪茄商店将租赁增值计入当期收益的问题时应该仔细考虑如下几个方面：

1. 租赁从本质上来说既是债务也是资产。债务是因所占用的房屋土地支付租金而产生的。具有讽刺意味的是，正是联合国雪茄商店的这些租赁使其最终陷入破产。

2. 假设租赁可能给租赁者带来资本价值，但这种价值是完全无形的，因此在资产负债表中将这种价值标高至高于该无形资产的实际成本是违背会计原则的做法。

3. 如果任何资本资产的价值被标高，那么这种升值必须计入资本盈余。但是无论怎样发挥想象力，这种升值都不能看做是收益。

4. 联合雪茄商店公司租赁项增值2 000万美元发生在1924年5月之前，但是这一款项却是在随后几年被计入收益中。因此，1927年计入收益中的2 437 000美元租赁增值与当年的经营和发展业绩没有任何关系。

5. 如果租赁建筑确实有增值，那么其结果应当明显表现在来自于这些升值建筑的收益增加上。任何其他认定该种增值的方式都意味着对相同价值的重复计算。然而事实上，尽管联合雪茄商店公司通过追加资本化扩展业务，但是其每股收益却并没有增加的趋势。

6. 租赁的任何价值都应该在租赁期内予以摊销。如果联合雪茄商店公司的投资者因为这些升值租赁所带来的收益而高价买入股票，那么他们就必须在这些租赁到期之前从收益中扣除注销这项资本价值的金额。但联合雪茄商店公司之后却继续以原始成本的基础摊销这些租赁，而该原始成本实际上已经没有任何价值可言。

因此令人吃惊的事实是，这些租赁价值带来的升值——如果确有增值，本应该因增加的摊销费用而减少之后的营业利润。

7. 联合雪茄商店公司不仅虚报了1924—1927年收益，更令人不齿的是，该公司没有在年报中向股东披露这一事实。在该种账目处理后接近3年，该公司向纽约证券交易披露了基本事实。这可能是出于法律方面的考虑不得已而为之，因为公司当时公开发售由大型金融机构认购的新优先股。第二年，公司不再将租赁升值计入收益中。

因此联合雪茄商店公司所使用的这些会计操控手段可以这样来描述，在当期收益中不清不楚地计入一项无形资产的虚构增值——这种资产实际上是一种负债，而该增值发生在前期，并且该增值一旦产生影响，则应该是因摊销费用实际增加而减少了此

后的收益。

如果将帕克和蒂尔福德公司案例中所使用的联邦所得税检查法用于联合雪茄商店公司，那么会得出十分有意思的结果，如表33—4所示。

表33—4　　联合雪茄商店公司对联邦所得税检查法的应用　　（单位：美元）

年份	联邦税储备	税前收益		
		A. 根据联邦税储备得出的数据	B. 报告给股东的数据	C. 报告给股东的数据减去租赁增值
1924	700 000	5 600 000	7 397 000	6 149 000
1925	825 000	6 346 000	9 638 000	8 343 000
1926	900 000	6 667 000	10 755 000	8 453 000
1927	900 000	6 667 000	10 852 000[I]	8 415 000[I]
1928	700 000	5 833 000	9 053 000	9 053 000
1929	13 000	118 000	3 132 000[II]	3 132 000[II]
1930	无	无	1 552 000	1 552 000

Ⅰ 扣除显然应计入前几年中的229 000美元退税款项。

Ⅱ 经过调整后的另一个公布数据为2 947 000美元。

上述案例得出的经验

我们可以从联合雪茄商店公司的案例中总结出一条非常实用的经验。如果一个公司奉行可疑的会计政策，那么投资者必须避免购买其所有证券，无论其中有些证券看起来多么安全或是多么有吸引力。联合雪茄商店公司的优先股就很好地说明了这一点，该股公布的数据曾经连续很多年十分具有吸引力，但是最后却差点面临退市之灾。面对上述特殊的簿记方法投资者可能仍然认为股票的质地还不错，因为当虚报的收益得以修正后，股票安全边际依然十分宽裕。这种推理是完全错误的。因为不能对管理不善而做出定量的扣除；对于这种情况唯一的做法就使避免投资该种股票。

已收股息所附加的虚构价值

从1922年起，联合雪茄商店公司的大多数普通股为烟草制品公司（Tobacco Products Corporation）所持有，而后者也有同样的股权为其他公司所持有。烟草制品公司是一家非常重要的公司，其股票的市值在1926年和1927年的平均值超过了1亿美元。该公司采用了另外一种虚报损益账户的会计手法，那就是把虚构的价值加入到已收的股息中。

1926年该公司的收益报表内容如下（单位：美元）：

净收益 …… 10 790 000

所得税 …… 400 000
A类股票股息 …… 3 136 000
留给普通股的余额 …… 7 254 000
每股收益 …… 11
普通股票市价波幅 …… 117～95

有关这一时期公司事务的详细信息从未进行披露过（纽约证券交易所在新股上市时不负责任地向公众提供一份极其粗略的信息报告）。但是依然有足够的信息可以表明公司的净收益是严重虚构的；如下所示（单位：美元）：

向美国烟草公司出租资产的租金收入 …… 2 500 000
联合雪茄商店公司普通股的现金股息（总支付额的80%） …… 2 950 000
联合雪茄商店公司普通股的股息票面价值为1 840 000，减去费用 … 5 340 000
合计 …… 10 790 000

我们可以注意到，烟草制品公司来自联合雪茄商店公司的股息收入是其票面价值的3倍，即是联合雪茄商店公司因此而冲减盈余价值的3倍。烟草制品公司或许是根据联合雪茄商店公司股票的市价对此股息进行的估价。因为只有少量股票不为烟草制品公司所持有，所以其市价很容易被操纵。

如果一家控股公司计入损益账户的股息收入的价值高于支付这些股息的子公司所定的价值，那么就会出现一种特殊风险形式——金字塔式交易。纽约证券交易所于1929年出台了严格的规定禁止这种做法。在烟草制品公司的案例中，其会计手段是尤其应该摈弃的，因为其股票股息的发放最初就是代表了收益中的一个虚构要素，即租赁物价值的增加。通过不择手段地利用控股公司的机制，这些虚构利润最终成了3倍。

在合并收益的基础上，1926年烟草制品公司的报告内容如下（单位：美元）：

美国烟草公司的租赁收入，减去所得税等 ……	1 100 000
联合雪茄商店公司普通股80%的收益 ……	6 828 000[I]
	7 928 000
A类股票股息 ……	3 136 000
留给普通股的余额 ……	4 792 000
每股收益 ……	7.27

I 不包括租赁增值。

烟草制品公司普通股的公布收益为每股11美元，虚报了大约50%。

只要存在账目篡改，就一定存在各种形式的股票欺诈行为，这几乎可以说是华尔街的至理名言。了解各种可疑的财务手段能够帮助分析师甚至是公众揭穿这种行径。

子公司和合并报表

这个部分引出了另一个调整报告收益的常见方式。如果企业管理一个或多个重要的子公司，那么就必须以合并损益报表来真实地展现一年的经营结果。仅仅展示母公司的数据不仅是不完整的，而且可能具有误导性。正如我们之前所说，这些数据要么因没有显示子公司的当期利润导致收益被少报；要么因没有扣除子公司的亏损或将来自子公司的股息以超出子公司当年实际收益的价值计入账户中导致收益被夸大。

之前和现在的做法

在前些年，是否披露子公司的收益由管理层任意决定，并且在很多情况下有关子公司的重要数据都是保密的。1933 年之前不久，纽约证券交易要求新上市的公司必须以合并报表或是单独报表的形式披露子公司的经营结果。1934 年《证券交易法》通过之后，所有上市公司都必须在提交给美国证券交易委员会的年度报告中提供这一信息，并且在提交给股东的报告中也必须这样做。

合并程度

即使是在所谓的“合并报表”中，其数据合并程度的差异也很大。伍尔沃斯公司合并了其国内和加拿大子公司的报表，却没有合并其海外联营公司的报表。美国烟草公司只合并了其独资的国内子公司的报表。大多数公用事业公司的合并报表包括其所有的可控股公司（通过持有多数具有表决权的股票），并扣除来自“少数股权”名下的收益。在铁路行业，收益很少与子公司合并，除非是持有子公司 100% 的股权并且将子公司作为自身不可分割的一部分进行经营。因此，大西洋海岸铁路公司（Atlantic Coast Line）的报表并不反映收益中来自于路易斯维尔和纳什维尔公司（Louisville and Nashville）的股息收入，前者持有后者 51% 的股权，但是后者是独立经营的。持有惠灵和伊利湖公司（Wheeling and Lake Erie）53% 具有表决权股票的镍板公司（the Nickel Plate）（纽约 - 芝加哥 - 圣路易铁路公司）也是同样的做法。

允许未合并的利润和亏损

现在，通常工业企业获得其未合并报表子公司的股息的同时，不会将子公司的利润或是亏损计入损益账户中或是显示在股本的脚注中。

例如：1938 年美国烟草公司的财务报告通过脚注形式说明了从其未合并报表子公司获得的股息收入超过其收益 427 000 美元。赫克里斯炸药公司在同一年以脚注形式报告了 257 514 美元的类似数据，而 1937 年之前公司将此类来自子公司的未分配收益项计入“其他收入”名下。铁路公司则采取不同的处理方式。例如艾奇逊公司在财务报告的附录里提供子公司资产负债表和损益账户的完整数据，但报告中仍然

只反映来自这些子公司的股息收益。

如果损益账户中没有包含未合并财务报表子公司的经营结果或是涉及子公司的金额过大，那么分析师就应该对财务报告中相关这些子公司的数据做出调整。这个问题的标准不是持股，而是持股程度。

例如：一方面，我们很少会计算联合太平洋公司（Union Pacific）对伊利诺伊州中央铁路公司（Illinois Central）和其他铁路公司持有多少股份，这种计算似乎也没什么意义。公司所持有的股份虽然数额不小，但不足以从根本上影响联合太平洋公司的普通股。另一方面，北太平洋铁路公司（Northern Pacific）和大北方铁路公司（Great Northern）对芝加哥－伯灵顿－昆西铁路公司（Chicago，Burlington，and Quincy）的股权持有比例（48.6%）都不到控股的程度，而在这一案例中明显需要对财务报告进行调整。

同样，杜邦公司在通用汽车公司所占份额为总发行量的23%，这一份额无疑是足以使杜邦公司调整其收益数据，以反映通用汽车公司的经营结果。实际上，杜邦公司每年以调整盈余的形式反映前一年对通用汽车公司持有股份的账面价值变化，但是分析师更希望看到的是同步进行的调整以及调整后的杜邦公司的收益。这种调整对1929年至1938年杜邦公司收益的影响如表33—5所示。

表33—5　　杜邦公司的收益　　（单位：美元）

年份	杜邦公司的每股收益	反映杜邦公司在通用公司经营业绩中所占份额的调整	调整后的杜邦公司每股收益
1929	6.99	+2.07	9.06
1930	4.52	+0.04	4.56
1931	4.30	−0.51	3.79
1932	1.81	−1.35	0.46
1933	2.93	+0.43	3.36
1934	3.63	+0.44	4.07
1935	5.02	+1.30	6.32
1936	7.53	+0.77	8.30
1937	7.25	+0.57	7.82
1938	3.74	+0.61	4.35

通用汽车公司1931年的财务报告是值得赞赏的，因为该报告采用了本章以及前面章节所提到的补充计算方式，即扣除了特殊利润和非经常性利润或亏损，将来自通用汽车公司收益计入未合并报表子公司的营业结果中。该报告所包含的1930年和1931年的每股收益如表33—6所示。

表33—6　　每股盈利，包括未合并报表子公司未分配的利润或亏损　　（单位：美元）

年份	包括非经常项目	扣除非经常项目
1931	2.01	2.43
1930	3.25	3.04

给统计机构推荐的程序

虽然这一程序看似会使财务报告复杂化，事实上，这有利于避免使普通股票的分析过于简化，因为普通股票的分析往往只关注每股收益这一单一数据。统计手册和统计机构在分析公司情况时很自然地会强调每股收益。但是在分析中有时忽略每股收益的计算会更有帮助，那就是当公司的财务报告出现下列任何不合规范的情况或是出现复杂状况并且无法进行合理调整时：

1. 将非经常项目计入收益中或是将本应计入收益的项目计入盈余中；
2. 子公司的当期收益没有准确地反映在母公司的财务报告中；
3. 折旧和其他摊销费用的计算不合常规。

子公司支付的特别股息

如果非合并报表子公司的收益可以积累到其盈余账户中，那么这些收益就可以在业绩不佳的年份中通过向母公司支付特别股息的形式来增加母公司的收益。

例如：1922 年，伊利铁路公司（Erie Railroad Company）就从宾夕法尼亚州煤炭公司（Pennsylvania Coal Company）和希尔赛德煤铁公司（Hillside Coal and Iron Company）获得了总计 1 100 万美元的股息。北太平洋铁路公司在 1930 年和 1931 年同样通过特别股息形式从其子公司获得大量资金，从而贴补其收益捉襟见肘的窘况。这些子公司包括芝加哥 - 伯灵顿 - 昆西铁路公司、北方快车公司（Northern Express Company）、西北公司改建公司（Northwestern Improvement Company），其中最后一家子公司主要经营房地产、煤炭和铁矿石。1931 年，纽约 - 芝加哥 - 圣路易铁路公司的收益中包括回一笔 160 万美元左右的金额，这是公司持有的惠灵和伊利湖铁路公司优先股所发放的拖欠股息，而其中只有一部分来自于惠灵铁路当年的收益。

这种在好年景隐瞒子公司利润并在坏年景利用该种利润增加收益的做法看似是一种稳定报告中盈利能力的好办法。但是，这种善意的欺骗并非明智之举，纽约证券交易所最近要求公司充分披露子公司的收益；这一规定就是很好的说明。管理层的责任就是披露真相以及每个时期全部的真实收益；而股东要做的则是根据繁荣时期和萧条时期的收益推断出公司的“正常盈利能力”。管理层即使是出于稳定收益的目的也不应该篡改报告收益，因为这种做法可能很容易导致更加恶意的数据篡改。

利用母公司与子公司的关系歪曲盈利数据

利用母公司与子公司之间的关系大幅篡改报告收益的做法不乏案例存在。我们下面给出铁路业的两个例子。由于州际商业委员会所制定的会计法规十分严厉，看似能够制止任何歪曲收益的做法，因此这两个案例就显得更加引人注意。

例如：1925 年西太平洋铁路有限公司（Western Pacific Railroad Corporation）对其优先股发放的股息为 7.56 美元，对其普通股发放的股息为 5 美元。公司损益账户显示收益略高于所发放的股息。这些收益几乎全部来自于其经营性子公司西太平洋

铁路公司支付的股息，共计 4 450 000 美元。然而该子公司当年自身的收益只有2 450 000美元。并且其累积盈余不足以支付母公司所希望得到的可计入当年收益的巨额股息。为了得到巨额股息，母公司费尽心机地向该子公司捐赠了 1 500 000 美元，并立即以股息形式将该款项悉数收回。公司将捐赠款项冲减盈余账户，而作为股息全额收回捐助款又报告为收益。通过这种迂回战术，公司便能够将其普通股收益报告为5 美元，而实际上可用于分配的每股收益却只有约2 美元左右。

我们前面提到过，不良会计行为具有传染性，下面的案例就说明了这一点。正如西太平洋公司 1925 年的案例一样，纽约－芝加哥－圣路易铁路公司（镍板公司）在 1930 年和 1931 年的做法就如出一辙。

1929 年镍板公司通过一个子公司将其持有的佩雷马凯特铁路公司的（Pere Marquette）股票出售给切萨皮克和俄亥俄铁路公司（Chesapeake and Ohio）。切萨皮克和俄亥俄铁路公司也是由镍板公司控股的。通过这一交易镍板公司实现利润10 665 000美元，并将其完全计入盈余。1930 年，镍板公司需要增加其收益，于是从盈余中提取了10 665 000美元的利润，将此款项返还给子公司账上，然后因此以股息的形式从该子公司拿取了 3 000 000 美元，并计入 1930 年的收益中。1931 年的损益账户中计有同样的股息收入，共计 2 100 000 美元。

有的公司是出于必要的目的借助这些特别的会计手段使公司的净收益足够丰厚，从而保持公司的债券符合信托投资公司的法定标准。然而这种手段和其他所有具有误导性的会计手段都会导致同样的结果，那就是把公众引入歧途，并给那些“内幕人士”带来不公平的利益。

子公司亏损的重大意义

我们在这一章里建议过，证券分析必须充分考虑子公司的经营结果，无论是盈利或是亏损。但是可能会引出以下问题：子公司的亏损是否一定要直接冲减母公司的收益？为什么会因为持有某些东西反而会价值变低——是因为持有了无利可图的股权吗？难道不是在任何时候出售、清算，甚至是放弃子公司就能终止这种亏损的吗？因此，假设公司管理得当，我们是否可以因此认为子公司的亏损最多是暂时的，可以将这些亏损视为非经常性项目而不从正常收益中扣除？

这一点与前一章所讨论的闲置厂房费用很相似，与后面会讨论到的公司里非盈利部分也很相似。我们无法简单地解释清楚前面所提出的问题。其实，如果可以清算子公司业务而又不会对公司其他业务产生不利影响，那么将此类亏损视为非经常性项目也并非不合理，因为这样就可以断定子公司在短期内如果不能扭亏为盈就肯定会遭到清理。但是，如果母公司和子公司之间关系重大，例如，如果子公司是母公司的产品销售渠道，或是廉价原材料的提供方，或是占有母公司重要份额，那么清算子公司的损失并非如此简单。进一步分析，结果可能是子公司所有的或有相当部分亏损都会成为母公司收益的一个必要因素。

判断每个案例中的母公司和子公司之间的关系绝非易事。这一问题与证券分析中的其他问题一样，通常需要研究报告数据之外的信息。我们将在下面的例子中阐明这一问题以及我们所进行的分析。

案例 A：纯度面包公司（Purity Bakeries Corporation）。该公司是面包和蛋糕的大型生产商，通过若干子公司进行经营，其中最大的子公司是纽约库许曼之子公司（Cushman’s Sons, Inc., of New York）。库许曼持有股价为 7 美元和 8 美元的累积优先股，这些优先股不是纯度面包公司的保息股。纯度面包公司的年度报告是基于合并报表的，报告中的收益扣除了库许曼这些不属于纯度的优先股的全部股息，不仅扣除了股息收入而且扣除了股息支付。库许曼的单独报告显示 1934—1937 年之间公司的经营结果给纯度面包公司的会计基准带来了相当大的亏损，如表 33—7 所示。

表 33—7　　库许曼公司的经营结果　　（单位：美元）

年份	纯度报告的净收益	计入全部优先股后库许曼的亏损	扣除库许曼的纯净收益
1937	463	426	889
1936	690	620	1 310
1935	−225	930	678
1934	209	173	382
4 年平均	278	537	815
纯度的每股收益	0.36	0.71	1.06

可以看到，扣除库许曼的经营结果后纯度的收益是没有扣除之前的 3 倍。因为可以预期公司要么能够通过该子公司再次盈利（在 1934 年之前该子公司一直处于盈利中）要么就会放弃该子公司，分析师是否可能就会认为前者反映了纯度的真实盈利能力呢？必须要考虑公司内部关系的问题。1937 年库许曼的报告中显示，纯度收取相当高的与子公司相关的服务费用，这表明库许曼在吸收经常费用方面可能有某种额外的价值。这个问题值得深究。

但是 1938 年，也就是第二年的报告显示：第一，库许曼已获得优先股股息的扣除；第二，两个不盈利的零售厂家（在费城和芝加哥）已被关闭。因此通过进一步研究分析师很可能推断出该附属公司的亏损带有非经常性特征，研究 1934 年至 1937 年的报告收益应该考虑到这一点。

案例 B：利哈伊煤炭及航运公司（Lehigh Coal and Navigation Company）。该公司的收益来自于各种渠道，主要的一项是向新泽西州中央铁路公司（Central Railroad of New Jersey）租赁铁路财产获得的年租金，共计 2 268 000 美元。公司持有的第二大项经营为无烟煤矿，这些煤矿自 1930 年以来一直处于亏损经营状态。1937 年，这一损失相当于利哈伊的股票每股 90 美分。因此，公司公布其当年的合并净亏损为 306 000美元，作为母公司其收益仅为 1 125 000 美元，或每股 64 美分。

但是在这一案例中分析师并不能因此就断定利相比没有这些采矿权时哈伊的股票不会因为拥有采矿权而价值减少。矿山的开采为铁路铁路线分工提供了重要的吨税。如果关闭这些煤矿，新泽西州中央铁路公司的年租可能就会大幅下降，尤其过去的几年中承租铁路线路经营不善。（事实上，新泽西州中央铁路公司后来声称利哈伊煤与导航煤炭及航运公司有义务为其租赁的铁路线路提供来自其煤矿的一定吨位的煤炭）。因此，在这种相当复杂的背景下，投资者无法真实地看到其合并收益，包

括无烟煤子公司的亏损。

案例C：巴恩斯代尔石油公司（Barnsdall Oil Company）。这个案例与上两个案例情况相反。巴恩斯代尔石油公司拥有炼油厂和油田，而后者盈利，前者无利可图。1935年，公司将其炼油厂分离出来（和营销部门）成立了单独的公司，将新建公司的普通股分配给自己的股东，不过保留了优先股和实际产权。1936—1938年炼油厂继续亏损，巴恩斯代尔石油公司预付了大量资金来掩饰这些损失，并将这些损失冲减了资本盈余以及收益盈余。另一方面，公司的损益账户因摆脱了这些炼油厂的亏损，并显示从1933年6月1日起至1938年年底公司油田经营开始利润稳步增加。

但是1939年，纽约证券交易所要求公司更正其提交给股东的财务报表，提醒股东注意公司把对投资炼油公司的减记项计入报告收益的影响。这些损失会使报告中的利润减少超过1/3。

很显然，从会计准则的角度来看，只要公司继续持有不盈利的部分，其损失必须显示为从其他收益中所做的扣减。分析师必须断定未来终止损失的可能性，并因此来分析当前的股价。巴恩斯代尔石油公司所采用的手段因此显然是有待批评的，因为公司仅仅是终止报告其炼油业务的亏损而并没有真正终止这种损失。1939年年底，公司开始着手售出炼油厂以及营销部门，以彻底脱离关系。

为了避免歧义，下面总结了我们的建议：

1. 在第一个案例中，在所有分析中应扣除子公司亏损；
2. 如果涉及的金额很大，分析师应该分析这种亏损能否尽早终止；
3. 如果亏损可以尽快终止，那么分析师可以将子公司的部分或是全部亏损视为非经常性项目。

第34章

折旧和类似费用与盈利能力的关系

分析损益账户时必须特别注意账户中扣除的折旧和类似费用。这些项目不同于普通的盈余开支，因为这些项目并不表现为当期相应的现金支出，而是表现为因磨损、耗尽或是其他任何原因导致的固定资产或资本资产估值的减少。此类费用主要包括以下几类：

1. 折旧（和废弃）、置换、更新或报废；
2. 损耗或耗尽；
3. 租赁物及其改良的摊销、许可证费用的摊销等；
4. 专利费用的摊销。

所有这些项目都可以计入“摊销”名下，但有时我们应该统称为“折旧项目”，或是“折旧”。折旧是更为大家所熟悉的名词。

与折旧相关的主要问题

有关折旧费用的会计理论非常简单。如果资本资产是有限寿命资产，那么必须在其寿命期内通过冲减收益注销资产成本的费用；但是这一简单的陈述背后却有三个深层意义。首先，我们发现会计规则本身可以允许成本之外的价值计入摊销费用基数；其次，我们发现公司在报告其损益账户中的折旧扣除项时使用各种手段不去遵循公认的会计准则；最后，有时从会计角度来看符合规定的备抵从投资角度来看可能不符合实际情况。本章以及下一章里我们将会主要分析这些问题。我们将首先从整体上分析工业企业，然后我们会针对石油公司、矿业公司和公用事业公司的特殊因素进行分析。

折旧基数

成本之外的折旧基数

会计规则中有这样一条理论，备抵折旧的功能是为资产在寿命期内置换做准备，而不是仅仅注销其成本。真正遵循这一理论的话，当期或是预期的未来重置成本就成为折旧费的基数。这一基数不仅会因同一资产的价值改变而有所不同，而且会因替代这一资产的项目特征而改变。

可以说无论是赞成或反对这一理论，该理论几乎从未真正按规定形式实践过。但是我们确实在实践中使用过这一理论的变体形式，即类似在某一特定日期在资产负债表中替换成本那样替代所有固定资产的重置价值，然后通常就是在新的价值基础上的每年折旧费用。

1914年以来有两波这样的价值重估。第一波发生在1920年，将战前的成本增加至目前的普遍成本价；第二波出现在1931—1933年，将资产清查账户降低至萧条期的较低估值。

例如：1926年美国制冰品公司将固定资产增记至7 868 000美元，并于1935年减记该资产项，从而依据成本基础恢复估值。1926年的增记使之后冲减收益的折旧费用增加，而1935年的减记则降低了折旧费用。1933年美国机车公司（American Locomotive Company）将其股票的宣称价值从每股50美元降至每股5美元，并利用因此得来的大部分资本盈余将固定资产减记了近26 000 000美元，将对普通铸钢公司（General Steel Castings Corporation）的投资减少了近6 200 000美元。这对损益账户的实际影响是使折旧费用比之前减少了约40%。

会计领域存在对这种不定期改变折旧基数使之不同于原始成本做法的批判观点。我们认为只要这些做法符合下列情况就属于可接受范围：

1. 新的估值是依据事实得来的，所代表的现有估值比旧的估值更加合理。
2. 新估值的适当折旧费用是记入损益账户中的。

然而许多情况下我们发现，公司固定资产重估根本不符合上述任何一个条件。

减记以减少折旧费用

也许折旧会计领域最引人注目的现象是最近减记固定资产的行为，而不是出于利益保守主义的目的，而恰恰是出于相反的意图，为了使收益看似更好，并由此增加股票的表面价值。

我们认为，如果我们在后面分析“针对投资者的摊销费用”时再讨论这些手段对于证券分析的重要性的话会更加方便读者阅读。因为我们在这里分析的是会计处理方法，因此这里仅表明我们对过度减记固定资产的观点。这种减记自认是或者明显是出于减少折旧费用并接增加报告收益的目的，因而是一种不可原谅的伎俩，也是会计领域不应纵容的做法。提交给美国证券交易委员会的上市登记表包括一份报

告，说明如果保留之前的厂房价值收益会低多少。我们认为，这种信息也应作为脚注出现在提交给股东年度报告中的损益账户里，但是如果会计师能够拒绝对包含这样减记的报表予以审计合格并要求公司修正账户中的数据，那自然是更好的做法。

资产负债表与损益账户的差异

很多增记固定资产的公司没有相应增加其冲减损益账户的折旧费用。它们在试图增加其资产负债表中收益估值的同时，拒绝将因此而增加的折旧费用冲减收益。这种做法在矿业公司和石油公司尤为普遍。下面是两个普通工业领域的例子：

案例：霍尔印刷公司（Hall Printing Company）在1926年和1931年将其资产账户增记了6 222 000美元，并将此项“重估增值”贷记入资本盈余。将在此增值基础上的折旧费用记入资本盈余而不是收益中。举例来说，在截至1938年3月的财政年中，该公司将406 000美元的折旧费用冲减盈余，并将864 000美元的“经常”折旧冲减收益。1938年4月，重估增值的余额部分通过减记财产清查和资本盈余冲销，并且自此停止特别折旧费用。

博格华纳公司（Borg Warner）自1935年起（之前几年数额各不相同）每年将约102 000美元计入“增值盈余”而没有计入收益中，由此来摊销1927年增记的固定资产。

很显然，任何公司都不应该对资产负债表采用一套价值标准，而对损益账户又采用另一套价值标准。最近更正这种差异更加普遍的做法是通过清除资产负债表中之前的增记项目恢复原始成本。

折旧率、标准做法和非标准做法

1. 上市报告中的说明

大多数工业企业都是按照标准的政策针对不同类别的折旧资产簿计适当的折旧率。分析师可随时查询纽约证券交易所上市的申请、说明书或是登记表来核实这点。

例如：如果按照标准做法，在某种程度上这些公司可能会作出如下声明：

本公司关于折旧的政策……如下：建筑物寿命期为20～33年，取决于建筑物的性质。机械、工具和固定设备的折旧年限为1～10年，取决于设备的性质。办公室家具和固定设备的折旧年限为10年。所有资产的折旧率由实际经验以及工程师对设备使用寿命的评估决定。关于流动资产折旧，需要提拔出准备金以用于坏账可能带来的亏损。

以下是公司的各项折旧率：

	每年折旧率（%）
建筑物	2
地面、车道和人行道	2
机器	7
家具及固定设备	10
铁道侧线	2
轿车和卡车	25

工具和铸模——如能够确定所需模具数量，则在生产周期内进行摊销；否则则在每个财政年末冲销。

公司几年来一直按照工业部门的标准做法采用这些折旧率。

折旧率是根据各项资产的预计寿命期决定的。因此，建筑物成本的折旧寿命为50年以上；地面、车道和人行道成本为50年以上；机器成本为14年以上；家具及固定设备成本为10年以上；铁路侧线成本为以上50年。在设定这些折旧率时没有考虑各项资产寿命期结束时的剩余价值问题。

现在公司普遍采用的做法与上述的标准做法相反，对于这一值得质疑的做法我们将给出之前采用该做法的几个公司的重要案例：美国汽车和铸造公司（American Car and Foundry）、美国制糖公司（American Sugar Refining）和鲍德温机车公司（Baldwin Locomotive Works）。

美国制糖公司1923年12月6日的上市申请中包括如下内容：

公司坚持非常宽松的折旧政策，过去几年的年损益报表可以说明这一点。通过所有必需的妥善维修、更新以及置换，公司资产的价值一直保持完好无损。

这一声明看似可靠，但是却十分模糊，远远达不到分析师的要求。表34—1列出了实际折旧费用是怎样暴露了公司极其随意且非常不稳定的政策。

表34—1　　美国制糖公司年折旧费用　　（单位：美元）

年份	计入收益	计入盈余
1916—1920	2 000 000	无
1921	无	无
1922—1923	1 000 000	无
1924	无	无
1925	1 000 000	无
1926	1 000 000	2 000 000
1927	1 000 000	1 000 000
1928	1 250 000	500 000
1929	1 000 000	500 000
1930	1 000 000	542 631
1931	1 000 000	无
1932	1 000 000	无

1926—1930 年间（包括首尾两年），公司计入盈余的额外费用进一步证实了我们的论点，即美国制糖公司的折旧制度不仅随意而且不够完善。

美国汽车和铸造公司 1925 年 4 月 2 日的上市申请包括以下内容：

> 该公司没有设立此类折旧账户，但是公司的政策和措施中有与此类账户等效的机制。公司在任何时候都会保证其厂房和设备处于最佳状态，一旦有必要公司会及时对设备以及建筑物进行维修、更新或更换，并且及时更新换代先进设备以保证更加高效的生产。这一机制将折旧和报废完全包含在内，将其成本计入营运开支。

关于这一点，分析师“完全”有理由持怀疑态度。美国罐头公司也采用过同样的做法，在 1926 年 2 月 26 日的上市申请中，公司对其折旧政策只字未提，这令人十分费解。报告中只提到自 1907 年 2 月起公司在资产扩建与完善方面已经花费了大约 50 000 000 美元，并且“在此期间，资产折旧费用至少有 20 000 000 美元”。

鲍德温机车厂在其 1929 年 10 月 3 日的上市申请中对于折旧问题做出了以下惊人的说明：

> 1924—1928 年（包括首尾两年）这 5 年期间，联邦政府规定的厂房和设备的折旧额共计 5 112 258.09 美元，已从收益或盈余中扣除，如表 34—2 所示：

表 34—2　　收益账户　　（单位：美元）

年份	从收益中扣除额	从盈余中扣除额	总折旧额
1924	600 000	无	600 000.00
1925	无	无	无
1926	无	无	无
1927	1 000 000	2 637 881.01	3 637 881.01
1928	600 000	274 377.08	874 377.08
	2 200 000	2 912 258.09	5 112 258.09

> 预计在将来几年里，我厂的折旧额是基于联邦政府决定的可折旧资产的预计使用年限计算出的，冲减收益的折旧额需经税务专员允许并且由我公司的工程师同意。

很显然，鲍德温机车厂这一阶段的损益报表根本谈不上准确。报告给股东的 1924—1928 年普通股每股年收益 比准确的数据高出很多。

2. 比较两家公司所得的结果

如果分析师知道一个公司的折旧政策不符合标准，那么就更加有理由检查其折旧备抵额是否充足。比较同一领域的两家公司可能会得到重要的结果，比如关于美国制糖公司以及美国汽车和铸造公司的表 34—3 所示。

表34—3 普通股每股收益 （单位：美元）

年份	报告中的数	根据1 022 000美元的年折旧费用做出修正
1924	-0.40	-2.51
1925	-6.02	-11.13
1926	22.42	17.31
1927	5.21	5.10
1928	-5.34	-7.45
5年平均	3.33	0.06

公司	财产账户平均额（净值）1928—1932年	平均折旧费用 1928—1932年	计入财产账户的折旧（%）
美国制糖公司	60 665 000	1 050 000[I]	1.73[II]
国民制糖公司	19 250 000[III]	922 000[III]	4.79[III]
美国汽车和铸造公司	72 000 000	1 186 000[IV]	1.65
美国铸钢厂	31 000 000	1 136 000	3.66

I 不包括计入盈余的折旧费用，包括后者该数据为1 358 500美元。

II 包括计入盈余的折旧费用，该数据为2.24%。

III 基于1929—1932年间（包括头尾两年）。缺少1928年的数据。

IV 估计有一半的支出用于更新和维修。在1901—1933年间美国钢铁公司的案例中，平均折旧费40%左右的备抵额用于维护和折旧。

美国制糖公司与美国汽车和铸造公司的相对折旧备抵额以及绝对折旧备抵额看似都是不足的。

折旧费用通常是企业合并中的一个问题

在断定企业合并中所提议的条件是否合理时，折旧费用的比较有时可能会引发很大的争议。

例如：1924年，切萨皮克和俄亥俄铁路公司（Chesapeake and Ohio）、霍金谷铁路公司（Hocking Valley）、佩雷马凯特铁路公司、“镍板”公司以及伊利铁路公司的合并方案出台。切萨皮克和俄亥俄公司的一些股东反对此方案，并且他们使州际商业委员会相信合并条款对该公司的铁路极其不公平。其中他们指出，切萨皮克和俄亥俄州前3年的实际收益比报告中的数据要高得多，这是因冲减收益的设备折旧和报废的费用异常沉重造成的。伯利恒钢铁公司（Bethlehem Steel）和扬斯敦钢板钢管公司在1929年的合并方案同样遭到了反对，并且最终流产。关于这两家钢铁制造商的部分数据见表34—4。

表 34—4

1928	伯利恒钢铁公司	扬斯顿钢板钢管公司
财产账户，1927 年 12 月 31 日（美元）	673 000 000	204 000 000
销售额（美元）	295 000 000	14 100 000
折旧、损耗、与报废（美元）	13 658 000	8 321 000
折旧对财产账户的比例	2.03%	4.08%
折旧对销售额的比例	4.63%	5.90%

隐瞒折旧

1937 年之前，美国罐头公司一直没有向股东披露其折旧政策的具体做法，这一奇怪的案例说明了证券分析中任何事情都不可以想当然。1922—1936 年间，公司每年都因折旧扣除 2 000 000 美元。而大陆罐头公司将差不多同样的金额冲抵了一个规模小得多的厂房投资，相比之下我们会发现美国罐头公司的盈利能力被夸大了。1934 年的年度报告首次向股东披露该公司还将部分“置换”金额计入营运开支，但是公司没有给出具体数额。之后公司又披露了 1935 年和 1936 年也采取了同样的做法（数额不详）。另外 1935 年提交给证券交易委员会的 10 – K 表指出这些额外费用共计约 2 400 000 美元。最后，1937 年的年度报告告知股东，1936 年因此而来的额外费用的冲销共计约 3 275 000 美元。从 1937 年起，公司开始设立“经常”折旧费，当年共计 5 702 000 美元，1938 年共计6 085 000美元。于是公司就这样从容不迫地告知股东公司财产的相关寿命期。

按照之后这次披露，之前关于美国罐头公司低报了其折旧费用的推断应该改为公司根本没有披露事实。

以会计手段掩盖过度折旧费用的一个案例

美国罐头公司的案例可以使我们想起之前美国国民饼干公司的做法，该公司大部分股权由另外一家公司所持有。在 1922 年之前的很多年里，公司不断增加工厂数量，但其财产的账户除了 1920 年之外，没有表现出任何明显的增长。给股东的报告在折旧费用问题上非常含糊不清，但是根据公司财务的手册其政策如下：折旧费用每年为 300 000 美元，所有置换项目以及建筑物改造项目直接计入营运开支。

但是无疑会得出这样一个结论：公司实际上将额外厂房的投资冲减了收益，并且真实收益很可能远远高于公司所公开的数据。1922 年公司按照 7 送 1 配送股票，并且现金股息率增加了两倍。巧合的是，就在这一年公司终止了低报收益的做法。其结果是表面盈利能力突然增加一倍，并且工厂账户同样增加了一倍。两个时期的明显区别请见表 34—5。

表34—5 国民饼干公司 （单位：美元）

财政年截至期	普通股收益	年底工厂账户净额
1911年1月31日	2 883 000	53 159 000
1912	2 937 000	53 464 000
1913	2 803 000	53 740 000
1914	3 432 000	54 777 000
1915	2 784 000	54 886 000
1916	2 393 000	55 207 000
1917	2 843 000	55 484 000
1917年12月31日	2 886 000（11个月）	53 231 000
1918	3 400 000	52 678 000
1919	3 614 000	53 955 000
1920	3 807 000	57 788 000
1921	3 941 000	57 925 000
1922	9 289 000	61 700 000
1923	10 357 000	64 400 000
1924	11 145 000	67 292 000
1925	11 845 000	69 745 000

隐瞒折旧费用

证券交易委员会出台规定之前，一些重要公司公布的收益中扣除了折旧费用，但是却没有说明因此所扣除的金额。幸好现在每个上市公司都必须提供这一信息。

石油和矿业公司的摊销费用

这些工业领域重要部门的摊销容易受到特殊因素的影响。除了折旧普通意义上的折旧外——这种摊销的计算方式与其他公司一样，这些部门必须考虑到矿石或石油储量的耗损。矿业公司还必须考虑到开采费用。而石油公司还需要承担额外不可回收的钻井成本以及非生产性的租赁费用。这些项目都会对其真实利润产生重要影响，而且由于不同的公司会采取不同的处理方法，因此这些项目很棘手。

矿业公司的耗损费用

耗损意味着资本资产全部转化为可销售的产品。这适用于生产金属、石油天然气、硫磺和木材等产品的公司。当这些产品的持有量或是存储量耗尽时，其价值必须逐步从收益中进行冲销。历史比较悠久的矿业公司（特别是铜和硫磺生产商）是

按照联邦所得税法所要求的某些技术决定其耗损费用，并以预计公司在 1913 年 3 月 1 日的存储数量和价值为基础，或是将某些收益计入到产品价值中。由于这些计算的基础很不可靠，以此很多公司在给股东的报告里省略了折旧费用。

投资者自行计算的必要性

后面我们会分析，矿业公司的投资者必须经常根据他的投资份额所支付的金额计算自己的耗损备抵额。因此根据公司原始账面成本或是因所得税目的而设立的特殊数据所计算出的折旧费用十分混乱，更谈不上对投资者有什么帮助。矿业公司省略折旧费用的做法无可厚非，但是此类公司的股东必须在研究其报告时清楚地看到这一事实。此外，在比较任何矿业公司时，必须区分出哪些公司在报告收益时扣减了折旧费用，而哪些公司又没有这样做。以下是采取这两种方法报告收益的一些公司的例子：

公司在报告收益时未扣除耗损：

阿拉斯加朱诺黄金矿业有限公司
(Alaska Juneau Gold Mining Co.)
阿纳肯达铜矿开采有限公司
(Anaconda Copper Mining Co.)
圆顶矿业有限公司（金）
(Dome Mines, Ltd.)
肯尼科特铜业公司
(Kennecott Copper Corp.)
诺兰达矿业有限公司（铜和黄金）
(Noranda Mines, Ltd.)
得州海湾硫磺有限公司
(Texas Gulf Sulphur Co.)

公司在报告收益时扣除了耗损：

塞罗德帕斯科铜业公司
(Cerro de Pasco Copper Corp.)
格兰比综合开采等有限公司（铜）(Granby Consolidated Mining, etc., Co.)
霍姆斯特克矿业公司（金）(Homestake Mining Co.)
国际镍公司加拿大有限公司 (International Nickel Co. of Canada, Ltd.)
帕蒂诺矿业等公司（锡）
(Patino Mines, etc.)
菲尔普斯道奇公司（铜）
(Phelps Dodge Corp.)
圣约瑟夫铅公司 (St. Joseph Lead Co.)

石油行业的耗损和相似费用

比起矿业公司来说，石油行业的消耗费用与实际经营成本更密切相关。后者通常投资一项或是一组资产，而投资成本要在相当长的时期里进行冲销。但是，典型的大型石油生产商通常每年要花费大笔资金用于租赁新的资产和开发新的油井。这些新增的资产是弥补生产中储备缩减所必需的。因此耗损费用在某种程度上相当于以维持储备和生产为目的当期现金支出。新油井在第一年的产出可能会高达总产出的 80%。因此这种“最盛期产量”的几乎所有成本，都必须在一个财政期间进行冲销，而以此获得的大多数“收益”实际上是投资于此项资本的一种回报。如果不通过损耗或是其他费用形式快速冲销该投资成本，那么公司的利润和财产账户都将被严重夸大了。石油公司致力于开采工作时，冲销的项目应该包括如下内容：

1. 有形资产的折旧；

2. 根据租赁成本计算出的石油和天然气储量的耗损；

3. 非盈利的租赁项目注销。部分勘探始终是毫无价值的，必须从生产性租赁所得的收益中进行冲销；

4. 无形钻井成本。这些成本要么作为营运开支一次性冲销，要么在矿井的寿命期内进行摊销。

例如：1926年马兰石油公司的案例说明了石油公司的报告收益在何种程度上取决于公司摊销方面的会计政策。这家公司每年花费大笔资金用于租赁新资产和开发新矿井，从而保持其产量。1926年之前，公司将所谓的“无形钻井成本”计入资本账户，然后通过年度摊销费用在收益中冲销了这些成本。1926年马兰公司采用了更为保守的政策，将所有这些当期的“无形成本”冲减了当期收益。对利润产生的影响如表34—6所示。

表34—6 马兰石油公司 （单位：美元）

项目	1925年	1926年	1927年
总收益和杂项收益	73 231 000	87 360 000	58 980 000
提取储备前的净收益	24 495 000	30 303 000	9 808 000
摊销费用	9 696 000	18 612 000	17 499 000
股票收益余额	14 799 000	11 691 000	−7 691 000

在过去10年里，重要石油公司所奉行的政策已经发生了很大的变化。经济萧条期之前，总的趋势是将“无形钻井成本”计入收益中，如马兰石油公司在1926年的变化所示。但是，自经济萧条期以来，许多大公司都转向了不那么保守的政策，资本化这些成本，每年进行摊销。之后国家按比例分配法案的广泛流行，新油井的总产出被有效地分配到很多年里，而不是使产出集中在几个月里，这似乎证明了那些大公司的做法是正当有效的。这使油井成为长期资本资产，从而使将此类费用（现在通常数额巨大）冲减某一年的收益的做法变得十分不可接受。

这些石油公司还通过大幅减记固定资产来增加收益，并同时相应减少每年冲减收益的摊销费用。石油公司的这种做法可能比任何其他工业企业更为广泛。一些石油生产商不再以资产报废冲减收益，而是冲减其折旧储备。最后，我们将给出几个案例分析因基于“全盘基础”而不是以租赁物为基础计算耗损而导致摊销费用减少的做法。通过这种手段，来自于高成本租赁的石油生产没有按照其实际成本进行冲销，而是根据其拥有的所有石油储备的平均成本进行冲销。

下面的例子说明了会计政策变通手段的重要意义。

例如：1932年，海湾石油总公司没有像之前一样冲销无形钻井成本而是将其资本化，从而使当年的收益增加了3 621 000美元。

纽约标准－真空石油公司（Socony-Vacuum）在1932年通过减记固定资产使其折旧费用减少，最终使盈余增加了6 095 000美元。1935年，公司将1 376 000美元冲减折旧储备而不是收益，该部分资金是某项报废资产的亏损，由此公司当年的利润就增加了1 376 000美元。1936年，公司开始资本化无形钻井成本，通过这一手段将当年的利润增加了约8 850 000美元。1937年，公司进一步修改了折旧政策（显然

是打算以标准基础计算折旧），这使当年利润增加了约 2 500 000 美元。

1934 年精炼石油公司（Pure Oil）通过采用“全盘基础”降低了其耗损费用，并使其收益增加了 1 698 000 美元。

会计手段变化对分析师和投资者的意义

这些会计处理方法的差异很大，可能会引起一些投资者的不满。但是我们必须承认，其中大多数方法从技术上来说是规定允许的，只不过意味着是选择在普通的基础上还是在更为保守的基础上摊销固定资产。因此，只要附有合理的解释说明，这些方法就是可以接受的。

我们建议的标准

分析师应设法采用合理而保守的统一标准来计算摊销对财产账户的比率，从而反映出所打算投资项目的真实情况。我们建议以下的标准，并且建议只要可行就应该使用这些标准。

1. 有形资产折旧。应该始终使用既定的比率，适用于成本计算——除非事实明显证明减记是合理的，可适用于远远低于成本的数额。

2. 无形钻井成本。我们认为，无论是出于比较的目的或是为了更加真实地反映当期收益，我们更倾向于资本化这些成本并在石油产出期冲销这些成本——当然这是更为保守的做法。比较使用不同方法的公司时，分析师必须充分预料到有些公司在第一年会冲销全部成本并因此低报收益。

例如：通过比较 1938 年大陆石油公司和俄亥俄州石油公司的财务报告，我们可以发现这种调整的困难所在。两家公司的资本结构大致相同，并且 1938 年产油量各为 2 000 万桶；大陆石油公司的成品油约为产油量的 2/3，而俄亥俄州石油公司约为 1/3。大陆公司将所有的无形钻井成本直接从收益中冲销俄亥俄公司则资本化该成本并且在油井的寿命期内逐步冲销。

由此我们可能会预计大陆公司的总摊销费用，包括 100% 的钻探费用，将相对高于俄亥俄公司。然而 1938 年，俄亥俄公司将 11 602 000 美元冲减了销售额，占其销售额54 000 000美元的 21.5%；而大陆公司则冲减了 14 038 000 美元，占其总销售额 80 000 000美元的 17.6%。显然对于这两种会计方法分析师没有必要再做出调整。其原因可从以下事实中得出：（1）若干年后逐步注销的方法与 100% 注销的方法结果接近，因为之前钻井费用的摊销额会不断增加；（2）在大陆石油公司的案例中，公司在 1932 年将资产账户减记了约 45 000 000 美元，并因此在之后几年里减少了其正常折旧费用和损耗费用。

3. 资产报废和租赁终止。我们认为，资产报废引起的亏损（超过已累计折旧的部分）应冲减当年的的收益，而不是像其他行业多数公司那样冲减盈余。这是因为资产报废对于一家大型的综合石油公司来说，更可能是一个反复出现的正常因素，而不是像其他行业那样只是偶发事项。终止租赁属于这类项目，因此产生的损失应计入收益中。

4. 石油储量的损耗。这里正确的理论原则是，分析师应该在石油储备市场价值的基础上考虑到损耗问题。这一点适用于一般摊销，我们将在下一章进行讨论。因此我们可以看到，计算损耗正确的会计基础可能不是最适合分析投资价值的。

不幸的是，石油行业的商业惯例使这一合理原则的应用变得极其困难。该行业大多数的利润已明显来自于石油生产部门。炼油与销售部门很难获利，即使获利，也是来自于其投资。在这里如果以收益作为价值标准，那么典型的石油个股的市场价格在很大程度上取决于生产部门，并且以此为基础就要求从每桶油中扣除较高的损耗费用。另一方面，如果是按账面价值的比例来划分部门，那么炼油与销售部门就会凸显出来，石油储备价值就会降低，摒弃折旧费用也会相应减少。

对于我们上面提出的难题很难能找到满意的答案，在我们看来，石油行业生产部门和其他部门的盈利能力差异从本质上来说是人为造成的，不能看做是永久的特点。因此，我们提出以下实际的折衷办法：

1. 如果是大型石油公司，那么接受该公司的损耗数据，并相信该数据。（这包括接受可能会使用的“全盘”基础，因为这种方法看似能够反映真实情况。）然而，资产负债表中以损耗费用“递减增值”账户的项目应从收益中扣除。

2. 如果是单一的石油生产商，分析师可以计算公司开发石油总储量的市场价值（如果公司公布了预计数据）。这样一来分析师可以自己计算出损耗费用，这种做法与我们对矿业公司分析时提出的建议相同。

其他类型的资本资产摊销

租赁物和租赁改建

普通租赁不会涉及承租人资本投资问题，仅仅是承担所需支付的租金来换取资产的使用。但是，如果租金远远低于所使用资产的价值，并且租赁使用期限很长，那么我们所说的租赁就可能具有重大价值。油田的租赁通常是按照标准基础计算其使用费，通常相当于产量的 1/8。高产出或是肯定有高产出的租赁权价值远远高于其租赁费用，也就是出现了溢价。这种租赁权的买卖方式与收费财产所有权的的买卖方式是一样的。城市房地产的长期租赁也会出现此类的溢价现象，通常出现在繁荣时期。

如果一家公司已支付租赁费用，那么该部分费用应作为资本投资在租赁期内，并逐步进行冲销。（在石油公司的租赁中，冲销费用是以产出为基础的，而不以时间为基础，这是因为从第一次出油起，产量会迅速下降。）这些费用实际上是租赁资产所付租金的一部分，很显然必须包括在当期的运营开支中。

在租赁的财产上建造建筑物、进行改造或是安装固定设备，就会被称之为“改善租赁物”，因为这些改善的结果在租赁期满后是属于土地所有者的，因此其成本必须在租赁期内冲销完毕。每年以此为目的的冲销被称为“租赁改善费用的摊销”。这在一定程度上带有折旧费用的性质。连锁店企业通常在此类租赁改善方面投入大量的资金，因此其损益账户中每年的冲销项目显然很重要。

例如：1938 年 12 月 31 日，伍尔沃斯公司的资产负债表中包含这样一项，“需在租赁期内摊销的自有建筑和租赁资产改善”项目，净估值为 46 717 000 美元。1938 年在收益中摊销这些建筑物和租赁资产改善的金额达 3 925 283 美元。

由于这些项目属于摊销类别，因此像其他摊销项目一样，公司采取了任意处理的方式。通过每年冲减盈余而不是冲减收入的方式或是将整个资本投资减记至 1 美元从而完全删减了年度费用。公司将这些营运成本项目排除至每股收益的报告之外，从而使每股收益增加，这看起来十分具有欺骗性。

专利的摊销

理论上来说，处理一项专利的方式应该与处理一项矿业财产的方式完全相同。即在剩余寿命期内其对投资者的成本应当通过冲减收益摊销完毕。因此很明显，公司冲减收益的费用，这是基于专利的账面价值，通常根本不符合实际情况。这一问题的分析在后一章关于从投资者的角度来考虑摊销会谈到，我们会在后面对公司报告中专利摊销的财会手段进行分析。

商誉的摊销

这个问题不太重要。少数公司会采用将商誉账户分几年冲减收益的特殊方法。

例如：美国无线电公司（Radio Corporation of America）在 1934 年和 1937 年因此目的各冲减了 310 000 美元。这种做法适用于其子公司全国广播公司（National Broadcasting Company）的商誉账户。1938 年公司停止这种做法，然而还有 1 876 000 美元未进行摊销。

显然，这种做法没有任何事实依据，因为除了作为企业一个部分之外，商誉没有寿命期。无论该项目数额大小，分析师都应在调整时从收益中删去此项减记。

第35章

公用事业公司的折旧政策

省略的折旧费用

在其他任何领域，适当折旧政策的问题都不像在公用事业类企业中那样具有重要的实际意义。然而，也没有哪里像公用事业类企业一样无论理论上还是实践中，在折旧政策问题上有如此大的波动。几年前，也有一些例子——特别是城市服务公司，在年度报告中完全没有扣除任何折旧和损耗的费用，由此造成对股票收益显而易见的误报。有一个论点经常被人们提出，认为折旧费用完全可以忽略，因为这只是簿记项目，并不代表实际的现金支出。这种说法很不准确。折旧不仅仅是一个簿记概念，因为在多数情况下，它记录真实的资本价值缩减。如果债权人或业主不想自欺欺人的话，必须为此做出适当的准备。

此外，在多数情况下，折旧费用在一段时间内消耗或抵消了用于更换设备或扩展企业更大的现金支出。因此，多数情况下人们会发现折旧费用与实际现金支出有关，结果它与工资或租金一样，都是企业的真实费用。另一方面的案例也相当多见，在这些案例中，一大部分折旧储备很长时间都没有动用。在这种情况下，投资者在计算中减少年度费用有时可能是合理的，这种情况我们在后面会加以解释。不过，有一个总的原则：**要得出正确的收益数据，适当的折旧备抵是必不可少的。**

其他的误导行为

另外一种相当普遍的做法是，只从收益中扣除一部分折旧费，其余部分从盈余账户中获得。有些情况下，记入收益的数额是基于所谓的“契约最小值”的——按

照债券的有关条款，从总收益中拿出一定的比例用做维护和折旧费。当这些契约最小值低于实际需要所收取的折旧时，我们发现，表面上为保护投资者而规定的要求实际上却被用来误导他们。

令人遗憾的是，一些经营稳健的公司有时也会采取类似的做法。请注意表 35—1 中 1931 和 1930 年底特律爱迪生公司的报告：

表 35—1　　1930 年和 1931 年底特律爱迪生公司的报告　　（单位：美元）

项目	1931	1930
总收益	49 233 000	53 707 000
折旧前净收益	21 421 000	24 041 000
折旧	4 000 000	6 900 000
占总收益的百分比	8. 1%	12. 8%
固定费用	5 992 000	6 024 000
普通股余额	11 429 000	11 117 000
每股收益	8. 98	8. 75
记入盈余的额外折旧	1 500 000	
记入盈余之后的每股收益	7. 80	8. 75

虽然与行业平均水平相比，底特律爱迪生公司的折旧费较为充足，但其 1931 年和 1934 年采用的会计方法仍然很可能受到批评，原因有两个：首先，其效果掩盖了收益实际比上年有所减少；其次，由于该公司声誉很高，这种做法可能被其他企业所仿效，因此它可能会对通过将费用转移到盈余账户中以夸大收益数额的新做法提供一个不健康的榜样。

钻空子的会计方法

艾奥瓦州公共服务公司的情况说明了钻空子的会计方法。1929 年，该公司报告的资产账户数额为 2 520 万美元，总收益为 420 万美元，折旧费则仅为 7. 8 万美元。这一数字明显不足。在随后数年中，折旧备抵额逐渐增加，1932 年达到 22 万美元，这仍是一个较低的数字。1932 年，公司承认其过去的折旧费用计算不足，其独特程序如下：

1. 它将其普通股的设定价值减少了 158. 7 万美元，并将这笔资金转移到资本盈余之中。

2. 通过借计 150 万美元用于额外折旧和 8. 7 万美元用于意外情况，它立刻用光了这笔资本盈余额。

在这种情况下，我们看到，多年来很大部分必要折旧没有计入收益报表之中，最终这笔钱通过减少公司普通股价值的方式找齐。这种有害的记账方式有一个附带效应，就是允许母公司（美国电力公司）从股息中提取的数额超过了真实收益和初

步盈余之和，这对债券即第一优先股持有人造成了严重的损害。[①]

由于向盈余和准备金转移而显示出的折旧不足

布鲁克林联合天然气公司（Brooklyn Union Gas）的情况或许是收益账户未能反映必要摊销扣减的最为突出的例子。从盈余和应急储备中转移的巨额资金十分明显地说明了随之而来的收入多报了多少。关于1929—1938年10年间的整个事态发展可以概括如下：

布鲁克林联合天然气公司10年发展数据 （单位：美元）

A. 1929—1938年年均：	
收入总额	23 389 000
折旧	729 000
折旧占总收入的百分比	3.1%
折旧占固定资本的百分比	0.67%
公布的普通股收益	3 791 000
支付股息	2 918 000
说明盈余余额	873 000
B. 1929—1938年10年间：	
1928年12月31日盈余及应急储备	29 161 000
1938年12月31日盈余及应急储备	9 840 000
期间减少金额	19 321 000
依据上述损益表增加金额	8 730 000
差额	28 051 000
依据损益表的普通股每股平均收益	5.13
依据资产负债表的普通股每股平均收益	1.36
C. 产生差异的原因：自盈余等转移至：	
为折旧或资产报废所做的储备	25 300 000
1937年注销评估费用	1 781 000
杂项费用（净值）	970 000
1929—1938年记入盈余等的总额	28 051 000
D. 1929—1938年“用尽”报废储备：	
1928年12月31日资产报废准备金	1 565 000
1929—1938年自收益中额外增加金额	7 290 000[I]
自盈余及应急储备中额外增加金额	25 300 000
合计	34 155 000
1938年12月31日余额（折旧储备）	7 270 000
实际资产报废用储备金	26 885 000

I 另外，还说明每年约占用收益13万美元用做焦炉大修和更换储备，1938年，该项支出在资产负债表中与折旧储备合并。如果认为这些等同于折旧，则无论是折旧备抵还是“消耗的储备”10年间都将增加约130万美元。

上述数字相当详细，因为它们说明了与企业真实盈利能力有关事务的复杂且重要的情况。请注意以下几点：

1. 每股5.13美元的平均报告收益是在扣除了相对总收益和工厂固定设备账户的数额较小的“资产报废准备金”之后计算出来的。

① 见附录注释52。

2. 资产报废费用远远不足以支付这段时间内发生的实际资产报废需要。为了凑足这些费用，公司不得不用尽大量的应急储备金（至1928年底已达1 380万美元），除此之外还要大量动用盈余。

3. 虽然公司向股东报告说在此期间已得到总计每股51美元的收益，其中40美元用于支付股息，其余11美元计入盈余，但其实其盈余及应急储备每股下降约26美元。因此，按资产负债表显示，其盈余平均只有1.36美元，而不是像损益表中所说的每股5.13美元。

4. 在这一时期实际资产报废的资产为平均每年268.8万美元，或总收入的11%，而与此相对的，记入收益的有72.9万美元，或总收益的3.1%。1938年，公司表示，按照纽约公共服务委员会的新要求，它采用的折旧政策细节尚未制定，暂时每年为此收取120万美元。从所述事实以及我们先前的讨论中看，似乎有理由怀疑，尽管这一数额比以前更多，但终究还是不够。

多种多样的折旧政策

前面对损益表中未能完全反映折旧费情况的讨论将我们带到一个更大的问题，即一家公司用于制定其折旧备抵额的基础是什么。其采取的方法特别多样化，至少有7种，如：

A. 折旧本身

1. 直线法。每一类折旧资产在估计寿命期内每年扣除等额折旧费，直至最终被减记为废品价值。这是计算折旧的标准做法，符合税收法案的规定，所有公司在它们的所得税申报表中都遵循这种做法。然而，电气和天然气公司在其公布的损益表中几乎没有采用这种做法。

例如：密苏里联合电气公司，北美公司的子公司，已经使用了多年的直线法。但即使是在这家公司，其报告备抵也低于其所得税申报表中提到的数字（在1937年，这两个数字分别为3 899 205美元和5 549 109美元）。产生这种区别的原因很明显，就是由于为计税而制定的资产寿命比为年度报告所制定的寿命要短。

正如后面会指出的，最近国家部委和联邦电力委员会通过的规章迫使许多公司在公布收益时转而采取直线法或称标准方法计算折旧。

2. 偿债基金法。在这里，预留备抵金的原因是用于折旧的金额直至资产报废为止都可赚取利息。实行这种方法的结果是使最初几年扣除的金额较小，后来相应增加。加州公用事业公司根据其与加州铁路委员会达成的协议，一般采用这种方法，酌留的利息率为6%，如太平洋煤气和电力公司，圣地亚哥天然气和电力综合公司。即使这样，公司的纳税申报表也是以直线法为基础的。

3. 全面的方法。这种方法每年将一个单独的比率应用于整个可折旧的资产账户中，而不是对不同类别的资产采用不同的折旧率。其目的大概是要对实际折旧得出一个简单的近似值。

例如联邦爱迪生公司从可折旧资产的平均财产账面价值中扣除3%。

B. 资产报废储备的方法

资产报废准备金的显著特点是，它不寻求计量在一定时期内由于损耗或陈旧过时所造成的折旧；相反，它应该提供管理层认为足以在资产报废前解决这一问题的资金。在任何一段长时间内，适当的折旧和适当的报废备抵总额应当相等。但是，报废准备金政策显然允许年度变化，以反映收益情况好坏或预期短期内实际报废的需要。事实上，可以看到，大部分报废准备金政策的执行只是为了低估资产价值的日常损耗，从而夸大收益。计算报废储备的各种根据如下：

4．占总值的百分比。如果采取的比例适当的话，这种方法往往会接近常规折旧率，然而通常情况并非如此。

例如：达库斯尼照明公司（Duquesne Lighting Company）从总收益中扣除8%。另一方面，其1932—1934年所得税课税减免高达总收入的30%。

5．单位产品固定利率。这种方法明显类似于前一种，也受到同样的批评。

例如：1932年，布鲁克林联合煤气公司表示，它每千立方英尺煤气留出3美分作为储备（自那时以来，这项政策就改了）。辛辛那提煤气和电力公司（Cincinnati Gas and Electric Company）说，1937年，它为资产报废储备准备了每售出1 000立方英尺天然气5美分和每售出1 000千瓦小时电力2.70美元的比率。

6．总收入中用于维护和折旧之和的百分数。通过这种方法，维修所消耗的费用越多，留出的折旧费就越少。

例如：第三大道铁路公司（Third Avenue Railway）在1912—1918年采用的是维护和折旧合计扣除20%的政策。潮水电力公司（Tidewater Power Company）采用的则是不同服务不同收费的方法，即：煤气和电力，15%；水，12%；铁路；30%。

7．酌情扣减。采用报废储备法的公司大多数都不受数学公式制约，其年扣款额多少主要基于管理层的判断。

例如：

a. 每年金额不同：底特律爱迪生公司、费城电气公司、美国水务及电气公司、美国电力和照明公司。

b. 每年金额不变：坦帕电气公司（Tampa Electric）1933—1939年每年扣费43万美元。

c. 使备抵金额等于一年间的实际报废额：西联电报公司（Western Union Telegraph Company）1932—1936年。1936年公司损益表中折旧费为563.1万美元，与纳税申报单中1 119万美元的备抵形成对比。其差别占当年报告719.9万美元的普通股收益的大部分。过去折旧备抵额的不足通过1937年从盈余中转移了3 000万美元作为折旧储备就可以看出。

关于折旧的双重会计政策

我们已经指出，不论年度报告中使用的是什么方法，几乎每个公司在计算其所得税的时候，遵循的都是直线折旧法。投资者因而面临着一种双重形势，并且是紧

迫的问题。在很多情况下，了解何种折旧基础是正确的，这一点至关重要，因为在公司的年报中出现的债券利息偿付率和普通股票的收益可能显得比较充足，但是如果使用所得税数据，那么报告中的这两个数据是不够的。

例如：一般情况下，这里面的不一致投资者是不知道的。直到根据 1933 年法案的规定发表了第一份招股章程，才为公众所知。发表的章程描述了美国水务和电气公司（American Wat + er Works and Electric Company）1944 年到期的可转换 5% 债券。这份文件显示，1932 年的“税收收益摊销”已达到了 7 023 000 美元，而对应的“收入摊销“只有 2 747 000 美元。当时在华尔街有一个倾向，想尽量减小这些差异的影响，理由是贬值是一个技术性很强而且有争议的问题，在到底是接受收入账户基准还是缴税基准的问题上，两派有同样多的依据。

一般情况下接受所得税基准的原因。我们一直认为忽视这一问题很危险。自 1934 年以来的发展强烈支持我们的看法，因此我们现在可以提出不少于 5 个主要原因来说明为何要在一般情况下接受基于所得税的折旧，而不是基于收入的折旧。这些原因是：

- 直线折旧法遵循既定且合乎逻辑的会计理论。如果它会导致过多的扣除，财政部也不会接受它。各种退休金储备不是过于随意，就是技术上不够健全。
- 在许多情况下，都需要将大量的剩余转移到退休金账户，这充分说明了“退休储备”存在不足的情况。例如布鲁克林联盟天然气的情况。
- 自 1934 年以来，退休津贴几乎普遍增加，无论是绝对额度还是所占比例都是如此。这可以看做是承认过去退休金的确存在不足。应当指出，在 1930 年时，使用退休基础计算的公司通常比使用折旧基础计算的公司的费用低。同时还要看到，以前使用退休为基础的公司从那以后多转为以折旧为基础的计算方式。此外，在 1938 年，相当多的使用退休为基础计算的公司处在向贬值转移的边缘，这主要是受到联邦电力委员会和各州委员会要求的驱动。
- 不少州的委员会和联邦电力委员会现在都要求其管辖范围内的公司在所有账户中使用定期贬值的方法。

例如：宾夕法尼亚州、密歇根州和纽约州。一些重要公司必然在它们的年度报表中朝所得税基础转换。例如，纽约联合爱迪生公司 1938 日历年在其给股东的报告中支取了 18 829 000 美元退休金，并以直线法在其所得税申报表中显示支取了 26 800 000美元的折旧费。在到 1939 年 9 月 30 日截止的 12 个月中，该公司中期报告中支取的折旧费是 24 217 000 美元；相比之下，截至 1938 年 9 月 30 日，这一对应时期的折旧费是 17 737 000 美元。两者的同时期总营业收入分别为 248 666 000 美元和 239 413 000 美元。

- 虽然存在很多实际的选择，固定值证券投资者都必须运用更严格的稳健测试方式。

例如：我们的第 5 个原因的现实意义可以由两个例子表明——其中一个在写作本部分内容的时候正在发生，另一个则选自 1930 年的证券市场。

很难从先前的数字来理解投资者如何说服自己在收益率只有 5.26% 的情况下购买宾夕法尼亚电力和照明公司（Pennsylvania Power and Light）的 5% 优先股。根据该公司自己的报告，超过固定费用的边际以及优先股股息率都是完全不充分的；以所

得税为基础进行折旧，这一数值还要砍掉一半还多。而使用南加州爱迪生公司总额比例为基础计算，这一边际价值实际上就消失殆尽了。

如果我们考察1930年的一个非常类似的情况，如表35—2、35—3显示的那样，我们可以得出投资者认识到数字的含义有多么重要。

在这种情况下我们有3个理由反对购买美国电力和照明优先股：（1）年报所说的偿付率完全不足以保证实际的安全性；（2）所采用的折旧率太低了。对太平洋照明的折旧基础进行调整，会大大减少优先股所要求具有的盈余空间；（3）这些要求被暂时减少了约2 000 000美元，因为这一优先股只有3美元的股息，到1933年才逐步涨到5美元。

6美元优先股在1938年市场价格下降，是由于从1933年开始削减股息，从而带来了较低的净收益，吸纳了1929年时优先股较小的盈余要求。1933年之后报告收益的增加被抑制，一部分原因是有必要逐步增加折旧，使之逐步与现实相一致。

表35—2　　宾夕法尼亚电力和照明公司及南加州爱迪生公司相关数据　　（单位：美元）

项目	宾夕法尼亚电力和照明公司	南加州爱迪生公司
	截至1939年6月30日	
总额	39 232 000	44 421 000
折旧	2 815 000	6 872 000
总额的百分比	7.2%	15.5%
费用盈亏	13 985 000	19 349 000
费用和优先股股息	10 171 000	11 891 000
收益倍数	1.38倍	1.63倍
普通股盈亏	3 814 000	7 458 000
1939年7月优先股股票价格	股息5美元的股票，95	股息1.50美元的股票，29
优先股收益	5.26%	5.17%
（1938）所得税基础上的折旧总额的百分比	4 947 000 12.6%	
收费和优先股的股利收入，所得税基础	1.17倍	

表35—3　　美国电力和照明公司以及太平洋照明公司相关数据　　（单位：美元）

项目	美国电力和照明	太平洋照明（为比较而加入）
	1929日历年结果	
总额	88 222 000	43 275 000
折旧	5 317 000	5 525 000
总额的百分比	6.0%	12.9%
费用盈亏	44 349 000	14 257 000
固定费用和优先股股息	32 762 000	7 623 000
收益倍数	1.36倍	1.87倍
普通股盈亏	11 587 000	6 634 000
1930年6美元优先股的价格	107	106
1938年的低价	19	99

所得税基础应予以拒绝或质疑。读者可能会注意到，我们在建议接受所得税基础的时候，总是说“一般情况下”。这种建议是合理的，因为有时可能处于某种原因而接受年度报告的数字，或者甚至寻求第三种计算的基础。

上一个例子中用于对比的太平洋照明公司案例，就能说明我们所指的第一种例外。1929 年的数字来自年度报告，并根据“偿债基金”折旧法计算，这是加利福尼亚州委员会和加州公用事业公司之间的协议所规定的。看上去，公司折扣的额度低于采用扣除所得税的直线扣除法所得到的额度。不过，在这一情况下，该公司在报告中提供的数据可以接受，首先是因为它们使用的是可以接受的会计方法；其次是因为该数额与财产账户和总收入相比，都是真实可信的。同样的推理也适用于所有加州公用事业公司。

还有另外一类公司，所提供的折旧额本身也可信，但是仍大大低于所得税扣除法。

例如：1938 年底特律爱迪生公司在给股东的报告中，列出收取了总额的 13.5% 作为折旧，而该年度的税为 18.2%。北美公司 1937 年相应的数字分别为 12.8% 和 14.8%。

在这些情况下，投资者，尤其是普通股票的购买者可能会说，以所得税作为基础有些过分严厉。在掌握关于财产本身更多的资料，以及了解到公用事业工程的更多细节之前，我们很难对这个问题做出判断。我们倾向选择一种妥协的办法，即当以税收法计算数字高出总额，如 12.5% 时，可以暂时使用后者用于分析之目的。

不同政策的实际效果。读者可能会觉得，这里对折旧政策的讨论是技术性的东西，比较乏味；但事实是，它对于选择公用事业股票，以及对于这类公司的市场行为，具有实际的重要性。1934 年之前折旧费用不足的公司一般都被高估了，因为投资者同样没有充分重视这一点。仔细分析就会发现有很多事情表明从不保守的公司到从较为保守的公司有很多转移发生。由于在随后几年中，前一种公司出现了加大折扣的趋势，它们的财报收益相应下降，其市场价格也下降了。表 35—4 的例子可以说明这方面的发展：

表 35—4　美国水务和电气公司以及太平洋天然气和电力公司的对比[I]（单位：美元）

项目	1927—1932 年 5 年平均		截至 1939 年 6 月 30 日	
	美国水务和电力	太平洋天然气和电力公司	美国水务和电力	太平洋天然气和电力公司
总收益	50 260	72 175	51 791	104 529
折旧	3 665	8 330	5 278	14 679
占总收益比例	7.3%	11.6%	10.2%	14.0%
固定利息额度	20 998	30 717	17 898	37 416
利息优先股股利	16 290	18 785	16 768	20 198
普通股盈亏	4 708	11 932	1 130	17 218
每股收益	2.69	2.67	0.48	2.75
每股收益调整[II]	1.47	2.67	折旧	2.75

（续前表）

项目	1927—1932年5年平均		截至1939年6月30日	
	美国水务和电力	太平洋天然气和电力公司	美国水务和电力	太平洋天然气和电力公司
	1933年	1939年7月		
平均价格	27	23.5	10.25	31.25

Ⅰ 除了每股数字单位以美元计，其余所有单位以千美元计。

Ⅱ 太平洋天然气和电力公司折旧占总收益比例。

1933年美国水务公司普通股的价格显然基于前几年的财报的基础上，而且没有考虑到退休金扣除绝对不够的事实。7年后，普通股股价下跌，主要是由于需要增加退休金扣除额度的总趋势所造成的。

太平洋天然气和电力公司的数据也追加进来，是为了证明公用事业股票购买者，如果愿意谨慎研究折旧政策的话，本可以在1933年用同样多的钱买到更多的东西。

第36章 从投资者角度审视摊销费用

我们已经几次提到，从账目的角度上看来正常的折旧或损耗费用可能无法反映真实的情况，因为它与公司股票的购买者在某一价位买入股票有关。

一个假设的例子说明的问题

用一个简化了的、假设的例子来讨论这个问题可能会更容易理解。

假设A、B、C公司都从事货车运输业务。每家公司都只有一辆货车；其资本都是100股无平价股票，在折旧前每年收益为2 000美元。

A公司支付了10 000美元购买货车；

B公司支付了5 000美元购买货车；

C公司支付了5 000美元购买货车，但采取“极端保守政策”，减记其价值至1美元。

假设A公司购买的货车价格昂贵属于意外，事实上，这3家公司的管理人员能力相当，公司的总体情况也一般无二。

会计人员给这些卡车定的折旧年限为4年。根据这些情况，3家公司的损益表如表36—1：

表36—1　　A、B、C公司损益表　　（单位：美元）

项目	A公司	B公司	C公司
折旧前净收益	2 000	2 000	2 000
折旧（折旧率为25%）	2 500	1 250	0
普通股余额	-500	750	2 000
每股收益	0	7.50	20

典型的市场评价

根据这些经审计的报表，A公司亏损，B公司的收益率为其资本的15%，而C公司的状况则实在是太好了。一名投资者，如果习惯于近来股票交易的估值方法，将认为A公司的股票几乎毫无价值——每股能值5美元就不少了；另一方面，他对B公司和C公司的估价则可能约为其收益的10倍，这样一来，B公司的股票价格将达到每股75美元，C公司股价更是高达每股200美元。这种做法将导致3家公司的总估价如下：

公司	总估价（单位：美元）
A公司	500
B公司	7 500
C公司	20 000

这种估值的荒谬之处十分明显，不证自明。然而，它们只是忠实地说明了目前的会计核算方法和既定的华尔街推理过程。结果是：资产价值较低的公司正是由于这一估值法而被认为其价值高于资产价值较高的公司；一家公司仅通过将其资产价值减记为零，就能够极大地提高其股票市价。

资产负债表揭露的估值的不合理性

如果对资产负债表进行审查，这些结论的不合理性将更为明显。假设这些公司已经营了3年，而且（为简单起见）它们在业务启动时没有营运资金。A公司持续亏损，当然也没有支付股息；B公司将其收益的2/3用于股息支付，即每年每股支付5美元；而C公司支付了收益的3/4，即每股支付15美元。这时，资产负债表将如表36—2所示。

表36—2 A、B、C公司资产负债情况 （单位：美元）

项目	A公司	B公司	C公司
资产：			
货车	10 000	5 000	1
现金	6 000	4 500	1 500
合计	16 000	9 500	1 501
负债：			
股本	10 000	5 000	1
折旧储备	7 500	3 750	
盈亏	−1 500	750	1 500
合计	16 000	9 500	1 501

虽然A公司的盈亏账目上存在赤字，其积累的现金数额却最高，大概是“预

留”作为折旧基金了。C 公司显示的收益最高，而其现金持有量却最少。建议 A 公司每股 5 美元的市场价，仅为其现金量的 1/12，而 C 公司每股 200 美元的股票价格，则相当于其现金持有量的 12 倍。

一种更为理性的方法

这些公认的股票市场逻辑给我们带来的爱丽丝漫游仙境式的结果。现在让我们问一个更合理的问题，即“一名实业家将如何确定这三家企业的合理价值呢?”常识会立即告诉他，这样的三家企业，不考虑其资产的话，其价值是相等的。在实际业务中，由于 A 公司的车辆更为昂贵，他对其估价往往会高于 B 和 C 公司更为廉价的车辆；而且毫无疑问，这个企业家也会十分重视每家公司的现金持有量。

因此，他的推理过程可能是这样的：首先，每家公司的价值是其现金加上货车的公平市价。商誉也可以适当折价，因为业务所需的平均资本收益在扣除必要的折旧之后数目相当可观。这三家企业的商誉价值都是一样的。见表 36—3。

表 36—3　　A、B、C 公司的各项财务数据　　（单位：美元）

项目	A 公司	B 公司	C 公司
现金	6 000	4 500	1 500
货车（估价）	1 500	1 000	1 000
商誉（估价）	2 000	2 000	2 000
总价值	9 500	7 500	4 500

公司的折旧费用与估价的关系

B 公司所收取的费用很有可能被认为是合理的，因为它符合企业的状况。巧合在于，这一事实导致这名实业家对 B 公司的估价与采用华尔街的方法估价相同。但对 A 公司和 C 公司来说，管理层所收取的折旧费用与企业的实际情况完全脱节。其中一家公司的折旧费定得太高，因为对固定资产投资的成本过高。这样的错误应该纠正，可以减记财产账户及资本账户至合理的现行价值，并以此为基础计算折旧费用。C 公司的情况是，其资产价值被故意低估，以压低折旧费用，而这种折旧费是必须要从收益中扣除的，因为业主的投资确实是在贬值。如果实业家或投资者要付钱购买货车或一家业务本身需要一辆货车的企业，那么他就不能只是假装没有这样的投资而拒绝考虑所付款项的折旧费。

上述推理的实际应用

现在让我们考虑一下如何将上述推理应用于证券购买者所面临的实际情况。

例：第一个例子，我们给出尤里卡管道公司（Eureka Pipe Line Company）在 1924—1926 年 3 年间的情况。见表 36—4。

表36—4 尤里卡管道公司1924—1926年相关数据 （单位：美元）

年份	总收入	折旧前净收益	折旧	股票收益余额
1924	1 999 000	300 000	314 000	-14 000
1925	2 102 000	541 000	498 000	43 000
1926	1 982 000	486 000	500 000	-14 000
3年平均	2 028 000	442 000	437 000	5 000
普通股每股（共50 000股）	8.84		8.74	0.10

最后一列数字表明，在我们回顾的3年中，股票几乎没有盈利能力，因此该股票没有继续持有的价值。然而，从企业的角度来看，这样的结论合理吗？这时，正如我们在假设的例子中所说的那样，问题就变成折旧费用的计算是否恰当了。表36—5的数据可以进一步说明尤里卡管道公司在这方面的情况：

表36—5 尤里卡管道公司折旧费用和相关数据 （单位：千美元）

年份	每年折旧费用	用于工厂替换实际费用	未支出折旧费	折旧后收益	盈余调整	每年运营所得金总额	已付股息	流动资产净额增加
1924	314	75	239	-14	贷记38	263	350	-87
1925	498	贷记51	549	43	借记43	549	200	349
1926	500	194	306	-14		292	200	92
3年平均	407	73	365	5	借记2	368	250	118

我们发现，财产账户上的支出平均每年只有7.3万美元，所以每年有总额为36.8万美元的现金可以添加到营运资本中或用于股息支付（股息借记计入以前的累积盈余）。显然，这家企业可为所有者带来大量现金收益；因此，它的持续经营价值相当大，尽管高额的折旧费用使它看上去没什么价值。

如何确定适当的折旧费用

在这种情况下，正如我们假设的例子一样，投资者或分析师必须舍弃公司的折旧算法，而尝试采取某种更加符合公司实际情况的其他算法。怎样才能确定适当的折旧费呢？对于货运公司来说，答案显而易见，因为我们知道为了维持这些企业的运作需要备抵的折旧数目究竟有多少。但是在实践中，这么具体的数字几乎是不可能得到的。我们不知道尤里卡管道公司的固定资产能维持多久，更新这些资产又需要多少成本。我们最多只能以可以找到的信息为依据进行一些粗略的估计。这种估计唯一的优点可能就是估计出的数字很可能比公司给出的数字更接近实际情况，我们知道，公司提供的数据是站不住脚的。

“已支出折旧”的概念

从企业的角度考虑尤里卡管道公司的数据，很明显，折旧备抵额应不低于用于

财产方面的平均支出。降低公司折旧费的首要原因是它们不能正确反映经营活动的可用现金。财产账户，包括新的固定资产的支出，实际上代表的是折旧准备金中不以现金形式存在的部分，因此这一部分应被看做是维持企业运作所需折旧备抵的最低数额。我们可以把这种项目称做“已支出折旧”。如果财产账户的增加额超过了当年的折旧额，那么全部折旧都必须被认为是“已支出”的。对尤里卡管道公司来说，1924—1926 年 3 年间，这种支出平均为每年 7.3 万美元。这一时期过短，不能得到什么结论；但恰好尤里卡公司在更长时间内显示的情况也与此大体相同，因此在这里也可以根据 1924—1926 年的数字来进行计算①。我们必须提醒读者注意，不要仅考察公司短时间内，比如说不到 10 年的情况就得出任何有关正常情况下已支出折旧数额的结论，除非他知道，公司的业务性质决定可以由此得出结论。

长期折旧是一种已经废弃的形式

第二个问题是作为储备金的数额应当是多少才能抵消最终全部资产的完全损耗——换句话说，就是有朝一日可能需要进行的资产大换血。这是对这一问题的理论探讨中有关折旧费用最主要的功能，而我们的货运公司的例子就是基于这个观点的简单应用（总固定资产账户必须在第 4 年年末更新）。但是我们必须承认，在实践中这种全面损耗和更换是极为罕见的。一般公司不会将累积多年来的现金储备在设备使用年限到期时全部用于更换。工厂实际上不会完全耗损；它们只是会变得陈旧过时。丢弃机械设备，十有八九是因为行业特点、公司业务或工厂位置的变化，要不然就是出于与实际贬值无关的其他原因。

这些事态发展说明存在着商业风险，其程度不是用任何工程或会计方法可以计算的。换句话说，与陈旧过时的风险相比，长期折旧因素根本就无关紧要。这种风险从本质上说是一个投资问题，而不是会计问题。它的存在不应减少收益（如同折旧费用那样），而应降低为受到这种经营风险影响的盈利能力而支付的价格。

应用上述观点确定盈利能力

让我们试着将这些结论与尤里卡管道公司的例子联系起来。我们发现已支出折旧平均每年约为 7.5 万美元。没有迹象表明机械设备必须要在可预见的日期全部更换。相反，由于维护、修理和更新的不断支出，生产线的寿命似乎有无限长。在这方面，该企业的情况与铁路公司更为相像，而不那么像货运公司那样。根据我们的推理，只有已支出的折旧费才应当从收益中扣除。剩余的折旧系数实际上是废弃汰旧的风险，这与其依附的油田可能开采殆尽有关。这些因素应当在得出收益数额之

---

① “已支出折旧”的计算方法如下：从全年的折旧费用扣除当年工厂固定设备账户的减少额（在资产负债表上用工厂固定设备减去折旧）。例：尤里卡管道公司净工厂固定设备账户，12 月 31 日。

1923 年	6 122 000 美元
1924 年	5 883 000 美元
（1）净减少	239 000 美元
（2）折旧费，1924 年	314 000 美元

已支出折旧：（2）减（1）=75 000 美元

后，而不是之前加以考虑。该案例的报表详见表36—6：

表36—6 尤里卡管道公司基于1924—1926年的数据 （单位：美元）

项目	总计	每股
折旧前收益	442 000	8.84
已支出的折旧费用（估计值）	75 000	1.50
余额：受包括废弃汰旧在内的经营风险影响的盈利能力	367 000	7.34

评估收益能力的问题

公司的数据显示这一时期不具备盈利能力，而我们的数字则显示每股收益超过7美元，这清楚地表明企业具有可观的价值。为这种盈利能力应当支付怎样的价格，这受到所有购买持续营运的企业所考虑的因素的影响。一方面包括利润增长的可能性；另一方面，包括各种各样的损失风险，固定资产废弃汰旧的风险只是其中的一种。例如，如果说认为用20%的投资收益才足以控制这些风险似乎有些保守的话；那么，上面提到的尤里卡管道公司股票的价值约为每股35美元。不过，对于这一点需要留到我们后面探讨普通股股价的问题时再加以详细讨论。对于本章来说，只要指出这个问题就足够了，即在尤里卡管道公司的实际情况中，正如在假设的货运公司的案例中的A公司一样，投资者确定的折旧备抵额与公司本身采取的数额大不相同是必要的，也是可行的。

公寓和办公楼的折旧

在实际的投资实践中，上述推理在房地产证券领域得到了最为广泛的应用。折旧费在承诺有公寓或办公楼留置权的众多债券的分析中所起的真正作用是什么呢？显然，扣除折旧费是记账，而不是深思熟虑的投资。这种假设的基础是原始成本在一段时间，例如50年内，由于自然损耗而日复一日地消耗殆尽。但是，这种计算方法很难符合投资的事实。用钢筋混凝土建造的房屋实际上在50年内不会用坏，它们是因为过时而被拆除的。其寿命长短不是取决于磨损状况，而是房地产业的发展。此外，在大量房地产债券可以以面值的很大折扣价格购买的情况下，投资者注销折旧和废弃账目都要建立在他的花费远低于采用传统折旧方法的账面价值的基础上才行。“已支出折旧”这一概念在这种情况下有较大用途，因为更新设备的平均支出必须与现金营业费用相当。顺便指出，这在酒店债券分析中也是一个重要因素。但更重要的是要提醒投资者，酒店债券应被视为一种特殊类型企业债务，而不是房地产证券的一种形式。

例如：对在纽约市拥有一幢公寓大楼的公园大街1088公司（1088 Park Avenlle Corporation）优先抵押债券的简要分析可以说明我们一直在探讨的问题。

价值185.1万的该债券未获偿付，有2.75%的固定利息，根据已收回债券的数量另有2.25%的或有利息。公司的所有股票都附属于债券。该债券1939年的平均价

格约为35美元。全部证券的总市值为65.3万美元。

截至1939年2月28日的财务年度简明损益表

项目	数额（单位：美元）
总收入	251 900
营运开支	10 4300
房地产税（估计值为2 150 000）	63 000
折旧费（大楼账面价值为2 566 000美元的2%）	51 000
利息余额	33 600
折旧前债券收益比率	4.57%
折旧后债券收益	1.82

最大允许资本支出的年度备抵金为总收入的6%，或约1.5万元。

分析

1. 假设1938年的收入和支出在将来是有代表性的，当年留出的资本支出也是有代表性的，那么该债券的现金收入就会有8.46万美元减去0.7万美元，即7.76万美元。这将是债券票面值的4.3%，市场价格的11.9%。

2. 这个百分比不仅适用于投资回报，而且要作为建于1925年的大楼的废弃汰旧备抵。但这种废弃汰旧的决定因素不只是年限，而且也取决于附近地区的性质变化和建筑风格等因素——这些因素与一般的商业风险几乎没有什么区别。

3. 投资者可以假设，在充足的现金收入中，他将获得票面价2.75%的固定利息，或市场价格的7.86%。余额数目为市场价格的4%，将被公司部分用于偿债基金，以减少发行的债券，部分用于附加利息。实际上这就是说，由于废弃汰旧而造成的价值损失将通过削减债务而抵消。投资者必须通过自己的判断决定：利息回报与可能获得更高或更低的净收益相比是否同样有吸引力；偿债基金业务是否可以充分考虑到废弃汰旧因素？如果他的答案是肯定的，那么他可以认为该证券是一项有吸引力的投资——低廉的价格不是附属因素，而是决定因素。

4. 废弃汰旧有可能由房地产价格上升所带来的财产增值所抵消，这可能是周期性的、长期的或通货膨胀式的。过去对这种升值的依赖导致许多投资者忽略了所购买房地产的折旧和废弃因素。我们认为，这种可能性具有投机性，这不会使废弃汰旧风险消失，而只是提供一个平仓的选择，一项债券投资行为必须合理，不应抱有任何乐观的期望。

折旧备抵不足

现在让我们考察一个情况相反的例子，即企业采用的财务核算方法引起折旧备抵不足的情况。必须特别注意当前流行的为了降低折旧并以此提高报告收益，而大量注销固定资产的做法。这种做法始于1927—1929年的繁荣时期，但其发展出现在随后的萧条时期。这里选了两个典型的案例以供讨论。见表36—7。

表36—7 减记固定资产的作用 （单位：千美元）

项目	安全汽车供热和照明公司		美国工业酒精公司	
	减记前	减记后	减记前	减记后
工厂固定设备账户	9 578	9 578	29 116	29 116
减去折旧	6 862	9 577	9 815	29 115
工厂固定设备账户净值	2 716	1	19 301	1
无形资产和杂项资产	5 016	167	1 185	1 185
投资于联营公司等	2 330	2 330	1 416	1 416
流动资产净值	4 379	4 379	6 891	6 891
合计	14 441	6 877	28 793	9 493
资本	9 862[Ⅰ]	4 931[Ⅱ]	22 585[Ⅲ]	3 739
盈余	4 362	1 729	4 458	4 004
应急储备	217	217	1 750	1 750
合计	14 441	6 877	28 793	9 493

Ⅰ 98 620 股，面值 100 美元。
Ⅱ 98 620 股，无面值。
Ⅲ 373 846 股，无面值。

例如：1933 年初，美国工业酒精公司和安全汽车供热和照明公司都宣布了一项计划，通过相应地降低申报资本和盈余而将财产账户减记至 1 美元。该交易可通过上表加以归纳。

美国工业酒精公司的修订附有一项声明，大意是通过将固定资产的账面价值减少为 1 美元，未来就不必再扣除折旧费了。但是，公司提出要通过借记收益来建立一个资产重置准备金账户。收益的数额应当足以用来进行生产设施的更换。据说 1933 年此类费用的数额有 30 万美元就够了，这个数字可以与 1932 年借记收益的 90 万美元折旧费进行比较。

安全汽车公司的公告内容走得比这更远。1932 年公司没有规定折旧费，因此在 1932 年的折旧前收益低于 1931 年，而在 1931 年还有亏损的情况下，1932 年的报告中还有净利润。在公司 1932 年的年度报告中说道：“通过消除 1932 年 12 月 31 日前固定资产的折旧，所有超出营运费用和后来添加的资本资产折旧的利润，董事们都可以分配给股东，而公司的流动资产不会有任何减少。”

从折旧账户中产生的收益

安全汽车公司所采取的做法与我们虚构的货运公司 C 是一致的，后者减记其货车费用为 1 美元，从而避免从盈利中扣除折旧费。我们已经指出，如果事实上必须考虑折旧的话，它就不能通过簿记条目来消除。安全汽车公司的股东不会因为他的固定资产被减记为零而多赚一文钱。无论如何也不会由于假装不再有任何设备就可以减少机械设备的维护或更换所必需的支出。让我们用与尤里卡管道公司同样的方法看一下安全汽车供热和照明公司的情况。10 年间已支出的折旧费用平均每年约为 50 万美元。这 10 年的收益记录大致如表 36—8 所示：

表36—8　　安全汽车供热和照明公司1922—1931年收益记录　　（单位：美元）

项目	1922—1931年平均	1931年	1932年
折旧前收益	1 721 000	336 000	233 000
折旧费用	669 000	442 000	无
报告的收益	1 052 000	−106 000	233 000
“已支出折旧”（估计值）	500 000	130 000	190 000
股票现金收益	1 221 000	206 000	43 000

如果对这家公司的分析是在充满不确定性的1933年进行，就不可能确定长期和近期数字哪个才能更好地说明未来的情况。但无论在这一点上做出何种假设，都必须考虑到折旧费。如果无法预期公司获得比1932年更好的业绩，那么就说明公司最大的盈利能力仍然很小，因为机械设备的实际支出即使不是超过，无疑也会接近报告的23.3万美元的“收益”。如果万一利润回到10年间的平均水平，彻底消除之前的折旧费用将导致对真正盈利能力的严重高估。

1933—1938年的后续情况

在此期间，在扣除了只有1.8万美元的平均折旧之后，公司报告平均收益为59万美元，或每股6美元。如果维持了1922—1931年的折旧水平的话，这6年间就不会有每股收益这回事，只有1937年出现了可观的利润。在这一年，所报告的盈利达到每股19.72美元，价格上涨至141美元，只在1938年跌至48美元。1937年的增长可能是得益于市场的双重失误，原因是：认为当年大量安装的空气调节装置是完全重复的，或者忽略了如果继续保持这样的走货量的话，其折旧费用必须大大高于该公司给出的毫无意义的数字。

美国工业酒精公司注销并没能完全消除从收益中提取的折旧费用，但取而代之的是有人提议建立一项“更新储备金”，由董事们任意决定。1933年，金额固定在30万美元。对之前5年估计数字的研究将使人们对正常情况下收取这样的设备更新费用是否适当表示严重怀疑。见表36—9。

表36—9　　美国工业酒精公司年报相关数据　　（单位：美元）

项目	1928—1932年报告的平均值[I]	1928—1932年平均值，依据1933年提出的更新储备金额
折旧前净值	2 090 000	2 090 000
折旧费用	1 350 000	300 000
普通股余额	740 000	1 790 000
每股收益	2	5

I 从收益中扣除公司冲减盈余的某些项目之后。

在这个例子中，经工厂固定设备账户（机械设备总值减去折旧）在5年间增加了50万美元（即从1927年底的1 880万美元增加到1932年底的1 930万美元）。换句话说，用于财产扩充与更新的投资数额超过了675万美元的折旧备抵金总额。这

种情况是我们的大企业所特有的，它们的设施往往会随时间而增加。在任何情况下都必须坚持以公认会计准则为基础的折旧费用是适当反映企业状况的最低要求。公司不能通过任意减记的方式，投资者也不能通过自己的计算而降低折旧费。因此，如果美国工业酒精公司恢复了原有的盈利能力，那么之前的折旧储备急剧减少将很有可能导致真正的盈利能力被不实地夸大，具有误导性。

其他消除固定资产的例子

1932年，商业溶剂公司减记其工厂固定设备账户至1美元。1933年和1939年，五月百货和考夫曼百货分别减记自己的家具及固定装置账户至1美元。1927年，帕克与蒂尔福德公司减记其机械及固定装置账户至1美元。在所有这些案例中，随后的折旧费都减少到低于合适数字的程度。

与股票注水相反

注销固定资产的新政策与最近的股票价值观念存在有趣的联系。这是无视资产价值和只注意报告每股收益的直接后果。约30年前，当投资者通过查阅资产负债表，以确定他们的股票背后的净资产时，这个净值被人为地夸大了，方法是增记固定资产的账面价值，使其远高于实际成本。反过来，这相应地又使平价股本言过其实。这种做法被称为“股票注水”，当时在华尔街是遭到最猛烈抨击的恶习之一。

“股票注水”一词实际上已经从投资者的词汇中消失了，这是对我们金融观点变化的一个惊人评论。出于一种奇怪的矛盾，在1914年以前通过夸大资产价值得到的有误导性的结果，现在通过与此相反的低估这些资产价值的策略同样能够达成。抹杀工厂固定设备账户，从而消除折旧费，从而增加报告收益，从而提高股票的价值。认为要这种花招可以提高证券的价值简直是荒谬可笑。然而，华尔街却郑重接受了这种异想天开的推理，公司管理层自然不会不愿意通过这样简单的动作来改善他们的表现。

买方矿石储量的摊销

公司与投资者之间在摊销备抵方面的差异在涉及矿石消耗的问题时表现得最为明显。正如在34章中所指出的，矿业公司计入损耗费的金额是出于对某些技术方面的考虑，有可能与股东的情况无关。

例如：在表36—10中，对霍姆斯特克矿业公司1925年和1938年表现的研究可以说明这一点。

从表面上看，考虑到上一年的收益情况，1939年初63美元的价格似乎比1926年初的50美元更为合理；但报告收益的基础是公司计算的折旧和损耗费，而这些费用与股票购买者为矿产实际付出了怎样的价格无关。从一名依据股票市场价格所表明的企业价值考虑收购整个企业的企业家的角度考虑问题将再一次对我们有所助益。

1926年，企业估价为1 250万美元。用这些钱他可以获得大约250万美元的流动

资产（现金等价物），这样一来矿场和机械设备将只耗资 1 000 万美元。这种资金总额是他不得不摊销的，也就是说这些资金取自收益以及在矿藏耗尽之前获得的适当利润。1926 年，矿石的可靠储量表明，以当前的生产速度，公司资产寿命最低可维持 11 年。由于不断发现新矿，新矿的储量非常接近已开采的总吨数，很有理由预期资产寿命远远不止这一最低数字。但是，指望它维持 20 年以上也是不太现实的。在这样一个采矿风险项目中，对机械以及其他设备的摊销率通常应当与对矿场本身的摊销相同，其理论基础是机械设备的寿命与矿场相同，待矿藏耗尽时将随之一同废弃。

表 36—10　　霍姆斯特克矿业公司股票数据　　（单位：美元）

项目	1938		1925	
	数额	每股	数额	每股
总收入	19 496 000	97.0	6 080 000	24.32
折旧和损耗前净收益	10 605 000	53.0	1 894 000	7.58
折旧和损耗	3 664 000	18.3	1 330 000	5.32
可用于股息分配的余额	6 941 000	34.7	564 000	2.25
市场价格（次年 3 月）	63		50	
企业的市场价值[I]	126 000 000		12 500 000	
相对于市场价值的收益率%	5.5%		4.5%	

I 1925 年 25 万股；1938 年 200 万股。

第37章

收益记录的意义

在前6章中我们着重对损益账户进行了批判性的探讨，以期对考察期间的经营效果做出公平且有参考性的报告。分析师面临的第二个主要问题是如何用既往记录来做未来收益的指示器。对证券分析来说，这既是最重要的方面，同时又是最不尽人意的环节。称之为最重要的方面是因为，我们对既往记录的研究处心积虑，其唯一实际价值在于它可以作为线索以供未来参考；而称之为最不尽人意的环节是因为，这条线索的可靠性从来就不彻底，而且到头来往往被证明没什么价值。这些问题会对分析师工作的价值带来严重影响，但不会磨灭这种价值。有足够的例子可以证明，前期表现仍是足以信赖的指南，可以继续担当证券估价和选择的主要出发点。

盈利能力的概念

在投资理论中，盈利能力这一概念有着明确而重要的地位。它结合了对数年间实际收益的报告以及对类似收益在未来发生的可能性（除非发生特殊情况）的合理预期。该记录必须涵盖若干年份，这首先是因为持续发生或反复出现的表现总是要比昙花一现的表现更有说服力；其次是因为相当长的一段时期的平均数将会吸收并中和商业周期的不利影响。

然而，我们必须将两种平均数区分开来，一是将各式各样毫不相干的数字用简单算术方法得出平均数；二是所谓的“正常”或“众数”平均数，即年度经验业绩显示出一个接近这个平均数的明确趋势。表37—1或许更能体现两种盈利能力之间的对比。

表 37—1　　1923—1932 年调整后每股收益数字　　（单位：美元）

年份	克雷斯公司	哈德逊汽车公司
1932	2.80	-3.54
1931	4.19	-1.25
1930	4.49	0.20
1929	5.92	7.26
1928	5.76	8.43
1927	5.26	9.04
1926	4.65	3.37
1925	4.12	13.39
1924	3.06	5.09
1923	3.39	5.56
10 年平均	4.36	4.75

如表 37—1 所示，克雷斯公司每股约为 4.50 美元的平均收益堪称其“预示的盈利能力”（indicated earning power），因为各个年份的数字与平均标准差别不大。然而，哈德逊汽车公司每股 4.75 美元的平均收益不过是从 10 个大不相同的数字中归纳得出的，没有令人信服的理由让我们相信该公司自 1933 年以来的收益与此平均数有着可以明辨的联系。

这些在 1933 年得出的结论可在其后 6 年的研究结果中得到证实。见表 37—2。

表 37—2　　每股收益数字　　（单位：美元）

年份	克雷斯公司[I]	哈德逊汽车公司	凯斯公司
1933	4.23	-2.87	-14.66
1934	4.76	-2.10	-7.38
1935	4.63	0.38	5.70
1936	4.62	2.14	12.37
1937	4.62	0.42	19.20
1938	2.76	-2.94	8.89
1939	3.86	-0.86	-1.87

I 根据 1936 年 10 送 10 股票分割之前的旧资本总额结算。

定量分析应当辅之以定性考虑

我们在研究收益记录时，证券分析的一条重要原则必须牢记在心。

量化数据只有在得到对企业的定性调查的支持时才会有用。

要让人们认为公司的业务相当稳定，前期记录显示出稳定性往往是不够的。抛开任何数据不谈，企业在本质上必须要显示出内在而持久的盈利能力。斯塔贝克公司（Studebaker Corporation）的例子很好地体现出这一附加标准的重要性，我们在讨

论分析定性因素时曾用该公司做过例子。不过，年度收益之间可能存在着相当大的差异，但将平均数作为粗略的指标工具是有着可靠基础的，至少可以在未来业绩上得以一用。1934年，我们举了美国钢铁公司的例子作为主要例证。1923—1932年各年度收益数字如表37—3所示。

表37—3　　1923—1932年美国钢铁公司数据　　（单位：美元）

年份	普通股每股收益[I]（单位：美元）	钢铁产生品产量（单位：吨）	占国家总产出的比率（%）	折旧前每吨净收益（单位：美元）
1932	−11.08	3 591 000	34.4	−3.54
1931	−1.40	7 196 000	37.5	5.71
1930	9.12	11 609 000	39.3	13.10
1929	21.19	15 303 000	37.3	16.90
1928	12.50	13 972 000	37.1	13.83
1927	8.81	12 979 000	39.5	12.66
1926	12.85	14 334 000	40.4	13.89
1925	9.19	13 271 000	39.7	12.49
1924	8.41	11 723 000	41.7	13.05
1923	11.73	14 721 000	44.2	12.20
10年平均	8.13	11 870 000	39.1	11.03

I 根据资本结构的变化有所调整。

如果与斯塔贝克公司1920—1929年的数字相比，上述收益显示出很大的不稳定性。但是，与斯塔贝克公司过去每股约6.75美元的预示盈利能力相比，10年间平均每股约8美元的收益对未来的指导意义要大得多。这种更大的可靠性不仅来自美国钢铁公司在业界根深蒂固的优势地位，而且还因为在这一时期多数年份中年产量和每吨利润相对波动较小。这两大因素可为美国钢铁公司“正常收益”的估算提供依据，此估算大致可用以下方法进行：

正常或通常的产成品年产量 …… 13 000 000吨
每吨产成品收入总额 …… 100.00美元
折旧前每吨净收益 …… 12.50美元
按13 000 000吨计算的净收益 …… 160 000 000.00美元
折旧、债券利息和优先股股息 …… 90 000 000.00美元
为8 700 000股普通股留下的余额 …… 70 000 000.00美元
每股正常收益 …… 8.00美元

由此可见，1923—1932年这10年间的平均收益接近于一个理论数字，这个理论数字是以一个相当明确的“正常”产量和利润率为基础的。（已发行股票数量的增加可使这个正常数字不会超过10年平均值。）尽管对于这种计算方法我们必须允许存在较大误差，但它至少为合理估算未来的趋势提供了一个出发点。

对这一分析的审查结束6年后，对于其价值我们似乎可以得出一些互有矛盾的结论。美国钢铁公司的收益在1937年的确恢复到每股7.88美元的水平（征收未分配利润附加税之前为8.31美元）。股票价格则从1933年45.5美元的平均数暴涨到1937年3月的126美元。因此，我们曾暗示，与1932年的结果相比该公司有着更好的盈利能力，所反映出来的股票价格似乎也充分合理地说明了这个情况。

但实际上，1934—1939年间的平均收益已经相当令人失望（数额不超过每股14美分）。如果这些结果在钢铁行业与在其他行业同样有效，那么我们必须要承认在1923—1932年间数据基础上进行的分析并没有多大用处，因为钢铁业的内在状况已经出现了恶化。这一恶化主要包括单位成本更高而平均产量更低，销售价格总体上则一直保持稳定。

当期收益不应成为评估的主要依据

与长期平均收益相比，公司当期收益对普通股市场价位的影响更大。这一事实是使普通股价格大幅波动的主要原因，这些价格大多（虽然并非总是）与年景好坏对收益带来的影响是一致的。显然，根据公司报告利润的暂时性变化相应地改变对公司的估价，这样的股市是相当不理性的。一家私营企业在欣欣向荣的年景可以轻而易举地赚到两倍于不景气年景的利润，但其老板绝不会想到要相应标高或降低其资本投资的价值。

这是华尔街经营之道与普通业务原则之间最重要的区别之一。由于热衷投机的公众在对待这个问题的态度上有着明显的错误，这种错误可能会给较为理性的投资者带来获益良机，这些人在收益暂时减缩而造成低价位时入手普通股，而在畸形繁荣造成膨胀价位时将其抛出。

“击败股市”（Beating the Stock Market）的经典套路——我们这里提到的是长久以来为人接受的“击败股市”的经典套路。这样做显然需要坚毅的性格，以使自己的思维方式与众不同，逆其道而行之，同时耐心等待数年一遇的良机。这条股市操作成功之道看似简单，但仍有其他考虑因素使其变得错综复杂。

在实际操作中，选择适当的买卖价位是件棘手的事情。以1921—1933年这个漫长的市场周期为例，投资者很可能会在1925年底就抛出股票，并在1926—1930年间在市外观望，而到了萧条的1931年再次买入。这些举措的第一步后来似乎证明是个严重误断，而最后一步将会带来最令人不安的后果。在其他波幅没有这么剧烈的市场周期中发生如此严重失算的可能性并不大，但对于“低买高卖”这一简单原则的适用良机人们总是质疑满腹。

另外，市场周期的循环往复也会带来股票内在价值的大幅变化，当然，与市场整体情况相比，个别证券变化会更大。如此看来，如果与往年平均收益相比某只普通股的售价似乎显得比较高，那么此后这只股票会改善自己的地位，以使自己在下一个萧条期里依然有较高的报价，这也显得合情合理。以低于正常价格购买证券时，相反的情况可能会出现。如果这种恒久性的变化不会经常发生，我们就会怀疑市场是否会对当期经营状况的波动发生如此强烈的反应。市场的错误在于，它会假设在任何情况下此类变化都可能会继续发展下去，或者至少会保持下来，然而经验表明，

这种发展只是例外而已，预测概率可能会更倾向于相反方向。

市场趋势捉摸不定，分析师不能不假思索地以当期收益为基础对股票进行估价。有时他可以认为近期数字而非平均值的重要性高于一切，但前提条件是掌握了有关近期业绩会持续发展下去的确凿证据。

平均收益与收益趋势

除了看重公司当期表现之外，股市还非常重视预示的收益趋势。在第27章中我们曾指出，这种趋势的扩大本身有着双重危险：一是这种假想的趋势到头来可能会有欺骗性，二是基于趋势的估价是不遵循任何算术规则的，因此特别容易被夸大。平均值和趋势这两个概念之间的确存在着概念上的根本冲突，这从两者在应用于分析收益记录时候可见一斑。表37—4的例子可以说明这一点。

表37—4 平均收益和收益趋势的冲突关系 （单位：美元）

公司	连续几年中的每股收益								
	第1年	第2年	第3年	第4年	第5年	第6年	第7年（当期）	7年平均	趋势
A	1	2	3	4	5	6	7	4	很好
B	7	7	7	7	7	7	7	7	中等
C	13	12	11	10	9	8	7	10	不好

从这些数字来看，在与相同的当期收益（此例中是每股7美元）相比时，趋势越好，平均值就越低；而平均值越高，趋势就越差。在有关收益记录理论和实践上的解释方面，这些数字向人们提出了一个重要问题：趋势对于未来的重要性难道不是至少要与平均值相同吗？具体说来，在判断A公司和C公司之后5年可能会创造的业绩时，我们会不会更有理由相信A公司会顺次出现8美元、9美元、10美元、11美元和12美元，而C公司则为7美元、6美元、5美元、4美元和3美元，而不会出现过去的平均值，即A公司4美元，C公司10美元呢？

对这个问题的答案来自于常识，而非形式或演绎推理。A公司业绩趋势向好，这个因素我们必须要考虑在内，但我们要考虑在内的不仅是向遥远未来自行延伸的增长曲线。相反，自行或正常的经济力量会削弱某一特定趋势无限延续的势头，这一点我们必须要牢记在心。竞争、监管、收益递减法则等都是无限扩张的劲敌，而可能会阻止持续衰落的对立因素的力量则要小一些。因此，分析师不能理所当然地认为向好趋势会延续下去，这是股票市场的惯常态度；反之，分析师必须审慎应对，寻求并确定卓越表现背后的原因，找出支撑公司实力的具体因素并斟酌如何利用这些因素扫清在公司持续增长道路上的一般障碍。

面对上升趋势时分析师应持的态度

如果这样的定性研究形成了有利的结论，这种研究经常如此，分析师的思维仍然必须要促使他将投资价值评估建立在一个假设的盈利能力之上，这个盈利能力不应当高于该公司正常业务期间已经取得的盈利能力。

这是我们的建议，因为我们认为投资价值只能与实际业绩有关。因此，预期的增长，甚至过去在不正常的商业活动条件下创造的业绩都不能做评估依据。我们将在下一章中指出，如果预期前景比正常情况下要好的多，这个假设的盈利能力的资本化情况就可能会更好；但我们会建议，如果要让价值评估的结果严格保持在投资限制之内，最大乘数应当控制在一个保守的数字上（比如说 1940 年的 20）。在此基础上，假设当年总的经营状况并不太差，A 公司的盈利能力可能会算做每股 7 美元，那么其投资价值可能会高达 140 美元。[①] 股票市场和分析师所用方法之间的差异——我们用分析师的观点来界定，来说说明了这么一种情况：在正常市场条件下，所谓“好股票”所达到的价位在保守的学者那里可能会显得过高了。这并不意味着分析师会确信市场估价是错误的，而是说他无法确信它的估价是正确的。他会将这种价格的一大部分称做“投机成分”，即所支付的这部分价格反映的不是实际的结果，而是预期的结果。（我们会在第 39 章中进一步讨论这个话题。）

面对下降趋势时分析师应持的态度

如果像 C 公司那样，趋势呈现明显下降势头，分析师将重点对待这种不利因素。他将不会假设下降的曲线一定会马上回升，也不能将往年的平均值（这个数字要比当期数字高得多）视做未来收益的正常指数。但是，对于这种状况的影响他同样也会小心行事，以免得出任何草率的结论，如该公司前景无望，其收益会全部化为泡影，其股票会因此毫无优势或价值。这样一来，对公司境况和前景的定性研究对于形成这样一种认识再次成为了关键要素，即尽管收益呈下降趋势，在某些价格上（当然是某些相对较低的价格），购买该证券或许不是个合算的举措。我们将再一次从分析师的观点出发，看看一个明智的企业人士是如何对某些私营企业权衡利弊的。

为了说明这一推理，我们附上大陆烘焙公司（Continental Baking Corporation）和美国洗衣机公司（American Laundry Machinery Company）1925—1933 年的净收益记录，见表 37—5。

表 37—5　　1925—1933 年两公司的净收益　　（单位：美元）

年份	大陆烘焙公司	美国洗衣机公司
1933	2 788 000	−1 187 000
1932	2 759 000	−986 000
1931	4 243 000	772 000
1930	6 114 000	1 849 000
1929	6 671 000	3 542 000
1928	5 273 000	4 128 000
1927	5 570 000	4 221 000
1926	6 547 000	4 807 000
1925	8 794 000	5 101 000

① 见附录注释 53。

美国洗衣机公司的利润状况呈现出持续下降的势头，而大陆烘焙公司所显示出来的趋势也好不到哪里去。大家会注意到，在1929年大多数公司业绩最兴旺的年份，我们所关注的这些企业的利润要比它们4年之前低很多。

对于这种现象，根据华尔街的思路容易得出这样的结论，即两家企业一定都在走下坡路。但是这种极端悲观的态度是很不合乎逻辑的。从定性角度对这两家企业的研究可以发现，首先它们所在的产业根深蒂固而且相当稳定。其次它们在所在产业中都位居鳌头而且财力雄厚。由此我们完全可以推断出，1925—1932年间出现的不利趋势可能是偶然或暂时的原因造成的，因此，精确推测未来盈利能力的启示应当来自数额可观的平均值，而非看似糟糕透顶的趋势。

赤字是定性因素， 而非定量因素

一家公司在报告年度赤字的时候，根据惯例会计算出以每股为单位的金额，或将其与利息要求挂起勾来。

例如，统计手册会这样说，1932年美国钢铁公司所得的收益是其发行债券利息的“-12.40倍”，其普通股每股赤字达11.08美元。应当承认，这些数字本身并没有任何定量意义，而根据它们的数值得出的平均值可能常会带来严重问题。

我们假设A公司的普通股在最后一年每股亏损5美元，而B公司每股亏损7美元。两种股票的售价都是25美元。这是不是说明A公司的股票要比B公司的股票更有价值呢？显然不是。假设是，这将意味着已经发行的股票越多，每只股票的价值就越高。如果B公司发行2股新股来替代1股旧股，那么每股损失将减少到3.50美元，而依据刚才所做的假设，每股新股将比原来的1股旧股价值更高。同样的推理也适用于债券利息。假设A公司和B公司在1932年各亏损了1 000 000美元。A公司发行了4 000 000美元利息率为5%的债券，而B公司则发行了10 000 000美元利息率为5%的债券。那么A公司可能会显示其收益将是利息的“负5倍”，而B公司则是利息的“负2倍”。这些数字不应当被视做A公司的债券不如B公司的安全。因为如果这样，这将意味着债券发行的规模越小，其地位就越低——这显然是荒唐的。

如果某个平均值是根据包含着若干赤字的一段时期的数据计算出来的，这个作为结果的数字对盈利能力能否真的具有指示意义就值得怀疑了。因为数字之间的巨大差异必然会削弱平均值的代表性。由于1930年代大萧条时期各公司出现赤字的情况相当普遍，这个问题值得引起足够重视。我们现在或许可以这样认为，对大多数公司的预示盈利能力来说，1933年以来的平均值要比1930—1939年10年间的平均值更具代表性。

凭直觉判断不应成为分析师的惯用手段

如果没有出现形势向相反方向发展的迹象，我们会把过去的记录作为判断未来的基础。但分析师必须时时小心、处处在意，不放过任何向相反方向发展的迹象。在此，我们必须将想象或直觉和一般的合理推理这两方面区分开来。未卜先知的价值不可估量，但不能指望这种能力成为分析师的惯用手段。要是他真有这个能力，

那分析也就免了。人们只能要求他做出不温不火的判断，这种判断来自逻辑思考和深思熟虑获得的经验。我们不能对证券分析师提出这样的要求，让他预言 1915 年之后香烟消费量会大幅增加，或者雪茄行业渐趋衰落，或者鼻烟业具有惊人的稳定性；同样，他也无法预测两家大型罐头公司将获准享受因其产品的需求不断增加而带来的全部好处，而不会遭到无序竞争（这种竞争使很多行业的利润惨遭侵害，就连发展更快的收音机制造业也没有躲过）的侵害。

对未来的分析应当透彻入理，不做武断的预测大师

对未来的分析推理在本质上有些特别，这种分析应当透彻入理、而不应如预测大师般武断。[①]

例如：让我们看看英特泰普公司（Intertype Corporation）1939 年 3 ~ 7 月的情况，当时其股价是每股 8 美元。这家根深蒂固的老公司是一个规模相对较小的产业（为印刷业等行业生产铸条机等机械）的领头羊之一。其近期收益一直不佳，我们似乎也没有特殊理由相信其短期前景会有乐观的预期。然而，分析师应当会从其资产负债表中看出名堂来，表 37—6 中显示其股票所拥有的流动资产净额高达近于每股 20 美元。其普通股 10 年的收益、股息和价格如表 37—6 所示。

表 37—6　　英特泰普公司普通股 1929—1938 年数据　　（单位：美元）

年份	每股盈利	股息	普通股价格区间
1938	0. 57	0. 45	12. 75 ~8
1937	1. 41	0. 80	26. 5 ~9
1936	1. 42	0. 75	22. 75 ~15
1935	0. 75	0. 40	16 ~6. 125
1934	0. 21		10 ~5. 625
1933	-0. 77		11. 25 ~1. 875
1932	-1. 82		7 ~2. 5
1931	0. 56	1. 00	18. 25 ~4. 625
1930	1. 46	2. 00	32 ~12
1929	3. 05	1. 75	38. 875 ~17
1934—1938 年平均值	0. 87		
1929—1938 年平均值	0. 68		

当然，此表并没有什么引人入胜之处，乍一看尽是些无规律的数字，也没有向好的趋势。然而，尽管这些事实无疑会与投机者眼中的问题格格不入，但分析师可能会沿着不同的路线进行推理。

对他来说，最根本的问题是我们是否相信该公司可以在业界稳坐钓鱼台，而且无论年景好坏，它都能一如既往地参与到行业竞争中来。从该行业的这个角度来看，这家公司在业界的龙头地位及其强有力的资金构成显然会给这个问题以肯定的回答。如果这一点得到认可，分析师就会指出，以 8 美元买入该股最终损失的机会会非常

① 见附录注释 54。

小，而且种种迹象表明，在其后一系列有利行情中，该股票的价值会翻番。值得一提的是，在过去5年中的3年里以及在过去10年中的6年里，该股票的价格是1939年7月价格的2~4倍。

我们需要指出，这种推理方式的重点并非是对未来趋势的准确预测，而是得出一个一般结论，那就是该公司会一如既往地做好自己的生意。

华尔街人士很可能会疑心任何这类的推断会不会只适用于毫无规律可言的公司，他们会认为得出这样的结论和确定某个“发展中的公司”将继续发展一样困难和危险。但依我们所见，与惯常的思维方式相比，对英特泰普公司的分析推理有两大绝对优势，比如，惯常思维方式对诸如可口可乐这样的公司情有独钟。这家公司当期收益是英特泰普的22倍，资产价值是其35倍，因为它的利润扩张在超过15年的时间里几乎没有间断。

第一大优势是，可口可乐公司这家私营企业的运营方式及其投资方式类似于我们对英特泰普公司提出的假设。第二大优势是，这种推理可以做得审慎一些，这会在安全性上留出较大余地，以防发生错误或招致令人失望的情绪。在“展望未来信心满怀”和纯粹的投机热情之间，这种推理引起困惑的危险要小得多。

巨额利润往往只是昙花一现

我们刚刚讨论情况的反面更为常见。此时分析师要善于发现问题，对过去的繁荣是否能够无限期地延续提出质疑。

例如：考察一下像沃森公司（生产“稳定器升降舵”产品）这样的企业，它主要生产单一类型的汽车配件。靠生产这种“小玩意”而取得的成功通常是短命的；竞争和工艺的变化时刻威胁着盈利能力的稳定。因此，对于这种情况研究人士或许会指出，市场价格（与现期收益和平均收益之间的比率正常）反映了对利润持久性毫无理由的信心，而这种利润从本质上讲很可能就是昙花一现的情况。与此判断相关的一些有关该公司的数据如表37—7所示。

表37—7 沃森公司数据 （单位：美元）

年份	普通股净收益	每股	普通股价格区间	股息
1932	-214 026	-1.07	0.375~0.125	无
1931	-240 149	-1.20	2~0.125	无
1930	-264 269	-1.32	6~1	无
1929	-323 137	-1.61	14.875~1.625	无
1928	-348 930	-1.74	20~5.25	50美分
1927	503 725	2.16	25.75~18.875	50美分
1926	577 450[I]	2.88[I]	（1927年之前无证券报价）	
1925	502 593[I]	2.51[I]		
1924	29 285[I]	0.15[I]		
1923	173 907[I]	0.86[I]		
1922	142 701[I]	0.71[I]		

I 前身各公司的收益数据，适用于1932年的总市值。

对科蒂股份有限公司（Coty，Inc.）1928 年的业绩表现，类似考察方法也同样适用。这家公司的收益记录非常突出，但这些收益是由一系列有着商标专利的化妆品流行而带来的。在这个领域中，女性变化无常的情趣不但可以增加利润，也足以让利润毁于一旦。因此，认为过去几年猛增的利润意味着未来更为丰厚的利润这一推断在此案例中显得尤为荒谬，因为根据该企业的性质，产品受欢迎程度达到顶峰或许并非久远之事，此后可能就会一落千丈，这种跌幅如果不是不可避免，至少有着很大的可能性。科蒂公司业绩表现的一些数据如表 37—8 所示。

表 37—8　　科蒂公司 1923—1929 年业绩　　（单位：美元）

年份	净收入	每股盈利（调整后的数字）
1923	1 070 000	0. 86
1924	2 046 000	1. 66
1925	2 505 000	2. 02
1926	2 943 000	2. 38
1927	3 341 000	2. 70
1928	4 047 000	3. 09
1929	4 058 000	2. 73

在 1929 年最高股价达到 82 美元之时，科蒂股份有限公司在市场上的销售价格为120 000 000美元，也就是公司最高收益的 30 倍。而对企业的实际投资（资本和盈余）共约 14 000 000 美元。

其后的收益如表 37—9 所示。

表 37—9　　科蒂公司 1930—1932 年业绩　　（单位：美元）

年份	净收入	每股盈利
1930	1 318 000	0. 86
1931	991 000	0. 65
1932	521 000	0. 34（1932 年最低价 -1. 5）

这种推理的第三种形式可适用于对 1933 年啤酒厂股票发行的分析。根据其全力运转生产能力和每桶预期的利润计算，这些股票当期和未来的收益都很高。不用说自己有先见之明，分析师也可以信心十足地预测，资金将大量涌入这个新兴行业，最终将导致产能过剩和激烈的竞争。

因此，实际现金投资不大可能带来持久的高额回报。此外，许多公司很有可能出现融资不利的问题，而另外大部分公司将无法获得足够的收益，难以保持起初的成功所带来的乐观的报价。①

① 见附录注释 55。

第38章

质疑或摒弃过去记录的特殊理由

在分析某家具体公司时，必须对决定经营业绩的每个因素进行审慎考察，以发现未来可能发生不利变化的迹象。此过程可用采矿领域的几个不同例子加以说明。该领域中的4大决定因素分别为：（1）矿藏的可开发年限；（2）年产出；（3）生产成本；（4）销售价格。第一个因素的重要性已在前文中结合冲减收益的损耗费用问题进行过讨论。如果在未来开采的矿体在位置、性质或等级方面不同于以前开采的矿体，那么无论是产出还是成本都可能受到不利影响。

产出及运营成本率

例如：卡鲁梅和赫克拉联合铜业公司（Calumet and Hecla Consolidated Copper Company）。这家铜生产商1936年及之前几年的报告说明了有关矿储量的各种问题。1936年的收入可归纳如下：

铜产量 …… 78 500 000磅

铜销售量…… 95 200 000磅，每磅9.80美分

折旧及损耗前的利润 …… 3 855 000美元

折旧 …… 1 276 000美元

损耗 …… 1 726 000美元

折旧后但在2 006 000股损耗前的每股收益 …… 1.29美元

早在1937年，该公司股票每股价格20美元，股票估价为40 000 000美元，也就是30 000 000美元的矿业资产加上10 000 000美元的营运资本。

如果对1936年的收益构成详细分析，结果显示收益来自4个不同来源，大致如表38—1所示。

表38—1 卡鲁梅和赫克拉联合铜业公司1936年收益来源

铜的来源	磅数（单位为百万）	折旧及损耗前的利润	
		每磅价格（单位为美分，近似值）	总额（单位为美元：近似值）
以前产出的铜	17.3	4.5	775 000
联合矿	36.3	3.6	1 305 000
阿米克矿	23.0	3.3	760 000
回收工厂	19.2	5.3	1 015 000
	95.8	4.0	3 855 000

这4个利润来源无论大小，可开发年限都是绝对有限的。显然不可能再次达到前几年所产出铜的销量记录了。该公司70年来的支柱——联合矿（Conglomerate Branch）“在12～14个月内”就会面临枯竭。回收工厂产出的铜，即经过尾渣再加工提炼最便宜的铜，可开发年限也只有5～7年。现在就剩下阿米克矿（Ahmeek mine）这个开发年限更持久一些、可为未来效力的矿山了，但预计该矿运营因成本考量也会于1932年4月至1935年关门歇业。（时至1936年仍有一些高成本矿区未能开业。）

因此，经分析表明，来自联合矿和回收工厂的运营在未来所带来的利润总额可能不会超过约700万～800万美元。由此看来，除了一些投机性的新发展之外，公司4 000万美元估价的绝大部分都必须由运营成本更高的矿区收益来支撑，而这些矿区对1936年的业绩所做出的贡献只占一小部分。

自由港硫磺公司（Freeport Sulphur Company）

从前称做“自由港得克萨斯公司”（Freeport Texas Company）的这家公司1933年的业绩表现为分析师提供了同样类型的问题，同时也提出了另一问题，即在这种情况下，利用过去的收益记录来支持新证券的销售是否合理。1933年1月，该公司为了筹集资金装备一个从某些其他公司租赁的硫磺生产矿区，以每股100美元价格发行了2 500 000美元的股息率6%的累积性可转换优先股。

发行说明书中有如下内容：

1. 根据1928—1932年的年均销量，硫磺储量的估计可开发年限为至少25年。

2. 1928—1932年间的收益平均为2 952 500美元，或相当于优先股股息要求的19.6倍。

这些说明的言外之意是，假设硫磺的价格不变，我们可以确信该公司今后25年的收益将与过去年份的收益大致相当。

然而，该公司的实情却无法保证这种推论的成立。该公司过去的收益来自两个矿区的经营，这两个矿区分别位于布莱恩岗（Bryan Mound）和霍斯金斯岗（Hoskins Mound）。布莱恩岗矿区由公司所有，是公司大部分利润的来源。但是到了1933年，其可开发年限已是“相当有限”（上市申请书中的用词）。事实上，该矿区的矿产储

量不太可能超过3年。霍斯金斯岗是从得克萨斯公司租入的。在支付完每吨1.06美元的固定特许开采费之后，不低于70%的剩余利润还要以租金的形式支付给得克萨斯公司。自由港公司销售额的一半要由霍斯金斯岗出产的硫磺来应付。公司即将在路易斯安那州格兰德艾卡伊（Grande Ecaille）开发新矿区，但这个新矿区所需支付的特许开采费将高达净收益的40%。

研究了这些事实之后我们可以看出，自由港公司得克萨斯公司1928—1932年的收益状况与预期的未来经营成果之间并没有直接联系。与过去获得的储量相比，发行说明书中所称的长达25年的硫磺储量位于完全不同的地区，提炼条件也完全不同。这个新项目产出的硫磺需要支付一大笔利润共享式的特许开采费，而老矿区布莱恩岗则是自由港公司直接拥有所有权的财产，因此对公司来说其利润可达100%。

除了这个已知更高的成本因素之外，我们必须要重视这样一个事实，那就是现在看来，自由港公司大部分的未来利润期待着一个新项目来实现。格兰德艾卡伊矿区仍在装配过程中，尚未开工运营，因此它正面临着许多出于开发阶段的企业所特有的风险。与布莱恩岗矿区相比，新矿区的成本要么高得多，要么低得多。从证券分析的角度来看，重要的一点是，如果分析涉及两个完全不同的矿区，你所面临的是两个几乎各自独立的企业。因此，自由港得克萨斯公司1928—1932年的记录与其未来发展的相关性还不如某些完全不同的硫磺公司（如得克萨斯海湾硫磺公司）的数字。

再次回到企业家对证券价值的观点上，自由港得克萨斯公司的业绩显示出以下这个有趣的推理过程。1933年6月，这家企业的市场价值约为32 000 000美元（25 000股每股售价为125美元的优先股和730 000每股售价为40美元的普通股）。公司期待着从一个新矿区获得未来利润中的大部分，这个矿区是从3家大型石油公司手中租入的，装备矿区共投入3 000 000美元。可以想象，这些石油公司在租赁条款上会尽量让自己占到便宜。实际上，市场是给一家仅投资了约3 000 000美元的新企业确定了高达约20 000 000美元或更高的估价。当然，这家企业证明自己具有至少6倍于投入资金的价值也是可能的，但是从普通业务流程的角度来看，对未来的预期结果支付如此庞大的溢价，似乎实在是太过轻率了。

很明显，股票市场自有一番道理。笔者认为，如果这些道理与理性思维和商业经验背道而驰，购买普通股的股民或许会暂时获得大量投机所得，或者某几只凭运气购得的股票会只赚不赔，但他们最终必然要亏本。

产品的未来价格

之前的三个例子与产出率在未来的延续性有关，也与经营成本有关，而经营成本是过去收益记录进行预测的依据。我们还必须考虑到与产品未来售价有关的，可能会为我所用的一些迹象。在此，我们通常必须要进行猜测或预言。分析师在实质上极少能对未来价格说出什么理由来，除非他们的说法不在合理预测的范围之内。不过，时而有些事实或许能够为一个更具启发性的观点提供佐证。我们还以采矿领域为例提一下锌生产商在第一次世界大战中的巨额利润，造成高利润的原因是粗锌的价格很高。巴特超级矿业公司（Butte and Superior Mining Company）在1915—1916

年这两年产生的折旧和损耗前的每股收益不低于 64 美元，这是因为其锌产品价格高达每磅约 13 美分，而战前的平均价格才约为 5.25 美分。显然，这家公司未来的盈利能力肯定会萎缩，跌至远远低于战争期间的数字，另外，为了达到平均收益水平或求得“正常”收益水平，拿其他年份的结果来比，也无法与战时的这些数字相提并论。

低成本生产商地位的变化

铜矿开采业方面的例子意义更为广泛。要对从事该行业的公司进行分析必须要考虑到这样一个事实，即自 1914 年起大量新的低成本生产商已经涌现出来，其他公司也已通过冶金技术的革新成功降低了提炼成本。这说明整个行业生产成本的“重心”已全面降低。在其他条件不变的情况下，这将会使未来的销售价格低于以往水平。天然橡胶工业的情况更突出地说明了这一革新的威力。从另外一方面看这个问题，过去列为低成本生产商的采矿企业，即成本全面低于平均水平的企业可能已经失去了这个优势地位，除非它们的生产技术水平也有大幅提高。分析师会对未来铜价持谨慎态度，这必然会使他们将技术进步计算在内——至少会与战前或大萧条时期前的平均价格做比较。

区际捷运历史上的反常价格和价格关系

纽约市的区际捷运系统（Interborough Rapid Transit System）盛衰无常的历史说明，市场价格与分析师能够确定的真实或相对价值之间有着很大程度上的不同。这些差异中有两个情形说明了这样一个事实，即出于某些具体原因，当时的当期收益和过去收益都不应该被用做预测未来盈利能力的指示器。下面将这两个情形的细节做一下简要说明。

1918 年之前的若干年间，区际捷运公司（Interborough Rapid Transit Company）的生意异常火爆。在截至 1917 年 6 月 30 日的 12 个月里，其资本股票每股赚得 26 美元收益并支付了每股 20 美元的股息。这些股票几乎全部被区际联合公司（Interborough Consolidated Corporation）所有，这家控股公司［过去称为区际 - 大都会公司（Interborough-Metropolitan Corporation）］也发行了证券抵押信托债券、股息率为 6% 的优先股和普通股。如果将其营运公司这部分未分配的盈利计算在内，该公司优先股每股收益约为 11.50 美元，普通股收益约为 2.50 美元。优先股的市场售价为 60 美元，普通股为 10 美元。这些证券交易活跃，各大金融机构对地铁交通业的急速增长十分看重，因此向大众强烈推荐这些证券。

然而，如果对这种状况稍加分析，我们会发现实际情况会与表面现象相距甚远。新的快速交通设施是根据纽约市与区际公司之间签定的合同开工建设的［该市还与布鲁克林捷运公司（Brooklyn Rapid Transit Company）签定了类似合同］。一旦新路线在第二年投入运营，区际公司可获得的收益将会根据此合同规定限制在 1911—1913 年的普遍收益水平上，这就与当前利润大相径庭了。纽约市将有权从它对新路线的巨大投资中获得高回报。如果应付款项包括增加利息在内可以全额偿付，在偿清之后纽约

市和区际公司会平分盈余利润。然而，对纽约市的有限偿付额度巨大。专家证实，即便在最优惠的条件下，至少在30年后公司才会在盈余收益中分到一杯羹。

表38—2显示出这些事实的重要之处。

表38—2 区际捷运系统 （单位：美元）

项目	1917年实际收益	与纽约市所签合同生效后的最高收益
区际捷运公司股票收益余额	9 100 000	5 200 000
区际联合公司所占份额	8 800 000	5 000 000
区际联合公司债券利息	3 520 000	3 520 000
区际联合公司优先股收益余额	5 280 000	1 480 000
优先股股息要求	2 740 000	2 740 000
区际联合公司普通股收益余额	2 540 000	−1 260 000
区际联合公司优先股每股收益	11.50	3.25
区际联合公司普通股每股收益	2.50	无

因此，潜在事实不容置疑地证明，区际公司根本谈不上前途无量，相反，在一年之内，其盈利能力注定会损失惨重。到那时，控股公司的优先股要保持6美元股息可能性很小，而普通股在一代人或更长时间内会颗粒无收。由此看来，用计算方法可以肯定，区际联合公司两种股票的价值远远低于其当前的售价。

后来的情况不但使这一批评意见得以证实（这是必然结果），而且也证明了当收益或价值的上限固定之后通常都会出现一种险情，那就是实际数字会低于最大值。新地铁线路的开通恰逢经营成本大幅增加，这是由战时的通货膨胀所致。此外，新地铁钱路减少了旧路线的利润。区际捷运公司被迫迅速减少派息，并在1919年将其完全停止。随后，其控股公司区际联合公司于1918年中止了其优先股的股息。1919年，该公司债券利息支付违约，而后破产并从业界消失，其优先股和普通股全军覆没。又过了两年，不久前还红红火火的区际捷运公司通过一个延长到期短期债券期限的“自愿”改组计划，勉强逃过了迫在眉睫的破产管理。延长期限在1932年到期时该公司仍无法支付，这一次破产案产业管理人接管了公司财产。

在两次破产申请之间的10年里，公司的收益情况又发生了一个变化，这有点类似于1917年的情况。[①] 在1928年，区际公司报告了3 000 000美元的收益，合普通股每股收益8.50美元，其股票售价高达62美元。但是，这些收益包含地铁部门4 000 000美元的“优先支付拖欠”。后者代表了为弥补新路线运营之初的利润匮乏，区际捷运公司从地铁收益中得到的有限款项。1928年6月30日，公司可能得到的优先支付拖欠款只剩下1 413 000美元了。因此，区际公司所获得的所有利润都来自一个特殊的收入来源，但此收入只能维持几个月时间。然而，粗枝大叶的投机者却认为区际公司股票的盈利能力是恒久的，并以此来进行资本化，而分析表明这种盈利能力具有彻底的偶生性和暂时性。

① 见附录注释56。

第39章

普通股市盈率　针对资本结构变化的调整

前面几章从各方面提及了华尔街在收益和价值关系上的见解。一般认为一只普通股的价值是其当期收益的一定倍数。这个倍数或乘数部分取决于当时的人气，部分取决于企业的性质和记录。1927—1929 年牛市之前，收益的 10 倍是一个公认的衡量标准。更准确地说，这是对普通股进行估价的常规出发点，只有出类拔萃的股票才配得上较高的比率，反之亦然。从 1927 年开始，收益 10 倍这一标准被一系列令人迷惑的尺度所取代。一方面有这么一种趋势，那就是对普通股的估价总的来说比以往更加不严格。这一趋势可用一位金融界领袖的名言来概括，他暗示说，好股票的价值应是收益的 15 倍。另外还有一种趋势，那就是在不同类型普通股的估价上更加泾渭分明。倍受青睐的团体中的公司，如 1928—1929 年的公共事业和连锁店，售价是当期收益的很多倍，大概在 25 ~ 40 倍。“蓝筹股”也是如此，它们都是各行各业中的佼佼者。前文曾指出，这些慷慨的估价是建立在这样一种基础之上的，那就是假定过去较长或较短时期内上升趋势会持续。1932 年之后形成了收益高于价格的趋势，这是因长期利率的急剧下降所致。

精确估价是不可能的

证券分析不能擅自对任何给定的普通股的“合理价值”构建普遍适用的规则。实事求是地讲，这种规则根本不存在。价值的基础极不稳定，因此即便是可以称得上基本准确的公式都无法生成。将估价建立在当期收益的基础上的思路似乎全盘都是无稽之谈，因为我们知道，当期收益也在不断变化之中。乘数是10、15 还是30 本质上说纯属随心所欲的选择。

但是，股市本身没有时间进行这样的科学推敲。它必须首先要创造价值，然后

找到其中原因。它的地位很像评判一桩毁约案的陪审团，对所评估的价值本无合理的评判之道，但他们必须要进行评判并做出判决。因此，普通股的价格并非深思熟虑的计算，而是各色人等相互作用的结果。股市是台投票机，而非称重器。它对实际数据不会做出直接反应，只有这些数据影响到买卖双方的决定时才会做出反应。

分析师在股票估价方面作用有限

真实情况在不断变化，人们的想象力也不可捉摸，面对这一切，证券分析师显然无法在全局上对普通股价格做出评判。但是，他在这一领域可以发挥一些具体的，虽然可能只是有限的作用，以下是有代表性的几个方面：

1. 他可以为普通股建立一个审慎的或者进行投资性估价的原则，这个原则有别于投机性估值原则；

2. 他可以指出：资本结构和收入来源对某只特定股票估价的意义；

3. 他可能会在资产负债表中发现一些影响收益状况的非正常因素。

对投资性股票最高估价的推荐原则

和投机者一样，普通股的投资者是以未来收益而非过去收益为基础的。他估价的基本原则必须是对未来盈利能力既精明又审慎的估量。但是只有当未来收益受到一段时间的真实业绩限制的时候，投资者所采取的措施才应是审慎的。然而，我们曾经建议，拿最近一年的利润单独来看，可以将其作为未来收益的评判标准，前提条件是：（1）该年度经营状况总体并非出类拔萃；（2）该公司在过去几年收益趋势呈上升势头；（3）投资者经过对该行业的研究，对其继续发展充满信心。在一个非常特殊的情况下，投资者可以有理由依靠未来较高的收益而非过去任何时间的收益。这种情况可能是由于专利申请有所进展、矿山发现了新矿脉或者发生了类似具体而重要的事件。但是，在大多数情况下，他会以 5 ~ 10 年间的平均收益为基础获得普通股的投资价值。这并不意味着所有平均收益相同的普通股应当具有相同的价值。普通股投资者（即审慎的买方）会给当期收益高于平均值的股票或者有理由相信前景比较乐观或内在盈利能力比较稳定的股票确定更高的估价。但是我们的观点本质在于，在任何一种情况下都必须要对乘数设置一个适当的上限，以使之保持在审慎估价的范围之内。我们建议，约 20 倍的平均收益是投资性购买普通股可以支付的价格上限。

尽管从本质上讲这条原则的任意性是必然的，但也不尽然。投资以可证明的价值为先决条件，典型普通股的价值只能根据既定的盈利能力，如平均盈利能力来得以证明，但是，如果低于市场价格 5% 的平均收益还能证明这个价格是合理的，那就太令人费解了。价格和收益之间的这种比率显然无法为与投资者带来与其地位相关的安全感。期待未来收益会大于过去收益的买家或许会接受这种比率，但是从估价这一术语最原始、最有用的意义上来讲，这种估价原则是投机性的。[①]

---

① 见附录注释 57。

它不属于普通股投资的范畴。

对投机性购买来说，更高的价格不无可能

这一区分的意图必须要明了。我们的言外之意并不是说为任何普通股支付20倍于平均收益以上的价格是错误的。不过我们确实认为这种价格将是投机性的。这样的购买方式可能会轻松赚大钱，但这种情况只能证明这是一次明智或幸运的投机。我们可以进一步说，很少有人能够在投机操作中始终明智或走运。因此，我们可以提出一个实际意义不小的推论，即习惯于以平均收益20倍左右的价格购买普通股的人从长远来看很可能会严重亏本。这种情况很可能发生，因为在这种缺乏检验工具的情况下，他们会不断屈从于牛市的诱惑，而牛市总是能够找到支持为普通股支付天价的华而不实的理由。

投资等级普通股的其他必要条件及由此引出的推论

应当指出的是，如果将平均收益的20倍定为投资性购买的价格上限，那么通常所付的价格应当要远远低于这个最大值。这表明，对于前景一般的公司这种典型案例，支付平均收益的大约12倍或12.5倍可能是比较合适的。我们还必须要强调一点，那就是市场价格和平均收益之间的合理比率并非普通股投资的唯一必要条件。这个条件必要却不充分。公司在财务结构和管理方面必须要令人满意，其前景也不要招致不满。

从这个原则出发我们可以得出另一条重要推论，即普通股投资有吸引力，投机就会有吸引力。此推论的正确性在于，如果一只普通股能够满足审慎的投资者的需求，即投资可以保值且前景看好，那么这种证券的市场价值得以升值的机会很大。

投机性和投资性普通股的例子

我们对购买普通股的投资原则的定义，在关于优质普通股的方面与华尔街的做法有所差异。对于这些证券，大大高于平均收益20倍的价格是可以上市的，更有甚者，无论售价多高，它们都会被归入“投资性证券”之列。根据我们的观点，为“最佳普通股”支付高价使这些购买行为从本质上变成了一种投机，因为只有未来的增长才能证明这种高价的合理性。因此，我们所界定的普通股票的投资操作将在市场中占有一个中间位置，它位于两种证券之间，即由于质量受到怀疑而具有投机性的低价证券和稳固地位，却由于高价格而具有了投机性的证券。

这些区别[①]可以通过表39—1、39—2、39—3的9个例子说明，这些例子取自1938年12月31日。

对不同分组的评论。列入A组的公司代表了所谓的“上等”或“蓝筹”企业，这些企业在1928—1929年的投资风潮以及随后几年的市场中倍受青睐。它们的特点是财政状况稳健、预计前景辉煌，过去收益状况稳定或持续增长。但是，这些股票的市场价格高于与其平均收益相当的水平。事实情况是，在1929—1938年这10年好

① 见附录注释58。

年景里，其利润低于1938年12月市场价格的8%。这些证券的另一个特点是，与实际资本投资相比，它们的售价存在着大量溢价。

B组中分析的公司带有明显的投机性，因为它们的收入记录极不稳定。它们的市场价格与平均收益、最高收益和资产价值的关系显示出一定差异。

C组显示的这些普通股的例子均符合投资质量进行的具体和量化检验。这些检验包括以下内容：

1. 在10年间经营状况波动巨大的情况下，收益一直表现稳定；
2. 平均收益和市场价格之间的比率令人满意；
3. 财务结构足够审慎，营运资金地位稳健。

表39—1 **A组：1938年12月由于高价格而具有投机性的普通股（数据进行了调整以反映资本结构的变化）** （单位：美元）

项目	A组：		
	通用电气	可口可乐	琼斯－曼维尔
普通股每股收益：			
1938	0.96	5.95	1.09
1937	2.20	5.73	5.80
1936	1.52	4.66	5.13
1935	0.97	3.48	2.17
1934	0.59	3.12	0.22
1933	0.38	2.20	−0.64
1932	0.41	2.17	−4.47
1931	1.33	2.96	0.45
1930	1.90	2.79	3.66
1929	2.24	2.56	8.09
10年平均	1.25	3.56	2.15
5年平均（1934—1938）	1.25	4.59	2.88
债券	无	无	无
优先股	无	600 000股@60	75 000股@130
		36 000 000	9 750 000
普通股	28 784 000股@43.5	3 992 000股@132.25	850 000股@105
	1 250 000 000	529 500 000	89 300 000
总市值	1 250 000 000	565 500 000	99 050 000
有形资产净值，1938年12月31日	335 182 000	43 486 000	48 001 000
流动资产净值，1938年12月31日	155 023 000	25 094 000	17 418 000
以普通股价格为基础的平均收益，1929—1938年	2.9%	2.7%	2.0%

（续前表）

项目	A组：		
	通用电气	可口可乐	琼斯－曼维尔
以普通股价格为基础的最高收益，1929—1938年	5.1%	4.5%	7.7%
以普通股价格为基础的最低收益，1929—1938年	0.9%	1.6%	–
以普通股价格为基础的平均收益，1934—1938年	2.9%	3.5%	2.7%

表39—2　　B组：1938年12月由于不稳定记录而具有投机性的普通股　（单位：美元）

项目	B组		
	固特异轮胎及橡胶	席梦思	扬斯顿板材和管材
普通股每股收益：			
1938	1.34	1.42	−0.89
1937	1.95	2.88	6.79
1936	3.90	3.53	7.03
1935	0.12	1.14	0.64
1934	−0.66	−0.84	−2.95
1933	−0.79	0.04	−7.76
1932	−4.24	−2.57	−11.75
1931	0.04	−0.79	−6.55
1930	−0.37	−1.05	5.17
1929	10.23	4.15	17.28
10年平均	1.15	0.79	0.70
5年平均（1934—1938）	1.35	1.63	2.12
债券	50 235 000	10 000 000	87 000 000
优先股	650 000股@108	无	150 000股@81
	70 250 000		12 165 000
普通股	2 059 000股@37.625	1 158 000股@32	1 675 000股@54.25
	77 500 000	37 050 000	90 900 000
总市值	197 985 000	47 050 000	190 065 000
有形资产净值，1938年12月31日	170 322 000	28 446 000	224 678 000
流动资产净值，1938年12月31日	96 979 000	14 788 000	83 375 000
以普通股价格为基础的平均收益，1929—1938年	3.1%	2.5%	1.3%

（续前表）

项目	B组		
	固特异轮胎及橡胶	席梦思	扬斯顿板材和管材
以普通股价格为基础的最高收益，1929—1938年	27.2%	13.0%	31.8%
以普通股价格为基础的最低收益，1929—1938年	–	–	–
以普通股价格为基础的平均收益，1934—1938年	3.6%	5.1%	3.9%

表39—3 C组：1938年12月从定量角度达到投资检验标准的普通股 （单位：美元）

项目	C组		
	亚当斯－米利斯	美国安全剃刀	纽伯里
普通股每股收益：			
1938	3.21	1.48	4.05
1937	2.77	2.47	5.27
1936	2.55	2.70	6.03
1935	2.93	2.42	4.94
1934	3.41	2.03	5.38
1933	2.63	1.40	3.06
1932	1.03	1.14	1.07
1931	4.72	1.58	1.73
1930	4.83	2.50	2.27
1929	4.83	2.57	3.15
10年平均	3.29	2.03	3.70
5年平均（1934—1938）	2.97	2.22	5.13
债券	无	无	5 587 000
优先股	无	无	51 000股@106
			5 405 000
普通股	156 000股@21	524 000股@14.875	380 000股@34.5
	3 280 000	7 800 000	13 110 000
总市值	3 280 000	7 800 000	24 102 000
有形资产净值，1938年12月31日	3 320 000	6 484 000	25 551 000
流动资产净值，1938年12月31日	926 000	3 649 000	8 745 000
以普通股价格为基础的平均收益，1929—1938年	15.7%	13.7%	10.7%
以普通股价格为基础的最高收益，1929—1938年	23.0%	18.2%	17.5%
以普通股价格为基础的最低收益，1929—1938年	4.9%	7.7%	3.1%
以普通股价格为基础的平均收益，1934—1938年	14.1%	14.9%	14.9%

尽管我们并不建议以投资为目的所购买的普通股必须要显示出与支付价格一致的资产价值，但 C 组中的证券依然带有这样的特点，总体而言，它们不会以高于公司实际资源的巨额溢价出售。

我们所设想普通股投资将仅限于那些具有 C 组表现的此类证券。但在实际购买此类证券时还须注意这一点，那就是买方必须要由衷地相信企业前景至少是向着有利方向发展的。

对资本结构变化的考虑

在考察过去的收益记录时，如果记录是以每股数字为基础的，那么关键在于这些数字必须要加以调整，以反映在这段时期内发生的资本结构上的所有重大变化。最简单的变化是由于出现派发股息和拆股等情况，而只有普通股的数量发生了变化。需要做的就是根据目前的股票数量重新计算整个考察期间的资本结构状况。这种重新计算是由一些统计服务机构而非其他机构进行的。

如果资本结构的变化是由于以相对较低的价格出售增发股票（通常是通过认购权或认股权证来实施的）或高级证券的转换造成，那么这种调整会更困难些。在这种情况下，增发股票可能会获得的任何收入必须要加入此前普通股获得的收益中。债券或优先股转换为普通股后，先前所支付的费用应当加回到收益中，然后将这个新数字应用到更大数额的股票中。如果股票已经以相对较低的价格出售，适当的调整方法是允许销售收入的收益率达到约 5% ~8%。如果上述提到的变化不甚显著，无须进行这种重新计算。

有时候，由于证券兑换或认股权证的行使，发行在外的股票数量未来可能会增加，为了反映这种情况，必须对每股收益进行相应调整。当其他证券持有人有着各种各样的选择时，要进行明智的分析就必须要考虑到选择权的行使可能会对普通股每股收益带来的负面影响。

例如：在分析美国航空公司（American Airlines，Inc.）所报告的收益时，这种调整是必需的，报告收益为期 12 个月，截止到 1939 年 9 月 30 日。

所报告的收益 …… 1 128 000 美元

约 300 000 发行在外的股票每股价格 …… 3.76 美元

（1939 年 12 月的价格约为 37 美元）

然而，还有发行在外的价值 2 600 000 美元的利息率为 4.5% 的公司债券，可转换成每股 12.50 美元的普通股。分析师必须假设这些债券得以转换，给出的调整结果如下：

收益，加回 117 000 美元利息 …… 1 245 000 美元

508 000 股每股价格 …… 2.45 美元

作出必要调整之后，所报告的每股收益超过 1/3 消失了。

美国供水和电气公司（American Water Works and Electric Company）的例子可以用来说明两种类型的调整。见表39—4。

表39—4 美国供水和电气公司的两种调整

年份	普通股所报告的收益			调整A		调整B		
	股票总额（单位：千美元）	股数（千只）	每股（单位：美元）	股数（千只）	每股盈利（单位：千美元）	总额（单位：千美元）	股数（千只）	每股盈利（单位：美元）
1933	2 392	1 751	1.37	1 751	1.37	3 140	2 501	1.26
1932	2 491	1 751	1.42	1 751	1.42	3 240	2 501	1.30
1931	4 904	1 751	2.80	1 751	2.80	5 650	2 501	2.26
1930	5 424	1 751	3.10	1 751	3.10	6 170	2 501	2.47
1929	6 621	1 657	4.00	1 741	3.80	7 370	2 491	2.95
1928	5 009	1 432	3.49	1 739	2.88	5 760	2 489	2.30
1927	3 660	1 361	2.69	1 737	2.11	4 410	2 487	1.76
7年平均			2.70		2.50			2.04

调整A反映了1928、1929和1930年股息支付情况。调整B则假设1934年发行的15 000 000美元利息率为5%的可转换债券全部得以转换，从而以与利息费同样的数额增加了收益，同时普通股发行也增加了750 000股。（前文曾经探讨过，对折旧费等问题所提出的质疑可能会使所报告的收益得以修正，但上述调整与此无关。）

在分析资产负债表的时候，对普通股每股的账面价值或流动资产价值应做相应调整。这方面的技巧在我们对鲍德温机车公司的业绩探讨之后进行了介绍，参见附录注释70，此部分将对发行在外的认股权证进行探讨。

对参与利益的考虑

在计算普通股可获得的收益时，我们必须要充分认识到参与证券持有人的权利，所涉及的数额是否确实已经得以支付。对管理合同的影响也必须进行类似考虑，这种合同要求利润的大部分要列做管理者的报酬，这与投资信托的情况类似。有时会出现涉及“限制性股票”的不同寻常的案例，这种股票的股息会依收益情况或其他情况而有所变化。

例：特瑞科产品公司（Trico Products Corporation）是一家大型的汽车配件制造商，它以675 000股普通股的形式资本化，其中450 000股（由董事长持有）最初在股息方面受到“限制”。不受限制的股票有权先获得每股2.50美元的股息，之后这两类股票再平分进一步的股息。此外，在1925年及其后年份中公司收益达到某种定额，一批批限制性股票就纷纷从这种限制中解脱出来。见表39—5。（截止到1938年年底，共有239 951只股票得以解脱。）

表 39—5　　调整后的收益：特瑞科产品公司[I]　　（单位：美元）

年份	普通股收益	不受限制的股票每股收益		
		A. 忽略限制股	B. 非限制股的最大分配	C. 考虑限制股的解脱（即以总资本为基础）
1929	2 250 000	6.67	4.58	3.33
1930	1 908 000	5.09	3.94	2.83
1931	1 763 000	4.70	3.72	2.81
1932	985 000	2.57	2.54	1.44
1933	1 418 000	3.78	3.21	2.10
1934	1 772 000	4.72	3.74	2.62
1935	3 567 000	9.84	6.52	5.38
1936	4 185 000	9.75	7.25	6.39
1937	3 792 000	8.97	6.82	5.99
1938	2 320 000	5.58	4.53	3.70
10 年平均	3 394 000	6.17	4.69	3.64

I 由于公司对不受限制的股票的回购，对 1935—1938 年的计算有一定影响。

C 栏提供了对不受限制的股票的盈利能力进行计算的最佳方法。A 栏与此毫不相关。

蒙大拿电力公司（Montana Power Company）1921 年 6 月之前的股票与特瑞科产品公司情况相似。

一般规则

前面几页中的材料可归纳为以下的一般规则：

前身为可转换证券或经历了由于行使股票期权或参与其他证券持有者享有的优先增购行为而导致股票跌价的普通股，其内在价值要进行合理估价，评估数字不能高于这些优先增购行为得以充分实施后所带来的股票价格。

第40章 资本结构

公司总资本中高级证券与普通股所占的比例对于其每股收益能力影响很大。下面一组假设的例子能够更加清楚地说明这一点。因此，我们假设有三家工业公司A、B和C，每家公司的盈利能力都是（即近期的平均收益）1 000 000美元。三家公司除了资本结构之外，其他方面完全相同。A公司的资本仅包括100 000股的普通股。B公司发行了6 000 000美元利息率为4%的债券以及100 000股的普通股。C公司发行了12 000 000美元利息率为4%的债券以及100 000股普通股。

我们假设这些债券的价值为票面价值，而普通股的价值为每股收益的12倍。那么这三家公司的价值如表40—1所示。

表40—1　　A、B、C三家公司的价值表　　（单位：美元）

公司	普通股收益	普通股价值	债券价值	公司的总价值
A	1 000 000	12 000 000		12 000 000
B	760 000	9 000 000	6 000 000	15 000 000
C	520 000	6 000 000	12 000 000	18 000 000

这些数据值得我们注意。盈利能力相同的公司仅仅因为资本结构不同而导致了价值大不相同。但是资本结构本身就是由管理者任意决定的。这是否意味着通过改变高级证券与普通股的比例就能够任意地增加或是减少公司的公平价值呢？

任意改变资本结构能否使公司的价值发生改变

要准确地回答这个问题，我们必须仔细分析上述例子。在计算这三家公司的价值时，我们假定公司债券为票面价值并且公司股票价值为其收益的12倍。这种假设

是否合理呢？我们先来看一下 B 公司的情况。如果没有不利的因素存在，公司债券的卖出价格约为 100 美元，因为利息率为 4 倍。而这种融资债务的存在通常也不会影响普通股以既定盈利能力 12 倍的价格售出。

然而有人会质疑，如果 B 公司的股票价值为其收益的 12 倍，那么 A 公司的股票价值应该高于这一倍数，因为 A 公司没有债务存在。因此 A 公司股票的风险相对较小，而且不像 B 公司的股票那样容易受到收益减少的影响。这种观点固然没错，但 B 公司的股票同样也会因收益增加而受益。表 40—2 中的数据更加清楚地说明了这一点。

表 40—2　　A、B、C 三家公司的股票价值表

假设收益（单位：美元）	每股收益（单位：美元）		每股收益与基数相比	
	公司 A	公司 B	公司 A	公司 B
1 000 000	10.00	7.60	（基数）	（基数）
750 000	7.50	5.10	−25%	−33%
1 250 000	12.50	10.10	+25%	+33%

B 公司更容易受可能的利润下降影响，同时也更容易得益于可能的利润增加，二者可以相互抵消，这种观点是否更加可观呢？此外，如果投资者预期未来的收益会增加，这或许是其选择普通股票的依据——难道他不会选择同样的利润增长条件下收益更多的股票吗？因此我们又回到了最初的结论，即仅仅因为高级债券与普通股的资本结构不同，B 公司的价值比 A 公司要高出 3 000 000 美元，或是高出 25%。

资本结构优化的原则

这一结论看似矛盾，但是普通股在市场上的实际表现却证实了这一点。深入分析这种矛盾的结论我们会发现，这是由于 A 公司资本结构过度简化造成的。A 公司的普通股显然包含 B 公司的债券和股票所代表的两种成分。A 公司部分股票实际上相当于 B 公司的债券，在理论上应该以相同的基础进行估价，即 4%。A 公司其余的股票则应该按照 12 倍的市盈率进行估价。按照这一推理 A 公司两个部分的股票价值合计为 15 000 000 美元，即按照平均 6.66% 的基础计算，这一结果与 B 公司债券和股票的合计价值相同。

但是实际上人们通常无法看到 A 公司股票这种 15 000 000 美元的价值。最明显的原因就是普通股的购买者很少会看到存在于普通股票中的“债券成分”，并且这些购买者无论如何也不希望股票包含这样的债券成分，更不愿为之支付额外的费用。这使我们得出一项无论是对于证券购买者还是和企业管理层都十分重要的原则，即：对于任何企业来说最优化的资本结构中应该包括高级证券，其数量应该符合安全发行以及安全投资的标准。

具体来说，这意味着从股东的角度来看，假设两个公司 6 000 000 美元的债券发行都符合安全投资的标准，那么 B 公司的资本结构要好于 A 公司的资本结构。（根据前文中所提出的工业债券的严格检测标准，安全投资标准所需条件之一就是公司的

营运资本净额不少于6 000 000美元。）在这种情况下，可以说普通股东对于全部资本的贡献就会过于保守，因为相对于合理借贷的资本部分来说，这样做通常会使股东所投资的资本收益较少。大多数私有企业也存在类似的情况，这种做法通常会被作为一项正当的可盈利政策，使用保守数额的银行贷款来满足季节性需求，而不是完全依靠股东的资本提供营运资金。

造成优质工业债券短缺的公司行为

此外，银行希望优质的企业进行季节性借款，同样投资者也通常希望实力雄厚的企业通过售出债券来适当增加资本。这种政策会增加市场上优质债券的数量，为债券投资者提供更广泛的选择，并且使不良债券很难售出。然而遗憾的是，工业公司近年来的做法导致了优质工业债券的短缺。有实力的企业一般不会发行新的债券，并且其旧债券通常也已经退出流通。但是这种实力最强的工业企业避免债券债务的做法实际上从很多方面挫伤了投资者的热情并且使投资政策陷入混乱之中。本书1934年的版本里关于这一问题的观点中相当一部分今天仍然适用。

1. 这种做法往往使新的工业债券融资局限于实力较弱的企业。优质债券的相对稀缺使投资公司卖出劣质债券，而投资者则买入这些劣质债券，从而不可避免地带来灾难性的结果。

2. 优质债券的稀缺也会使投资者对优先股进行投资。优先股从理论上来说是不安全的，之前我们具体讨论过原因（第14章）。因此，这些股票的投资结果可能会不尽人意。

3. 很多大公司的资本结构中没有（或者几乎没有）高级证券，这多少提高了其普通股票的质地，当然也增加投资者对这些普通股的需求。而这又使那些需要购买安全债券的人成为普通股投资者的主力军。这样就使这些普通股票价格过高的情况看似是合理的，并最终在很大程度上混淆了投资的动机和投机动机，并在1927—1929年间导致了众多过去谨慎的投资者变得胆大妄为。

资本结构头重脚轻企业的收益评价

为了进一步分析这种资本结构，我们首先分析一下C公司的案例。假定该公司12 000 000美元的债券按照票面价值出售，并且其股票按照其每股收益5.20美元的12倍出售，那么我们对C公司的估值为18 000 000美元，但上面对债券价格的假设显然是错误的。收益是利息费用的两倍并不足以确保工业债券是安全的，因此投资者按照票面价值购买这样的债券是不明智的。事实上这个例子恰恰能够说明我们的观点，即利息的两倍并非足够的保证金额。一些投资者似乎这样认为：如果是足够的保证金额，那么任何较为成功的企业若是投资收益率为8%，就可以通过出售4%的债券收回全部资本，而且仍然可以通过剩下的收益对其企业保持控股权。对于经营者来说这种方法非常具有吸引力，而从购买证券的投资者的角度来看却十分愚蠢。

C公司的例子也说明了利息率对高级证券安全性的影响。如果12 000 000美元的

债券息票率为6%，那么收益就会低于720 000美元的利息费用的1.5倍。我们假设D公司发行了这样的债券。一个粗心的投资者看到两个公司的情况后，可能会认为D公司6%的债券不安全而不去投资，因为这些债券的利息担保率只有1.39。而投资者却接受了C公司按照票面价值出售的债券，因为收益为固定费用的两倍而令他感到满意。这种判断并非明智之举。我们的投资者仅仅因为D公司的息票率较高就拒绝投资，而仅仅因为C公司利息率低就接受其债券。然而事实上，债券安全的最低下限应该设置得足够高，以避免仅仅通过降低利息率就可以使债券看似安全。当然，这种推理同样也适用于优先股的股息率。

由于C公司债券发行规模过大而导致了这种债券是不安全的，因此在出售时可能会远远低于票面价值。我们无法对这样的证券进行合理的估价，但是我们在第26章中曾指出，通常我们不应该以超过70美元的价格购买因缺少安全性而变得具有投机性的债券。而这种债券发行过多的情况也可能会使股票无法以其收益12倍的价格售出，因为保守的股票购买者会因C公司在将来遭遇困难时面临巨大的财政困难风险而避免投资其股票。其结果可能会与最初假设的情况不同，C公司发行的债券和股票的市场价值不是18 000 000美元，而可能是低于15 000 000美元（B公司的估值）或是甚至低于12 000 000美元（A公司的估值）。

而更为冷酷的事实是，我们应该看到C公司这种不利的结果可能未必会反映到市场上。如果投资者有足够大意，而投机者又足够热情，那么C公司的证券也可能会在市场上以18 000 000美元甚至更高的价格售出。但是这种情况是毫无依据并且毫不稳定的。我们关于资本结构的理论认为C公司的结构无论如何都是不标准也不合适的。这表明通过高级证券所获得的利益是有限的。在优化资本结构的讨论中我们已经提出了对这一观点的原则，因为高级证券一旦超过安全发行的数量或是安全投资的数量就不再能够获益。

我们前面将A公司的资本结构称之为“过于保守”型，将C公司的称之为“投机”型，而将B公司称之为“适合”型。

投机性资本结构中的杠杆系数

虽然投机性资本结构使公司所有的证券都超出了投资界限，但是这种结构可以使普通股票明显具有投机优势。C公司的收益增长25%（由1 000 000美元增至1 250 000美元）将意味着其普通股票每股收益增长约50%（从5.20美元增至7.70美元）。因此在好年景或是市场景气的环境下，具有投机性资本结构的公司市值相对较高。反之在经济不景气的条件下，这些公司的市值就会被严重低估。但是这种证券却包含着一种真正的优势，因为这种债券以低估的价格售出后，其涨幅会远远大于其下跌的幅度。

1921—1929年美国供水和电气公司普通股的数据展现在我们面前的是一个神话般的价值增长奇迹，而这种增长在很大程度上是因极具投机性的资本结构造成的（见表40—3）。

表40—3　　美国供水和电气公司的普通股数据　　（单位：美元）

项目	1921年	1923年	1924年	1929年	1929年与1921年数字的比率
总收入[I]	20 574	36 380	38 356	54 119	2.63：1
相对于费用的净收益[I]	6 692	12 684	13 770	22 776	3.44：1
固定费用和优先股股息[I]	6 353	11 315	12 780	16 154	2.54：1
普通股收益余额[I]	339	1 369	990	6 622	19.53：1
以1921年为基础[II]：					
普通股股数	92 000	100 000	100 000	130 000	1.41：1
每股收益	3.68	13.69	9.90	51.00	13.86：1
普通股最高价	6.5	44.75	209	≈2500	385.00：1
普通股最高价的收益%	56.6%	30.6%	4.7%	2.04%	0.037：1
报告中的数据：					
普通股股数	92 000	100 000	500 000	1 657 000	
每股收益	3.68	13.69	1.98	4.00	
普通股最高价	6.5	44.75	41.875	199	

I 以千美元为单位。

II 股数及估价已做调整，以消除股息和拆股影响的调整。

假如投资者1921年在最高价以6.50美元购买1股该公司的普通股票并一直保留至公司配股，他在1929年股价至最高价位199时就会拥有约12.5股。他的6.50美元就会增长至大约2 500美元。虽然该普通股的市值增长了约400倍，但总收入比之前的数据却只增长了2.6倍。普通股价值不成比例地过度增长主要是由几个因素造成的，按照重要程度如下所述：

1. 该股票每股收益的估值较高。1921年该公司的资本结构表现为头重脚轻，其债券以低价出售，而普通股每股收益不为人们所看重，尤其是公司没有发放第二优先股的股息。1929年公众对公用事业股票的投资热情导致了普通股股价几乎是历史最高收益记录的50倍。

2. 投机性的资本结构使普通股因公司的财产和收益的增长而获得了巨大的利益。几乎所有所需的追加资金都来自于出售高级证券所得。我们可以看到，1921—1929年间，收入总额增长了约160%，而已有的普通股每股收益余额却在同期增长了14倍。

3. 从净收益与总收入的比率增加可以看出，在此期间利润率也有所增长。投机性的资本结构使普通股更大地受益于净收益的额外增长。①

其他的例子：对斯特利制造公司（A. E. Staley Manufacturing Company）的分析充分说明了投资性资本结构的企业在不同的经营状况下的表现。该公司是玉米产品的制造商。作为比较，我们这里还给出了对同一领域里美国玉米产品公司（American Maize Products Company）的分析，该公司属于一家资本结构保守的企业。见表

① 见附录注释59。

40—4、40—5 和 40—6。

斯特利公司的数据中最引人注意的是其普通股每股年收益的异常波动。公司自身的性质决定了其净利润会大幅波动，而公司普通股与高级证券相比数量很少，这也使上述波动对普通股所产生的影响被无限放大了。巨额的折旧提存对于公司来说相当于一项沉重的固定费用。因此公司折旧前的净利润从 1929 年的 3 266 000 美元降至次年的 1 540 000 美元，降幅约为 50%，并导致了普通股每股收益从 84 美元降至 3.74 美元。美国玉米产品公司的净利润也有所波动，但是由于优先费用数额不大，因此普通股收益的波动远没有那么蔚为壮观。

表 40—4　　斯特利公司数据

年份	折旧前净收益[I]	折旧[I]	固定费用和优先股股息[I]	普通股余额[I]	每股收益（单位：美元）
1933	2 563	743	652	1 168	55.63
1932	1 546	753	678	114	5.43
1931	892	696	692	−496	−23.60
1930	1 540	753	708	79	3.74
1929	3 266	743	757	1 766	84.09
1928	1 491	641	696	154	7.35
1927	1 303	531	541	231	11.01
1926	2 433	495	430	1 507	71.77
1925	792	452	358	−18	−0.87
1924	1 339	419	439	481	22.89

I 单位为千美元。

表 40—5　　美国玉米产品公司数据

年份	折旧前净收益[I]	折旧[I]	固定费用和优先股股息[I]	普通股收益余额[I]	每股收益（单位：美元）
1933	1 022	301	…	721	2.40
1932	687	299	…	388	1.29
1931	460	299	…	161	0.54
1930	1 246	306	22	918	3.06
1929	1 835	312	80	1 443	4.81
1928	906	317	105	484	1.61
1927	400	318	105	−23	−0.08

I 单位为千美元。

表 40—6　　资本结构（1933 年 1 月）　　（单位：美元）

项目	斯特利公司	美国玉米产品公司
利息率为 6% 的债券	（4 000 000 股[I]，每股 75）	
股息为 7 美元的股票	（50 000，每股 44）	
普通股	（21 000 股，每股 45）	3 000 000 股，每股 20
总资本	6 150 000	6 000 000
1927—1932 平均收益，大约收益	900 000	615 000

（续前表）

项目	斯特利公司	美国玉米产品公司
占1933年资本额的%	14.6%	10.3%Ⅱ
普通股每股的平均收益	14.76	1.87
以普通股股价为基础的收益%	32.8%	9.4%Ⅱ
营运资本，1932年12月31日	3 664 000	2 843 000
净资产，1932年12月31日	15 000 000	4 827 000

Ⅰ 扣除未发行债券的估计数字。

Ⅱ 这两个数据的差异是由于1927—1930年对于流通的优先股的不同处理方式造成的。上述计算中护忽略了1931—1933年间少量剩余的优先股。

投机性资本结构可能导致对整个企业价值的严重低估

1933年1月斯特利证券的市值从实践上证实了我们对C公司的理论分析。头重脚轻资本结构导致债券和优先股价格偏低，而后者在1931年尤其受到了临时不发放股息的影响。其结果是总价值不但没有因为高级证券的发行而增长，公司的市值反而远远低于资本结构比较保守的美国玉米产品公司。美国玉米产品公司的平均收益和市场价值之间的关系比较正常。该公司的资本结构不能被称为过度保守，因为公司年收益的变化可以很好地解释公司为什么没有没有发行大量的高级证券。另一方面，少量的债券或是优先股也不会给公司带来很大的收益或是损失。

比较两家公司的流动资产头寸和总资源进一步证明了在1933年1月相对于美国玉米产品公司来说，斯特利公司的价值被低估。按照每美元的净资产值计算，斯特利公司的市值只有美国玉米产品公司的1/3。

类似斯特利公司的普通股这样的投机性证券在市场环境对其不利时被严重低估，从而就有可能在市场环境有所改善时大幅增长，这是因为到那时每股收益会急剧增加。值得注意的是，在1927年初，斯特利公司的普通股报价为75美元，而一年之后其市价高达接近300美元。同样，其股份也从1932年33美元的低价增至1939年的320美元。

一个相应的例子。莫霍克橡胶公司（Mohawk Rubber）价格巨幅波动的例子更加令人吃惊。1927年公司的普通股市价为15美元，低级债券的估值仅为300 000美元，而优先股的市值为1 960 000美元。公司1926年的销售额为6 400 000美元，亏损了610 000美元。1927年销售额降至5 700 000美元，但是净利润为630 000美元。这使为数不多的普通股每股收益增至23美元。因此普通股价格从1927年最低价15美元上涨至1928年最高价251美元。1930年该公司再次亏损669 000美元，而第二年股价暴跌至4美元。

在资本结构具有投机性的企业里，只有牺牲高级债券持有者利益时，普通股股东才会获利，或是有可能获利。普通股股东经营的资金中只有很少一部分是自己口袋里的钱，而大部分都是来自于高级债券持有人。普通股股东与高级债券持有人之间的关系就是“不是我赚钱，就是你赔钱”。这种普通股股东承担较少债务的战略性投资就是所谓“举债经营”的一种极端形式。换种说法，可以说普通股股东可以

“廉价获得”企业预期利润。

份额较少的普通股之投机价值

我们在讨论固定价值投资时着重强调了当初级资本占有比例相对较少时，高级债券持有人就会处于劣势的地位（可以说是不公平的地位）。那么自然会有这样一个问题，在这种资本结构下普通股难道不会相应地具有优势，更具投机价值吗？这个问题显然已经使我们完全超出普通股投资的领域，并且把我们引入到一个巧妙投机甚至科学投机的探险王国之中。

从斯特利公司的例子中我们已经看到，在经济不景气时具有投机性的资本结构可能会对高级证券和普通股的市价产生不利影响。那么在这样一个时期里，普通股股东就不会牺牲债券持有人的利益从而获得即时的利益。这一事实显然减少了此类普通股所固有的投机价值。在因暂时不利的条件导致股价低至反常的价位时应该购买此类股票，这说起来很容易，而实际上这是回避问题实质的建议，因为这种建议假定明智的投机者总是可以发现并且等到这些并非正常并且稍纵即逝的时机。如果假定成立，那么投机者无论购买何种普通股票都可以大赚一笔。这种情况下，更好的做法或许是应该选择优质而又廉价的普通股，而不是选择这些更具投机性的股票。

上述分析的实际意义从实践的角度来看，购买资本结构具有投机性的普通股时，大环境或是市场环境必须是处于正常状态，既没有明显的通货膨胀也没有明显的通货紧缩出现。假设投机者选股多样化，并且在选择具有良好前景的公司时判断相当合理，那么从长远来看这种投机就应该能够大幅获利。进行该种投机时，应该明显倾向于选择那些高级资本为优先股形式的公司，而不是高级资本为债券形式的公司。这种做法可以避免或最大程度地减少低级股票在经济不景气时退市的风险，从而使持有份额较少的普通股股东可以保留其股本至经济复苏。但是由于优先股合同以此种方式使普通股股东收益，因此显然优先股持股人是身处不利的。

然而我们决不能忘记，在实际购买此类股票时，要获得全部的预期利润是异常困难的事情。正如我们在分析可转换债券时所指出的那样，一旦获利丰厚时，持有人就开始左右为难，因为若要继续持有获得更大的利润就必须面对失去既得利润的风险。可转换债券价格上涨至明显超出单纯投资的界限时便会失去其独特的优势，同样小份额普通股价格持续上涨之后风险也会越来越大。在莫霍克橡胶公司的案例中，明智的购买者即使以 15 美元的价位买入股票，也不会指望在股价超过 100 美元后继续持有 ——即使股价确实涨至 250 美元——因为股价涨至 100 美元或是还没涨至 100 美元时，该股已经失去资本结构具有投机性低级债券的典型特征了。

第41章

低价普通股收益来源分析

低价股

大家普遍会认为我们前一章所讨论的特征是与低价股相关的。大多数具有投机性资本结构的股票都是低价股。当然，“低价”的定义多少具有任意性，但此类股票毫无疑问应该低于每股10美元，并且通常应该将20美元以上的股票排除在外。如此一来，价格范围应该在10～20美元之间。

低价股在算术方面的优势

低价普通股似乎具有一种固有的算术方面的优势，这是因为这些股票的上升空间远远大于其下跌空间。在证券市场上，股价从10美元上涨至40美元比股价从100美元上涨至400美元情况更加常见。部分是因为公众投机时更倾向于选择股价在10～40美元范围内的股票，而不会选择那些股价超过100美元的股票。当然，在许多情况下低价的普通股也可以使其股东以较小的代价享有在相对较大的企业受益的优势，或是获得“决策权”。

1936年4月，《芝加哥大学商务期刊》发表了一篇关于不同价位的工业类股票价格波动的数据研究。其主要研究阶段为1926—1936年，揭示了各种低价股票比各种高价股票更具投机优势。以下引用摘自上述研究，总结了作者得出的结论：

> 如果这里给出的统计数据不存在严重错误，那么这次调查表明股价高低与股价波动之间存在着某种关系，而至今股市研究者们并未对此进行揭

露。简言之，关系如下：

1. 相对来说低价股往往比高价股更容易产生价格波动。

2. 在“牛市”中低价股比高价股更容易上涨，并且在随后股市下跌时低价股不会跌去其全部大幅上涨的部分。换句话说，与高价股的上涨与下跌空间相比，低价股的上涨空间大于其下跌空间。

假设：(1) 各种股价的股票在将来的表现与过去相似；(2) 以当年的表现作为基础的选股并不能完全说明低价股表现卓越的原因，那么可得出如下结论：

A. 工业类的低价股比工业类的高价股更具投机价值；

B. 假如工业类股票中有两只或是多只个股预期获利看似相同，投机者应购买价格最低的个股。

大多数买家买入低价股赔钱的原因

由此看来公众对“廉价股”情有独钟不无道理。然而大多数人购买低价股票却是赔钱的买卖，这也是不争的事实。为什么会这样呢？其根本原因就在于公众所购买的股票以售出为目的，旨在使卖方获利而不是让买方收益。所以公众所购买的多数低价股都是错误的品种，即这些股票不具有此类股票真正的价值。其原因要么是因为公司的财务状况不加，要么是因为普通股价格只是看似很低，但实际上是股票相对于公司规模来说发行量过大造成的。后者是以低价发售新股的主要原因。在这种情况下，虚假的低价股只需略施手段即可，只要发行的股票数量够多，即使股价只有区区几美元，其普通股的总市值也过高。过去的矿业股票的发行就使用过这种伎俩，而 1933 年酒类股票以及 1938—1939 年的航空类股票也曾有过类似的做法。

一只真正的低价格的普通股将显示总价值的问题，就是有关小公司的资产、销售额和过去或未来的利润。以下例子就说明了真正的低价股与虚假的低价股之间的区别。见表 41—1。

表 41—1 **真假低价股的区别** （单位：美元）

项目	赖特－哈格里夫斯矿业有限公司（金矿）	巴克兄弟公司（零售商店）
1933 年 7 月：		
普通股价格	7	5
流通股数量	5 500 000	148 500
普通股总市值	38 500 000	743 000
优先股面值		2 815 000
优先股市值		500 000
1932 年：		
销售额	3 983 000	8 154 000
净收益	2 001 000[1]	−703 000
1924—1932 年间		
最高销售额	3 983 000	16 261 000
最大净收益	2 001 000[1]	1 100 000

（续前表）

项目	赖特－哈格里夫斯矿业有限公司（金矿）	巴克兄弟公司（零售商店）
普通股最高每股收益	0.36[1]	7.59
营运资本，1932年12月	1 930 000	5 010 000
有形资产净值，1932年12月	4 544 000	7 200 000

I 计提损耗前。

赖特－哈格里夫斯公司的股票只是看似价格很低，而实际上相对于公司所有财务指标而言，根据其股价所得出的公司估值过高。而巴克兄弟公司则是真正的低价股，因为相对于公司规模来说其普通股743 000万美元的市值估价偏低。我们还应该注意到，巴克兄弟公司的优先股也是同样的情况，其股价为18美元时明显具有低价普通股的特征。①

观察股市我们会发现，相对于那些仅仅因为当期收益不佳而股价过低的公司而言，面临破产清算公司的股票更为活跃。导致这种现象的原因是因为在破产清算导致股票退市之前，内部知情人士急于抛售所持有的股份，从而使大量低价股票涌向市场，并且这些知情人士还会不择手段地说服那些不谨慎的公众购买这些股票。但是一旦这些低价股具有我们所提到的投机性价值，持股者通常会不急于抛售股票，更不会鼓动他人购买了。因此这样的股票并不活跃，并且很少会引起公众的关注。这种分析也许可以解释为什么公众几乎总是购买错误的低价股并且忽略真正有价值的股票。

具有投机性资本结构的低价股

根据我们的定义，具有投机性资本结构的企业其特点是高级证券数量相对较多，而普通股票数量相对较少。虽然在大多数情况下，此类普通股每股市价较低，但是如果数量不多也未必如此。例如斯特利公司即使是在1933年普通股每股市价为50美元时，公司的资本结构依然具有投机性，因为其债券和优先股的面值占资本总值的90%以上。同样，即使没有高级证券存在，普通股也可能与一个具有投机性资本结构的公司普通股相似。只要普通股的市值相对于公司规模来说估值偏低，无论公司的资本结构如何，上述情况都有可能出现。

为了说明这一点，我们附上对曼德尔兄弟公司（Mandel Brothers，Inc.）和金贝尔兄弟公司（Gimbel Brothers，Inc.）的简要分析（见表41—2）。两家公司均为百货商店，数据截至1939年9月。

表41—2 对两家百货商店的简要分析 （单位：美元）

项目	金贝尔兄弟公司	曼德尔兄弟公司
1939年9月：		
债券面值	26 753 000	
优先股	197 000股，每股50	
	9 850 000	

① 见附录注释60。

（续前表）

项目	金贝尔兄弟公司	曼德尔兄弟公司
普通股	977 000 股，每股 8	297 000 股，每股 5
	7 816 000	1 485 000
总市值	44 419 000	1 485 000
截至 1939 年 7 月 31 日 12 个月的结果：		
销售额	87 963 000	17 883 000
除息前净收益	1 073	155 000
普通股收益余额	−1 105	155 000
每股收益	−1. 13	0. 52
1934—1938 年期间[I]：		
最高销售（1937 年）	100 081 000	19 378 000
普通股净收益最高额	2 032 000	414 000
普通股每股收益最高额（1937 年）	2. 08	1. 33
普通股最高价	29. 375（1937 年）	18（1936 年）
普通股平均每股收益	0. 23	0. 46
1939 年 1 月 31 日：		
流动资产净值	22 916 000	4 043 000
有形资产净值	75 614 000	6 001 000
1937 年支付租金	1 401 000	867 000

I 来自 1939 年 1 月 31 日报告。

金贝尔兄弟公司展现在我们面前的是一个典型的具有投机性资本结构的企业。而曼德尔兄弟在普通股之前没有高级证券，但尽管如此，因为其普通股总市值相对偏低，所以与金贝尔兄弟公司的资本结构一样具有可投机性。然而值得注意的是，曼德尔兄弟支付租金的费用所占比例明显高于金贝尔兄弟公司，而这些租金费用相当于很大一部分的高级证券。

大规模生产和高生产成本相当于投机性资本结构

这个例子应该使我们扩大投机性普通股票的界定范围。任何使普通股可分配收益所占比例过低并由此使普通股相对于公司业务规模来说价值过低的做法都可能会使普通股具有投机性，或是边际效用。经营成本或是生产成本过高与高级费用过多一样，都会减少普通股可分配收益所占的比例。表 41—3 所示的三个假设铜生产商的例子更加清晰地说明了这一点，同样也得出了关于高产量与低运营成本的几个结论。

表41—3 铜生产商高产量与低运营成本的分析

项目	A公司	B公司	C公司
总资本：			
利息率为6%的债券		50 000 000美元	
普通股	1 000 000股	1 000 000股	1 000 000股
产出	1 000 000磅	150 000 000磅	150 000 000磅
生产成本（息前）	1磅7美分	7美分	9美分
每磅所收取的利息		2美分	
每磅总成本	7美分	9美分	9美分
A			
假设的铜价	10美分	10美分	
每磅收益	3美分	1美分	
每股产出	100磅	150磅	
每股收益	3美元	1.50美元	
市盈率为10倍的股票价值	30美元	15美元	
每1美元市值股票的产出	1.33磅	10磅	
B			
假设的铜价	13美分	13美分	
每磅利润	6美分	4美分	
每股收益	6美元	8美元	
市盈率为10倍的每股价值	60美元	60美元	
每1美元市值股票的产出	1.66磅	2.5磅	

不言而喻，C公司的生产成本较高，其结果与B公司需要支付债券利息是一样的（假设产出和生产成本维持上述水平）。

上述表格也许更能具体说明单位收益和每1美元价值股票的产出之间通常存在的反比关系。

可以这样来表述一种一般原则，单位收益成本越低，每1美元市值股票的产出就越高，反之亦然。由于A公司的单位成本为7美分，因此每磅产出所对应的股票市值自然比单位成本为9美分的C公司要高。相反，C公司每1美元股票市值的产出要高于A公司。从投机技巧的角度来看，这一原则十分重要。商品价格出现上涨时，从比例上来看，生产成本高的股票比生产成本低的股票上涨幅度更大。表41—3表明，铜价从10美分上涨至13美分会使A公司的市值上涨100%，B公司和C公司的市值分别上涨300%。如果买家确信产品的价格即将上涨并且希望据此最大程度获益，比起低成本生产商的股票而言，高成本生产商的股票是更加合理的选择，这于华尔街的普遍观点截然相反。这与确信销售与收益必然增加时购买具有投机性资本结构的普通股更有优势是完全相同的。

收益来源

人们通常认为“收益的来源”就是“业务类型”。这种观点在很大程度上影响到公众对某一普通股每股收益的估值。不同类型的企业需要使用不同的“乘数”，但我们必须指出，这些区别本身是因时代变化而不断变化的。第一次世界大战前铁路类股票估值最高，因为人们认为此类个股比较稳定。1927—1929 年，公用事业类股票的股价与收益的比率最高，这归功于此类个股稳定上涨的记录。1933—1939 年间，面对不利的立法，尤其是惧怕竞争，公众对公用事业类股票的热情大大降温。近年来，估值最高的股票正转向稳定的大型工业企业，在经济萧条时期这些企业依然能够保证获得较好的收益，并且具有长期优势。由于企业的表现以及公众的热度反复多变，证券分析不能为某种类型的企业的优势评估设定任何标准。毋庸置疑，记录越是长远而详细，稳定增长的前景就越乐观，每股收益的估值就应该越高，但是始终记住我们的原则，乘数高于 20（即“收益基数”低于 5%）的股票不属于投资价格区间范围内的个股。

一种特殊的状态： 3 个例子

对于分析技巧而言，更容易出成果的领域是对联系公司所有的具体资产分析收益来源的研究，而不仅仅是对联系公司业务的一般性质所做的研究。当收益中有很大一部分来自于投资控股或是其他固定资源和可靠资源时这一点显得十分重要。我们将用以下 3 个例子来说明普通股分析中这个相当微妙的一面。

1. 北方管道公司（Northern Pipe Line Company）。1923—1925 年，北方管道公司公布的收益和股息如表 41—4：

表 41—4　　北方管道公司收益与股息　　（单位：美元）

年份	净收益	每股收益[1]	股息
1923	308 000	7.70	10 美元，另加 15 美元额外的股息
1924	214 000	5.35	8
1925	311 000	7.77	6

I 资本结构中包含 40 000 股普通股。

1924 年股价最低为 72 美元，1925 年股价最低为 67.5 美元，而 1926 年最低为 64 美元。这些价格总体上来说不到收益的 10 倍，反映了公众对此股缺少投资热情，这是由于从前几年的数据中可知公司收益明显会下降，并且股息也会减少。

然而分析损益账户可以看到表 41—5 中所显的几类收益来源：

表41—5　　北方管道公司损益账户　　（单位：美元）

收益	1923		1924		1925	
	共计	每股收益	共计	每股收益	共计	每股收益
来源于：管道业务的利息和租金偶生项目	179 000	4.48	69 000	1.71	103 000	2.57
	164 000	4.10	159 000	3.99	170 000	4.25
	借35 000	借0.88	借14 000	0.35	贷38 000	贷0.95
	308 000	7.70	214 000	5.35	311 000	7.77

该损益账户不同寻常之处在于有很大一部分利润不是来自于管道业务本身。每股大约有4美元的固定收益来自于投资和租赁的利息。资产负债表显示公司持有近3 200 000美元的自由公债以及其他金边债券，其利息收益约为4%。

这一事实表明必须以这种特别的估价标准来判定每股收益，因为按照通常我们所用的“10倍市盈率”的标准所得出的结果是毫无意义的。每股80美元的金边债券投资会带来3.20美元的每股收益，而以10倍市盈率计算这80美元的“价值”只有每股32美元，因此结果是十分荒谬的。显然，对北方管道公司这一部分来自于其债券持有收益的估值标准应当高于来自于其不稳定的管道业务收益的估值标准。因此对于北方管道公司合理的估价标准可遵循如表41—6所述。管道收益表现不佳，其估值应当采取较低的标准。利息和租金收益必须根据其实际资产价值所产生的收益进行估值。这种分析显然表明，在1926年北方管道公司股价为64美元时，其市值大大低于其内在价值。

表41—6　　北方管道公司合理估价标准　　（单位：美元）

1923—1925年平均[I]	估价标准	每股价值
来自管道业务的每股收益2.92	15%（市盈率6.67倍）	20
来自利息和租金的每股收益4.10	5%（市盈率20倍）	80
共计7.02		100

I 没有计入偶生利润和亏损。

2. 拉克华纳证券公司（Lackawanna Securities Company）。这家公司的成立旨在持有大部分格伦奥尔登煤炭公司利息率为4%的债券而成立的，该债券之前由特拉华－拉克华纳－西方铁路公司持有，分别按比例分配给特拉华－拉克华纳－西方铁路公司的所有股东。该证券公司已发行了844 000股的普通股。1931年12月31日公司唯一的资产——除了每股约1美元的现金外，还包括面值为51 000 000美元格伦奥尔登公司利息为4%的第一抵押债券。1931年的损益账户如下（单位：美元）：

来自于格伦奥尔登公司的收益债券 …… 2 084 000
减去：
　费用 …… 17 000
　联邦税 …… 250 000
普通票收益余额 …… 1 817 000
每股收益 …… 2.15

表面上看，1932 年 23 美元的股价与 2.15 美元的每股收益是相一致的。但是，这些收益不是来自于普通商业或制造业经营，而是来自于公司持有的优质投资债券。（1931 年，格伦奥尔登煤炭公司的利息费用为 2 151 000 美元，而公司获得的可用于支付利息的收益为 9 550 000 美元提供利息费用的 2 151 000 美元，因此收益为债券利息所需资金的 4.5 倍。）按照 10% 的基础对利息收益估价，市场对格伦奥尔登公司 1 美元债券的估价实际上只有 37 美分。拉克华纳证券公司每股 23 美元的股价相当于格伦奥尔登公司面值为 60 美元的债券以 37 美元出售，再加上 1 美元的现金。

在北方管道公司案例的分析中，以通常 10 倍市盈率为基础得出的估价显然大大低估了这一特殊情况的债券。

3. 弗吉尼亚州烟草制品公司（Tobacco Products Corporation of Virginia）。和前面两个例子一样，在这个案例中，公司最近报告股票的市盈率为 10 倍。但是，1931 年该烟草公司的收益全部来自于其租赁给美国烟草公司的部分资产，这使公司从 1923 年起的 99 年里每年所得的租金为 2 500 000 美元。由于美国烟草公司完全有能力支付租金，该项年租金收入相当于优质投资的收益。因此公司的市值远远超过 10 倍市盈率下的股票市值。这就意味着 1931 年 12 月市场对烟草制品公司的估值远远低于公司的实际价值。（按照摊销的标准计算，租赁价值实际上约为 35 600 000 美元。）该公司还持有大量美国雪茄商店的股票，虽然这些股票后来一文不值，但是这些额外持有的股票根本不会减少公司来自于对美国烟草公司租赁的价值。见表 41—7。

表 41—7　　弗吉尼亚州烟草制品公司的相关数据　　（单位：美元）

项目	价格（1931 年 12 月）	市场价值
资本结构		
2 240 000 股利息率为 7% 的 A 类股票（面值 20 美元）	6 美元	13 440 000
3 300 000 股普通股	2.25	7 425 000
共计		20 825 000
1931 年的净收益		2 200 000
A 类股票每股收益		1
A 类股票利息支付后，普通股收益		
A 类股票利息支付		0.80

该种情况的相对重要意义

上述例子所代表的研究领域并不是特别重要，因为毕竟我们考察的公司中只有很少数会出现上述情况。但是类似情况依然时有发生，因此这种研究仍具有实用价值。该研究有助于证券分析的批判性方法与股市肤浅和草率的反应和估值之间存在巨大的技术性差异。

我们建议的两种方法

当有证据表明在某种情况下，比如我们上述讨论的情况那样，市场容易低估股票价值，那么我们建议采取以下两种不同的方法。首先对于证券分析师来说，这是发现价值低估的好机会并可以最终从中获利。但也有迹象表明，因资本结构而导致的价值低估是错误的，而从股东的利益来看应该修正这种错误。像北方管道生产公司或拉克华纳证券公司等类似的企业往往市值远远低于其真正价值，这一事实也有力地证明了，从企业股东的角度来看，这种资本结构完全是错误的。

这些案例的背后是一个一致性的基本原则。一家管道公司大部分资本实际上用于持有金边证券，这是不具有一致性的。而拉克华纳证券公司的整个资本结构也不一致，因为公司不是发行投资者可能都愿意以合适的价格购买的优质债券，而是发行了一种低级债券，这种债券若不是价格非常低是不会有人购买的。（此外，公司还需承担一项沉重而又毫无必要的所得税，烟草制品公司就存在此类问题。）

这种不合理的资产结构应该引起真正的利益方，即股东的注意，并且股东应该坚持修正这种错误。上述三家公司最终对其资本结构进行了修正。在北方管道生产公司的案例中，管道业务所需资本通过特殊的分配方式退还给了股东，共计每股70美元。拉克华纳证券公司最终彻底解散，而金库中格伦奥尔登公司的债券按比例分配给了股东，从而代替其手中的股票。最后，烟草制品公司进行了资本结构调整，以美国烟草公司的租赁为担保发行了利息为6.5%的债券，从而以固定价值的债券来体现该项资产的固定价值（该债券之后由公司以面值赎回），而不是发行易受投机性因素影响的股票。通过这些调整，公司的真正价值在市场价值上很快就得以体现。

上述案例的分析要求我们把注意力从损益账户数据转向资产负债表中所体现的相关数据上。因此，上文中关于收益来源的话题将会把我们引入另外一个研究领域：资产负债表。

SECURITY ANALYSIS

第六部分

资产负债表分析　资产价值的含义

投资行为经过透彻的分析，保障本金安全并获得令人满意的回报率。凡不符合上述要求的操作即属投机行为。

导读

解构资产负债表

布鲁斯·格林威尔

格雷厄姆和多德投资海尔布伦中心负责人，著有《价值投资：从格雷厄姆到巴菲特一书

《证券分析》的持久价值在于格雷厄姆和多德发展出的某些重要思想，这些思想当时是，现在也依然是所有周密投资策略的基本原则。首先我们要区分格雷厄姆和多德所界定的“投资”和“投机”这两个概念：

> **投资行为经过透彻的分析，保障本金安全并获得令人满意的回报率。凡不符合上述要求的操作即属投机行为。**

这一定义的关键是“透彻的分析”及“本金安全和令人满意的回报率”。自1934年以来，这些要求只字未改。

第二个相关的想法是，把重点放在证券的内在价值上。根据格雷厄姆和多德的理论，

> **所谓内在价值，即由资产、收益、股息和确定的前景等事实证明，与被市场操纵或无节制的欲望所左右的市场报价截然不同的价值。**

在理想世界里，内在价值就是证券的真正价值；而如今它的含义是“预计未来会产生的现金流量目前的贴现值”。如果这些预期的现金流量和适当的贴现率可以完全从现有的资料中计算出来，那么，证券的内在价值就应当等于其真正价值。然而，格雷厄姆和多德认为，这永远都是不可能的。“内在价值与市场价值有许多不符之处，它与受到人为操作或心理影响而扭曲的市场价格截然不同。”意味着内在价值将始终是“一种难以捉摸的概念”。

然而，这样看来，对于内在价值的彻底研究是任何名副其实的投资过程的关键。我们首先要组织检查和利用现有的信息，挑选有用的信息，忽略无关的干扰因素。其次，要判断任何特定的内在价值计算方法所具有的不确定性的范围。格雷厄姆和多德承认，即使是一个非常糟的内在价值在做出投资决策时也会有用。用他们的话说：

> 进行证券分析并试图确定某一证券的内在价值。它只试图摸清这一价值到底是否为某一债券提供保障，或判断购买某种股票是否合适，抑或是该价值大大高于还是低于市场价格。对于这样的目的而言，对内在价值进行并不确定的估算可能就够了。

因此，我们应该只在其价格远远低于内在价值时才能购买某只证券，这样就能得到一个安全边际，以提供适当的保护，在计算内在价值时防止产生这一“不确定性”。其实，格雷厄姆和多德所要求的是，相对投机者来说，一个投资者应该尽可能地了解其所购买证券的价值，以及该证券不确定性的程度。只有在价格能够提供足够的安全边际，足以补偿相关不确定性的时候才可以进行投资。这种做法能获得“对本金及令人满意的回报”的保护，与几乎任何其他可以想象的方法相比，都具有明显的优势。

这些基本原理令人信服的逻辑，是本书保持适用性的源泉。而且，本书还详细说明了怎样是“透彻的分析”，这使本书的系统看上去十分完整。

关于普通股投资，格雷厄姆和多德审查了目前情况和未来前景的作用（对于后

者持适当的怀疑态度)。他们考虑了财务报表的定量分析和较难量化的因素，如管理的定性判断的含义。在定量分析的关键领域，他们全面审视所有财务报表，包括大家最熟悉的公司资产负债表。

在这一点上他们与同时代的人不同。在描述其做法时，格雷厄姆和多德写道：

> 除“一只好股就是一项好的投资”这种相当不确定的说法之外，我们没发现什么更好的说法。“好”股是指那些（1）拥有令人满意记录的数一数二的公司；（2）任何资金雄厚的，人们认为其未来收益增加的前景特别有吸引力的企业……其资产负债表的价值完全不被考虑在内。当市场趋势明显时，平均历史收入几乎没有任何意义。所谓“市盈率”有不同的用法，有时用于过去，有时用于现在，有时用于不远的将来。

这种说法今天也适用。所谓市盈率继续主导着关于估值的讨论。其用法甚至比过去更加“多种多样”，现在还包括股票价格与息税前利润（EBIT）的比率和（或）更为恶质的股票价格与其未计利息、税项、折旧及摊销前利润（EBITDA）的比率等指标。资产负债表再次几乎“完全不被考虑”。如今，就像 1934 年一样，围绕所有相关资料对内在价值进行的“彻底”分析，仍然是例外，而非常规的做法。

关于资产负债表，格雷厄姆和多德描述了四个基本方面的作用：

第一，资产负债表中列出企业占有资源的数量及其性质。对于一个经济上能维持下去的企业，这些资源是获得回报的基础。在竞争环境中，企业没有资源一般就不能预期获得任何重大的利润。如果一个企业破产了，那么资产负债表可用于识别清算中可以收回的资源，以及这些资源可以折合多少现金。

第二，资产负债表上的资源为分析收入来源性质及其稳定性提供了基础。正如格雷厄姆和多德所指出的：

> 确实有某些推理支持以远低于资产价值的价格买入股票，反对以高溢价水平买入。假定在正常情况下，账面数字能大体表明实际投资于企业的现金。以溢价销售的企业这样做的原因是可以赚取大量资本利润；这种高额利润引起竞争，一般来说，这种情况不可能无限期延续。相反，如果企业因为收益过低而大幅折价销售，那么由于缺乏新的竞争、原有竞争撤出该领域以及其他自然经济因素都可能最终改善这种状况，恢复投资的正常利润率。

在这里，他们认识到，远远超过公司资本成本的收入，只有在特殊情况下才可以持续。因此，如果有适当的资产价值支持，盈利预期将更为现实和准确。没有这种支持的收益可能是短暂的，从而比具有必要的适当资产收益率的收益价值低。

第三，列出资金来源的资产负债表，其负债状况说明公司的财务状况。大量的短期债务或不久的将来即将到期的长期债务说明公司可能存在严重的财务困难。在这种情况下，即使利润有轻微的损失也可能会导致企业价值严重的永久损失。

第四，资产负债表随着时间发展，可以为收益的质量把关。如今，原则上资产负债表的项目列入现金流量报表，该表应当兼顾随整体财政状况变化而流动的收入和成本。然而，也仍然如同格雷厄姆和多德所指出的那样，资产负债表的形式比损益表或现金流量报表更加规范，不那么频繁地受到批评。

资产负债表是对某一特定时间公司资产和负债的简短描述，查看该表便能获知

那一时刻的准确性和价值。这样一来，就大大地限制了公司对资产和负债的操纵程度。与此相反，流动变量，如随时间而变化的收入和利润，就其性质而言是一纵即逝的。如果对它们进行监测，则必须延长监测时间。1934 年也好，今天也好，这一根本区别说明了资产负债表上数字无比的可靠性（在理论上是这样）。事实上，正如我们稍后讨论的，正当股市庆祝世通公司 20 世纪 90 年代末的收益增长时，其财政紧张的迹象已经出现在资产负债表中，最终导致了历史上公司债务面值最大的破产事件。

透彻分析

格雷厄姆和多德特别重视资产负债表的价值，这是他们对如何进行内在价值的“透彻”分析最重要的贡献。不幸的是，这也是在价值投资者圈子以外最经常被忽略的贡献。

资产负债表经常被忽视的原因要追溯到证券分析刚出现的时候。当时，经济状况和工商业经营都极不景气。鉴于此，格雷厄姆和多德求助于资产负债表，以确定清算价值，或用当前的资产减去所有负债以替代清算价值。此方式背后的逻辑是令人信服和保守的。如果一家公司可以按大大低于其清算价值的价格购买，那么这似乎毫无疑问是笔赚钱的生意。无论是公司所处商业环境的改善（竞争减弱或需求复苏）还是管理上的进步，都可以增加收益。如果收入的提高使市场价值超过清算价值，那当然好。另一方面，如果这种积极收益增长未能实现，并且如果这发生在公司清算价值严重损坏之前，那么该公司可能被清算，收益将被分配给股东。在这两种情况下，以低于清算价值购买的股东将获得“令人满意的回报”。

格雷厄姆和多德都很清楚，唯一的风险就是企业管理人员将继续在没有盈利的情况下经营该公司，并在这个过程中，使资产的价值消耗殆尽。因此，他们提出了股东激进主义作为这种投资必要的补充。他们写道：

> 选择普通股股票是一个独立的行为；而持有它却是一个持续的进程。当然，也正因为如此，在选股和持股时新股东与旧股东一样，都要特别小心判断。然而，一个负面的事实是，典型的美国股东是受到束缚的最温顺、最冷漠的动物。

整体来看，这种做法无可指责，而且当时在实际应用中也是成功的。

自那时以来，以低于清算价值购买股票的做法，受到两个因素的破坏。首先，1940 年以后税率迅速上升，这意味着，像这样往往涉及相对较短时期内实现短期收益的策略会导致高税收成本。其次，更重要的是，20 世纪 30 年代很常见的以低于清算价值的价格来购买股票的机会，事实上在随后的长期繁荣中已经消失。近年来，很少行业由于经济上不具继续经营价值而理应遭到清算。这一现实已体现在股票价格的一般水平上，其结果是，格雷厄姆和多德特别喜爱的“净利”——也就是，以比其流动资产减去全部负债还低的价格出售的公司是十分罕见的。而且，当能够获得净利时，他们的第二个要求——即管理不能快速消耗这些资产的要求，很少能得到满足。

然而，导致格雷厄姆和多德把重点放在公司资产负债表上的广义的教训继续适用，其范围几乎都在他们原先做法的宗旨之内。首先，现在大家都已经认识到，对

经济上能维持的公司来说，如果资产会耗尽或过时，必须予以更换。因此，重置价值——由最合适的竞争者再造公司净资产所需的最低成本——继续起到格雷厄姆和多德认可的作用。如果公司预期的盈利水平表明资产的回报率远高于成本，那么会引来竞争者。这反过来又将降低利润，并随之降低公司的价值。因此，以重置价值衡量缺乏资产价值支持的盈利能力的公司——没有特殊情况的话，将永远面临受竞争侵蚀的危险。因此，“本金的安全”以及“满意的回报率”两者皆要求“彻底的”投资者对公司资产的重置价值进行仔细的评估以支持其盈利预期。从长远来看，他们应该胜过那些不这么彻底的投资者。

阻止格雷厄姆和多德考虑资产重置价值的似乎是他们在计算时潜在的困难。他们选择把重点放在由于建立了证券交易委员会而涌现的大量新的金融信息上。随着今天互联网的发展，这些信息几乎瞬间即可获得。此外，许多行业报告和商业性出版物都可以在网上查阅，提供了格雷厄姆和多德当年无法想象的丰富的资产价值信息。

例如，现有储量石油和天然气增加的成本估计已得到广泛使用，至少在美国的公司是这样。保有储量估计也是如此。但是，如今的投资者计算公司所有资产的价值时，其精确度是两位作者的时代不可能实现的。评估有形财产和设备的价值也可以有较高的准确度。对房地产来说，可获得广泛的交易数据的估价人员可以迅速轻易地估计采购类似房地产的成本。

对于其他的机械和设备，顾问工程师和行业专家可以提供这方面的资料。利用这些资源，可以估计现有设备的铝制造能力成本约为每吨每年1 000美元左右。现有的生产能力可以用来解决任何可预见的需求。铝制造厂当时的现时盈余导致市场估值意味着它们的现有能力价值远远超过了每吨每年1 000美元。其结果是：制造业展开了一场建立新的利用潜在收益的生产能力的比赛。这种过度扩张导致收益下降和股价下跌。这些公司被证明是不令人满意的投资。只有通过对资产负债表的透彻分析你才可以进行后续工作。

格雷厄姆和多德认为另一个困难是无形资产的估值——产品组合、客户关系、训练有素的工人、品牌认知度——其中有许多甚至没有出现在公司的资产负债表中。但是，今天的可用信息有时可以对这些资产负债表项目进行有效的估计。其中有些资料来自于财务报表。例如，假设产品组合不受专利权保护，那么其复制成本可使用本公司或本行业其他公司的历史研究与开发数据来估算。

这种分析可以通过信息专家补充。首创投资——无论是新产品、新店开业，还是新产品外部上市——几乎总是以详细的业务计划为基础。这些计划相当准确地确定此类首创举措的费用，对活动益处的说明也更富有想象力。投资者可以利用这些数据，以估计制造无形资产的成本。经验丰富的企业管理人员能够估算这些费用。

更重要的是，许多无形资产就像真正的资产一样交易。有线电视专营权、服装品牌、新药物的发现、连锁店，甚至音乐标签都由老练的买家（通常是大公司）从老练的卖家（通常是小公司）手中购买。在这些自由市场交易中支付的价格一般会参考内部开发的替代成本。因此，如果一个丽诗卡邦（Liz Claiborne）这样的公司以每 1 美元销售额交付 50 美分的价格购买类似自己内部品牌的一个其他品牌，那么这样做的成本将略低于再制造自己品牌的费用。老练的投资者往往使用这些自由市

场价值来为无形资产定价。

一旦完成了对资产和盈利能力的透彻分析，可能会发生三种情况。

第一种情况是公司的资产价值高于其可预见的收益。这说明资产未被管理人员充分利用。在这里，价值投资者可能是改变目前管理人员行为或其身份的促进因素。格雷厄姆和多德知道这一点，尽管他们并未认识到今天积极的投资者的影响范围有多大。

第二种情况是公司的盈利能力可能会超过其资产价值。为了保持这些较高的利润，需要有一些保护该公司免于竞争的经济因素。如今，这些因素被称为“护城河”、专营权、进入（市场的）壁垒或者竞争优势。它们什么样，如何对它们进行评估，这是现代损益表分析一个必不可少的组成部分。然而，即使在这种资产价值最不相关的情况下，关于未来若受此类因素侵蚀，公司将保持多大的价值，它们也的确能提供有用的信息。

第三种情况是公司的盈利能力可能与其资产价值大致相当。这种情况应该是在合理的管理之下，没有免于竞争的特别保护。如果定性判断支持这种结论，那么，资产价值对盈利预测的有效性是一个重要的牵制。因此，彻底的资产估值就有助于全面了解投资者购买某只证券会得到什么，并帮助投资者充满信心地确定一个适当的安全边际。

除了现行实践中资产估值的这些特定用途之外，有一个资产价值必须使用的不可回避的最后领域。企业往往有一些资产——最明显的是现金——是超出其基本业务运作要求的过剩资产。这类资产通常不会增加运营收益，但是它们可能代表所购买的证券内在价值一个重要的组成部分。这些资产的价值必须被添加到任何以收益为基础的价值估计之中（经过适当减去其利息收益，以避免双重计算）。进行全面的资产估值可确保它们不被遗漏。

世通公司： 个案研究

2002 年夏天，电信巨头世通公司的破产申请在当时是有史以来规模最大的一次，其财务报表说明了资产负债表分析在追踪公司财务状况中的作用。事实上，在该公司破产之前几年一直研究其资产负债表的人早就怀疑该公司不会有好的结局。例如，在 1999 年年中，世通公司股票市价为1 250亿美元。与此相对应的是，公司 1999 年年终的账面价值为 512 亿美元，几乎全部由发行供认购的股票组成，最著名的是 1996 年的 120 亿美元 MFS 通信股票和 1997 年 300 亿美元的 MCI 股票。公司 15 年历史上的保留盈余是微不足道的，其中超过 85% 的账面价值为商誉以及其他无形资产。其市场价值与有形净资产之比超过 15。这一比率不同行业有所不同，但在这种情况下，15 高得离谱。

那些无形资产价值几何？远未达到公司声称的水平，因为他们未将重要的专利权和开发的工艺技术包括在内。更重要的是，世通公司业务的特点是其电信和数据传输服务的客户流失率高，价格竞争激烈。似乎也没有进入市场的大型壁垒可以大大支持其市场价值高于再生产的价值，或重现网络的成本。世通公司的市场特点是

新入行的竞争者众多（包括其所收购的企业），以及现有的强大竞争对手的大力扩张，例如美国电话电报公司等。总之，就其规模经济而言，世通公司在与美国电话电报公司的竞争中处于较大劣势。

然而，比世通公司资产不可信的市场价值更引人注目的，是其资产负债表所详细讲述的公司演变的故事。从1999年底到2000年底，公司净资产、厂房和设备增加了27%，或约80亿美元。与此相对照，收入只增加了8%。这就提出了一个问题，公司为何进行这样一个积极的投资计划？事实上，公司通过将营运开支记为投资，而投资的数字被夸大了。然而，即使他们没有欺诈行为，其资产、厂房和设备加速增长（从1999年约50亿美元开始），而收入增长速度减缓，也应当引起人们对管理层判断能力的疑问。从这种漫不经心的态度中过度扩张，很明显会产生坏结果。

在2001年一整年中，这些后果明显地表现出来。2001年间，世通公司的短期债务几乎完全消失，流动负债从72亿美元降至1 720万美元。与之鲜明对照的是，其长期债务增加了125亿美元左右。事实上，由于审查资产负债表的脚注表明，其中超过10亿美元的额外长期债务的子公司，已经通过分离的会计办法将其债务消除，因此其长期债务实际上增加了约140亿美元。面对日渐下降的收入，世通公司认为它需要额外70亿美元的债务融资——全部都是长期债务——这一事实对任何不嫌麻烦查看公司资产负债表的投资者都应该敲响了警钟。

发生了什么事呢？2000年，世通公司的财务管理失去控制，最好的说法是公司将高风险的赌注押在未来的收入增长之上，最糟的说法是公司有计划地通过将开支转做资本，以努力掩饰营业毛利状况的恶化。2001年，世通公司勉强获得长期融资，公司希望以此为管理人员争取数年时间以解决问题。公司其实根本别无选择，因为面对股票价格下跌，试图出售股票将向市场发出一个灾难性的信号。世通公司采用的主要手段是于2001年5月公开发售119亿美元的债券，由认为其未来的收益和现金流可以为该债券提供担保的金融机构承销。

如果这些机构和客户听从格雷厄姆的忠告，仔细看看世通公司的资产负债表，他们会了解得更多。他们可能不能充分预计到会被欺诈以及随后世通公司的破产，但他们会有足够的意识，以避免其股票和债券投资既不能保护本金又不能保证满意的回报。

第 42 章

资产负债表分析　账面价值的意义

此前我们已多次表明我们的信念，即华尔街过去多年来对资产负债表的重视一直不足，它值得我们投入更多的关注。通过本章，让我们列出投资者研究资产负债表可能获得的 5 种类型的信息和指导：

1. 它显示出有多少资本金投资于该企业；
2. 它揭示公司财务状况是宽松还是紧缩，即营运资金状况；
3. 它包含有关资本结构的详细资料；
4. 它能够有效地核查报告收益的真实性；
5. 它提供了收入来源分析的依据。

在论述资产负债表这些功能中的第一项之前，我们将首先提出某些定义。股票的账面价值指的是资产负债表所显示的属于股东的资产价值。这一价值通常限于有形资产，即在计算中将商誉、商标、专利权、特许权、租赁权等项目排除在外。账面价值也称为“资产价值”，有时称为“有形资产价值”，以明确指出无形资产不包括在内。就普通股来说，它也常常被称为“股权”。

账面价值的计算

普通股的每股账面价值等于将全部有形资产相加，减去全部债务以及优先级别高于普通股的股票，然后除以股份总数。

在许多情况下，下列公式是通向答案的捷径：

$$\text{每股普通股的账面价值} = \frac{\text{普通股} + \text{盈余项目} - \text{无形资产}}{\text{已发行股票数}}$$

盈余项目指的不只是明确标明为盈余的项目，还包括股票溢价以及实际上属于

盈余中的一部分的准备金。例如，优先股清偿准备金、厂房改建准备金以及应急准备金等（已知系实际需要的除外）都包括在内。具有这一性质的准备金可称为“自愿准备金”。

表42—1为普通股账面价值计算的一个例子。

表42—1　　1938年12月31日美国钢铁公司普通股账面价值的计算

1938年12月31日简明资产负债表　　（单位：百万美元）

资产		负债	
1. 资产投资账户（减折旧）	1 166	7. 普通股	653
2. 矿区使用费	9	8. 优先股	360
3. 递延费用[I]	4	9. 公开上市的子公司股票	5
4. 杂项投资	19	10. 债券债务	232
5. 杂项其他资产负债	3	11. 矿区使用费票据	12
6. 流动资产	510	12. 流动债务	79
		13. 应急及其他准备金	39
		14. 保险准备金	46
		15. 资本盈余	38
		16. 营业盈余	247
	1 711		1 711

有形资产	1 711 000 000
减去：所有优先级别高于普通股的负债（项目8～12之和）	688 000 000
普通股净资产	1 023 000 000
每股账面价值（以8 700 000股为基础）	117.59

I 关于递延费用究竟是无形还是有形资产有相当多的争论，但由于涉及金额几乎总是很小，因此这个问题没有实际意义。当然，更方便的做法是将递延费用计入其他资产之中。

另一种比上述情况更简短的计算方法如下：

普通股	653 000 000
盈余及自愿准备金（项目13～16之和）	370 000 000
普通股净资产	1 023 000 000

计算普通股账面价值时对优先股的处理

在计算普通股的可用资产时，必须注意以适当估价减去优先股。通常按出现在资产负债表中的优先股票面价值或设定价值计算。但是，在越来越多的案例中，资产负债表中对优先股总是任意估值，远远低于其相关实际负债。

岛溪煤炭公司优先股的票面价值为1美元，该股票有权获得6美元的年股息，公司解体时每股可得120美元。1939年该股价格约为120美元。在计算岛溪煤矿普通股的资产价值时其优先股不应当每股减去1美元，而应每股减去100美元或120美元，这才是该股票“真正”或“有效”的平价。资本管理有限公司是一家投资信托公司，其未偿付的优先股有权累积3美元的股息，清算时可得50或55美元，但其票面价值为10美元。它还有一只A类股票，清算时可得20美元外加70%的剩余资产和支付优先股股息后的70%收益，但该股票面价值为

1 美元。最后，它的 B 类股票，票面价值 1 美分，有权得到收益和资产的剩余。显然，在这种情况下，建立在票面价值基础上的资产负债表根本就是有害而无益，必须由分析师予以一定的纠正，如表 42—2：

表 42—2　　资本管理公司 1938 年 12 月 31 日资产负债表　　（单位：美元）

公布数据		订正数据	
总资产（按成本价格）	5 335 300	（按市场价格）	5 862 500
应付款项及应计项目	1 661 200		1 661 200
优先股（面值 10 美元）	434 000	（55[I]）	2 387 000
A 类股票（面值 1 美元）	143 400	（20[I]）	2 868 000
普通股（面值 1 美分）	2 400		1 043 600
盈余及准备金	3 094 300		
负债总额	5 335 300		5 862 600

I 这些接近证券的有效票面价值。

可口可乐公司未偿付的无票面值 A 类股票享有每股 3 美元的优先股息，可累积，并可以按 55 美元的价格赎回。公司将该股作为负债，按每股 5 美元的“设定价值”计算。但其真正的票面值显然是 50 美元。①

在上述所有例子中，优先股必须设立与其股息率相等的“有效票面价值”。我们可以提出一个有力的论点，支持在统一股息的基础上对所有优先股进行估价，除非可以用较低的数字提前赎回。比如 5% 的股息，这将意味着一只股息率为 5%，总额为 100 万美元的优先股，估价为 100 万美元；而一只股息率为 4%，总额为 100 万美元的优先股，其有效价值估价将为 80 万美元；一只股息率为 7%，总额为 100 万美元不可赎回的优先股，其有效价值估价将为 140 万美元。当然，使用面值更为方便，而且在大多数情况下，结果也是相当准确的。② 还有一个较简单的方法，可以满足多数实用性目的，即按面值加回红利或市场价值估计优先股价值，取其较高值。

优先股账面价值的计算

在计算优先股的账面价值时，可将其视为普通股，优先度低于它的证券都不加以考虑。表 42—3 按照图比兹·查特尔公司（Tubize Chatillon Corporation）1932 年 12 月 31 日的资产负债表进行的计算可以说明这一原则。

---

① 有趣的是，1929 年该公司将 194 000 股回购 A 类股票按其 9 434 000 美元的成本计入资产，而全部 100 万股股票却仅作为 500 万美元的负债出现。类似有关普通股的荒谬会计账目还可见于海克制品（Hecker Products）1939 年 6 月的资产负债表——表中声称公司股本的净负债为负数。

② 标准统计公司所采取的做法是在计算普通股账面价值时，扣除优先股的非自愿清算价值。这几乎不合乎逻辑，因为解散或清算，几乎总是一个遥远的偶然现象，发生这种现象的条件与分析时完全不同。标准统计公司采用的方法导致的结果是：将每股 115 美元的“价值”赋予宝洁公司 5 美元的第二优先股，而该公司 8 美元的第一优先股却仅为每股 100 美元。在这种情况下，优先股持有人的要求权真正的或实际的价值将非常接近第一优先股 160 与第二优先股 100 的比例，两者都按照 5% 的股息收益率计算。对于投资信托证券来说，优先股的清算价值更为相关，应当普遍应用。

表42—3　　图比兹·查特尔公司1932年12月31日资产负债表　　（单位：美元）

资产		负债	
财产和设备	19 009 000	股息率为7%的第一优先股	
专利权，工艺等	802 000	（票面值100）	2 500 000
杂项资产	478 000	股息为7美元的第二优先股	
流动资产	4 258 000	（票面值1）	136 000
		普通股（票面值1）	294 000
		债券债务	2 000 000
		流动负债	613 000
		折旧准备金等	11 456 000
		盈余	7 548 000
总资产	24 547 000	总负债	24 547 000

第一优先股的账面价值计算如下：

总资产		24 547 000
减去：无形资产	802 000	
折旧准备金等	11 456 000	
债券	2 000 000	
流动负债	613 000	14 871 000
第一优先股净资产		9 676 000
每股账面价值		387

另一种方法：

股本平价	2 930 000	
盈余	7 548 000	
	10 478 000	
减去无形资产	802 000	
第一优先股净资产	9 676 000	

折旧及杂项用途的准备金数目非常大，并可能包括应归入盈余的任意备抵金。但是，由于缺乏详细资料，这种准备金必须从资产中扣除。后来据说有相当一部分准备金被用来冲销由于陈旧而报废的机械设备的账目。

第二优先股的账面价值很容易根据上述数据计算出来，具体如下：

第一优先股净资产	9 676 000
减去：第一优先股平价	2 500 000
第二优先股净资产	7 176 000
每股账面价值	52.75

在计算普通股的账面价值时，若按照其毫无意义的1美元面值来扣除第二优先股的价值，将是一个明显的错误。鉴于其7美元的股息率，其“有效面值”应不低

于每股 100 美元。因此，属于普通股的资产就没有了，其账面价值为零。

流动资产价值和现金资产价值

除了众所周知的账面价值的概念之外，我们要提出另外两个性质类似的概念，即流动资产价值和现金资产价值。

股票的流动资产价值仅包括流动资产、减去所有优先级别高于该股票的负债及债权。它不仅排除无形资产，而且将固定及杂项资产也排除在外。

股票的现金资产价值仅包括现金资产、减去所有优先级别高于该股票的负债及债权。[①] 现金资产不同于现金本身，是指那些直接等同于现金，并持有代替现金的资产，包括存款单、通知放款、有价证券的市场价值和保险单的退保价值等。

表 42—4 是一个计算这 3 类资产价值的例子：

表 42—4　　奥的斯棉织品公司 （Otis Company） 1929 年 6 月 29 日资产负债表

（单位：美元）

资产		负债	
1. 现金 ……	532 000	8. 应付账款 ……	79 000
2. 通知放款 ……	1 200 000	9. 应计项目等 ……	291 000
3. 应收账款（减准备金） ……	1 090 000	10. 设备等的准备金 ……	210 000
4. 存货（减准备金 425 000）[I] …	1 648 000	11. 优先股 ……	400 000
		12. 普通股 ……	4 079 000
5. 预付项目 ……	108 000	13. 营业盈余 ……	1 944 000
6. 投资 ……	15 000	14. 缴入盈余 ……	1 154 000
7. 厂房（扣除折旧） ……	3 564 000		
	8 157 000		8 157 000

I 储备前存货的价值以成本价和市场价中较低者为准。

A. 普通股账面价值的计算：

总资产 ……		8 157 000
减去：应付账款 ……	79 000	
应计项目 ……	291 000	
优先股 ……	400 000	770 000
		7 387 000
加上自愿准备金 ……	425 000	
从存货中扣除 ……		425 000
普通股净资产 ……		7 812 000
每股账面价值（以 40 790 股计） ……		191

B. 普通股流动资产价值的计算：

流动资产总额（项目 1、2、3 和 4） ……	4 470 000

① 有时普通股的每股现金资产计算时不扣除任何负债。我们认为只有当其他流动资产超过优先级别高于普通股的全部负债时，这个概念才有用。

加上存货自愿准备金	425 000
	4 895 000
减去优先级别高于普通股的负债（项目8、9和11）	770 000
普通股对应的流动资产	4 125 000
每股流动资产价值	101

C. 普通股现金资产价值的计算：

现金资产总额（项目1和2）	1 732 000
减去优先级别高于普通股的负债（项目8、9和11）	770 000
普通股对应的现金资产	962 000
每股现金资产价值	23.50

在这些计算中我们可以注意到，存货通过恢复资产负债表中减去的42.5万美元准备金而增加。这样做是因为公司扣除的准备金显然是为尚未发生的价值意外下降而准备的。它本身完全是任意或自愿的，计算方法的一致性将要求分析师将其视为盈余项目。21万美元的“设备等的准备金”情况也是如此。可以看出，这既不是实际的负债，也不必要从任何具体资产的价值中扣除。

1929年6月，奥的斯公司的普通股以35美元的价格出售。读者将看到该股市场价格和流动资产价值的分歧非常突出。其意义我们将在后面进行讨论。

账面价值的实际意义

过去普通股的账面价值是其财务表现中最重要的因素。如同企业家的资产负债表能显示出其企业的价值一样，普通股的账面价值也应当显示出股票的“价值”。但这种想法已经几乎完全自金融视野中消失。资产负债表中的公司资产价值已几乎失去全部意义。这种变化产生的原因是，首先，如前所述，固定资产的价值经常与实际成本没有任何关系；其次，在更多情况下，该价值与其出售价格总额或合理的收益数额没有任何关系。这种夸大固定财产账面价值的做法逐渐让位于抹杀该价值以避免折旧费的手法，但二者相同的后果是使账面价值的数字失去所有实际意义。奇怪的是，像一个奇怪的古代的幸存者一样，主要的统计核算部门仍然保留按照公司所公布的许多，或者可以说是绝大部分资产负债表来计算每股普通股账面价值的传统程序。

在我们完全抛弃账面价值这个历史悠久的概念之前，让我们先来问一下，它对分析师来说是否会有任何实际意义呢？在一般情况下，可能没有。但在特殊或极端的情况下呢？让我们看看表42—5、42—6中的4个例子，它们代表账面价值和市场价格之间极端的关系。

表42—5 **通用电气公司与佩珀雷尔制造公司** （单位：美元）

项目	通用电气公司	佩珀雷尔制造公司
价格	（1930年）95	（1932年）18
股数	28 850 000	97 600
普通股市场价值	2 740 000 000	1 760 000

（续前表）

项目	通用电气公司	佩珀雷尔制造公司
资产负债表	（1929 年 12 月）	（1932 年 6 月）
固定资产（扣除折旧）	52 000 000	7 830 000
杂项资产	183 000 000	230 000
流动资产净值	206 000 000	9 120 000
净资产总额	441 000 000	17 180 000
减去债券和优先股	45 000 000	
普通股账面价值	396 000 000	17 180 000
每股账面价值	13.75	176

表 42—6　　商业溶剂公司与宾夕法尼亚州煤和焦炭公司　　（单位：美元）

项目	商业溶剂公司	宾夕法尼亚州煤和焦炭公司
价格	（1933 年 7 月）57	（1933 年 7 月）3
股数	2 493 000	165 000
普通股市场价值	142 000 000	495 000
资产负债表	（1932 年 12 月）	（1932 年 12 月）
固定资产（扣除折旧）		6 500 000
杂项资产	2 600 000	990 000
流动资产净值	6 000 000	740 000
普通股资产总额	8 600 000	8 230 000
每股账面价值	3.50	50

任何一位有思想的观察者都会对这些例子中所揭示的反差感到震惊。在通用电气公司和商业溶剂公司（Commercial Solvents）的例子中，数字表明的不仅仅是股票的市场价值高于账面价值许多倍这一事实。股票报价所记录的这些企业的总估价似乎完全与其作为普通的商业企业的身份无关。换句话说，这些根本就不是经营评价；它们是华尔街所要的花招，或者也可能是其透视洞察力的产物。

财务论证与商业论证

这种观点可能比其他任何说法都更加突出地使人意识到金融思维和普通商业思维之间日渐加深的裂痕。一个几乎令人难以置信的事实是，华尔街从来没有问过，“这家企业卖多少钱?”而这正应该是考虑购买股票时要问的第一个问题。如果一个生意人有机会从某家公司 1 万美元的股份中得到 5% 的利息，他的第一个心理过程将会是将要价提高 20 倍，从而将他能从该企业获得的价值提高至 20 万美元。其余的盘算将是反复思考花上 20 万美元购买该企业是否合算。

那些购买股票的人实际上已放弃了这种基本和不可缺少的方法。1929—1930 年，在成千上万“投资”于通用电气公司的人当中，恐怕没几个人意识到他们是按照公

司总值约为25亿美元的价格购买该股票，其中超过20亿美元是高出实际投入该企业资金的溢价。1933年7月，商业溶剂公司股票57美元的定价比通用公司更像是一个赌博现象，这是由于预期禁酒令将会撤销而产生的。但在这个例子中，赌徒们的行为与那些自称为投资者的人没有区别，他们愉快地无视这一事实，即他们正为一家资源价值只有1 000万美元的公司支付14 000万美元。商业溶剂公司在资产负债表中被减记为零的固定资产当然也有真正的价值，但不超过几百万美元。

这个例子中表现出的另一个相反的极端现象几乎同样令人印象深刻。一个正常经营但业绩平平的企业，像宾夕法尼亚州煤和焦炭公司，其市场价值仅为其宣称资源价值的1/16，而几乎在同一天，人们却愿意花上高达其资产净值16倍的价钱争相购买一只具有投机性的热门证券。佩珀雷尔公司的例子也许更为引人注目，原因是其无可置疑的账面价值上的真实数字，也因为该企业多年来一直声誉卓著、收益率高且股息丰厚。然而该企业仍然有部分所有者——当然，的确是在大萧条的压力之下——愿意以相当于其价值1/10的价格出卖自己的权益，而它的价值就连一个私人老板也能毫不犹豫地一眼看出。

建议

这些例子尽管很极端，但也有力地表明，账面价值至少值得公众在买入或卖出一家公司的股份之前向其投去短暂的一瞥。在任何特定情况下，账面价值所传递的信息都很有可能被证明是无足轻重、不值得重视的。但在将其丢弃之前，应先加以审视。股票购买者如果有一点理性的话，至少应可以告诉自己：第一，他实际上是以什么价值在购买该公司股票？第二，他所花的钱实际上能折合成多少有形资源？

虽然这是正统的经济理论，并且无疑在广义上是适用的，但我们怀疑它的适用性是否具有足够的确定性和实效性，使之在选择普通股时能够成为一个决定性因素。可能需要指出，现代条件下，商誉或者甚至是高效率的组织性等所谓“无形资产”，从纯经济的角度来说，完全和房屋机械等同样真实。[①] 这些无形资产的收益与那些只需要现金投资的生产设施相比，甚至可能更不易受到竞争的威胁。此外，在条件有利时，资本投资规模相对较小的企业增长速度可能会更快。通常它用来扩大其销售和利润的开支更低，因此，对其股票持有人来说，这种企业比一家每1美元的销售额都需要高额厂房投资才能完成的企业来说，盈利更为迅速，更加有利可图。

因此，我们已经提出了强烈建议，即买方应明了自己做法的意义是什么，并且从心里承认自己是在理智行事，除此之外，我们认为没有任何规则可以合理地规定账面价值与市场价格的关系。

---

① 无形资产的司法估值（对不公开上市的企业来说）似乎仍然坚持旧的观念，它们与有形资产相比不太“真实”，因此相对来说需要更多的收益支持。对私人企业基于股票市场的估价与商人和法院估值的差异，可以为评论研究提供极好的材料。结论是“商誉”从整体上说比有形资产更加有利可图。

第43章

流动资产价值的意义

普通股的流动资产价值可能比账面价值（包括固定资产）更为重要。有关这个问题的讨论将围绕以下主题：

1. 流动资产价值通常是清算价值的一个粗略指标；

2. 大量普通股售价低于其流动资产价值，因此也低于清算可变现值；

3. 许多股票销售持续低于其清算价值的现象根本不合逻辑。这意味着以下方面正在出现严重的错误：（a）在对股市的判断上；（b）在公司管理的方针上；（c）在股东对他们财产的态度上。

清算价值

企业的清算价值指的是业主想放弃该企业时可以从中得到的款项。他们将运营中的企业全部或部分出售给他人，也可能以一种零敲碎打的方式将各种资产转为现金，这一过程可能为了实现每个部分的最佳价值而花上相当长的时间。这种清算在私营企业领域是家常便饭，在公有制企业中却非常罕见。诚然，一家公司往往会被卖给另一家，其价格通常远高于清算价值，破产后有时也会导致资产被分割出售；但自愿撤出一个无利可图的企业，同时认真清理资产，这种现象的发生在私营企业中比在公有制企业中频繁得多。我们随后将会说明，产生这种差别是有其原因和意义的。

不同性质资产的不同变现价值

公司的资产负债表并不能传达其清算价值的准确信息，但它确实能提供可能有用的线索。计算清算价值的第一条规则是，负债是真实的，但对于资产的价值必须

持怀疑态度。这意味着，所有账面上的真实负债都必须扣除其面值。但是，资产的价值却因其性质不同而不同。表 43—1 很好地说明了清算中各种类型资产的相对可靠性。

表 43—1　　各种类型资产的清算价值与账面价值之比

资产类型	清算价值/账面价值（%）	
	正常范围	大致平均值
流动资产：		
现金资产（包括流通证券）	100	100
应收款（减去正常准备金）[I]	75 ~90	80
库存（按成本或市价中较低值计）	50 ~75	66. 67
固定和杂项资产：		
（不动产、建筑、机械、设备、不可流通的投资、无形资产等）	1 ~50	≈15

I 零售分期付款账户在清算中必须被低估。幅度约为 30% ~60%。平均幅度约为 50%。

计算举例说明

下例说明了具体个案中如何对清算价值进行大概估算：

例如：怀特汽车公司价值清算（见表 43—2）。

表 43—2　　怀特汽车公司

资本总额：650 000 股普通股。

1931 年 12 月的价格：8 美元/股。

公司总市值：5 200 000 美元。

1931 年 12 月 31 日资产负债表　　（单位：千美元）

项目	账面价值	估计清算价值	
		占账面价值的百分比（%）	数额
现金	4 057		
美国政府和纽约市的债券	4 573	100	8 600
应收款（减去准备金）	5 611	80	4 500
存货（按成本或市价中较低者计）	9 219	50	4 600
流动资产总额	23 460		17 700
减去流动负债	1 353		1 400
流动资产净值	22 107		16 300
工厂固定设备账户	16 036		
扣除折旧	7 491		
工厂固定设备账户净值	8 545		4 000
子公司投资额	4 996	20	
递延费用	388		
商誉	5 389		20 300
普通股净资产总额	41 425		

（续前表）

每股估计清算价值	31 美元
每股账面价值	55 美元
每股流动资产价值	34 美元
每股现金资产价值	11 美元
每股市场价格	8 美元

计算的目的

在研究这一计算方法时必须牢记，我们的目的不是为了确定怀特汽车公司准确的清算价值，而只是对其清算价值形成一个大体印象，以确定股票售价是否低于股东可以实际从企业中得到的收益。对后一个问题的回答无疑是肯定的。充分考虑到可能的误差，毫无疑问，（在 1931 年的时候）怀特汽车公司的清算价值将大大高于每股 8 美元，或总计 520 万美元。单是现金资产在减去所有负债之后就大大超出这一数字，这一惊人的事实证实了我们的观点。

流动资产价值——一个计算清算价值的粗略方法

与其他例子相比，怀特汽车公司对于存货清算价值的估计有些偏低，而在固定资产和杂项资产方面又有点偏高。我们要考虑到汽车存货很有可能不像一般产品那样易于销售。另一方面，一些列为非流动资产的项目，特别是对怀特汽车证券公司的投资，其账面价值收益比例很可能比普通财产账户比例更高。可以看出，怀特汽车公司的估计清算价值（约为每股 31 美元）与其流动资产价值（每股 34 美元）相差不大。在该特例中，可以说，非流动资产变现足以弥补流动资产清算遭受的大部分损失。因此，我们得到第一个论点，即流动资产价值可以粗略衡量清算价值。

绝大多数股票售价低于清算价值

我们的第二个论点是，过去数年来，有相当数量的普通股在市场上的售价远低于其清算价值。当然售价最低的时候是经济萧条期间，但是，即使是在 1926—1929 年牛市的时候，这种情况也绝不罕见。应该指出的是上一章提到的奥的斯公司的惊人个案，当时是 1929 年 6 月，正是经济繁荣的顶峰。第 41 章举出的北方管道公司的例子则始于 1926 年。另一方面，我们的佩珀雷尔和怀特汽车公司的例子说明的是 1931—1933 年经济崩溃时的现象。

在我们看来，那 3 年股市最鲜明的特点是，有很大比例的证券售价低于其清算价值。我们的计算表明，在纽约证券交易所上市的所有工业企业中，有 40% 以上在 1932 年都有某个时候报价低于其流动资产净值。有相当多的股票实际上售价低于其现金资产价值，比如怀特汽车公司就是如此。[①] 回头再看，这种状况肯定不正常。典型的美国公司看起来死了比活着还更有价值。这些大企业的业主要是关门大吉，而

① 见附录注 62。

不是在持续经营的基础上出售证券，其所得反而更高。

在 1937—1938 年衰退期间，这种情况又有小规模重演。现有的数据表明，在纽约证券交易所上市的工业企业，有 20.5% 在 1938 年年初的售价低于其流动资产净值。在 1938 年结束的时候，当时物价总水平绝非过低，648 只工业股中共有 54 只售价低于其流动资产净值。①

重要的是我们要看到，价格与流动资产价值之间的普遍差距是近期的一个发展趋势。在 1921 年严重的市场萧条中，这类工业股所占比例还相当小。新时代的理论将所有的价值检验依托于损益账户，完全忽视了资产负债表的状况。显然，1932 年（和 1938 年）的现象是这种理论直接影响下的自然产物。结果是，一家没有现时盈余的公司没有什么真正的价值，在市场上出售时很可能只卖出其很小一部分可变现资源的价值。大多数卖家并不知道他们正在将自己的利益以远低于其残余价值的价格随手丢弃。但是，许多有可能了解事实真相的人也会认为这样低的价格是合理的，理由是公司没有清算的打算，那么清算价值就没有实际意义。

这种现象的逻辑意义

这就带我们来到第三个问题，即从市场、管理层和股东的角度来看这种“低于清算价值”现象的逻辑意义。整个问题可归纳为一条基本原理，即：

当普通股的售价持续低于其清算价值时，要么是价格过低，要么就是公司应当清算。

从这一原理中可以得出两个推论：

推论 1. 这样的价格应该促使股东提出一个问题：公司继续经营是否符合他们的利益？

推论 2. 这样的价格应该促使管理人员采取一切适当措施，以纠正市价和内在价值之间的明显差距，包括重新考虑其管理政策，以及就其继续经营企业的决定，坦率地向股东做出解释。

上述原理的正确性应当是不言自明的。一只股票售价持续低于其清算价值，不可能有合理的经济原因。如果该公司继续经营并不比进行清算更有价值，那么它就应该进行清算。如果持续经营的价值更高，那么其股票的售价就应该高于其清算价值。因此，在两种前提下，价格低于清算价值都是不合理的。

上述原理的双重应用

以一种合乎逻辑的形式来说，我们的原理具有两个方面的用途。售价低于清算价值的股票在很多情况下都十分廉价，因此十分引人购买。这样一来，我们就有了一个领域可以施展我们的证券分析技术。但也有许多情况是，股票售价低于清算价值这一事实就是一个信号，告诉人们该公司正在执行的政策是错误的，因此，管理部门应采取相应的纠正措施——如果不是主动去做，那么就是迫于股东的压力也要

① 见附录注 61。

去做。让我们依次考虑这两个方面的情况。

买卖这种股票的吸引力

这类普通股的收益几乎总是不能令人满意。如果利润一直在稳步增加，那么很明显，股票售价不会如此之低。反对购买这些股票的原因在于根据概率（或者至少是有这个可能），收入将继续下降或出现亏损，而资源将流失，内在价值最终低于购买时的价格。不能否认，在个别案例中的确会发生这样的事情。另一方面，这类公司的发展潜力更大，结果也有可能导致股票的市场价格上涨。这些措施包括以下内容：

1. 创造与公司资产相应的盈利能力。这可能是由于：

a. 行业状况的普遍改善；

b. 公司经营政策的有利变化（包括在管理方面有没有改变）。这些变化包括采用效率更高的方法、制造新产品、放弃无利可图的生产线等。

2. 将公司出售或与其他公司合并，因为其他企业有能力更好地利用这些资源，从而至少可以支付资产的清算价值。

3. 完全或部分清算。

此类股票有利发展的结果举例

行业状况的普遍改善

已经给出的例子以及其他一些例子，将说明这些各种各样有利发展的运作。在佩珀雷尔公司的例子中，17.5 美元的过低价格恰逢截至 1932 年 6 月 30 日的财政年度的重大亏损。下一个年度，纺织工业的状况有所改善；佩珀雷尔公司的收益每股高于 9 美元并且恢复了派息；因此 1934 年 1 月，股票的价格上涨至 100 美元，并于 1936 年涨至 149.75 美元。

经营政策的变化

汉密尔顿毛纺公司（Hamilton Woolen Company）的经历是纺织领域的另一个例子，该案例是个别企业，而不是整个行业状况的全面改善。1928 年之前的几年，该公司的经营亏损严重，其数额在 1926 年和 1927 年分别接近每股 20 美元和 12 美元。1927 年后期公司的普通股售价为每股 13 美元，尽管当时公司的流动资产净值达每股 38.50 美元。1928 年和 1929 年，公司的管理人员和管理政策有了变化，引进了新产品和直销的方法，对某些阶段的生产也进行了重新安排。这导致收益大大提高，在随后的 4 年间平均每股增加了约 5.50 美元，一年之内股价已上升至 40 美元左右。关于汉密尔顿毛纺公司后来的事情，将在后文继续讨论。

出售或合并

怀特汽车公司是发生在一只售价低于清算价值的股票身上的出售或合并的缘起及其直接效果的一个典型案例。（但是，后来的事态发展有些不同寻常。）1930—1932 年怀特汽车的严重亏损迫使管理层寻觅新的合作对象。斯塔贝克公司（Studebaker Corporation）认为它可以将自己的经营与怀特汽车联合起来，实现共赢，同时它也受到怀特公司持有大量现金的强烈吸引。因此，1932 年 9 月，斯塔贝克公司提出购买怀特汽车公司的全部股票，每股支付情况如下：

5 美元的现金。

25 美元为斯塔贝克公司 10 年期利率为 6% 的债券。

1 股售价约为 10 美元的斯塔贝克公司普通股。

可以看出，这些购买条件不是基于怀特公司近期的市场价格——每股不足 7 美元——而主要是基于其流动资产价值。很快，怀特汽车公司的股价升至 27 美元，后来又达到 31.50 美元。①

还有一个类似的有趣的例子，但时间离现在更近，是内布拉斯加标准石油公司（Standard Oil Company of Nebraska）的例子。概述如下：

1939 年初，该公司股票售价约为 6 美元，资本总额包括 16.1 万股股票，总价值 100 万美元。1938 年 12 月 31 日的资产负债表概述见表 43—3。

表 43—3　　内布拉斯加标准石油公司 1938 年 12 月 31 日资产负债表　（单位：美元）

资产		负债	
固定资产和杂项资产（净值）	2 794 000	流动负债	176 000
现金资产	1 155 000	股本和盈余	4 734 000
其他流动资产	961 000		
	4 910 000		4 910 000
每股现金资产（净值）	6.07		
每股流动资产净值	12.05		
每股有形资产净值	29.33		

该公司从事内布拉斯加的石油产品分配。每年开展的业务不计增值利润约计 500 万美元。1935—1938 年，所报告的折旧前收入平均每股 0.69 美元；“支出折旧”后的平均利润为每股 0.39 美元；在公司进行折旧之后平均每股损失了 0.39 美元。

在这个案例中，公司股票的售价显然远远低于其清算价值，原因是它不能令人满意的收益记录；然而，我们有充分理由相信，该公司的价值确实超过其清算价值，因为其汽油销售渠道等将使其众多零售和散装油站成为一些大型炼油公司竞相收购

① 这项交易有一个出乎意料的后果，就是斯塔贝克公司于 1933 年 4 月进行破产清算，从表面上看是由于怀特汽车公司的少数股东反对两家公司合并而引起的。但这与我们的讨论无关，我们要说的是，在将公司出售或与其他公司合并时，即使股票当前的市场价格有可能远低于公司的清算价值，也应当对清算价值有一个充分的认识，其实通常情况也的确如此。

的目标。

1939 年 4 月某公司出价每股 12 美元购买 2/3 的流通股。这一出价未能被足够多数的股东接受，但紧随其后的是印第安纳标准石油公司出价每股 17.50 美元，该炼油公司一直向内布拉斯加标准石油公司供应汽油，而且显然不愿失去这一重要销售渠道。这笔交易迅速获得批准。因此，内布拉斯加标准石油公司的股票价格在 4 个月内涨了近两倍，而同期综合市场却处于下降之中。①

全部清算

莫霍克矿业公司是一个由于企业实际清算而导致现金利润和市场价值大大提高的很好的例子。

1931 年 12 月，该公司股票售价为每股 11 美元，11.2 万股流通股总价值 123 万美元。1931 年底的资产负债表显示如表 43—4：

表 43—4　　英霍克矿业公司 1931 年底资产负债表　　（单位：美元）

现金和市场上的有价证券	1 381 000
应收款	9 000
铜的市价（约）	1 800 000
物资	71 000
	3 261 000
减去流动负债	68 000
流动资产净值	3 193 000
固定资产（扣除折旧和损耗）	2 460 000
杂项资产	168 000
普通股总资产	5 821 000
每股账面价值[I]	52
每股流动资产价值[I]	28.50
每股现金资产价值[I]	11.75
每股市场价格	11

I 在将证券及铜的库存折合成市场价值之后。

此后不久，管理层决定进行资产清算。1932—1934 年间，公司支付了正常股息和清算股息，总计每股 28.50 美元。应当指出，在清算中实际得到的金额最终与清算开始前公司的流动资产价值相同，是当时股票价格的 2.5 倍。

部分清算

已经讨论过的北方管道公司和奥的斯棉织品公司，是通过部分清算得到更高市场价值的例子。这两家公司展示的数据如表 43—5 所示。

1929 年 9 月奥的斯棉织品公司支付了每股 4 美元的额外股息，1930 年进行部分清算，每股又派发了 20 美元，使面值从 100 美元减少到 80 美元。1931 年 4 月股票售价为 45 美元，1932 年 4 月降至 41 美元。这些价格均高于 1929 年 6 月的报价，尽

① 有关其他由于产业出售而导致价格上升的例子，见后文“I. 贝尼希父子和联合船 A 股”的相关列表分析。

管在此期间每股派发了 24 美元，而且当时综合市场水平从梦幻般的通货膨胀变成了同样做梦似的通货紧缩。后来该公司完全停业，清算中另外又向股东支付了每股 74 美元——使其自 1929 年 6 月之后每股共得到 102 美元（其中包括 1929—1934 年支付的其他股息，总计每股 4 美元）。

表 43—5　　北方管道公司与奥的斯棉织品公司的对比　　（单位：美元）

项目	北方管道公司	奥的斯棉织品公司
日期	1926 年	1929 年 6 月
市场价格	64	35
每股现金资产价值	79	23.5
每股流动资产价值	82	101
每股账面价值	116	191

1928 年，作为资本回报，即部分清算，北方管道公司向股东派发了每股 50 美元。这种做法导致 1926 年和 1928 年之间该股票的市场价格差不多翻了一番。后来第二次派发了每股 20 美元，从而使股东获得的现金比 1925 年和 1926 年的低市值还要多，而且他们还保持了自己对管道业务的全部权益。所谓标准石油集团旗下的大部分管道公司都进行了类似的慷慨派发。我们还应注意后文所提到的戴维斯煤和焦炭公司（Davis Coal and Coke Company）的部分清算。

选择此类股票所需要的辨别力

几乎毫无疑问，售价远低于清算价值的普通股总的来说代表着一类价值被低估的证券。它们的价格应当跌得比实际情况还要多。这必然意味着，购买这些股票总的来说有盈利的机会。然而，证券分析师在选择这一类的股票时应当尽可能仔细辨别。他将倾向于购买那些他认为很快将实现上述有利发展前景之一的公司股票。否则他将偏爱那些除了流动资产状况之外，还具有其他吸引人的统计特征的股票，例如，令人满意的现时盈余和股息或过去较高的平均盈利能力。股票分析师将避免购买一直在迅速丧失其流动资产，并没有明确的迹象表明这种情况即将停止的公司股票。

例如：表 43—6 中的这两家公司在 1933 年初的股票售价远低于其清算价值。我们可以通过对这两家公司的对比说明这一点。

表 43—6　　曼哈顿衬衣公司与赫普汽车公司 1933 年初的对比　　（单位：美元）

项目	曼哈顿衬衣公司		赫普汽车公司	
1933 年 1 月的价格		6		2.5
公司总市值		1 476 000		3 323 000
资产负债表	1932 年 11 月 30 日	1929 年 11 月 30 日	1932 年 12 月 31 日	1929 年 12 月 31 日
优先股面值		300 000		

（续前表）

项目	曼哈顿衬衣公司		赫普汽车公司	
普通股股数（股）	246 000	281 000	1 329 000	1 475 000
现金资产	1 961 000	885 000	4 615 000	10 156 000
应收款	771 000	2 621 000	226 000	1 246 000
存货	1 289 000	4 330 000	2 115 000	8 481 000
流动资产总额	4 021 000	7 836 000	6 956 000	19 883 000
流动负债	100 000	2 574 000	1 181 000	2 541 000
流动资产净值	3 921 000	5 262 000	5 775 000	17 342 000
其他有形资产	1 124 000	2 066 000	9 757 000	17 870 000
普通股总资产（加优先股）	5 045 000	7 328 000	15 532 000	35 212 000
每股现金资产价值	7.50	无	2.625	5.125
每股流动资产价值	16.00	17.50	4.375	11.75

这两家公司都说明了1932年末流动资产与市场价格之间一个有趣的关系。但是，相对于3年前资产负债表的状况来说，曼哈顿衬衣公司的情况比赫普汽车公司更加令人满意。后者在大萧条期间损失了一半以上的现金资产和超过60%的流动资产净值。另一方面，在这样的困难时期，曼哈顿衬衣公司普通股的流动资产价值只减少了10%，而且，其现金资产状况得到了明显改善。后一种结果是通过清算应收款和库存而得到的，这样做的收益付清了1929年的银行贷款，大幅增加了现金资源。

因此，用前面的观点来看，这两家公司必须划归不同的类别。在赫普汽车公司的案例中，我们应当考虑到目前流动资产价值超过市值的部分可能很快就会丧失。就曼哈顿衬衣公司而言，情况却非如此。事实上，该公司在经济萧条期间积累现金余额的成就是一个有利因素，必须要考虑在内。后面我们还将再次讨论证券分析的这方面问题，即对一个时期的资产负债表进行比较，以确定企业的真实发展情况。前一点——也应当注意过去盈利记录的观点——可通过对表43—7中的两家公司1939年初情况的对比加以说明。

表43—7　埃里与沃克纺织品公司和太平洋米尔斯公司1939年初情况对比　（单位：美元）

项目	埃里与沃克纺织品公司		太平洋米尔斯公司	
1939年1月价格	17		14	
每股：	1932年12月31日	1938年12月31日	1932年12月31日	1938年12月31日
流动资产净值	30.00	39.50	26.95	24.50

（续前表）

项目	埃里与沃克纺织品公司		太平洋米尔斯公司	
有形资产净值	37.73	46.42	90.85	79.50
1933—1938年平均收益		1.82		-2.41
1933—1938年平均股息		1.25		0.50

太平洋米尔斯公司的亏损并没有对其资产负债表的状况产生严重的影响，因为它们主要是在资产负债表之外通过折旧备抵的形式表现出来的；但是，除非有特殊的理由有可能扭转经营业绩，否则分析师显然更愿意投资购买埃里与沃克公司的股票。

此类合算的股票

普通股若（1）售价低于其流动资产价值；（2）这些资产显然没有损失的风险；（3）之前的市场价格已显示出强大的盈利能力，那么可以说该类普通股真正构成了一类合算的投资。它们的价值无疑远高于其售价，而且这种超出的价值很有可能迟早会在其市场价格中体现出来。这些股票在售价低廉时其实具有高度的安全性，即本金损失的风险相对较小。

但是，可能应当指出，投资于此类廉价股票需要注意当时市场的普遍行情。奇怪的是，当价格水平既不太高，也不太低的时候，相对而言，这种操作的效果最好。在市场整体似乎远高于其应当具备的水平时，比如在1929年或1937年初的时候，购买“廉价股票”效果不会很好，因为市场随后的衰退可能会使这些被忽视或不被欣赏的证券与其他普通证券一样，承担几乎同样严重的损失。另一方面，当所有股票价格都非常低廉时——就像1932年那样——似乎完全有理由购买市场上数一数二的价值被低估的股票，而不必挑选出那些较冷门的股票，尽管相比之下这些股票的售价可能更加低廉。

代表整个企业价值的普通股的安全性不会低于只对企业部分资产有要求权的债券

在考虑这些证券时，我们可以反过来应用本书之前提到的与高级证券有关的论点。我们曾经在第26章中指出，如果是一只没有优先的高级权益的普通股的话，其价值不可能超过其所代表的公司全部所有权的价值，反之亦然。一只普通股的安全性不可能低于当它是债券时，也就是说，如果它不是代表公司的全部所有权，而是被赋予一个固定和有限的权益，而又有一些新的普通股被用来代表剩余部分权益时，它所具备的安全性。这种概念可能开始会显得有些抽象，但用上述类型的一只普通股和一只债券进行比较之后就看得更清楚了。投资信托领域的两家公司特别适用于说明我们的这一论点，因为它们同样都属于银行界，其职员构成也相同。

表43—8应明确指出肖马特联合公司的股票的内在安全性不能低于肖马特银行投资信托公司85美元的高级债券。因为，它们背后的管理人员是同样的，股票投资的背后有180%的资产，而作为债券安全保护的资产只有其市场价格的

122%。除了安全性更高之外，联合企业的股票代表了公司资产的全部所有权，而投资信托公司债券的权益仅限于其本金数额，股本余额属于初级证券持有人。事实上，以市场价格衡量，这种初级股票的权益可以相当大，即使在债券售价大打折扣的情况下也是如此。

表 43—8　肖马特联合公司股票与肖马特银行投资信托公司债券安全性之比较　（单位：美元）

截至 1939 年 12 月	肖马特联合公司	肖马特银行投资信托公司
债券	无	价值 304 万美元利率为 4.5 的高级债券和利率为 5% 售价为 85 美元（平均价格）的债券价值 258.5 万美元 95 万美元利率为 6% 的初级债券售价为 50 美元（估计值）= 48 万美元
股票	390 000 股@ 10.25，4 000 000	75 000 股@ 3.5，260 000
资本总额	4 000 000	3 325 000
资产净值（1939 年 9 月）	7 201 000	3 153 000（1939 年 11 月）
比率：市场上的高级债券		82%
比例：总市值比净资产	55%	107%
12 个月的投资收益[I]	198 000（至 9 月 30 日）	114 000（至 11 月 30 日）
资本市场收益百分比	5.0	3.5

I 不计入证券销售的损益。

肖马特联合公司的股票比肖马特银行投资信托公司的债券在当时报价的水平上更具吸引力，这一事实无人质疑。同样毫无疑问的，认为债券比联合公司股票的“安全性”更高的投资者被形式误导了，没有看到本质。然而，仍然有些说法提到这些不同的形式对投资者的感受，并进而对其态度产生了影响。信托投资公司的债券的确在一定程度上保证了持续的收益，因为利息必须定期支付，否则公司将面临破产。出于同样的原因，该公司将做出特别努力以在 1942 年和 1952 年到期日或到期之前将其付清。因此，我们认为该公司低于正常价格的债券特别引人购买——因为最终它们必须以面值支付——因此该债券有 1/3 被购回。这一政策有利于在一个重要限度内保持市场价格并改善其余债券的状况。

对肖马特联合公司的股东来说这些说法都不正确。实际上他们自 1929 年以来已经收到持续分红，平均 65 美分，或股票时价的 6.5%。但是，利率一直在变，而且普通的股东认为他们受到管理人员决定的摆布。（其实情况并不完全如此，因为《税收法案》的处罚条款事实上迫使投资信托公司将其实现的净收入支付出去了。）公司以一个合理的低于清算价值的价格购回股票也不能维持其市场价格，因此投资者一直无法期待管理层将它们从必须以低于股票内在价值幅度高达 50% 的价格忍痛割肉的艰难处境中拯救出来。

在 1934 年的版本中我们阐述这一论点时举出的是美国洗衣机公司（American

Laundry Machinery）股票的例子。1933年1月，该股价格为7美元，相当于整个公司价值430万美元——与之对照的是公司资产中有现金超过400万美元、流动资产净值为2 100万美元、有形资产净值为2 700万美元，当时的10年平均收益超过300万美元（不过这个数字包括1932年100万美元的亏损）。当时本章的最后两个自然段如下：

> 华尔街会认为美国洗衣机公司股票7美元的股价“不安全”，但它却毫不犹豫地接受该公司发行的450万美元债券。他们的“推理”可能是说债券的利息是肯定会继续产生的，但当时股票支付的40美分股息是很不可靠的。在有的情况下，董事会别无选择，只得支付利息；在另外的情况下，董事会可以根据自己的想法决定是否支付股息，因此很可能会暂停支付股息。但华尔街的这种说法混淆了收入的暂时连续性和另一个更基本的问题——本金的安全性。向普通股持有人支付股息本身并不能使股票更加安全。董事会只是将股东自己财产的一部分交给他们而已；如果把这笔钱留在公司的金库中，它仍然是股东的财产。因此，假设如果股东被赋予权利强行以收入支付——即如果他们全部或部分成为债券持有人——那么其处境会因此从本质上变得更安全的说法，里面肯定有一个潜在的谬误。股东如果交出公司完整的所有权，可以换取对同一财产有限的要求权，得到5%或6%的投资收益率，认为这种做法对股东有利的，是近乎白痴的想法。其实，当公众愿意购买美国洗衣机公司发行的450万美元债券，却拒绝以每股7美元的价格购买当前的普通股，认为普通股“不安全”时，他们做的正是这样的事情。
>
> 尽管如此，华尔街坚持以这些不合理的方式思考，而它这样做也有部分实际的理由。不知为何，普通股的持股身份似乎并不能让公众得到与企业的私营业主所被赋予的相同的权利和机会。这将我们带到关于售价低于清算价值的股票的第二个方面。

第44章

清算价值的意义　股东与管理人员之间的关系

华尔街认为清算价值无关紧要，因为一般来说公司都没有清算的打算。就其本身而言，这一观点是合乎逻辑的。将这一观点用于售价低于企业清算价值的股票时，华尔街的看法可扩展为以下内容：尽管该股清算价值将超过其市场价格，也不值得购买，因为（1）该公司无法获得令人满意的利润；（2）公司并不打算进行清算。上一章我们提出，第一种假设在许多情况下可能是错误的，因为虽然过去的收益可能不尽人意，但企业总还是有机会通过外部或内部的变化再度以其资本金赚取令人满意的收益。但是，在相当多的情况下，市场的悲观情绪至少看上去是合理的。因此，我们自然会提出这样一个问题："为什么无论公司的前景多么暗淡，其所有者都允许其继续经营，直至资源枯竭呢?"这个问题的答案将我们带入美国金融界一个奇怪现象的核心——股东及其所拥有的企业之间的关系。这个问题的范围超越了证券分析的狭隘领域，但我们在此仍将简要讨论这一问题，因为在证券价值及其持有人的智慧与警觉性之间存在着一种明显的关系。对普通股的选择是一个独立的行为；而持有它却是一个持续的过程。当然，也正因为如此选股和持股一样都需要特别小心，仔细判断。

典型股东的冷漠和温顺

但是，有一个负面的事实，那就是典型的美国股票持有人是受到束缚的最温顺、最冷漠的动物。董事会让他干什么他就干什么，极少想到维护自己作为企业主人和雇主的个人权利。结果是，对许多（也许是大部分）大型美国公司实行有效控制的并不是那些共同拥有多数股份的股东，而是一小撮被称为"管理人员"的人。这种情况在伯利（Berle）和米恩斯（Means）的重要著作《现代公司和私有财产》（*The*

Modern Corporation and Private Property）中有生动的描述。在该书第4卷第1章中，作者说道：

> 按照惯例，一家公司的经营应当符合其业主，即股东的利益，有任何利润都应当分配给他们。但是，我们现在知道，一个控制集团可以掌握权力，将利润转移到自己的口袋里去。公司的经营实际上主要符合股东的利益，这已经不是必然的事了。公司所有权和控制权的广泛分离，以及控制权的加强，导致出现一个新的形势，要求决定是否需要动用社会和法律的力量以努力确保公司的运作主要符合其所有者的利益，或者此类压力是否应适用于其他一些或更广泛的群体利益。

在做出结论的章节中，作者再次重申这一观点如下：

> ……但是，还存在第三种可能性。一方面，消极产权的所有者在交付积极产权之时将控制权与责任一并交出，从而放弃了公司应当只为他们的利益进行经营的权利——他们已经使社会不再有义务按照严格的产权学说对他们进行充分的保护。与此同时，控制集团为了自己的利益，通过扩大法人权限，打破了传统要求公司完全为消极产权所有人的利益而运作的障碍。但是，消除了完全为消极产权所有人的利益考虑，并不一定就为另一种应当使用新的权力为控制集团牟利的说法奠定基础。后者在行为或语言上都还没有为如此使用这些权力提出任何可以接受的辩护。传统上不支持这种做法。倒不如说，控制集团为比所有者和控制者都更广泛的一类人的要求扫清了道路。他们使公众可以要求现代企业不仅服务于其所有者或控制者，而且要服务于全社会。

股票持有人似乎合理，实则部分荒谬的假设

警觉的股东——如果有这样的股东的话——不可能完全同意伯利和米恩斯说他们肯定已“拱手交出公司应当完全为他们的利益进行经营的权利”的说法。毕竟，美国的股东并非故意，而是由于疏忽才放弃了自己的权利。他可以重申属于自己的控制权。如果有适当的信息和指导的话，他很可能会这样做。股东欣然表现出温顺和冷漠的样子，这是他们先天或后天受到某些传统但错误的观点影响的产物。他们的观念包括以下几个方面：

1. 企业管理人员比股东更了解企业，因此其对所有政策问题的判断都是应当被接受的；

2. 管理人员对公司证券的售价不感兴趣，也不负责任；

3. 如果股东不赞成管理人员的任何重大决策，他应当采取的行动是将股票卖出。

管理人员并不总是明智而且高效的

这些说法听起来似乎很有道理，但实际上只说对了一半——这比完全错误还要

危险。管理人员在判断哪些政策最为适宜方面几乎总是处于最佳位置。但这并不意味着他们总能认清并采取最有利于股东利益的做法。他们可能由于能力不足而犯下严重的错误。任何特定公司的股东都似乎理所当然地认为他们的管理人员有足够的管理才能。但据说选股的艺术在很大程度上要看是否能选择管理良好的企业，拒绝其他管理不佳的企业。这必然意味着许多公司的管理都很差劲。这难道不应该也意味着，任何一家公司的股东在看待公司管理人员的效率高低问题上，都应持开放态度吗？

在某些方面股东与公司高级管理人员之间存在利益冲突

股东不应总是不声不响地接受管理人员决定的第二个原因是，公司高管与股东之间在某些问题上可能发生利益冲突。包括以下方面：

1. 对公司高管的补偿——包括工资、奖金、购买股票的期权。

2. 公司的扩张——包括管理人员有权加薪并获取更大权力和威望。

3. 股息的支付——赚到的钱是应当继续留在管理人员的控制之下还是交到股东的手中呢？

4. 股东保持对公司的投资——亏损时企业是应当继续经营，还是应当撤出部分资本，或完全停止营业呢？

5. 面向股东的信息——那些掌握控制权的人是否应该从不对股东公开的信息中获利呢？

公司管理人员对所有这些问题的决定都是有利害关系的，因此它们需要经过股东的审查。我们的意思并不是说企业的管理人员不可信任。相反，我们大型企业的高管人员普遍都比一般人更正直、能干。但这并不意味着，他们在一切涉及其自身利益的问题上都应该得到全权委托。一家私营业主只雇用自己可以信任的人，但他不会让这些人负责给自己发工资或决定应将多少资本留在企业手中。

在这些问题上董事会并非总能不受个人利益的影响

在公有企业中，这些事项都由董事会通过，而董事会成员由股东选举，公司管理人员向他们负责。从理论上说，当股东与管理人员的利益发生冲突时，董事会应当代表股东的利益。但是，在实际情况下不能指望他们这样做。在许多公司中，董事会中的多数成员都是由受薪官员组成的。在多数公司中这些人都占了很大一部分。本身不是公司高管的董事也经常与公司的主要管理人员有着千丝万缕的联系。事实上，可以说往往是管理人员选择董事，而不是董事选择管理人员。因此，当股东认为管理人员在谋取与己不符的利益时，他们有必要进行自己具有批判性和独立性的判断。换言之，在这一领域中，通常认为公司管理人员所具备的知识和判断能力高人一筹的假定并不成立，任何有诚意的评论都值得股东认真考虑。

管理补偿的滥用

许多案例不断曝光，管理人员所采取的对自身赔偿的行动中存在严重的问题。

这些案例大部分都发生在1933年之前。在伯利恒钢铁公司（Bethlehem Steel Corporation）的案例中，所支付的现金红利数额明显过高。在美国烟草公司(American Tobacco Company）的案例中，公司高管得到了以低于市场的价格购买股票的权利，且总价值巨大。这些购买股票的特权被轻易滥用了。在电气债券和股票公司（Electric Bond and Share Company）的案例中，管理层以远低于市场的价格购买大量股票。后来，当股价崩溃，低于认购价时，他们又解除了支付股票款的义务，而已支付的认购金则又回到了他们手中。怀特汽车公司也采取了类似的做法，本章稍后我们还将对此进行更充分的讨论。

1928—1932年的一些特殊情况可以解释这些交易产生的原因，其实也有部分道理。另外一些交易则无论从任何角度来看都不可原谅。然而，人性就是这样，发生这种事情一点也不奇怪。这并不真能反映企业管理人员的品质。事实上在有人能通过自己做出的决定为自己牟利的时候，却指望他们能谨慎地控制自己的欲望，这明显是不明智的。

新的规定尽了很大的努力以消除以前笼罩在企业高管的薪酬和持股份额上的迷雾。在新股上市时、在全国股票交易所上市的股票登记时、随后向委员会提交年度报告时，以及申请股票代理权时，有关管理人员的薪金、奖金和股票期权等信息，都必须填表申报。[①] 虽然这些数据并不完整，但是对于使股东了解其管理成本的实际目的来说已经足够了。同样，持股的高管、董事和拥有10%股票的持有人等信息都必须每月公布。

由于个人股东不太容易获得此类信息，统计机构可以进一步改善其优质的服务，将薪金和持股等数据资料补充进每年的管理人员和董事名单之中。

近年来，对管理人员过度补偿的问题引起了较大的关注。公众十分清楚，在这个问题上，公司高管的意见并不一定最有智慧。但是，人们并没有如此明确地意识到，在相当大的程度上，在涉及对股东的资本和盈余使用的问题上也存在着同样的局限性。在探讨股息政策的问题时，我们已经提到了这个问题的某些方面（第29章)。很明显，正如为扩张扣留股息一样，筹集扩张用的新资本也受上述想法的影响。

应当考虑持续经营是否明智

第三个问题，即是否应将股东的资金留在企业当中，涉及基本相同的问题。自然，管理人员不愿意将任何资金交还给所有者，即使这些资本放在企业外面比留在企业手里更为有用也更有价值。返回部分资金（例如超额库存现金）意味着削减企业的资源，可能造成以后的财政问题，肯定使公司高管的特权有所减少。全部清算意味着失业。因此，可以预料，受薪管理人员不会完全从怎样对股东最为有利的角度考虑公司是继续经营还是关门大吉的问题。我们必须再次强调，董事们往往与公司高管密切相关——他们自己就是董事会成员——因此也不能指望他们纯粹从股

① 此外，根据1936年《税收法案》的规定，财政部公布了当年收入超过1.5万美元的所有公司管理人员的姓名及其薪酬情况。1938年的《税收法案》要求自1938年起公布薪金为7.5万美元或以上人员的相关数据。

东的角度来考虑这些问题。

所以，看起来公司是否应继续经营这个问题，有时可能需要其所有者，即股东进行独立的思考。还应该指出，从正式的或法律的性质上来说，这是一个所有权的问题，而不是一个管理的问题。考虑这个问题的逻辑原因就是股票售价一直大大低于其清算价值这一事实。毕竟，这种状况肯定意味着，不是市场对该股的价值判断有误，就是管理人员在经营企业时犯了错误。完全应当由股东设法确定二者当中错的是谁。在做出决定时，管理人员的看法和解释应当最仔细地鉴别。但如果最终必将接受管理人员对这个问题的看法的话，整个过程将是徒劳的。

令人不快的是，在许多情况下，批评者抨击管理层的政策时其实另有企图。这可能也是难以避免的。因为在金融界几乎没有利他主义，而与公司管理人员对抗需要时间、精力和金钱。很难期待个人费尽心思只为正义。因此，在这类问题上最令人印象深刻和值得称赞的是一群大量持股的股东，有自己的利益需要保护，从而被迫采取行动，以维护股东的整体利益。无论在什么事上，只要公司管理人员和股东产生利益冲突，来自这些大股东的发言，普通股东都应该以比目前为止多数情况下更加认真的态度听取。①

股东在电台上发起的批评、争夺代理权以及各种法律诉讼程序，都使管理人员大伤脑筋，而且在许多情况下他们的所作所为都很不明智或者不那么合适。然而，这些就是作为企业管理人员的一个缺点，也是一名机警的股票持有人应当付出的部分代价。公众必须学会根据报表中提供的事实，进行合乎逻辑的论证，以判断这种争论本身的是非曲直。绝不能允许自己仅仅因为听到指责或不相关的人身攻击而受到影响。

谈到清算，就不能不提到其中雇员们至关重要的利益。纯粹从怎样对股东的钱包最为有利的角度来讨论这样的决定似乎极其无情，然而，混淆视听毫无益处。如果持续经营公司的原因主要是保住工人的岗位，而且如果这意味着业主需要做出很大的牺牲，那么他们有权了解并面对这一事实。当事实上清算有利可图但太不人道时，不应该告诉他们说，清算是愚蠢的行为。应当指出，在我国目前的经济体系下，不能指望公司的业主散尽家财只为了维护就业形势。在民营企业中，这样的慈善行为非常罕见。将资本用于这一目的是否有利于国家整体的经济福利，这是一个悬而未决的问题。不过这不属于我们在这里所要讨论的范围。我们的目标是要澄清并强调这样一个事实，即低于清算价值的市场价格对股东来说具有特殊意义，应该促使他们向管理人员提出一些尖锐的问题。

管理人员可适当关注股票的市场价格

在市场价格与他们无关，也不是他们的责任这一历史悠久的原则的帮助下，管理人员十分成功地避免了这些问题。当然，公司高管不应对本公司证券的价格波动负责。但这完全不意味着市场价格永远都不应该成为管理人员所关注的问题。这种

① 美国证券交易委员会的代理制度要求公司向持股个人请求代理权并附上信件，邮资由后者支付。这样做的目的是便于向管理人员提出反对意见。

想法不仅完全错误，而且十分虚伪。说它错误，是因为证券的可销售性是考虑购买它的主要品质之一。但可销售性的先决条件是不仅有可将其出售的场地，而且也有将其以公正价格出售的机会。能够以公平的价格将股票售出，和股息、收益及资产的维持和增加，二者对股东来说至少是同样重要的。因此，管理人员有责任采取行动维护股东权益，包括在其能力范围内，有义务防止他们的证券价格高得可笑或低得离谱。

对许多企业主管声称甚至不知道自家证券的市场价格这种假装圣洁的态度，简直让人忍无可忍。在许多情况下，他们就是对这些市场价格十分感兴趣。有时他们利用自己对内部消息的了解，在市场上占外部公众和股东的便宜。[①] 这并不是令人吃惊的新发明，而是一个常识性的潜规则。我们建议董事们，像他们会努力纠正企业中任何其他不利于公司股东利益的问题一样，坚守职责，留心证券的市场价格，并做出一切适当的努力，以修正股价明显的偏差。

纠正股票市场价格的各种可能举措

这些适当的努力可能采取各种形式。首先，股东可正式注意到这样一个事实，股票的清算价值，即价值的最低限度，大大高于市场价格。通常情况下，董事会相信，继续经营比清算更好。如果是这种情况，也应同时提供得到这一结论的理由。第二种做法与股息有关。应当特别努力使股息率至少能与清算价值成一定比例，以使股东不致因公司继续经营而遭受损失。即使现时盈余不足也可以这样做，只要有累积利润且现金头寸充足，有能力支付即可。第三种做法是向股东返还公司业务暂不需要的现金资本。为此，可以按比例进行分配，通常伴随着面值的减少或通过按比例以公平的价格收购一定数量的股份来实现。最后，董事会对盈利能力和清算价值之间的偏差进行认真审议，可能会得出结论，认为将企业出售或停止经营是最明智的纠正措施——在这种情况下，他们应采取相应的行动。

奥的斯棉织品公司，1929—1939 年

1929—1930 年奥的斯棉织品公司管理层的行动方针将数种补救行动结合起来。1929 年 7 月，董事长向股东发出通知，提供了截至 6 月 30 日的中期资产负债表，强调现价和清算价值之间的差距。同年 9 月——尽管收益一点都不比从前多——股息支付得到恢复，因为公司持有大笔现金和可观盈余，允许采取这种做法。1930 年有相当一部分公司业务暂不需要的现金通过赎回少量优先股，并以每股普通股支付 20

① 这种行为在那些“美好的旧时光”频繁发生，令人愤慨，1934 年证券交易法规定，“公司内部人员”必须为 6 个月内在买卖企业股票中实现的利润向企业做出说明。必须通过股东诉讼的法律程序强制执行。这一规定在华尔街一直受到强烈的批评，因为它使企业高管及董事不能合法地采取行动，包括在关键时刻支撑企业股票的市场价格。我们自己的看法是，总的来说，逻辑性和实用性都不支持现在这样的规定。公布操作——也许是立即公布，而不是每月公布——应该足以防范欺诈，抑制可疑的行为。

美元资本报酬的方式被返还给股东。①

随后，公司开始实施一项政策，零敲碎打地进行清算，付清了资本账户上一系列的款项。从 1929 年 9 月到 1940 年的最终分配，每股共支付了 94 美元的资本回报，还以股息的形式支付了 8 美元。正如我们在上一章中指出的，这些措施在其他多数证券都遭受价值缩水之时，十分有效地改善了奥的斯棉织品公司的状况，并最终为他们提供了远比他们有可能通过公司继续经营而获得的大得多的回报。

汉密尔顿毛纺公司

在这方面，自 1926 年以来该企业的经历更为有趣，因为它提供了董事会处理影响股东投资问题的技术范例。1927 年，持续的营业亏损导致其市场价格远低于清算价值。损失有可能继续产生并最终彻底侵蚀资本。另一方面，特别是如果采取新政策的话，将来的结果有可能更好。公司将赞成和反对清算的陈述都交到股东手中，并要求他们就是否清算的问题进行表决。股东投票决定更换新的业务主管，继续经营企业。后来证明这一决定十分明智，因为收益状况良好，股票价格上涨，超过了清算价值。

然而，1934 年，公司再次出现严重亏损，这在很大程度上是由于严重的劳动力不足引起的。此时管理层再次向股东提出清算的问题，这一次投票表决的结果是公司结束营业。立即安排了公司出售事宜，股东得到的回报稍高于 1934 年 11 月流动资产的价值。

1927 年行动的细节特别值得一提。最终的决定权——是继续还是终止——被交到股东的手中。做出这一决定是股东的职责。管理人员提供信息，表达自己的意见，并允许相反意见适当说明情况。

其他自愿清算的例子

表 44—1 中增补的部分清单将说明一个明显的，却也是基本的事实，即一家持有可观资产（特别是流动资产）的亏损公司进行清算（或将其出售）为股东实现的价值几乎可以肯定会大大超过其之前股票的市价。原因是股票的市场价格主要取决于收益，而清算收益则取决于资产。

表 44—1　　其他自愿清算的公司情况　　（单位：美元）

公司	清算或出售投票表决的年份	清算或出售表决前不久的价格	股票变现额
美国胶水公司	1930	53	139.00[I]
I. 贝尼希父子公司	1939	2.25	6.63
联邦针织厂	1937	20	34.20

① 其他继续经营的公司部分返还资本的例子包括：古巴大西洋糖业公司（Cuban Atlantic Sugar Company）（1938—1939 年）、大南方木材公司（Great Southern Lumber Company）（1927—1937 年）、基石表壳公司（Keystone Watch Case Corporation）（1932—1933 年）以及前面提到过的戴维斯煤和焦炭公司及若干标准石油管道公司。

（续前表）

公司	清算或出售投票表决的年份	清算或出售表决前不久的价格	股票变现额
莱曼工厂	1927	112	220.25
莫霍克矿业公司	1933	11	28.50
信号丝袜公司	1931	3.125	17.00
内布拉斯加标准石油公司	1939	6	17.50
联合船厂A股	1938	2.25	11.10[I]

I 数据截止至1939年12月31日。

从股东手中按比例回购股票

汉密尔顿毛纺公司管理层在1932年和1933年的做法也是值得赞扬的。当时他们利用多余的现金资本，按比例以合理的价格大量回购股票。这与1929年额外发行新股让股东认购的做法恰恰相反。伴随萧条而来的业务收缩不再需要额外的资金，因此，将其大部分返还给股东是合乎逻辑的行为。对股东来说，这些资金在自己的口袋里比在公司的金库中更为有利。①

通过在公开市场上购买股份欺压股东权益

在1930—1933年的经济萧条期间，许多工业企业用剩余的现金资产回购自己的股票，② 但都遭到了激烈的反对。他们在没有通知股东的情况下在公开市场回购。这种方法引入了一些不健康的因素。以最低的价格收购股票被认为是“对企业有利”的行为。这种观点造成的后果是，将股票卖给公司的股东为了那些继续持有的股东假定会有的收益而遭受严重的损失。虽然在为企业购买其他资产时遵循这个观点没有问题，但若将其应用于从公司自己的股东手中收购股票，则在逻辑上或道德上都不合理。在这种情况下，管理人员更有义务公平对待卖家，因为公司本身就是买方。

但事实上，廉价回购股票的愿望可能导致决定减少或停止分红，特别是在大势不明的时候更是如此。这种行为将损害几乎所有股东的利益，无论他们是否售出股票，也正是出于这个原因，我们说以过分低价回购股票，只是假定会对那些保留权益的股东有利。

① 1929年，汉密尔顿毛纺公司按比例以每股50美元的价格向股东售出股票，又于1932年按比例，以65美元的价格回购了6 500股；1933年再次以50美元的价格回购1 200股公司股票。1934年，完美橡胶公司（Faultless Rubber Company）也采取了类似的程序。西姆斯石油公司重获股票的方式既包括直接从股东手中按比例回购，又包括在公开市场上直接购买的方式。1930—1933年间，公司通过两种方式回购的股票合计为1929年底售出股份的将近45%。朱利安和考克恩（鞋业）公司（Julian and Kokenge Shoe Company）于1932、1934和1939年按比例回购了普通股股票。

② 纽约证交所于1934年2月公布的数字表明，上市企业中有259家曾经回购自己的部分股票。

怀特汽车公司

在前一章中，我们注意到了怀特汽车公司的股票在1931—1932年间的市场价格和其最低清算价值之间反常的差距。这将有助于我们看清管理层所采取的政策是如何强力促使事态向不利于股东的方向发展的。

怀特汽车公司支付的股息为每股4美元（8%），从它1916年成立直到1926年几乎都是这样。这个阶段包括了1921年的经济萧条时期，当时该公司报告亏损近500万美元。然而，公司依靠其累积盈余维持支付了全额红利，这一政策使股价没有降至29美元以下。随着经济繁荣的再次到来，公司股票的报价1924年涨到72.50美元，1925年则高达104.50美元。1926年，公司面向股东发行了20万股面值为50美元的新股，使公司的资本增加了1 000万美元。同时还支付了20%的股息。

公司的股东几乎还没拿到这笔额外的现金，收益就开始收缩，股息也降低了。1928年，盈利约为3美元（综合计算），但只支付了1美元。在截至1931年6月30日的12个月里，公司亏损了大约250万美元。下一次股息支付被完全取消，股价也崩溃至7.50美元。

1931和1921年之间的对比是惊人的。早些年的亏损较大，盈亏账上盈余较小，现金持有量远低于1931年。但在1921年，维持了股息支付，价格从而得到了支撑。10年后，尽管持有的现金更多，还存在大量未分配的利润，但仅一年的经营亏损就足以令管理层暂停股息支付，听任股票的市场价格下跌至荒谬的水平。

在停止支付股息之前和之后的一段时间，该公司在公开市场积极购买自己的股票。这些购买行为始于1929年，当时有一个计划意欲造福“那些位居某些管理职位的人”。到1931年6月的时候，公司已经花费280万美元购买了大约10万股股票。随着红利支付的取消，公司高管和员工被解除了为这些股票支付股息的义务，该计划也被取消。在随后的6个月内，借助于市场价格的崩溃，该公司在市场上另外又收购了5万股股份，平均费用约为每股11美元。那时收回并注销的股票总数达15万股。

这些简略的事实，说明允许管理层行使自主决定权，以使用公司的资金购买公司的股票，这种做法本身就有可能带来邪恶。我们首先注意到怀特汽车公司管理人员和股东待遇之间令人气愤的对比。公司为了这些雇员的利益以一个具有吸引力的价格购买了数量巨大的股票。而用来购买这些股票的钱全都来自股东。如果企业得到了改善，其股票的价值将有很大提高，而所有的好处都将属于这些雇员。当情况恶化时，“那些占据管理职位的人”却不会受到任何损失，整个负担都落在股东身上。①

1926年，怀特汽车公司在其直接与股东进行的交易中，募集了1 000万美元的新资本。我们看到这些新增资本中有一部分（非财务销售所需）被用来回购的就是这些股份本身，其价格只有认购价的1/5。股息的取消是使回购的价格有可能如此之低

① 在1933年向斯塔贝克汽车公司出售时，董事会拨出了1.5万股库存股份赠予该公司的关键人物。怀特汽车公司的部分股东提出起诉，欲取消这项捐赠，后来这一诉讼以未被斯塔贝克公司收购的怀特汽车股份每股支付31美分而了结。

的主要原因。虽然没有进一步证据，但这些事实互相关联，很可能会在股东的心中引起怀疑，认为停付股息在某些方面与有人希望压低股票价格有关。如果停付股息的理由是希望保留现金，那么看不出既然有钱用于购买股票，为什么就没钱用于继续支付之前 15 年都没有中断的股息呢？

一家现金富余的公司却停付股息，目的是迫使绝望的股东以毁灭性的低价售出股票，这种可笑的景象令人不快。

西摩兰煤炭公司

西摩兰煤炭公司（Westmoreland Coal Company）是一个更近的例子，说明从公开市场回购普通股的政策对股东的好处令人怀疑。在 1929—1938 年的 10 年间，该公司报告的净亏损总额达 30.9 万美元，或每股 1.7 美元。但是，这些损失是在扣除了总额达 265.8 万美元的折旧和耗减备抵之后的数额，大大超出了新的资本支出。因此，在此期间，公司的现金状况实际上有了相当大的改善，尽管极不正常支付的股息总额达到了每股 4.10 美元。

1935 年，根据其年度报告，公司开始在公开市场回购自己的股票。到 1938 年底，它已这样获得了44 634股股票，超过全部股份的 22% 。为股票支付的平均价格为每股 8.67 美元。应当注意，这里有一个奇怪的事实，为股票支付的平均价格不到每股仅体现现金资产的一半，还没有计入巨额的其他有形资产。还应注意，在 1930 年和 1939 年之间的任何时候，股票的售价都没有达到仅计算现金资产的水平。1938 年底，公司报告的现金和有价证券总额达277.2 万美元，而全部股票售价只有140 万美元。

若对此情况进行分析，我们可以清楚看到以下事实：

1. 股票的市场价格偏低，原因是缺乏收益和股息支付不定期。在这种情况下，股价不会反映股票理论上可用的巨额现金持有。股票售价的依据是收益和派息，而不是现金资产价值——除非即将分配这些现金资产。

2. 管理层的真正义务是承认这种现实情况，并尽一切力量来保护每个股东的投资不会无端受损，特别是不必牺牲股票很大一部分的真正价值。在以下情况下这样的牺牲很可能是普遍的，比如，由于许多股东将必须或出于想要有稳定的收入或对煤炭行业的前景不抱希望等原因将其股份出售，能得几个钱就得几个钱。

3. 巨额现金持有和低得荒唐的市场价格的异常现象显然是可以预防的。众所周知，只要公司可以拿出钱来购买廉价股票，就说明公司有超出需要的多余现金——即使这一点在对现金持有和年度营业收入的特殊关系所进行的研究中无法看清。

4. 所有可能多出来的现金本应全部按比例返还给股东。公司使用其中的一部分资金购买低价股票，对众多出于需要或无知而将股票售出的股东来说是不公正的。这种做法有利于那些足够坚定、可以无限期持有股份的股东。它特别有利于那些能够控制公司的人，因为对他们来说，公司用在他们股票上的现金，只要他们需要的话随时都可以得到，（因为他们可以在

那时进行分配)。对普通股东来说情况显然并非如此，正因为此，当现金在公司而不是股东自己手中时，市场往往残酷地降低其持有现金的价值。①

摘要和结论

在经历兴奋忙碌的 1928—1933 年的许多不健康发展之后，股东及公司管理人员之间的关系受到了很好的控制——原因既有美国证券交易委员会的规章，也有更重要的普遍观点。某些曾经几乎被遗忘的基本事实，很可能在此强调：公司在法律上仅仅是拥有该公司的股东的所有物和财产。公司高管只是股东的受薪雇员而已；董事，无论是如何选举出来的，实际上都是受托人，他们的法律责任是仅代表公司的所有者的行为。②

为了使这些普遍真理在实践中更加有效，必须对拥有该股票的公众进行培养，以使其更清楚地了解在诸如股息政策、扩张政策、利用公司的现金回购股票、补偿管理人员的各种方法，以及业主的资本是应当留在企业还是全部或部分撤出的基本问题等事项上，股东的真正利益究竟是什么。

---

① 在这种情况下，另外两个因素也应该简单地提一下。西摩兰煤炭公司从租用的土地上开采煤炭，有每吨 10 美分的租金债务，但每年不少于 18.9 万美元。该负债需要在普通负债之外加以额外考虑，这就需要维持充裕的现金，但这并不能说明公司就有理由将远超过 1930—1939 年之间任何时间整个公司的价值那么多的现金固定化。1939 年 10 月，该公司向美国证券交易委员会申请终止于费城证券交易所和纽约场外证券交易所买卖其股份，并示意说，交易频度过低可能是导致其股价过于低廉的原因。读者可以判断，在这种情况下，股东所处的困境是否无论如何都会通过破坏其股份既定的市场行情而被解除。后来公司又撤回了这一申请。

② 美国电话电报公司的管理部门曾一再声称，自己是不偏不倚地为股东、员工和公众利益服务的受托管理人。这种政策，如果能坦率地宣布、真诚地执行，那么在一家准民营企业中几乎不可能会受到批评。但如果是在普通的商业公司中，那么问题更有可能是管理部门的所作所为究竟是股东的受托人还是管理人员受托人的行为。

第45章

资产负债表分析（完）

我们在前面几章主要讨论了资产负债表显示股票的价值明显应当比其市场价格更高的情况。但资产负债表分析更常被用来发现相反的情况，即存在财务缺陷，可能会影响到证券投资或投机价值的问题。谨慎的证券购买者仔细审查企业的资产负债表，看看现金是否充裕，流动资产与流动负债的比例是否恰当，是否有任何即将到期的债务有可能会发展成一个再融资的问题。

营运资金状况及债务期限

营运资金的基本规则

关于一家公司应该持有多少现金的问题，没有什么一定的说法。投资者必须形成自己的意见，判断在任何特定情况下需要多少现金，以及明显的现金不足是一个多么严重的问题。关于营运资金比率的问题，以前认为工业企业的标准情况是每1美元的流动负债最低需对应2美元的流动资产。

但自20世纪20年代后期以来，在多数产业领域逐渐倾向于要求更强大的流动财务状况。我们发现，绝大多数工业企业的流动资金与负债比率远远超过了2：1。[①] 目前有一些倾向认为，如果一家公司的营运资金比率低于本行业的平均水平，那么该公司的状况就令人存疑。这个想法在我们看来似乎含有某种逻辑谬误，因为按照这种说法，在任何行业中位居后一半的企业，无论其本身的表现如何令人满意，都

① 关于1938年底在纽约证券交易所上市的工业企业的全面数据，见附录注61。

被划归此类情况之中。我们无法提出一个比旧的2：1的标准更合适的数字，以作为一个判断公司财务状况是否足够充裕的明确的定量测试标准。投资者自然会青睐情况远远超过这一最低要求的公司，但问题是，是否需要确定一个更高的比例，以作为购买的条件，这样一来，一只其他方面都很令人满意的证券，如果其流动资产只有流动负债额的2倍，就必然会被拒绝购买。我们不愿提出这样一个规则，也不知道应当规定一个什么样的新的数字标准。

第二个衡量财力的标准就是所谓“严峻的考验”，要求流动资产不包括库存至少要与流动负债的数额相当。通常，投资者很可能会指望一个公司既满足2：1的标准，又能通过这种严峻的考验。如果这两个标准都不能满足，那么多数情况下，这就会使人对一只普通股的投资地位产生强烈的怀疑——如果是债券或优先股，情况也是一样——同时从投机的角度也会对购买该证券表示反对。

例外和例子

如同所有此类随意性规则一样，在合理的特殊情况下必须允许例外存在。例如，可以看看表45—1中阿彻－丹尼尔斯－米德兰公司（Archer Daniels Midland Company）1933年6月30日的流动财务状况与前一年的数字的比较。

表45—1　　阿彻－丹尼尔斯－米德兰公司的流动财务状况，1932—1933年

（单位：美元）

项目	1933年6月30日	1932年6月30日
现金资产	1 392 000	3 230 000
应收款	4 391 000	2 279 000
存货	12 184 000	4 081 000
流动资产总额	17 967 000	9 590 000
流动负债	8 387 000	778 000
营运资金	9 580 000	8 812 000
扣除存货的营运资金	−2 604 000	+4 731 000

显然，该公司在1933年6月30日的情况不如前一年，而且按照通常的标准判断，公司的扩张可能显得有些过分了。但该案例中应付账款的增加在植物油行业是正常的做法，因为在该行业，经常会有大笔的季节性贷款用于购入谷物和亚麻籽物料。因此，审查之后，分析师不会认为1933年的资产负债表显示的公司财务状况有任何地方令人不安。

在这一点上，与此形成对照的例子是道格拉斯飞机公司（Douglas Aircraft Company）和斯托克利兄弟公司（Stokely Brothers and Company）在1936—1938年间的情况。见表45—2。

表45—2 斯托克利兄弟公司与道格拉斯飞机公司营运资金的比较 （单位：千美元）

项目	斯托克利兄弟公司			道格拉斯飞机公司		
	1936年5月31日	1937年5月31日	1938年5月31日	1936年11月30日	1937年11月30日	1938年11月30日
流动资产：						
现金和应收账款	2 274	2 176	1 827	2 885	2 559	4 673
库存	5 282	7 323	6 034	6 392	12 240	4 084
总额	7 556	9 499	8 861	9 277	14 749	8 757
流动负债：						
应付票据	2 000	2 000	2 500	1 390	5 230	
其他	1 527	1 286	1 320	1 179	3 183	2 129
总额	3 527	3 286	3 820	2 569	8 413	2 129
1~3年内到期的银行贷款		3 000	3 000			
流动负债总额						
加1~3年期债券	3 527	6 286	6 820	2 569	8 413	2 129
年度净盈余	1 382	−353	−713	976	1 082	2 147

1937年道格拉斯飞机公司的局势就不像阿彻－丹尼尔斯－米德兰公司一样是一个季节性的问题了，而是由于收到某些需要大量周转资金的订单而产生的。调查之后，投资者可满意地发现对银行贷款的需求很可能是暂时性的，而且无论如何，公司的新业务十分有利可图，需要筹措多少资金都唾手可得。而斯托克利公司的情况完全不同，是因为在一个已经无利可图的市场中存货量增加而产生了巨额的流动债务。因此，如上表所示，斯托克利公司1937年5月的资产负债表给优先股和普通股的股票持有人提出了严重的警告。

一年之后，道格拉斯飞机公司已还清全部银行贷款，显示流动比率为4：1。而斯托克利公司则于1938年10月停付优先股股息，当年股价从21美元（票面值为25美元）跌至10美元。

正如我们在讨论债券选择的时候所指出的那样（见第13章），在铁路和公用事业领域没有像我们一直在讨论的这种公认的适用标准。但并不能由此推断，认为这些公司的营运资金状况完全无足轻重——很快我们就将证明，事实恰恰相反——只是在这方面无法用什么例行的公式来衡量而已。

巨额银行债务是公司衰落的征兆

在财政困难出现之前几乎总是伴随着短期内到期的银行贷款或其他债务的出现。换言之，薄弱的财政状况很少是完全由普通的贸易应付账款造成的。这并不意味着银行的债务本身是一个坏的迹象；相反，合理使用银行信贷——特别是出于季节性需求——不仅是合法的，而且甚至是可取的。但是，每当报表显示有应付票据时，分析师都会以比审查“干净”的资产负债表更加仔细的态度来审查公司的财务状况。

1919年战后繁荣的标志是公司以高价出售工业库存，并向银行大量贷款。

1920—1921 年商品价格的崩溃使这些工业银行贷款成了一个严重的问题。但 1930 年的经济萧条有不同的特点。1929 年的工业借款非常少，原因第一是没有商品或存货投机；第二是售出大量股票，得到了额外的营运资金。（当然也有例外，例如，值得注意的是，阿纳康达铜矿公司 1929 年底欠银行3 500万美元，3 年后增加到7 050万美元。）巨额银行借贷在铁路和公用事业领域的出现更为频繁。根据合同，这些借款用以支付新增财产，或支付到期债务，或者——在某些铁路公司的例子中——支付预收的固定费用。在所有这些情况下，人们都希望这些银行贷款能够用永久性筹资来偿还。但在许多情况下，此类再融资被证明无法完成，并导致破产清算。公共事业控股公司的 Insull 系统的崩溃就是这样发生的。

例如：很难确切地说投资者或投机者看到在 1932 年底纽约中央铁路公司（New York Central）的资产负债表上出现了6 800万美元的银行贷款，或看到 1931 年 12 月 31 日城市服务公司（Cities Service Company）6 900万美元的应付票据时究竟有多么担心。但可以肯定这种不利的迹象不应被忽视。更为保守的思想将以此作为一个有力的论据反对购买任何处于这种处境公司的证券，除非股价极低，让人虽然明知是赌博，但仍然受到吸引。当然，条件改善之后，这样的银行贷款也可以偿还，但根据逻辑，我们应当认识到，改善是未来的可能，而银行贷款本身是非常真实和非常危险的。①

当一家公司收益可观的时候，很少会由于银行贷款而破产。但是，如果再融资行不通（正如 1931—1933 年间经常发生的那样）贷方可能要求暂停支付股息，以便使所有利润都用来减少债务。正是出于这个原因，布鲁克林 - 曼哈顿运输公司（Brooklyn-Manhattan Transit Corporation）的普通股于 1932 年停付股息，纽约供水服务公司（New York Water Service Corporation）也于 1931 年停付优先股股息，尽管当时这两家公司的报告盈利数额都与往年相当。

1937—1938 年的经济衰退没有造成可与前两次经济萧条相提并论的企业财务问题。在这个方面 1919—1921 年的股票市场和 1937—1938 年的情况形成强烈的对比。因为后来这次股价的下跌幅度实际上比战后崩溃时更大——在数额和比率两方面都是如此，尽管从本质上说 1937—1938 年这次下跌的重要性要小得多，原因是它对美国公司状况的总体影响相对较小。② 这可能是一个令人不安的迹象，说明股票价格对暂时的企业波动已越来越敏感，达到失去理性的程度——我们倾向于认为这一事实是从前那种股票投资者和投机者之间的区别已经消失造成的。

企业间债务

对母公司或子公司的流动负债在理论上说与任何其他短期负债同样严重，但在实践中很少会据此提出令人尴尬的支付要求。

例如：联合天然气公司（United Gas Corporation）自 1930 年以来在往来账户上已

---

① 总体经营状况的改善，加上宽松的货币利率再加上投资者被误导对铁路公司产生乐观的看法，这使得 1931—1933 年许多公司都得到了看上去不那么保险的银行贷款。

② 斯托克利公司的情况是一个例外，但这种情况十分少见。

欠其母公司电力债券和股票公司（Electric Bond and Share Company）2 600万美元的债务——因此使其不断报告流动负债金额大大超过流动资产。但该债务并未妨碍公司支付1936—1939年的第一优先股股息。但是，1932年，公司的盈利比1939年多得多，却不得不暂停支付优先证券的股息，因为当时除公司间债务之外，它还有巨额的银行贷款。当然了，保守的买家会希望看到对子公司的义务以流动负债以外的某种形式加以体现。

即将到期的长期债务的危险性

当企业经营不善时，在短期内即将到期的大量债券构成严重的财务问题。当资产负债表显示有这种情况时，投资者和投机者都应加以认真考虑。长期债务即将到期是破产常见的原因。

例如：菲斯克橡胶公司（Fisk Rubber Company）陷入破产接管，原因是1930年底的时候，它无法偿还800万美元的票据。1933年科罗拉多燃料和钢铁公司（Colorado Fuel and Iron Company）以及芝加哥－岩岛－太平洋铁路公司的破产都与大量债券1934年即将到期这一事实密切相关。投机者的缺乏考虑表现在，1933年6月，科罗拉多燃料和钢铁公司的短期债券（科罗拉多工业公司利率为5%，1934年到期，由其母公司提供担保）售价只有45美元——这意味着每年收益率超过100%，而这时其优先股的股价居然有54美元。债券达到这个价格几乎可以肯定会有麻烦。债券到期无法偿还十有八九意味着破产（因为一点也不能指望债主自愿展期）和股票完全作废的危险。无视如此明显的危险是投机者的典型行为，同样典型的是，他也为自己的草率行事遭受巨大损失。（2个月后，公司宣布破产，其优先股价格跌至17.25美元。）

纽约－芝加哥－圣路易铁路公司一直面临着一个由于1929年出售的3年期票据而产生的财务问题。自从1932年第一次到期以后，该证券一再展期，其间一直存在不展期就会破产的危险。典型的投机者无视该公司财务问题，使其优先股股价于1939年自18.50美元上涨至45.75美元，与此相对的是1941年到期的票据当年的价格低至只有50美元。

即使即将到期的债务可能以某种方式得到解决，也还要考虑再融资可能需要的成本。

例如：美国轧钢公司1933年11月1日发行的总值1 400万美元，利率为4.5%的票据很好地说明了这一点。1933年6月，该票据售价为80美元，这意味着每年收益率为75%。同时，公司的普通股由3美元涨至24美元，这时普通股的总估值超过4 000万美元。由于钢铁工业形势改善而购买该股票的投机者没有考虑到这样一个事实，即为了在低迷的市场中偿还票据，以发行筹集新资本的证券，公司不得不提供极具吸引力的转换特权。这将必然对普通股的可能利润产生不良影响。事实上，公司发行了一只新的票据，其利率为5%，转换为股票的转换价为25美元，用以替换利率为4.5%的票据。其结果是使1933年8月票据价格达到101美元，同时公司普通股的价格为21美元。1933年11月1日，普通股价格已跌至15美元时，票据价格仍然维持平价。

迫在眉睫即将到期的债券对公司所有证券的持有人来说都很重要，包括优先于到期债券的抵押债务。因为如果公司无法处理其次级证券的话，即使是优先的债券也很可能受到严重影响。菲斯克橡胶公司的利率为 8%，1941 年到期的第一抵押债券，以一种惊人的方式说明了这一点。尽管他们被认为优先于利率为 5.5% 的无担保票据，其持有人却深受利率 5.5% 的票据到期而引起的破产之害。利率 8% 的证券价格从 1929 年的 115 美元跌到了 1932 年的 16 美元。①

中期到期的银行贷款

极低利率和普通商业银行贷款枯竭的结合在最近几年产生了一个新的现象——银行向公司贷款，可在几年的时间段内偿还。这些资金中的大部分被用于清偿债券（例如 1939 年 11 月的商业信托投资公司）甚至还有优先股（例如 1939 年的阿彻－丹尼尔斯—米德兰公司）。在某些情况下，这些贷款也用做额外的营运资金（例如 1937 年的西部汽车零件公司）或取代普通的短期银行信贷（例如美国商用酒精公司、斯托克利兄弟公司）。在多数情况下规定或预期贷款按年度分期偿还。

从证券分析的角度来说，这种银行信贷类似于短期票据，以前经常出售给公众，是企业融资常见的一部分。它必须被视为部分等同于流动负债，部分等同于提前到期的债务。如果流动资产十分雄厚，使得贷款可以作为流动负债而随时处理；或者盈利能力非常强大可靠，再融资根本不成问题的话，银行贷款也没什么危险。但是，如果没有这些条件的话（正如前面斯托克利的例子中那样），分析师就必须将存在大量的中期银行债务当做对股息或者甚至是偿付能力的一种潜在威胁。

关于审查资产负债表以发现任何银行贷款或其他短期债务可能出现的不利特征，我们不需要进一步详述了。

一段时期内资产负债表上的比较

证券分析这一个重要的部分可以从 3 个方面加以考虑，即：

1. 作为对报告每股收益的检验；
2. 确定亏损或利润对公司财务状况的影响；
3. 追溯公司资源及其长期盈利能力之间的关系。

通过资产负债表检验公司报告的每股收益

这种技术有些已被用于证券分析的有关阶段。例如，在第 36 章中，我们举出了第一个方面的例子，检验美国商用酒精公司 1931 年和 1932 年报告的盈利情况。下表 45—3 中的例子跨越了更长的时间段，是美国工业酒精公司在 1929—1938 年的 10 年

① 见第 6、18 和 50 章提到两只菲斯克公司证券的其他论述。

平均收益的对照，其根据是公司报告的每股盈余数字，及其资产负债表所表明的资产净值的变化。

表45—3　　美国工业酒精公司，1929年—1938年的10年平均收益对照

1. 报告净收益　　（单位：美元）

1929	4 721 000	每股：12.63
1930	1 105 000	2.95
1931	1 834 000	4.90
1932	176 000	0.47
1933	1 393 000	3.56
1934	1 580 000	4.03
1935	844 000	2.15
1936	78 000	0.20
1937	-456 000	-1.17
1938	-668 000	-1.71
10年共计	6 782 000	18.21

2. 上述收益与盈余账户变化之间的差异

1929年—1938年报告净收益	6 782 000
减去股息支付	5 959 000
(A) 说明盈余余额	823 000
1928年12月31日收入盈余	14 214 000
减去1933年冲减厂房机械账户至1美元的费用	455 000
调整后的1928年12月31日收入盈余	13 759 000
1938年12月31日的收入盈余与应急储备金	5 736 000
(B) 资产负债表上盈余减少	8 023 000
损益表上收益与资产负债表上收益之间的差异	8 846 000

3. 对上述差异的解释

盈余中扣除而公司据以计算每股收益的损益表中未扣除的费用：

存货减价	4 500 000
作为损耗处理，以及降低其账面价值的各种资产	3 969 000
各种调整，净值	377 000
	8 846 000

除此之外，公司于1933年通过收费1 930.1万美元而将其固定资产价值减记至1美元，其中1 884.6万美元出自资本账户，余额出自盈余。最终由于这种账面价值的故意降低，自1932年之后的报告收益被进一步夸大，折旧费可能都不够用了。

4. 1929—1938年重新报告收益

根据损益表的收益	6 782 000
减去计入盈余的收费	8 846 000
调整后收益	-2 064 000

5. 营运资本比较：1938 年与 1928 年

1928 年 12 月 31 日营运资本净值	11 336 000
1938 年 12 月 31 日营运资本净值	8 144 000
10 年减少额	3 192 000
加上股本销售收入	6 582 000
营运资本实际缩水值	9 774 000

对于上述分析并不需要进一步讨论，因为多数有关问题在第 31 ~ 36 章已有论述。事实上所有 1929—1938 年间计入盈余的费用（除将工厂固定设备账户减记至 1 美元之外）都说明这 10 年间美国工业酒精公司报告盈利能力的真正降低。而且似乎如果 1932 年以来工厂固定设备账户保持在适当的数字，且计入适当折旧费的话，盈余额还会有相当大的缩水幅度。尽管公司通过销售增发股份收入了 658.2 万美元，但其营运资金却减少了 319.2 万美元。这一事实也进一步表明，在这 10 年间该公司并未如报告中所说的那样盈余超出股息，而是在支付股息之前即已亏损。

检验亏损或利润对公司财务状况的影响

第 43 章通过分别比较曼哈顿衬衣公司和赫普汽车公司 1929—1932 年的资产负债表给出了第二个方面的例子。表 45—4、45—5 中是一个类似的比较，展示了普利茅斯绳索公司和 H. R. 马林森公司在 1929—1932 年同一时期的情况。

表 45—4　普利茅斯绳索有限公司与 H. R. 马林森公司的比较　（单位：美元）

项目	普利茅斯绳索有限公司	H. R. 马林森公司
报告收益：		
1930 年	288 000	-1 457 000
1931 年	25 000	-561 000
1932 年	-233 000	-200 000
(3 年) 利润总额	80 000	-2 218 000
股息	1 348 000	66 000
计入盈余和准备金的费用	2 733 000	116 000
3 年间盈余和准备金减少	4 001 000	2 400 000

表 45—5　普利茅斯绳索公司与 H. R. 马林森公司资产负债表比较（单位：千美元）

项目	普利茅斯绳索公司		H. R. 马林森公司	
	1929 年 9 月 30 日	1932 年 9 月 30 日	1929 年 12 月 31 日	1932 年 12 月 31 日
固定和杂项资产（净值）	7 211	5 157	2 539	2 224
现金资产	1 721	3 784	526	20
应收款	1 156	668	1 177	170
存货	8 059	3 150	3 060	621
资产总值	18 147	12 759	7 302	3 035
流动负债	982	309	2 292	486[I]

（续前表）

项目	普利茅斯绳索公司		H. R. 马林森公司	
	1929年9月30日	1932年9月30日	1929年12月31日	1932年12月31日
优先股			1 342	1 281
普通股	8 108	7 394	500	500
盈余和杂项准备金	9 057	5 056	3 168	768
负债总额	18 147	12 759	7 302	3 035
流动资产净值	9 954	7 298	2 471	357
不包括存货的流动资产净值	1 895	4 143	-589	-264

I 包括3.2万美元的`“递延债务”。

尽管在这些年里普利茅斯绳索公司的盈余大量减少，其财务状况在此阶段末期却甚至比初期更强，且其每股清算价值（不同于账面价值）或许也稍高一些。另一方面，马林森公司的亏损却几乎使公司的全部营运资金消耗殆尽，从而极其严重地阻碍其恢复原有盈利能力。

由存货承担亏损可加强财务状况

显然，完全表现为存货账户减少的亏损并不像那些必须增加流动负债的亏损那么严重。如果库存的缩水超过了亏损，以至于现金有实际增加或应付现金实际减少，那么可能可以说——有点自相矛盾地——尽管公司存在亏损，但其财务状况得到了加强。这种推理可具体应用于对售价低于清算价值证券的分析。人们会记起，在估计破产企业的财产清理价值时，通常采用资产负债表数字的50%～75%来计算库存，即使后者是基于成本或市场价格中较低的一个。结果是，在公司的报告中似乎是经营亏损的资金，从认为存货远不如账面数字重要的投资者的角度来看，其实际效果可能是利润。表45—6中曼哈顿衬衣公司的例子具体说明了这种想法。

表45—6 曼哈顿衬衣公司 （单位：千美元）

项目	资产负债表，1929年11月30日	资产负债表，1932年11月30日		
	账面价值	估计清算价值	账面价值	估计清算价值
现金和流通债券	885	885	1 961	1 961
应收款	2 621	2 100	771	620
存货	4 330	2 900	1 289	850
固定资产及其他资产	2 065 I	500	1 124	300
总资产	9 901	6 385	5 145	3 731
流动负债	2 574	2 574	100	100
优先股	299	299		
普通股余额	7 028	3 513	5 045	3 631
股数	281 000	281 000	246 000	246 000
每股价值	25.00	12.50	20.50	14.75

I 不包括商誉。

损益表 1930—1932 年

支付优先股股息后的余额：	
1930 年	–318 000
1931 年	93 000
1932 年	–139 000
3 年	–364 000
计入盈余	505 000 I
支付普通股股息	723 000
	1 592 000
减去买入普通股的贴现	481 000
该时期盈余减少	1 111 000 I

I 忽略转为应急准备金的 10 万美元。

如果我们只考虑公司的数字，那么显然这一时期出现了亏损，结果是普通股价值缩水。但如果投资者，比如说，是在 1930 年以每股 8 美元的价格买入该股票（当年最低价格为 6.125 美元），那么，论理他在心里将根据公司的清算价值，而非其账面价值评价该股票的价值。因此，从他的观点来看，他所持有股票的内在价值在萧条期间，即使在扣除了大量股息之后，仍自每股 12.50 美元上升至 14.75 美元。事实是，曼哈顿衬衣公司在这 3 年中将其较大部分的资产转化为现金，因此其亏损比该股保守的购买者所预期的小得多。这一成就可以归纳为表 45—7。

在这里我们将损益表的表面现象和连续的资产负债表所显示的更为真实的情况进行了直接的对比。这种情况证实了我们一再的断言，即损益表分析必须由资产负债表分析加以补充和确认。①

表 45—7　　曼哈顿衬衣公司转化为现金的资产和收益的使用　　（单位：美元）

转化为现金的资产和收益的使用	数额	“预期亏损”和差额的使用	
存货减少	3 000 000		1 000 000
应收账款减少	1 800 000		350 000
厂房设备等减少	1 000 000		750 000
	5 800 000		2 100 000
持续实际亏损	800 000		800 000
变现额净值	5 000 000	基于清算价值的“收益”	
应用于：		应用于：	1 300 000
普通股股息	700 000	普通股股息	700 000
偿付债务	2 500 000	增加清算价值	600 000
赎回优先股	300 000		
普通股退股	500 000		
增加现金资产	1 000 000		
	5 000 000		

① 注意 1937 年 12 月和 1938 年 12 月之间曼哈顿衬衣公司的类似发展，虽然其规模较小。

正常存货的价值缩水是营业亏损吗？

关于存货账户的变化可以提出进一步的问题，即单纯的存货置存价格降低是否应被视为造成营业亏损。在普利茅斯绳线公司的例子中，我们注意到以下的比较数字：

1929年9月30日的存货 …… 8 059 000
1932年9月30日的存货 …… 3 150 000
减少 …… 60%

同时纤维的价格已经下降50%以上，并有充分理由认为，1932年的时候，公司存货中纤维、绳索和麻绳的磅重实数并不比1929年少多少。因此，存货账户的减少中至少有一半完全是由于单价下跌造成的。这部分的存货价值缩水是否构成营业亏损呢？难道不能说既然其固定资产的估定价值也遭受了类似的削减，因此正如可将这种缩水计入一定数量的实际库存持有价格一样，也可以将这种缩水计入收益吗？

在我们阐述存货价值的基础“正常存量”时（第32章），已经讨论过这一点了。普利茅斯绳线公司本身在1932年就采用了这种方法。从理论上说，分析师可能试图将所有的公司都放在正常存量的基础上，目的是为统一比较而计算其不包括存货价值波动的盈利能力。实际上，他并没有进行此类计算的必要数据。因此他不得不——在这里，如同在许多分析领域一样——普遍而不是具体地考虑到存货价格变动的扭曲效果。

来自存货膨胀的收益

存货价格变化的重要性影响并不局限于萧条时期，1919年和1920年的事件显著地说明了这一点。1919年，工业企业的收益都非常大；1920年的报告收益不太正常，但在总量上还相当可观。然而这两年所表现出来的增长在很多情况下，都是存货膨胀的结果，即，商品价格大幅的投机性增长。因此，不仅这些收益的真实性令人怀疑，而且形势充满危险，因为巨额银行贷款被用来购买这些价值高估的存货。

例如：从表45—8中（其中包括一些主要的工业企业），可以看出1918年末至1920年末，收益表面上令人满意的发展和无疑令人忧虑的资产负债表之间形成的巨大反差。

表45—8　　12家工业企业资产负债表分析（总计）　　（单位：美元）

	1919年	1920年	1919年—1920年
普通股收益	100 000 000	48 000 000	148 000 000
已付股息	35 000 000	68 000 000	103 000 000
计入盈余	5 000 000	10 000 000	15 000 000
添加到盈余	80 000 000	−30 000 000	30 000 000
存货增加	57 000 000	84 000 000	141 000 000
其他流动资产净值的变化	30 000 000	−131 000 000	−101 000 000

（续前表）

	1919 年	1920 年	1919 年—1920 年
厂房机械等增加	33 000 000	169 000 000	202 000 000
资本总额增加	69 000 000	141 000 000	210 000 000
准备金增加		12 000 000	12 000 000

上表包含的公司有美国制罐公司、美国冶炼和精炼公司（American Smelting and Refining）、美国毛纺厂（American Woolen）、鲍德温机车厂、中央皮革公司（Central Leather）、谷物制品加工公司（Corn Products Refining），通用电气公司、B. F. 古德里奇公司（B. F. Goodrich）、拉卡瓦纳钢铁公司（Lackawanna Steel）、国家钢铁公司、斯塔贝克公司、美国橡胶公司等。

表 45—9 附加给出了美国橡胶公司的单独数字，以便使我们的说明更加具体。

表 45—9　　美国橡胶公司（1919—1920 年）　　（单位：美元）

普通股收益		
1919 年	12 670 000	每股：17. 60
1920 年	16 002 000	19. 76
总额	28 672 000	37. 36
现金股息支付	8 580 000	
股票股息支付	9 000 000	
转入应急准备金	6 000 000	
调整盈余和准备金	贷方 2 210 000	
盈余和杂项准备金净增值	7 300 000	

资产负债表　　（单位：千美元）

项目	1918 年 12 月 31 日	1920 年 12 月 31 日	增加
设备和杂项资产（净值）	131 000	185 500	54 500
存货	70 700	123 500	52 800
现金和应收账款	49 500	63 600	14 100
总资产	251 200	372 600	121 400
流动负债	26 500	74 300	47 800
债券	68 600	87 000	18 400
优先股和普通股	98 400	146 300	49 900
盈余和杂项准备金	57 700	65 000	7 300
总负债	251 200	372 600	121 400
营运资本	93 700	112 800	19 100
不包括存货的营运资本	23 000	−10 700	−33 700

美国橡胶公司 1919—1920 年的数字所说明的情况与 1930—1932 年的曼哈顿衬衣公司截然相反。在橡胶公司的例子中，收益很高，但同时由于设备支出巨大和危险

的存货量剧增，造成财务状况恶化。如果股票买入者只注意到1920年美国橡胶公司的报告收益接近每股20美元的话，那么他将会被引入歧途；与此相反，证券市场只考虑到1930—1932年的报告亏损，而不考虑同时许多公司资产负债表状况的好转，也犯了同样的错误。

我们在这里和第32章的讨论将指出，存货利润或亏损在损益表中的地位几乎与在资产负债表分析中相当。

盈利能力与资源的长期研究

对连续的资产负债表比较的第三个方面用处有限，因为它只有在彻底研究了公司的记录和固有特性之后才能发挥作用。表45—10、45—11、45—12、45—13、45—14、45—15对美国钢铁公司和谷物制品加工公司长期情况的分析很好地说明了进行这种分析的用途。

Ⅰ 美国钢铁公司：运营成果和财务分析

每10年的变化，1903—1932年

（1933年进行的分析）

资产负债表经调整，以排除原先计入固定资产账户的无形项目（“水分”），共计5.08亿美元。后来在1902—1929年之间，这些项目被以每年偿债基金费用（总额为1.82亿美元）和从盈余中专用拨款的方式注销。这里所说的偿债基金费用在损益表中也排除了。

表45—10 美国钢铁公司运营成果 （单位：百万美元）

项目	第一个10年 1903—1912年	第二个10年 1913—1922年	第三个10年 1923—1932年	30年合计
生产成品	93.4吨	123.3吨	118.7吨	335.4吨
销售总额(不含公司间交易项目)	4 583	9 200	9 185	22 968
净收益[Ⅰ]	979	1 674	1 096	3 749
债券利息	303	301	184	788
优先股股息	257	252	252	761
普通股股息	140	356	609[Ⅱ]	1 105[Ⅱ]
盈余余额和“自愿准备金”	279	765	51	1 095

Ⅰ 折旧后的价值，但排除母公司偿债基金费用。

Ⅱ 包括以股票形式支付的2.04亿美元。

表45—11 美国钢铁公司收益与平均资本的关系 （单位：百万美元）

项目	第一个10年	第二个10年	第三个10年	30年合计
期初资本	987	1 416	2 072	987
期末资本	1 416	2 072	2 112	2 112
平均资本（约为）	1 200	1 750	2 100	1 700
年平均资本收益率%	8.1%	9.6%	5.2%	7.4%

（续前表）

项目	第一个 10 年	第二个 10 年	第三个 10 年	30 年合计
年平均资本利息和红利支付率%	5.8%	5.2%	4.0% I	5.2% I
普通股平均股本（普通股股票盈余及准备金）	237	620	1 389	816
普通股权益收益率%	17.7%	18.3%	4.8%	9.0%
普通股权益支付率%	5.9%	5.7%	2.9% I	3.7% I
年折旧	24	34	46	35
平均固定资产账户	1 000	1 320	1 600	1 300
固定资产折旧比例	2.4%	2.6%	2.9%	2.7%

I 不包括股票的股息。

以上数字的意义

30 年来，至少在表面上看，好几年坏几年分配得比较平均。在第一个 10 年中 1904 年和 1908 年是萧条年，而 1911 年和 1912 年的情况低于正常。第二个 10 年中有 3 年情况较差，即 1914 年、1921 年和 1922 年——其中最后一年情况不佳的原因是成本太高，而不是总量太少。第三个 10 年中在 8 年的繁荣之后，紧接着是两年前所未有的大萧条。

这些数字表明，发生在中间 10 年的战争期间，美国钢铁行业大发横财，其利润比第一个 10 年增加了超过 3 亿美元。另一方面，最后一个 10 年中，投资资本收益率急剧下降。10 年间 5.2% 的实际收益率和可以被视为令人满意的年均收益率的 8% 之间的差距达到近 6 亿美元。

从另一个角度看，我们发现，30 年间美国钢铁公司的实际投资额增加了不止一倍，其生产能力则增加了 3 倍。然而 1923—1932 年与 1903—1912 年相比，其年均产量只提高了 27%，平均每年扣除利息费用前的收益也只增加了 12%。这样分析不免使人提出下面几个问题：（1）自战争结束以来，钢铁生产是否已经从一个相当兴旺的产业变得相对无利可图；（2）这种转变是否主要是由于将收益过度投资于新建厂房机械，从而造成生产能力过剩，致使边际利润减少。

补充说明

上述 1933 年所做分析的正确性，可由其后的事态发展证实。应当指出，鉴于后来披露的事实，工厂固定设备账户的数据和年收益额皆应向下调整，即：（1）从 1937 年的工厂固定设备账户中分离出 2.69 亿美元（以及 1938 年注销的这一数额），代表公司除 1929 年所注销的 5.08 亿美元之外的无形资产；（2）1935 年对盈余收取 2.7 亿美元的固定资产额外摊销费用，大概适用于前面的整个时期。不过，后来所做的这些修订，一点也不影响上面得出的结论。

自 1932 年以来美国钢铁公司的表现似乎可以证实 1933 年的研究所得出的悲观结论。1934—1939 年，在多数情况下是一个判断正常盈利能力的适当测试周期，在

表45—12　　美国钢铁公司资产负债表的变化　　（单位：百万美元）

项目	1902年12月31日	1912年12月31日	第一个10年的变化	1922年12月31日	第二个10年的变化	1932年12月31日	第三个10年的变化	30年的变化
资产：								
固定资产（减去折旧）及杂项资产[I]	820	1 160	+340	1 466	+306	1 741	+275	+921
流动资产净值	167	256	+89	606	+350	371	−235	+204
合计	987	1 416	+429	2 072	+656	2 112	+40	+1 125
负债：								
债券	380	680	+300	571	−109	116	−455	−264
优先股	510	360	−150	360		360		−150
应计优先股股息						5	+5	+5
普通股	506	508		506		952[II]	+444	+444
盈余和“自愿”准备金[I]	−411	−132	+279	633	+765	679	+46	+1 090
合计	987	1 416	+429	2 072	+656	2 112	+40	+1 125

Ⅰ 排除最初标记的5.08亿美元，后来被注销。

Ⅱ 包括81亿美元的溢价和2.04亿美元的股票股息。

此期间，“钢铁”普通股的平均收益只有每股 14 美分。产品、工艺或其他因素的新发展——包括战争利润——可以使情况变得更好，但是这已经成为一个对未来改进的投机性预期，而不是一个基于过去表现的合理期待。

II 对谷物制品加工公司的类似分析 1906 年 2 月 28 日 ~1935 年 12 月 31 日

表 45—13　　谷物制品加工公司年度平均损益表　　（单位：千美元）

	1906—1915 年	1916—1925 年	1926—1935 年
折旧前收益	3 798	12 770	14 220
折旧	811	2 538	2 557
利息和股息余额	2 987	10 232	11 663
债券利息	516	264	88
优先股股息（已支付或应累计）	2 042	1 879	1 738
普通股余额	429	8 089	9 837
普通股股息		2 751	8 421
盈余余额	429	5 338	1 416
该时期盈余余额	4 290	53 384	14 159
普通股、盈余和准备金的调整	贷方 1 282	贷方 6 026	借方 5 986
普通股、盈余和准备金的增加	5 572	59 410	7 173

表 45—14　　谷物制品加工公司资产负债表　　（单位：千美元）

	1906 年 2 月 28 日	1915 年 12 月 31 日	1925 年 12 月 31 日	1935 年 12 月 31 日
工厂设备（减去折旧）和杂项资产	49 000	51 840	47 865	34 532
对联营公司的投资	2 000	4 706	16 203	33 141
流动资产净值	1 000	11 091	42 528	43 192
合计	52 000	67 637	106 596	110 865
债券	9 571	12 763	2 474	
优先股	28 293	29 873	25 004	24 574
普通股、盈余和杂项准备金	14 136	19 708	79 118	86 291
优先股累积股息		5 293		
合计	52 000	67 637	106 596	110 865

表 45—15　　谷物制品公司盈余百分比[I]及总市值和普通股权益的支付率　　（单位：千美元）

项目	1906—1915 年	1916—1925 年	1926—1935 年	29 年零 10 个月
平均资本	59 818	87 116	108 730	81 432
平均资本收益率	5.0%	11.8%	10.7%	10.2%
平均资本支付率	4.2%	5.6%	9.4%	7.3%
平均普通股权益	16 922	49 413	82 704	50 213
普通股权益收益率	2.5%	16.4%	11.9%	12.2%
普通股权益支付率	无	5.6%	10.2%	7.8%

I 盈余和准备金的调整被排除在收益之外。

对上述计算的说明

1. 工厂固定设备账户和普通股权益得到全面纠正，以反映1922年和1923年减记的3 600万美元。

2. 增加了1906年和1912年的未清偿债券，以反映子公司发行债券的负债。工厂器械等也增加了同样的数额。

3. 最初的资产负债表使用的是认为足够准确的估计值。

4. 前两个阶段扣除的债券利息有一部分是估计值。

5. 普通股、盈余和准备金的调整主要反映杂项准备金的变化和有价证券价值的缩水。

对谷物制品加工公司情况的看法

早期的收益低于正常水平，如果收取更接近充分的折旧费用的话，收益情况还会更糟。正如美国钢铁公司的情况一样，战争时期也为该公司带来了巨大的收益。1916—1925年10年间，整体特点是营运资本大幅增加，长期债务和优先股大幅减少。折旧费用超过了新厂房机械方面的支出。

1926—1935年期间，我们注意到该公司的情况与1923—1932年的美国钢铁公司明显不同。尽管这一时期包括萧条年份，但该公司差不多仍然能够与其扩大的资本投资成比例地提高其盈利能力。这10年的年收益（折旧前后两者都是）约为结束于1915年的时期的4倍。（如果我们使用相同的年份进行比较，那么我们会发现美国钢铁公司在1926—1935年的实际收入比1906—1915年低。）资产负债表变化的特点是财产账户的进一步大幅萎缩（原因是大量收取折旧费），而对附属公司投资的增加幅度更大——这表明了公司业务的明显扩大。

显然，谷物制品加工公司的记录不会使人提出考查美国钢铁公司的记录时所产生的同样问题或怀疑。

SECURITY ANALYSIS

第七部分

价格与价值的差异

证券市场实现价值评估的过程并非是必然发生或机械进行，而是具有主观性的。因为整个过程其实是一个实实双方心理较量的过程。

导读

股市的巨大错觉和价值投资的未来

大卫·艾布拉姆斯

艾布拉姆斯资本管理公司总裁

在价值投资界，你会遇见不少人都声称自己受到过同一本书的启发，他们所指的正是本杰明·格雷厄姆和戴维·多德的著作《证券分析》。这些迷信该书的人中大多数是在夸大其辞。或许很多有志有为的价值投资者的确已经吞噬了理性投资者的市场；但我敢打赌，几乎没有人是真正深入钻研《证券分析》一书的，更没有人能够从头至尾地读完这部经典著作。坦率地说，虽然我曾经探究过该书的若干章节，却从来没能做到逐字逐句地把它通读一遍。因此，当有人要我为第七部分写一篇导读的时候，完成通读全书这门功课的时间到了。作为一名从业 20 多年的投资专家，我完整地阅读了该书中相当于价值投资者《申命记》（旧约圣经的第 5 本书）的第七部分。第七部分的主题为“价格与价值的差异”，其中包括了许多方面：认股权证的估值；向管理层发行期权时，公司普通股价值潜在降低的弊端；投资银行家的贪婪。自 75 年前该书第一版出版至今，全球金融市场经历了灾难性的变化。然而，正如格雷厄姆和多德所料，无论是市场运作、企业运营，还是投资者和企业经营者在种种情况下的所作所为，从来都不曾改变。

世人都喜欢把事物分门别类，这其中就包括了投资风格。这便可以解释财经媒体时常给市场参与者们贴标签的行为，比如把他们分成了“价值投资者”、“成长型投资者”、“趋势型投资者”等类别。那样看似很好，但我可以告诉你，在过去几年我观察了很多投资者，发现但凡能够长战长胜的投资者都采取了基于价值投资法的策略，即无论何时都坚持“低价买进”的原则。诚然，有些人喜欢购买成长股，有些人则偏爱那些相当便宜的廉售股票，更有些人则想参与套汇，从低价买入和高价卖出的价格差额中获得利润。但就我所知，任何一个成功的投资者都会将一笔资产的买进价与其现值和未来值进行计算比较。

无论采用的是何种投资法，投资者无不是遵循了《证券分析》一书中所罗列的规则去发掘财富。很多现在已经发家致富的人当初就是这么做的，包括本书修订版的许多撰稿人，更不要提那些早在若干年前就投资伯克希尔·哈撒韦公司股票的聪明人了。这些成功的投资有力证明了价值投资的光辉历史。但其前景如何？是光明繁荣抑或暗淡贫瘠？正在实践格雷厄姆投资理论的人数是否已远远超出了可以让人大赚一笔的交易数量？有限的交易数额背后是否存在着资金过剩的问题？或者随着时光的流逝证券分析员能否依然长盛不衰？

对于价值投资的未来，我始终持乐观的态度。无可否认，金融市场中许多精明的投资者都在运用格雷厄姆和多德的投资技巧，但其实市场自身也在飞速成长。价值投资者们所投资的这部分资本，仅占据全球金融市场总资本中很小的比例。通过 20 多年的市场观察，我认为，与其说是格雷厄姆和多德理论的众多追随者在拼命把握机会投资理财，不如说是货币本来就像弄潮儿一般，活跃在对利润起伏的追逐中。如果说有什么不同的话，就是随着时间的推移，人们试图操纵这些巨额资金的做法已经显得不那么高明老练了。仅在过去的 10 年中就发生了多次令人难以置信的极端股价，始于 1999—2000 年的网络股泡沫极度飙升，随后便在短期内全面崩盘。2002 年夏，我们目睹了大量的企业资产债务危机；但没过多久，这些关于超低股价的消息就被对史上最慷慨宽松的贷款标准的报道所取代，让出了报纸头版的位置。现在，当我写这篇导读时，抵押信贷市场即将

趋于崩溃，也许又会出现新一轮的机遇。这不能不令我们质疑那些声称股市将不会再有极端波动发生的言论。

是什么在推动这一躁狂的现象？我的回答是："股市的巨大错觉。"投资貌似简单，尤其在这样一个充斥着廉价软件和网上交易的世界。买股票并不比从卓越网上买本书来得费事，何况既然已经有那么多人都从股市上狠狠地捞了一把，剩下的人自然相信，谁都可以不费吹灰之力地发财致富。他们错了，至少我身边那些靠股市创造财富的人都付出了巨大的努力。格雷厄姆和多德清楚地知道努力对证券投资的成功有多么重要。他们在书中写道：

> 既然我们已强调指出，证券分析只有在个别情况下将产生积极的结果，因此，证券分析师必须在许多证券真正得到市场验证之前就已经判定其潜在价值。那么他是通过哪些实际手段来做出判断的呢？在多数情况下，主要是通过辛苦而系统的工作。

是的，不错，你可以靠着买卖股票大赚一笔；但是，正如作者所言，这需要艰苦的工作和耐心。然而，"股市的错觉"却坚持认为，市场就像伍迪·艾伦电影《变色龙》中大萧条时期著名的"变形人"泽里格一样千变万化以适应时代。有时，市场扮做科技股泡沫；有时，它标榜自己为荒谬的超值股市，就如我们所见的20世纪80年代末的日本股市那样。当前，许多美国的金融机构都试图仿效耶鲁大学首席投资官大卫·斯文森及其同僚的成功投资策略，即将耶鲁大学捐赠金的大部分款项分配给多个另类投资经理人负责经营。

但是，巨大的错觉不过如此，终究是一种假象。如果你想通过金融市场致富，就必须参与"辛苦而系统地工作"。关于这一点，《证券分析》第七部分若干章节的内容依然是值得借鉴的。自该书面世至今，鉴于整个世界的急剧变化，可以料想书中难免有些材料已不再适用于当下的投资者，这些不足之处需要指出。只需快速浏览一下第七部分，我们便能从作者那些至今颇受认同的至理名言中发现破绽。

其中的一个缺点在第七部分的第一章就出现了，即全书第46章。该章很可能是其中最陈旧的部分。《证券分析》一书首次出版时，衍生品市场仍处于初期阶段。当时，费雪·布莱克（Fischer Black）与迈伦·斯科尔斯（Myron Scholes）尚未给出著名的"布莱克-斯科尔斯期权定价公式"，而且如今遍及金融市场的产品——诸如期权交易、利率期货交易、掉期交易以及互换交易等，也并没有固定成型。第46章把论题直接指向股票权证，这是那个时期为数不多的几个衍生证券之一。作者通过具体事例说明了其优点，但他们的分析并不适用于当今世界的复杂形势。

以巴恩斯代尔（Barnsdall）石油认股权证为例。格雷厄姆和多德正确地断定这些权证的价值被低估，因为市场是根据其内在价值定价的。此情形与当前形势并不那么相符，因为这种价格偏离的行为不可能持久。除了指出这一显而易见的事实之外——在进行认股权证交易的时候最好以内在价值进行。

"以其内在价值拥有权证交易要好过拥有标的股票。"格雷厄姆和多德提到了权证和期货间与生俱来的杠杆关系。这一分析就其本身而言是不错，但并不够深入。作者的确认识到了巴恩斯代尔石油权证相对于普通股存在着价值偏离，但他们未能给读者提供一个正确估价的知识体系或工具。

应当明确，仅仅因为资产被高估或低估而试图利用价值偏离获利的想法未必是

好的。如果衍生性金融商品市场十分了解对标的股票的错误估价，那么就应该知道拥有衍生证券并没有什么特别的优势。然而，一旦市场根据一个或多个偏离价值的证券低估衍生产品，对于其投资者来说，机会将是非常有利的。实际上，投资者将会获益于标的股票和衍生证券两者间的双重杠杆作用。尽管此类情况极少发生，投资者却是很有利可图的。把握若干偏离价值的证券的能力，会给他们带来非常丰厚的利润。

也许，有关这一现象最著名的事例就是20世纪80年代末发生在日本的股市暴涨，当时日本股市一路飙升，一度达到了价值高估的荒谬程度。虽然有些人认为这意味着日本将迎来一个主宰世界经济的“新时代”；价值投资者却持相反看法，认为这不过是一次最终会自行收场的金融资产泡沫。在华尔街，人们逐渐达成共识：日本股市最终将下降到比较合乎情理的水平，为那些善于利用剧烈价格波动获利的投资者们带来机会。

在这种情况下，令人惊讶的是，期货商们很乐意以非常低廉的价格在日本股市上开展交易。我记得曾经问过那些股票经纪人谁在出售期货，这些交易的另一方又是谁？“欧洲机构。”他们回答我。当华尔街的经纪人不想透露实情时，这往往是他们在敷衍你的“标准答案”。后来事实证明，日本金融机构占了其中的很大比重，他们坚信股价只涨不落，因此签署了这些长期合同并将全部期权金立刻变为收入。最终，日本股市暴涨崩盘，而我当时的雇主，与其他许多美国投资者一起，赚了个“盆满钵满”。最近，次贷资产担保证券的衍生品市场提出一个同样扭曲的信用违约互换（CDSs）形式的风险报酬公式。这些证券是一系列受到住宅财产的次级抵押贷款支持的认沽债券。在此类债券发行之初，由于对抵押借款如何运转的臆断，投资者和评级机构均认为它们是安全无风险的。然而，一些精明的投资者意识到，标的抵押品比购买方最初购买CDSs次级债券和指标时所设想的风险要大很多，而且受制于更多的弊端。2007年次级房贷市场崩溃，其中的一些证券增加值超过了风险金额的50倍或60倍。任何交易都具有两面性，因此，如若你对贸易对手的思路了如指掌就能做到胜券在握。沃伦·巴菲特曾经写道：“如果你玩了半个钟头的扑克牌仍然看不出谁会是输家，那么输家就是你自己了。”

“你算算看”

同格雷厄姆和多德一样，我最初涉足金融衍生品市场的思路非常简单，至今我仍清楚地记得令我茅塞顿开的那一天所发生的一切。

20世纪80年代初，我在华尔街的工作才刚刚起步。金融衍生产品仍属于新生事物，而且其中最初引起大家关注的主要是股票期权交易。像格雷厄姆、多德以及许多其他人一样，我抓住了股票期权交易的高杠杆性质的特点，并关注如何借此扩大个人股票的投资持有量。但是，除了这些基本原理外，我所知甚少。我在一家公司的风险套利部门从事大量的期权套利工作。尽管尚未明白这意味着什么，我却清楚地知道坐在我身边的那些家伙靠着这份工作正在赚大钱。更为甚者，他们几乎是踏着开市的钟点来上班，刚一闭市便马上回家，甚至从来没有瞥一眼《华尔街日

报》，倒是对八卦的《纽约邮报》情有独钟。我的好奇心被调动起来。所以有一天我请教了这家公司的主管艾拉（Ira），请他来说说看他每天都在忙些什么。随后两分钟的交谈永久性地改变了我对金融衍生产品的看法，并深刻影响了我之后对待陌生的金融和交易领域的方式。

艾拉指着一只股票（我记不清是哪只股票了，但很可能是 IBM 的，因为那段时间不论 IBM 在做些什么，华尔街的太阳都会随着它而升起或落下）问了我一个问题："如果你同一时间买入一个 35 美元的看涨期权，卖出一个 40 美元的看涨期权，买入一个 40 美元的看跌期权，并卖出 35 美元的看跌期权，结果怎样?"我首先想到的是："那就乱套了。"但我忍住了。我只是看上去束手无策。看到我一脸困惑，他说："你算算看。这个到期后会值多少钱?"我用笔和纸演算了一会儿，还是有些不解，我抬起头来说："一直都是 5 块钱。""正确。"他说。但我还是没有开窍，直到艾拉问我："如果你以 4 块 5 毛钱买入呢?"原来如此！我终于明白了。虽然我在华尔街算是新人，但是艾拉所说的套利交易已经做过不少了。特别是，最具流动性的期权合同的到期日相对较近，这意味着如果你可以买到这个"股票箱"的期权，其中包括两对 4.5 美元的买卖期货交易，那么在不到 6 个月的时间内就可以确保 11% 的收益率。

接着轮到我发问了。"真的能以 4.5 美元买入吗?"我问。"看时机了。"他说。我突然意识到谚语中那个纸牌游戏里的输家是谁了。那就是我。单纯依赖格雷厄姆和多德对期权市场过于简单化的方法指导而不是充分理解投资项目的计算规则，我并不知道交易对手的真实想法。收拾我的时机已经成熟了，正如他们所说。也许，我正是交易中那个以 4.5 美元进行箱内买入操作的家伙的交易对手；而我意识到那个家伙十之八九要比我机灵。尴尬于自己的无知，我发誓在挺进新领域的时候，对交易对手要更加敬重，对自己的孤陋寡闻要无比自知。我再也不要做输家。我的整个职业生涯都受益于这一想法。

与格雷厄姆和多德生活和工作的时代不同的是，如今的证券分析员只有充分了解期权定价模型如何工作及其限制之后，才能够立于不败之地。衍生产品不仅在金融市场无处不在，许多企业和投资实体也在或慎重或鲁莽地使用它们以达到种种目的。

随着不断地吸取经验教训和对期货及估价模型的进一步了解，我逐渐认识到期货理论的一个重要缺点。大体而言，金融衍生产品分析的基础学术论著，许多华尔街上的从业者所信赖的依据，是以"高效"市场的设想为依据的。《证券分析》一书的作者观点也许会与之大相径庭。他们清楚，"高效"这一根本前提并非总是如此，书中写道：

> 显然，证券市场实现价值评估的过程往往是不合逻辑的或错误的。正如我们在第 1 章中所说，这些过程并非是自动或机械式进行，而是心理变化的过程，因为一切都是伴随着买卖证券者的思想变化进行的。

说到市场效率问题，之前格雷厄姆和多德并没能够预见到我的老板所指出的那些复杂的数学关系。他们只是关注衍生产品证券和标的物之间的关系，这促成了一种略为原始的权证分析方法。尽管如此，对于期权和权证发行有可能对开证公司的普通股造成怎样的影响和后果，他们确实有着敏锐的洞察力。其实在这个问题上，

他们要比现在许多会计师和华尔街的分析员们更加清楚。作者在本书中写道：

> 公众对于期权权证的获得都是源于对普通股票的损害的这一错误理解，导致了一种不具伤害性却非常荒谬的现实。

在近 10 年的任何时候这些话都很适用，比如最近在某些企业采纳的部分补偿方案通过掩盖摊薄影响和夸大收益表以欺骗股东。

直到最近，公司的收益表中也没有任何发给管理层和董事的期权费用记录。几年前，规则发生了变化，公认会计原则（GAAP）开始要求公司统一使用其中的一种方法来计算其股票期权价格。这一举措较之前的费用零记录行为是很大的提高，但是由公认会计原则所授权的方法同分析员用以估价衍生产品的方法一样，并不由公司发出。显然，这有些不对劲。金融衍生产品合同的第三方不会导致更多的发行股票，这一点与公司发行的期权截然不同，后者未来会产生明显的股票增长从而摊薄目前股东的利益。长期股东必须充分理解公司发行的这些管理期权的影响；否则在不久之后他们将发觉自己被骗了。

小心投资银行家！

说到第 47 章“融资成本和管理”，格雷厄姆和多德提出：“小心投资银行家！”常言道：“万变不离其宗。”或者，就像一个朋友谈到华尔街的利益冲突时对我说的那样：“没有斗争，就没有利益。”读者会发现从投资银行家那里了解旧时的诟病颇有趣味，而当那些在高盛和摩根士丹利的人们读到美国班塔姆这样的汽车公司换股优先股股票 20% 的承销价差时，或许会流下依恋的泪水。但本章的最后的确因其恒久的相关性而备受人瞩目。格雷厄姆和多德写道：

> 20 世纪 20 年代后期，投资银行家标准的放宽以及他们千方百计地扩大其报酬的事实，对公司管理产生了不良影响。操作人员认为自己不仅有权获得丰厚报酬，还具备参与企业利润分配的重要资格。但不可否认的是，他们在没有完全向股东们披露的情况下，公司经常采取狡猾可疑的手段以保证管理层的大额分红。随着报酬的公开，我们认为可以充分信赖股东的自身利益以防其超过适当的限度。

最近如此众多的过激行为——从互联网泡沫到通过杠杆作用的收购热潮，再到次贷危机，这与多年前格雷厄姆和多德描述的那些“鬼把戏”非常相似。虽然两人可能不会对公司的某些过度薪酬感到惊讶，却可能会震惊于如此高薪已经侵入了纽约证券交易所。今天的投资者们，最好还是像该著作所言，至少要以本书作者同等程度的批判和质疑的态度去看待华尔街的一切。

接下来的第 50 章“价格和价值的差异”和第 51 章“价格和价值的差异(续)”，是第七部分的精彩章节，值得任何对投资有兴趣的读者拜读。其中为读者提供了一套实用的“为”与“不为”规则，并以 20 世纪 30 年代以来的事例说明了从何处发现价值以及避免哪些陷阱。我们中的很多人都有把过去浪漫化的倾向，当投资者们沉浸在如此美好的回忆中时，往往会流露出对“格雷厄姆时代”的留恋和怅惘：“噢，让那些股票卖出 7 倍收益和少于流动资金的日子再一次回到我们身边吧！”

我必须承认，当读到第50章A组名单的时候，我也感到一丝妒忌。在20世纪30年代末作为一名投资者该是多么幸运啊！

但是，等一下，我想。在有生之年，我也曾经遇到过无数足以让格雷厄姆羡慕的机会。事实是，金融市场不断地呈现出很多具有显著风险回报特征的资产购买机会。当投资者有幸在最繁荣和最低迷时都大赚一笔，就只能说这一切是最好不过的了。

我的“成败记录”始于管理辅助清算信托，这也许是我第一次真正的价值投资，包括新罕布什尔州公共事业18%的第二次按票面价值交易的抵押债券；Executive Life Muni GICs保险公司的全球行业分类标准执行随着审批法庭法官事后的决定，声称“没有法律依据或理由”而以25美分交易；还有Gentiva普通股，兼并后让产易股的结果是以周转资金的三分之一进行交易。

与此同时，艾拉启发了我对期权市场的关注，我的朋友克里斯·斯塔夫鲁（Chris Stavrou）在给我传真附有他亲手笔录的10－Q表时，向我介绍了管理辅助清算信托公司。当他陪伴我经历这些的时候，我们共同目睹了价值4美元的股票以2美元交易；另外，该公司现在必须支付给股东其出售资产的全部收益。知道这会是双倍盈利，我迅速卖掉了所有的其他股份并将我的全部资产百分之百地（总共价值1万美元）投入到了这只股票。我唯一感到遗憾的是没有为我的公司买入一些，因为担心那时正在休假的老板会反对这次投资行为。

近年来，一个最令人难忘的机会发生在2002年年中，企业债券市场处于大规模的崩溃时期，到处都可以赚到便宜。那一年，企业债券市场的投资者们均经历丰富。我经历了AES公司10.25%的优先次级本票，其成交价低至15美分。这个价格的当前利润已接近66%。AES是一家资产遍及全球的综合公司，它通过具体项目债务和不同级别企业债务相结合的非传统方式筹措资金。高度杠杆作用结合资产基础的复杂性使市场受到关注，该公司将被迫破产。我们的分析结论表明，偿付债务的现金流量已经足足有余。果然，我们是正确的。在处于低点的一年里，这些债券从来都按时支付，并且能按照票面价值进行交易。这可是一笔横财！自然，如果格雷厄姆还在，一定会惊讶于债券市场在2002年夏季表现出的暂时混乱。

随着对第七部分的进一步阅读，我震惊于作者的英语运用能力。在金融领域，或许除了他们最有名的得意门生沃伦·巴菲特以外，能够像他们这样如此清晰且令人信服地表述观点的人实在寥寥无几。说到底，“疯狂先生（巴菲特）的寓言”正是格雷厄姆和多德创造的。你可以把市场看做是一个可以成为你朋友或是敌人的君子，但是永远都不要采纳他的意见。对“市场分析”缺点的讨论部分，恰好是对本书作者生动语言的最好诠释。

也正是格雷厄姆和多德创造了“安全边际”这个术语，这对于为本书撰稿的投资专业人士来说具有特殊意义。我们大家都是逐一分析证券的基础分析员，在某一特定价格上权衡每次投资的风险和回报特征。我们也许偶尔对股市将走向何方持有看法，一般却不会为此下赌注。其中有很多原因，但我认为格雷厄姆和多德在本书中的一段话很好地解释了这一点：

在市场分析中，没有安全边际；结果非对即错，而且如果你错了，只有赔钱。

这样来总结概括再好不过了，不是吗？然而，若干年后的今天，许多投资者仍然沉迷于形成自己的市场观点。华尔街上最好的公司都雇用了市场战略家、资深投资者、专业人士等以期听到这些看法。我认为，这不过是证明大错觉存在的更多证据。

在最后一章中，格雷厄姆和多德给不同类型的市场参与者提出了意见，其中包括小投资者、富有投资者和机构投资者。他们给出的建议是怎样的?

作者认为，对于对收入感兴趣的小投资者们，只有美国政府储蓄债券是适合他们的。这类证券的表现基本符合其承诺，当然，有些事态的发展是格雷厄姆和多德没有也不可能预见到的。首先是20世纪70年代末和80年代初发生的通货膨胀的肆虐影响。螺旋式通货膨胀最终导致了更高的利率并给债券投资者带来巨大损失。其次，是固定收益市场的扩大和无数固定收益证券的扩散，这为债券市场上那些愿意通过大量的相似手段进行筛选以期找到异常定价的价值投资者们创造了机会。

格雷厄姆和多德建议营利投资者们，不论大小，以低于其内在价值的价格购买证券，并建议投资者通过提交分析结果以得到他人的指正。实际上，他们主张投资者们都应当成为“兼职的证券分析员”。本书写于1929年股市崩溃后期，加上随之而来的经济大萧条，因此对近年来金融市场盈利能力的前景是无法想象的。在今天的超竞争时代，作为一名兼职的投资者有可能取得成功，但这并不是我所提倡的；而且如果你并不希望把自己所有的时间都用来研究投资，那最好还是关注一些专业的指导。

获益的一方建议相应机构的投资仅限于固定收益投资，如果这样做将满足他们的需求。幸运的是，在哈佛、耶鲁、普林斯顿这类大学里，如杰克·米亚（Jack Meyer）、大卫·斯文森和安迪·金（Andy Golden）等人并没有遵循这一意见；正因为如此，这些机构在今天拥有了更多可供它们掌握的资源。这要感谢这些人敏锐的洞察力和独立的思考能力。

他们各自的机构都拥有数百亿的捐赠基金，这足以让他们在同那些不太富裕的同伴们的竞争中保持巨大而恒久的优势。除去任何格雷厄姆和多德提出的具体意见，《证券分析》一书给予投资者最重要的一点建议是：“多看数据，独立思考。”这就是所有伟大投资者的成功所在。

有趣的是，格雷厄姆和多德在《证券分析》最后一章为投资者给出建议时，有一组投资者被忽视了。他们忘记了对所有金融职业生涯刚刚起步的年轻人说些什么，这些人无不希望这份工作给他们带来财富和幸福。为了弥补这一疏漏，我想在最后给这些年轻的投资者们说几句。参与这本书的很多合作者，比如我，都曾经是像你们现在这种状况的投资专业人士——年轻，初涉华尔街，银行账户里几乎没有存款；但有的是干劲、希望和良好的职业道德。我们感觉跟你们如此亲近。我想我们大家都会同意，我们选择了一项伟大的事业。尽管我们最初的驱动力很可能是金钱，这可能会持续很长时间，因为我们正是迫于财富积累的压力才天天到办公室工作的。我们做所做的一切，因为我们乐在其中。我们津津乐道于这些挑战、刺激和发现市场给予的又一笔好交易而产生的满足感。

多年前芝加哥大学的一些教授得出结论，格雷厄姆和多德的一切观点都是错误的。他们说，市场是有效的。实际上，他们对像你们一样踌躇满志的分析员说：“不

要费事了。别再浪费你的时间。市场如此高效，岂容你凭借一己之力就能得到回报。为自己的人生找些别的事做吧。”很长一段时间，金融界人士都热衷于讨论该议题，他们与那些为自身立场考虑做出判断的专家以及那些认定他们观点错误的从业人员争论，并不时地指出许多用学术理论无法解释的差错。

最近，这场争辩的大势已去。也许仅仅是因为从业者们太过忙碌于赚钱，无暇挖掘下一个错误的证券价格，更没有功夫去费这番口舌了。这个在竞争中不断变化和逐渐全球化的金融世界吸引了众多异常优秀、聪颖和勤劳的人加入进来，了解它始终都是一场智慧的挑战。然而，正是这种同事和朋友内部的严格竞争，才让我们能够最大程度地发掘出自身优势。比如我自己，能够在华尔街工作的这段日子里结识这么多充满求知欲、极富苦干精神和积极性的人，我深感荣幸。

因此，我可以告诉那些有志的青年分析师们，关于市场效率疑问的答案是明确的：这个市场足够低效。“我们能做什么?”你问。其效率之低足够让你我找到一些好机会。就算不是每一天或每个星期，但也经常能发现这些机会。股市的巨大错觉坚持要给那些乐意为价值投资付出辛苦、乏味又往往单调的劳动代价的人们以很多机会。祝狩猎愉快!

第46章

股票期权认股权证

在过去的20年里，股票期权认股权证的使用得到了迅猛的发展。它们最初是作为一种优先分享相关债券与优先股利益的形式出现的。在这种形式下，人们通常认为这只是高级证券的一个特征，与转换权相似，而认股权证本身与公司的资本结构关系不大。后来，人们忽然想到，可以将股票期权认股权证从其他证券中分离出来，将其作为一种补偿提供给承销商、出资人和公司行政主管。从这一点出发，股票期权认股权证在下一步也不可避免地发展为像普通股一样通过出售或交换，向普通公众单独发行。因此，它们获得了作为一种独立“证券”形式的地位，成为许多公司财务结构的重要组成部分，和投机活动中一个广受欢迎的突出方式。

在前文中，我们已经讨论了认股权证作为高级证券附属物的技术问题。本章我们将讨论认股权证作为一种独立金融工具更重要的作用。我们的讨论分为3个部分：（1）简要描述；（2）认股权证作为一种投机工具的技术特点；（3）其作为财务结构一部分的重要性。

简要描述

（可分离的）认股权证是在一定时间内购买股票的一种可以转让的权利。（发行公司债券时附带的认股权证有时也被称为“债券权利”。它还有第3个名字，就是“股票认购权证”。）其条件包括：（1）股票种类；（2）数量；（3）价格；（4）付款方式；（5）特权的存续期；以及（6）反稀释条款。（最后一项在第25章中有所论述。）

该特权涵盖的股票种类

几乎所有的认股权证都是指买入发行公司普通股的权利。在个别情况下也适用于优先股（例如，美国储物柜有限公司），或其他公司股票［例如，附属于中部各州电气公司（Central States Electric Corporation）优先股的认股权证可用以购买北美公司的股票，附属于索尔韦美国投资公司（Solvay American Investment Corporation）优先股的认股权证可用以购买联合化学和染料公司（Allied Chemical and Dye Corporation）的股票］。认股权证无权收取利息、股息或本金账户支付，也没有表决权。

与认购“权利”的相似之处

认股权证与“股票认购权”有一些相似之处，后者是公司赋予股东的购买增发股份的权利。但是在认股权证和认购权之间有两个重大差异。认股权证期限较长，且股票的购买价格设定几乎总是高于其发行时的报价。此外，价格经常根据认股权证的不同条款发生相应的变化。认购权期限较短且价格固定，通常低于其授权时的市场价格。因此，发明认购权的目的是确保持有者行使该权利以使公司及时获取资金。认股权证通常与公司的融资需求无关，不期望他们立刻被行使。换句话说（考虑到发行时的通常情况），除非在到期前市场大幅度下降，否则认购权必将行使；除非在不久或遥远的未来市场价格大幅上升，否则认股权证就不会行使。[①] 一般认购权的期限约为60天；而认股权证的原始期限也很少不超过一年，其中很多是永久性的。

付款方式

多数认股权证要求以现金支付认购费。那些原本依附于债券或优先股的认股权证可能会允许以现金，或由高级证券以其票面价值支付。这种替代方法有相当大的实际意义。

例如：美国电力和照明公司的认股权证是一种可以每股25美元的价格购买普通股的永久权证。支付方式可以是现金，也可以按每股100美元的价格以第二优先股支付。1939年11月普通股售价为8美元，第二优先股为17美元。由于高级证券的价格很低，所以即使普通股售价比期权价格低17个点，认股权证也仍然具有“可操作价值”。计算方法如下：

$$1\text{个认股权}+1/4\text{股第二优先股}=1\text{股普通股 认股权证的价值}$$

$$=8-1/4\ (17)\ =33/4$$

① 雷明顿－兰德公司（Remington－Rand）的购股权，1936年发行，是一个有些特别的认购权和认股权证相结合的形式。如果持有人立刻部分行使其认购权，碰巧说明市场亏损，那么他将会有进一步在长达一年之后购买更多的股票以及其他的权利。我们认为，这种精心制定的方法或者会造成不必要的投机性的情况，或者会有利于那些机警和消息灵通的人士，使他们的条件比普通股东更为有利。

认股权证的交易基础

认股权证在市场上买卖的方式与普通股相同。截至1939年底，只有两只认股权证单独在纽约证券交易所挂牌上市，但有许多认股权证在纽约场外证券交易所及其他交易所表现活跃。这些证券交易的基础有些古怪，有时导致严重失误。根据标准规定，“1份认股权证”是指购买1股股票的权利，而不是起初附属于1股股票的权利。

例如：沃尔格林（制药）公司的优先股与认股权证一起捆绑上市，持有人有权每持有1股优先股可购买2股普通股。在常规交易中，“1个沃尔格林认股权证”指的是购买1股普通股的权利，即，1股优先股带有“2份认股权证”。

同样，联合雪茄公司（Consolidated Cigar Corporation）股息率为6.5%的优先股发行时，每股附加的认股权证可购买半股普通股。这些认股权证还可依据1份权证等于购买1股普通股的权利进行交易；即每股股息率为6.5%的优先股带有“1/2个认股权证”。

但是，不符合这一标准的例外非常多。

例如：商业投资信托公司股息率为6.5%的优先股附有认股权证，每股优先股可购买半股普通股（与联合雪茄公司优先股的比率相同）。但其在纽约证券交易所交易的单位是起初附属于1股优先股的认股权证，即，它可用以购买半股普通股。同样的情况还有尼亚加拉－哈德森动力公司（Niagara Hudson Power Corporation）B类认股权证；洛氏公司（Loews，Inc.）的优先股认股权证；西夫韦公司（Safeway Stores）的“旧系列”认股权证等。

当认股权证允许购买的股票数目有所变化时，习惯的程序是继续将“1份旧认股权证”当做“1份认股权证”来进行交易。

例如：“1份洛氏债券认股权证”原来可按每股55美元的价格购买1股普通股。它代表的是附属于洛氏价值200美元，利率6%，1941年到期的债券的认股权证。当1928年公司支付了25%的股息之后，根据反稀释条款的要求，在原来认股权证认购数额的基础上每股免费追加1/4股。“1份洛氏债券认股权证”本身保持不变，但此后其所代表的权利就是以每股55美元的价格购买1.25股普通股了。同样，对商业投资信托公司认股权证来说，当普通股每股分割为2.5股时，此后的1份认股权证代表的是有权购买1.25股新股票，而不是0.5股旧股票。

但也有时会采用相反的做法。

例如：尼亚加拉－哈德森动力公司的A类认股权证，可以按每股35美元的价格购买普通股。公司于1932年调整资本，每持有3股普通股旧股可换购1股新股。这样，昔日的“1份认股权证”现在可以按每股35美元的价格购买1/3股新股，即每股105美元。于是，纽约场外证券交易所将“1份A类认股权证”重新定义为代表购买1股新股的权利。因此，3份旧的认股权证变成了1份新的认股权证。

这里提到这些技术细节是因为在标准教科书中没有这些内容。那些购买或出售

某一特定认股权证的人应注意对其交易的基础进行仔细的调查。①

出于各种目的发行的认股权证的举例

A. 依附于高级证券

也许最早的例子是美国电力和照明公司在1911年发行的债券。到目前为止，最突出的是由美国和外国电力公司（American and Foreign Power Company）发行的价值2.7亿美元的第二优先股，其所附带的认股权证可购买普通股710万股。

B. 作为对承销商的补偿

第一个重要的案例似乎是巴恩斯代尔公司1926年发行，利率为6%，价值2500万美元的债券。作为对他们补偿的一部分，银行家们得到的认股权证可购买50万股普通股。在随后的价格高点，这些认股权证的价值达到了1.3亿美元。国家基金有限公司（National Fund，Inc.），一家开放式投资信托公司，1936年曾面向出资人发行认股权证，以代替惯常的费用。现在，许多规模较小的公司在挂牌买卖时对银行家的补偿除现金外还包括大量认股权证。例：美国航空公司（1939）；胜利炸药公司（1939）；霍华德飞机公司（1939）。

C. 作为对出资人和公司管理人员的补偿

一个明显的例子是1929年1月美国石油公司的成立。公司以每股34美元的价格面向公众发行了325万股股票。出资人和公司管理人员得到了5年期认股权证，可以按34美元的价格购买162.5万股股票。

D. 在合并或重组计划中发行以交换其他证券

联邦和南方公司发行的认股权证约有1 750万份，同时还有3 400万股普通股和150万股优先股，主要用于交换6个下属公司的证券。有趣的是，它发行的普通股和认股权证用以交换宾夕法尼亚－俄亥俄爱迪生公司和东南电力和照明公司的认购权证。

1937年，鲍德温机车厂在改组时，旧的优先股和普通均换成了新的普通股和认股权证。在科罗拉多燃料和钢铁公司1936年重组时，只有认股权证用来交换旧的优先股和普通股。伊利铁路公司1938年提出的代表持有债券的保险公司的利益的重组计划是独特的，它给老股东提供认股权证，用以从以前的债权人而不是从公司手中购买新的普通股。

---

① 在纽约，认购权交易的基础始终不变，“1份认购权”的含义指的是拥有1股股票所获得的权利。这与认股权证通常的做法正好相反。关于迅速计算认购权价值的方法，见附录注释63。

E. 附属于原始发行的普通股

美国公用事业控股公司售出250万股普通股，其附带的认股权证可额外购买同等数量的普通股。此外，组织者还购买了50万股A股（具有投票权），以及可购买100万股A股或者是普通股的认股权证。

F. 单独销售以获取现金

1929年，第四国营投资公司（Fourth National Investors Corporation）向其母公司出售75万份认股权证，得到300万美元。1936年，菲利普斯包装公司（Phillips Packing Company）向银行家出售认股权证以换取现金。

作为投机工具的认股权证

从广义上讲，认股权证具有与廉价普通股相同的一般特征，这种理论在第41章已经讨论过了。在名义和形式上，认股权证与低价股在本质上往往是一样的，两者都着眼于企业未来的长期发展。[①] 诚然，认股权证与其普通股之间的关系，与普通股和同一家公司的投机性高级证券之间的关系大致相似。

质量因素

与其他所有投机性投资一样，一份认股权证的吸引力取决于两个完全不同的因素：定性因素，作为企业的性质，尤其是指其认为存在的获得巨大发展的机会；还有定量因素，作为提供认股权证的条件，包括其价格以及用它购买普通股的价格。不能指望证券分析来揭示哪些企业最有可能在今后几年中突然加速前进。因此，在为投机选择认股权证时，关于质量因素我们没有多少可说的。由于认股权证的有形资产价值通常只有通过收益的增加才能实现，因此重点应该是前景的变化，而不是稳定性。例如，1928—1929年，公共事业类认股权证变得极为流行，原因并不是公用事业企业特别稳定，而是因为市场相信其收益将继续无限扩大。

至于价格大幅上升的数学概率，我们已经说过，投机性融资企业的普通股的可能性更大。（例如，在第40章讨论的A. E. 史丹利公司和美国水工与电气公司）因此，可以购买这种普通股的认股权证也可以说有一个特别的投机性优势。但这实际上是一个数量而非质量问题。我们认为，几乎不可能断言一个特定行业的长期远景远高于平均水平，以至于使这一领域的认股权证比任何其他行业更有吸引力。但如果个人投机者在这一方面有明确观点和偏好的话，他完全可以遵循它们。

---

① 在少数情况下也会发行有效期较短的认股权证。在这种情况下，他们着眼的是股市的未来而不是企业的未来。例如：上文提到的菲利普斯包装公司的认股权证有效期只有两年。

定量因素： 低价的重要性

从定量的角度指出决定认股权证相对吸引力的因素更容易些。理想的品质是：第一，价格低；第二，期限长；第三，期权价格（或购买价格）贴近市场。从投机理论的角度来看，三者中最重要的无疑是认股权证低廉的价格。通过比较1917年辛克莱石油和炼油公司（Sinclair Oil and Refining Corporation）认股权证和1929年尼亚加拉－哈德森电力公司（Niagara Hudson Power Corporation）B类认股权证，可以说明这一点。

例如：辛克莱石油和炼油公司1917年发行的票据，每1 000美元可使持有人有权于1918年8月1日前以每股45美元的价格购买25股股票；1919年8月1日前为47.5美元；1920年2月1日前则为50美元。1917年12月，股价一度跌至25.25美元，一份可购买25股股票的认股权证售价为20美元，即每股的费用只有80美分。在这里，股票的市场价格远远低于期权价格，但每股的期权可以用非常低的成本获得。随之发生的事情是投机市场所特有的。不到18个月的时间，辛克莱石油公司股价上涨至69.75美元，使其购买25股股票的认股权证的可变现价值超过550美元。股票价格上涨175%，导致认股权证价格上涨了2 680%。

尼亚加拉－哈德森电力公司B类认股权证持有人有权以每股50美元的价格购买3.5股普通股，即每股14.285美元。当认股权证于1929年在纽约的场外交易所上市时，售价为60美元——相当于1股的认股权证17美元——而股票价格为22.50美元。在这种情况下，投机者购买认股权证的价格几乎等于购买股票的价格。当年晚些时候，当普通股股价达到31美元的高点时，认股权证的上升比例要小得多，只涨到了21美元。同年更晚些时候，股票价格跌至11.25美元，认股权证则暴跌至2美元。这些比较数字说明，同样是17美元，尼亚加拉－哈德森公司的B类认股权证售价极为不具吸引力。

相对低价的重要性

从技术上说，最好是认股权证不仅本身价格低，而且其相关普通股的价格也低。这一点可以通过比较1928年的商业投资信托公司认股权证与1933年的美国和外国电力公司认股权证加以说明。

例如：1928年8月，商业投资信托公司认股权证售价为每份6美元。它们使持有人有权于1929年底以前按每股90美元的价格购买0.5普通股，其后在1931年1月1日前，价格为100美元。当时普通股售价约为70美元。因此，购买1股股票认股权证需投入12美元，即约为当时股票价值的1/6。尽管认股权证规定的购买股票的指定价格相对较高，但由于其货币成本低得多，因此该认股权证比股票具有更大的投机优势。（后来，该认股权证的价格在1928—1929年上涨了11倍，而普通股价格只上涨了3倍。）正如后文所示，1933年11月，购买1股美国和国外电力公司股票的认股权证价格为7美元，与普通股价格正好相等。但普通股本身售价只有10美元，这一事实使认股权证7美元的售价没有任何特别的投机优势可言。正如我们后

面会看到的，它使该股票同认股权证一起，都成为“伪”低价投机品，这在第41章的开头已经讨论过了。

通过前面的讨论可以得出结论，从技术上说，一份给定的认股权证，只有当它价格低，而且可以在很长期限内用与当前市价相去不远的价格购买股票时，才具有投机吸引力。

例如：上面提到的辛克莱石油和炼油公司和商业投资信托公司的认股权证权证都能够满足这些要求。一个罕见的例子是巴恩斯代尔石油公司1927年的认股权证。它们可用来以25美元的价格购买股票。当股价为31美元时，认股权证的售价为6美元，正好是平价。在这种情况下，只要股票价值上升，都将意味着——后来确实表明——认股权证价格上涨的比例更大。

往往缺乏的技术优势

1928—1929年，当认股权证交易最活跃时，有一种倾向是，其售价相对值和绝对值都很高，因此它们与典型的普通股相比，不具备任何技术优势。在随后的经济萧条时期，许多认股权证的售价都非常低，但这时普通股的报价也十分低迷，因此认股权证的相对吸引力仍然很成问题。1939年末的情况可以由表46—1中一些有代表性的认股权证的情况来说明。

应当指出，认股权证所带有的可以按一只债券或优先证券的面值进行支付的权利一般可以以相对于普通股来说令人心动的价格售出。（电力和照明公司认股权证的报价实际上低于其面值。）其他低价认股权证似乎远不能实现令人关注的可变现价值。鲍德温机车厂和纽约市公共汽车公司（New York City Omnibus）的价格关系在市场价值尺度中，因公司各自所处的不同阶段具有典型性。

表46—1　　一些有代表性的认股权证的情况　　（单位：美元）

发行认股权证的公司名称	期限	认股权证规定的股票购买价格	股票的市场价格	认股权证的市场价格
美国和国外电力公司	永久性	25或1.625[I]	1.875	0.375
阿特拉斯公司	永久性	25或23.625[I]	8.625	0.875
鲍德温机车公司	截至1945年9月1日	15	17.25	7.375
电力和照明公司	永久性	25或4[I]	6.875	2.625
马纳蒂糖业公司	截至1947年11月5日	12.5或5[I]	3.875	0.625
梅里特－查普曼和斯科特公司	永久性	30	4.5	0.5
纽约市公共汽车公司	截至1947年3月1日	17.5	32.75	17.25
斯卡林钢铁公司	截至1942年5月1日	10或6.5[I]	8.75	3.5[II]
三个大陆公司	永久性	22.5	2.75	0.5
联合公司	永久性	25	2.375	0.25

Ⅰ 以高级证券时价计算代替现金的成本。

Ⅱ 4份认股权证的市场价格，相当于1股普通股。

作为资本结构一部分的认股权证

从本质上说，认股权证可以具体体现企业的未来前景。但是，从企业今后的发展或提高中获利的权利却是普通股股东所固有的。股东投入资金并承担“第一损失风险”的重要原因之一，就是为了得到这种回报。因此，关于认股权证的一个基本事实就是，它代表已经从普通股中被剥夺的某种东西。这个方程式很简单：

普通股的价值＋认股权证的价值＝普通股自身的价值（即不含认股权证的价值）

认股权证意味着相关股票价值的减少

例如：这一点可以参照巴恩斯代尔公司发行的认股权证对股票价值的影响。公司1926年的报告收益为607.7万美元，或者流通在外的114万股流通股，每股5.34美元。然而，也有些认股权证以每股25美元的价格购买了100万股，其收益用于收回利率6%的债券，价值2 500万美元。分析师应当假定认股权证已行权，从而使1926年的收益从5.34美元减少到了3.54美元。1929年，认股权证实际行权后，其收益为每股3.25美元，若当时没有发行认股权证的话，收益将为每股4.76美元。当年35美元的平均价格相当于认股权证的价值为10美元。这充分表明，通过发行认股权证，从普通股中剥离的价值约达每股8美元（否则普通股价值会是43美元）。

这一例证清楚地表明，认股权证的使用，使普通股从盈利或公司价值大幅升高中实现的收益减少了。因此，使用认股权证购买股票，即使价格高于市场价，也会减损普通股的当前价值，因为当前价值中有一部分建立在从今后的发展中获利的权利的基础上。

稀释股票价值的一种危险工具

认股权证是一个十分危险且令人不快的工具，因为它不知不觉导致普通股价值的间接稀释。股东对认股权证的发行漠不关心，未能意识到他们未来普通股的一部分已经被夺走了。股票市场像往常一样心不在焉，无论是否发行认股权证都对普通股的价值进行同样的评定。因此，认股权证可以用来向出资人或其他内部人士支付不合理的奖励，而不必惧怕普通股东的怀疑和批评。此外，认股权证这一工具有利于保证公司证券综合市场价值人为升高，因为（稍加操作）大量的认股权证可在不降低普通股报价的情况下保证其价值。

股票期权认股权证在企业重组方面已经证明是一个方便和有吸引力的手段，因为他们使得重组在表面上将公司完全移交给债权人的同时，又给了老股东某种好处。但是，美国证券交易委员会反对这种做法，声称如果老股东真的没有权益的话，他

们根本不会获得认股权证。[①]

归谬法

公众未能领会，认股权证的全部价值都是牺牲了普通股才得到的，这导致一种做法，即原始发行的普通股带有认股权证，可用以购买增发的普通股这种做法就算不那么有害，也相当可笑。我们指的是。这种安排并未提供给股东任何如果他们没有认股权证的话就无法获得的利益，而且这也违反了健全企业财务的一个明显规则。一家妥善经营的企业只有在需要新资本的时候才会增发新股，在这种情况下，股东通常有权按比例购买新股。[②] 在不需要资金时将认购权交给股东，除了可以欺骗大家，让人相信自己得到了某种好处之外，从各方面来看都是毫无意义的。这类似于有些公司有时采取的做法，即以“股息票”代替股息，而该“股息票”何时赎回全靠董事们一句话。这种“以股代息”是普通股本身固有权利的一种毫无必要的单独表示，即在董事认为适合支付时接受未来的股息。[③] 同样地，这些附属于原始普通股的认股权证也是股东参与未来新股发行固有权利的多余表示。[④]

对认股权证不良影响的进一步研究与对财务实务的两个更广泛的研究结合在一起——第一个研究涉及公众为公司的财务和经营管理所支付的价格；第二个则涉及有关那些操纵性强，且充满危险的被称为“金字塔式交易”的公司业务。证券分析的这些方面将在随后的章节中进行讨论。

---

① 见他们在国营散热器公司（National Radiator）案例中的顾问意见（1939 年 3 月），这导致放弃了向老股东提供认股权证的规定。我们认为，对认股权证这种做法原则上的广泛反对意见或许说明美国证券交易委员会颇为严厉的立场。但发行认股权证，使老股东可以按有利可图的价格收购债权人的全部股份，例如，伊利公司 1939 年 1 月的计划，更值得推荐。

② 一种已成为流行的做法是，在公司章程中加入某些规定，剥夺股东这种所谓的“优先购买权”。据称，交出这一权利是必要的，以便让董事在做出涉及股票发行的公司决定时具有更大的灵活性。我们非常怀疑这种说法是否合理。

③ 城市服务公司在 1921—1925 年之间用这种股息票代发了股息，1925 年将其赎回。由于其价值几乎完全取决于董事们的一念之间，因此这是一种投机性的手段，可以给内部人员巨大的好处。煤气证券公司（Gas Securities Company）是城市服务公司的一个子公司，在 1933 年用这种股息票的形式支付了股息。

④ 对于这种融资形式最近的例子，参见伯克和盖伊家具公司（Berkey and Gay Furniture Company）1936 年 1 月发行的普通股和认股权证。

第47章

融资成本和管理

让我们详细地回顾一下美国石油天然气总公司的组织和融资。这是一家以专门从事石油工业领域的企业证券的大型投资公司。公众以每股34美元的价格获得3 250 000股股本。由此，该公司的收益净额为每股31美元，或者说100 750 000美元现金。它向匿名接受者（大概是出资人、投资银行家和管理层）发行权证，5年有效期，同样是以34美元每股的价格购买1 625 000股新股。

这是当时最具代表性的投资信托融资案例。如我们所见，该方面的这项技术在经济繁荣时期得以发展，在接下来的经济大萧条时期仍然得到了持续，并声称将作为各类企业股市融资的执行标准。但是我们有充分的理由来质疑这个设置的真实含义。首先是关于股票的买方得到了什么；其次是关于发行这些证券的投资银行占据的位置。

管理成本

一个新的投资信托公司始于两种资产：现金和管理，如1929年1月成立的美国石油天然气总公司（Petroleum Corporation）。以每股34美元价格购买股票的股民必须根据3方面来支付管理费用，即：

1. 按照其购买股票的成本和公司收到的数额之差

诚然，这每股3美元的差额并不是管理费用，而是支付给包销和出售股票的人。但是从股票购买方的角度看，其支付的股票费用之所以超过初始现金额，唯一的原因在于他们相信该差额是值得支付的。

2. 向组织利息发行的期权权证价值

其实，这些权证使其所有者可以收到企业在未来 5 年中任何增值价值的 1/3。1929 年的观点认为，5 年的时间周期给未来的交易成功提供了充分的机会。这些权证具有价值，而接着价值又从普通股的初始价值中被收回。

通常由股票和权证中获得的价格关系表明，1 625 000的权证可以在普通股中收取大概 1/6 的价值。在此基础上，该公司最初收到的100 750 000美元现金的 1/6 将用于认股权证，而剩下的 5/6 则被用于股票。

3. 职员工资以及利用公司形式产生的附加税

总结上述分析，我们发现，购买石油天然气集团公司股票的股民支付了下列用于管理其投资货币的技术费用：

1. 融资成本（每股 3 美元）	975 万美元
2. 权证价值（剩余现金的 1/6）	约 1 679 万
3. 用于未来扣减的管理薪水等费用	?
	2 654 万

上述 3 个项目加起来的费用，分担了股民支付企业资金总数额的 25% ~30%。这里我们所指的不仅仅是未来利润的扣除，还包括了投资本金用于管理的实际支出。

支付价格后可以得到什么

随着更深一步的研究，我们试问企业欣赏什么样的管理技巧？董事会成员包括许多金融界的成功人士，他们的投资判断力具有极高的价值。但这里必须指出的是，存在两种严重的价值判断局限性。

首先，董事们并没有义务全身心地甚至于绝对地为这个企业效劳。他们似乎正打算无限期地增加这类活动。人们通过常识就可以推测，对于石油天然气集团公司来说，这些人的专业判断力价值将因为他们同期做出了众多其他相违背的断言这一事实而大大削弱。

一个更为明显的局限性存在于公司预计的活动。它旨在将全部投资集中在一个单一领域——石油。因此可供判断和分析的范围被极大地限制了。事实证明，这些资金最初主要是集中在两个联营公司——Prairie Pipe Line Company 公司和 Prairie Oil and Gas Company 公司，然后再集中在一家单一的继承企业（综合石油公司）。因此，石油天然气总公司以一家控股公司的身份出现，一旦实现原来的收购，其管理技能的行使将会减少到最低限度。[①]

我们不得不得出这样的结论：从股民的立场看，美国石油天然气集团公司的融资计划并不令人满意。这是事实，不仅因为管理总成本相对于提供服务的价值而言是过度的，还因为费用没有被明确披露，在很大程度上是通过运用权证欺骗隐藏起

① 与反对支付大量“管理奖金”相同的逻辑，以组织一家控股公司的期权证的形式呈现，可能会促使反对设立 Alleghany 公司和 United 公司。

来的。[①] 上述推理并非归因于石油天然气集团公司的投资被证明无利可图。[②]

投资银行在这一关系中的位置

这个例子揭示的第2条探讨具有重大意义。像美国石油天然气总公司这样流通发行债券的投资银行公司占据了怎样的地位，以及这与前几年的做法相比有何不同？由信誉良好的证券发行机构公开出售给公众的股票仍遵循以下3个重要原则：

1. 企业必须发展完善并具备充分的记录和财务证据作为其按照发行价买卖股票的证明。

2. 投资银行家必须作为购买股票股民的代表，并与公司管理层保持一定距离。其职责包括保障他的客户避免向公司职员支付过多的报酬，或避免其他任何有可能损害股东利益的事情发生。

3. 投资银行家所收取的报酬必须是合理的。它代表了由公司支付的筹集资金服务的费用。

这些行为规则为可靠的股票融资和名誉不佳的股票融资之间划分了明确的分界线。华尔街有一条不成文的规则：一个新企业的资本必须由私人资本产生。[③] 私人将自行调查，自行交易并和企业保持密切联系，任何用以判别新的风险企业所做保证的防护措施（除了获取暴利的机会）都被认为是必要的。因此，一家新企业公开发售的证券几乎完全受限于那些空想的出资人和立场可疑的小经纪商。绝大多数的这类发行，要么是彻头彻尾的诈骗，要么就是相当于从公众投资中获取的不合理融资费用。

投资信托融资，从其本质上讲，就是被迫违反上述三条信誉良好的证券发行标准。投资信托公司大都是新企业；它们的管理人士和银行家一般大致相同；资金筹措和管理报酬完全取决于接受者，并没有公认的合理性标准对其加以控制。由于缺乏合理的标准，同时也缺乏必要的企业与银行家之间的交易距离，我们就很难指望证券购买者的利益能够得到维护。在1928年和1929年，鉴于当时金融界的不规范和自我本位风气的普遍盛行，报酬的存在也成为了必须。

自1929年以来，曾经有一段时间，投资信托融资的消极影响波及普通股发行的整个领域，即便是领先的大银行也准备出售全新或者较新企业的股票份额，甚至是在其没有历史记录的前提或是完全基于其预期未来收益的情况下也是如

---

① 在《哥伦比亚法学评论》（*Columbia Law Review*），1937年5月、6月和11月各期中，桑福德·沙穆斯（Sanford L. Schamus）的一系列关于United公司的财务问题的研究“笔记”中指出，在美国证券交易委员会监督下的招股书，应当包含一个表格，记录采用收益和资产价值认股权证的影响。

② 美国证券交易委员会在1939年5月公布的对石油天然气集团公司的评论严厉批评了一些交易，在这些交易中，公司的管理层对另一方表示出浓厚的兴趣。1933年后，石油天然气集团公司获得了一个地位转变的独特机会，该集团通过综合石油公司（Consolidated Oil）获得了高达39.8%的收益。这两家公司因此成为彼此最大的股东，这一局面非常特别，也很令人不快。见第三部分，关于美国证券交易委员会对投资信托基金和投资公司的报告。

③ 有时也会出现明显的例外情况，比如在智利铜公司（Chile Copper Company）的案例中，技术证明存在巨大的矿石储量时，这可以吸引大量的公共投资，使矿井投入生产。1920年买卖林肯汽车公司的股票是这里所提到的少数例外情况的实例之一。在这个例子中，企业依靠较高的个人声誉运行，但这种声誉又造成了灾难性的失败。

此。这一趋势在1933年的啤酒和白酒股发行过程中可见一斑。幸运的是，相反的情绪已经开始出现。我们发现，由大银行发行的普通股票在特征和安排上，与昔日的股票有所不同。

然而，自1933年以来，普通股发行领域的确出现了相当数量的二级或常设银行的经营活动。这类债券大多数代表了新兴企业的股份，而这在当时往往受到许多工业集团开发的大量产品的驱动。因此，在1933年，我们有许多黄金、烈性酒和啤酒的股票上市，并于1938—1939年之间产生了大量的航空证券。新投资公司的形成，似乎成为一个长期的产业。对这类普通股票发行的调查，必须从人们已经认识到了普通股背后的投资银行家最初并非代表股民利益这一点开始，以此作为切入点。因为，从一方面看，新公司并不是一个可以与代表投资者的不同银行家进行协商的独立实体；而另一方面，银行家自身就属于发起人之一，是新业务持有人的一份子。在某种重要意义上讲，他是在从公众那里为自己募集资金。

投资银行家的新角色

更确切地说，投资银行家的这种证券发行操作是双重欺骗行为。他代表自己利益与企业发起人进行交易，然后他又单独与公众交易，以实现从股民手中募集到他给企业承诺过的资金。他要求优厚的辛苦费。但是，其报酬的数量引出了他与公众关系之间的重大变化。因为，股票购买者把投资银行家当做代理人，或者必须把证券发行公司看做交易的发起人兼管理者，而为此努力筹措资金，这两种方式有着本质的不同。

当投资银行被认为与后一种方式相关，大多数民众的利益一定会受到影响。1933年证券管理条例就是通过要求充分披露相关事实以及放大过去由于隐瞒或歪曲事实应负的法律责任，以达到保障证券购买者利益的目的。虽然充分披露事实无疑是可取的，但是它只能有益于那些熟练精明的投资者或训练有素的分析家。令人担心的是，典型的证券购买者们既不会认真阅读冗长的招股书，也不能得其要义。现代融资方法就像魔术师的魔法口袋，他们可以在众目睽睽下操作，却并不因此而变得更明智。作为承销出资商报酬的一部分，股票期权的使用是交易过程中更新且更具欺骗性的伎俩。

我们将会详细探讨1936年和1939年发生的两家新企业融资的事例，并说明这两个发行公司的特点和对其评价所必需的分析技巧。①

示例A：美国班塔姆汽车公司（American Bantam Car Corporation），1936年7月。该产品包括100 000股6%的累积换股优先股股票，按照其票面价值即每股10美元出售给公众。每1股可兑换成3股普通股。该“承销商”收到了每股2美元或者说销售价格20%的总佣金；然而，该报酬仅用以售货发盘，不保证任何的股份收购或分销。

---

① 在1934年版中，对于这一点，我们分析了Mouquin公司（一家酒类进口商）在1933年9月以每股6.75美元发行的新股。事实表明，公众被要求将167万美元的价值，赋予一家有形资产仅有42.4万美元且没有盈利记录的企业。该公司1937年就消失了，公众的投资也被一笔勾销了。

这家新公司已经收购了美国奥斯汀汽车公司（American Austin Car Company），该汽车公司以3 692 000美元现金资本成立于1929年，最后以破产告终。班塔姆汽车公司的组织者们收购了奥斯汀汽车公司的资产，因此蒙受的各种负债只有5 000美元。然后，他们另加500美元的现金，将其按照300 000股普通股转交了给新公司。换言之，出资人仅花费了5 500美元现金在整个普通股发行上，外加自己的时间和精力。

招股书指出优先股是“作为投机被提供的”。只有在调换特权有价值的条件下，这种投机才可以成功，因为优先股仅仅6%的回报率并不足以对付涉及的风险——被接管公司的巨大损失已经清楚表明了其风险特征。但请注意，在调换权利真正可能有价值以前，普通股票将被迫出售每股超过3.33美元——那样一来，组织者5 500美元投资金额的价值将超过100万美元。换言之，在公众可以获利之前，组织者将不得不把股份提高180倍。

直到1939年6月30日之前，该公司已累计亏损75万美元；它被迫向外界借钱，而且优先股的持有人不再拥有任何流动资产的权益。优先股的价格下降到3美元，但与此同时，普通股报价为投标价的75%。这意味着虽然公众损失了投资的70%，组织者5 500美元供款的票面价值仍然是225 000美元。

示例B：美国航空公司，1939年12月。这家公司向公众提供60 000股新普通股，每股6.25美元。1.623万“承销商”，在没有承诺收购任何股票的情况下，收到每只买卖股票的下列三种报酬：

（1）90美分的现金；

（2）股票股份的1/20，表面价值31美分，主要股东出资；

（3）有权在6.25～8.00美元每股的价格区间以2份认证股权购买1股该股股票。

如果普通股的发行价格完全值6.25美元，这些权证的价值无疑至少为要求的每股1美元。这将意味着，每股的出售补偿金总额是2.34美元，或者说超过了公众所支付款额的1/3。

该公司自1928年开始经营，并从1931年起进行轻Aeronca飞机的制造。其交易量稳步提升，从1934年的124 000美元增长到1939年的约850 000美元。然而到1938年底，这家公司显然已无利可图，当时的累计赤字显示为50多万美元（包括登记的开发费用）。在至1939年10月15日为止的九个半月的时间里，它已获得5万美元。

在此新股向公众发行之前，有66 000股未解决的股票，其净资产价值只有每股1.28美元。除了给予承销商30 000股认股权证，管理人员手中还掌握了15 000股权证。

有强有力的理由认为，在不断发展的行业中，该公司占据了有利地位。但分析表明，任何盈利中的公众参与都受到了多个方面的严重削弱：由于要从新股票价格中减去现金销售的费用，由于原业主为其股票利益而支付的小部分有形资产，以及由于认股权证将吸收掉的一部分增值。为了说明削弱所产生的影响，让我们假设该公司非常成功，则整个融资过程完成后，其公平价值是其有形资产的两倍——即约100万美元相比48万美元的有形资产。那么公众支付6.25美元购买的股票价值该是多少？如果没有未偿付权证，这个价值将是大约为12美元，6 000股，每股8美元；但考虑到认股权证可能每股价值2美元，则股票本身的价值只有每股7.25美元。因

此，即使该企业取得了非常重大的成功，也仅仅是使公众购货价值增加 16%。如果情况相反，绝大多数投资将很快消散。

公众是否该参与新融资冒险?

自 1933 年以来，通过对在美国证券交易委员会注册的新企业融资进行十分完备的观察，我们对于其健全性和其对国家的经济价值持悲观看法。新企业所冒的资本风险对美国经济进展至关重要的，其公共融资风险对国家的建设并没有实质性的贡献。华尔街一向认为，这类事业资金的提供应该建立在个人私有基础上被组织者自己或他们身边的人正确地运用。因此，新业务股份的出售从来就不是一个真正有信誉的追求，而且首要银行从来不会参与进去。这种通过粗疏方式的融资，其销售成本确实是很高；因此，新企业成功的机会，大大减少。

我们认为，国家通过修订证券法来服务自身利益，从而禁止完全没有经验的新企业证券的公开发行。准确界定“经验”的标准并非易事，例如大小、无过失操作的年数，并有必要就这一方面与证券交易委员进行量权。然而，我们认为，约束和难点不会太多。我们将高兴地看到，美国证券交易委员会的权力和职责在许多意义不大的细节上减少了；但在保护无力自保的公众这一点上，我们强烈地倾向于更加严厉的立法。

不切实际的促销

在“过去的好日子”里，欺诈股票的出资者们主要依靠高压推销术，他们从不为任何正经的价值问题而烦恼。他们能够兜售一个连“地上的洞口”都不算的矿井的股票，或是为某项发明，仅仅凭借亨利福特早期合作伙伴建议而获得巨额利润。事实上，受害人除了购买这些“不切实际”证券的人以外，别无其他。任何略有商业常识者几乎只需打眼一看，就可能已经发现了这些冒险行为毫无价值可言；实际上，人们从用于印刷招股说明书的铜版纸本身就足以察觉其欺诈性。

联邦政府和国家针对这些诈骗采取的有关紧缩政策导致了另一类型的证券促销。促销者并不是提供毫无价值的产品，而是选择了一个售价大大超过其公平价值的真实企业。这样一来，既遵纪守法，又能像以往一样地剥削公众利益。石油和矿业企业为他们的股票发行提供了最好的机会，因为向公众投资者这些门外汉们灌输一个夸大了的增值概念是非常容易的。为打击此类半欺诈行为，美国证券交易委员会加大了监管力度。从理论上讲，出资人会以每股 5 美元的价格提供实际值 1 美元的产品，只要他揭露全部事实并无虚假陈述。该委员会无权对新证券是否稳健或价格是否公道发表意见（公用事业证券的情况除外，它属于 1935 年颁布的《公用事业控股公司法》管理条例的一部分）。委员会似乎已经尽其所能，通过各种压力，以阻碍和甚至防止更严重的不公平产品的出现。但至关重要的是，公众认识到委员会在这方面的权力严重受限，只有预购者持怀疑态度的分析可以帮助自己避免遭受剥削。

任何在公众视线中的新兴产业都容易引发促销活动。其领域内的初步盈利甚至是目前流动企业的利润，都被冠以深具耐久性和升值潜力的幌子。因此，显而易见

的过高估价被吹嘘得天花乱坠并得以出售。在1933年上市的酒类证券，其价格高估程度完全取决于保荐人的良知。相应地，新股发行的清单全面展示了从完全合法到几乎完全欺诈的各个层面。[①] 这种情形与1938—1939年的航空证券发行有几分相似之处。公众应该记住，每当某一特定行业的资金筹集变得容易，不公平交易的机会被夸大的同时，行业本身被过度开发的危险性也成为现实。

不健全投资银行的反响

20世纪20年代后期，投资银行家标准的放宽以及他们千方百计地扩大其报酬的事实，对公司管理产生了不良影响。操作人员认为自己不仅有权获得丰厚报酬，而且还具备参与企业利润分配的重要资格。在这方面，由银行为自身利益而制定的投资信托安排，为“大财阀”世界树立了一个鼓舞人心的榜样。

它是否适合大量热切关注每年几十万甚至数百万美元报酬的管理人员，这也许是一个未解决的问题。其答案将取决于在多大程度上公司的成功是由于其独特的或卓越的能力，而且这一点是很难确保的。但不可否认的是，在没有完全向股东们披露的情况下，公司经常采取狡猾可疑的手段以保证管理层的大额分红。

以低价购买股票的股票期权权证或长期认购权，证明是实现该目的的绝佳手段——正如我们在讨论股权管理关系时已经指出的。在这一领域，全面和持续的宣传不仅在理论上是可取的，而且具有实际效用。1933—1934年立法标志了这方面一个不可否认的进步，因为现在管理报酬的主要事实必须披露在登记声明和年度补编处（Form 10－K）。随着报酬的公开，我们认为可以充分信赖，股东的自身利益以防其超过适当的限度。

---

① 见附录注释55。

第48章

企业金字塔的某些方面

企业金字塔融资是依靠一个或多个控股公司建立的投机资本结构。通常这样安排的主要目的是为了使组织者在资本很少或根本没有资本的情况下控制大型交易，也使自身能够确保剩余利润和持续经营增值的主要部分。该策略通常通过主要利润用来将其控股的投机利润“兑现”，并同时保留控制。随着这样的资金筹集，这些成功的财政领袖往往努力扩大其对更多经营企业的控制权。通过以下事例可以很好地说明金字塔式结构，即 O. P. 和 M. J. 范·斯沃林根最初购买了当时相对而言并不重要的纽约－芝加哥－圣路易铁路的控股权，并迅速发展成为一个广袤无垠的铁路“帝国”①。

例如：范·斯沃林根金字塔结构。范·斯沃林根在铁路领域的原始交易发生在1916 年。范·斯沃林根以总额8 500 000美元购买纽约中央铁路公司普通股以及优先股，控制了纽约－芝加哥－圣路易铁路公司（后称为“镍板块”）。此次金融购货是通过给予卖方 650 万美元票据和 200 万美元的现金支付，其中现金借自克里夫兰银行。随后通过各种方式获得了对其他许多公司的控制权，其中包括：

1. 为此目的而成立私营公司［例如，西部公司收购了对伊利湖和西部铁路公司（Lake Erie and Western Railroad Company）的控制，和三叶草公司（Clover Leaf Corporation）收购托莱多（Toledo）、圣路易斯和西部铁路公司（Louis and Western Railroad Company）的控制权——均在 1922 年］。

2. 使用一个被控制的铁路资源以获得对其他的控制（例如，纽约－芝加哥－圣路易铁路在 1923—1925 年期间，圣路易铁路公司购买了大量的 Chesapeake and Ohio

---

① 它包括了近年来最臭名昭著的金字塔式交易案例——因萨尔案（Insull）。一个有趣案例是“美国和外国证券公司”（United States and Foreign Securities Corporation）与“美国和国际证券公司”（United States and International Securities Corporation）的关系。见附录注释 64。

Railway and Pere Marquette Railway 公司的股票）。

3. 成立一家控股公司来控制单个道路，并将该控股公司证券出售给公众（例如，切萨皮克公司在 1927 年接管了 Chesapeake and Ohio Railway 公司，并把自己的债券和股票出售给公众）。

4. 成立一般性控股公司（例如，Alleghany 公司，在 1929 年获得特许。这一雄心勃勃的项目接管了许多铁路、煤炭和不同种类企业的控制权）。

1930 年众议院有关“范·斯沃林根控股公司”的报告如表 48—1 所示，显示了其控制权与其控股企业资本中相对较小的资产或经济利益的对比。其中 A 栏的数据表示该公司持有或控制的投票权证券的比例；B 栏的数据表示该公司实际上直接或间接拥有的“已投资本”（债券、股票和盈余）的份额。

值得回顾的是，在战前已经出现了类似的利用控股公司对铁路的金字塔式控制——比如典型的岩岛公司（the Rock Island Company）案例。这家企业在 1902 年创建。通过一个中间的子公司收购了几乎所有芝加哥 - 岩岛 - 太平洋铁路公司的普通股以及圣路易斯和旧金山铁路公司大约 60% 的股本。相对股票，这两家控股公司发行了大量的信托质权债券、优先股和普通股。在 1909 年，圣路易斯和旧金山铁路公司股票被出售。在 1915 年，岩岛公司及其中间的子公司双双宣告破产；运营公司的股票由抵押债券信托持有人接管；而控股公司股票债券全部被消灭。

表 48—1　　公司控股和普通股所占比例　　（单位：美元）

公司	A. 控股，%	B. 普通股，%
控股公司：		
Vaness 有限公司	80.0	27.7
通用证券股份有限公司	90.0	51.8
日内瓦集团	100.0	27.7
Alleghany 公司	41.8	8.6
切萨皮克公司	71.0	4.1
佩雷马凯特公司	100.0	0.7
弗吉尼亚州运输公司	100.0	0.8
皮茨顿公司	81.8	4.3
铁路公司：		
纽约 - 芝加哥 - 圣路易铁路公司	49.6	0.7
切萨皮克和俄亥俄铁路公司	54.4	1.0
佩雷马凯特铁路公司	48.3	0.6
伊利铁路公司	30.8	0.6
密苏里太平洋铁路公司	50.5	1.7
霍金谷铁路公司	81.0	0.2
惠灵和伊利湖铁路公司	53.3	0.3
堪萨斯城南方铁路公司	20.8	0.9

这一冒险行为的崩溃在那时被看做是在铁路领域“高融资”热潮的终点。然而大约 10 年后的今天，同样不健全的做法再次出现，在更大的规模上对投资者产生了相应更为严重的损失。还有补充指出，美国国会对在 1930 年设立的铁路控股公司进行过调查，无独有偶，洲际商务委员会也在 1914 年进行了一个类似的有关岩岛公司财务状况的调查。

公司金字塔式交易法的弊端

从多个角度来看，金字塔式交易法对购买证券的公众来说都是有害的。它导致了大量不健全优先证券的产生和出售。它使控股公司的普通股在行情好的时候让人误以为其盈利能力快速增长，并使这些股票成为狂热而灾难性投机工具。这对那些没有资本投资或相对较小资本投资的人所拥有的控制权是不公平的[①]，并会导致不负责任和不健全的管理政策。最后，这些控股公司在繁荣时期夸大所得收入、股息回报，或“账面价值”的财政手段必将加剧投机活动的热度并提高市场操纵的便利。对于公司金字塔式交易方式的弊端，需要一定的分析处理，以展示其各种影响。

虚报收入

控股公司通过对来自子公司或出售股票的附属公司的股票收入利息进行过高估价，可以明显夸大其盈利能力。

例如：中央国家电力公司的主要资产是北美公司通常用来支付现货股息的一大部分。截止到 1929 年年底，这些股票股息由该公司以当时公认的市场价值报告为其收入来源。正如我们在股息一章所解释的，当时的市场平均价格远远超出了北美对其盈余收取的股息价值，也远远超过北美常见的可分配收益。因此，中央国家电力公司的收入额误导了人们对其收益增长的看法。

1927 年美国创业者信托公司的报告披露了前面提到的这类性质不同但具有相似影响的交易。1927 年 11 月该公司提供其股东特权，可以以每股 16 美元购买约 8.84 万国际证券公司 B 类普通股股份。

国际证券公司是美国创业者信托公司的子公司，后者在 1926 年以每股 3.70 美元的现金成本获得了前者的 B 类股票。在 1927 年，美国创业者信托公司报告的普通股股票净盈余达1 316 488美元，其中大部分是由其股东通过购买上述子公司的股份产生的。

利息回报率的曲解

正如一家控股公司的收入可能因其收到的股息而被夸大，考虑到其所得的市值超过目前收入的定期股息，股票利息的回报率也可能会被公众曲解。人们也会欣然接受把常见的优惠认股权价值等同于普通股收入回报的说法。从事金字塔式交易的企业从不吝于优惠认股权的发放，因为他们在新的认购和融资浪潮中游刃有余，两

① 见附录注释 65。

者都将促进其掌控股民的渴求并保证其投机兴趣高涨——直到必然崩溃的那一刻。

有时候，优秀认股权的发行使股市有机会沉迷在独特的循环推理中，这令操纵者欣喜而令证券分析员感到绝望。A 公司的股价显然不超过 25 美元。投机或操纵行为使其增至 75 美元。人们有权以 25 美元的价格购买额外股份，而相应产生的市场价值，也就是说，每股 10 美元。对投机团体来说，这权利实际上相当于 10 美元的额外红利。这真是意外收获，不仅确立了 75 美元的增值可能，更保证了更加乐观的增值前景。在证券分析员看来，整个过程是一场骗局。无论权利要求何种价值，这仅仅是由投机商不明智的热情产生出来的；然而，这种不切实际的价值却被当做有形的收入和赋予其生命的热情的证明。因此，在操纵者的鼓励下，投机的公众快马加鞭地想要达到更加不合理的程度。

例如：在 1928 年 8 月到 1929 年 2 月之间，美国和外国电力公司的普通股由 33 美元增长至 138.88 美元，虽然没有支付红利。普通股股东和其他证券持有人享有凭独立股票购买权证购买次优先股的权利。这些权利包括享有一个每股约 3 美元的初步市场价值，许多人将其视为相当于普通股的股息。

账面价值的夸大

当控股公司拥有子公司的多数股份，并通过熟练操纵市场上的少量库存股票为子公司证券设置人为的高保价时，夸大的账面价值可能会受到影响。于是，这种高报价被看做是计算控股公司股份的账面价值（有时被称为“清理价值”）的基础。首先，我们拿弗吉尼亚烟草制品公司为例来说明这些问题，这家公司拥有美国联合雪茄百货公司（United Cigar Stores Company of America）约 80% 的普通股。1927 年市场上可见的少量雪茄商店股票的市场价格过高，而烟草制品股的过高估价吸引了那些容易上当受骗的买主。联合雪茄商店混乱的账目清算和股息分配方针成为这一操控运动的附属品。

有关于这种夸大账面价值的最典型案例，也许就是电力债券和股份公司极其对美国和外国电力公司大多数认股权证的所有权。整个事件似乎是人为地谋划促使公众支付极其荒谬的价格，其举止之荒诞显而易见。对千变万化的膨胀价值各个方面的简要回顾，相信可以给证券分析的初学者们以几点启发：

第一，美国和外国电力公司发行了所有 160 万普通股和认股权证，以实现以 25 美元的价格购买 710 万更多股票的目的。这使得通常将其自身收益和前景用做资本而忽视权证存在的普通股市场建立了价格。正如上文所解释的那样，普通股的报价受助于权力的发布。

第二，为相对较少的普通股票发行注册的高价，自然为数以百万计的认股权证产生了相应的高价值。

第三，电力债券和股票可以将这些高价用于其大量控股的美国和外国电力公司普通股和其巨大的认股权证部分，从而为自己的普通股建立相应的虚增价值。

开发购股单策略

这一过程于 1929 年发展至其最高点，几乎是让人难以置信的。美国和外国电力

公司普通股所得收入表现出表 48—2 所示的上升趋势（其中相当一部分是由于持续的新的收购）：

表 48—2　　美国和外国电力公司普通股所得收入

年份	普通股收入（单位：美元）	股份数额	每股收益（单位：美元）
1926	216 000	1 243 988	0. 17
1927	856 000	1 244 388	0. 69
1928	1 528 000	1 248 930	1. 22
1929	6 510 000	1 624 357	4. 01

依照“良好的公用事业股票价值将高达其目前收入的 50 倍”这一理论，美国和外国电力公司的普通股价格记录为每股 199. 25 美元。这反过来又产生了价格为 174 美元的认股权证。因此，在疯狂的华尔街魔术中，650 万美元收益被转变成市场价值 3. 2 亿美元的普通股和 12. 4 亿美元的认股权证，总数达到让人震惊的 15. 6 亿美元。

由于电力债券和股份公司拥有超过 80% 的认股权证，这些荒谬的价格对美国和外国电力公司初级证券的影响是为前者建立一个同样荒谬的清算价值。该清算价值被人们不辞辛苦地开发利用，用以证明后一种证券日益攀升的报价。在 1929 年 3 月，请各位注意这样一个事实，即这家公司投资组合的实际市场价值相当于大约每股 108 美元（新股），而对外宣称介于 91 ~ 97 美元的市场报价。言外之意是，电力债券和股份公司的股票价值被“低估”。在 1929 年 9 月，该价格已增加到 184. 5 美元。当时计算的“拆卖价值”约为 150 美元，“没有任何许可该公司监管和建筑业务的费用”，公众一直反映，该“账面价值”的相当一部分其实是依据该公司在几年前所得的资产的虚假市场报价（作为与美国和外国电力公司次优先股的红利）制定的。

认股权证的开发具有独特的生命力，这一点即使人们在 1932—1933 年的经济大萧条时期也可以体会到。时间带来了它惯常的报应，曾经红极一时的美国和外国电力公司在濒临破产的边缘瑟瑟发抖，其 5% 的债券价格仅为 15. 25 美元。然而，在 1933 年 11 月极度薄弱的权证还是控制了近5 000万美元的总市场行情，该数字与优先证券过低的价值之间的关系颇为荒谬。表 48—3 显示了这种情况的荒谬程度，在股票价格紧缩时期情况更为严重，相对值有可能遭受了更多的批判性评价。

表 48—3　　权证控制的市场行情[1]

发行	流通在外的数额	价格（1933 年 11 月）	共计市场价值	价格（1938 年 12 月 31 日）	共计市场价值（1938 年）
5% 公司债券	50 000 美元	40	20 000 美元	53	26 500 美元
7 美元第一优先股	480 股	21	10 100 股	19. 88	9 300 股
6 美元第一优先股	387 股	15	5 800 股	15	5 800 股
7 美元次优先股	2 655 股	12	31 900 股	19. 25	24 900 股

（续前表）

发行	流通在外的数额	价格（1933年11月）	共计市场价值	价格（1938年12月31日）	共计市场价值（1938年）
普通股	1 850股	10	18 500股	3.5	6 500股
认股权证股票	6 874股	7	48 100股	1	6 900股

I 截至1938年，如该表所示，有相当部分的错误已得到纠正。

一些没有犯过度金字塔式交易错误的控股公司

为了避免造成一种错误的印象，我们必须指出，尽管金字塔式交易通常是受到控股公司影响的结果，但这并不意味着所有的控股公司都是为此目的设立的，也不并能因此一概而论地谴责它们。控股公司经常被用于完全合法的目的，例如，统一而经济地经营独立单位，使投资和风险多元化。

例如：美国钢铁公司，完全就是一个控股公司；尽管在其最初的资金创建阶段存在某些金字塔式交易的因素，这一缺点在其经营后期已不复存在。美国电话电报公司是一家颇具优势的控股公司，但它的财政结构从来没有受到严肃批评。通用汽车公司在很大程度上也是一家控股公司。

因此，谈及控股公司，我们必须考虑其实质上具有可取之处。美国电灯和牵引公司（American Light and Traction Company）就是一个完全合法构建控股公司的典型例子。另一方面，获取对联合照明和铁路公司（Del.）控制权必须被视为是对美国电灯和牵引公司利益的金字塔式交易行为。

投机性资本结构可以以其他方式产生

同时还要指出的是，不使用控股公司也可以创建投机资本结构。

例如：美泰格公司（The Maytag Company）的资本重组，通常是由构成控股公司并出售其高级证券实现的。对于大陆烘焙公司（Continental Baking Corporation）来说，控股公司形式并不是金字塔式交易的结果。投机结构完全是因为总公司要创建大量优先股债券，而且如果大陆烘焙公司已直接获得所有财产，它仍然会存在。碰巧，在1938年这家公司采取措施取得了其主要子公司的资产，从而在很大程度上消除了控股公司的形式，但保留了投机资本结构。

对金字塔式交易的立法制约

1920年公用事业的金字塔式交易所导致的灾难性影响极其巨大，以致国会被迫采取严厉措施。1935年的公用事业控股公司法案包括了对许多现有系统而言所谓的“死刑”制度，要求它们最终简化其资本结构和处置不相关领域的子公司业务。要求委员会批准所有收购和所有新的融资，这有效地阻止了新金字塔式交易的形成。类似的措施即将出台，以规范现在的铁路控股公司，并防止新公司的创建。

在某种程度上，我们可以满怀信心地说，未来将不可能再次出现许多大公司接连崩溃的景象。工业领域不会为高融资行为再次提供温情的土壤，就像在铁路公司股票和公用事业股票发生过的那样，但很可能是，出资者和金融奇才的独特天赋将针对未来的工业领域兴风作浪。投资者和分析师应该警惕这种新的干扰。

第 49 章

对比分析相同领域内的公司

对某个特定行业内的若干公司进行统计比较几乎是证券分析师日常工作的一部分。他们以整个行业的发展为研究背景对各个公司展开研究。他们常常揭露某些过低或过高估价的情况，或指出一家企业的证券应当被在同一领域的另一家公司证券所取代。

在这一章中，我们将提出进行这些比较分析的标准形式，并讨论其中各个项目的重要意义。不用说，这些形式之所以被称为“标准”，只是因为它们使用率高；并不意味它们是完美的，而且学习者可以自由地对其做任何更改，只要认为适合他的特定目的。见表 49—1。

表 49—1　　铁路公司的比较

A. 资本：

1. 固定费用。[I]
2. 实际债务（固定费用 ×22）
3. 优先股市值（股票数量 × 市场价格）
4. 普通股市值（股票数量 × 市场价格）
5. 总资本
6. 实际债务和总资本的比率
7. 优先股和总资本的比率
8. 普通股和总资本的比率

B. 损益账户：

9. 收入总额
10. 维修和总额的比率
11. 铁路营业收入（税后净收入）和总额的比率
12. 固定费用[I]和总额的比率

（续前表）

13. 优先股股息和总额的比率

14. 普通股和总额的比率平衡

C. 计算：

15. 获得定期固定费用[I]的数量

15. 投资价（I. P.）[II]定期固定费用的数量[I]加优先股股息收入

16. 普通股每股所得收益

17. 普通股所得与市场价格的比率

18. 收入总额和普通股市场价格总额的比率（9 ÷4）

16. 股票市价（S. P.）[III]优先股每股所得收益

17. 股票市价（S. P.）优先股所得收益与市场价格的比率

18. 股票市价（S. P.）收入总额和优先股的市场价格总额的比率（9 ÷3）

19. 子公司的未分配利润或亏损收入的信用或结算余额

D. 7 年的平均数字：

20. 普通股每股的收益

21. 普通股收入占当前市场共同价格的比率

20. 股票市价（S. P.）优先股每股的收益

21. 股票市价（S. P.）优先股收入占当前市场优先价格的比率

22. 所得净扣除额的保障倍数

23. 定期固定费用的保障倍数

22. 投资价（I. P.）净扣除额加优先股股息

23. 投资价（I. P.）定期固定费用的数量加上优先股股息保障倍数

E. 趋势数据：

24 ~30. 过去 7 年中普通股每年每股所得（在必要的情况下，收益应根据目前资本值进行调整）

24 ~30. 股票市价（S. P.）。股票市价（S. P.）投机优先股的每股收益（如果需要）

F. 股息：

31. 普通股的股息率

32. 普通股的股息收益率

31. P. 优先股的股息率

32. P. 优先股的股息收益率

Ⅰ 或净扣除额，如果较大的话。

Ⅱ 投资价（I. P.）即为研究投资优先股。

Ⅲ S. P. 即为研究投机优先股。

铁路证券比较的观察报告

以往的惯例是在之前历年的数据基础上研究利润，并辅以适量的后期临时报告。但是，既然现在可以逐月获取完整数据，那么忽视过去的历年分界而使用最新获取数据代替 12 个月所得数据结果，将是更合乎逻辑而有效的做法。得到这样一个 12 个月的数据，最简单的方法是将本年度显示的改变应用于之前历年的数据结果之上。

例如：

截至1939年6月底，宾夕法尼亚铁路系统的12个月的总收入

（单位：美元）

（1）截至1939年6月的6个月 …… 189 623 000美元

（2）截至1939年6月的6个月 …… 167 524 000美元

（3）差异 …… 22 099 000美元

（4）1938年全一年 …… 360 384 000美元

截至1939年6月的12个月 …… 382 483 000美元

上述数据包括了一些按7年平均数为基础的重要演算。在深入研究中，应更为详细地审查平均数的结果。为了节省时间，我们建议额外的平均数计算，应当仅仅集中在那些经由证券分析员研究“标准形式”数据之后选择做进一步的深入调查。拉平价格的这段时间是否应涵盖7年或是更长或更短的时间在很大程度上是个人判断的问题。从理论上讲，这个时间段应该足以包括一个完整的波动性周期，但不要漫长到把完全过时的因素和结果都涉及进来。例如，1934—1939年的6年时间就可以被视为一个比1933—1939年更好的标准。

优先股的有关数字分为两个不同的类别，这取决于该证券是被看做是固定值投资还是投机。通常的市场价格将十分清晰地表明某一证券所属的类型标为“I. P.”的项目将被用于研究投资优先股，而那些标记为“S. P.”的项目则是被用来研究投机优先股。但凡有次级收益公司债券存在，最佳的做法是从各方面都把它们看做为优先股证券，同时注明它们的实际所有权。这种债券利息将从固定费用扣除。

在上述数据中，我们遵循了以前提出的建议，即实际债务应当通过大额的净扣减值或固定费用的资本化来计算。在使用前面所提的方式作为甄选投资高级债券的辅助手段时，应当重点关注项目22和23［或者22“投资价（I. P.）”和23“投资价”（I. P.）］，显示了高于利息和优先股股息的收益。我们也要注意第6、7、8项，显示了高级证券和次级普通股之间总体资本的分配。（在处理债券时，优先股是次级普通股的一部分；考虑到优先股的投资，它必须包括在实际债务中。）第10和第19项也应该重视，看盈利是否因为维修费用不足或因为包括子公司的未实现的股利而被夸大。

通常，分析投机优先股和普通股的方式大致相同，并且相似性会因优先股价格较低而变得更大的。但是，应该记住的是，在逻辑上考虑，优先股总是比有着同样表现的普通股缺乏吸引力。例如，6美元的优先股每股赚取5美元从本质上讲不比普通股每股收益为5美元令人满意，因为后者有资格享受一切现在和未来的股权，而优先股则严格限制在未来的回报。

分析比较铁路普通股和与之相当的优先股时，其出发点是其收益与市场价格收入的比率。在一定程度上，需要考虑到第10和第19项。相对而言，第12和第18项将清楚表明该公司的资本化是投机性的还是保守性的。投机性资本化的道路会显示出净扣减费用和总收入的巨大比率，以及通常普通股市场价值与总收入的较小比率。反之则适合保守性资本化的道路。

相同领域内的投机资本化公司和保守资本化公司相比较的局限性

当两个铁路普通股证券分别为投机资本化和保守资本化时，证券分析师必须避免根据其相对的吸引力得出结论的做法。这样的两个证券将针对或好或坏的改变而做出截然不同的反应；因此，其中之一在目前情况下所拥有的优势，很容易由于条件的改变而成为劣势。

例如：表 49—2 表明将保守资本化普通股与投机资本化普通股做比较是十分勉强的。在 1922 年，太平洋铁路公司的普通股收入几乎是岩岛公司普通股市场价格的 4 倍。根据这些数据得出太平洋铁路公司“更廉价”的结论是荒谬的，因为这两家公司的相对资本化结构是如此不同，根本不具备可比性。在接下来的 5 年期间，岩岛公司普通股的市场价格和收益伴随着整个交易形势的稳步增长而进一步扩大，生动地证明了这一事实。

1927 年的局势则大大相反。在那个时候，岩岛比联太平洋铁路的普通股收入高。但是，因此而断定岩岛的普通股“从根本上说更廉价”也同样是荒谬的。后者的投机性资本化结构使其抵御不利发展的环境能力极其脆弱，因此，它无法承受 1929 年后期的经济大萧条。

本书作者之一在若干年前所做的比较，通过纽约证券交易所将其作为向客户提供服务的一部分得以再现，而这也成为比较分析铁路股和债券的可行性方案的最好诠释。相关内容将在附录注释第 66 条看到。值得注意的是，这些对比是对大致同一类型铁路的资本结构进行的，不包括对艾奇逊（Atchison）和纽约中央（New York Central）的比较，在后一种情况中特别提到了纽约中央证券对各个变化更大的敏感度。

表 49—2　　太平洋铁路和岩岛普通股比较

项目	太平洋铁路	岩岛
A. 显示总体改进的影响：		
1922 年普通股的平均价格	140 美元	40 美元
1992 年每股收益	12.76 美元	0.96 美元
1922 年市场价格收益的百分比	9.1%	2.4%
1922 年固定费用和优先股股息的收益	2.39 倍	1.05 倍
1922 年普通股总额与市价的比率	62%	419%
1927 年比 1922 年总额的超出部分	5.7%	12.9%
1927 年普通股每股收益	16.05 美元	12.08 美元
1927 年比 1922 年增加的普通股收益比率	26%	1.158%
1927 年普通股平均价格	179 美元	92 美元
1927 年比 1922 年平均价格的增加比率	28%	130%
B. 显示交易普遍下降的影响：		
1927 年平均价格收益	9.0%	13.1%
1927 年固定费用和优先股股息的收益	2.64 倍	1.58 倍
1927 年普通股总额与市价的比率	51%	204%
1933 年比 1927 年总额的减少比率	46%	54%

（续前表）

项目	太平洋铁路	岩岛
1933 年普通股的收益	7.88 美元	-20.40 美元
1933 年比 1927 年普通股收益降低比率	51%	269%
1933 年普通股的平均价格	97 美元	6 美元
1933 年比 1927 年平均价格的下降比率	46%	93%

公用事业证券比较

公用事业证券对照表，实际上与铁路证券基本一致。唯一的变化如下：固定费用（即在第一行和其他地方提到的）应包括次优先股股息。第二行应该被称做“固定债务和次优先股”，这些应该是从资产负债表获取的。与净扣除额有关的第 22 项和 22 投资价，并无必要。第 10 项目变为“折旧与总额的比率”对于提供相关信息的公司可以包括第 10M 条。我们认为，铁路证券对比也同样适用于公共事业证券对比。折旧率变化完全与铁路证券维护费用比率变化同样重要。当出现了较大的差异，不应该理所当然地认为是其资产过于保守或其他资产不够保守，但有这种可能，并且针对该问题的调查必须尽可能彻底进行。统计表明，某一个公用事业股票比另一个更有吸引力，这种说法并不完全有效，直到在其他定性问题中对其中比率情况和相关前景有利或不利变化做出一些研究之后方可给出结论。鉴于自 1933 年以来的经验，还应当认真考虑到市政或联邦竞争的风险。

对同一领域内工业公司的比较

对工业公司的比较在许多方面与前面所举产业有很大不同，见表 49—3。

表 49—3 工业公司比较

A. 资本结论：
   1. 债券面值
   2. 市值优先股（股票数量 X 市场价格）
   3. 市价普通股（股票数量 X 市场价格）
   4. 总体资本
   5. 债券与总资本值的比率
   6. 优先股市价总额与总资本值的比率
   7. 普通股市价总额与总资本值的比率

B. 损益账户（最近几个年度）：
   8. 销售总额
   9. 折旧
   10. 息前净收入
   11. 债券利息
   12. 应记优先股股息
   13. 普通股的收益
   14. 利润差额（10：8）

（续前表）

15. 总资本值收益的百分比（10：4）

C. 计算：

16. 已获利息倍数

16. 投资价已获利息倍数加优先股股息保障倍数

17. 普通股每股收益

18. 普通股收益占市场价格的百分比

17. S. P. 优先股每股收益

18. S. P. 优先股每股收益与市场价格的比率

19. 总收入与普通股市场价格总额的比率

19. S. P. 总收入与优先股市场价格总额的比率

D. 7 年平均值：

20. 利息费用保障倍数

21. 普通股每股收益

22. 普通股收益占当前市场价格的百分比

如需要，可对优先股进行同样的计算

E. 趋势图表：

23. 过去 7 年里普通股每股收益（售出股票在需要之处做出的调整）

23. S. P. 过去 7 年中每年优先股每股收益（如果需要）

F. 股息：

24. 普通股的股息率

25. 普通股的股息收益率

24. P. 优先股的股息率

25. P. 优先股的股息收益率。

G. 资产负债表：

26. 现金资产

27. 应收款（减去储备）

28. 存货清单（减去适当储备）

29. 流动资产总额

30. 流动负债总额

30. N. 应付票据（包括“银行贷款”和“应付票据”）

31. 流动资产净值

32. 流动资产与流动负债的比率

33. 存货与销售的比率

34. 应收款与销售的比率

35. 可用于总市值的有形资产净值

36. 普通股每股的现金资产价值（扣除以前的所有债务）

37. 普通股每股的净流动资产价值（扣除以前的所有债务）

38. 普通股每股的净有形资产价值（扣除以前的所有债务）

（36、37、38 如果需要，可对投机性优先股进行同样分析）

H. 补充数据（可用时）：

1. 物量产出：

单位数、每单位进款、每单位成本、每单位利润、每单位总体资产值、每单位的普通股估价。

2. 杂项：

例如：经营商店的数量、每家商店的销售额、每家商店的利润、矿石储量、在目前（或平均）生产率基础上的开采年限。

产业对比的分析评论

有些关于该表格的观点可能会对读者有所帮助。我们对净利润数字的任何已知扭曲或疏漏必须予以纠正，包括了未分配收益调整或子公司的亏损。如果存在误导性或是未能得到充分修正，它就不应当被用做比较的基础。由不可靠数据推断出的结论本身也是不可靠的。不要试图使折旧数据服从精确的比较。

比如17章讨论的那样，对于那些可能等同于利息支出的重要的租金债务公司，其债券利息保障比率的计算有待确认。它们只有在披露所用比率的广泛和明显差异时可以发挥作用。

但是，在所有比较分析中，普通股市场价格收入的百分比（第18项）是首要的数据，同时值得关注的是第15项，其显示的是资本总额所得的百分比。这些数字，连同第7和第19项，将表明在作为比较对象的公司之间保守或投机资本结构所发挥的作用。（本书第40章涉及到资本结构的理论。）

作为一项切实可行的程序，依赖普通股收益率（第18项）高于行业平均水平这样的事实是不可靠的，除非资本总额所得的比率（第15项）也很高。此外，如果较低收益的公司显示出更大规模的“普通股每美元销售”状况（第19项），则其在普遍的交易改进中具有更好的投机可能性。

资产负债表计算的重要意义就在于，它们说明了明确的财政衰弱或大幅度超出市场价格的现有资产价值。至于目前结果、7年平均水平和趋势之间的重要性，则完全是由证券分析师判断决定。当然，如果对这些事项都有把握的话，他将对任何可能的结果怀有更大的信心。

使用标准表格的举例

就比较价值而论，使用标准表格以得出结论是很有趣的。在1938年7月对上市钢铁企业普通股的调查表明，大陆钢铁公司表现优于平均水平，而格拉尼特城市钢铁公司（Granite City Steel）展示了较弱的盈利能力。在一定程度上，这两家公司属于钢铁产业经营的同一部门；他们的规模非常相似，而且其普通股的价格是相同的。在表49—4中，我们提供了这两家企业的比较数据，省略了原标准形式上的对这一分析而言并不重要的一些项目。

表49—4　　大陆钢铁公司和格拉尼特城市钢铁公司比较　　（单位：美元）

项目	大陆钢铁公司	格拉尼特城市钢铁公司
1938年7月，普通股的市场价格	17	17
1. 债券面值	1 202	1 618
2. 市场优先股	2 450	

（续前表）

项目	大陆钢铁公司		格拉尼特城市钢铁公司	
3. 市场普通股	3 410	6 494		
4. 资本总额	7 062	8 112		
5. 普通股与资本总额的比率	48.3%	80.0%		
	截至 1938 年 6 月 30 日 5 年平均值	截至 1938 年 6 月 30 日	截至 1938 年 6 月 30 日 5 年平均值	截至 1938 年 6 月 30 日
8. 总销售额	15 049	13 989	8 715	8 554
9. 折旧	500	445	390	459
10. 债券利息净收益	704	559	336	−287
11. 债券利息	81	67	（不动产）18	（不动产）54
12. 优先股股利	179	171		
13. 普通股余额	444	321	318	−341
14. 利润差额	4.7%	4.0%	3.9%	（－）
15. 资本总额盈利的百分比	10.0	7.9%	4.1%	（－）
16. 所得利息费用	8.7 倍	8.3 倍	18.7 倍	（－）
17. 普通股每股所得收益	2.29	1.60	1.20	−0.89
18. 普通股所得，占市场价格的百分比	13.5	9.4	7.1	（d）
19. 总收入与普通股市场价值的比率	441.5%	409.8%	134.3%	131.8%
趋势数据：				
23. 年计每股收益：				
截至 1938 年 6 月 30 日	1.60		−0.89	
截至 1937 年 6 月 30 日	3.83	1.31		
截至 1936 年 6 月 30 日	2.67		1.49	
截至 1935 年 6 月 30 日	1.69		1.45	
截至 1934 年 6 月 30 日	1.66		2.65	
股息：				
24. 普通股的股息率		1.00		无
25. 普通股的股息收益率	5.9%			
财务状况（日期）：	1938 年 6 月 30 日		1937 年 12 月 31 日	
29. 流动资产总额	6 467		4 179	
30. 流动负债总额	1 198		1 164	
31. 流动资产净值	5 269		3 015	
35. 资本总额的有形资产净值	13 498		13 556	

比较评论

这里提出了每个项目使用的5年平均数字，以及随之提出的最近12个月的数据，因为截至1938年6月30日的异常交易状况使得过分强调这个单一时期的结果变得不可取。格拉尼特城市钢铁公司是在历年基础上报告，而大陆钢铁公司则使用了1934—1938年期间一个6月30日和一个12月31日财政年度为依据。然而，每季度或每半年发布数字的有效性使分析师可以轻松地构建平均值并在该年度年中完成12个月的数据。

数据分析只显示了格拉尼特城市钢铁公司的一点优势——较小数额的高级证券。但是，即使这一点也不一定是优势，因为大陆钢铁公司相对较少的股份使他们面对有利及不利的事态发展更加敏感。1938年6月的数据和5年平均值，显示出大陆钢铁公司在以下每个重要方面的统计数据优势：

普通股市场价格的收入；

资本总额的收入；

总收入与普通股市场价值的比率；

利润幅度；

有关厂房账户的折旧；

营运资金的立场；

有形资产价值；

红利回报；

收益趋势。

如果该比较出现在1934年之前，我们可以发现，格拉尼特城市钢铁公司在1930年中期到1933年中期的经济大萧条时期有着明显的优势。在此期间，它赚取和支付股息，而大陆钢铁公司一直处于中度亏损。令人好奇的是，在更近期的经济衰退中情况则恰恰相反，大陆钢铁公司有很好的表现，而格拉尼特城市钢铁公司运气不佳。显然，1937—1938年的结果将比早期更加值得我们重视。然而，心思缜密的分析师将尽可能地去竭力了解这两家公司相对工作情况变化其潜在的基本原因。

定性研究同样必要

我们最终的评论导致了更广泛的议论，即这类比较表格得出的结论不应当被人们接受，除非仔细考虑了其定性因素。当相同领域内的一个证券相对于另一个证券的售价显得过低时，存在着充分的理由解释这种统计资料并未揭示的差异。普通股较低的股息回报率通常不应被看做是一个有力的抵消因素，因为在合理的时间内股息通常按照盈利能力进行调整。

相对受欢迎程度和相对市场力是与内在价值并不相关的两个因素，尽管内在价值对市场报价施加了强大而且往往是持久的影响力。证券分析师必须尊重和服从这些因素，但如果他始终青睐更具活力和更受欢迎的证券，他的工作将会徒劳无功。

证券分析员推荐的证券交换活动，相较于最初购买证券的抉择而言，似乎更多

地涉及了个人责任问题。原因是证券投资的持有者们不乐意做出改变，因此，如果随后的市场行动使此举显得不甚明智时，他们就会尤为恼火。投机证券的持有者自然会权衡所有市场结果检测的意见。考虑到这些人性的因素，分析师必须避免向投机者们建议普通证券的交易，而且他在决定是否向投资证券持有人做出建议必须慎重时，除非该被推荐证券的数据资料显示其具备相当可观的优势。从随意的原则上讲，我们可能会说，应该有充分的理由相信，投资者通过交易将获得至少50%以上的利润。

同质变化对比较分析价值观的影响

产业对比的可靠性将随产业的性质而变化。根本问题是未来的发展是否有可能影响到该类别所有的公司。如果是，那么大多数都符合以往的比较业绩，正如数据统计所示。这一类的产业集团可称为“同类”（homogeneous）。但是，如果在该领域的个别公司能对新状况做出完全不同的反应，那么相关数据就不完全具有指导意义。这种类别的产业集团可称为“异种”（heterogeneous）。

除了交通和地域差异等某些例外情况以外，例如，特别是 Pocohantas 烟煤运输车，我们必须把铁路看做一个高度“同类”的集团。这一点也同样适用于较大的热和电力等公用事业。在工业领域，对“同类”集团的最佳诠释莫过于原材料生产商和其他标准化产品的制造商，其商标名称是次要因素。包括食糖、煤炭、金属、钢材、水泥，以及印花棉布等产品的生产商。较大的石油企业完全可以被视为“同类”集团；规模较小的企业并不适合做比较，因为它们受制于突发的重大生产变化、储备和相对价格。较大的烘焙、乳制品和包装公司全部归属于“同类”集团。在与相同组群内的其他单位比较时，较大规模的连锁企业也是如此，例如，杂货店、廉价商店、餐厅等。百货公司不完全属于“同类”，但在这一领域内的比较绝非遥不可及。

通过广告宣传注册商标进行销售的制成品，其制造商通常会被视为属于“异种”群体。在这些领域中，一个企业的兴旺往往建立在牺牲其竞争对手利益的基础上；因此，该行业内一般不会出现一荣俱荣、一损俱损的局面。以汽车制造业领域为例，在相对时间内曾经出现了持续和显著的变化。所有各类机器和设备的生产者在一定程度上受制于相同的条件。私有药剂制造商的情况也是如此。从这个角度来看，处于中间立场的是规模较大的轮胎制造商、烟草制品商、以及鞋类制造商等，其相对地位的变化并不那么频繁。

当证券分析师在分析“异种”群体内的公司问题时，必须非常谨慎地引用统计数据得出比较的结论。毫无疑问，对于在这些领域内数量表现最佳的公司可以适当地给予优先权（如果不是由已知质量因素抵消）；但是，分析师和投资者应该充分认识到，这种优越性往往是短暂的。一般说来，在比较过程中，越是不属于“同类”的企业，越是要关注其质量因素。

对比分析价值的一般局限性

这里有必要再次告诫学生不要被对比表格中的精密计算所蒙骗，也不要由此得

出其显示结论同样精确的谬论。我们已经提到，有必要考虑质量因素并且允许无均匀性。但是在这些观点之上，仍然存在着我们在前面章节具体谈到的种种障碍，这阻碍了证券分析师的成功判断。这项对比分析的技术或许可以减少其工作的某些风险，但绝不能使其免于面对未来的变迁、股市本身的顽固或是个人的失误去了解所有重要的事实，因为这些往往不能避免的。他必须敢于经常出错和偶尔犯错；然而，鉴于智慧和远见，他对所有结论的判断力应当优于那些典型的股票买家的猜测或主观臆断。请注意，举例来说，增长显著的菲利普莫里斯公司，相对于其大型竞争对手，发展不那么卓越的大众鞋业公司（General Shoe）以及相对优越的 Lee 轮胎公司（Lee Tire），这三者均属于相对较小的企业。

第 50 章

价格和价值的差异

我们关于证券分析的阐述包括很多高估和低估的不同案例。显然，证券市场实现价值评估的过程往往是不合逻辑的或错误的。正如我们在第 1 章所说，这些过程并非是自动或机械式进行，而是心理变化的过程，因为一切都是伴随着买卖证券者的思想变化进行的。因此，市场的错误可以看成是若干个人或群体的错误。其中大部分可以追溯为以下 3 个基本原因或其中之一：夸大、过度简单化和忽视。

在接下来的两章内容里，我们将尝试对证券市场的若干偏差进行简单的回顾。我们将从证券分析师实践活动的角度来探讨这个话题，在每种情况下力求确定使其盈利的机会限度。这一调查由此加深了对我们在前面章节讨论的证券分析范围及局限性的内容，同时运用其后讨论部分所阐述的资料，再结合多项参考资料加以说明。

证券分析师的一般程序

既然我们已强调指出，证券分析只有在个别情况下将产生积极的结果，因此，证券分析师必须在许多证券真正得到市场验证之前就已经判定其潜在价值。那么，他是通过哪些实际手段来做出判断的呢？在多数情况下，主要是通过辛苦而系统地工作。他可以遵循两个主要的方法。第一个方法，包括对一系列的各产业集团所进行对比分析，正如我们在前一章所提到的。这些研究会使分析师对各集团的标准和普遍特征有一个客观的认识，同时判断哪些公司的发展是脱离正轨的。举例来说，如果他发现某个钢铁普通股价格大约为其整个行业发展的两倍，分析师按图索骥——或更确切地说，他由此要通过所有有关该企业的重要定性和定量因素展开彻底的调查。

同一类型的调查方法也适用于债券和优先股领域。探索广域的接管铁路债券，

最好是通过对大致相同级别的债券进行对比分析，比如说，托管内的十几个主要运营商。我们可根据以下方面挑选大量公用事业优先股：（1）整体股息和利息的覆盖范围；（2）股票价值比率；（3）价格与收益率。以上几个方面表明，一些证券的担保和回报比平均值更高，且鉴于其数据保护不足导致销售价格过高。如此等等。

第二个方法，包括详细审查公司报告，并将显示数据与债券或股票的市场价格相联系。我们可以在各种日报中看到这些报告——至少以摘要的形式；或在金融服务公司的每日公司报表或每周《商业和金融纪事》中找到更全面的介绍。对众多此类报告的匆匆一瞥令我们不难发现，有 5 ~ 10 个企业，从企业的收益或目前流动资产的角度足以让我们产生兴趣，并值得更深入的研究。

价格的周期性振荡可以被利用吗

对于价格和价值之间差别的最好理解，是那些在市场繁荣和经济萧条的起伏中随之发生的周期性大震荡。股票在牛市卖价过高而在熊市卖价太低，这些不过是老生常谈。实际上，这仅仅是等于说，任何价格的上移或下调终究是有限的，而且由于价格不会永久地停留在这个限度（或任何其他级别），事后看来，价格必将是超前或滞后的。

分析师可以成功地利用共同市场的反复夸大现象吗？实践证明，大致类似于下面的程序应该会比较令人满意：

1. 选择重要普通股的名单要做到多样化，例如，那些在“道琼斯工业指数”中出现的证券。

2. 通过采用平均收入的合适倍数以确定这个群体的“标准”值。乘数可能相当于收益的资本化，即最优质产业债券当前利率的两倍。平均收益的计算时间段通常是 7 ~ 10 年，但在特殊情况下（如 1931—1933 年）可能会有所不同，例如，始于 1934 年的平均收益在计算时将 1939 年及更晚些时候也考虑在内。

3. 当能够以低于正常价值的极低折扣，如 2/3 购买证券，或是在整体趋势下滑如价格为其正常价值的 80% 时购买证券，按上面的清单进行组合投资。

4. 在价格远远超出正常价值时出售这些股票，如，股价高于正常价值 1/3，或在该范围内基础价格由 20% 升至 50%。

这是多年前罗杰·巴布森（Roger Babson）制定的经营总计划。截至 1925 年，该计划取得了非常令人满意的结果。但是，如我们在第 37 章指出的那样，在1921—1933 年的周期（测量两个最低点之间的时段）中，人们本该在 1921 年买入股票并大致在 1926 年抛出，然后在 1927—1929 年的经济繁盛期绝对克制自己，并在 1931 年，随之而来市场价值严重萎缩时重新介入。符合该特征的证券买卖设计对人们的毅力考验可谓严峻之极。

1933 年以来的市场行为在运用这些呆板公式方面出现了另一种困难——尤其是在根据正常收益来计算标准价值的时候。几乎没有人指望如此简单之极的想法可以用来高度准确地捕捉广泛的市场震荡。但是对于那些意识到其潜在局限性的人来说

这种方法是有用的，至少一般来说使得他们在本质上极具吸引力的价格水平买入——对于普通股投资，这已成功了一半。

在边际基础上 “捕捉振荡” 行不通

从普通的投机角度看，涉及到保证金及短线卖出行为，这种操作必须被看做是不切实际的。完全持有者能够负担过快的买进和卖出。事实上，他肯定是期待两者均能实现，并期望市场在其买入后进一步下滑，而在其卖出后进一步增长。但保证金交易必然涉及直接的结果；他随波逐流，希望把握住潮流扭转的那一刻，并在形势逆转之前掉转方向。他很难成功实现这个愿望，因此他的典型经历是短暂成功后以全盘失败告终。这正是投机者的本质特征，之所以买进股票是因为他认为股市呈上涨趋势，而非因为股价便宜，而令他卖出股票的原因则恰恰相反。因此，投机者和证券分析师之间的观点存在着根本区别，这妨碍了二者之间任何持久的良性合作。

毫无疑问，债券价格往往是以和股票几乎相同的方式发生周期性震荡，而且债券投资者往往被建议遵循周期内逢高抛出和逢低买入的原则。我们怀疑，在某些特殊的情况下此类做法是否会带来让人满意的结果。相对于普通股收益率的测试，我们没有一个明确的标准判断优质债券的价格是低廉还是昂贵。这种“捕捉市场动态”引导下的操作似乎与“投资”相去甚远。买卖时机之间资金遭受的利息损失是一个重要的不利因素，而且我们认为，这样做获得的净利益也不能保证消除那些顺势操作的投资者所固有的心理危机感。

“次级” 或冷门债券的机会

回到普通股的话题，尽管主要债券的价值高估或低估只发生在股市周期的某些时期，大量的“非典型”或“次级”债券往往在任何时间都总被低估。当市场的龙头股很便宜的时候，一些不那么突出的普通股很可能更加廉价。例如在 1932—1933 年间，如佩珀雷尔制造公司、美国洗衣机公司（American Laundry Machinery）以及其他许多股票的售价较其过去和当今的金融状况来说，已经低到了令人难以置信的程度。投资者是否应该购买一个业绩突出的股票，如以大约保守估价的 50% 的价格购买通用汽车的股票，或者以保守估价的 25% 的价格购买像佩珀雷尔这样名气不大的股票，这很可能是个人偏好的问题。

领导的无常性

市场主要股份群体的构成逐年变更，特别是鉴于最近把关注点由以往表现转为未来预计的改变。如果我们仔细查看 1937—1938 年经济衰退期的清单，我们会发现统计数据显示，很多曾经业绩突出的债券都是以惊人的超低价格出售的。

例如：有关这类情况的一个令人震惊的例子是大西洋和太平洋茶叶公司（Great Atlantic and Pacific Tea Company）普通股，其售价在 1929 年高达 494 美元，而在 1938 年则低至 36 美元。该股票主要数据显示如表 50—1：

表50—1 大西洋和太平洋茶叶公司普通股主要数据

年份[1]	销售（单位：千美元）	净值（单位：千美元）	普通股每股收益（单位：美元）	普通股股息（单位：美元）	普通股价格范围（单位：美元）
1938	878 972	15 834	6.71	4.00	72 ~36
1937	881 703	9 119	3.50	6.25	117.5 ~45.25
1936	907 371	17 085	7.31	7.00	130.5 ~110.5
1935	872 244	16 593	7.08	7.00	140 ~121
1934	842 016	16 709	7.13	7.00	150 ~122
1933	819 617	20 478	8.94	7.00	181.5 ~115
1932	863 048	22 733	10.02	7.00	168 ~103.5
1931	1 008 325	29 793	13.40	6.50	260 ~130
1930	1 065 807	30 743	13.86	5.25	260 ~155
1929	1 053 693	26 220	11.77	4.50	494 ~162

I 年份于1月31日之后结束，除价格范围。

1938年1月31日的资产负债表显示，现金资产8 500万美元，流动资产净值13 400万美元。在1938年的价格较低点，优先股和普通股总共售出12 600万美元。然后，在这里所谈到的该公司壮观的成长过程是美国企业史中的伟大传奇之一，它无疑是全美甚至全球最大的零售企业，它拥有着持续多年的盈利和派息记录——即使是在销售额低于其流动资产净额时也未间断。因此，1938年的华尔街认为，这样一个国家的优秀企业持续经营的价值却低于将其清算。原因何在？第一，连锁店税的重负；第二，近期收益下降；第三，市场普遍萧条。

我们相信，再不会有比这更合适的例子可以用来揭示股市的本性了——股市并不致力于对上市公司的精确估值，只是以每日报价的不断变化来表达其对股票的好恶。

在市场活动的多数情况下，我们确实有足够的合理性和选择性判断去认识市价和内在价值之间一定程度的对应关系。特别是，正如我们在第4章指出的，当我们在讨论某些像对未来前景的评价那样难以捉摸而且模棱两可的东西时，我们最终通常会接受市场的判决，而不是证券分析师做出的决定。但是，分析师也常常疲于奔命，被整个股市的情绪引到偏离正常判断的方向。

正常证券市场中的机会

在介于萧条与繁荣之间的中间时期，当平均价格没有明确的迹象表明正在趋于过低或过高的时候，我们通常发现普通股的售价在统计基础上似乎明显的过低。这种情况一般分为两类：（1）相对于市场价格，其现有平均收益较高；（2）有着合理的令人满意的收益，且相对于净流动资产价值售价较低。显然，这些公司不会有太大规模或知名度，否则其收益的趋势也不会如此鼓舞人心。

A组：在1938年或1939年年末销售的普通股，售价不到过去一年收益的7倍，且低于净流动资产价值。

表50—2、50—3给出了一些分属不同行业的公司在1938年或1939年年末的情况，那时工业股的市场水平并没有明显的高低之分。

表50—2、表50—3给出了A、B两组公司的数据。其中某些公司在截至1938年或1939年末同时属于A、B两组，那时工业股的市场水平并没有明显的高低之分。

表50—2　　A组公司情况　　（单位：美元）

公司	选取年份	价格12月31日	每股年收益	1934—1938年或1934—1939年，每股收益	每股流动资产净值	每股有形资产净额
J. D. 亚当斯制造公司	1938	8	1.15	1.20	12.07	14.38
美国座椅公司	1939	10.25	1.82	1.75	11.42	23.95
邦特兄弟公司	1938	10	2.10	2.14	12.84	27.83
大联盟公司	1939	10	1.80	1.25	13.60[II]	20.00
国际银制品公司	1939	26.75	4.98	−0.10	39.67	97.50
I. B. 克莱内特公司	1938	8.5	1.27	0.80	11.04	16.90
新思路公司	1939	12.125	2.18	1.78	13.44	16.02
纽约货物公司[I]	1939	7.75	1.44	1.44	11.66	14.05
太平洋商业公司[I]	1938	11.5	2.31	2.77	24.18	27.74
西顿皮革公司	1938	6.25	1.38	0.94	8.38	11.27

I 这些股票也同属B组。

II 部分估计。

B组，在1938年或1939年年末销售的普通股，售价为其净流动资产价值的2/3或更少，且低于一年平均收益的12倍。

表50—3　　B组公司数据　　（单位：美元）

公司	选取年份	价格12月31日	每股年收益	1934—1938年或1934—1939年平均每股收益	每股流动资产净值	每股有形资产净值
巴特勒兄弟公司	1939	7	0.83	0.27	12.75	19.59
埃利与沃克公司	1939	18	2.30	1.83	41.60	48.51
吉尔克里斯特公司	1939	4.75	0.70[I]	0.85[I]	13.85	17.39
黑尔兄弟公司	1939	14	1.81	2.00	22.13	28.14
自动排印机公司	1939	8.25	0.55	0.82	19.77	22.35
李卡迪公司	1939	6	0.77	0.73	11.35	12.61
H. D. Lee商业	1938	14	0.87	1.35	25.00	31.56
曼哈顿衬衫公司	1938	11.5	0.73	1.06	19.36	23.62
Reliance制造业公司	1939	12	1.69	0.94	18.97	22.21
S·斯注克公司	1939	9.25	1.21	1.39	14.90	26.61

I 年度的截止日为1月31日。

勤勉的证券分析师若想在我们的表格中找到有趣的统计数字其实并不难。更为困难的是能否从定量因素显示的迹象中判断出定性的因素——换言之，考虑到股票

价格明显偏低这一事实，如此合算的交易是否能够令投资者对该公司的发展前景有足够的信心。

在这个问题上，金融舆论似乎普遍倾向于悲观的结论。那些不遗余力地发掘此类机会的信托投资公司却总是忽视了它们——或者说是部分地忽视，这是真的，因为他们很难大量地买卖信托优先股，而且还深信无论一家次等级公司的数据显示多么诱人，交易都未必获利，除非其前景特别乐观。

一个典型的小规模公司的主要缺点是，它面对突然的或者是永久性的丧失盈利能力时格外脆弱。毫无疑问，这种不利的事态发展发生在小型企业中的几率远高于大型企业。令人安慰的是，我们也看到了这样的事实，即与那些已经颇具规模的大型企业相比，成功的小公司可以实现更加令人难忘的价值增长。例如，菲利普莫里斯公司（Philip Morris，Inc.）的经济增长，其市场价值从1934年的500万增长至1939年的9 000万，伴随着1 200%的净收益率，这在美国的烟草业界是相当不可思议的。同样的，百事可乐公司的增长率已远远超过可口可乐公司；大众鞋业公司（General Shoe）与国际鞋业公司（International Shoe）之间的关系亦然。

但是，大多数人通过或多或少地对其未来可能性的关注，设法找出菲利普莫里斯公司的潜在机会，然后不惜高价买入购买其股票——而不是在错综复杂的“廉价证券”中选择前景平平者进行投资。切身体会使我们青睐后一种技巧，虽然在当前状况下我们不能保证从此会收获辉煌的成果。然而，多年的观察表明，如果我们在推测未来前景时保持适度警觉和良好的判断力，而且逢市场整体股价过高时我们能够偶尔离场的话投资明显被低估的普通股往往可以取得相当程度上的“全面胜利”。表50—4给出有关此类机会的两个更久远的案例，以便令读者知晓早期股市的一些观念。

表50—4

佛罗伦斯炉具公司普通股		凡士通公司普通股	
1935年1月的价格	35	1925年11月的价格	120
股息	2	股息	6
每股收益：		截至本年10月的每股收益：	
1934年	7.93	1925年	32.57[I]
1933年	7.98	1924年	16.92
1932年	3.33	1923年	14.06
1931年	2.27	1922年	17.08

I 扣除应急储备之后的每股收益是40.95美元。

在这些情况下，市场价格未能充分反映实际盈利能力。

标准证券和非标准证券的市场行为

对于普通股市场行为的深入研究提出了以下的进一步观点：

1. 标准股或主要证券几乎总是对其报告利润的变化迅速做出反应——速度之快以至于年收益变化在股市上的影响。

2. 冷门证券的表现很大程度上取决于专业市场经营者对其采取的态度。如果人

们对该类证券缺乏兴，价格可能远远滞后于统计显示的数据。如果受到关注，无论是人为操纵的或是具有自然出现的，则结果完全相反，价格将对其业绩变化做出无比及时的反应。

非标准证券行为的例子

表 50—5、表 50—6 中的两个例子表明了非标准证券行为的多样性。

表 50—5　　巴特超级铜 （实际上是锌） 公司的普通股　　（单位：美元）

时间	每股收益	每股股息	价格范围
1914 年	5. 21	2. 25	44 ~24
1915 年第一季度	4. 27	0. 75	50 ~36
1915 年第二季度	7. 73	3. 25	80 ~45
1915 年第三季度	10. 13	5. 75	73 ~57
1915 年第四季度	11. 34	8. 25	75 ~59
1915 年	33. 47	18. 00	80 ~36
1916 年	30. 58	34. 00	105 ~42

这些是数额巨大的收益和股息。即使考虑到是由于战时锌价的缘故，市场价格依然显示了对该公司惊人业绩的明显忽视。这是因为公众和有市场影响力的投资者对其缺乏兴趣的缘故。

将前面提到的数据与表 50—6 中的马林斯团体公司（后改名为马林斯制造公司）普通股比较。

在 1924 年至 1926 年间，我们注意到低价“次级”普通股的典型市场震荡。在 1927 年初，这类股票大约为 10 美元的股价无疑颇具吸引力，按照推测，考虑到过去 3 年的收益，该价格显然低估了。1927 年到 1928 年，利润的明显增长（绝非巨幅增长）导致了一波有代表性的市场行情，股价从 1927 年的 10 美元增至 1928 年的 95 美元，并在 1929 年再次下降至 10 美元。

表 50—6　　马林斯制造公司的普通股　　（单位：美元）

年份	每股收益	股息	价格范围
1924	1. 91	无	18 ~9
1925	2. 47	无	22 ~13
1926	1. 97	无	20 ~8
1927	5. 13	无	79 ~10
1928	6. 53	无	95 ~69
1929	2. 67	无	82 ~10

我们再将 1938—1939 年的飞机制造类股票同 1915—1918 年的战争受益者股票进行对比。表 50—7 中的两个例子说明了在 1938 年和 1939 年的市场价格之间的关系以及实际表现。

表50—7 波音公司与格伦·马丁公司普通股的比较 （单位：美元）

	波音公司 (Boeing Airplane Co.)	格伦·马丁公司 (Glenn·Martin Co.)
日期	1938年12月	1939年11月
公司的市场价值	25 270 000 (722 000股，每股35)	49 413 000 (1 092 000股，每股45.25)
1938年销售	2 006 000	12 417 000
1938年净值	−555 000	2 349 000
1939年9个月的销售	6 566 000	8 506 000
1939年9个月的净值	−2 606 000	1 514 000
1939年9月30日有形资产	4 527 000	15 200 000

在这些情况下，市场显然是在将迄今尚未从战争订单中实现的利润资本化，而这将是未来收益的坚实后盾。

1915—1916年间巴特超级铜公司股票的价益比以及1938—1939年间的航空股价益比之间的对比是非常惊人的。

分析师在这种形势下的关系

证券分析师可以相当聪明并成功地分析如莱特航空（Wright Aeronautical）、班戈和阿鲁斯图克（Bangor and Aroostook），凡士通和巴特超级铜等情况。他甚至有可能早在1927年就对马林斯制造公司的股票形成了有价值的观点。但是，一旦这类证券落入市场操作者手中，便已超出了分析判断的范围。就华尔街而言，马林斯制造公司已不再是一种交易，而已成为股市行情自动显示器的一个象征。无论是购买或出售都同样有风险；分析师可能会预告其风险，但他并不知道其涨跌有底限。（碰巧，该公司在1928年发行了可转换优先股，这使得对冲操作有利可图，其中包括买进优先股和卖出普通股。）1939年的航空债券情况类似，分析师已不能再进一步表明交易中存在的明显危害，为世人所希望的永远的交易来源本质上却是暂时的。

当分析师发觉整个市场价格高涨的危险时，他必定对推荐陌生的普通股持犹豫态度，尽管它们看上去“物美价廉”。整个市场的严重衰退将会对所有股票价格产生不利影响，而且不活跃的股票特别容易遭受降价销售的影响。

收益变化之外的其他因素造成的市场夸大

股息变化

根深蒂固的股市夸大趋势延伸到收益变化之外的其他因素。诸如股息变化、拆股、并购和资产分离等都会引起市场的高度关注。现金股息的增长无疑是好事，但仅仅是因为每年的股息率由5美元增至6美元就将股价提高20美元的做法是荒谬的。支付更高价格的买方事先付出了所有的额外股息，这些是他在未来20年内按照新股

息率所将获得的。人们往往对股息的兴奋反应是更加没有道理的，因为它们在本质上只不过是一纸空文。拆股也同样如此，虽然创造了更多的股票，但股东并没有得到什么好处——除了由于较低的价格水平产生的或许更大量的交易额这一微弱优势以外。①

并购和分割

华尔街对并购行为总是会满腔热情，正如它对分割现象的热情洋溢一样，这二者是截然相反的。在股票市场，2 加 2 的结果往往是 5，而这个“5”在不久也许拆为 3 和 3。我们也有理由相信，在企业管理中，个人因素往往会妨碍真正有利的合并方式，并且那些完美的合并有时恰恰是因为控制者知道前面正有一些不利的条件在等着公司。

股市对那些本身似乎相对不重要的事态发展所做出的夸大反应，从投机者心理的角度很容易诠释。首先，他希望“行动”；其次他愿意为此行动做出贡献，如果他有理由对股票行情看涨感到乐观的话。（无论是由于虚伪或自欺，经纪公司的客户们普遍拒绝承认他们是在与股票行情显示器赌博，并为支持其购买行为找来不少自圆其说的理由。）股息和其他具备此特点的“利好消息”为他们提供了借口，而且专业的市场操作者也利用他们，有时候还会得到公司的默许。整个事情如果不是这样残酷的话，那将是多么幼稚。证券分析师应当了解这些华尔街的谬论是如何开始存在的，并尽量去避免与之产生任何形式的接触。

诉讼

华尔街走极端的倾向体现为它对诉讼的强烈厌恶。任何一起诉讼都会给当事公司的证券投下阴影，而且其股价下跌程度与其案件的性质相比是极不相称的。这种发展为分析师提供了真正的机会，尽管他们具备专业特征。最重要的方面是托管。因为由此产生的低估情况几乎总是出现在债券发行问题方面，我们将在随后的有关高级证券的章节一起讨论这个问题。

例如：雷丁公司案例（the Reading Company）就是一个有关普通股价值受诉讼影响的典型例子。在 1913 年，美国政府提起诉讼，迫使该公司的铁路和煤炭资产分离。股市基于根深蒂固的观念，把这一举动看做是对该公司的致命的打击，尽管事实上人们通常把这种资产分离本身视为“利好”。按照后来在 1921 年商定的计划，雷丁公司煤炭子公司的证券实际上按照比例在普通股和优先股股东中进行了分配。这又被视为“利好”消息而受到欢迎，但事实上，它标志着政府对公司的胜利。

但是，一些普通股的股东们反对优先股参与煤炭公司“权益”下的分配。他们提起诉讼要求普通股免于“权益”的分割。有趣的但并不令人惊讶的是，这一举动

---

① 在 1933 年的阿特拉斯·泰克股票操纵案（Atlas Tack manipulation）中，公司通过承诺股票按 1∶3 的比例拆股，努力吸引公众的购买。显然，就 20 世纪 30 年代的股票而言，这样的举措并无新意。该股在 1933 年的价格由 1.5 美元增长到 34.75 美元，而后骤降至 10 美元，这一情形可以作为操纵模式的一个完美案例。对该股票在 1929 年之前的“价格－收益关系”和“价格－资产关系”的比较是颇具启发性的。

导致了雷丁公司普通股价格下跌。从逻辑上讲，该普通股本来应该增值，因为如果诉讼成功，普通股会具有更高的价值，而一旦败诉（事实如此），其价值也不会比以前减少。但股市的理由仅仅是，因为这些是新的诉讼，所以雷丁公司的普通股就该“不去理会”。

在涉及诉讼的情况中，分析师从数量方法入手将更有优势，这与证券持有人主要从质量角度进行分析恰恰相反。假定一家破产公司的资产已变成现金，可分配给其债券持有者一定比例（比如说50%）的债务。但其他人会进一步提起诉讼，以获取这笔钱的相当一部分份额。这一行动似乎是太离谱了，甚至说是荒谬的；也许它在低级法院甚至是在上诉过程中已经败诉了，而现在它不过是有一线希望能够上诉到美国最高法院。

然而，仅仅由于该诉讼的悬而未决，这一债券的市场价值将严重减少。在这种情况下，它们的售价很可能不是50美分，而是低至35美分。异常的是，一个对原告而言似乎毫无价值的微弱的申诉，在市场上居然成为了被告的沉重负担。因此，我们对价格低估有了一个准确清楚的认识，并将其归为一类，它们成为证券分析师的最佳研究题材。

例如：岛屿石油和运输公司（Island Oil and Transport）利率为8%的票据。在1933年6月这些票据的售价为18美元。接收者得到相当于该票据面值约45%的现金，从中扣除一定的费用和津贴，其净分配余额约为30美元。这一分配由于一项索赔诉讼而推迟，该诉讼已在各个法律阶段屡屡失败，现在已经接近最后裁定阶段。这起诉讼对票据价值产生了与其性质极不相称的不利影响，从本来可以通过相对较少的支付来解决该诉讼的事实来看，这个说法是显而易见的。在最高法院决定维持原判之后，证券持有者在1934年4月收到了每1 000美元约290美元的清偿。另有额外的一小部分配额。①

在1938年，联合船厂公司（United Shipyards Corporation）股票在获批向伯利恒钢铁公司（Bethlehem Steel Company）出售资产之后，也发生了类似的情况。持反对意见的股东们提起诉讼，以反对价格明显偏低的价格出售。这一诉讼的影响是，1939年1月该公司B股普通股价格降至1.25美元，而如果出售资产获准，则每股可变现价值为2.5~3美元。显然，只要该诉讼存在价值，股票就应该更有价值，而不仅仅是小于2.5美元；或者，就算它毫无价值可言（显而易见），股价也将是其售价的两倍。

有关A类股票的价格也存在着类似的不一致性。

价值低估的投资低证券

通过仔细调查不难发现，价值低估的投资债券和优先股可能会存在于任何时期。

---

① 在1938年，国家债券持有人公司（National Bondholders Corporation）也存在着非常类似的情况，该公司致力于清算各种资产清算和索赔。这些证券的售价大大低于清算中可变现的金额，主要是因为某些诉讼涉及到了大量的子公司现款资金。以岛屿石油公司为例，此诉讼处在上诉的最后阶段，并且在此之前的决策完全都是有利于债券持有人的。随着最终判决，其价值从1938年26美元的出价增至1939年的41美元。

在许多情况下，债券或优先股的低价是源于市况糟糕，而糟糕的市况反过来又是因为证券发行规模太小的缘故，但正是因为规模小，这些证券才更具有内在的安全性。在第26章描述的电动制冷建筑公司（The Electric Refrigeration Building Corporation）（截至1936年），是这一矛盾的典型案例。

有时，某些特定情形会大大加强高级证券的地位，但价格对于这种改善的反应又通常滞后，因此就提供了一个买“便宜货”的好机会。这些事态发展通常与资本结构或企业关系相关。举几个例子说明我们的观点。

例如：在1923年，扬斯顿管板公司（Youngstown Sheet and Tube Company）购买了美国钢铁和钢管公司（Steel and Tube Company of America）的资产，并承担了后者利率为7%的普通抵押借款（期限至1951年）。扬斯顿管板公司以99美元的价格出售了利率为6%的债券，用于筹措此次购买的资金。那个时候它们之间的价格关系如表50—8所示：

表50—8　　扬斯顿管板公司与美国钢铁和钢管公司相关债券情况　　（单位：美元）

公司	价格	%
扬斯顿管板公司6%债券	99	6.02
美国钢管公司7%债券	102	6.85

市场并没有能够察觉美国钢铁和钢管公司境况的转变，因此它的收益比同一家债务公司的未担保证券要高，这显然不合逻辑。这为分析师进行有关购买或交换证券的建议提供了一个明确的机会。

在1922年，底特律市收购了底特律联合铁路公司的市区线路，并同意为此支付一笔足以收回后者在1932年到期，利率为4.5%的第一债券的资金。收购合同中加入了异常强硬的保护性条款，这些条款实际上（如果不是法律意义上的话）使底特律市承担了债券债务。但在交易结束后，债券以82美元售出，其收益率超过7%。债券市场没能认识到这些债券实际上成为了底特律市的债务。

在1924年，康格勒姆公司（Congoleum）未清偿的债务总额为2 890 000美元，在它之后有1 800 000美元的股息率为7%的优先股，以及平均市值为48 000 000美元的960 000股普通股。同年10月，为收购奈恩油布公司（the Nairn Linolewr Company）——同行业的一家大公司，有形资产额为15 000 000美元，康格勒姆发行了681 000股普通股。由此为少量高级债券产生的巨额股本使其安全性变得毋庸置疑，但优先股的价格仍然低于标准面值。

在1927年，电气制冷公司（现在的Kelvinator公司）以660万美元的价格售出了37.3万普通股，该公司合计100万股普通股，平均市值约为2100万美元，其高级证券只有2 880 000美元的1936年到期，利率为6%的票据。然而，由于其1927年发生巨额经营赤字，该票据价格只有74美元，收益率达11%。但市场没有考虑到这样一个事实，即通过出售额外股票所得的更大数额的新资金已经为小面额票据建立了非常坚强的后盾。

这四种高级债券都已经得到了合乎标准亦或是高于标准值的偿付。（康格勒姆－奈恩公司的优先股于在1934年的偿付价为107美元。）这类举例对于作家们而言可

以信手拈来，因为他们不用承担今后其判断遭到质疑的风险。为了避免有人会认为我们在拼命地自圆其说，这里再举一个当前发生的事例。

一个现在发生的例子

乔克托和孟菲斯铁路公司（Choctaw and Memphis Railroad Company）的首个利率为5%的债券期限至1949年，在1939年的售价约为35美元，其中包括了5年以上的未付利息。它们是芝加哥－岩岛－太平洋系统相关证券费用的第一留置权。岩岛公司自1930年已经公布了其微薄利润，并且存在着全面的违约失职行为。然而，抵押部门对其1937年收益的分割表明，乔克托和孟菲斯铁路公司的证券费用是非常有利可图的，其利息金额在这一年增至2.6倍，尽管该公司相对于1 408万美元的利息总额来说仅仅收益了270万美元。此外，直到1939年，许多包括国际商会仲裁在内的重组计划，都对证券的本金和利息有着严格的规定，尽管事实上所有的剩余债券规模将会大大削减，而且每年的利息费用总额将会减至低于250万美元。

假如，不可避免的，该公司将会根据提议进行重组，可以明确的是这些乔克托和孟菲斯债券将呈现出非常强大的地位，无论是它们随着其重要费用的留置权和偿付利息而被置之不理，或者是整个系统获得等值的崭新的第一抵押权。这一结论是不可避免的，除非一个总收入最低额为6 500万的铁路公司不能支付每年2 500万的费用，这笔费用甚至低于其之前负担的1/5。

由此可见，所有的数量因素清楚地表明，以35美元出售的乔克托和孟菲斯债券估值过低，而且一旦资本重组完成，该债券固有的地位将很快显露出来。[①]

财产清算中价格与价值的差异

在本书第18章讨论企业重组程序的时候，我们举了两个不同的例子来说明财产清算时产生的差异问题：在菲斯克橡胶公司案例中，其证券售价之低与流动资产价值相比可谓荒唐可笑；而在斯塔贝克公司案例中，其利率为6%的债券价格也显然与股票价格不符。我们完全可以认为，在财产清算最终实现其可观价值的情况下，高级证券的出售价格的确是过低了。这一特征具有双重意义。最初是在一家公司有可能会陷入财政危机的时候，它使我们极力反对任何以投资价格购买该企业证券的行为；如今，当这些危机已经出现之后，它令我们意识到或许会有诱人的机会出现。

这一事实不仅仅是针对那些在重组中毫发无损的根深蒂固的证券而言（例如在本书第2章提到的布鲁克林联盟高架铁路公司利率为5%的证券），同时也适用于那些“萎缩”的或是其他受到调整方案影响的高级证券。这一点在由于清算或对外销售资产而导致的现金分配或其他类似的情境中频频发生。

---

① 见附录注释67，有关福克斯电影公司利率为6%，期限至1936年的债券的文字材料在1934年版《证券分析》中，其在1933年的售价是75美元，产生的收益率为20%。

另一个例子：1938年的溶胶灯公司（Tung Sol Lamp Company）债券利率是4%，期限至1941年，售价是50美元。鉴于公司的资源和收益，该证券的规模很小以至于其每年支付的金额几乎没有变动。

例如：下面给出3个有关这类情况的典型例子：

1. 安大略电力服务公司（Ontario Power Service Corporation）利率为5.5%（1950年到期）的第一证券。该证券在1932年7月1日拖欠利息支付。当时的债券售价低至21美元。不久以后，安大略水力发电委员会（The Hydro-Electric Commission of Ontario）在安大略省的全额担保下，对应原来每1 000美元的证券，委员会给出的最新报价为900美元，也就是说新债券在1933年12月的报价是90美元，相当于旧债券81美元的售价。没有进行此类兑换的少数债券持有人得到了债券面值70%的现金。

2. 联合洗衣公司利率6.5%，1936年到期的证券。在1932年2月指定清算者。该债券在1932年4月的报价是4美元。并于1932年6月对外出售资产，其偿付的清算股息分别是1932年8月的12.5%和1933年3月的2%。直到1933年12月该债券报价仍然是4美元，这表明人们预期的未来分配数额至少是4美元。

3. 菲斯克橡胶公司利率8%，1931年到期的第一证券，及利率为5.5%，1931年到期的公司债券。有关此类证券的信息可参考本书第18章。在1931年1月宣布托管。在1932年，利率为8%和5.5%的证券售价分别跌至16美元和10.5美元。该公司在1933年实施重组，其中利率为8%的证券持有人获得40%的现金，而利率是5.5%的证券持有人得到了37%的现金，连同两个后续公司的有价证券。1933年末，前者的现金和新证券总值已接近100%，后者的总值则是其自身价值的70%。

清算导致的价格模式

在接管或破产过程中很可能会遵循某些价格模式，尤其是在这个过程很漫长的情况下。最初，不论与发行价格相比，还是与其最终的常态价值相比，股票在销售过程中往往会呈现出价格过高的趋势。但因为投机者们往往会受到低廉价格的吸引。就优先股而言，人们的投资热情随着资不抵债的进程而逐渐降低，价格也就随之滑落。因此，在准备好宣布重组计划之前，高级证券的价格有可能会在很短的时间达到最低的水平。

我们有必要进行一些有益的分析以便密切关注这类情况，努力挖掘售价远远低于其自身内在价值的证券，并确定对其开展交易的最佳时机。但是，我们必须当心不要对选择合适购买时机过分计较。证券分析的一个基本特征，在我们看来，就是时间因素永远都不是主要的考虑因素。因此，我们在这里使用修饰词——“大约”，就是为了说明，购买者判断应当在何时介入证券交易的“正确时间”可放宽至几个月甚至更久，其灵活性是很大的。

铁路证券托管的时机

在1932年之后的几年时间里，大部分美国铁路证券都落入信托公司手中。在1938年年末，全国有总里程共计78 016英里的111家铁路公司证券（占全美铁路证券总额的31%）是由破产公司接管人或信托人管理的。这是有史以来官方控制铁路证券范围最广的一个时期。每一种情况下的企业重组都被拖延了很久，一方面是因为要解决繁复的资本结构，另一方面是因为对未来正常收益的不确定性。因此，很

多证券的价格下降到了非常低的水平——这无疑为精明的投资者提供了很好的机会，从整体上看，好在铁路证券收益与总体交易额相比，其令人沮丧的状况并没有持续太长时间。

以 1939 年底的状况为例，似乎许多重要铁路证券的第一抵押留置权与未来运营商的消极预期相比已经下降到了更低水平。当然，这些证券的价格要比债券和可抵债股票更便宜，后者中的大部分是依据其现状进行自由交易的；如果未来的局势就像托管债券所预期的廉价销售的结果那样，那么可低债股票将面临破产的危险。后者的证券分析技巧详见本书附录的注释 66 以及第 12 章。

第51章

价格和价值的差异（续）

我们在上一章提到的主要普通股和次要普通股的实际区别，类似于在高级证券领域中成熟证券与非成熟证券之间的差别。成熟证券可以被界定为是一家长久以来一直为投资民众所熟知的企业证券（该证券本身可以是最新发行的证券，只要这家公司在投资者中享有较高的声誉）。在市场中，成熟证券和非成熟证券有时会趋于采取不同的行为模式，具体表现如下：

1. 成熟证券的价格往往是稳定的，尽管其投资地位被严重削弱；

2. 非成熟证券对任何种类的不利因素都反应敏感，因此，它们的价格经常是远远低于其分析数据结果所保证的水平。

成熟证券的价格惯性

这些特征之所以互相对应的原因，部分是由于典型投资者的惰性和缺乏洞察力。他们购买某种证券的理由是出于其口碑而非相关的分析报告，并会忠心耿耿地持有已经买入的股票。所以，老牌证券的持有者不会轻易卖出股票，而且价格的小幅下跌甚至会吸引那些谙熟该证券的买家纷纷买入。

例如：美国橡胶公司8%非累积优先股的交易历史，可以很好地说明成熟证券的这一特性。该证券在1905—1927年的时间里得到了全额的股息。在每年这个时期，除了1924年，都有投资者以高于票面值的价格购买该股票。这一证券的盛行完全归功于它的好口碑和股息分红记录，因为在这段时期的大多数数据统计结果表明，该公司的经营并无亮点可言，甚至对于工业债券来说也是如此，所以由此而评判非累积优先股的购买是远远不够的。该公司在1922—1927年期间的利息费用和优先股股息合计数据如下：

1922年 …… 1.20倍
1923年 …… 1.18倍
1924年 …… 1.32倍
1925年 …… 1.79倍
1926年 …… 1.00倍
1927年 …… 1.01倍

该股票在1928年的售价高达109美元。在那一年，该公司持续巨额亏损，优先股股息分红也一度终止。尽管经营惨淡而且无利可谈，这一证券在1929年的实际售价仍为92.5美元，其售价在1932年是3.125美元。

非成熟证券的脆弱性

非成熟证券几乎全部集中在工业领域。在形形色色的铁路高级证券中，成熟因素的作用微乎其微；在公用事业类企业中（比如电力、人工燃气、电话和自来水公司等），证券价格的波动与统计数据结果密切相关，而不受股票口碑或知名度等因素的影响——除了那些规模很小的企业。

工业融资为投资市场源源不断地输入新鲜力量，涌现了一批新公司的债券和优先股证券。由于这些新公司证券的收益率略高于相当等级的成熟证券的标准收益率，投资者们往往禁不住利润的诱惑而纷纷购入新上市股票。如果在发行过后这些新上市证券依然保持不错的盈利能力，那无疑是一个皆大欢喜的结果。但事实上，任何不利的发展形势通常都会导致市场价格的严重下降。非成熟证券的这一弱点进一步论证了我们的结论，即购买新上市的工业债券或优先股股票的直接投资行为是不明智的。

正是因为非成熟证券面对不利事态发展时的过分敏感，其价格常常会降至过低，并因此为投资者们提供了颇具吸引力的购买机会。这种做法是毋庸置疑的，但是投资者在试图拼命把握这些差价的同时仍然应该保持足够的警惕。首先，非成熟证券在市场上频遭冷眼绝不仅仅是因为投资者知识匮乏这样的主观问题。“成熟性”通常被看做是证券的一种客观特质，源自于其在证券市场中展示的“迎风破浪”的能力。尽管这个定义不完全准确，在一定程度上，仍然可以用它来说明投资者对成熟证券的青睐。

也许更重要的是，成熟证券与非成熟证券之间在规模和知名度上的巨大差别。较大规模的公司一般都是年代久远的企业，其高级证券早已为公众所熟知。因此，非成熟债券和优先股股票往往是指那些不太重要的企业发行的证券。但是，我们在讨论工业投资时已经指出，在工业领域中，独具优势的规模被理所当然地认为是最重要的特质。由此可见，非成熟证券这一令人不可忽视的弱点势必使其遭受相应的挫败。

非成熟工业债券很难实现一定的投资等级

不论从逻辑上或是实际来看，非成熟工业证券很难达到一定的投资等级，并最

终只是适合进行投机性交易。反过来，这就要求市场价格之低要足以保证实现未来的大幅上涨。例如，价格通常必须低于 70 美元。

希望大家依然记得本书有关投机高级债券的讨论，我们把大概 70 ~ 100 美元的价格区间称做“主观变化范围”，一个证券可能会在普遍认可的合理范畴内卖出。但是，就非成熟工业债券或优先股股票而言，不论数据显示结果多么令人满意，证券分析师都不应当被其范围内的价格水平迷惑。只有在此类债券能够以投机价格购入的时候，分析师才应该垂青于它。

有时，这个规则也存在例外，正如我们在前面一章提到的福克斯电影公司 6% 债券以及本书附录注释 67 中所描述的那样。

鉴于此类证券在契约方面存在着不足，是否这种例外情况的确包括非成熟工业优先股证券，这是我们所质疑的。在上面提到的康格勒姆公司优先股一例中，该公司在所属领域中的地位突出，由于自身交易行情的不活跃，其优先股并未显得过分地“不成熟”。

比较价格的差异

比较本身并不令人生厌，但对证券分析师来说，它有着某种难以名状的魔力。确定证券 A 比证券 B 更可取，要比判定证券 A 本身的吸引力要简单得多。但是，在有关比较分析的这一章节，我们已经暗示了推荐证券交易时的特别责任，我们也已经对纯粹迷信数量优势的做法提出警告。未来的一切在统计数据面前都是公正的。我们可以换个角度，建议证券分析师对交易不做任何形式的鼓励，除非出现如下情况：（1）在其自身看来，所购证券具有吸引力；（2）参与比较的证券之间存在明确的契约关系。下面用我们记录的两个比较事例来说明第一种情况（见表 51—1 和表 51—2）。

表 51—1　　1932 年 3 月所做的比较

项目	沃德烤制公司（利率 6%，1937 年到期，价格 85.25 美元，收益率为 9.70%）	伯利恒钢铁公司第一债券（利率 5%，1942 年到期，价格 93 美元，收益率为 5.90%）
所得利息费用总额保障倍数：		
1931 年	8.1 倍	1.0 倍
1930 年	8.2 倍	4.3 倍
1929 年	11.0 倍	4.8 倍
1928 年	11.2 倍	2.7 倍
1927 年	14.0 倍	2.3 倍
1926 年	14.5 倍	2.6 倍
1925 年	12.6 倍	2.1 倍
7 年的平均值	11.4 倍	2.8 倍
债券发行额（美元）	4 546 000	145 000 000 [1]

（续前表）

项目	沃德烤制公司（利率6%，1937年到期，价格85.25美元，收益率为9.70%）	伯利恒钢铁公司第一债券（利率5%，1942年到期，价格93美元，收益率为5.90%）
股票的市场价值（美元）		
（1932年3月平均值）	12 200 000	116 000 000
现金资产（美元）	3 438 000	50 300 000
净营运资本（美元）	3 494 000	116 300 000

I 包括有担保股票。

在该比较中，沃德烤制公司证券的统计数据强于比伯利恒钢铁公司债券。此外，尽管有着高回报，仍然有充分保障来评判其投资等级。定性因素虽然并不醒目，但没有显示任何交易破产的迹象。因此，我们可以建议投资者购买这一债券，或者以此替换伯利恒钢铁公司利率5%的债券。

表51—2 1929年3月所做的比较

项目	斯皮尔公司（家具店）第一优先股（股息7%，价格为77美元，收益率9.09%）	共和钢铁公司优先股（股息7%，价格为112美元，收益率6.25%）
利息和优先股股息保障倍数		
1928年	2.4倍	1.9倍
1927年	4.0倍	1.5倍
1926年	3.0倍	2.1倍
1925年	2.5倍	1.7倍
1924年	4.7倍	1.1倍
1923年	6.5倍	2.5倍
1922年	4.3倍	0.5倍
7年的平均值	3.9倍	1.6倍
债券发行额（美元）	无	32 700 000
（第一）优先股股数（美元）	3 900 000	25 000 000
低级证券的市场价值（美元）	3 200 000 I	62 000 000
净营运资本（美元）	10 460 000	21 500 000

I 包括估价为50美元的次优先股。

在这一比较当中，斯皮尔公司证券的数据统计结果毫无悬念地好于共和钢铁公司优先股。但是，就其本身的交易类型和之前我们讨论的优先股弱点等事实而言，该数据结果并不足以使人们对其投资优势充满信心。该证券价格的最低点也并不足以推荐公众去进行在完全投机基础上的投资，因为其中最应关注的是增加本金的机会。反之，这就意味着我们不能坚持推荐投资者用该证券去替代其他证券，比如替代共和钢铁公司优先股。

明确相关的债券对比

当我们在审视明确相关的几种债券时，往往会得出情况各不相同的结论。因此，看待证券交易行为只能够从其各自在特定情况下的优势入手；至于在某种情况下是否应当参与或继续持有该债券，并不是分析师要承担的责任。在前面几章我们所讨论过的一些案例中，相对价格之间存在明显的差异，需要证券交易的权威推荐意见的介入。这些差异的产生源于共同市场对契约条款认识的屡屡失误，常常也是源于投机市场对普通股日益关注并逐渐忽视高级证券的趋势。本书在讨论担保证券的价格差异时给出了有关第一种类型的例子。各种城际高速动输公司证券之间的价格差异可参见附录注释 56，布鲁克林联盟高架铁路公司 5% 债券及布鲁克林 – 曼哈顿运输公司 6% 债券之间的价格差异详见本书第 2 章，这些事例都属于第一种类型的范畴。

在第 25 章，我们讨论了高级可兑换证券和普通股票之间不合逻辑的价格关系问题。这些例子都属于第二种类型——即机会往往源于投资者对较活跃次级债券的投机利益的关注。同样可以说明这一总趋势的其他案例是，发生在 1933 年 8 月的美国供水和电气公司“自由”普通股证券和同一证券的股权信托证之间价格差异为 7 个点的事例。这种局面不仅需要直接交换业务，而且还会有对冲买卖。

类似的比较还 1933 年 7 月的南方铁路公司 5% 无累积优先股在没有股息分红的情况下其售价为 490，而同属于该路段的移动俄亥俄州股票信托证券则承受着股息 4% 的永久担保，后者在当时的售价为 39. 750。即使立即恢复优先股股息并保证其不间断地持续发展，在此之后的收益率也将低于高级定息证券所能达到的标准。（1939 年，相对于移动及俄亥俄公司 4% 权证约为 400 的价格，南方铁路公司优先股仍然没有分红，其售价是 350。从这些价格不难看出，担保证券依然占据了明显优势。）

其他的不确定差异

在上述例子中，差异是可以通过数据分析结果进行论证的。高级证券和初级证券之间还有相当一些价格差异是无法得出确凿论证的，但却足以让投资者进行实际应用。比如说，截至 1934 年 8 月 1 日，由科罗拉多州燃料和钢铁公司担保的科罗拉多工业公司 5% 债券，其售价在 1933 年 5 月是 43 美元，而科罗拉多州燃料和钢铁公司 8% 优先股在没有分红情况下售价为 450 美元。该发行债券必须在 14 个月的时间全额付清，否则其优先股将面临破产的灭顶之灾。为了证明以相同价格买入的优先股比债券更有价值，该债券务必应该在一年之后小规模地平价付清，并恢复优先股股息以及在这一短期时间内偿还的红利。这一切几乎是不可能的。

在比较同一家公司的非转换优先股与普通股时，我们发现当两个证券均处于投机基础上的时候，相对来说，后者总是呈现出售价过高的趋势。但是，只有在优先股具备累积股息的情况下，这类比较才是可行的（具体原因详见本书第 15 章有关非累积证券缺陷的讨论）。当累积次优先股在 1933 年 4 月的售价是 11 美元的时候，美

国和外国能源公司普通股证券售价为100美元，这显然是毫无根据的。再比如，芝加哥大西部铁路公司普通股于1927年2月的售价是21.50美元，而其累积每股股息为44美元的4%优先股的售价是32.50美元，这显然也是毫无根据的。

的确，如果在这种时候出现一派繁荣的景象，普通股价格最终将有可能超越优先股。然而，即使这一切确实发生，该公司势必还要经历一个恢复优先股股息并偿清累积股息的过渡时期。因为优先股会从此类发展中直接受益，它们将可能（至少有一段时间）为高级证券建立一个远远高于普通股价格的市场价值。因此，无论何种程度的改观出现，低价买入优先股证券都好于投资普通股票。

由于特殊供求因素产生的差异

我们一直以来所考虑的不合理逻辑的关系是源于供给和需求的条件，反之，这些供需条件正是盲目投机购买的产物。有时候，某些临时影响需求或供应状况的特殊因素会导致价格差异的产生。

例如：1933年，在城际高速运输公司5%证券和7%证券之间不合逻辑的价格关系。大量偿债基金的操控者选择购买了该公司5%债券，这无疑会助长前者价格提高的比例失衡。另一个典型例子是，1921—1922年战后调整阶段利率为4.25%的美国战时债券的市场行为。在战争期间，投资者在爱国信念和银行贷款资助的驱使下，大量买入此类债券。战后，公众清算贷款的普遍愿望引发了大规模的抛售，价格因此再度回落。实际上，这一特殊的抛盘压力导致美国战时债券基价比高级铁路债券更低，当然，后者在证券中等级较低并在税收方面处于更加不利的地位。表51—3比较了二者在1920年9月的同期价格。

表51—3　　战时债券与铁路债券的同期价格比较（1920年9月）　　（单位：美元）

证券	价格	收益率
美国第四战时公债（利率4.25%，1938年到期）	84.5	5.64% [I]
太平洋联盟第一证券（利率4%，1947年到期）	80	5.42%

I 未考虑免税。

这种状况为证券分析师提供了一个极好的推荐机会，建议投资者的购买由老牌铁路证券转向战时债券。

不久以后，这些战时债券证券和截至1923年，利率为4.75%的美国胜利债券之间产生了微弱的价格差异。当时，本书的作者之一就该情况撰文发表了自己的看法。详见本书附录注释68，这也可以作为实践证券分析的又一案例。

美国储蓄债券提供的类似机会

对于采用温和策略的投资者而言，美国政府和企业责任之间在最近几年已经出现了差距。美国储蓄债券的收益率（每年向任一个人提供最高额度为10 000美元的本金）按照通常的复利计算标准是2.90%，按照单利计算则是3.33%。这一收益率

明显高于公用事业和工业证券返还的收益。[①] 除了企业证券目前必须明确规定的安全因素，美国储蓄债券在正常收入税方面享有微弱的免税优势，并且其主要优点在于，持有者在任何时间都可以赎回期权，从而保证免遭市场价格突变的损失。

① 在1940年最初3个月的时间里，这类债券的平均收益率根据A1+评级标准统计公司的数据，分别只有2.62%和2.44%。

第52章 市场分析与证券分析

从严格意义上讲，预测证券价格并不属于证券分析的范畴，然而，人们一般认为这两项活动是密切相关的，并且常常是在同步进行这两方面的运作。投资者预测价格过程的出发点各不相同，采用的手段更是花样百出。华尔街的证券分析人士花费了大量的时间和精力在对“共同市场”即时反应的预测上，这堪称是一门科学、艺术，或者说是消遣。这一点完全可以从金融出版物上层出不穷的数据分析中得到印证。某些服务机构或专家声称其宗旨是预测证券市场的长期发展趋势，因而他们对股市的日常波动并不予理睬，而是关注更大时间范围内的行情震荡，比如以几个月作为一个周期。为了区别于市场证券的整体分析，也有的人把目光投向了对个股市场行为的预测。

市场分析作为证券分析的一种替代或辅助

假设这些活动的开展并不仅仅表示猜测，而是足够地细致认真，那么所有活动或是其中一部分就可以称做是“市场分析”。在这一章我们希望探讨的是，市场分析在何种程度上可以被看做是证券分析的一种替代或辅助。这个问题是很重要的。如果就像许多人所认为的那样，我们可以不必参考任何基本价值去预测股票价格的波动，那么把证券分析仅仅界定为固定值投资的选择行为就是合乎情理的。因为，在提到证券的普通股类型的问题时，掌握买卖证券时机或者具备选择最具潜力股票的技巧，这显然比不辞辛苦地评判证券的内在价值要有益得多。还有许多人认为，结合一只股票的内在价值来分析其市场地位就能得出最佳结论。如果真是这样，那些在固定价值领域承担风险的证券分析师也必然胜任市场分析家的职责，以便可以同时从两个角度审视同一情况。

我们并没有资格去对不同方式的市场分析的理论和技巧评头论足。我们自身能做到的，就是更加广泛地对有关价格预测的大前提进行推理。即使这样的做法有些粗略，但还是可以寻求到一些关于市场分析和证券分析之间错综复杂关系的有益结论。

两种市场分析

市场分析的方法可以分为两种。第一种方法是完全通过股市之前的活动来发掘预测素材；第二种则是考虑到各种各样的经济因素，例如，总体和特定的交易环境、货币利率、政治前景等，市场行为本身只是众多的研究因素之一。第一种方法的基本理论可以这样概括："市场是其自身的最佳预测者。"一般来说，市场行为是通过标示了个股或"平均"股票活动的图表进行研究的。那些主要从事此类价格变动研究的人被称为"图表分析员"，而其研究过程通常被称为"读表"。

但是，必须指出的是，当今的很多市场分析是上述两种方式的结合，因为市场行为本身只是构成该研究领域的主导因素而非唯一因素。整体经济表现的作用尽管不是首要的，但是仍然十分重要。所以，不论是在市场行为的技术诠释方面，还是在其与外界因素的协调方面，都为个人判断留有充分的余地。然而，市场分析方法中最知名的"道氏理论"，则仅限于对市场行为的研究，因此我们认为，分别处理图表是有道理的，其内容仅适用于股票价格。

第一种类型市场分析的含义

必须承认，这种"技术研究"在过去15年的时间里迅速时兴起来。但是在1925年，证券分析的声望遭受了重创——至今尚未痊愈，"读表"分析法的追随者与日俱增，即使是在经济大萧条和随后的几年中亦是如此。诚然，许多对此持怀疑态度的人试图以该方法类似于占星术或招魂术为由扳回一局，但华尔街的重视又令它显得那么不可小看。我们在此处有意略掉了"读表"分析法的主要理论甚至是精要概说，以免该讨论超出逻辑推理的范畴。[①] 我们仅希望探讨其整体思路的含义，即通过对其之前价格波动的研究来预测未来走势。

我们相信，这一考虑将得出如下结论：

1. "读表"分析法不可能是一门科学；
2. 没有证据表明这在过去是一种可靠的股市盈利方法；
3. 其理论依据是建立在错误推理或纯粹武断的基础上的；
4. 它的盛行是源于随意投机行为的某些优势，但是这些优势往往随着"读表"人数的增加而日渐消退。

1. "读表"分析法不是一门科学，也不可能永远可行

"读表"分析法并非一门科学，这一点是显而易见的。假定它是科学，其结论通常就应该是可靠的。如果是那样的话，人人都可以预测明天或下周的股价波动，并

① 见附录注释69。

且人人都能够通过恰当时机的证券买卖而不断获利。这显然是不可能的。只需稍加思考，我们就应当认识到，在人为因素控制下不可能存在这样的科学经济预测。此类预测的“可靠性”恰恰可能会导致人们采取行动，并因此而自断其路。因此，沉思熟虑的图表分析家承认，只有在少数人掌握成功秘诀的前提下，才可能存在持续的盈利。

2. 由于这一事实，我们可以断言，广为人知并且能够长期盈利的“读表”分析法是不存在的①

一旦为人所知，该方法势必会被无数投资者火速采用，而这恰恰断送了其自身的价值。

3. 值得商榷的理论基础

“读表”分析法的理论基础如下：

（1）市场（或某一股票）的波动反映了对其感兴趣者的行动和态度；

（2）因此，通过研究市场行为记录，我们可以预测市场的未来走势。

这一前提很可能是真实的，但结论未必如此。我们可以通过研究图表了解该股票大量的技术状况，但这并不足以让我们从中盈利。赛马爱好者痴迷研究赛马的“历史表现”，但实际输赢结果未必如其所愿，就是一个很好的例证。无疑，这些图表蕴含了很多参赛者相关优势的重要信息，这常常使我们能够筛选出比赛的获胜者；但问题在于，有价值的信息并非每次都能保证人们获胜，这就是作为博彩的赛马运动有利可图的原因。

进一步来讲，证券分析本身的情况也是如此。研究一家公司过去的盈利状况，有助于投资者对其未来收益趋势的预测——但有帮助并不意味着万无一失。所以说，证券分析和市场分析在某个方面是极其相似的，即其数据本身并不能保证必然的投资收益。二者的差异在于，证券分析师可以通过安全边际来保护自己，而市场分析家却无法做到这一点。

毫无疑问，对于那些善于解读图表数据的投资者而言，图表所显示出的市场行为在有些时候带有明显的可靠性。如果说图表分析的应用只限于那些真正有说服力的事例，那么更为肯定的论点则有可能会支持“技术研究”。但是，这类准确信息似乎并不经常出现，与此同时，人类的缺乏耐心以及图表分析家的职业急迫感都促使他从尚不确凿的数据中更加频繁地做出判断。

4. 其他的理论与实践弱点

对于股市交易员来说，图表分析的魅力就像是患了不治之症的病人对灵丹妙药的渴望和依恋。事实上，股票投机者的确遭受了某种几乎是无法治愈的疾病困扰。然而，他所寻求的解药并不是不去投机，而是不再贪求利润。抛开所有的经验，他安慰自己说这些都有可能获得并保留下来；于是，他自始至终都不加批判，贪婪地把握每一次可能成功的机会。

我们认为，图表分析的所谓道理，主要源于它对那条正确的博彩格言的坚持，即“失败则止，得益则行”。该原则通常防止了大规模的突发损失，有时它还会实现

---

① 道氏理论的追随者声称，该理论多年来不断取得成功。我们认为，这一说法存在很多疑问——我们可以看一下对于各种关键场合，该理论对于特定的存在争议的解释所提出的观点。

不错的利润。因此，遵循这一原则的做法很可能比偶尔追随“市场秘诀”的结果会更好。鉴于图表分析的这一优势，商人们相信，通过深入发展图表分析的技巧，他们的收益也将会随着其可靠性的提高而继续增长。

但他们忽视了这个结论中的双重谬误。在轮盘赌中的许多玩家都遵循类似的规则，从而保证他们在任何情况下都不会满盘皆输，并且偶尔还可以稳赚一笔。但是，他们最终会发现，把每次不多的损失金额累加起来，总数已经远远超出了那几次盈利的收益。（事实的确如此，因为数学上某段时间的输赢几率是无法操控的。）这个道理同样适用于股票交易者，他会发现证券交易的开支令人不堪重负。第二个困难是，随着图表分析方法越来越普及，在无利可图的交易中亏损的资金数额呈上升趋势，利润也趋于减少。因为遵循同一项规则的投资者日益众多，他们大致在相同时间收到买入股票的信号，如此激烈的购买竞争最终势必导致他们所支付的平均价格偏高。反之，为了减少亏损或是保证利润，当这伙人决定在同一时间抛售股票的时候，再次产生的后果将是其平均价格偏低。（“避损指示”曾经是证券投资者十分有利的技术策略，但是随着运用该手段的人数越来越多，其对价值的保护作用就被大大地削弱了。）

我们认为，比较聪明的图表分析投资者们能够识别出这些理论弱点，并把市场预测行为看做一项集才能、判断、直觉和其他个人品质于一身的艺术。他们承认，并不存在什么既定的议事规则，可以让人们只需自动追随即可获得成功。因此，在华尔街商界，一种综合或者说是兼容并蓄的分析方法日趋盛行，其中对市场业绩的深入研究相对于整体经济背景应运而生，并受到以往判断经验的检验。

作为第二种类型的机械预测

我们在探讨该观点的重要意义之前，先来看一下建立在市场因素以外的另一种类型——机械预测。就一般市场而言，通常的程序是构建代表不同经济因素的各项指标，例如货币利率、货运量、钢铁产量等，并观察这些指标的近期波动从而推断出即将发生的变化。最早的此类方法之一，也是其中非常简单的一种，就是建立在操作过程中的高炉比率基础之上的。

这一理论是由美国克利夫兰德信托投资公司里昂纳德·艾勒斯发展起来的。其结论是，证券价格通常是在操作过程中的高炉低于总数 60% 的时候达到最低点，反之，在高炉在使用过程中上涨超过 60% 的时候，证券价格随之达到顶峰。艾勒斯的同期理论认为，债券价格会在生铁生产达到低谷的 14 个月以后实现最高值，而股票价格将在生铁生产出现最低点的两年之后达到顶峰。

这个简单的方法是所有机械预测方法的典型代表，因为

1. 在先验推理的基础上看，这似乎有几分道理；
2. 它在过去的很多年中得到了广泛应用，因此为公众所信任。

所有这些方法中均不可避免的弱点在于时间因素。比方说，市场上的高利率在持续一段时间之后将导致急剧下降，做出这样的预测是轻松和稳妥的，但究竟“多快”，没有人能够科学地回答这个问题。所以，许多证券预测服务成了一种伪科学，它们想当然地认为，过去偶然发生过几次的（或是通过不断实验和犯错才辛苦得出

的）某些时间滞后或巧合，在未来有可能以同样的方式再次出现。

因此，从广义上说，试图参照机械指数来预测证券价格的波动，有可能遭到与“读表”分析者们经历过的同样的质疑。它们并不是真正的科学，因为找不到任何令人信服的支撑理由，另一个原因在于，从逻辑角度出发，在经济领域不可能存在真正科学的（即完全可靠的）预测方法。

与证券分析相比，市场分析的劣势

最后，我们回到之前得出的结论，即成功的市场分析行为是一门需要特殊才能的艺术。证券分析也是一门艺术，而且，如果没有才能和学识兼具的证券分析师，它也不会产生令人满意的结果。然而，我们认为，证券分析要比市场分析具有更多的优势，对于那些训练有素的聪明人而言，前者更有可能成为其赢得成功的领域。证券分析的首要任务在于防范突发事件。我们通过坚持安全边际，或是远远超过所付价格的价值来获取这种保障。其代表思想是，即使证券的实际价值与其表象不相符，交易本身仍然可以是令人满意的。在市场分析中，没有安全边际，只有对错之分，并且，如果你犯错，就一定会赔钱。①

市场分析师的首要职责在于减少损失和保障利润（在股价开始下跌的时候抛售），这将导致活跃的证券交易趋势。相反的，这意味着买入和卖出的花费成为最终结果的一个严重不利因素。基于证券分析的操作行为通常属于投资类型，从而与活跃的交易无关。

第三个市场分析的劣势在于，它在本质上是一场心智的斗争。投资者通过市场交易获取的利润，大部分是建立在进行同样操作的投资者遭受损失的事实基础上的。交易者必然会青睐那些更加活跃的证券，而其价格波动源自于无数从事同样类型交易的操作者的活动。市场分析师只有在假定他比对手更聪明，或者运气更好的时候，其预测才有可能成功。

另一方面，证券分析师的工作并不存在与同行竞争的因素。通常情况下，他选择购买的证券，并不是出自另外一个同样对该证券深思熟虑后卖出的投资者之手。我们必须强调的是，证券分析师所分析的证券数量要比市场分析师多得多。在这个长长的分析清单里，他会选择那些市场价格无法真实反应其内在价值的证券。这些证券之所以表现如此，或是因为被人们忽视，或是因为投资者过分在意某些很可能是临时存在的不利因素。

市场分析看似比证券分析简单，而且其回报也有可能比后者实现得更快，然而正是出于这些原因，它在长期发展中更可能令投资者感到失望。无论是在华尔街或其他任何地方，都不存在轻松可靠的赚钱捷径。

---

① 如果把这两项活动看做可能的职业，我们倾向于得出一个类似于法律和音乐界之间比较的结果。一位才华横溢的律师应该是过着某种体面的生活；一位才华横溢的（只是才华横溢）的音乐家，则会在成功的演唱生涯中面临重重艰辛和磨难。由此可见，一名出色的证券分析师应该能够从工作中取得令人满意的结果，然而对于市场分析家来说，长期的成功意味着异乎寻常的特质——或者说罕有的好运气。

基于近期前景的预测

金融区所提供的很多分析和建议都取决于所涉及公司的近期商业前景。据推测，如果前景看好，期待该证券价格提高的投资者们应该马上买入，并等待日后行情真正看涨的报道。在这个推理过程中，证券分析和市场分析是互相吻合的。一般认为，市场前景与商业前景是一致的。

理论上说，购买股票主要是根据其即时表现，但在我们看来，这使得投机证券的选择过于简单了。其弱点基于这样一个事实，即目前的市场价格已经体现出与前景预期的一致性。在许多情况下，这些预期的前景已经大大超出了它现实中的实际表现。当人们基于某一只股票的来年收益有望改善而推荐它的时候，双重危害应运而生。首先，有关明年收益结果的预测可能是错误的；其次，即使预测准确，其现时价格有可能存在贴现，甚至于过度贴现。

如果市场总体上只是反映今年的收益情况，那么对其来年盈利的准确预测将为投资者带来不可估量的价值，但是，这一假说的前提是不正确的。请参考表 52—1，该表显示了美国钢铁公司普通股的每股年度收益，同时还给出了该证券在 1902—1939 年期间的价格幅度。扣除 1928—1933 年这段时间（在此期间，过激的商业变化必然会引起相应的股价波动），我们很难在收益波动与市场报价波动之间找到任何明确的关联。

表 52—1　　美国钢铁公司普通股股价 （1901—1939 年）

年份	每股收益（美元）	市场价格的波幅		
		最高值	最低值	平均值
1901	9.1	55	24	40
1902	10.7	47	30	39
1903	4.9	40	10	25
1904	1.0	34	8	21
1905	8.5	43	25	34
1906	14.3	50	33	42
1907	15.6	50	22	36
1908	4.1	59	26	48
1909	10.6	95	41	68
1910	12.2	91	61	76
1911	5.9	82	50	66
1912	5.7	81	58	70
1913	11.0	69	50	60
1914	−0.3	67	48	5
1915	10.0	90	38	64
1916	48.5	130	80	105

（续前表）

年份	每股收益（美元）	市场价格的波幅		
		最高值	最低值	平均值
1917	39.2	137	80	109
1918	22.1	117	87	102
1919	10.1	116	88	102
1920	16.6	109	76	93
1921	2.2	87	70	79
1922	2.8	112	82	97
1923	16.4	110	86	98
1924	11.8	121	94	108
1925	12.9	139	112	126
1926	18.0	161	117	139
1927 I	12.3	246	155	201
1927 II	8.8	176	111	144
1928	12.5	173	132	153
1929	21.2	262	150	206
1930	9.1	199	134	167
1931	-1.4	152	36	99
1932	-11.1	53	21	3
1933	-7.1	68	23	4
1934	-5.4	60	29	4
1935	-2.8	51	28	4
1936	2.9	80	46	63
1937	8.0	127	49	88
1938	-3.8	71	38	5
1939	1.84	83	41	62

I 在许可40%股息之前。

II 在许可40%股息之后。

在附录注释70中，我们再现了一家重要的统计咨询机构在1933年末对两个普通股股票进行分析推荐的有效部分。不难看出，大多数推荐意见都是建立在对1934年清晰可见的前景预期基础之上的。至于是否需要理清这项交易的公平价值并将其价值与现实价格进行比较，并没有任何相关的努力迹象。详尽的数据分析结果表明，该证券之所以售价低于其内在价值的原因仅仅源于其不利的近期前景，反之亦然，某些普通股正是由于其前景看好而受到推荐。

不论分析家们的预测是基于市场的技术地位，还是交易的整体前景，或者是个股的具体前景，他们是否能够非常成功地预测未来短期内的某个个股的市场行为？我们对此表示质疑。若是希望取得更加令人满意的结果，在我们看来，不妨把分析

家的努力集中在以下几个方面：

1. 选择符合严格安全测试标准的标准高级证券；

2. 发掘那些达到投资等级并具有可观价值利润空间的高级证券；

3. 发掘那些销售价格远低于其内在价值的普通股或投机性高级证券；

4. 确定相关证券之间存在的具体价格差异，此类情况有助于投资者判断是否进行交换、套期或套利操作。

我们对投资政策的意见总结

最后，让我们将注意力从分析师转移到证券持有者身上，并简要地就其可为与不可为的具体事宜说一下自己的看法。以下是对不同类别投资者做法的补充总结。

第一种： 小范围的投资者

1. 收入投资

对这样的投资者而言，在目前情况下，美国储蓄债券是其进行稳妥的收入积累的唯一明智选择。其他那些良好的投资行为都收益甚微，而且缺乏针对中期和后期亏损的相应保护措施。看似具有高回报率的直接债券和优先股，几乎无不涉及潜在的风险因素。商人们五花八门的“储蓄计划”和类似的证券销售布满了陷阱。那些受到他们所谓“自由收入”的蛊惑而垂青美国储蓄债券的投资者们，极有可能后悔自己的选择。

2. 利润投资

对于小型投资者和大型投资者双方而言，有 4 种投资方法：

（1）当市场水平明显低于长期客观的判断标准时，购买典型的普通股股票。这项策略需要人们极富耐心和勇气，并能做到胜券在握，万无一失。我们相信，坚持下去，结果必然会是令人满意的。

（2）以与实际业绩相关的合理价格购买特殊的成长型个股。在人们普遍认为该股票存在增值可能的时候，其价格很少是公道的。如果投资者购买证券的判断标准是基于对该股票未来成长趋势的信心，而非人云亦云，才有获利的把握。当然，也有可能会由于判断失误而付出代价。

（3）购买稳妥型特权高级证券。兼顾安全稳妥与升值潜力的购买行为是一种罕见但绝非首创的投资现象。

在这一领域，倘若选择慎重就会带来不错的结果，这需要投资者的耐心与恒心兼备。

（4）购买其销售价格远低于内在价值的证券。考虑一个证券的内在价值，不仅包括其过去的收益和流动资产的价值，还包括其未来的盈利能力，要保守估计——

换言之，要同时兼顾质量和数量。我们认为，由于现在很多证券相对而言是不得人心的，所以必然会存在很多时候，市场误入歧途，从而为某些投资者创造了真正的机会。这些情况有可能发生在对债券、优先股和普通股的投资活动之中。

在我们看来，寻找和识别上述类型证券价值的方法也同样适用于小型投资者，作为业余投资人士，他们迫切需要证券分析的实践经验，尽管毫无疑问地，这需要他们比一般人更加聪慧和训练有素。但是，这一切必须遵循一个准则，即业余投资者的设想应当得到专业人士——比如纽约证券交易所的统计员的批评指正。当然，谦虚与自信这两种品质并不互相矛盾；再有一个道理是，除非有资格为他人提供专业意见，一个人千万不要独自为自己拿主意。

3. 投机

当然，小范围的投资者有权摇身一变成为投机者。（事后他还有权为此感到后悔。）投机行为五花八门，并因而产生了各式各样成功的可能性：

（1）买入创业项目的新股票。这是我们要坚决抵制和强调的。那些有可能不假思索地大规模买进新股，只为自己保留极少部分本金的投资者，往往会与成功失之交臂。

（2）市场交易。华尔街有幸作为这样一种机构，其中只有极少数人能够成功交易，其余的大多数也对此充满信心。一般认为，股票交易与别的东西一样，并没有什么特殊之处，比如也需要兼具才智和实干，或具有良好的专业引导，能够实现利润等。我们对此持有质疑的态度，或者说是认为有些偏颇。我们认为，抛开筹备和方法不说，成功交易主要靠的是暂时或偶然的幸运契机，或是因为某些人拥有异乎寻常的聪明才智。因此，绝大多数的股票投资者不可避免地注定要失败。我们并不指望这个结论可以对公众产生很大的影响（请注意客观地低价买入与高价售出股票的投资行为——我们称之为投资——和根据主观臆测股市行情买卖股票的流行做法之间的本质区别，我们把后一种行为称作“投机”）。

（3）以优厚的价格购买成长股票。说到“投机”问题，我们的看法与大多数权威论调是相悖的。正如前文所阐述的原因，在我们看来，如今颇为流行的投机行为本身就带有危险性，并且其风险随着投机行为的日渐盛行会变本加厉。但是在这里，个人的成功机会远远胜过其他形式的投机活动，而且投资者拥有更好的领域培养自己良好的预见性、判断力和自我调节能力。

第二种：　富有的个人投资者

尽管比小型投资者拥有明显的技术优势，富有的个人投资者主要受到三个方面的困扰：

1. 仅仅是通过购买美国储蓄债券，他无法解决自身的直接投资问题，因为任何个人的购买数额都是有限度的，因此，他必须，也必然会考虑进行更广泛领域的固定价值投资活动。

我们相信，如果严格地实施定量测试，加之定性方面的良好判断力，这类投资

者的最终结果应当是令人满意的。

2. 然而，潜在通货膨胀的外部问题给这类投资者带来的严重影响要甚于小型投资者所遭受的影响。

从 1932 年开始，公众普遍强烈地意识到，持有某些普通股股票等同于采取了防守性的投资策略。此外，对普通股股票的大量持有行为，一贯是富有人士的传统态度和做法。

3. 他所投资的单位大小，很有可能会促使大量投资者把注意力集中在那些流行和活跃的证券上。因此，从某种程度上说，他缺乏投资于估值不足的证券的技能。

然而，我们设想的是，他的喜好和偏见中存在着更为严重的缺陷。

第三种： 通过商业公司的投资

我们相信，可以免除企业收入所得税影响的美国政府债券，几乎是能够保证准确长期投资的唯一合法机构。（在 1940 年，短期投资及收入同样都是困境重重。）似乎相当明显的是，总体上，商业公司的其他投资类型——无论是债券或股票，其微薄的回报率都是建立在亏损和舆论谴责的风险基础之上的。

第四种： 机构投资

我们不会自作主张地对金融机构的政策评头论足，这些业务都需要精通理论和投资实践。这一说法也同样适用于慈善组织和教育机构，因为这些机构通常都有经验丰富的金融家们为其金融策略出谋划策。但为了勇于正视某个让人费解的证券，我们最后拟提出以下意见：我们认为，一个可以在高级固定价值证券产生的低收入基础上开展业务的机构，应当将其股票控制在这一领域内。我们怀疑，在过去业绩较好的普通股票指数能否承担起重大的责任和与普通股投资项目密切相关的反复出现的不确定性。如果大家一致认为必须避免通货膨胀，如果收入匮乏迫使投资者寻求更高的投资回报率，那么我们的上述结论都可能被修正。在这种情况下，负责人可能会在非固定价值领域确保一部分机构资金留做经营，以符合证券分析的准则和技巧。①

① 目前，耶鲁大学采取了将其部分基金投资普通股——具体是指普通股和非支付高级证券——的策略。其投资比例按照一个固定的公式，基本情况如下：最初比例是基金总额的 30%；每当市场行情上涨导致该比例增至 40% 时，每股所持股票的 1/8 将转换成债券；相反，每当市场行情下跌导致该比例降至 15% 时，则会售出债券并买入每股额外的 1/3。

SECURITY ANALYSIS

第八部分

全球价值投资

通常情况下，外国公司不会提供足够详细到公司每个部门的信息披露，或者它们根本没有透露子公司的情况。此种情况下，投资者必须坚持保留较大的安全边际，以防不完整的披露而产生的风险。

综述

与格雷厄姆和多德周游世界

托马斯·鲁索

Gardner Russo & Gardner 投资基金合伙人，

从事全球价值投资超过 20 年

我荣幸地为大家介绍《证券分析》这部书中从未涉及的一个部分——全球投资。本书第 1 版没有这一内容，但这并不是原书作者的严重疏漏。其实，在本书第 2 版于 1940 年出版时，除了英国和一些欧洲国家之外，全球证券市场仍未发展起来。

我初次了解全球价值投资，是 20 世纪 80 年代初期在斯坦福大学商学院跟随杰克·麦克唐纳（Jack Mc Donald）教授学习的时候。麦克唐纳教授当时经常给我们讲述他在海外投资的“辉煌战绩”。即使是到较为晚近的 20 世纪 80 年代，在海外投资仍困难重重。根据美国的标准，海外市场的流动性差，交易成本高。至少，海外的会计方法全然不同，而且信息披露的透明度低。

这还不是全部的问题。大家可以考虑以下因素：当地的公司治理和管理措施给全球投资者所带来的挑战；资本流动方面的限制；税收的不同；语言、文化和政治稳定方面的不同；执行交易的时差；外汇交易带来的复杂性；货币风险；以及管理外国证券的后勤因素。面对重重的困难，干嘛还要去海外投资呢?

奇怪的是，帮我扫清道路通过这个雷区的是内布拉斯加州奥马哈的沃伦·巴菲特。巴菲特那时是麦克唐纳教授所任课程的客座讲师。当时他尚不是全球投资的专家——现在也仍不是。20 世纪 50 年代巴菲特在哥伦比亚大学学习，是格雷厄姆和多德的学生。到了 20 世纪 80 年代初，他已经从单纯的资产负债表型的投资者转而寻找那些有着特殊业务的专营权，且由诚实、正直、干练、善待股东的管理者运营的公司。这样的公司很罕见，因此为什么要把自己的投资范围仅限于美国呢?

由于几乎总是缺乏很好的投资机会——巴菲特说一个人一辈子在投资方面能有 20 个了不起的想法就不错了，而如果搜寻的范围狭窄，那么投资的多样化就会受到不利的影响。投资者可以——而且实际上必须——通过广泛的搜索来“补偿”机遇稀少的缺点。对某些行业的越来越深入的认识，使得投资者有能力评价国内和国外的投资机遇。各国的政策倾向和法律可能存在差异，但是涉及大部分商品和服务的生产、营销和分配的经济学内容却是超越国界的。

利用类似巴菲特对待基本的商业经济的办法，也可以帮助投资者应对不同国家的会计规范和信息披露制度的不同。可以用地位同等的公司在其他国家的运营情况来分析当地的会计制度。例如，如果德国啤酒公司的内在收益与法国、英国、意大利等国的酿酒公司出现偏离，那么很可能是对财务报表的细节出现了误解，有必要对这些数据进行进一步分析。当然，差异也可能是由当地监管环境或消费者不同的偏好所导致的。当某个重要的子公司的业绩并未完全反映在收益报表上时，也许研究一下其他国家的类似业务可以帮助我们更好地理解这一点。例如，酿酒公司的盈利能力主要取决于当地的分销网络和当地的市场占有率。一家啤酒公司位于偏远市场的子公司不可能具有重大的价值。最后，把重点放在基本业务活动上，可以让投资者建立起一个与企业联系的全球网络，这可能有助于填补财务报告的空白。

格雷厄姆和多德——还有巴菲特，善于关注一些管理部门的倾向，比如紧握公司资产，不分红或是进行收购，而其唯一的目的似乎是增加管理层的威望或是管理

层的薪水。这就是为什么巴菲特总是寻找那些强调对业务特长进行长期保护和改善的管理人员，并且主要关注公司资本分配过程的有效性。投资于海外公司的时候，大家真的需要巴菲特所寻觅的那样的管理人员，因为国外的企业治理规则和管理实践不像美国那样，一般较少受到股东关切的影响。如果管理层做得不对，你也不能指望你和其他的股东能做到这一点。

另外，虽然文化和语言的差异使得投资者难以直接同海外经理人接触并做出判断，但是还有长期的管理记录可用。你可以根据对该产业的最佳做法的了解判断过去的决策。此外，巴菲特经常指出，任何傻子都能管好有着强大技术专长的简单企业。比如，在缺乏记录的情况下，语言和文化上的差异使人们难以区分法国、捷克或泰国的巨星和名气较差的明星。因此，巴菲特的“简单的企业，强大的专长”的方法为在海外投资提供了额外的保障措施。

全球投资实践

从20多年前我自己开始海外投资以后，我遇到了一系列的挑战，这涉及货币波动、会计惯例、上市公司信息披露、交易、执行以及行政壁垒等问题。虽然经过多年发展，这些挑战中的每一个都已减弱，非美国市场也越来越面向全球投资者，但它们仍然是许多寻求走向世界的投资者的障碍。

外汇风险

潜在投资者经常询问我如何计划以防范外汇波动的风险。虽然一些美国投资者宁愿使用美元对冲所有的外汇风险，但我相信通过持有货币的多样化，投资者的利益能得到最好的保障。鉴于美国人购买货物和服务的时候要面对多种货币，因此持有适量的外汇是合乎情理的。

但是这样做并不容易。1992年欧元出现之前，要想投资于欧洲企业就需要将资金转换为多种货币。管理多种货币非常繁琐，有时易受较高交易成本的影响。这就是我为什么最终放弃费加罗（Figaro）证券的原因，这是菲利普－莫里斯公司在斯洛伐克的糖果子公司。持有斯洛伐克货币的成本太高。

另一个因素是，即使人们倾向于对冲避险，但是要想找出一个适当的对冲也极其复杂。大多数跨国公司都持有不同的货币。例如，投资者如果试图对冲雀巢公司的瑞士法郎（其股票在瑞士上市）就不知道拿什么货币对冲，因为雀巢公司不到5%的收入是以瑞士法郎结算的。

此外，当多种货币纠缠在一起，对冲成本高企时，最有吸引力的投资机会有可能出现。例如，20世纪90年代初由于海湾战争带来了航运业危机，引发价格崩溃，我投资到了挪威股市。当时挪威的货币压力很大，进行对冲（这是建立在货币价格进一步下跌的基础上）的成本会很高。当时有足够的理由认为，不仅挪威的股票被低估了，其货币也一样。导致挪威股票上升的因素——海湾战争结束——也将是货币的利好消息。

会计准则

当我第一次开始向海外投资时，美国的投资者问我："你敢相信外国公司的会计吗?"即使是在那时，我的回应都是："你是拿什么与其相比呢?"虽然外国的会计准则有许多缺点，但是在某些情况下，它们实际上比美国的会计规则更保守。同时，我们自己引以为豪的标准并未能避免像安然公司和世通公司的欺诈行为这样的会计失误。

当然，不管怎么说，国外市场早期的会计标准确实曾使国外投资很棘手，其中的一类困难涉及松散的子公司。通常，在损益表或资产负债表中，根本看不到子公司的存在，即便是他们代表了公司相当多的内在价值。对于商誉、摊销和折旧的不同规定，使得要想对设在不同国家的公司进行逐一比较变得很困难。

例如，当我在 20 世纪 80 年代后期开始投资于荷兰喜力啤酒的时候，比起美国的竞争对手来，该公司看起来不太盈利。但是因为喜力采用重置成本会计方式，这会有效地记录过度折旧费。一旦根据公认会计原则（GAAP）对其报表进行调整，该啤酒公司的盈利就会很明显。这个调整很简单，由于喜力有良好的财务披露报告，借助此可以很容易完成。

不过，通常情况下，外国公司不会提供足够详细到公司每个部门的信息披露，或更糟糕的是，它们根本没有透露所有松散子公司的情况，这使得这样的数据调整变得更富投机性。在这种情况下，投资者必须坚持保留较大的安全边际，以防止由于不完整的披露而产生的风险。好在这些年来，世界各地的会计标准有了提高，要求公司提供关于业务部门的更广泛的报告以及更多披露松散子公司的信息。

无法获得的信息

在一些国家，上市公司的信息往往是不提供的，即使提供，质量也很差。有些财务报表未能翻译成英文，尤其是在相对较小的市场，如挪威和捷克等。我必须经常雇用翻译来告诉我这些报告的内容是什么。随着彭博和其他数据供应商不断出现，越来越多的信息能更快地以英语提供。然而，新闻往往仍然只是以当地的语言发布。

另外，美国投资者也很难安排与管理层召开会议。现在我仍能记得在 20 世纪 80 年代后期我第一次访问喜力时的情况。当我被介绍给副总裁的时候，他问我："您来此有何贵干?"而且从他问我的方式看，他真的不明白我到这里干什么来了。事实上，此前他可能从来没有见过美国投资者，也不能想象为什么美国人会对他的公司有兴趣。同样，我最初投资于总部设在英国的谷类早餐制造商维他麦食品公司的时候，只有一次好不容易见到了管理层中的一个成员。

维他麦和喜力各自都是由其创始家族控制着，投资者几乎没有什么办法可以跟管理层说上话。然而，仔细阅读每家公司的报告，我们仍能发现它们经营很细心，对股东很负责。

其实如果管理层对投资者没有经验不是什么问题，但我在进行这种投资的时候需要确保留有较大的安全边际。尽管如此，仍然存在局限。我记得在 20 世纪 90 年

代末亚洲货币崩溃之后曾访问韩国。在与韩国领先的糖果制造商乐天糖果公司的一个高级管理人员会见的时候，我询问了这位管理人员对下一年现金流的预测。翻译和那位管理人员说了30分钟后，我得到的答案只有一个词："更好。"由于无法进行任何深入的讨论，我也就无法对这个答案进行评估。我离开了这个公司，虽然其前途从其他方面看起来还不错。

哪里有监管

当我开始在海外投资的时候，只有少数外国公司的股票在美国以现在常见的美国存托凭证（ADRs）的形式上市。这意味着许多美国信托公司无法有效地向海外投资，因为他们通常需要对股份进行内部监管。虽然我既投资于美国存托凭证又投资于当地股票，但我的一些客户只能持有美国存托凭证。更糟糕的是，某些国家现有的一些限制束缚了外国投资者的手脚。

20世纪80年代中期我的一些投资者持有詹姆斯·伯勒斯公司（必发达金酒的生产商）的股票，他们被法律禁止接受惠特布莱德酒店餐饮集团的换股要约。相反，他们只能接受现金。结果，他们被剥夺了参加以后联合多米克公司收购惠特布莱德集团，以及随后保乐力加集团收购联合多米克公司的机会。相反，他们却不得不为在不情愿的情况下实现的收益付税。同样，我在一些发展中国家的市场投资也遇到了困难（例如印度和中国），这是由于当地证券市场限制外国投资者进入。

来自美国的投资者也会受到投资工具类型的限制。举例来说，当我在20世纪80年代中期第一次投资于雀巢时，作为非瑞士投资者，我无法购买实际的股票，只能购买"参与证书"。我投资于维他麦公司和一家荷兰媒体公司荷兰电讯时也遇到了类似的情况。由于证书持有人比股东的权利要少，我调低了进行买入的价格，以便在这些情况下能保持足够的安全边际。

如今，即使大量的资金不断流入海外市场，完成对外贸易并维护持有外国股票仍然是一个挑战。其中大多数交易的佣金仍然很高，而且许多市场还在佣金之外征收税费。最后，许多美国的保管机构还会对完成对外贸易收取额外的费用，它们还企图利用外汇交易获得更多的利润。收取外国股息通常会受到延迟，而且在将红利转换成美元时还需支付高额佣金。此外，免税的投资者，如经营养老基金和捐赠的投资的人，却很难获得外国股息税，因为这被地方当局截留了。应税投资者可以通过为外国税收所支付的税款要求获得美国的扣除额来解决这个问题。最后还有一个困难是很难为外国控股公司挑选代理，因为托管人往往很晚才能收到其外国次级托管人报告企业行为的信息，或者根本就收不到。

尽管时至今日仍存在一连串的行政和技术方面的困难，但是人们对公司治理和证券法规的关切实际上是被夸大了。世界各国，特别是在欧洲，针对投资者的公司治理保护措施越来越类似于美国。许多国家开始采用非执行董事会制度，这一趋势在美国越来越流行。此外，尽管欧洲市场缺乏像最近在美国颁布的《塞班斯法案》这样的新规定，但现实是，欧洲的以原则为基础的公司治理体系所提供的保护和美国的以规则为基础的体系所提供的一样多。

“做对一次”：投资维他麦

我的投资心态一向是像巴菲特曾经描述的那样：“做对一次。”这就是说，我要寻找的公司必须具有以下条件：拥有卓越的品牌及真正的竞争优势；保守的资本结构；拥有已为历史证明的志同道合的管理团队；其证券是以合理的价格出售的。让这些具有所有者思想的管理层将他们的品牌所产生的丰富的自由现金流重新进行投资。每个业务的内在价值都应随着时间的推移与日俱增，其增长速度的理想状态是能长期为投资者提供有吸引力的投资回报率。维他麦公司就是这样的一个例子。

我是大约 20 年前通过我的妻子才知道维他麦公司的。像每个在英格兰度过童年的人一样，她对谷类早餐制品一直保持着由衷的热爱，而我却并不喜欢这东西。但是，通过对谷物早餐行业的市场研究，并通过与维他麦的全球竞争者的交谈，我发现维他麦不仅拥有一批品牌忠诚度极强的消费者，而且在英国谷物早餐市场上也拥有很大的份额。我可以投资于这家公司吗？该公司简要介绍其财务状况的手册给我留下了深刻印象，但是当我想获得更详细的信息时，却遇到了困难。

我发现，在我开始投资于维他麦的 5 年之前，它的收入增长了 60% 以上。更重要的是，其营运收入已从 1982 年每股亏损 2.2 便士变成了 1986 年每股盈利 38.6 便士。尽管如此，维他麦的运营利润率尚不到 10%，按行业标准仍然处于适度的水平。这表明其利润率仍有可能进一步上升。此外，维他麦的资产负债表是保守型的，现金余额为 700 万英镑，这占到了其市值的 10% 以上。更重要的是，公司股票的卖出价格非常合理，市盈率为 7，自由现金流收益率为 14%。总的说来，维他麦在其本地市场上是一个强大的品牌。此外，该公司在理查德·乔治爵士的管理下，业绩不断改善。乔治爵士是掌控维他麦的家族的继承人。

我在维他麦的投资可以说明到海外投资是如何困难。首先，维他麦的投票股票很少上市。而我的客户所拥有的无投票权的列席证，在一个叫做 OFEX[①] 的市场进行交易，然而该市场还不是主要的交易场所——实际上维他麦的股票是通过约定的方式交易的。卖出和买入之间的价格差距十分巨大。除此之外，交易成本也很高。两个经纪人平分了维他麦的股票交易，所以我没有办法货比三家，去寻找更好的价格。尽管存在这些障碍，由于该公司的股票极其便宜，因此我仍旧大量买入。我也碰上了其他的挫折：在近 10 年的时间里，我为了完成所购买的股票的结算，经历了巨大的困难，此外收取红利的过程也让人难以忍受。

当时还有另一个原因使得维他麦当时的价格极其低，那就是投资者对家族控制的公司尚存偏见。投资者往往担心，由家族控制的上市公司可能会不关心股价，甚至可能会为了维护家族成员的利益而转移资产。有趣的是，我倒是宁愿投资于家族控制的企业。只要你将自己的利益与以诚实的家族联系在一起，家族控制实际上可以带来更好的而不是有利于更糟糕的，有利于股东而不是有利于管理层的长期决策。

---

① OFEX，是一个为中小型高成长企业进行股权融资服务的市场。——译者注

毕竟，一个由家族控制的公司可以自由地做出长远决策，而不用管别人怎么想。

最后，维他麦的管理层还特别不善于和投资者交流。他们从未在伦敦城里的经纪办事处搞过午餐会。除了强制性的半年和全年业绩报告之外，它们很少搞企业新闻发布。在分析会议上，投资者也根本没有机会与管理层交流。事实上，该公司的大部分信息都只是通过每年的董事会主席给股东的年度报告提供的。尽管我做过很多的努力，而且我的客户当时也已经持有该公司已发行股票的近 16%，但过了好几年我才见到了该公司的首席执行官。

虽然这些做法阻碍了许多投资者，但我很感激公司的管理层把重点放在公司的经营前景上，采用了让事实结果来证明公司能力的做法。多年来我从未见过任何证据证明他们进行自我交易，我对该公司成功建设股东价值的做法感到很满意。最重要的是，我第一次听说这只股票的时候，当时造成股价被低估的那些困难使它在相当一段时间内仍然被低估。我很高兴有机会在该公司股票市场价格低于内在价值的情况下不断增持。当维他麦的股份于 2003 年被收购时，我最初的投资已增值了 10 倍。

总结

归根结底，格雷厄姆和多德的（以及巴菲特的）投资原则，既适用于美国市场，也同样适用于国际市场。事实上，由于许多投资者精于美国市场的交易，导致一些国外市场的效率仍然非常之低。这些市场主要被短期的趋势、谣言以及对新的事态发展的过度反应所主宰。对于价值投资者而言，还有什么能比这更好吗？

附录

注释 1

表 1　　雅培公司　　（单位：美元）

年份	股票价格[I]		每股盈利[I]	每股股息[I]
	高	低		
1929	12	9	1. 17	0. 36
1930	11	9	0. 80	0. 57
1931	9	6	0. 67	0. 60
1932	8	4	0. 50	0. 54
1933	10	5	0. 90	0. 48
1934	14	10	1. 48	0. 56
1935	40	19	1. 77	0. 95
1936	55	31	2. 10	1. 97
1937	53	34	2. 38	2. 00
1938	58	34	2. 31	1. 62
1939	72	53	2. 61[II]	2. 05

Ⅰ 数字进行了调整，分别为 1935、1936 和 1939 年赋予了 33. 33%，200% 和 5% 的支付股息以反映 1939 年底的情况。

Ⅱ 1939 年公开发行出售的股票平均盈利约为每股 2. 90 美元。

表 2　　美国家用产品公司　　（单位：美元）

年份	股票价格		每股盈利	每股股息
	高	低		
1929	86	40	5. 47	3. 55
1930	70	47	5. 49	4. 20
1931	64	37	5. 52	4. 20
1932	51	25	3. 93	4. 20
1933	43	25	2. 97	3. 25
1934	36	26	3. 02	2. 40
1935	38	29	2. 57	2. 40
1936	52	37	3. 81	2. 50
1937	52	32	3. 88	2. 60
1938	46	31	3. 75	2. 40
1939	60	42	5. 23	2. 65

表3　　兰伯特公司　　（单位：美元）

年份	股票价格		每股盈利	每股股息
	高	低		
1926	72	40	4.58	1.75
1927	89	66	6.98	6.00
1928	136	80	8.92	6.50
1929	157	80	10.04	7.75
1930	113	71	9.52	8.00
1931	88	40	8.23	8.00
1932	57	25	5.08	7.00
1933	41	19	2.99	4.00
1934	31	22	2.96	3.00
1935	29	21	2.03	2.75
1936	27	16	1.70	2.00
1937	24	10	1.54	2.00
1938	17	9	1.71	1.50
1939	18	14	1.69	1.50

注释 2

弗里斯科 6% 的优先股分别在 1931 年和 1932 年下降到了每股 4.5 美元和每股 1 美元。1932 年该公司进入破产管理程序。根据 I. C. C. 的重组计划，这个证券将会被取消。

欧文斯－伊利诺伊州玻璃有限公司债券第 2 年（1933 年 7 月）以 101.25 美元的价格认购。

莱特航空股价在 1925 年上涨至 32.375 美元，到 1929 年该股票价格涨到了惊人的 299 美元，之后当年该股票派发了 100% 的股息。新股票在 1932 年跌至 3.875 美元（相当于旧股的 7.75 美元）。1936 年，有迹象显示它被操纵到了 140.75 美元的价位（相当于旧股的 281.5 美元）。尽管 1939 年军事订单增多导致该公司收入大幅增加，但是也证明无法恢复到这个价格。1935—1939 年收入大幅度增长的趋势，以及已经订货的订单和潜在的战争贸易，可以解释为什么 1939 年底股票收益是 1935—1939 年平均收益的 35 倍。

在随后的 6 年里，I. R. T 股票每年账面收益为 7%，几乎相当于本金的 1.7%。1939 年纽约市签约购买 I. R. T 的资产，前提是将股票持有人 87.5% 的未支付本金变现，5% 债券持有人的 82.5% 的本金变现，以 3% 的纽约市债券支付（公司股票）。我们认为，该股票有充分的抵押使得它能够按票面价格偿还。然而，1933 年购进 7% 利率债券的持有人要比以同样价格购买 5% 利率债券的持有人要好些。假设纽约市的债券能按面值支付，票据持有人的总收益将达到每 1 000 份 1 340 美元（含利

息），相比之下，5% 债券的收入则是 1 125 美元。

派拉蒙电影公司在 1936 年 12 月为第一优先股支付了 12 美元的累积股息。自此它定期为这种股票支付股息，但直到 1939 年才开始为普通股支付股息。在 1937 年初第一优先股和普通股的价格都大幅上涨，但是直到当年晚些时候，优先股较之普通股以大幅溢价出售——自此以后这一情况总是出现。

注释 3

“廉价股票”与“高价股票”

在本书作者的指导下，1936 年和 1938 年对股票进行了一项测试，检验了售价高于往年收益许多倍和低于往年收益许多倍的股票的相对业绩。从 1924 年到 1931 年，从每年 3 月 1 日开始计算，总共做了 8 个独立的研究。纽约证券交易所上市的所有工业股，是按照其 3 月 1 日的价格与前几年收益的比率高低顺序排列的。（那些财年不是在 12 月 31 日结束的公司，以及上一年的收入低于每股 1 美元的公司被排除在外。）剩下的收益最高的 1/4 和最低的 1/4 公司随后进行比较。平均来说，在收益方面，前者是后者的 3 倍。

这里所研究的因素包括市场价格随后的变化和随之而来的收益和股息支付记录。考虑到（1）未来的价格变动及股息收益；（2）未来收益与支付价格的关系，我们试图确定到底是高价股还是廉价股的买家的收益更好。测试选定自每年 3 月 1 日开始，在这一日之前就选择好对象。

为了节省空间，我们研究的详细结果没有在这里列出。整体来说，研究仍未有定论，因为这些结果没有指明哪一组享有的一贯优势，也不能得出一些有利于低价股票的推论。虽然正如人们期待的那样，相对于低价股一组，高价股票后来的收益和股息增加了，但是这种提高的幅度似乎并不足以（在超过 8 年的时间里）抵消购买这组股票的初期费用。而且它们也并不能在好的年份和坏的年份都有不俗表现，以证明优价股实际上比廉价的股票更便宜。感谢欧文·卡恩在这项研究上给予的帮助。

注释 4

美国运通公司的一段财务历史说明资产权益从股票转换为债券的形式如何能够吸引买家购买新的证券，虽然后者更不安全，而且比起股票来获利也更少。

1918 年该公司唯一的资产包括位于纽约市雷克特街 2 号的一座建筑物，和其他价值相对较小的房地产。这些资产的所有权以每股 15 美元，共 10 万股的股票出售。次年雷克特街的大厦以 3 725 000 美元售出，买方融资的手段，一部分是通过以面值出售价值 3 000 000 美元的第一按揭债券，这些债券以大厦留置权做担保。处置了其他财产之后，美国运通公司对其股东清算支付股息每股 39.25 美元。

美国运通公司最初每股 15 美元的股票和这些债券的面值形成强烈的对比。前者的买家支付了差不多 1 500 000 美元购买雷克特街物业的完全所有权，外加其他资产。后者的买家支付了 3 000 000 美元，仅购买到雷克特街房产的有限权益。显然，15 美元每股的股票相比按面值出售的债券更安全，更具吸引力。但是显然，当时公

众将该公司的股票视为投机，而把仅代表股票资产部分权益的债券看成了投资。造成这种不正常现象的一部分原因可能在于“债券”这个名称具有神奇的影响力。

能够说明这一原则的更近期的例子是位于布鲁克林的利文斯顿法院办公楼。取消原第一抵押债券抵押品赎回权后，该财产的所有权（除某些租赁土地）由 3 880 股股票代表。早在 1939 年，股票标价为每股 30 美元，显示该公司的资产总值为 116 400美元。然而当时它持有 180 000 美元现金。1939 年 4 月该公司资产以 250 000 美元售出，后来股东在清算中获得约每股 110 美元的利益。买方从储蓄银行借贷 285 000美元，购买了整个财产，包括原租用的土地。由于这个例子中存在租金，使得它不如美国运通公司的建筑物的实例更一目了然。但是利文斯顿法院的股票的售价比可用现金少，这一事实显示了如果人们认为债券是更常见的融资方式，此时采用股票的形式，会造成资产的过分贬值。

注释 5

“美国式凭证”代表的是克罗伊格及托尔有限公司票面价值为 5.36 美元（按当时汇率）、利率 5% 的参与信用债券。可以选择在 2003 年到期出售，每股在美国市场以 28.14 美元出售。以下特征解释了为何应将其看做普通股类型：

1. 其基础的信用债券利息为 5%，每年支付，而且在普通股每财年已支付或宣称将要支付的股息超过 5% 时，有权要求普通股每支付 1% 股息，债券也获得额外的 1% 利息。

2. “美国式凭证”发行价是相关债券面值的 5.25 倍。按照（即不支付红利的）利息 5% 的比率，发行价收益率将低于 1%。

3. 持股者依赖公司债券可分红的特点可获得合理的收入，这反过来又取决于股票支付的股息。该证券只有约 1/5 的收入和本金价值能归于债券契约；其余 4/5 则具有普通股票所有的可变特征。这种区分可以在表 4 中看出：

表 4　　克罗伊格及托尔有限公司相关债券与股票情况（每 20 克朗）　　（单位：美元）

项目	债券构成	股票构成	总数
本金	5.36	22.78	28.14
1928 年收入	0.27	1.07	1.34

1929 年这些股票出售价高达 46.375 美元，1934 年出售价为 0.5 美分。

注释 6

美国饼干公司优先股的投资特点可从其历史价格和股息记录中找到令人信服的证据。自 1898 年公司成立以来每股 7 美元的年度股息都会定期支付。自 1907 年以来，该股票的售价从未低于面值（100 美元）。1908—1939 年该股票的年度平均价格为 140.6 美元，年度股息是 7 美元，收益率为 5%。该股票在纽约证券交易所（1899—1939 年）的全部历史中，类似的平均价格为132.75 美元，收益率为5.27%。这一平均价格包含了从 1900 年的 79.5 美元到 1939 年的 175 美元。自该股票首次上市以来，41 年里只有 5 年出售价格低于面值。

注释 7

第一批 2 500 万美元的海边 – 佛罗里达铁路 6% 第一抵押黄金债券（1935 年 8 月 1 日到期）最初是在 1925 年以 98. 5 美元附息出售的。这些债券由海边 – 佛罗里达铁路、佛罗里达西部和北部铁路公司，以及东西海岸铁路公司负连带责任。通过海岸航空及铁路公司的背书进一步对本金和利息进行了无条件的保证。海岸航空公司以相当于所有抵押债券未偿付的年息的最低年度净租金出租几条公路的所有权。

销售这些债券所得收益主要用于支付第一抵押贷款，并在佛罗里达东西海岸兴建约 217 英里的铁道。因此，债券对大约 475 英里的新建线和已有线就有了第一留置权。

1931 年 2 月 2 日，在海岸航空及铁路公司被接管后，海边 – 佛罗里达铁路公司也被接管，并且该债券的到期利息被拖欠。

尽管这些债券的购买者提供了 24 625 000 美元以支付收购和建设佛罗里达州铁路资产的款项，但是到 1931 年 12 月，他们的债券售价低到了 1 美元合 1 美分，市场对其投资的估价仅为 250 000 美元。截至 1939 年底的评价已经上升到 940 000 美元，或是每 1 美元合 3. 875 美分。

注释 8

布什码头有限公司 1933 年发行的 1952 年到期的 4% 第一按揭债券和 1955 年到期的综合按揭 5% 债券都拖欠利息。此外该公司还拖欠偿债基金。所有拖欠都在重组程序中得到解决，并且股票的发行也未受干扰。

注释 9

芝加哥和东伊利诺伊州铁路有限公司分别在 1934 年和 1935 年拖欠其发行的 1934 年 10 月 1 日到期的综合 6% 债券的本金和利息。计划于 1940 年完成的重组提供了现金，用以按票面价值及 4% 的利息支付欠款。

普莱斯兄弟有限公司 1943 年到期的 6% 第一抵押债券的利息被拖欠。1937 年债券持有人获得了直到支付日期的票面价值和累计利息。

注释 10

密苏里 – 堪萨斯 – 得克萨斯铁路公司在 1915 年被接管。在这之前该公司 1990 年到期的 4% 第一债券在 1905 年的售价高达 104. 25 美元，直到 1914 年的售价还达到了 91. 875 美元。在导致 1915 年破产的财政困难出现之前，这一证券的记录显示出，它明显是一只高等级投资债券。在 1903—1912 年的 11 年间（包括 1903 和 1912 年）其最低售价为 98. 5 美元（这是在公众恐慌的 1907 年）。

在拖延日久的接管过程中，该债券的利息被延期支付，债券本身也在市场上被平价出售。虽然避免了技术性拖欠，但该债券的投资地位不复存在，在接管期间债券售价低至 52. 125 美元。在 1921 年宣布重组计划时，该债券价格低至 56 美元，直到 1927 年，售价才恢复到 90 美元以上，恢复了以前作为投资债券的地位。因此，第一留置权没能保护持有人在财务困难的时期不受股市大幅下跌的影响。

本书第2章也探讨了类似的事例，即布鲁克林高架铁路联盟1950年到期的5%第一债券。这是对布鲁克林捷运公司高架线重要部分的基本留置权，该公司1918年12月31日 进入接管阶段，于1923年重组为布鲁克林－曼哈顿交通公司。从1903年到1917年，该债券被列为一级投资债券，除在1907年的恐慌阶段下降到85美元，以及在1917年接管似乎已迫在眉睫的时候以外，它在此期间从未低于90美元出售。虽然重组并没有扰乱该债券的发行，但其售价在1920年已经低至55美元。而接管仍然在进行中，该债券直至1926年接管结束3年后才恢复其以前的地位。

乔克托和孟菲斯铁路发行的1949年到期的5%第一抵押债券拖欠利息。1938年和1939年的最低报价分别为21美元和32美元。

不过，芝加哥－岩岛－太平洋铁路公司重组计划为它们作为系统中小的基本债券的出现提供大量资金，使其不受干扰。

注释11

铁路和公用事业公司债券的价格表现（1937—1938年）与盈利（1936年）的关系

A 铁路债券：

在纽约证券交易所上市的并且在1937年1月没有进入接管的37只铁路的债券，根据它们1936年获得的固定收益超过2.5倍或少于两倍进行分类。（只有艾奇逊和班戈及阿鲁斯图克赚得费用在2～2.5倍之间。）对于每一条铁路，我们都选取了一只表现积极的债券，代表最初级的留置权。表5反映了三类债券的平均表现：

表5　　三类铁路债券的平均表现

项目	1936年获得的总利息（倍）	平均每1 000美元债券		
		票息（%）	1937—1938年（美元）	
			高价	低价
第一类：				
7只支付股息，收益超过2.5倍的铁路债券	4.68	4.04	112.5	100.75
第二类：				
12只支付股息，收益少于2倍的铁路债券	1.50	4.56	105.75	64
第三类：				
18只不支付股息，收益少于2倍的铁路债券	1.17	4.44	93.75	29.5

第一类债券中只有1只下降超过10%。（即切萨皮克和俄亥俄1992年到期的一般4.5%债券，随后它几乎挽回了所有损失。）

B 公用事业公司债券：

按其在1936年的固定收费低于1.5倍，在1.5倍和2倍之间，和超过2倍三个级别，对在纽约证券交易所有债券上市的且有偿付能力的公共设施公司进行分

类。表6显示在第一和第三类公司的相对业绩，每家公司由一只重要的债券所代表。

表6　　三类公用事业公司债券的平均表现

项目	1936年利息收入总计（倍）	平均每1 000美元债券		
		票息（%）	1937—1938年（美元）	
			高价	低价
第一类： 1936年42家利息收益超过两倍的公司	3.67	3.93	108.25	102.75
第二类： 1936年11家利息收益低于1.5倍的公司	1.29	5.16	90.875	61.25

第一类中的42只债券，只有5只下降了10%以上。所有这些在后来3个月内恢复到1937年水平，或者更高水平。在第2类中的11只当中，只有1只没有下降10%以上——赛格奈电力有限公司的债务，该公司由加拿大铝业公司控股，并得到了强大的美国铝业公司某些保证。

注释12

1. 海湾国家钢铁公司，1927年出售了利率为5.5%的信用债券，同一债券又于1930年以98.75美元的价格出售，1929年的偿还率是1922—1929年平均收益的4.88倍。这一时期的最低偿还率为1926年的3.5倍。但是在1930—1932年，公司在支付利息前是赤字运行，债券也在1932年下降到21美元的低位。

2. 马里恩蒸汽挖掘机公司，在1927年售出了6%第一债券，1947年到期，售价为99.5美元，自那时起偿还率是1922—1929年平均数的4.11倍。在此期间最低偿还率是1928年的2.78倍。但在随后的9年里，有7年时间该公司在支付利息前是亏损经营，债券价格降低到了每1美元合20美分。

3. 麦克罗伊商店股份有限公司，1926年出售5.5%的债券，价格98美元，对1931年的固定费用的偿付率平均为1922—1931年的5.32倍。之后该公司收入急剧下降，未能赚取固定收益。在1933年，该公司申请破产，而其债券价格低至21.625美元。

然而所有这三只债券在随后的几年里都恢复了全部或大部分价格的下跌额。

注释13

1937—1938年工业债券的价格表现与1936年以前的几年间的收益关系

这项研究类似于注释11中所提到的，但做如下修改：所有在纽约证券交易所上市的工业债券都要进行有关收益偿还率的检测，年限尽可能长，直至1936年（不超过10年）。表7的A组中列出的27家公司收益偿还率是利息费用的3倍。在B组中列出的37家公司的收益偿还率少于2.5倍。

这两组的平均结果如下：

表7 工业债券有关收益偿还率的比较

项目	债券数量	利息偿还率中值（倍）[I]	票息（%）	1937—1938年价格（美元）	
				高价	低价
A组	27	4.00	4.07	107.5	97.5
B组	37	1.45	5.00	95	70

I 此处使用中值，因为平均值不具代表性。

A组中只有8只的损失超过其最高市场价格的10%，B组中只有9只没有遭受如此比例的下降。在A组中的这8只债券中，只有两只（戈达姆丝袜5%债券和琼斯劳克林4.25%债券）后来恢复到了距离1937年的高点差4点的位置。B组中保持价格的9只中，除了两只（休斯顿石油5.5%和考伯斯公司4%债券）以外，其他所有的利息都比1936年利息的3倍还多。

注释14

1. 波特尼综合米尔斯公司，6.5%第一债券，1934年到期，1924年发行。当年费用可用的净额，以及此前7年的平均值接近利息的5.75倍，而且直到1926年，该债券都是以固定值的价格出售；1926年该公司出现了经营赤字。此后（除了1927年不大明显），公司的赤字很大，并且不断增长，直到1932年被收购。在随后一年，其债券的价格成了每1美元合5美分。而在一派繁荣的1928年和1929年，债券的最低售价分别为59美元和40美元。

2. R. 霍公司的6.5%第一债券，1934年到期，1924年发行。在过去3年里平均收入是新债券利息费用和其他固定费用的3.2倍，不包括此债券所得新资本的获利的分配额。1924年盈利下降，此后除1929年外，盈利持续下降。尽管如此，直到1928年，债券继续以接近面值销售，尽管偿还率不足。此后，1929年债券价格低至75美元。1932年被收购，该债券价格低至6.125美元。

3. 朗贝尔木材公司显示，1922—1932年期间的净盈利几乎不间断地在下降。当朗贝尔木材公司（子公司）在1926年售出6%第一按揭债券的时候，平均偿还率远远高于工业公司所需的最低限度。但它在1926—1929年期间，平均偿还率只有1.37倍，该公司随后出现经营赤字，直至1932年无法履行债券合约。

4. 国家散热器公司6.5%公司债券，1947年到期，1927年按面值出售。1922—1926年平均收入是平均债券利息的3.5倍，不包括在新资本上的额外收入备抵额。固定费用偿还率在1927年较为充足，但在随后3年中，公司经营出现赤字，在1931年被指定进入接管程序。

注释15

更早的例子请看：墨西哥电力有限公司5%第一债券，1940年到期，1933年6月并没有违约，并在1933年6月以50美元出售，而在纽约证券交易所上市的墨西哥的债券在当时全部违约，而且当时的售价是每1美元合4~6美分。智利铜业有

限公司 5% 债券，1947 年到期，1933 年 6 月以 67 美元出售，而智利 6% 国家债券从 1931 年即开始无法履行合约，并以每 1 美元合 11 ~ 12 美分的价格出售；里约热内卢缆车、照明及电力有限公司 5% 第一债券，1935 年到期，以 87 美元的价格在 1933 年 6 月出售，而里约热内卢城市债券自 1931 年以来即开始违约，以 22 美元出售，而且当年早些时候还曾以低于每 1 美元合不到 10 美分的价格出售。意大利倍耐力公司偿债可转换基金 7% 债券，1952 年到期，在 1933 年 6 月以高于票面价值出售，而意大利对外偿债基金 7% 债券，1951 年到期，以 95 美元出售，两只债券都未违约。

1939 年底，墨西哥电力有限公司债券仍然在支付利息，并以 21 ~ 25 美元的价格销售，而墨西哥政府债券违约，以每 1 美元合 0.75 美分的价格出售。同时请注意，1939 年 9 月，当德国外部 7% 债券在纽约市场的销售价格还不到票面价格的 10% 时，莱茵威斯特法伦州电力公司要求按面值和利息支付 7% 的担保（美元）债券。1939 年 11 月，意大利倍耐力公司要求支付 7% 可转换债券，价格为 105 美元加利息，该债券在 1952 年到期。同时 1951 年到期的意大利王国外部 7% 债券，被以 65 美元的价格出售。

注释 16

例如，1932 年 9 月 1 日，阿尔卑斯 - 蒙坦钢铁公司 7% 第一债券，1955 年到期，由于奥地利政府对外汇的限制，没有进行支付，虽然该公司拥有足够的国内资金进行支付。1932 年 8 月 1 日，里玛钢铁公司 1955 年到期的 7% 第一息票也未进行支付，原因是匈牙利政府要求自 1931 年 12 月 23 日后停止用匈牙利的财政资金中的外汇支付。1932 年 9 月 1 日到期的德意志银行 6% 债券的本金，到期后未被支付，是由于德国政府实行外汇管制。债券持有人可以以马克立即获得支付，本金留在德国；或是在 1935 年 9 月 1 日以美元获得支付，此前可以立即获得 2% 的保证金，以美元支付。1932 年 7 月 15 日到期的撒克逊公用公司 5% 债券也采用了类似的妥协措施。

注释 17

有关对投资质量和设备信托债券记录的详细说明，本书建议读者参见肯尼思·邓肯的《设备债券》（第 7 章，纽约，1924）。此处可以简单地引述邓肯的文章："只有在三个例子中，设备证券持有人有必要接受妥协，以其他证券的形式而不是现金获得补偿；只有两个例子中，他们需要收回设备并出售，而且在任何情况下最后都进行了支付，其形式或者是现金，或者是收回设备或其他证券，稍后再出售获取已经违约的设备债券的本金。"另见达文（A. S. Dewing）《公司债券研究》（第 9 章，纽约，1934 年）。

有关设备债券处理，一个较为简单同时也更近期的例子，是由弗里曼公司对于铁路破产方面的研究。该公司是设备债券方面的专营经纪人，该研究发表于 1940 年 1 月 9 日。

从1886年至今，铁路破产管理设备信托记录

1886年　丹佛·格兰德河铁路。经债券持有人统一，与其交换的抵押债券和优先股后来的价值是设备信托的40%以上。

1888年　切萨皮克和俄亥俄铁路。设备信托未受影响——其他证券利息率减少。

1892年　佐治亚州中央铁路及银行公司。未受影响——全额支付。

1892年　萨凡纳、亚美和蒙哥马利铁路。未受影响——全额支付。

1892年　托莱多－圣路易斯－堪萨斯城铁路。未受影响——全额支付。

1895年　艾奇逊－托皮卡－圣塔菲铁路。持有人获得1 200美元的抵押债券，到期时支付1 000元设备信托债券。

1895年　纽约，伊利湖和西部铁路。发行了清算凭证用来支付设备信托。

1895年　联合太平洋铁路。未受影响——保留抵押债券支付到期设备债券。

1896年　费城和雷丁铁路。设备债券得到支付——部分通过估价支付。

1896年　北太平洋铁路。未受影响——定期支付。

1899年　哥伦布·霍金谷和托莱多铁路。按照新协议及时支付利息，定期退收回本金的10%。

1900年　堪萨斯城、匹兹堡和海湾铁路。发行新的第一抵押债券支付设备债券。

1905年　辛辛那提，汉密尔顿和代顿铁路。未受影响。

1905年　皮尔·马克特铁路。未受影响，在接管期间卖出额外的设备信托，收益率为6%。

1908年　海岸航空公司铁路。出售接收凭证还清到期的设备信托。

1908年　底特律，托莱多和伊朗顿铁路。除了扣除法律费用开支外，完全偿还本金。

1910年　布法罗和萨斯奎哈纳铁路。出售设备信托；没有损失。

1915年　沃巴什铁路公司。可以选择现金或6%的设备信托。

1916年　明尼阿波利斯和圣路易斯铁路。全额偿还——未受影响。

1916年　密苏里太平洋铁路。未受影响——全额偿还。

1916年　新奥尔良州和墨西哥铁路。全额偿还——未受影响。

1916年　圣路易斯－旧金山铁路公司。全额偿还——未受影响。

1916年　西太平洋铁路。全额偿还——未受影响。

1916年　惠灵伊利湖铁路。全额偿还——未受影响。

1917年　沃巴什匹兹堡终点站铁路。全额偿还——未受影响。

1918年　芝加哥皮奥里亚和圣路易斯铁路。暂时违约；1919年恢复支付。

1920年　华盛顿弗吉尼亚铁路。新管理者支付所有欠款。

1921年　密苏里－堪萨斯－得克萨斯铁路。全额偿还——未受影响。

1921年　亚特兰大、伯明翰和大西洋铁路。提供现金清算。

1922年　芝加哥和奥尔顿铁路。全额偿还——未受影响。

1923年　明尼阿波利斯和圣路易斯铁路。仍然在接管期间——正在进行全额支付。

1927 年　芝加哥密尔沃基和圣保罗铁路。全额偿还——未受影响。

1931 年　沃巴什铁路。3 年延期后部分到期，利率已完全支付，1939 年获得了 RFC 贷款购买 1944 年到期的所有凭证。

1931 年　佛罗里达州东海岸铁路。经过一定延期，所有到目前为止的设备信托凭证及利息已支付全额。例外：D 系列租赁被取消。

1931 年　海岸航空公司。所有设备信托凭证换成了接收凭证，1945 年 2 月 1 日到期，到 1938 年 2 月 1 日利息为 2%，到 1940 年 2 月 1 日利息为 3%，此后直到到期，利息为 3.5%。近期发行的设备信托凭证定期由接收者支付。

1931 年　安阿伯。本金和利息全额支付。

1932 年　半保尔和俄亥俄州。将全额支付本金和利息。

1932 年　中央格鲁吉亚。全额支付本金和利息。

1932 年　圣路易斯－旧金山铁路公司。将全额支付本金和利息。

1932 年　诺福克南方铁路。将全额支付本金和利息。

1932 年　威斯康辛中部铁路。将全额支付本金和利息。

1933 年　密苏里太平洋铁路。将全额支付本金和利息。

1933 年　新奥尔良州和墨西哥铁路。将全额支付本金和利息。

1933 年　国际大北方铁路。将全额支付本金和利息。

1933 年　阿克伦城，坎顿和扬斯敦铁路。将全额支付本金和利息。

1933 年　年芝加哥和东伊利诺伊铁路。将全额支付本金和利息。

1933 年　芝加哥，罗克艾兰和太平洋铁路。1937 年 7 月 1 日之前所有未偿付的设备信托凭证换成了利息为 0.5% 的 1947 年 7 月 1 日到期的偿债基金受托人凭证。偿债基金到期将退还到期的凭证。设备信托 3.5% 凭证，由受托人发行的 R 系列债券，支付全部本金和利息。

1935 年　芝加哥，密尔沃基，圣保罗及太平洋铁路。本金偿付至 1935 年 3 月 2 日。根据现在执行的计划，1935 年 4 月 1 日到 1940 年 12 月 31 日期间到期的本金，每年将支付 200 美元直至付清全部款项。根据计划本金和利息已清缴。最近的设备信托凭证由信托人定期偿还。

1935 年　芝加哥和西北铁路。将全额支付本金和利息。

1935 年　芝加哥大西部铁路。全额支付本金和利息。

1935 年　丹佛与里约格朗德西部铁路。全额支付本金和利息。

1935 年　纽约，纽黑文和哈特福德铁路。全额支付本金和利息。

1935 年　圣路易斯西南铁路。全额支付本金和利息。

1935 年　西太平洋铁路。全额支付本金和利息。

1937 年　纽约，安大略和西部铁路。全额支付本金和利息。

1937 年　纽约、赛斯奎哈纳和西部铁路。本金和利息全额支付。

1938 年　伊利铁路。全额支付本金和利息。

1938 年　拉特兰铁路。至 1938 年 5 月 31 日全额支付本金。1938 年和 1939

年到期的部分持股人自愿同意延长至1941年6月1日。全额支付到期利息。

应当指出，在上述例子中，接管者凭证或受托人凭证的转换导致对持股人的支付率下降；导致佛罗里达州东海岸铁路D系列租赁债券的废弃，造成凭证持有人通过销售设备，每1美元债务只收回了43美分。后一种情况在租赁信托计划下发行铁路设备信托债券的历史上是绝无仅有的。

注释18

考虑到他们的投资记录，设备信托债券在1932年、1933年以过高的价格售出，本书1934年版就提出了这一观点。1933年6月以及1939年收盘时此类债券可获得的收益见表8。

表8 部分设备信托债券1933年6月至1939年收盘时的收益

道路及系列	现有基准（%）			
	1933年6月		1939年12月	
	出价	卖方要价	出价	卖方要价
大西洋沿岸线“E”	5.50	4.50	2.00	1.50
巴尔的摩和俄亥俄铁路“D”	6.75	5.50	3.25	2.00
中央乔治亚铁路“Q”	14.00	9.00	4.50	3.75
切萨皮克和俄亥俄铁路“W”	4.50	3.75	2.10	1.50
芝加哥和西北铁路“U”	12.00	8.00	3.00	
芝加哥大西部铁路“A”	12.00	9.00	4.46	
芝加哥，密尔沃基，圣保罗和太平洋铁路“L”	14.00	9.00	4.49	
伊利铁路公司“NN”	8.75	7.25	2.00	
伊利诺伊州中央铁路“P”	7.00	6.00	2.50	1.75
长岛铁路“I”	4.75	4.00	2.50	1.50
密苏里太平洋铁路“D”	12.50	9.00	5.00	
纽约中央铁路“4.5%1929”	6.50	5.50	2.15	1.25
纽约，纽黑文和哈特福德铁路“4.5% 1930”	6.50	5.50	3.10	2.50
北太平洋铁路“4.5% 1925”	6.00	5.00	1.25	0.50
皮尔马克特铁路“4.5% 1930”	12.00	9.00	2.45	1.00
雷丁公司“4.5% 1930”	4.65	4.00	2.00	1.50
南太平洋公司“M”	5.50	4.75	2.25	1.60
南方铁路“CC”	11.00	8.50	2.10	1.50

注释 19

美国银行家协会房地产证券投资委员会的中期报告中（1931 年 5 月 12 日，全文收入《投资银行》，1931 年 6 月，7 ~ 10 页），估计流通在外的房地产债券总量为 10 000 000 000美元，分类如下：

第 1 类。货款小于抵押品当前重估价值的 75%，状况良好，有良好的记录…… …… 2 000 000 000 美元

第 2 类。没有出现过任何麻烦，但是超过抵押品目前重估价值的 75%，似乎可以顺利清偿…… 2 000 000 000 美元

第 3 类。货款一般超过目前抵押品价值的 75%，很可能会出现赎回，或经受小的损失而渡过难关（损失 10% ~25%） …… 2 500 000 000 美元

第 4 类。当初发行的时候相当于抵押品 80% ~100% 的贷款。这种贷款现在相当于抵押品的 125% ~150%，损失将达到 25% ~60% （赎回和销售完成后） …… …… 3 000 000 000 美元

第 5 类。本组中属于判断严重错误的类型。未完成、考虑不周或选择不佳，其中包括许多租赁和第二抵押债券。这一类的损失达到 60% ~100%，而且经常需要完全放弃 …… 500 000 000 美元

共计 …… 10 000 000 000 美元

在 1931 年 11 月美国投资银行家协会大会第 20 次年会之前提供的年报中，委员会修订上述估计如下：由于其中许多小额债券没有记录，未偿还的房地产债券的确切数额难以确定。位于华盛顿美国联邦储备委员会估计，目前最高未偿付额为 6 000 000 000美元。这个数字大大低于我们5月份报告给出的估计数额。不过，我们认为，6 000 000 000 美元大约是正确的。房地产债券的这一清算额度，也代表了房地产面临的主要问题之一。

由于市区房地产价值的下降，据估计大约 60% 的未支付的房地产债券或多或少遭遇困境。

该协会的主席在其提交报告的介绍性发言时指出了上述困扰的性质。他说："现在，据估计，约 60% 已发行的不动产债券或多或少面临困难。有的只是显示出轻微的麻烦，问题可能是在临时违约或拖欠税款方面；其他的则面临重组或是赎回。"

在利息和/或本金支付方面，实际上出现了违约的房地产债券的数额先增后降这一现象，参见表 9，由道琼斯公司编制。数据截至每年的 11 月 1 日，只包括面向公众出售和公众持有的股票。

表 9　　违约的房地产债券情况　　（单位：美元）

1928 年	36 229 000
1929 年	59 755 000
1930 年	137 463 000
1931 年	327 968 000
1932 年	739 326 000
1933 年	995 017 000

（续前表）

1934 年	647 945 000
1936 年	408 738 000
1938 年	223 534 000

注释 20

一个令人痛心的例子是纽约市 72 街及西滨大道的哈德森塔，这座 27 层大楼是作为酒店、疗养院等设计建造的。设计时考虑到病人和家属的需求，因而它的结构很特殊。征地的实际费用是 395 000 美元，工程师估计建造大楼将耗资 1 300 000 美元。为了有利于该大楼 1 650 000 美元的第一抵押债券的销售，土地和建筑物合在一起估价为 2 600 000 美元，从而使其在纽约法律下成为“合法的信托基金”。这件事发生在 1923 年。随后，大楼在完工前又几经转手，在 1927 年其第二抵押债券出售给公众，总额达到 1 150 000 美元。

但该项目一直未能完工；1932 年 8 月，该资产的第一抵押贷款赎回，售出价为 20 万美元。欧文信托股份有限公司 1933 年 6 月声明，该公司准备为每 1 000 美元未支取的第一抵押债券的本金支付 8.14 美元。这表明了除缴投资额外不承担任何费用或责任的第一抵押债券的持有人立场所带来的结果。因此，清算时 1 美元中只有不到 1 美分兑现了。存款的债券持有人在去除了保护委员会的费用后，每 1 000 美元债券只收到了 3.84 美元。

注释 21

注意以下摘自美国银行家协会委员会工业证券投资委员会在其 1928 年报告中的评论。

“我们研究了几个通告，在这几个通告中，有关于某优先股发行的，该股建立在租赁物业的一家商业企业的基础上。租金费用需要提前支付，但在通告中使用了非常小的字型，是以最不显眼的方式呈现的。阅读此公告的投资者会很容易地得出一个印象，即优先股的股息是最优先扣除项目。不幸的是，投资者往往并不仔细看通告，普通投资者几乎不会注意到所提及的租赁费。我们认为，这些数字应该用和债券的利息费用等信息一样的方式呈现出来。”

对于需要预先支付租金的债券来说，这一说法当然也同样成立。

华尔道夫饭店（纽约）1954 年到期的 7% 第一抵押租赁债券就显示了这种租赁在地面出租时遇到的困难。

华尔道夫的债券中，有 11 000 000 美元在 1929 年 10 月出售给了公众。地面租金开始是一年 30 万美元，但两年后涨至 60 万美元，此后，每年都逐渐上涨，最高达 80 万美元。另外，还有一些建设和偿债基金租金须视为营运开支，虽然它们是固定的，而且在数额上是确定的。因此，在发行公告中称 7% 第一租赁债券偿付率是固定收费的 4.5 倍（据估计的收入账户），这是具有误导性的，因为租金很快就超过债券的利息，并且与运营开支混在一起，掩盖了它真正的性质和作用。如果 7% 第一租赁债券买方在 6% 利率下将以前的费用变为资本，他就会发现 11 000 000 美元的债券不

如 23 000 000 美元的优先债权。

1932 年初，由于无力支付土地租金，该公司不得不与房东（一家纽约中央铁路的子公司）就欠付的地面租金进行谈判。调整计划在 1937 年完成，业主在日后租金的偿付顺序和数额上做出某些妥协，反过来债券持有人同意对契约进行修改，其持有的债券转化为普通股票和带有或有收益的债券。这种情况下，债券在 1932 年降到 3.25 美元的低价。

皮埃尔酒店债券也发生了非常类似的情况。在这种情况下，1932 年和 1933 年的原始债券每 1 美元的售价仅合 1 美分。1932 年公司改组，旧的 6.25% 第一租赁债券的持有者获得的是价值大幅降低的东 61 街公司的新的收入信用债券本金和少量的股票。1939 年 4 月，企业在租金债务上再次遇到了困难，并提出自愿破产申请。

塔楼公司（芝加哥）1926 年按面值向公众发行了 6.5% 第一租赁债券，总额是 1 900 000美元。该租约要求每年支付地面租金，起价为 190 000 美元（随后逐年增加）。这些沉重的租赁费后来被拖欠；租约于 1931 年被没收，债券失去了所有价值。

类似灾难也降临在百老汇大街 170 号公司（纽约）1949 年到期的 6.5% 第一租赁债券的持有人身上。

注释 22

读者会发现对我们建议的债券选择的最低数量标准和债券质量指标（1939 年由标准统计公司及纽约州银行协会下属的债券投资组合委员会联合发布）进行比较很有意思。

表 10 适用于特定工业集团的其他比率

汽车轮胎、肉类加工、有色金属制造等企业

净营运资金（不含库存）同固定债务的比率——100% 或以上

百货商店

库存周转率——每年 8 次或更多。

杂货连锁店

库存周转率——每年 12 次或更多。当前资产（不含库存）同当前负债的比率——100% 或以上（这个比例是针对杂货连锁店提出的，而非其他工业集团所采用的现金和现金等价物同当前负债的比率）。

印刷及出版

固定债务对净资产加商标价值的比率——50% 或小于[①]流通趋势的指数（1929 = 100），该指数与全国平均水平相当。[②]

公用事业

折旧和维修同运营收入的比率——蒸汽电力运营公司为 15%，水电为 13%，自

---

① 在利用商誉、出版业会员身份、流通、特许经营权，广告赞助等方面，作为对保护债券资产的重要因素，确定所述数字的合理性是非常必要的。具有代表性的几家新闻报纸企业在每发行 1 000 份约收入 3 万美元的基础上，对他们的商标价值进行了评估，可以作为一个大致的参考。

② 全国平均指数：1929—100；1930—100.4；1931—98.2；1932—92.3；1933—89.1；1934—93.0；1935—96.8；1936—102.0；1937—104.8；和 1938—100.3。

表 10　　债券质量比率旨在作为有用的指导，而不是僵化的标准或是排他性的测试

	盈利保护(B)					资产保护(A)			
	相对于固定费收入倍数[I]								
	纯收入。[II]优于	贬值或用尽前等[III]优于(%)	FC 的收入,对固定债务面值比例。优于(%)	净收入与总收益比例。优于(%)	运营比例。[IV]小于(%)	固定债务净资产比例(C)。小于(%)	净资产总值与总资产值比例。(B)小于(%)	流动资本和固定债务比例(C)。优于(%)	流动财产与流动债务比例(C)。优于(%)
重工业生产线:									
钢铁	6	10	24	7	84	35	100	150	400
机械	6	8.5	24	6	88	50	60	250	400
杂项生产线:									
汽车配件	6	9.5	24	5	89	50	50	150	350
建筑用品	6	9	24	6	87	30	100	125	400
化学品	5	6.5	20	15	73	75	125	100	300
家居产品	6	9	24	5	90	50	50	150	350
办公设备	6	7.5	24	10	83	50	100	150	350
纸(非新闻纸)	6	10	24	7	84	35	100	200	400
采掘业:									
煤	6	11	24	8	81	40	100	150	400
有色金属生产商	6	10	24	12	74	20	300	100	350
油	6	11	24	8	79	30	133	150	300
食品公司:									
烘焙和奶制品	4	6	16	4	91	66.67	50	75	200

（续前表）

	盈利保护(B)					资产保护(A)			
	相对于固定费收入倍数[I]								
	纯收入。[II]优于	贬值或用尽前等[III]优于(%)	FC的收入，对固定债务面值比例。优于(%)	净收入与总收益比例。优于(%)	运营比例。[IV]小于(%)	固定债务净资产比例(C)。小于(%)	净资产总值与总资产值比例。(B)小于(%)	流动资本和固定债务比例(C)。优于(%)	流动财产与流动债务比例(C)。优于(%)
杂项食品	5	7	20	6	88	50	75	100	200
特别库存情况：									
汽车轮胎	6	11	24	4	90	50	40	200	
肉类包装	6	11	24	1	97.5	33.5	15	200	
有色金属加工厂	6	11	24	4	90	40	50	200	
零售网点：									
百货公司	6	9	24	2.5	95	50	25	150	250
杂货连锁店	5	7.5		1.5	97	60[5]			
杂项特殊情况：									
电影	6	8	24	8	86	50	80	200	400
印刷及出版	6	7	24	15	77				
铁路设备，汽车租赁公司	4	6[6]	16	9	74	40	200		300
烟草产品	4		16	9	86	75[5]			
公共设施：									

（续前表）

	盈利保护(B)					资产保护(A)			
	相对于固定费收入倍数[I]								
	纯收入。[II]优于	贬值或用尽前等[III]优于(%)	FC的收入，对固定债务面值比例。优于(%)	净收入与总收益比例。优于(%)	运营比例。[IV]小于(%)	固定债务净资产比例(C)。小于(%)	净资产总值与总资产值比例。(B)小于(%)	流动资本和固定债务比例(C)。优于(%)	流动财产与流动债务比例(C)。优于(%)
蒸汽电操作公司[VI]	2.75[VII]		12	19[IX]		60	500[X]		
水电经营公司(零售)[VI]	2.75		12	25[IX]		60			
水电经营公司(批发)[VI]	3[VII]		13	25[IX]		50			
供水公司	2[VIII]		10	20[IX]	55	60	700[X]		
电话公司	3[VIII]		13	15[IX]		50	350[X]		
铁路	3[XI]	3.5[VI]							

这些组的附加比率见于表10。

Ⅰ 基于往年的固定利息，而非当前的利息。

Ⅱ 税后。

Ⅲ 大部分指导性比率是以各种行业中经营情况较好的公司的经验为基础的。

Ⅳ 运营费用(折旧、损耗和联邦所得税除外)同毛利润的比率。

Ⅴ 固定债务同净资产加上存货的比率。

Ⅵ 折旧前固定收费倍数，更少的到期设备信托。

Ⅶ 系统中75%的收入来自电力。

Ⅷ 去年的结果至少跟6年的平均值相当。

Ⅸ 净收入和运营收入的比率。

Ⅹ 净资产同运营收入的比率。

Ⅺ 任何一年中不少于两次。

来水公司为12%，电话公司为25%。净运营收入和净资产的比率——所有企业约为7%。净资产和运营收入的比率，运营开支和运营收入的比率对于水电公司来说是十分重要的，这些比率应一并考虑在内，但无法设定一个标准，因为每一种情况都有其自身的特殊性，需要具体对待。每个电话站的营业收入为50美元或更多。

铁路

铁路运营的固定费用支出同过去6年的平均值的比率——两倍或两倍以上。净营运资本（包括政府债务、流动资产和应计税款、流动负债）同固定费用的比率——200%或更高。在过去几年中，铁路及基础设施维修加上设备维修（包括折旧）的费用和总收入的比率占为25%或25%以上。交通运输的开支占总收入的比重——稳定或有下降的趋势。货运列车每小时的总吨英里数呈稳步上升的趋势。固定债务同资本总额的市场价值的比率（以面值出售的债券，低于票面价值的优先股或按市场价格出售的普通股，年终价格）不超过50%（见正文）。

他们针对各种类别（市政债券除外）而建议的比率在表9和表10中进行了总结，是经作者许可，转引自《如何测试你的债券》（谢尔曼亚·亚当斯，1939年12月4日《巴伦周刊》）。

对这些比率进行细致、充分的评判则需要更多的篇幅。很明显，我们觉得几乎所有的比率要么是没有必要，要么是过于苛刻，如若不然，我们早就应该相应地提出自己的建议了。应当指出，在这些表中提出的尺度“不是作为规定银行必须要达到的一个标准”，而似乎是介乎于“一种辅助性的工具”和力求完善时的参考。在我们看来，这些标准的多重性大大削弱了其实际效用。如果所有这些测试都需要通过的话，符合条件的债券投资领域将大幅萎缩，全然令人无法接受。如果某些可被放弃，投资者则会变得茫然无措，不知道哪些最重要，以及有多大的回旋余地来保证投资安全。

这些衡量标准应用于储蓄银行和保险公司典型的债券投资组合当中，将成为有益的证券分析活动。并且还会使我们对这些测试的实用价值有更深入的了解。标准企业名录现在正在编制一流公司的比率。

注释23

1926—1930年5年间和1937年的一级铁路维修支出与经营总收入的比率按地域划分如表11所示：

表11　不同地区一级铁路维修支出与经营总收入的比率　（%）

地区	1926—1930年			1937年		
	道路维修	设备维修	共计	道路维修	设备维修	共计
整个美国	13.7	19.5	33.2	11.9	19.9	31.8
新英格兰	15.3	17.8	33.1	13.7	17.6	31.3
大湖区	12.5	20.9	33.4	10.7	20.9	31.6
中东部	12.5	20.7	33.2	10.4	21.0	31.4
东部	13.4	20.0	33.4	10.2	18.3	30.5
南部	14.5	20.0	34.5	11.6	21.0	31.7

（续前表）

地区	1926—1930 年			1937 年		
	道路维修	设备维修	共计	道路维修	设备维修	共计
西北部	14.5	18.3	32.8	13.8	19.0	32.8
中西部	14.0	18.1	32.1	13.1	19.5	32.6
西南部	15.9	18.0	33.8	14.0	18.3	32.3

如表 11 显示，不同地区间的差异比 1920 年之前明显减小。1931—1932 年间多条铁路的维护支出与上述标准相比，明显下降。例如，1932 年伊利诺伊州中部的比例如下：铁路维修，8.36%；设备维修，19.48%。

同一地区铁路之间的显著差异也有所发展，如表 12 所示：

表 12　　同一地区铁路之间的显著差异　　（%）

年份和铁路	道路维修，总计	设备维修，总计	合计
西南地区 1926—1930 年平均数	15.85	17.97	33.82
艾奇逊：			
1929 年	15.79	18.13	33.92
1932 年	11.52	23.69	35.21
圣路易西南：			
1929 年	19.97	16.26	36.24
1932 年	14.65	16.87	31.52
南太平洋：			
1929 年	12.63	17.46	30.09
1932 年	11.86	18.57	30.43

表 13 中把按照经济状况进行分类的不同铁路的维修趋势进行了对比：

表 13　　不同铁路的维修趋势

项目	总维修率（%）		
	1928 年	1934 年	1938 年
17 条在 1938 年支付股息的铁路	34.5	32.2	32.0
1938 年 23 条有偿还能力的却不支付股息的铁路	32.2	30.0	29.8
21 条在 1938 年无偿还能力的铁路	32.6	32.3	33.0
所有道路种类	32.8	30.7	30.7

比较显示，第一，支付股息的铁路比不支付股息而竭力保持偿还能力的铁路在维修方面更自由。第二，被托管的铁路常会增加维修费比率，甚至是在其他铁路降低该比率的时候。

注释 24

切萨皮克和俄亥俄铁路公司 1921—1929 年之间提供了不同寻常的大笔维修开支的例子。这可以反映在表 14 中的数据中，这些数据可以与前面注释中列出的宝嘉康蒂地区的标准维修比率做一个比较。

表 14　　切萨皮克和俄亥俄铁路公司 1921—1929 年维修开支　　（%）

年份	维修（铁路维修）与总值的比例	维修（设备维修）与总值的比例	共计
1921	14.51	23.87	38.38
1922	12.70	27.01	39.71
1923	12.60	28.10	40.70
1924	14.40	27.90	42.30
1925	15.20	25.30	40.05
1926	14.23	22.89	37.12
1927	14.37	22.38	36.75
1928	13.47	22.29	35.76
1929	14.39	22.36	36.75
1930	13.55	19.55	33.10
1931	12.88	18.99	31.87

以往存在的子公司拥有大量现时盈余而不支付给母公司的情况，可以由表 15 中的数字显示出来，以路易斯维尔和纳什维尔有限公司为例（L&N）大西洋沿岸铁路公司持有该公司 51% 的普通股。

表 15　　路易斯维尔和纳什维尔公司情况　　（单位：美元）

年份	每股盈利	每股股息	普通股付息后的余额	大西洋沿岸铁路公司在 L&N 公司占有的未分配普通股息收益
1922	14.72	7.00	5 558 019	2 834 590
1923	11.54	5.00	7 648 935	3 900 957
1924	12.08	6.00	7 112 794	3 627 525
1925	15.98	6.00	11 680 711	5 957 163
1926	16.60	7.00	11 232 111	5 728 377
1927	14.29	7.00	8 536 241	4 353 483
1928	12.24	7.00	6 133 220	3 127 942
1929	11.73	7.00	5 536 543	2 823 636

芝加哥，伯灵顿和昆西公司的例子与之类似，只是不甚显著而已。在 1922—1929 年（含首尾年）间其收入大大超过它支付的股息。尤其在 1924 年、1928 年和 1929 年，情况更是如此，虽然 1930 年、1931 年和 1932 年情况有所变化，股息的支

付超过了收益。大北方铁路有限公司和北太平洋铁路有限公司各拥有伯灵顿约 48% 普通股。

注释 25

有一些打着“公用事业”旗号，但本质上全部或部分具有工业企业属性的公司，例如：联合公共服务公司，1927 年成立，开展电灯和电力，天然气和人工煤气，制冰厂和冷库业务；南冰与公用事业公司，1916 年组建，从事制冰、冰淇淋、乳酪和冷库冷藏业务；在 1928 年组建的公用事业服务有限公司，收购和经营小城镇的 20 个电话公司及大城镇和城市的 4 家冰厂；环大西洋国家服务公司，1928 年创办，从事制冰、煤炭和冷藏业务；威彻斯特服务公司，1928 年创办，从事煤炭、制冰、燃油和建材业务；国民服务公司，1928 年作为威彻斯特服务公司的控股公司创建，从事制冰，燃料以及相关行业。调查发现，尽管这些公司的经营运作完全或部分具有工业企业的特征，但他们的资本结构是公用事业型的。

其中的一些公司目前仍然基本处于原先的组织形式，但大多数公司都遇到了经济困难，进行了重组。1934 年联合公共服务公司改组为联合公共服务股份公司。南方制冰与公用事业公司 1938 年更名为南方制冰公司，1930 年公用事业服务公司进入破产程序，1933 年按计划进行了重组，借此将电话业务从工业部门拆分出去。1934 年环大西洋服务公司进行了重组，由卡斯科公司接管其资产。威彻斯特服务公司 1936 年根据破产法第 77B 条款进行了重组。国民服务公司保留了其原先的身份。

注释 26

在不同时期，投资银行家协会通过其几个委员会发表对债券通告的评价，指出其不当之处，即要么完全不提贬值，要么在收入账目中隐藏贬值的实际数额。下面的引文将有助于说明这一点：

> “有关贬值和相应的政策有很多分歧，但是不管采纳什么样的政策，投资者都有权知道它是什么。不提及贬值问题的公司通告忽略了管理的一个重要因素，即投资者在公司投入了大量资金。”
>
> “我们的成员的注意力被引导到如何处理贬值的问题上。还有少数募集公告完全不提资产负债表，但这种情况主要出现在很不重要的通告中。不过，仅显示折旧和税收之前的收入，而不提及折旧额。这种做法是很常见的。因为在一份普通的募集公告中，我们试图给投资者展示全面的情况。看起来只有提供了折旧前的收益、折旧的数额、债券利息金额和税收支出、转入盈余的余额，投资者才能够了解所有的信息。如果投资者能够了解资产负债表，熟悉生产过程，那么折旧方法的计算方式及数额就会让投资者全面了解他们所关心的问题是如何处理的。一些募集公告展示了折旧及纳税后的收入，但没有说明扣费前的收入。工业证券公司及商业行为委员会的主席都认为，理想的方式是将折旧前收入、折旧额和折旧后收入分别呈报给投资者。

注释 27

计算公共事业控股公司债券时少数股东权益的处理示例

1938 年联合照明与铁路公司（特拉华州）的报告美国电灯和电车公司拥有 54.69% 的普通股。45% 的少数股权的收入大约为 1 851 000 美元。可用三种方法处理少数股权，即：

方法 A（这是习惯性的做法）：从母公司的利息费用中扣除少数股权。用这种方法，少数股份不会对债券利息偿付率有任何影响。

方法 B（准确但有点复杂）：子公司的收益和费用只包含在母公司的所有权内。换言之，收益和固定费用的比例按普通股的少数股权占总股东权益的比例进行扣除。

方法 C（推荐使用）：在计算利息偿付率前，同费用项目的处理方法一样，将少数股权利息从净收入中扣除。这将导致比用方法 B 计算的利息偿付率略低。

使用三种方法来对 1938 年美国照明与铁路公司的财务报告进行处理，结果如表 16 所示：

表 16　　1938 年美国照明与铁路公司财务报告数据　　（单位：美元）

项目	方法 A（传统）	方法 B（精确）	方法 C（保守）
营业收入总额	77 351 000	59 221 000[II]	77 351 000
净收益	21 352 000	17 072 000[II]	21 352 000
少数股东权益			1 851 000
固定费用盈亏	21 352 000	17 072 000[II]	19 501 000
固定费用[I]	14 927 000	12 498 000[II]	14 927 000
少数股东权益	1 851 000		
母公司股票盈亏	4 574 000	4 574 000	4 574 000
固定费用保障倍数	1.43	1.37	1.31

I 附属利息和优先股的股息和母公司利息。

II 不包括在美国照明和电车公司少数股东权益（45.31%）。

注意应用方法 B 所需的额外计算只是找到适用于少数股东权益的附属固定利息的金额。将调整的固定利息分配到母公司的盈亏上，会使偿还率低于 1。还要注意，虽然方法 C 总是得出比其他两个方法较小的结果，方法 B 与方法 A 得出的偿还率的高低取决于子公司获得的利息比母公司的利息高出多少。

注释 28

关于保护优先股的股息安全系数的计算没有受到大多数投资书籍作者的关注。

在某些情况下，这是因为优先股被排除在投资之外，但在大多数情况下却无法这样去解释。近几十年大量优先股无法支付股息，这表明在选择这种股票的时候，必须有相应的观点和技巧，以区分优劣。而令人惊讶的是，那些撰写关于证券选择的“科学”方面的书的作者，却没对该问题给予更多的关注。

即便该问题得到关注，大多数情况下，相关的专家也总是明确推荐，或是在讨论中暗示使用优先扣除法。

注释 29

见本书 1934 年版附录注释第 27 条。

注释 30

文中的说法可以通过对价格记录的详细检查来核实，下面是从中得出的说明。1929 年 10 月 31 日，堪萨斯城终点站铁路公司发行的利率为 4%，1960 年到期的债券，售价为 86.25 美元，收益率为 4.9%，而同一天，芝加哥－岩岛－太平洋铁路公司利率为 4%，1988 年到期的普通债券，售价为 90 美元，收益率为 4.5%。4 年之后，1933 年 11 月 22 日，堪萨斯城终点站铁路公司的债券售价为 86.25 美元，虽然岩岛 4% 的普通债券已跌至 42 美元，这一价格的收益率在 10% 左右。1927 年 12 月 8 日，终点站公司的债券售价为 93.875 美元，而芝加哥－密尔沃基－圣保罗铁路公司利率 4%，1989 年到期的普通债券售价为 93 美元，收益略低于前者。1933 年 2 月 24 日，终点站债券的售价为 90 美元，收益率约为 4.65%，而圣保罗公司利率 4% 的债券价格则跌至 38 美元，收益率约 11%。1927 年 11 月 7 日至 1932 年 6 月 15 日，终点站公司 4% 债券的价格从 93 美元跌至 82.75 美元（收益率分别为 4.4% 和 5.18%），而密苏里－堪萨斯－得克萨斯铁路公司利率 4%，1962 年到期的优先留置权债券的价格也从 93 美元跌至 31.125 美元（收益率分别为 4.39% 和超过 15%），见表 17。

表 17　　四家公司债券价格与收益比较　　（单位：美元）

债券	1929—1939 年价格范围	1939 年底价格	1939 年底收益率
堪萨斯城终点站铁路公司利率为 4%，1960 年到期的债券	109.875 ~78	107.75	3.45%
芝加哥－岩岛－太平洋铁路公司利率 4%，1988 年到期的普通债券	96 ~10	13.875	违约
芝加哥－密尔沃基－圣保罗铁路公司利率 4%，1998 年到期的普通债券	87.875 ~19.5	24.75	违约
密苏里－堪萨斯－得克萨斯铁路公司利率 4%，1962 年到期的优先留置权债券	94.5 ~11.5	14.625	27.3% [I]

I 当前收益显然受到关于持续时间的怀疑。

上表中给出了这些债券随后记录的一些特征。

注释 31

纽约－哈莱姆铁路公司（New York & Harlem R. R.）的情况显示了一些租约和担保的有趣信息。

1. 资产的主要部分租给纽约中央铁路公司（N. Y. Central），租期 401 年，租金相当于债券利息和每股 5 美元的优先股及普通股股息。债券的利息和本金都由纽约中央铁路公司具体担保，股息除外。不过，自 1873 年起，股息一直按租约定期支付。

2. 该公司的市内有轨电车路线资产另外租给了纽约铁路公司（N. Y. Rys.

Co.），租金相当于两类股票每股额外 2 美元的股息。当纽约铁路公司破产时，租约终止，路线收回，并由纽约－哈莱姆公司经营。1932 年，与纽约铁路公司（接替原承租人的公司）签订了租用这些资产 999 年的租约。唯一要考虑的是 45 万美元的一次性付款，因此，这项交易似乎实际上与市内有轨电车线出售的数额相同。

3. 纽约－哈莱姆铁路公司的一些股东们想方设法从纽约中央铁路公司获得大量额外收入，理由是颇有价值的“空中权利”（或在哈莱姆路权地区的建设权）并没有包括在租约之中，必须另行支付。这场官司中的投机色彩使股票价格在 1928 年上涨至 505 美元，这说明当时的股息回报率不足 1%。该诉讼于 1932 年被驳回，当时股票价格跌至 82.25 美元。（1939 年底股价为 110 美元。）

莫比尔－俄亥俄铁路公司（Mobile & Ohio）有一些相似的特点也很有意思，即：

1. 1901 年，南部铁路公司（Southern Ry. Co.）发行了“莫比尔－俄亥俄股票信托证券”，以交换莫比尔－俄亥俄公司的几乎全部股本。该公司同意对这些证券永久支付 4% 的回报。

2. 莫比尔－俄亥俄公司开始蒸蒸日上，并于 1908—1930 年间向南部铁路公司支付了 140% 的红利。州际商业委员会和阿拉巴马州政府力图迫使南部铁路公司放弃对莫比尔公司的控制权，理由是它违反了反托拉斯法。与此同时，股票信托证券的持有人也开始行动，试图收回被托管的股票，或凭借信托证券获得更多股息。对法律行动的预期使这些股票的价格于 1928 年上涨至 159.5 美元。

3. 1929 年以后的收益状况恶化使莫比尔－俄亥俄公司于 1932 年被迫接受破产接管。公司债券 9 月 1 日的到期利息被拖欠，但股票信托证券的持有人却定期收到由南部铁路公司担保的 4% 股息。1932 年，信托证券的价格下降，低至 3.5 美元，但这反映的是对南部铁路公司财务能力的怀疑，而不是对于有义务支付 4% 股息的合法性有什么问题。莫比尔－俄亥俄公司于 1940 年与海湾－莫比尔－北部铁路公司合并，但这种发展并不影响有担保的股票信托证券的地位。

注释 32

工业办公楼公司的重组

这家企业的历史突出地说明了第一抵押债券持有人理论上的权利与其实际经验之间的差异。

1926 年，公司在新泽西州的纽瓦克兴建了一幢办公楼。表面上土地和建筑物的成本是 380 万美元，但通过常见的“评估”过程，土地的价值由 30 万美元提高到 200 万美元。建大楼的成本通过出售以下证券获得：

单位：美元

利率 6% 的第一抵押债券	3 150 000
利率 7% 的无担保债券	450 000
优先股	450 000
普通股	100 000

（房地产价值的高估使普通股的“账面价值”增加约 180 万美元）

工业办公楼公司在一段时间的低收益期后，1932 年 6 月 1 日拖欠债券利息，并

被指定了破产接收者。此后不久拟定了重组计划，规定如下：

1. 利率6%，1947年到期的第一抵押债券，兑换为利率5%的第一抵押收益债券，也是1947年到期；

2. 利率7%，1937年到期的无担保债券，兑换为利率7%，1948年到期的无担保收益债券；

3. 利率8%的优先股，兑换为利率仍为8%的新优先股；

4. 普通股将兑换成新的普通股；

5. 所有这些兑换都按1：1的比率进行。

这个重组计划是由重组委员会以10万美元的价格买下了抵押出售财产而实施的。不接受新证券的第一抵押债券持有人每1 000美元的债券只得到56.43美元的现金。

在这个调整中，债券持有人放弃了对固定利息的要求权，却没有得到任何补偿，而股东却没有任何损失。（股息将被推迟到2/3的债券都被收回以后再行分配，但这些退股都符合股东利益，这一规定并不真正说明股东做出了牺牲。）这是一个非常片面的和解或“妥协”——在债券持有人明显有权直接占有该财产的情况下更是如此。重组委员会为他们对股东辩解说，应当保留最大股东作为资产管理者所提供的（有偿）服务。结果是，该大楼的业主用他们的资本得到了优先股（即收益债券），而将所有低级证券都交给了经营者。对管理一处办公楼来说，这是一个令人难以置信的价格。

或许有人会反对这种说法，认为我们的批评有点牵强，因为在任何情况下大楼的收益都不可能高于收入债券的利息，因此股东持有全部股票也就不值得争论了。但是，以空前的经济萧条时期所显示的结果来衡量潜在收益的做法是非常荒谬的。从长远的未来来看，这种说法有几种不同的可能性，可能使股票权益有价值。其中包括：

1. 重新繁荣，甚至是产生新的房地产热。

2. 大幅通货膨胀，这将减少债券债务的负担。

3. 一些特殊的影响建筑物本身或其附近地区的有利发展。碰巧，重组计划刚刚完成后不久，纽约证券交易所为将业务转向纽瓦克做出了一切安排，据说场外交易的地点就在这幢办公楼。如果真是这样，那么巨额利润就将全部落入这一原破产企业的老股东手中。这些利润原本应该属于债券持有人，因为他们对未来损失承担了所有风险（正如1933年2月债券的市场价格下跌至4美元时一样）。

应当注意的是，价值550万美元的这部分财产，作为抵押出售财产只卖了10万美元，使未转换为信托债券的债券持有人手中每1美元面值的债券价值只有约5美分。（1927年，该债券价格一直在100美元上下浮动。）从1932年上半年税后净收益为6.7万美元的事实来看，这一价格显然过低。笔者认为，在推行这种重组计划时以一个可以忽略不计的价格来转移财产，比在一般的破产程序中排斥股东或其他业主的做法更不公平。虽然债权人依法扣押资产的权利运作起来往往有很大的困难，但从贷款协议的具体条款，和股东从所借资金的使用中获得利润的原始可能性来看，很少有人会说这种做法不公平。但在工业办公楼公司的例子中，司法程序被用来剥夺了债券持有人个人在违约事件中本来被保证会获得的补偿——即，或是代

表他接管资产，或是将通过正当售卖而实现的资产现金价值中他所应得的份额分配给他。

美国最高法院后来在关于重组计划公平性的声明中，绝对反对债权人和股东之间这种类型的利益调整。见凯斯公司对洛杉矶木材制品有限公司，308 美国 106（1939 年 11 月 6 日的裁决）。法院裁定，根据第 77B 条的重组计划并不是“公正和公平的”，因为所涉及的公司破产了，所以在股东被允许参与之前，可用财产的全部价值，并未首先用于债券持有人的权利。

注释 33

利率 5%，1932 年和 1940 年到期的金融投资公司债券

从投资信托领域的一个例子可以看出，受托人的意向如何避免自己主动采取的积极行动剥夺债券持有人在做出投资时本可以依靠的保障。

纽约金融投资公司出售了两只利率 5% 的抵押信托债券，分别于 1932 年和 1940 年到期。这些债券通过将上市证券寄托给信托公司而获得担保，依照严格的要求，表现各有不同。该公司约定，这类抵押品的价值维持在不低于未偿付债券价值的 120% 的水平上。受托人有权：（1）在所需保证金受损时通知公司；（2）如果亏损不能在 30 天内补救的话，宣布本金到期；（3）在上述情况下出售抵押品，并将所得款项用于本金和利息支付。

这些契约似乎给了债券持有人和以有价证券作抵押贷款的银行几乎相同的保护。如果规定的保证金受到损害，而且没有得到补救，那么可以出售抵押品来偿还贷款。唯一重要的区别是，债券契约规定 30 天内将保证金恢复到所需比例。

但金融投资公司证券的真实经历与同时期典型的银行抵押贷款有着明显的差异。1931 年 10 月，保证金降到 20% 以下，受托人就通知公司这一“违约事件”。保证金在 30 天内没有得到补偿，但抵押品并未出售。1932 年 8 月，债券买入价一度跌至 20 美元。1932 年 10 月一只证券的本金到期，并未支付。此事件迫使人们采取行动；有担保的证券被抛售一空；1933 年 1 月，也就是“补充保证金通知”发出 15 个月之后，债券持有人每 1 美元的债券最终获得约 65 美分。

在这里我们看到，按照契约给予债券持有人似乎有效的保障及其实际得到的十分不理想的结果之间存在很大的差距，即在此期间市场价值的重大亏损、长期延迟以及特别令人心痛的债券缩水。这怎么解释呢？是信托公司太懒惰，太大意吗？表面上看，好像是这样的。其实信托公司为此花费了大量的时间和精力，但其努力却受到债券托管制度已确立的原则的束缚和损害，即“绝对不要做任何有可能会遭到批评的事情，除非债券持有人在契约中规定的某种方式提出了要求。”在金融投资公司利率 5% 的债券的例子中，如果债券持有者以书面形式就债券的 30% 提出赔款要求，那么信托公司就会被迫采取措施。信托公司不想及时主动售出抵押品，因为如果以后市场恢复，有些股东可能会指责其在无正当理由的情况下将它们剔除。表面上看，像是基于同样的原因，有些债券持有者反对在抵押品跌至低于其发行面值的情况下将其出售。

不难看出，他们反对执行契约中的保护性条款基本上是错误的。事实上，如果

能守得住这些抵押品的话，契约中也就没有必要制定这些保护性条款了。从整体上分析，我们可以看出这些令人不满的结果是以下几点共同导致的：

1. 缺乏明确的规则以实施契约条款。

2. 一个金融敏锐性欠缺、主动性较低的典型的债券持有人团体。

3. 托管制度的基础使信托公司唯这些有惰性且不够理性的债券持有者马首是瞻，而不是反过来指导他们。

注释 34

我们相信以下两个例子可以警告分析师，在选择工业债券时，不能过度相信双联合同中的保护性条款和统计数字。

Ⅰ 威利斯－奥弗兰公司（Willys Overland Co.）发行的 10 年期第一抵押债券，利率 6.5%，1933 年 9 月到期。原始发行总额 1 000 万美元。

A. 保护性条款：

1. 直接拥有对公司现有或今后获得的所有固定资产的第一抵押权（用作新的置产抵押的固定资产除外），同时以主要子公司的所有股票为抵押担保。这些子公司被禁止发行抵押或长期债务，除非它们同时也被抵押担保该债券。

2. 每年拿出该债券发行量的 10%（每年 100 万美元）作为偿债基金，并在到期前收回发行量的 90%。

3. 流动资产净值必须随时都至少相当于未偿付债券的 150%。

4. 只能从 1923 年 9 月 1 日以后的收入中支付现金股息，只有满足下列条件才可支付，即，扣除股息后的流动资产不低于流动负债的 200%，且流动资产净值不低于未偿付债券票面价值的 200%。

B. 1928 年 12 月 31 日的统计数字：

1. 1928 年，利息收入翻了 12 倍；1923—1928 年平均增长 11 倍以上；在过去的 6 年中，每年都至少增长 3.5 倍。

2. 1928 年 12 月 31 日，优先股和普通股市值为 1.1 亿美元，是价值 500 万美元的未偿付债券的 22 倍。

3. 1928 年 12 月 31 日，流动资产净值总额为 2 870 万美元，超过未偿付债券价值的 5 倍。

4. 可用于偿还债券的有形资产净值总额超过债券价值的 14 倍。

C. 1928 年后的历史：

在 1929—1932 年的 4 年间，盈余总额从 3 960 万美元下降至 40 万美元。其中 600 万美元代表已支付的股息，其余的是由于经营或其他原因造成的损失。同时，2 870 万美元的流动资产净值转变成为 240 万美元流动负债净值，价值减少共 3 000 万美元以上。

1931 年底，偿债基金的运作将未偿付债券减少至仅有 200 万美元，但 1932 年 7 月到期的偿债基金分期付款没有兑现。1933 年 2 月，有关方面委派了清算人。1933 年 3 月到期的债券利息被拖欠，1933 年 9 月，本金也被拖欠。

这些债券，在1931年售价曾高达101.5美元，1932年时也有92美元，而在1933年底却跌至24美元。

值得一提的是，在1932年7月偿债基金被拖欠时，信托公司和债券持有人没有采取任何行动，在营运资金首次低于规定最低值的时候也是如此。当时如果及时采取保护性措施，可能会迫使公司偿付这部分金额相对较少的债券。公司进入破产管理之后，成立了一个债券持有人保护委员会。委员会发现重组计划不可行之后，主张进行清算；但随后在取消质押资产的赎回权时遇到了法律上的困难。

公司最终在1936年被重组，债券持有人得到了一家房地产公司的股份，同时要么得到重组公司的一批可转换优先股，要么得到数量更大的普通股。对以前的债券持有人来说，幸运的是，这些股票在短期内就远远超过了旧债券票面值和拖欠利息的价值。

II. 伯基和盖伊家具公司（Berkey and Gay Furniture Co.）发行的第一抵押债券，利率6%，1927—1941年顺序到期。其原始发行额为150万美元。

A. 保护性条款：

1. 由价值为440万美元或超过原发行债券价值的290%的固定财产第一留置权作为抵押。以新增资产作为抵押，可增发债券金额达100万美元，但利息不超过其成本的50%。

2. 流动资产净额需保持在200万美元，并要求流动资产相当于流动负债的两倍。

3. 顺序到期的做法相当于每年平均7万美元的偿债基金，这些偿债基金可使债券在到期之前清偿2/3。

B. 1927年12月31日的统计数字：

1. 1927年，利息收入增加超过3倍；1922—1927年间平均增加4.5倍；而且6年间任何一年不低于3倍。

2. 流动资产净额为369.8万美元，是146万美元未偿付债券价值的2.5倍。

3. 可用于偿还债券的有形资产总额为850万美元，每张债券约合6 000美元。

C. 1927年后的历史：

1929年1月1日到1931年7月31日期间，该公司报告亏损总额近300万美元。仅1930年1年，营运资金就从290万美元减少到65万美元。到1931年7月，流动负债已经超过流动资金。债券利息于1931年11月被拖欠。1932年2月，有关方面委派了清算人。1932年5月到期的债券分期付款被拖欠。于1933年4月做出一项裁决，取消抵押品的赎回权。这种1928年按面值出售、1931年3月售价高达65美元的债券，到了1933年底每1美元面值的债券仅值1美分了。

债券利息被拖欠之后，保护委员会随之成立。很难说在这种灾难性的情况下债券持有人及时采取行动是否能起到任何作用。但无疑地，1930年底当营运资金的有关条款被破坏的时候，他们本应做些什么，而不是袖手旁观，直到一年后利息支付

开始拖欠才有人理会。

1935 年，这些资产丧失赎回权而被出售。1936 年以每 1 000 美元债券 522.50 美元的价格分配给持有人，主要是用的针对另一家公司的损失诉讼的收益。

注释 35

表 18 提供了《穆迪手册》中列出的相应年份未偿付附权证券总额的数据，这些数据证明了附权证券融资的增长及其最近的减少。债券和股票均包括在内。

表 18　　相应年份未偿付附权证券总额的数据

年份	未偿付的附权证券总额	可转换债券	参与分红的债券	附有认股权证的债券
1925	434	434	(未提供)	(未提供)
1926	613	503	(未提供)	110
1927	1 129	537	410	182
1931	2 668	1 214	862	592
1935	1 705	860	630	215
1939	1 629	912	536	181

美国证券交易委员会统计系列发布第 208、243、295 和 339 号说明了依据 1933 年证券管理条例，自 1937 年 4 月 1 日至 1939 年 9 月 30 日出售的新发行债券的特点。从这些公布的数据中显示了最近通过优先附权证券融资的趋势。

注释 36

反稀释原则在应用于情况有些复杂的切萨皮克公司利率 5%，1947 年到期的可转换抵押债券时，基于以下事实进行计算。1927 年 5 月发行的这些债券以切萨皮克和俄亥俄铁路公司的普通股作为抵押担保，1932 年 5 月 15 日之后，债券可以转换为这种普通股。双联合同中包括了例行的反稀释条款，并指出，为计算新的兑换价格，在债券发行之日，流通在外的切萨皮克和俄亥俄铁路公司普通股股数按 1 190 049 股计。见体情况见表 19。

表 19　　切萨皮克公司债券相关情况

项目	债券数量	占总额百分比(%)	发行者总实收金额(单位：千美元)	占总额百分比(%)
售出的高级债券总额	439	100.00	3 359 177	100.00
售出的附权证券	191	43.51	658 020	19.60
优先股总计	214	100.00	470 423	100.00
附权证券总计	139	65.00	247 259	52.50
可转换债券	89	41.60	210 243	44.70

（续前表）

项目	债券数量	占总额百分比（%）	发行者总实收金额（单位：千美元）	占总额百分比（%）
参与分红的债券	40	18.70	23 637	5.00
附认股权证的债券	10	4.70	13 379	2.80
长期担保债券总计	135	100.00	1 570 082	100.00
附权长期无担保债券总计	20	14.81	46 824	2.98
可转换债券	12	8.89	41 822	2.66
附认股权证的可参与分红债券	8	5.92	5 002	0.32
长期无担保债券总计	79	100.00	1 312 213	100.00
附权长期无担保债券总计	31	39.24	363 193	27.68
可转换债券	27	34.18	358 746	28.34
附认股权证的可参与分红债券	4	5.06	4 477	00.34
短期债券总计	11	100.00	6 459	100.00
附权短期债券总计	1	9.09	744	11.50
可转换债券	1	9.09	744	11.50

随后切萨皮克和俄亥俄铁路公司发行的新股票如下：

（a）以每股100美元的价格向1929年4月30日的注册股票持有人发行股票296 222股。

（b）1930年，发行46 066.5股股票用以兑换霍金河谷铁路公司（Hocking Valley Ry. Co.）的普通股。从该公司的财务报告来看，霍金河谷铁路公司的股票估价似乎为7 076 710.18美元，即切萨皮克和俄亥俄铁路公司股票兑换比率是每股153.62美元。

（c）以每股100美元的价格向1930年6月12日登记在册的股票持有者发行股票382 211股。

最后，在1930年7月31日，切萨皮克和俄亥俄铁路公司的普通股面值从每股100美元跌至每股25美元，后又发行了新股，以每4股新股兑换当时流通在外的1股旧股。

基于以上事实，1933年初兑换价格计算如下：

基数　1929年4月30日增股　霍金河谷　1930年6月12日增股

$$C = \frac{(1\,190\,049 \times 220\text{美元}) + (296\,222 \times 100\text{美元}) + (46\,066.5 \times 153.62\text{美元}) + (382\,211 \times 100\text{美元})}{\frac{1\,190\,049 + 296\,222 + 46\,066.5 + 382\,211}{4(7/31/30,\text{每}4\text{股兑}1\text{股})}}$$

$$= 43.97\text{美元}$$

注释37

统一纺织品公司（Consolidated Textile Corp.）发行的利率7%，1923年到期的3

年期可转换公司债券具有这种转换权。双联合同规定："在任何时候，公司普通股转换率的基础都应该是每 22 股这样的普通股兑换 1 000 美元的票据，每 11 股这样的普通股兑换 500 美元的票据。或者，如果任何时候公司增发普通股价格低于每股 46 美元，则转换率应降至该普通股发行时所代表的资产货币或公平价值水平……如果随后又发行价格更低的股票，兑换比率应进一步降低，以此类推，同时现金利息和股息也进行相应调整。"

这些公司债券发行于 1920 年 4 月。同年 11 月，公司以每股 21 美元的价格向股东增发了新股，兑换价格也相应地从每股约 46 美元降至每股 21 美元。1920 年 11 月之前股票售价未超过 46.5 美元，在 11 月兑换价格降低后也没有超过 21.875 美元，因此转换特权从未获得实质性价值。1921 年 10 月，该债券以 102.5 美元的价格被提前赎回。

注释 38

美国电话和电报公司 1913 年向股东发行的利率 4.5%，1933 年到期的可转换债券，价值 6 700 万美元，就是这样比较少见的情况。1915 年 3 月 1 日至 1925 年 3 月 1 日，这些债券可以按每股 120 美元的价格转换为普通股。双联合同规定，这些转换而来的股票将成为"电话和电报公司核定股本的一部分，这些核定股本在转换时即可形成"，而且合同中并不包括常见的反稀释条款。有趣的是，无论美国电话和电报公司是之前还是之后发行的可转换债券都包含反稀释条款。例如，1906 年发行的利率 4% 的可转换债券和 1929 年发行的利率 4.5% 的可转换债券的合同都是如此。

利率 4.5%，1933 年到期的可转换债券，超过一半在 1915 年进行了转换，那是可转换特权生效的第一年。之后债券纷纷被转换，剩余数量迅速减少。1925 年，当特权到期时，尚有价值 189.94 万美元的债券未实施转换，这些债券在 1931 年按票面价值被提前赎回。与此同时，1925 年之前，公司曾向股东提供数种认股特权，这也许可以说明为什么这一并未通过股东"权利"保护防止稀释的债券转换得如此迅速，虽然在 8 ~ 9 美元的分红率之下股票收益较高无疑也是一个关键因素。

另一个针对性不那么强的例子是布鲁克林联合煤气有限公司（Brooklyn Union Gas Co.）利率 5.5%，1936 年到期的可转换债券。该债券于 1925 年 12 月发行，有权于 1939 年 1 月 1 日或之后转换为 20 股普通股。其双联合同有点含糊其辞，大意是"在债券到期之前，若公司股票性质发生变化，以至增加或减少了股东有权得到的股票数量，那么债券持有人因转换而获得的股票数量也应有相应的增加或减少。"这就使人们产生了疑问，是否采取保护措施以防止任何形式的股权稀释行为，还是只为防止股息分配、股票拆股和并股的行为采取了保护措施。或许正是出于这个原因，在 1929 年 1 月 1 日转换尚未生效之前，债券和股票之间存在着非常大的套利利差。虽然在这里，等量股票的较高股息收益可能也同样是产生差价的部分原因。有关数据如表 20。

表 20　　布鲁克林联合煤气公司普通股与债券相关数据　　（单位：美元）

日期	普通股价格	债券转换价格	债券价格	每 1 000 美元债券对应的价差
1926 年 3 月 19 日	71.5	143	129	140
1926 年 9 月 17 日	91	182	155	270
1927 年 6 月 17 日	115	230	197	330
1927 年 9 月 23 日	142	284	224	600
1928 年 3 月 30 日	153	306	272	340
1928 年 9 月 28 日	166	332	309	210
1928 年 12 月 28 日	187.5	375	375	0

注释 39

道奇兄弟公司（Dodge Brothers，Inc.）发行的利率 6%，1940 年到期的可转换债券，说明当发行公司的股份在与另一公司的合并中转换成数量较少的股份时，其转换价格会有所增长。

这种债券发行于 1925 年，可转换为道奇兄弟公司的 A 类股票，在发行总额7 500 万美元中，最多可有 3 000 万美元实施转换。转换以下面的比率进行：

第一笔转换 500 万美元，每 30 美元面值的债券可转换为 1 股 A 股。

第二笔转换 500 万美元，每 35 美元面值的债券可转换为 1 股 A 股。

第三笔转换 500 万美元，每 40 美元面值的债券可转换为 1 股 A 股。

第四笔转换 500 万美元，每 50 美元面值的债券可转换为 1 股 A 股。

第五笔转换 500 万美元，每 60 美元面值的债券可转换为 1 股 A 股。

第六笔转换 500 万美元，每 70 美元面值的债券可转换为 1 股 A 股。

双联合同规定，万一出现兼并或合并，公司的购买方必须承担该债券的债务，并且准备好在兼并或合并过程中发行相同种类和数量的股份，以供 A 类股份随时转换之用。

最早的 1 500 万美元的债券在 1928 年 7 月该公司与克莱斯勒公司（Chrysler Corp.）合并之前已被转换为道奇兄弟公司的 A 股，其余的债券由克莱斯勒公司承担。在此次收购中，债券原转换成的 5 股 A 股被合并为 1 股克莱斯勒公司的普通股。因此，按照双联合同的规定，第四笔 500 万美元的债券此后可以按每价值 1 000 美元的债券可转换 4 股克莱斯勒普通股的条件实施转换（克莱斯勒股票的转换价格是每股 250 美元）。同样，第五和第六笔债券转换成克莱斯勒公司普通股的价格分别是每股 300 美元和 350 美元。1935 年 5 月 1 日，该债券全部 3 015.05 万美元的未偿付余额被要求赎回。

注释 40

西班牙河纸浆和造纸厂有限公司（Spanish River Pulp & Paper Mills，Ltd.），利率 6%，1931 年到期的第一优先股，发行于 1911 年，是一种没有分红特权的普通债券。在 1915—1916 年出现了利息支付拖欠，结果是债券持有人和公司之间达成妥协。根

据这一协议，1915—1916 年的逾期未付利息被延迟至 1922 年 10 月支付；偿债基金的支付暂停；该债券及一些子公司的债券持有人有权在债券的有效期内，每年得到西班牙河公司优先股和普通股年股息总额 10% 的收益分配具体情况见下表。

表 21　　西班牙河纸浆和造纸厂公司债券相关情况　　（单位：美元）

年份	利息保障倍数	债券市场价格的波动范围
1919	2.62	105.5 ~97
1920	3.03	97.5 ~93
1921	4.39	87 ~86.25
1922	2.39	115 ~93.25
1923	3.46	105 ~95
1924	4.37	104 ~97
1925	3.85	106.25 ~106.25
1926	3.96	108 ~105
1927	3.36	108.75 ~108.5
1928	债券按 110 美元的价格被赎回	

作为这一安排的结果，债券持有人不仅在债券于 1928 年被收回之前，得到西班牙河公司优先股和普通股所有现金股息的 10%，而且得到了 1920 年 7 月为清偿优先股股息而发行的 42% 的优先股股息的 10%。

1918 年之后，这些债券的投资质量可由上面显示的数字表明。

注释 41

中间形式的对冲操作技术可由下表中 1918—1919 年进行的交易说明，此交易涉及购买价值 1 000 美元的皮尔斯石油公司（Pierce Oil Corp.）利率 6%，1920 年到期的票据，以及出售与此相对应的普通股。皮尔斯石油公司的票据随时可被转换成 50 股普通股。（票据的应计利息排除在外。）

表 22　　皮尔斯石油公司债券相关数据　　（单位：美元）

日期	购买	月价格波动范围	出售	月价格波动范围
1918 年 10 月	1M 利率 6% 的票据价格 100.5 = 1 008	99.5 ~101.5	25 股普通股价格 19 = 470	16.25 ~19.125
1918 年 12 月	25 股普通股价格 16 =403	15.75 ~17		
1919 年 1 月			25 股普通股价格 19 = 470	16 ~19.375
1919 年 5 月			25 股普通股价格 28 ≈ 696	24.75 ~28.625
1919 年 12 月	50 股普通股价格 $17.5=\frac{881}{2\,292}$	17 ~20.625	1M 票据价格 $100=\frac{1\,000}{2\,636}$	赎回价 100
利润	344			

1918年10月至1919年12月，票据的最低价为99.5美元。这5项交易可分析如下：

1. 购买票据并以与平价相差不大的价格出售与其相对的股份的一半。如果股价下跌，就可以通过轧平头寸而获利。如果股价上升，利润可以通过出售另一半股票来获得。

2. 股市下跌允许操作者通过轧平关寸获利。

3. 股市复苏使原来的头寸恢复。

4. 股价上升使得另一半股票得以按有利可图的价格出售。

5. 股市重新下跌，使操作者得以在平价将票据抛出的同时，以有利的价格再重新购回一开始出售的股票。

由于票据证券接近到期（再加上公司财务状况相当雄厚），因此其价格很有可能保持坚挺，没有必要在第2个步骤中将其卖出。操作者可以持有股票，并期待股票销售可以重复进行。

注释 42

我们在第14章已经指出，在纽约证券交易所上市的95%优先股在1932年未能保持其投资性价格水平。阿道夫·格雷兹对1931—1934年间每年大量债券样本的研究表明每年的低价分布如表23。

表23　　企业债券价格的年度低点，1931—1934年

类别（价格范围）	1931		1932		1933		1934	
	数量	累积百分比[I]	数量	累积百分比[I]	数量	累积百分比[I]	数量	累积百分比[I]
0 ~9.9	245	5.69	623	13.82	683	14.78	555	12.28
10 ~19.9	334	13.45	562	26.29	507	25.75	459	22.57
20 ~29.9	335	21.23	419	35.59	438	35.23	370	30.63
30 ~39.9	380	30.06	388	44.20	418	44.28	333	38.02
40 ~49.9	296	36.94	364	52.28	403	53.00	331	45.40
50 ~59.9	319	44.35	426	61.73	381	61.24	372	53.46
60 ~69.9	377	53.10	384	70.25	384	69.55	340	60.86
70 ~79.9	461	63.81	417	79.50	405	78.31	409	70.04
60 ~69.9	571	77.07	406	88.51	399	86.94	435	79.79
90 ~99.9	835	96.47	450	96.49	467	97.04	568	92.61
100及以上	152	100.00	68	100.00	137	100.00	334	100.00
合计	4 305		4 507		4 622		4 506	

I 总价格降至或低于指出的分类间隔上限的百分比。

目前有关证券在投机水平上销售的形势（1939年）可以由以下事实说明，即，1939年底在纽约证券交易所上市的所有美国公司证券平均价格是74.60美元，这一水平表明，许多证券是以远远低于面值的价格销售的。1939年间在纽约证券交易所交易的所有公司债券的完整价格记录和证券存款单据显示，全部1 100只证券中有

558 只（或 57%）在当年的某些时候是以低于 70 美元的价格出售的。大部分低价股是铁路股。

注释 43

表格中债券的后续情况

美国座椅公司（American Seating）利率 6%，1936 年到期的债券延续了 10 年，在 1939 年售价高达 104 美元。

克鲁斯博钢铁公司利率 5%，1940 年到期的债券价格在 1937 年上涨至 104.5 美元，1938 年 9 月赎回价为 101 美元。

麦克森与罗宾斯公司（McKesson & Robbins）利率 5.5%，1950 年到期的债券以 25 美元的价格出售获利；但在 1935—1938 年以高于票面值的价格出售之后，其价格于 1938 年末和 1939 年初跌至 50 美元，原因是出现了管理欺诈行为。1939 年 5 月，利息支付被延期。但在 1940 年 4 月，债券已恢复到 101 美元的价格。

马里恩蒸汽挖土机公司（Marion Steam Shovel）利率 6%，1947 年到期的债券呈现了列表中的最低记录。然而，在 1936—1937 年间，该债券价格逐渐达到票面值，售价高达 87 美元。

阿科美公司（National Acme）利率 6%，1942 年到期债券的一些持有者将债券到期日由 1936 年延长至 1946 年，并同意将票息率减为 4.5%。该债券自从 1936 年以来，一直以接近票面值的价格出售。1936 年 12 月，未延期的债券以 102.5 美元的价格被提前赎回。

注释 44

正文中给出的 3 个例子的后续情况如下表所示：

表 24　　3 家公司的后续情况　　（单位：美元）

项目	电力与照明公司	班戈和阿鲁斯图克公司	芝加哥黄色出租车公司
随后的低价格	1	9.5	6
最低价与 1929 年最高价的比率	1.15%	9.51%	17.14%
1933 年之后最高价	26.625（1937 年）	49.5（1936 年）	32（1936 年）
最高价与 1929 年最高价的比率	30.7%	54.7%	91.4%
1939 年收盘价	6.875	12.875	8.375
1939 年收盘价与 1929 年最高价的比率	7.9%	14.2%	23.9%
1930—1939 年间每股平均收入	−0.05	3.85	1.21
1930—1939 年间平均每股股息	0.25	2.61	1.60
1939 年每股收益	−0.39	0.17	1.04

注释 45

斯威夫特公司

1939 年，该公司股票的股价平均为 21 美元每股。股息收入为 1.20 美元，股息平均收益率为 5.70%。可用于股票分配的流动资产净额（包括子公司流动资产净额）约与市值持平。可用于股票分配的全部有形资产仅为市值的两倍。

1939 年 10 月的财务状况可归纳如下：

总资本：	（单位：美元）
债券	36 000 000
股票（5 920 000 股，每股 21 美元）	124 000 000
公司总销售价格	160 000 000
流动资产净值[I]	139 000 000
有形资产净值	286 000 000
1939 财政年度销售	757 000 000
1939 年财政年度净存量	10 322 000

I 没计入未合并的子公司收益。

表 25 是该公司自 20 世纪初以来的财务简表，相当于当前股价为 25 美元。

表 25 斯威夫特公司财务简表 （单位：美元）

年份	每股利润[I]	每股股息[I]	每股净有形资产值[I]	每股市场价格[I]	总计股东投资（包括主动储备）（百万）
财政年度：					
1939 年	1.74	1.20	41.40	21	250
1900 年	2.19	1.67	22.45	≈21	22
平均：					
1930—1939 年	1.36	1.20	40.60	20.05	244
1920—1929 年	1.81	2.00	38.75	28.5	233
1910—1919 年	3.67	2.37	33.66	24.5	120
1900—1909 年	2.42	1.52	25.60	22	42
1900—1939 年	2.32	1.76	34.65	23.75	160

I 1918 年前所有每股相关数据都因当年支付 25% 的股息做出调整。

讨论：该公司是国内一支柱产业的龙头企业。事实上，斯威夫特公司几年来报告中的销售额比其他美国公司都要高。1898—1939 年的 42 年里，除了 1937 年之外，公司每年都发放股息，并且除了其中 3 年之外每年净收益都有所增加。其股东的资产净值已由 1898 年的 15 000 000 美元增至 1939 年的 250 000 000 美元。然而，该公司 1939 年的股票市值（1930—1939 年平均值）不到其有形投资的一半，并且不超过其流动资产净额，其中不包括制造厂、交通运输设备、商标、信誉及其他资产。问题在哪？

如果问题是为什么华尔街不愿意对斯威夫特公司以商业投资的方式投入同样的

资金，那么答案就很简单。过去 10 年里此项投资的资本收益平均不到 4%，而在过去 20 年里利润主要呈下跌趋势。但真正的问题是，为什么这些不利因素会导致使斯威夫特公司的市值较有形资产而言降低了一半？甚至当时纽约证券交易所的所有普通股市价都比票面价值高出 50% 时（例如 1938 年底），情况依然如此。接下来的问题是为什么斯威夫特公司的股价如此之低，而平均收益回报率却有 6%，1930—1939 年一般的普通股收益回报率只有 4% ［对比包含 200 只领先证券的穆迪指数（Moody's Index）］。

斯威夫特公司股价偏低的现象（相对于平均收益、股息以及票面价格的标准而言）生动说明了收益趋势对股市估值的重要影响。显然，市场远远不只是表现出对公司的前景缺乏信心。实际上，市场已经明确表明了对公司怀疑的态度，怀疑该公司未来是否有能力赚取高额利润以弥补 1930—1939 年期间的的暴跌，怀疑公司 1.20 美元的股息率能否持续，甚至怀疑公司任何高额的有形投资能否确保公司未来的盈利能力。

但是反过来，我们必须怀疑市场对斯威夫特公司的估值是否经过了认真的分析，仔细衡量公司未来的盈利能力或是衡量具体的利弊。当然，公司的劣势在于市场对于肉类的需求并无扩大趋势。但以下因素难道不足以弥补这种劣势吗：（1）包装工业发展基本稳定；（2）斯威夫特集团声誉良好、财政实力雄厚；（3）肉类行业在政府管制下“一贫如洗”，与利润丰厚的产业相比其低利润率和真正投资的低收益可以避免其不受来自政治方面危险因素的威胁。

从这一点来看，斯威夫特公司的例子可以说有效地检验了当前投资态度的可靠性。尽管我们的观点与华尔街分析背道而驰，但我们并非是特别针对华尔街对该公司未来的预期是好是坏的判断。假设斯威夫特公司像 1932 年和 1933 年那样股价为 7 美元，那么华尔街的观点依然还会把其投资贬为对“衰退产业”的投入。不可能因为担心公司一旦不再扩张其所有价值就随之消失。因此，斯威夫特这样“差”的公司在某些价位上肯定是不错的投资对象，就像帕克戴维斯这样“好”的公司在某些价位上必定是糟糕的投资一样。两家公司 1939 年 12 月的对比可能会引起研究者的注意。所以进一步而言，华尔街作为鉴定人和价值顾问的真正职责应该是全面考虑增长因素的重要性后再下结论——而不是仅仅简单地把所有的公司分为好或坏的两大类，并且永无翻身之日。

另一方面我们应该指出，斯威夫特公司 10 年的市场表现对于管理层来说确实是个难题，引发了董事和股东之间的争论。当然，像斯威夫特这样管理得力的公司是不能轻言满足的，除非是仅有形投资的收益就能满足股票市值的需求。如果条件不允许的话，一般来说，必须客观研究引发这种不满的根本因素、可能采取的的彻底补救办法以及报告给 59 000 位股东的全部数据。

注释 46

大多数欧洲国家的公司章程规定了某些必需的储备金，其职能之一便是帮助维持股息定期发放。这些储备金的积累来自于年度利润，但是通常额度不够高。尽管章程包括暂停发放股息的条款，但是股息发放宣布权属于参加每年一度“大会”的

股东。

英国的《公司法》并不把股息发放宣布权限制在“大会”的股东手中；但是议事程序规定了此宣布权的模式，保证“公司在大会”或是“大会决策者董事”可以宣布年度红利是定制公司章程的常规。

下面的陈述更详细地总结了部分国外公司的股息政策。

1. 1920—1938 年间荷兰皇家壳牌公司在荷属印度群岛的油井运营包括：

	（单位：美元）
（a）可用于普通股	Fl. 1 530 396 000
（b）支付给普通股	Fl. 1 497 293 000
（c）收益在股息中比率为	97. 84%

2. 西门子和哈尔斯克湾，1925—1938 年期间，包括：

	（单位：美元）
（a）净利润	150 893 000
（b）股息	124 419 000
（c）董事的法定奖金	3 458 000
（d）特别储备[I]	25 550 000
（e）余额	-2 534 000

I 包括 Rm. 3 000 000 的福利基金。

3. 英美烟草有限公司，截至 1921 年 9 月 30 日到 1938 年 9 月 30 日的财政年度包括：

	（单位：英磅）
（a）普通股净收益	91 934 000
（b）普通股股息	87 240 000
（c）收益分配百分比为	94. 9%

4. 在通用电气有限公司的案例中，公司显然遵守了美国保留相当一部分收益的政策。然面这些盈余的大部分都计入“储备金账户”。下面的数字总结了 1925 年 3 月的情况：

	（单位：英磅）
（a）净收益	10 433 000
（b）优先股股息	3 468 000
（c）普通股息	4 521 000
（d）储备金拨款	1 847 000
（d）盈余余额	597 000

注释 47

读者可参考众议院第 70 号文件《投资信托公司和投资公司统计调查》，该文件于第 76 届国会第一次会议（华盛顿，1939 年）通过，尤其是第 463 ~ 493 页和第 833 ~ 937 页，更加完整地列出了证券交易委员会工作人员对 1927—1937 年大型投资

公司详细审查结果的说明。一般来说证券交易委员会工作人员采用的分析方法为采用90个普通股的标准统计指数对比投资公司净资产的波动（不含债务的扣除），并对比投资信托公司为了获得更大收益的组合债券，因为组合债券不仅仅局限于普通股。

以下是本研究的大致结果，摘自“众议院上第70号文件”第904~906页：

“本附录的分析表明，大型纯投资公司本身的管理……尤其类似于普通股指数，很少有公司的表现能好于这些投资公司。唯一背离指数的重要趋势似乎是因为没有投资普通股，或是在股价下跌时对此类型股票的投资增加，而股价上涨时投资却相应减少。至今仍无迹象表明很多公司可以每年持续比股指表现更为强劲。分析表明，所有决定性表现相互影响的最终结果只是主要的普通股表现，即对股指的反映。而关于投资公司的表现是否是随机选取的上市普通股的表现的问题超出了该分析的范围。投资公司的典型表现很可能好于通过严格的随机抽样所得的股票表现，尽管这个结果表明指标股比随机选出的股票表现要好。

可以肯定地得出以下结论，全部的纯投资公司管理集团（不是这里研究的样本）表现差于主要普通股股指，甚至可能比1927—1935年的股指还差。

关于固定和半固定的投资信托，其1930—1935年间典型表现不如指数的表现，尽管相差不大。事实上所有固定和半固定信托都将资产投资到普通股上，因而在股价下跌时表现比纯投资公司更差，但在股价上升时比纯投资公司要好。纵观所有因素，很难相信固定信托在1930—1935年期间业绩比纯管理投资公司的平均值还差。

表26分析了六大投资公司的业绩，以截至1939年12月31日的4年和6年为区间。所有结果与标准统计局420只股票股指相比较，该股指包含面最广。与道琼斯30只工业股票的平均百分比相比，根据这一指数所返还的股息多少带有随意性。

表26　　1934—1939年和1936—1939年六大投资公司业绩

公司	资产价值每股12月31日（单位：美元）			已付股息（单位：美元）		全部收益值（%）	
	1933年	1935年	1939年	1934—1939年	1936—1939年	1934—1939年	1936—1939年
阿特拉斯公司	11.03	15.25	12.80	2.90	2.60	42.4	1.0
股息分配有限公司	1.21	1.56	1.28	0.54	0.39	50.4	7.1
投资者股份有限公司	17.99	20.86	16.34	9.93	6.66	46.0	10.3
雷曼兄弟公司	26.84	37.10	32.72	9.72	8.00	54.4	9.8
马萨诸塞州投资信托	17.70	24.03	20.98	6.39	4.91	54.5	7.9
州街投资	65.34	92.30	71.81	39.30	36.00	70.6	16.8
标准统计420股票指数	71.0	96.8	94.3	≈24.0	≈18.3	66.6	16.3

表27简要对比了1937—1939年间道琼斯指数和12个投资公司的现金持有和政府证券情况。我们会发现现金持有平均呈反向变动，这表明公司倾向于行情追涨

杀跌。

表27　　1937—1939年道琼斯指数与12个投资公司的情况比较

日期	道琼斯工业平均指数	12个投资公司持有的现金和美国债券[1]
1937年9月30日	154.5	35 057 000
1938年3月31日	99.0	82 796 000
1938年12月31日	154.8	27 093 000
1939年6月30日	130.6	35 858 000
1939年9月30日	152.5	23 775 000

I 公司：亚当斯快递蓝桥股票公司、美国大众投资、雷曼兄弟公司、尼亚加拉参股、季度收人参股、选择产业、三大陆、美国与国外证券、美国与国际证券。

注释48

“标准方法”和“后进先出法”计算售出成本的不同通过下面假设的案例可见一斑：

甲公司开始时有1 000万磅铜，连续3年每年购入1 000万磅，并且每年以高出市价2%卖出1 000万磅。初始成本和市场价格是10美分；平均成本价和收盘价第一年为15美分，第二年5美分，第三年10美分。

显然，公司库存总量不变，并连续获得每磅2美分的盈利。通常人们会认为该公司每年获利（毛利）20万美元。但是标准的会计方法得出公司第一年获利70万美元，第二年损失80万美元，而第三年获利70万美元。1939年之前不允许结转亏损，那么公司就要上交1 400 000美元的所得税。根据1939年的法律，使用标准方法，期间所得税是700 000美元——只收取头几年“利润”所得税——以后就不用了。

然而，根据“后进先出法”，每年利润为200 000美元，所得税也需按此缴纳。

表28　　标准方法　　（单位：美元）

	第1年	第2年	第3年
销售货物所得	1 700 000	700 000	1 200 000
销售成本：			
期初库存	1 000 000	1 500 000	500 000
采购	1 500 000	500 000	1 000 000
	2 500 000	2 000 000	1 500 000
减少期末存量（降低成本或销售）	1 500 000	500 000	1 000 000
毛利	700 000	损失800 000	700 000

表29　　后进先出法　　（单位：美元）

销售货物所得	1 700 000	700 000	1 200 000
销售成本（等于年度内购买额）	1 500 000	500 000	1 000 000
毛利	200 000	200 000	200 000

计算结果如上表所示。

注释 49

正常股票盘存方法例示

各种盘存准备金方法的运作见表 30 中普利茅斯绳索公司 1930—1939 年 10 年期间运营的综合数据。1932 年之前公司遵循多少有些任意的政策，为此 1929 年储备金大幅增加，第二年消耗殆尽，一直到 1933 年才有所增加。1933 年和 1934 年公司奉行降低库存至 1932 年最低值的政策。1935 年储备金毫发无损，虽然毫无必要。公司从 1936 年开始采取正常库存方法，以充裕的储备金将运作需要的最低供应量降低到之前最低价格水平。

表 30　　普利茅斯绳索公司 1930—1939 年运营综合数据　　（单位：千美元）

年份（截止至 9 月 30 日）	库存数字			年净收益		
	去除储备前[I]	去除公司储备金后	去除正常储备金后[II]	储备调整前	调整储备后	
					公司制定的	正常库存方法要求
1929	8 059	7 110	4 297			
1930	6 008	6 008	4 367	-658	288	1 463
1931	4 011	4 011	3 292	25	25	943
1932	3 150	3 150	3 102	-233	-233	44
1933	3 473	3 143	3 238	486	157	294
1934	5 144	4 471	4 722	619	276	432
1935	4 030	3 358	3 503	475	475	370
1936	5 191	4 193	4 193	892	466	320
1937	5 315	3 291	3 291	1 195	269	269
1938	4 849	3 871	3 877	-1 066	-9	-9
1939	4 635	3 457	3 457	336	130	130
10 年平均				207	184	466

I 低于成本或市价。

II 1929—1935 年的数据由普利茅斯配线公司提供。

对比实际报告结果，我们的表格揭示了持续 10 年奉行标准库存方法的结果。最重要的是标准库存方法会大大降低收入波动，从而大大提高总收益。这些数据表明如果奉行正常库存法的话，在 1930—1932 年大萧条时期普利茅斯绳索公司的表现会很好。还应注意，同未调整的数字比较，扣除正常库存储备金后净库存出现的变动相对较小。

注释 50

1929 年 1 月 1 日至 1933 年 1 月 31 日期间，州际百货有限公司以每股 20.62 美元的价格买入了 3 万股普通股。在 1933 年 1 月 31 日，公司根据相关协议将该等股份每

股减记为5美元，将共计468 689美元冲抵收益盈余，20 000美元冲抵储备金，从而冲抵将来几年的经营亏损。在截至1937年1月31日的3个财年里，公司发行了12 432股此类股票给管理层，按照每股5美元将费用计入损益账户，当然公司为该股票承担的成本远高于此，并且以高于发行价5美元几倍的价格上市流通。见表31。

表31　　州际百货公司1935—1937年收入情况　　（单位：美元）

至1月31日结束的财年	报告净收入[I]	以平均成本计算的净收入[II]	以市场价值计算的净收入[III]	以现金补偿计算的净收入[IV]
1935	468 350	418 991	442 675	453 095
1936	446 650	402 445	423 718	432 080
1937	882 002	781 378	715 997	852 438

I 扣除每股5美元。
II 将股票平均原始成本从收益中扣除。
III 在给管理层发放股票的当日以市价将股票价值从收益中扣除。
IV 管理层选择认股权替代股票的现金补偿从收益中扣除。

如同公司1937年5月13日报告中披露的那样，上表显示了此项交易对报告收益的影响。

注释51

下表32中的简要总结是关于需缴所得税收益和报告给股东的净收益之间差异的重要说明，基于1939年《税收法案》。

表32　　需缴所得税收益和报告给股东的净收益之间的差异

	增加需缴所得税收益的不同	降低需缴所得税收益的不同
I 出于税收目的，从损益账户中扣除报告中有关损益账户的项目	本年度用于支付工作人员人身保险的短期资本损失	减记所持有价证券85%的国内股息，该股息来自政府、州和市政债券收入
II 盈余账户中大体所含项目包括在返还税中	出售资本资产的利润收入 来自前几年销售某股本的利润收入	长期出售资本资产的损失 将在未来几年减记的某些开发费用 额外费用和未偿还的贴现债券赎回 本年度对之前证券折价的摊销（已全部从盈余中减记）
III 未出现在本年度报告收益或盈余账户中的项目		（某些）来自于之前或是将来几年的净亏损 （某些）从前一年延续至今的短期资本亏损
IV 其他不同		
A. 可以通过报税表和公开声明里的不同方法计算折旧和其他摊销		
B. 美国境外的收入或类似税收可以降低税额		

注释52

以下是三个从损益表中扣除部分摊销费用的不同例子。

例A：宾夕法尼亚州南方水泥有限公司1937年1月1日开始建立了9 373 000美

元的特别储备金（通过收取资金盈余），以减记厂房价值从而抵消 1926 年公司建成时所增记的价值。公司通过任意减记资本负债从而设立资本公积，将股息率为 7 美元的无票面价值的优先股从 100 美元降至 25 美元。1936 年的折旧提成为1 367 661美元，但 1937 年公司仅从收益中抵减了 585 000 美元，并从特殊储备金中抵减了剩余的 744 000 美元。这些项目的结果显示 1937 年和 1938 年固定利息收益不高，但是根据之前的基础，扣除利息后，公司会出现赤字。

这样一来较低的折旧费用似乎更为合理，因为该费用要用于厂房的原有成本而不是增值。如果公司仅仅减记厂房账户并在较低的基础上简单摊销的话情况会更为简单。在账面上保留较高的厂房价值，而减记特殊储备金，这种做法很有可能使高额的债券和优先股的原始优先资本更为合理。

例 B：1938 年赛明顿 – 古尔德公司将 168 000 美元的折旧费用冲抵收益，并将额外 165 000 美元的款项冲抵“厂房价值减少储备金”项目。1937 年的情况同上。最初设立于 1937 年年初的储备金约为 880 000 美元，而厂房账户总额为 7 500 000 美元。

这种做法和南方水泥公司的例子不同，因为储备金所占比例很小，只能满足大约五年的额外摊销费用。通过这种做法，厂房账户净值在资产负债表中仅仅小幅减少，而另一方面冲抵收益的折旧项目减少了一半。

例 C：1938 年克莱马克斯钼业公司只把 20 000 美元的损耗（基于矿井成本）冲减受益，而资产负债表中冲减“新矿增加”项的损耗费用高达 2 341 000 美元。

显然，对于投资者来说，损益账户中的损耗冲减项是毫无意义的。减记“新矿增加”的项目揭示了矿井的剩余寿命——新开发的矿井从 1938 年起算大约是 29 年。应当注意的是，公司的费用是根据矿井的估值 72 000 000 美元进行计算的，而 1949 年平均47 美元的股价对应的矿井的估值为111 000 000 美元。因此，分析师根据市值判断的损耗费用要高于公司冲抵盈余的费用。

应该这样说，矿井寿命为 30 年时，应当考虑到利滚利的情况，每年矿井损耗也会因此大幅减少。考虑到矿业投资中的很多不确定因素，沿用简单的“直线”法似乎更合理，从而为未来可能发生的情况提供了安全保证。

注释 53

我们在本书 1934 版里指出，在公司 A 的案例中，分析师计算的合理价值“是根据每股平均收益 4 美元乘以系数，从而得出 16 美元。这使最终价值达到 65 美元。”我们目前做法于之前做法的不同之处在于下面两点：（1）乘数从 16 增至 20；（2）在该案例中以最近几年的收益代替平均收益来计算盈利能力。

我们认为坚持较低的债券利息率而非 1934 年之前的做法，乘数会随之自然提高。

既然采取的是以最近几年的收益而非平均收益为基础，我们必须关注近几年甚至未来趋势。因为更进一步考虑，当年（或前一年）的收益与未来收益紧密相关，因此能够更加实际地计算出盈利能力，以避免以下情况的发生：（1）没有好的市场大环境；（2）整体向上趋势明显；（3）长期前景向好。

注释 54

在这一点上我们在 1934 版中有如下描述："例如：以马克卡车公司的情况为例，1933 年因为资产价值和平均收益的影响，其股票价格极低。当时年度报告在 1933 年 3 月初就公布了普通股每股价格为 15 美元。报告显示了普通股每股 12 美元的现金资产净值和 40 美元的每股流动资产净值。

从以上可发现，1933 年 3 月股价稍微高于每股流动资产净值的 1/3，是每股平均收益的两倍多一点。

这家公司是重要产业中最大的企业，因此有充分理由期望它在原有投资资本基础上再获高收益。但是迈克卡车的低价反映了另一个反常现象。铁路投资地位的下降主要是因为公路运输竞争力的提高，以及人们普遍担心这种竞争力会使铁路运输的数量继续减少。从这方面看，重型卡车制造商的前景应该非常好。因此对分析师来说，马克汽车股票价格偏低看起来是非常不合逻辑的。见表 33。

表 33　　马克卡轮司 1923—1932 年普通股情况　　（单位：美元）

年份	可支配普通股总额	每股	已付股息
1932	−1 480 000	−2. 19	1. 00
1931	−2 150 000	−2. 90	2. 25
1930	2 008 000	2. 67	5. 50
1929	6 841 000	9. 05	6. 00
1928	5 915 000	7. 83	6. 00
1927	4 707 000	6. 60	6. 00
1926	7 716 000	10. 81	6. 00
1925	8 331 000	13. 64	6. 00
1924	5 083 000	11. 97 I	6. 00
1923	5 866 000	13. 81 I	5. 00
平均	4 284 000	7. 13	

I 1925 年 12 月 31 日派发的 50% 的股息调整。

结果与讨论：马克卡车的后来发展情况可用表 34 总结：

表 34　　马克卡车公司 1933—1939 年股票情况　　（单位：美元）

年份	每股盈利	已付股息	价格范围
1933	−1. 42	1. 00	46. 375 ~ 13. 5
1934	0. 03	1. 00	41. 75 ~ 22
1935	−0. 66	1. 00	30. 75 ~ 18. 625
1936	2. 41	1. 50	49. 25 ~ 27. 375
1937	2. 15	1. 25	62. 25 ~ 17. 375
1938	−1. 56	0. 25	32. 5 ~ 16
1939	1. 14	0. 50	33. 75 ~ 18

预期投资资本可收回的充分收益显然没有实现。其相关原因如下：首先，缺乏资本货物行业的持续活跃表现，包括重型卡车的生产；其次，马克公司在行业中的地位下降。

考虑到1933年初股票价格普遍较低的情况，以15美元的价值购买马克卡车股票可以获利丰厚一点也不奇怪。我们认为从这个例子中可以得出两个教训：（1）分析师因为判断力差或是其他原因对公司前景的分析是错误的；（2）通过足够的安全边际防止股价出现异动是分析师所应该采取的方法。

注释55

酿酒类股票在1933—1934年的变动情况

研究1933—1934年间的所有酿酒类股票的波动表明，1938年末能够以发行价格或是发行时的价值购买股票。大部分原始数据来自《商业和金融纪事》（*Commercial and Financial Chronicle*）。下表35是72家公司的数据。

表35　　72家酿酒业公司股价数据汇总

1938年12月31日价格与发行价格对比	公司数	全部股票价值（单位：千美元）	
		以发行价格计算	以1938年12月31日价格计算
售价较高债券	9	6 211	12 555
售价较低债券	62	30 533	5 918
售价相同债券	1	34	346
	72	37 090	18 819

注释56

下列几个纽约跨区快运公司的证券价格差异说明了证券分析中可以充分利用的各种不同的机会在股市上是反复出现的。

1. 1919年11月，跨区统一公司利率为4.5%的债券和优先股市价均为13美元。债券处于违约状态，公司面临破产。债券持有人有权要求获得具有真正价值的固定资产；股东没有任何形式的资产。在随后的重组中，优先股和普通股全部成为废纸，而4.5%债券的持有人最终获得新证券的价值大大超过债券面值的13%。

2. 1920年1月，跨区快速地铁公司1921年9月到期的利率为7%的短期债券市价为64.5美元，而该公司的1966年到期的5%第一抵押融资债券市价为53.25美元。每张7%的短期债券都有1 562美元5%的长期债券作为担保，并且可以转换为1 144美元5%的长期债券。从相对价格来看短期债券比长期债券更具价值，这是因为：（1）短期债券安全性高；（2）能够获得更大的回报；（3）短期债券的可转换特权使持有者可以在5%的长期债券上涨时获益。

该短期债券8%的利息率维持了1年；1922年，公司提出股东可以把债券转换为100美元的现金及价值900美元，利息率为7%，1932年到期的可转换担保债券。对于不接受该转换方案的股东，公司将全额支付股本。1921—1922年间只要按照上述价格把5%的长期债券转换为7%的短期债券，都会获得可观的利润。

3. 1929 年初，跨区快速地铁公司股价仍然高于曼哈顿公司。曼哈顿公司的“修改担保”股票（例如，1929 年 3 月跨区快速地铁公司将股价修改为 55.5 美元，曼哈顿公司的股票修改为 54 美元）价格关系是极不合理的，因为：

a. 曼哈顿修正股有权获得 5% 的全年累计股息和 6.25% 的累计支付，而跨区快速地铁公司股却什么都得不到。

b. 在跨区快速地铁公司获得 6% 的股息时，曼哈顿修正股还有权进一步获得总计 7% 的股息。

c. 1950 年之前跨区快速地铁公司的收益不到 7%。

d. 跨区快速地铁公司分文未得时，曼哈顿公司的股息支付率实际为 5%。

显然曼哈顿公司的股东们在未来 21 年里肯定会获得高于跨区快速地铁公司股东的股息。到 1929 年 8 月，股息差别得以修正，曼哈顿修正股票市价比跨区快速地铁公司高 16%。

4. 1933 年 10 月，跨区快速地铁公司 5% 的长期债券和 7% 的短期债券市价均为 65 美元。这种股息悬殊在第 1 章和第 51 章中有详细论述。

5. 1932 年 12 月，曼哈顿铁路“未修正”股票市价为 18 美元，而“修正”股票市价为 6.625 美元。这些股票原本享有跨区快速地铁公司无条件提供的 7% 的股息。修改后的股票所遵循的协议为根据收益支付股息。然而修改方案（1922 年通过）中规定，一旦跨区快速地铁公司在曼哈顿公司租约下的税收支付或是股息利息违约，那么关于修正股的原有保证条款将恢复效力。鉴于跨区快速地铁公司面临破产清算，曼哈顿租约下的违约情况就极有可能发生（很快成为了事实）。因此，曼哈顿公司两种股票的价格关系事实上并不合理。

在纽约市 1940 年完成的《收购规划》下，未修改的股票都获得 35 美元的城市债券，修改的获得 19 美元的城市债券。

注释 57

在 1934 年版，我们建议 16 倍的平均收入应看做是普通股的最高投资价值。然而现在的情况表明，20 倍反映的是长期借款的非常低的利率。可能有人反对将息票率从 4.5% 下降至 2.75% 看做是普通股乘数从 16 成比增长到 25 倍的证明。

但是我们应该提醒大家注意利率下降时提高市盈率面临的两种危险。首先，随着乘数增加，投资者必须在购买前预计更遥远未来的情况。赚取 10 倍收益的买方可能会想象在短时间里通过利润收回本金，此后他就可能会认为自己“经营有方”。这是普通商业投机的老方法，在股票投资中很有用。但是随着乘数上升，或利润价格率下降，这一时期会大大延长，甚至超出投资者的等待耐心和预测未来的能力。因此，他基本依靠股市“保全自我”，或者是靠收入增长加速偿还的过程。

另外一个问题，是基于利率和未来投资利润之间可能存在的关系而产生的。如果利率永远比以前低，那么投资利润率往往也会一直下降。给过去的收入随便赋予一个乘数可能被证明是不明智的，因为这些收益尚未反映长期利率下降的全部后果。

注释 58

我们在此附上 1934 年版的表格，见表 36、表 37、表 38 以说明购买各种普通股的情况。

A 组：由于高企的股价，1933 年 7 月普通股被视为投机（数字经过调整以反映股本变化）。

表 36　　全国饼干公司、空气压缩机公司与商业溶剂公司　　（单位：美元）

项目	全国饼干公司	空气压缩机公司	商业溶剂公司
普通股每股收入			
1932	2. 44	2. 73	0. 51
1931	2. 86	4. 54	0. 84
1930	3. 41	6. 32	1. 07
1929	3. 28	7. 75	1. 45
1928	2. 92	4. 61	1. 22
1927	2. 84	3. 58	0. 84
1926	2. 53	3. 63	0. 69
1925	2. 32	3. 33	0. 37
1924	2. 18	2. 81	0. 45
1923	2. 02	4. 14	−0. 02
10 年平均	2. 68	4. 34	0. 74
优先股	(248 000 股，每股 140) 35 000 000		
普通股	(6 289 000 股,每股53) 333 000 000	(841 000 股,每股 90) 76 000 000	(2 495 000 股,每股 30) 75 000 000
资本总额	368 000 000	76 000 000	75 000 000
有形资产净值，1932 年 12 月 31 日	129 000 000	29 200 000	8 700 000 [I]
流动资产净额，1932 年 12 月 31 日	36 000 000	9 800 000	6 000 000
普通股票价格平均收益	5. 1%	4. 8%	2. 5%
普通股票价格最高收入	6. 4%	8. 6%	4. 8%

I 书中记录应为厂房设备增加 1 美元。1929 年，这些固定资产价值净估价约 3 000 000 美元。

B 组：因为记录不规则 1933 年 7 月的普通股被视为投机

表 37　　B·F，古德里奇、海湾国家钢铁与堪萨斯标准石油　　（单位：美元）

项目	B·F，古德里奇	海湾国家钢铁	堪萨斯标准石油
普通股每股收入 [I]：			
1932	−6. 75	−3. 94	0. 23 [II]
1931	−8. 01	−5. 89	−1. 95

（续前表）

项目	B·F，古德里奇	海湾国家钢铁	堪萨斯标准石油
1930	-8.55	-4.84	1.19
1929	4.53	5.93	4.73
1928	1.50	6.28	0.91
1927	17.11	4.93	-2.59
1926	-4.15	5.28	0.51
1925	23.99	7.17	1.54
1924	11.10	7.48	-1.50
1923	-0.88	12.79	-0.88
10 年平均	2.99	3.52	0.22
债券（面值）	43 000 000	5 200 000	
优先股	（294 000 股，每股 38） 11 200 000	（20 000 股，每股 50） 1 000 000	
普通股	（1 156 000 股，每股 15） 17 300 000	（198 000 股，每股 28） 5 600 000	（269 000 股，每股 20） 5 380 000
资本总额	71 500 000	11 800 000	5 380 000
有形资产净值 1932 年 12 月 31 日	105 300 000	27 000 000	5 290 000
流动资产净额 1932 年 12 月 31 日	43 700 000	2 230 000	3 980 000
普通股票价格平均收益	19.9%	12.6%	1.1%
普通股票价格的最高收入	160%	45.7%	23.7%

Ⅰ 第 1 列做了调整，以反映存货价值的实际变化。

Ⅱ 1932 年 12 月 31 日前的 9 个月。

C 组：1933 年 7 月尝试将普通股用于投资[I]

表 38　　S. H. 克雷斯、岛溪煤矿与纳什汽车　　（单位：美元）

项目	S. H. 克雷斯	岛溪煤矿	纳什汽车
普通股每股收入：			
1932	2.80	1.30	0.39
1931	4.19	2.28	1.78
1930	4.49	3.74	2.78
1929	5.92	5.05	6.60
1928	5.76	4.46	7.63
1927	5.26	5.64	8.30
1926	4.65	4.42	8.50

（续前表）

项目	S. H. 克雷斯	岛溪煤矿	纳什汽车
1925	4. 12	3. 22	5. 57
1924	3. 06	3. 58	3. 00
1923	3. 39	4. 08	2. 96
10 年平均	4. 36	3. 78	4. 75
优先股	（372 000 股，每股 10） 3 700 000	（27 000 股，每股 90） 2 400 000	
普通股	（1 162 000 股，每股 33） 38 300 000	（594 000 股，每股 24） 14 300 000	（2 646 000 股，每股 19） 50 300 000
资本总额	42 000 000	16 700 000	50 300 000
有形资产净值 1932 年 12 月 31 日	58 300 000	18 900 000	41 000 000
流动资产净值 1932 年 12 月 31 日	15 200 000	7 500 000	33 000 000
普通股票价格平均收益	13. 2%	15. 8%	25. 0%
普通股价格最高收入	17. 9%	23. 5%	44. 7%

I 岛溪煤矿和纳什汽车数字已调整股息。

下表 39 总结了以上公司每组购买者的数据，至 1939 年底，假设每股普通股承担的义务以美元计算相等。

表 39　　上述公司股票购买者数据汇总　　（单位：美元）

	价格 1939 年 12 月 31 日	每股已支付 股息总额	每 100 美元		
			股息收入	价值 1939 年 12 月 31 日	全面变化（%）
A 组：					
全国饼干	22. 625	10. 80	20. 6	42. 9	-36. 5
空气压缩	170. 25	35. 50	39. 2	189. 0	128. 2
商业溶剂	14	2. 85	9. 5	46. 6	-43. 9
			23. 1	92. 8	15. 9
年平均股息回报			3. 85%		
B 组：					
B・F 古德里奇	19. 5	2. 00	13. 3	131. 0	44. 3
海湾国家钢铁	55[I]			196. 4	96. 4
堪萨斯标准石油	48	10. 00	50. 0	240. 0	190. 0
每 100 美元平均			21. 1	189. 1	110. 1
年平均股息回报			3. 52%		
C 组：					
SH 克雷斯	57. 25[II]	19. 10	57. 8	173. 5	131. 3

（续前表）

	价格 1939 年 12 月 31 日	每股已支付股息总额	每 100 美元 股息收入	每 100 美元 价值 1939 年 12 月 31 日	每 100 美元 全面变化（%）
岛溪煤矿	25.25[Ⅲ]	12.50	52.1	105.2	57.3
纳什汽车	6.625	3.88	20.5	34.9	– 244.6
每 100 美元平均			43.5	101.2	44.7
年平均股息回报			7.25%		

Ⅰ 允许交换为共和钢铁公司普通股。
Ⅱ 允许 2:1 分割。
Ⅲ 允许 3:1 分割。

综上所述，该业绩表明以下观察的结果：

1. B 组显示的是最佳总体结果，很明显这是投机的选择。这是偶然的结果；在此期间，另外三组此类股票的表现可能完全不一样。

2. C 组获得了迄今为止最好的股息回报。相比其他证券，这种证券一般情况下可能会是这样的表现。

3. 由于采样较少，A 组和 C 组的市场价格变化不能表明这些类型的债券存在这样的内在品质。纳什汽车公司的不佳业绩让我们意识到了选择 C 组证券时质量因素的重要性。“一旦实际购买了任何这种证券（C 组的），就要求购买者必须相信企业前景看好，或至少很有利。”这种说法就强调了我们的这一观点。

注释 59

对于杠杆原理的反向应用方式，可以看一下表 40 中的美国水务和电气有限公司的例子：

表 40 美国水务和电气公司[Ⅰ]

项目	1929 年（美元）	1938 年（美元）	1938 年和 1929 年数字的百分比（%）
总收入	54 119	50 004	92.40
净费用	22 776	17 593	77.20
固定费用和优先股息	16 154	16 698	103.37
普通股盈亏	6 622	895	13.52
普通股数量	1 657	2 343	141.41
普通股每股收入	4.00	0.38	9.50
普通股高价	199	16.125	8.10
1929 年以来普通股每股最低收益			0.38（1938 年）
1929 年普通股以来最低价			6（1938 年）

Ⅰ 除了每股价格，其他数字单位都是千美元。

若是希望了解一个像上文所呈现的美国水务公司那样的投机事例，可见下文：

在1935年，联合照明与电力公司价值6美元的累积优先股，每股售价是3.5美元，或者说发行总额为210万美元，这个数额低于该公司的固定债务和子公司总额为329 422 455美元的优先股。这种凭借总收入和高级资本来衡量的典型金字塔融资结构的显著特点是，即使是手续费上的略微改善，也会大大提高母公司优先股的收益。到1937年，这只证券价格已经从1935年的3.5美元增至75.875美元。1936年初，该优先股的最高价格曾经达到68美元。见表41。

表41 联合照明与电力公司[1]

项目	1934年	1937年
总收入	73 867	89 531
净费用	19 905	23 404
固定收费	18 918	17 932
附加税		289
普通股盈亏	987	5 183
普通股每股收入	1.64	8.64

I 除了普通股每股收入，其他数字单位都是千美元。

注释60

下面这个例子（我们在本书1934年版中所提到的事例）的后续故事也颇有意思。

黄金价格的上涨导致莱特－哈格里芙斯矿业公司（Wright-Hargreaves）公司和销售额从700万美元增加至800万美元，而且在1934—1938年期间，每年每股扣除损耗费用之前的收益增加到大概72美分。在1934年，该股股价上涨到10.30美元，并在1939年末以6.125美元的价格售出。

经济复苏使巴克兄弟公司（Barker Bros.）的销售额在1937年达到14 314 000美元。在1936年，其净收益达到666 000美元，相当于优先股每股收益22.37美元以及普通股每股盈利3.36美元。通过调整常规优先股股息以期能够反映1936年的资本重组（这处理了累积优先股股利）之后，该收益状况相当于普通股每股盈利2.67美元。在1936年优先股的价格提高到131美元，并于1937年达到140美元，而且普通股在1937年的最高价格达到了32美元。在1939年年底，普通股售价是8.125美元；相当于优先股售价是80美元。应当注意的是，我们似乎可以证实，优先股远远比普通股适合投机——这是与其普通股相关的低价高级证券的显著特征。

注释61

工业普通股的价格、收入和资产价值

对1938年纽约证券交易所上市股票名单的综合研究

在1938年年末，所有在纽约证券交易所上市的普通股的销售总额约为410亿美元。参照在1937年3月达到的最高点550亿美元和1937年的最低点270亿美元而

言，这个数值恰好是介于二者之间的中间状态。在1938年底，对于股价要么过高要么过低于其内在价值的波动情况，华尔街显然没有采取任何举措，而且事实上，次年的情况也非常相近。因此，我们似乎可以将1938年12月的普通股市场本身作为研究经济大萧条过后价值标准的参考对象，或者当成在正常时期的各类普通股价格波动及其收益和资产价值的研究素材。这类对基本上涵盖了在纽约证券交易所上市的所有工业证券的调查研究，是在1939年初，在本书作者的指导下，由哥伦比亚大学商学院的学生完成的。

这项研究涉及到了1938年12月31日在该交易所上市的823只普通股中的648只。见表42除了71只铁路股和46只公用事业股，被排除在外的还有27家金融公司和16家外国公司的股票，以及15家处于休业或因其他原因不符合规定的公司的股票。在我们的分析中，所涉及的工业证券总价值曾在1938年底了达到324亿美元总值——或者说，这占了所有上市的普通股价值的80%。（有趣的是，包括控股公司在内的所有铁路证券普通股的价值，竟然还不到总额413亿美元的6%）。

表42　　648家工业公司和道琼斯工业指数中的30家大型公司数据汇总[1]

（单位：百万美元）

项目	648家工业公司	道琼斯工业指数中的30家大型公司
1939年12月30日：		
普通股的市场价值	32 412	14 771
普通股的有形资产	21 980	7 922
普通股的流动净资产	2 608	811
债券（面值）和优先股（按市值）	8 029	2 727
总资本	40 441	17 498
1938年：		
销售	27 460	7 896
折旧	1 198	433
债券派息前的净收益	1 595	652
利息和优先股股息	442	116
用于普通股的盈余	1 153	536
已支付普通股股利	1 109	435
1936—1938年，普通股盈余平均值	1 953	850
1934—1938年平均值	1 642	722
普通股市场价值：		
1937—1938年最高值	48 216	20 364

（续前表）

项目	648 家工业公司	道琼斯工业指数中的 30 家大型公司
1937—1938 年最低值	19 898	9 299
资产总额：		
1937—1938 年最高值	58 774	23 065
1937—1938 年最低值	28 882	11 552
1939 年 12 月 31 日：		
现金资产	4 359	1 528
应收账款	3 195	785
存货	6 073	2 165
其他流动资产	13	
流动资产总额	13 840	4 478
流动负债总额	2 894	926
流动资产净额	10 948	3 552
固定资产和其他资产	约 20 000	8 236
比率：		
1939 年 12 月 31 日普通股市场价格与：普通股有形资产的比率	147%	186%
1938 年普通股收益的比率	28.1 倍	27.5 倍
1936—1938 年普通股收益平均值的比率	18.6 倍	17.4 倍
1934—1938 年普通股收益平均值的比率	19.8 倍	20.4 倍
流动资产与流动负债的比率	5.0 倍	4.8 倍
折旧与销售的比率	4.3%	5.5%

I 作者估计，这 648 只普通股在 1939 年底的市场价值总额，比在 1938 年底大约低了 3%，约为 315 000 万美元。而可用于普通股的收益大约为 183 000 万美元。因此，在 1939 年底，工业普通股总售价似乎是其 1939 年收益的 17.2 倍，而且是其在 1934—1939 年期间平均收入的 18.8 倍。

我们的研究涉及到以下两个主要因素：

1. 1938 年，1936—1938 年和 1934—1938 年，市场价格与收益之间的关系。

2. 市场价格与 1938 年的有形资产值和净流动资产价值之间的关系。

除了这些主要因素之外，我们收集的数据还涉及到：

3. 1938 年销售额（即总收入）与普通股价格及收益之间的关系。

4. 流动资本比率；流动资本与销售总额之间的关系；现金资产之间的流动资产分配，其中包括应收资产和库存资产。

5. 优秀的高级证券数额及其费用。

6. 与销售金额和固定资产相关的折旧费用。

表 43　　工业集团股票汇总

工业集团	组内公司数量（家）	流通中的普通股（百万美元）	总市值（百万美元）	普通股有形资产（百万美元）	第5栏与第3栏的比率（%）	普通股收益（百万美元）			普通股按1938年价格计算的收益率（%）			1934—1938年普通股有形资产盈利比率（%）	1934—1938年股票与债券的有形资产盈利比率（%）
						1934—1938年	1936—1938年	1938年	1934—1938年	1936—1938年	1938年		
(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)	(9)	(10)	(11)	(12)	(13)	(14)
汽车生产商	11	2 657.5	2 897.1	1 087.3	40.9	174.6	208.8	87.2	6.6	7.9	3.3	16.1	14.1
卡车生产商	8	99.6	114.9	106.5	107.0	2.9	3.6	-3.7	2.9	3.6	–	2.7	1.5
汽车配件制造商	39	601.9	656.0	352.2	58.6	38.6	41.4	-2.8	6.3	6.9	–	10.9	10.2
钢铁	27	1 683.1	3 173.2	2 269.9	136.0	32.1	54.5	-52.4	1.9	3.2	–	1.4	2.9
铁	8	110.0	137.9	138.4	125.8	0.7	2.4	0.9	0.6	2.2	0.8	0.5	2.5
重化工	11	3 557.7	3 864.1	1 032.6	29.1	131.6	144.3	94.5	3.7	4.1	2.7	12.7	10.4
植物油	3	29.9	35.3	45.6	152.5	3.2	2.7	0.6	10.5	9.0	2.6	7.1	6.8
肥皂制造商	3	393.9	450.7	137.1	35.0	17.4	16.4	16.9	4.4	4.2	4.3	12.7	11.9
其他化学品	19	760.5	825.3	370.3	48.9	39.9	42.6	30.5	5.3	5.6	4.0	10.8	9.9
化肥生产商	5	27.2	45.0	43.4	160.0	0.9	1.0	0.2	3.3	3.7	0.6	2.1	3.2
玻璃生产商	5	388.9	414.5	136.1	35.0	18.9	20.3	12.3	4.8	5.2	3.2	13.8	12.2
药物和化妆品生产商	13	494.7	544.8	114.3	23.2	30.0	31.5	29.5	6.1	6.4	6.0	26.2	19.6
重型电气设备生产商	4	1 685.5	1 722.1	607.6	35.9	52.6	66.2	40.0	3.1	3.9	2.4	8.7	8.7
照明电气设备生产商	10	94.4	122.2	50.3	53.3	4.3	5.0	1.9	4.5	5.3	2.0	8.5	7.4
油	38	4 766.6	6 091.7	5 395.8	113.0	297.8	389.9	271.2	6.2	8.2	5.7	5.5	5.1
肉类和鱼类	8	170.9	448.5	379.8	222.0	12.3	5.1	-17.3	7.2	3.0	–	3.2	4.4

在表43、44、45中我们将股市数据进行了汇总，所收集的数据是按照两个原则进行分组的。一方面，在美国纽约证券交易所每月提供的表格公告中，我们按行业类型对数据进行了分类。我们建议，可以对公告分类进行某些修改，比如替换个别企业，并将那些原本信息过分封闭的企业做进一步的细分。另一方面，我们还将总额根据规模的大小进行了分级，通过（1）投入资本，或者（2）根据所有证券的总价值，对后者进行归类。[6] 这种方式为我们提供了4个等级；小公司，价值低于1 000万；中小型公司，价值介于1 000万到1亿之间；大公司，价值介于1亿和10亿之间；少数巨头公司，价值均高于10亿美元。

本文所提供的资料几乎全部可以在上述表格当中找到。除了以1938年12月31日的价值作为基础的主要数据以外，我们还将1937—1938年期间的证券最高值和最低值汇总在一起。这两个极端状况之间的差距——尽管从时间上看仅相隔12个月——以及它们与资产及收益之间的关系，可能会使近年以来的股票市场特征更加明朗化。

对648家公司的总体评价

也许，在整个研究中最引人注目的数字，是普通股有形资产总额。将这一共计220亿元的总额与324亿元的市场价值做比较。尽管人们普遍认为，自1930年以来的证券市场并不尽如人意，尽管1938年的业绩不佳，尽管由于美国企业未能成功吸引资金而令人灰心丧气，在1938—1939年期间的投资者们仍愿意为工业普通股买单——这笔费用约占其有形资产的50%。

但对于大多数公司而言，这一资金总额特征都是不多见的。超过307家相关企业（占总数的47%）的售价低于有形资产的价值。在67家工业公司中，有28家子公司存在同样的情况。

如果根据规模大小来研究企业分类，我们就会发现，按照市场价值衡量，小公司的销售总额远低于其用于有形资产的费用，但是，较大规模公司的销售额则远高于有形资产，甚至创造出约占全部企业总费用50%的额外资金。从这些数据可以看出，这一类小公司处于绝对的不利地位。奇怪的是，事实并非如此。在有形资产方面，小公司在实际销售中通常比其他公司获利更高。实际上，售价低于10 000 000美元的集团严重受制于拥有大量有形资产的企业，后者因为经营不善而颗粒无收。换句话说，在市场价值方面，小公司组的收益较低导致其与资产相关的市场价值比较低。

还要指出的是，仅在1938年底，有54家公司（占公司总数的8%）的售价是低于流动资产净值的。在1937—1938年的低谷期，更是有不少于133家公司出现这样的状况，比率约为1：5。在1937—1938年的高峰期，没有一家公司处于这种境地。

我们的研究涉及了截至1938年之前的收益情况，具体分为1年、3年以及5年等三个时间阶段。在我们关于“正常”或是典型的概念里，5年期似乎更合适。因为就一年期来说，1938年的状况很糟糕，而1936—1938年证券市场又处于过于繁盛的阶段。读者必须对此有自己的观点。无论如何，在1938年底，上市的工业普通股价值是其之后5年平均收入的19.5倍（以5.1%的收益率来计算），或是其连续6年

（续前表）

工业集团	组内公司数量（家）	流通中的普通股（百万美元）	总市值（百万美元）	普通股有形资产（百万美元）	第5栏与第3栏的比率（%）	普通股收益（百万美元）			普通股按1938年价格计算的收益率（%）			1934—1938年普通股有形资产盈利比率（%）	1934—1938年股票与债券的有形资产盈利比率（%）
						1934—1938年	1936—1938年	1938年	1934—1938年	1936—1938年	1938年		
(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)	(9)	(10)	(11)	(12)	(13)	(14)
牛奶和奶制品	4	166.2	252.1	211.8	125.7	17.0	19.8	19.3	10.1	11.7	11.5	8.0	7.4
面粉、谷类、面包	11	306.1	459.2	194.9	63.5	19.4	21.1	21.3	6.3	6.6	6.9	9.8	6.6
糖	11	111.9	204.9	208.2	186.5	12.9	13.4	4.2	11.5	11.9	3.7	6.2	6.5
矿泉水和软饮料	3	539.9	577.6	48.5	9.0	19.1	22.6	24.6	3.6	4.2	4.6	39.4	39.8
罐装食品等	12	611.9	751.2	285.9	46.7	43.2	41.3	26.9	7.0	6.7	4.7	15.1	11.4
水果	1	169.7	189.7	170.9	90.0	11.7	12.1	10.3	6.2	6.4	5.4	6.9	6.9
甜点	6	270.5	297.9	56.6	20.9	13.9	13.5	14.4	5.1	5.0	5.3	24.6	18.2
酿酒	8	165.0	261.2	160.0	95.2	26.7	26.6	24.2	16.2	16.2	14.7	16.7	13.6
针织品	6	16.4	24.3	22.6	137.7	1.4	1.6	1.2	8.6	9.9	7.2	6.2	6.6
其他丝绸、人造纤维等工业	8	78.1	156.5	66.4	85.0	5.8	5.7	2.5	7.4	7.3	3.2	8.6	6.6
棉花生产商	2	38.0	38.0	69.6	182.6	2.0	1.7	-0.3	5.2	4.4	–	2.8	2.9
羊毛、精纺、地毯工业	5	41.2	63.3	45.2	109.8	-1.6	-1.3	-9.7	–	–	–	–	1.5
服装生产商	6	26.7	34.9	27.6	103.2	1.3	1.4	0.1	4.8	5.3	0.3	4.7	5.2
其他企业	9	54.6	96.6	63.3	115.7	1.7	3.0	0.8	3.0	5.5	1.5	2.6	4.2
铁路设备	15	509.5	616.9	539.2	106.0	8.4	17.0	-4.6	1.7	3.3	–	1.6	22.4
农业机械	6	437.6	635.7	374.8	85.7	29.3	43.1	24.6	6.7	9.8	5.6	7.8	6.7

（续前表）

工业集团	组内公司数量（家）	流通中的普通股（百万美元）	总市值（百万美元）	普通股有形资产（百万美元）	第5栏与第3栏的比率（%）	普通股收益（百万美元）			普通股按1938年价格计算的收益率（%）			1934—1938年普通股有形资产盈利比率（%）	1934—1938年股票与债券的有形资产盈利比率（%）
						1934—1938年	1936—1938年	1938年	1934—1938年	1936—1938年	1938年		
(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)	(9)	(10)	(11)	(12)	(13)	(14)
家用设备和用品	8	127.6	150.5	73.2	57.4	8.7	11.2	4.6	6.8	8.8	3.6	11.9	11.3
罐头制造	2	370.5	465.0	178.0	47.4	23.4	21.4	17.0	6.2	5.7	4.6	13.1	9.8
其他轻工机械和金属制品	37	444.9	571.5	215.2	48.3	21.3	29.0	11.3	4.8	6.5	2.5	9.9	8.9
重型机械和金属制品	19	444.0	485.3	231.0	52.0	20.4	27.1	14.5	4.6	6.1	3.3	8.8	8.4
收音机、留声机、钢琴	3	99.8	169.1	-19.2	0	3.5	5.9	5.0	3.5	5.9	5.0	I	11.5
电影、戏剧和广播	10	268.8	517.6	240.6	89.4	25.2	29.7	20.5	9.4	11.1	7.6	10.5	8.2
煤炭开采	14	24.9	160.7	139.9	560.0	-9.5	-12.8	-16.9	–	–	–	–	–
铜矿开采	15	1 578.0	1 721.2	1 551.3	98.3	81.9	108.3	73.7	5.2	6.9	4.7	5.4	5.2
黄金开采	6	270.1	270.1	88.6	32.8	18.7	18.6	16.2	6.9	6.8	6.7	21.1	21.1
其他非亚铜金属（铁除外）	15	1 298.0	1 431.0	532.7	40.9	55.2	68.4	53.3	4.3	5.3	4.1	10.4	10.6
纸和卡板生产商	16	185.2	454.2	210.9	113.8	9.7	17.2	9.3	5.2	9.3	5.0	4.6	5.4
印刷及出版工业	7	42.6	97.8	89.8	210.5	0.9	0.9	-2.5	2.2	2.0	–	1.0	7.0
杂货	7	113.7	145.2	158.9	139.5	10.7	9.5	9.0	9.4	8.3	7.9	6.7	6.7
杂货店、5美分和10美分商店等	10	791.1	861.9	476.9	60.2	57.7	59.8	51.2	7.3	7.5	6.5	12.2	11.1
餐厅	6	29.4	40.4	39.8	135.0	1.5	1.4	0.2	5.2	4.9	0.6	3.8	3.5

（续前表）

工业集团	组内公司数量（家）	流通中的普通股（百万美元）	总市值（百万美元）	普通股有形资产（百万美元）	第5栏与第3栏的比率(%)	普通股收益（百万美元）			普通股按1938年价格计算的收益率(%)			1934—1938年普通股有形资产盈利比率(%)	1934—1938年股票与债券的有形资产盈利比率(%)
						1934—1938年	1936—1938年	1938年	1934—1938年	1936—1938年	1938年		
(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)	(9)	(10)	(11)	(12)	(13)	(14)
药店	2	30.7	40.9	19.7	64.1	3.2	3.2	2.4	10.4	10.4	7.9	16.2	12.2
其他零售商	7	236.4	245.0	110.0	46.5	20.0	20.5	16.9	8.5	8.7	7.1	18.2	18.0
百货商店	24	291.2	559.3	336.6	115.6	14.9	21.2	12.1	5.1	7.3	4.2	4.4	5.1
邮购业务	4	704.0	755.9	437.5	62.2	42.8	49.3	43.0	6.1	7.0	6.1	9.8	9.0
各类分销商	6	71.1	165.8	88.2	124.0	6.5	8.4	2.7	9.1	11.9	3.8	7.4	6.3
航空公司	13	523.8	559.1	160.0	30.6	4.9	9.6	16.1	0.9	1.8	3.1	3.1	4.6
商业及办公设备	9	389.5	448.8	173.9	44.7	26.4	22.8	19.3	6.8	5.9	5.0	15.2	11.7
船舶运输公司	5	5.9	41.1	41.7	697.0	-1.0	-1.4	-1.6	–	–	–	–	3.2
造船业	7	36.8	69.9	64.2	175.0	-0.9	-0.2	-0.2	–	–	–	–	1.4
橡胶和轮胎	8	261.0	663.7	195.4	74.9	8.7	14.0	5.8	3.3	5.3	2.2	4.5	5.3
卷烟	5	1 300.7	1 507.3	438.2	33.7	71.8	76.3	74.7	5.5	5.9	5.7	16.4	13.4
雪茄	7	27.7	44.1	29.7	107.1	0.2	0.6	1.5	0.6	2.2	5.5	0.7	6.3
鼻烟	3	117.5	132.5	45.5	38.8	6.5	6.4	6.0	5.6	5.5	5.1	14.3	12.9
烟草等杂项	3	18.2	28.2	13.3	73.0	1.4	1.6	1.5	7.8	8.5	8.2	10.7	9.8
土地、房地产和酒店	5	29.9	58.6	43.4	145.0	-1.0	-1.0	-1.4	–	–	–	–	2.4
水泥	4	91.1	108.2	95.4	105.0	2.0	4.0	3.0	2.2	4.4	3.3	2.1	3.9
其他建材生产商	21	889.5	1 020.3	501.6	56.3	26.1	34.1	6.7	2.9	3.8	1.0	5.3	5.1

（续前表）

工业集团	组内公司数量（家）	流通中的普通股（百万美元）	总市值（百万美元）	普通股有形资产（百万美元）	第5栏与第3栏的比率(%)	普通股收益（百万美元）			普通股按1938年价格计算的收益率(%)			1934—1938年普通股有形资产盈利比率(%)	1934—1938年股票与债券的有形资产盈利比率(%)
						1934—1938年	1936—1938年	1938年	1934—1938年	1936—1938年	1938年		
(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)	(9)	(10)	(11)	(12)	(13)	(14)
工程及建筑	4	38.5	53.5	17.9	46.6	-0.6	-0.1	–	–	–	–	0.7	
鞋类	6	157.8	171.7	133.2	84.5	11.7	10.4	6.7	7.4	6.6	4.2	8.8	8.6
皮革	5	11.2	19.8	11.8	105.3	-0.8	-0.8	-4.2	–	–	–	–	–

I 没有用于普通股的有形资产。用于优先股和普通股的有形资产收益率为11.5%。

表 44 **根据公司规模划分**

A 1938 年底以公司售价衡量的规模大小

规模 (1)	每组公司数量 (2)	流通中的普通股 (百万美元) (3)	普通股有形资产 (百万美元) (4)	第 4 栏与第 3 栏的比率百分比 (5)	普通股按 1938 年价格计算的收益率(%)			普通股有形资产盈利比例 (%) 1934—1938 年 (9)
					1934—1938 年 (6)	1936—1938 年 (7)	1938 年 (8)	
少于 1 000 万	252	968.0	1 323.9	136.8	3.4	5.0	–	2.5
1 000 万 ~1 亿	309	7 292.4	5 575.4	76.4	5.3	2.9	2.9	6.9
1 亿 ~10 亿	82	17 016.1	11 368.4	66.7	5.3	6.2	4.5	7.9
超过 10 亿	5	7 135.9	3 712.4	52.0	4.6	5.5	2.9	8.9

B 1938 年底 以有形资产净值来衡量的公司规模大小

规模 (1)	每组公司数量 (2)	流通中的普通股 (百万美元) (3)	普通股有形资产 (百万美元) (4)	第 4 栏与第 3 栏的比率百分比 (5)	普通股按 1938 年价格计算的收益率(%)			普通股有形资产盈利比例 (%) 1934—1938 年 (9)
					1934—1938 年 (6)	1936—1938 年 (7)	1938 年 (8)	
少于 1 000 万	250	1 493.0	951.1	63.6	4.9	6.0	2.4	7.7
1 000 万 ~1 亿	331	10 454.5	6 761.4	64.4	4.9	5.8	3.0	7.6
1 亿 ~10 亿	643	16 303.5	11 321.6	69.4	5.1	6.0	4.2	7.3
超过 10 亿	648	4 161.4	2 946.0	70.8	5.5	6.7	3.0	7.8
		32 412.4	21 980.1	67.6	5.1	6.0	3.6	7.5

表 45　　某些工业公司在 1934—1938 年期间的投入资本收益[1]

工业集团	组内的公司数量	投资资本收益的百分比（%）			
		集团内的个别成员			集团总数
		最大值	最小值	中间值	
软饮料	3	59.4	5.3	5.5	39.8
黄金开采	6	33.4	9.8	15.4	21.1
药物生产商	13	30.7	–	12.9	19.6
精致工艺品生产业	6	31.9	–	19.7	18.2
杂货零售业	19	22.8	–	17.9	18.0
肥皂制造业	3	34.0	5.2	14.4	11.9
矿业（除了金，铁和铜）	15	152.0	–	8.2	10.8
轻工机械制造业	37	44.2	–	9.3	8.9
化工制造业	19	42.3	–	9.9	9.9
影视制作	16	42.2	3.5	7.7	8.2
货运汽车	8	17.4	–	0.7	1.5
羊毛和地毯	5	14.7	–	3.2	1.5
造船和经营	7	4.8	–	2.4	1.4
工程建筑	4	2.8	–	0.8	0.7
皮革	5	6.1	–	1.5	–
以上总计	184				
所有公司	648	152.0	–	6.3	7.0

I 投入资金额度是 1938 年底的数据，并代表了可用于债券和股票的有形资产净值。

平均收入的 16.6 倍（以 6% 的收益率计算的话）。单纯就 1938 年的结果看，增值达到了 28 倍，而且生产收益下降到了 3.6%。但是，再一次，对个别公司的分析数据说明，价格波动的行情伴随优秀公司的股票走势变得并不明朗。总的来说，大多数企业证券都是以相对其收益记录适中的价格出售的。

工业集团的规格参数

将 648 家公司按照其工业类型分类，这实际上是十分武断的做法。在纽约证券交易所的公告中，这些公司被分为了 27 组；我们建议，可以进一步把它们详细地分成 67 类。就市场价值而言，其中规模最大的是石油类企业，其次是重化工类和汽车类。在排名最前面的 7 个类型中，包括了 111 家公司，其价值达 193 亿元，或者说是占总额的 53%。

表 46 详细介绍了下属 67 个小组中各个公司的业绩情况。以下的补充分类也很有意义：

表46 按照市场价值与资产价值的比率对工业集团分类

市场价值与资产价值的比率	组内数量	集团包括的公司数量	1938年市场价值收益,%		
			1934—1938年	1936—1938年	1938年
超过400%	4	25	4.7	5.2	5.2
200% ~400%	17	166	4.8	5.4	3.6
100% ~200%	22	189	5.9	7.0	4.4
50% ~100%	20	234	4.9	6.7	3.0
低于50%	4	34	1.1	负值	负值
总计	67	648	5.1	6.0	3.6

可以看出，与资产价值相比价格最高的工业集团，在收入方面也比其他公司的平均值要高，但这里不包括1938年的情况。这些企业之所以能够在近期的经济萧条中得以发展，甚至其表现超过了在5年期阶段的平均值，毫无疑问，关键原因在于其自身的经营能力。当然，相反地，那些以相对其资产价值更低的价格出售的公司，其总体收益业绩并不令人乐观。另一方面，20家售价是其资产价值的50% ~ 100%的集团，从利润角度看，并没有比那些有售后盈余的公司情况更糟糕，除非我们特别强调的是它们在1938年的业绩。特别的是从收入的角度来看，那些售价是资产价值2~4倍的企业集团，在任何时期，其绩效都比不上那些售价是资产价值1~2倍的公司。应当注意，在表中所提供的数据只涉及到集团的总数。其中极可能存在个别公司，与整个行业的特点相差甚远。

收益的趋势

上述1年期、3年期和5年期表格中的不同结果，为投资者提供了一个既简单又颇具说服力的收益趋势检验。那些符合“1938年>1936—1938年>1934—1938年”公式的公司或集团将会有不错的绩效，而那些符合相反公式“1938年<1936—1938年<1934—1938年”的企业业绩则处于倒退的状况。如果我们选用这个标准，就会发现下表47中这些获此殊荣或是蒙羞的公司：

表47

走势良好的集团	走势不佳的集团	显示3组赤字的公司集团普通股
航空	商业和办公	煤
雪茄	设备	工程建筑
面粉、面包、麦片	制罐	土地和酒店
软饮料	罐头食品	皮革
	棉织品	造船
	肉	运输服务
	人造纤维 餐厅 零售业 杂货 鞋业 鼻烟业	羊毛
	植物 石油 蒸馏器[I] 金[I]	

I 走势下降的幅度很弱。

市场投资者们将会发现，在市场走势不佳的列表中也有一些相对受欢迎的公司，而同样，在市场走势良好的列表中也存在了两个不受欢迎的公司集团。这项研究的主要价值，或许可以令人们不仅仅以单纯数据的上涨作为投资的判断依据，要持有适当的质疑态度股市行情报以乐观热情。

如下表表48显示出，在上述三个检验阶段中，所涉及到的5组公司在截至1938年12月之前的最高收益率，并与资产和价格的最低比率形成对比。

表48　　价格低廉的公司集团（在收益基础上）与价格高昂的公司集团（在资产基础上）的比较

	公司数量	总计普通股价值（百万美元）	截至1938年的普通股价值比率			
			与资产的比率,%	与收益的比率,%		
				1934—1938年	1936—1938年	1938年
高收益率的公司集团[I]	48	907.2	116.7	10.9	11.9	9.0
低资产比率的公司集团[II]	25	1 404.9	14.9	4.7	5.2	5.2

I 包括：啤酒制造和蒸馏器、乳业、杂货、烟草、影视、零售药品、零售杂货店、糖、植物油。

II 包括：药品生产商、甜点、收音机等，和软饮料。

不难看出，那些相对平均收益而言以低价出售的公司证券的绩效，并不次于那648家企业在经济大萧条的1938年的状况。此外，相对其资产价值来说，这些集团公司证券的价格也偏低。因此，这些企业就与那些以4倍于有形资产价值进行出售的公司形成鲜明的对比。后者包括了无线电公司（3家）、药品制造公司（13家）、糕点公司（6家）和软饮料公司（3家）等。请注意，“低价”股票每美元提供了8倍于资产价值的价格，这使得其收益在1934—1938年期间增长了2.3倍，甚至在1939年也达到了1.73倍。从统计数据看，后者的唯一优势在于，它在1938年的收益率比5年期的平均值增长了11%，而其他企业的收益率却下降了17%。但应当指出的是，“高价”证券的绩效提高基本上是以一家公司（如可口可乐）的业绩为依据的，而同时，“低价”证券在1938年的收入却比在证券交易列表上的整体表现要好得多。

这两类证券的比较，由于二者之间存在的某些广义上的共同点而变得更为突出。无线电广播与影视、制药与药店、糕点与糖、软饮料与乳制品和酒类等，这些组合均构成了某种程度的比较。其中，最明显的对比就是可口可乐（独霸软饮料市场）和其他所有上市的饮料公司，其中包括乳品、软饮料、啤酒和威士忌等。把这14只普通股加起来的价值，也只有可口可乐公司证券价值的2/3——但在1938年，前者的销售量为97亿，而后者仅为7 600万，并且在那一年，两者的普通股净收益是5 280万比2 380万，前者用于普通股的有形资产是39亿，而后者只有1 600万。

投资资本的收益

对于投资资本收益百分比的检验，可以作为价格收益比率研究的进一步补充。既可用于普通股，也可以用于全部资本证券的有形资产。为此，我们把1934—1938年统计数据的平均值作为最有代表性的指数，并将其与1938年底包括长期债务在内的投入资金进行对比。表43对各类工业集团的统计结果进行了总结，而表44则是

根据公司规模大小进行的分类总结。

这些结果的某些方面还有待商榷。由于可以把投入资金的巨额收益作为经营是否完善的最佳证据之一，那么，投资者就有必要对这一比率做具体研究，以便了解此行业内其他组别的绩效。我们通过分析这 67 个分组的统计结果，就会看出其中存在的明显差别，从软饮料公司 39.8% 的良好收益到皮革公司赤字连连的亏损情况。

但是，即使是公司集团内部的差别也同样让人震惊。表 45 正是反映了这一点，其中列出的收益率最大值、最小值及中间值，以及在每个类别中达到百分比最高值前五位的证券数据。我们也给出了百分比最低值的后五位证券相关数据。应当注意的是，尽管许多板块整体业绩表现不俗，但也存在零收入或是收益很低的公司——而且在某种程度上反之亦然。

工业集团内部的这些差异，会使投资者和分析家的初始选择倾向发生偏离，从而对某个行业的优劣构成成见。不言而喻，行业类型是选择普通股的重要判断依据；但是，仅限于此的武断或是极端决定也是不可取的。

如果根据企业规模进行分类，那么统计结果就会变得十分有趣。最主要的是，资本的平均收入（即可用于债券和股票的有形资产）在这五个类别中几乎相等，从资产不到 1 000 万的小公司到 10 亿美元的巨头公司如出一辙。此外，在资产价值方面，规模最小的企业集团证券的实际售价要略高于其他集团的证券价格。

但是，如果我们对市场价值，而不是对有形资产采取同样的分类方法，情况将会大相径庭。尽管小公司具有相对更多的资本和销售额，但其盈利却是最少的。原因很简单，小公司不能盈利，因此其市场价值很低，而相反的说法并不成立。这两组对比表明，小企业面临的压力还不足以降低它们相对于强大对手的盈利能力。但是单个小公司抵御风险的能力很弱，由此产生的大多数业绩也就毫无争议可言了。

注释 62

下表 49 是一份极具代表性的列表，其中在 1931 年和 1932 年的前四个月里，优先股和普通股以每股低于其现金资产价值的价格出售。在 1932 年后期，其中大部分证券的出售价格更低。

表 49　15 家公司 1931 年到 1932 年 4 月优先股与普通股情况　（单位：美元）

公司	1931 年至 1932 年 4 月		流动资产优先股每股价值	流动资产普通股每股价值	1932—1933 年最低价值	
	低价优先股	低价普通股			优先股	普通股
阿里斯，查默斯公司		6.5		11		4
美国农业化学公司		4.375		43		3.5
加利福尼亚州包装公司		5.375		8		4.25
钻石镶嵌公司	19.5	10.625	48	14	20.5	12
恩迪科特－约翰逊公司	98.375	23.5	276	37	98	16

（续前表）

公司	1931 年至 1932 年 4 月		流动资产优先股每股价值	流动资产普通股每股价值	1932—1933 年最低价值	
	低价优先股	低价普通股			优先股	普通股
Carbonio 酒类公司		11. 75		23		9
马克卡车公司		12		36. 5		10
中央大陆石油公司		3. 75		8		3. 75
蒙哥马利·沃德公司	59	6. 5	462	16	41	3. 5
Nat'l 收款机公司		7. 125		15		5. 125
美国工业酒精公司		19. 25		23. 5		13. 25
美国管道和铸造公司	12. 25	8. 75	26	10. 5	11. 5	6. 125
威森石油公司	44. 25	9. 5	74		40	
威斯丁豪斯空气制动公司		9. 5		11		9. 25
西屋电气制造公司	60. 25	19. 875	1 164	34. 5	52. 5	15. 625

下表50显示的证券，在1932年的前5个月中，其每股以现金资产或是低于现金资产的价格出售。（不扣除流动负债）

表50　　20家公司1932年1～5月股票出售情况　　（单位：美元）

公司	1932 年 1—5 月最低价格	每股现金资产	每股流动资产价值	1932—1933 年最低价格
美国汽车与铸造公司[I]	20	50	108	15
美国机车公司[I]	30. 25	41	63	17. 125
美国钢铁铸造公司[I]	58	128	186	34
美国毛纺公司[I]	15. 5	30. 5	85	15. 5
Congoleum-Nairn 公司	7	7	12	6. 5
豪湾声像公司	5. 75	10	11	4. 875
哈德森汽车公司	2. 875	5. 5	7	2. 875
赫普汽车公司	1. 5	5. 5	7. 5	1. 5
利马机车公司	8. 5	19	36	8. 5
迈格玛铜公司	4. 5	9	12	4. 25
马林·罗克韦尔公司	5. 75	11. 5	13	5. 75
电机产品公司	11	15. 5	19	7. 375
Munsingwear 公司	10	17	34	5
纳什汽车公同	8	13. 5	14	8
纽约空气制动公司	5	5	9	4. 25

（续前表）

公司	1932 年 1—5 月最低价格	每股现金资产	每股流动资产价值	1932—1933 年最低价格
奥本海姆·柯林斯公司	5	9.5	15	2.5
里奥汽车公司	1.5	3.3	5.5	1.375
堪萨斯州标准石油公司	7	8.5	14	7
斯图尔特·华纳公司	1.875	3.5	7	1.875
怀特汽车公司	7	11	34	6.875

I 优先股。

注释 63

分析师必须经常估算优惠认股权的相对价值以及由此涵盖的普通股范围。为了方便统计，我们附加以下这两个简单的公式。

假设 R = 认股权的价值，M = 股票的市场价值，S = 股票的认购价格，N = 每股申购所需认股权的数量。

公式 A，适用于股票销售（不带新股认购权）之前的时期（即股票的购买者将有权获得认股权）。

$$R = \frac{M - S}{N + 1}$$

公式 B，适用于股票出售（不带新股认购权）之后的时期（即股票购买者没有获得注册股票持有人所保有的权利）。

$$R = \frac{M - S}{N}$$

例如：投资者每持有 5 份认股权即有权以 50 美元的价格购买 1 股。

$$\text{公允价值} = \frac{64 - 50}{5 + 1} = 2.33 \text{ 美元}$$

例如：相同的报价；不带新股认购权的证券出售的价格是 90 美元。

$$\text{公允价值} = \frac{90 - 50}{5} = 8 \text{ 美元}$$

该股票（附带认股权）的售价是 64 美元。

但是，这些推算需要经过必要的完善，才有一定的参考价值：（1）所有股息均为旧股所得，而不是通过新股；并且，与之相反，（2）直到权限期满，任何因未持有所得利息的存款将用于支付新股。

注释 64

一个金字塔式结构的例子

例如：美国与国外证券公司的金字塔交易结构，为一般投资信托领域提供了一个非常简单的运作演示。

这家公司创办于 1924 年。公众购买了其面值为 6 美元的第一优先股（该公司获得了 24 000 000 美元），证券共计 25 000 000 美元，而银行家则购买了其面值为 6 美元的第二优先股总计 5 000 000 美元。这种代表着纯粹象征性投资（每股 10 美分）的

1 000 000股普通股，具体分为：公众投资者占 25%，机构占 75%。因此，后者提供的 1/6 资金从属于其他 5/6，并获得剩余利润的 3/4。到 1928 年年底，该金字塔式的控股公司被又一家公司利用——美国与国际证券公司，后者是一家资金为 60 000 000 美元的企业。公众投资者在其中投入了 50 000 000 美元资金，5 美元第一优先股的每股收益是 100 美元，加上普通股价格的 1/5。美国与国外证券公司投资 1 000 万美元，5 美元第二优先股的收益是 100 美元，再加上普通股价格的 4/5。这项协定使得原公司组织者在没有进一步增加投资的情况下，控制了额外的协议资金。由于来自于美国与国外证券公司的30 000 000美元的增值，截至 1928 年年底，原本 5 000 000 美元的投资者现在控制了 110 000 000 美元的资金（包括可赎回的款项），并拥有了剩余利润或增值的 78%。相关数据见表 51、表 52 及表 53。

表 51　　1924—1928 年股票出售情况

项目	总额	公众投资	机构投资
原有投资	30 000 000 [I]	25 000 000	5 000 000
账面价值，1928 年 12 月	60 000 000	32 000 000	27 000 000
账面价值增加百分比（%）	100	30	450
最大市场价值[II]	100 000 000	42 000 000	57 000 000
市场价值增加百分比（%）	233	70	1 040

I 公司收益 29 000 000 美元。

II 第一优先股每股 100 美元；第二优先股估计每股 80 美元；普通股每股 70 美元。

表 52　　1928—1939 年股票出售情况　　（单位：美元）

因该公司的回购导致了第一优先股的数量减少，从而数据显示为每 100 美元原始投资的结果。

日期	公众投资	机构投资
账面价值：		
1928 年 12 月 31 日	130 [I]	550
1932 年 12 月 31 日	100	35
1933 年 12 月 31 日	100	96 [II]
1939 年 12 月 31 日	108	215

I 第一优先股，加上对附加普通股的清算价值。

II 累积第二优先股的股息费用除外。

表 53　　收益账户　　（单位：美元）

日期	公众投资[I]	机构投资[I]	第一优先股	第二优先股（估计）	普通股
市场价格：					
1929 年的高价	170	1 150	100	80	70
1932 年的低价	27.5	11.5	26	10	1.5
1933 年 12 月	73	170	65	50	8
1939 年 12 月	87	165	80	60	7

I 每 100 美元。

从账面价值（“清算价值”）与市场报价两个角度来看，该交易模式的实际操作可以通过前面的表格显示出来。

这些数据表明，在有利和不利的发展情况下，高投机性资产交易结构可能出现的典型结果。应当注意的是，公众对证券投资信托公司过分乐观或悲观的态度，大大地加剧了账面或清算价值在市场中的变化。同样可以明显看出的是，在 1933 年，当每股约等同于原始投资的账面价值得以重新确立的时候，市场为公众投资带来了大幅度的贬值，而相应机构投资者却获得了额外的利润。

注释 65

以下是有关对较小资本投资控制的事例：

1. 一项由 Van Sweringen 集团斥资不到 20 000 000 美元的投资项目，控制了 8 家一级铁路公司的证券，其总资产共计 2 000 000 000 余美元。这样一来，通过不到总资产 1% 的投资就控制了整个系统。

2. 在 1935 年之前，史汀生·多尔蒂公司通过其对 1 000 000 股面值为 1 美元的优先股（与普通股相比，这大大增加了投票的权力）的所有权，控制了城市服务公司 27% 的投票权。这样的举措，加之金字塔式交易模式的实施，使得该 1 000 000 美元优先股控制了一家合并资产逾 1 250 000 000 美元的企业。

3. 截至 1930 年，拜勒斯拜（H. M. Byllesby）公司控制了合并资产达 1 200 000 000美元的标准气体及电气系统，主要就是通过其对 1 000 000 股面值为 1 美元的优先股的所有权，这一点与城市服务公司的情况极其相似。接下来发生了资产结构重组，并且在此之后，一项资产为 3 000 000 美元甚至更少价值的普通股更加彻底地控制了该资产逾 1 200 000 000 美元的公用事业公司。

4. 一只账面价值仅为 8 000 000 美元甚至更低的证券，曾经一度控制了资产达 10 亿美元的天然气和电力联合公司。在 1935 年的公用事业控股公司法案听证会的过程中，人们获悉，在该公司控制权地位当中独占鳌头的梅塞·霍普森（Messrs. H. C. Hopson）和曼格（J. I. Mange），通过金字塔式的控股公司交易策略，在 1923—1929 年期间获得了占其 298 318 美元投资总额 60. 82% 的年平均回报利润。

5. 根据其业绩突出的证券的账面价值，英萨尔公司通过 6 层控股公司，以只占其投资总额 0. 02% 的投入资金控制了潮汐水利公司证券。这相当于以 1 美元的投资金额控制了 5 000 美元的资产。同样的，通过 6 层控股公司，英萨尔集团凭借上层的 2. 50 美元投资，成功地控制了佛罗里达电力公司位于金字塔交易底部约为 5 000 美元的资金。

注释 66

芝加哥－密尔沃基－圣保罗以及太平洋铁路公司一般抵押债券（1989 年到期）的分析

在 1939 年的平均价值约为 25 美元

这些不同利率的证券，总计 139 000 000 美元，其中不包括抵押债券。在均价 25 美元的基础上，该证券的总体售价大约是 3 500 万美元。在总计 11 000 英里的系统

内，该债券拥有 6 000 英里的公路第一留置权；同时，它还拥有设备和其他资产的担保。根据不同抵押留置权，该系统的收益分隔表明（包括特雷霍特部门），在顾及设备信托费用之后，约有 60% 的剩余收益适用于该证券。因此，简单地说，我们发现，鉴于按照市面价值估算的 2 900 万美元的设备维护费用，该一般抵押债券的价值 25 美元，相当于圣保罗公司全部资产约为 6 000 万的总价值。（相对资产而言，该总价不包括的初级留置权显然是微不足道的。）

圣保罗公司资产约为 9 000 万的潜在价值与其再生产的费用相比，折旧费用低于 6.6 亿；7.39 亿的总资本票面价值；在 1934—1938 年期间，约为 9 900 万美元的平均收入总额；以及在这 5 年中获得的约为 8 100 000 美元的平均净收益。如果扣除设备信托利息（等同于经营费用），约为 7 000 000 美元的余额相当于各类第一抵押债券市场价格的近 12%。

对一般抵押债券地位的这一结论表明，除非圣保罗公司业绩前景黯淡，其证券价值势必会超过 25 美分。其他还有多少？有两种评估方法可供投资者使用，而且我们可以运用 1934—1938 年的平均值逐一检验两者的未来盈利能力。

方法 A 除具体资产重组计划以外的整体估算。我们假定，8 000 000 美元的净收益将会有效支撑 4 000 000 美元的固定支出费用，这相当于利率 4% 的第一抵押债券约为 1 亿美元的市面价值。价值 4 000 000 美元的收益余额可以按照 8% 的比率进行资本化，从而提供低于第一抵押债款的 50 000 000 美元普通股。这样一来，将导致产生一家价值高于设备信托债券约 0.2 亿或 1.2 亿美元的企业。反之，这意味着价值 7 200 万美元的一般抵押债券，或者是相对于 25 美元市场价值的 52% 的票面价值。

这一简单估算，受到以下几个方面的问题和条件的限制：

1. 能否正确地运用这 800 万美元平均收益净值来衡量未来净值？该数据比 1938 年的收益额增加了 200 万美元，但是，比 1939 年的收益结果却减少了 140 万美元。在 1938 年 1 月，对未来“正常收益”的估计高达 15 800 000 美元。过去 10 年的数据统计结果则是在 1932 年的不足 100 万和 1929 年的 3 000 万之间上下波动。在 1934—1938 年，维持费用比率要远高于其他道路债券的平均值。因此，从总体上看，这 800 万美元的估算值只是保守数据，尽管铁路债券的未来收益是相当稳定的。

2. 某些归属于该系统的资金应当分配给低级债券，从而得以从一般抵押债款的份额中扣除出来。近期的资产重组技术表明，该价值转移的份额相对较少。

3. 更重要的问题是，按照我们的计算方式，800 万美元的收益额能否证明 1.5 亿美元市场价值的合理性。这里的关键是必须从收益中获得的未来资本的费用减少了可分配给证券持有人的份额。各种重组计划建议，除了用于高级固定支出的 400 万美元之外，每年还将为此投入 250 ~ 500 万美元。如果这一方法得到实施，800 万美元的收益总额未必能够产生价值 5 000 万美元的初级证券，因为几乎没有可用以支付利息的费用。

总结上述情况，如果考虑到必要的巨额资本费用，或许我们的估算过于宽松了；另一方面，这也可能是建立在对未来收益的过低估计基础之上的。

方法 B 源于某一特定重组计划。为此，我们将使用在 1938 年 11 月由国际商会有关人士提出的调整计划，并设法评价该分配给一般抵押债券的新证券。该计划将投入 3 865 000 美元的固定支出费用，基于目前的设备信托以及 7 700 万新的 3.5% 第一

债券。以下是资产折旧费用介于250～500万美元之间的例子（由董事决定）；利率为4.5%的A系列债券，债券利息收入为3 600 000美元；利率为4.5%的B系列债券，债券利息收入为1 100 000美元；随后是缩减资金，然后是新的优先股和普通股。

一般抵押债券从利率为3.5%的新股和利率为4.5%的A系列债券中分别获得350美元的利润，而在利率为4.5%的B系列债券和优先股中分别获利240美元。调整之后，原利率为3.5%的证券将会实现90美元的最终市场价值。800万美元的收益象征性地涵盖了利率为4.5%的A系列债券的全部利息。但是，具体分配将按照投资基金的数额。假设，利率为4.5%的A系列债券的市场价值是40美元，同样利率的B系列债券市场价值是20美元，那么，优先股合理的相应价格是5美元，其中的后面两者主要代表了投机可能性。这些意味着一般抵押债券的总价值是51美元，该结论（正如它所应该的）与第一种方法所达成的结果十分吻合。①

结论，圣保罗公司的一般抵押债券25美元的价值显然是被低估了，除非铁路债券的前景如此黯淡，以至于我们几乎高估了目前所有的持有证券价值。在任何情况下，这些铁路债券将被证实，它们比初级证券和各种偿付优先股都更具持有价值。

密苏里－堪萨斯－得克萨斯和旧金山两家公司债券的比较。（1922年1月发布的公告）

密苏里－堪萨斯－得克萨斯铁路公司（M. K. &T.）的新证券，为投资者和投机者都提供了极具吸引力的机会。最近已宣布执行的待定重组计划，使铁路系统的固定支出费用降至一个非常保守的数字，以至于债券利息在很大程度上得以规则地分配。此外，在目前的不利条件下，铁路债券的出色表现为初级证券的可观盈利能力提供了保障。

M. K. &T. 公司破产关系的拖延，最终会进一步加强投资者对新债券的态度和立场。因为在此期间，该系统内各个部分的恢复运行花费巨大。最终，道路和设备的改善会反过来促进经营效率的提高，因此，在过去一年里的运输费用相比其他道路的平均值得到了显著的降低。下表54是圣路易旧金山公司与M. K. &T. 公司的债券比较情况。

表54　　圣路易旧金山公司与M. K. &T. 公司债券比较

	圣路易旧金山				M. K. &T.			
	比率,%	截至（年）	价格	产量,%	比率,%	截至（年）	价格	产量,%
优先留置权债券	4	1950	69.5	6.35	4	1970	65	6.35
	5	1950	83.5	6.25	5	1970	78	6.50
	6	1928	96.5	6.55	6	1932	92	7.15
调整债券[II]	6	1955	73.5	8.16	5	1967	45	11.11[I]
收入债券[II]	6	1960	55.5	10.81				
优先股	−6		38		−7		25.5	
普通股			21.5				8.25	

I 假设利息全部支付。

II 给出的是直接收益率。

① 在1940年，由国际商会颁布的“最终重组计划”中包括了大量违背企业负责人意愿的内容，但是，这些改变将不会从根本上影响上述结论。

在分析 M. K. &T. 的新证券价值时，与圣路易－旧金山铁路公司的比较是无可避免的。这两家公司在地理方位、交通特点和财政结构等方面是非常相似的。事实上，M. K. &T. 铁路公司的重组一直在仿照弗里斯科铁路公司，后者在 1916 年完成了其重组计划。

表 54 体现了这两家铁路公司资本化过程的相似之处，其中，比较了两者现有价格和各种债券业绩：

在下面的几页，我们就这两家公司的总体情况展开讨论，主要涉及资本化和经营成果两方面的内容，随后提出了对相应抵押债券的详细比较结果。我们的分析表明，M. K. &T. 公司拥有圣路易－旧金山铁路公司所不具备的两个基本优势：

1. 其固定支出费用占收益总额的比例较低。2. 其经营效率更高。

通过这两个重要优势，M. K. &T. 公司能够为其债券提供更大程度上的保障，其股票的盈利能力也相对更高。基于我们对这两家公司研究的结论，我们对圣路易－旧金山铁路公司的证券持有者们提出以下建议：

1. 从弗里斯科铁路债券利率为 4%、5% 和 6% 的优先留置权过渡到相应的 M. K. &T. 的优先留置权，在后者价格较低时买入。

2. 从弗里斯科利率为 6% 的售价 55.5 美元过渡到 M. K. &T. 利率调整为 5% 的售价 45 美元。

3. 从弗里斯科普通股售价的 21.5 美元转为 M. K. &T. 优先股约为 25.5 美元的售价。

此外，根据 M. K. &T. 公司证券的具体优势判断，我们认为，优先留置权债券不失为一项高收益低风险的投资；像调整债券、优先股和普通股一样为投资者提供了颇具吸引力的投机机会。

M. K. &T. 铁路公司和圣路易－旧金山铁路公司主要经营区域相同，并且在很多方面存在着激烈的竞争。

因此，两家公司的运输特征十分类似，但是，弗里斯科铁路公司主要从事煤炭和木材运输，而石油运输所占的比重较少。无论货运和客运业务，每英里的载运率几乎相同。但是，M. K. &T. 公司的平均列车荷载量更大，而且其拖挂车厢更长。见表 55、表 56。

表 55　　1920 年 12 月 31 日运营里程

所在区域	M. K. & T	圣路易－旧金山铁路公司
密苏里	544	1 720
堪萨斯	487	626
得克萨斯	1 721	495
俄克拉何马	1 036	1 517
其他州	19	898
总额	3 807	5 256

表 56　　日历年

项目	M. K. &T.	圣路易－旧金山铁路公司
列车每节车厢每吨荷载的平均收入	442 吨 248 英里	398 吨 187 英里

毫无疑问，这两个优势正是 M. K. &T. 铁路公司债券在 1921 年运输成本较低的重要原因。

资本化。这两个公司的证券比较如下表 57 所示：

表 57　　资本化比较　　（单位：美元）

项目	M. K. &T.	圣路易－旧金山铁路公司
设备和相关债券	7 248 000	86 782 000
优先留置权债券	93 073 000	121 748 000
调整债券	57 500 000	39 220 000
收入债券		35 192 000
优先股	24 500 000	7 500 000
普通股	783 155 股（无面值）	504 470 股（面值 100 美元）
固定利息费用	4 917 717	9 248 374
潜在利息费用	2 875 000	4 750 912
总利息费用	7 792 717	13 999 286

以上有关圣路易－旧金山铁路公司证券的数据，出自 1920 年 12 月 31 日的最新报表。M. K. &T. 公司的有关数据都是基于这一假设，即所有的旧证券都是按照重组计划的规定进行交换的。然而，很有可能是，目前的一些高级留置权债券，尤其是截至 1990 年其利率为 4% 的第一债券，业绩依然十分突出。在这类情况中，如上文所示，基本债券的数额将会提高，优先留置权债券则相应降低——而实际上总额保持不变。其前景是，固定利息费用的实际数额将略低于原计划的收益总额，因为该公司每年会将 1% 利率的一半节省下来，例如利率为 4% 第一债券的 40 000 000 美元将不做交易之用。

这一“潜在利息费用”代表了收入债券和调整债券双方的要求，后者在但凡盈利的情况下都必须支付。这个弹性规定是两家铁路公司的力量来源，因为这将保障它们在经济不景气的年景里，就算减少其利息支付费用也不发生金融动荡。

表 58 显示了 M. K. &T. 铁路公司通过大幅度缩小固定利息费用可能得到的优势。后者只需要每 1 美元收益中的 7.7 美分即可实现，这一比率如此之低，是为了保证优先留置权债券在正常条件下的广泛安全。在这个方面，M. K. &T. 铁路公司债券显然比圣路易旧金山公司更具优势。旧金山铁路公司的固定利息费用——包括固定费用和潜在费用——都相对较低。

表 58　　每英里的运营收益总额与利息费用的比较　　（单位：美元）

	M. K. &T.		圣路易－旧金山铁路公司	
	每英里	占总额的百分比（%）	每英里	占总额的百分比（%）
收入总额[I]	16 870	100. 0	16 730	100. 0
固定利息	1 300	7. 7	1 790	10. 7
潜在利息	760	4. 5	920	5. 5
利益总额	2 060	12. 2	2 710	16. 2

I 1921 年 12 月的估算数字。

盈利能力。在比较这两个企业的盈利能力时，投资者习惯参照其数年以来报告的平均值。但是，在这一案例当中，中央控制的干扰影响使得该程序无法得以实施。由于前几年的数据太过久远，而从1917—1920年的数据又太不正常，这两者均无法作为良性分析的基础。因此，主要关注近期的经营业绩是非常必要的。截至1921年11月30日之前11个月的数据报表刚刚发布。将这些数据加上1/11，该公司的全年收入估算账目如表59所示。

表59　　收入损益表 （1921年，单月的估算）　　（单位：美元）

	M. K. &T.		圣路易－旧金山铁路公司	
	收入	占总额的百分比（%）	收入	占总额百分比（%）
运营里程（里）	3 784		5 185	
总收入	63 842 000	100.0	86 521 000	100.0
维修	24 635 000	38.6	26 874 000	31.1
其他经营开支	25 072 000	39.3	37 275 000	43.1
税费	2 731 000	4.3	3 790 000	4.4
租金等，其他收入	1 654 000	2.6	1 065 000[I]	1.2
利息余额	9 750 000	15.2	17 517 000	20.2
固定利息	4 918 000	7.7	9 248 000	10.7
潜在利息	2 875 000	4.5	4 750 000	5.5
股票余额	1 957 000	3.0	3 519 000	4.0
优先股股息要求	1 715 000	2.7	450 000	0.5
普通股余额	242 000	0.3	3 069 000	3.5

I 部分使用的是1920年的统计数据。

在分析上述数字的过程中，要特别注意M. K. &T. 铁路公司债券中比重较大的维修支出费用。在每1美元的收益中，后一家铁路公司投资38.6美分用于维修，而旧金山铁路公司债券用于维护的费用仅占31.1%。据了解，维修费的金额基本上是管理部门一个任意的决定事项，因而提供了或多或少人为控制纯收入的方法。与在同一地区的其他铁路公司相比，在过去的一年里，旧金山铁路公司债券的维护费用显然不足，而M. K. &T. 铁路公司则处于过度维护的状况。不同的政策产生的结果是，与正常所需的维护费用相比而言，圣路易－旧金山公司债券的净盈利费用明显较多，而另一家债券显然较少。

同时考虑两家债券，如果后者获得总收入的35%——这显然是一个合理的数字——那么，M. K. &T. 公司债券的净收益将比实际上报数据多2 300 000美元而旧金山公司债券的净收益则比实际报道数据少3 280 000美元。

这一修订将如何从根本上影响各种有价证券，具体表现分析如表60：

表 60　　收益能力 （1921 年）

项目	实际结果		调整后的结果（维修费比率为 35%）	
	M. K. & T.	圣路易 - 旧金山铁路公司	M. K. & T.	圣路易 - 旧金山铁路公司
固定利息收益（倍）	1. 94	1. 89	2. 51	1. 54
利息收入共计（倍）	1. 25	1. 25	1. 55	1. 02
普通股每股收益（美元）	8. 00	46. 92	17. 39	3. 19
普通股每股收益（美元）	0. 30	6. 08	3. 25	Nil

优先留置权债券。虽然 M. K. & T. 公司的优先留置权债券比相应的旧金山公司债券售价略低，但上述表格数据表明，其可信度更高。因为，排除其维护开支更多这一因素，它在 1921 年的固定利息需求获得了足够多的利润。如果针对维护费用的差额提供适当的津贴，则 M. K. &T. 公司债券的优势就会非常明显。

收入债券和调整债券 M. K. &T. 公司利率为 5% 的调整债券利息在 1925 年之后将会积累，而圣路易 - 旧金山铁路公司利率为 6% 的债券则长久止步不前。在未来 3 年的时间里，至少收入的一半可为 M. K. & T. 公司所用。调整必须通过利息支付的方式进行。在 1921 年的收益基础上，收入债券的持有者很可能将获得当年完整收入的 5% 。

若支付全部利息，则 M. K. & T. 公司债券和旧金山公司债券产生了同样的回报金额。“Katy” 债券价格更接近铁路公司证券价格而低于优先留置权债券，而旧金山收入利率为 6% 的债券同样取决于调整抵押债券。如上表所示，在正常运营条件下，M. K. & T. 公司调整债券将赢得明显更多的盈利能力。

M. K. & T. 7% 优先股（自 1928 年 1 月 1 日起累积）。由于市场价值的相似性，该债券与旧金山铁路公司普通股（而不是优先股）情况类似。在当前收益方面，M. K. & T. 公司的优先股业绩突出，并且不仅是明显优于旧金山铁路公司普通股的绩效，其自身也是一个颇具吸引力的投机性购买选择。

M. K. & T. 铁路公司普通股。当该债券的股息极其微小的时候，它将会迅速反映出铁路公司在证券市场方面的全部改进，或是该铁路公司的地位。以其目前每股 8. 25 美元的价格，它具备了作为一只低价铁路债券所拥有的极不寻常的投机机会。

艾奇逊公司、南太平洋公司和纽约中央公司债券的比较（1922 年 4 月发出的通告）

介绍。最近几周出现了高级铁路证券股息复兴的状况。这项情况具有十分特殊的意义，因为它是基于投资和投机两个方面的考虑。债券的持续升值首先引发了优先股的相应实力，而现在则将注意力集中在普通股的投资类型方面——即那些有长期派息记录的普通股。

再从投机角度来看，较高等级的铁路证券正变得越来越有吸引力。种种迹象明确表明，1922 年的净收益与 1921 年相比有很大改进。最近报告称，铁路货运积攒量已经大幅度增长，而且预期在今年晚些时候，工业复兴的力度也将显著提高。更重要的是，经营开支的持续减少，这将逐渐产生符合净收益值与总收入之间正常比率

的收益回报。

因此，高等级的铁路普通股非常值得投资者和投机者双方均予以关注。我们在此奉上对三只业绩突出的该类证券的近况调查和数据分析结果，——分别是艾奇逊公司证券、南太平洋公司证券和纽约中央公司证券。下表61总结了其中最重要的数据信息：

表61　　三家铁路公司的普通股

铁路	大约价格（美元）	股息率（%）	收益率（%）	每股盈利（美元）		1921年固定利息（倍）
				1921年	1914—1921年平均值	
艾奇逊公司	100	6	6.00	14.69	12.89	4.00
南太平洋公司	90	6	6.67	7.25[I]	8.35[I]	2.13[I]
纽约中央公司	91	5	5.50	8.92	6.64	1.44

I 不完全估计。见正文。

这些数据从盈利能力和财务实力两个方面清楚地表明，艾奇逊公司证券的业绩极佳。与纽约中央公司证券相比，它显示了较高的股息回报、更大的收益，以及较小份额的债券债务。虽然南太平洋公司证券和艾奇逊公司证券都支付了6%的股息，但是，后者在盈利能力上具有明显优势，这正是其股指行情高于前者10个点的原因所在。

除了出色的盈利记录以外，下面有关艾奇逊公司证券的特征也值得投资者们特别关注：

1. 现金资产财富。

2. 宝贵的石油资产。

3. 价值低并且处于平稳下降的长期债务。

在下面几页的内容里，我们将对这三家公司的记录做更加详细的分析。根据对现有数据仔细研究，我们得出以下结论：

1. 无论是由于投资吸引力还是其保守的投机利润，均建议当前的投资者购买艾奇逊公司证券。

2. 鉴于其明显更为强大的盈利能力，艾奇逊公司证券在本质上比南太平洋公司证券更具可取之处。

3. 对纽约中央公司证券的投资可兑换成艾奇逊公司证券，以期获得更高的股息收益率、更大的平均盈利能力以及更强的金融稳定性。

从投资角度看，应当指出，根据纽约中央公司的公债借款和收入总额，其少量证券在有利的条件下就可能引起每股利润更加快速的增长。然而，相反地，其净盈利相对较小的跌幅就有可能严重减少用于支付证券的余额。

企业结构。在分析铁路公司地位的过程中，常常不仅要考虑这家公司自身的运营情况，还要顾及那些包含重大投资项目的子公司或附属公司的状况。艾奇逊公司和南太平洋公司公布的报表数据涵盖了整个系统的分析结果，但纽约中央公司则有大量股份运营情况是由很多重要部分单独上报的。这些控股公司的总里程其实已经超过了纽约中央公司规定的里程数。子公司每年都会有大量盈余，其中很大一部分

确实累积到纽约中央公司证券业绩中，但在母公司的利润回报表中并没有得到体现。为了给投资者提供一个判断纽约中央公司证券价值的正确标准，我们应当从其公司自身公告和包括其所有子公司业绩在内的综合报表两方面来分析其盈利能力。纽约中央公司在近期声明有意收购其所辖优秀控股公司的少数股份以将其并入自己的业务，这一情况进一步说明了采用后一种方法的必要性。

下表62列出了纽约中央公司旗下单独经营的子公司、子公司里程数及其在系统内部的持股比例。

表62 纽约中央公司旗下子公司情况 （单位：美元）

公司	里程数	拥有股票百分比（%）
纽约中央铁路公司	6 069	
辛辛那提北方公司	245	56.9
C. C. C. & 圣路易公司	2 421	50.1
印第安纳州港区公司	120	60.0
卡纳华和密歇根公司	176	100.0
伊利湖和西区公司	738	50.1
密歇根州中央公司	1 665	89.8
匹兹堡和伊利湖公司	224	50.1
托莱多和俄亥俄州中央公司	492	100.0
整体系统	12 350	

至于南太平洋公司，它在前几年的统计数据也必须加以修订，以期能够反映其根据近期石油资产分隔所做的相关调整。设置津贴是为了抵消之前的石油收入，将可转换债券兑换成证券，并将43 000 000美元的现金收益通过太平洋石油公司证券进行出售。

盈利能力。在1921年的统计结果上附加特殊利息，因为这是最近时期的可用信息，同样也是因为它们代表了首次的全年独立运营。1921年的收入账户总结如下表63及表64所示。

表63 收入账户 （1921年） （单位：千美元）

项目	艾奇逊公司	南太平洋公司	纽约中央铁路公司	纽约中央公司
里程数（里）	11 678	11 187	6 077	12 350
总收入	226 925	269 494	322 538	535 821
扣除租金后净收益	41 268	39 823	56 679	90 615
其他收入	11 082	8 000[I]	15 665	17 251
总收入	52 350	47 823	72 344	107 866
固定收费等	13 018	22 800[I]	50 048	71 519
优先股股息	6 209			500
适用于少数股票				4 302
用于普通股的余额	33 123	25 023	22 296	31 545
每股	14.69	7.25	8.91	12.62[II]

I 估计值。见正文。

II 纽约中央公司股票每股。

表 64　　1914—1921 年 普通股每股年收入　　（单位：美元）

日历年度	艾奇逊公司		南太平洋公司		纽约中央铁路公司		纽约中央公司	
	经营基础	保障基础	经营基础	保障基础	经营基础	保障基础	经营基础	保障基础
1921 年	14. 69		7. 25		8. 92		12. 62	
1920 年	12. 54	13. 98	1. 89	8. 61	12. 34	5. 49	14. 65	9. 68
1919 年	15. 41	16. 55	7. 03	8. 40	6. 23	7. 97	10. 73	8. 62
1918 年	10. 59	9. 98	10. 63	8. 38	6. 59	7. 16	13. 39	8. 34
1917 年	14. 50		13. 96		10. 24		13. 25	
1916 年	15. 36		11. 00		18. 26		23. 50	
1915 年	10. 99		8. 90		11. 08		13. 80	
1914 年	9. 03		6. 01 I		4. 10		3. 69	
平均值：								
经营基础		12. 89	8. 33	6. 64	9. 54			
保障基础		13. 14	9. 06	9. 16	11. 69			

I 止于计算年度的 6 月 30 日。

南太平洋公司的固定支出费用和非经营性收入是在 1920 年报表的基础上估算的，以期能够反映石油土地的隔离。

很快我们就能看到，艾奇逊公司证券的业绩最佳，不仅表现在该证券单独的每股收益，而且体现在其固定支出费用与可用收益的较小比率方面。在纽约中央公司与其子公司的综合收入账户表明了其非常可观的每股利润，但是，投资者也必须考虑到由债券和租赁协议代表的大部分总资产的情况。

自 1914 年以来对各家公司证券的业绩记录，进一步证实了 1921 年资产损益表的数据分析结果。

以上分析数据中的最显著特征是，艾奇逊公司证券的收益净值自 1915 年以来始终保持着很高的增长比率，除了在这个阶段的大部分情况下影响到整体运营的特殊状况。在 1920 年的过渡时期，艾奇逊公司证券与纽约中央证券以及太平洋南部证券之间的对比尤其鲜明。

另一个重要特点是艾奇逊公司证券非经营性收入的大幅增长，由 1918 年的 4 311 000 美元增至 1919 年的 15 100 000 美元，并于 1920 年达到 9 842 000 美元。这些利润的很大一部分来自该公司的石油资产，其重要性似乎尚未得到充分承认。

运营统计数字。与南太平洋公司和纽约中央公司相比，艾奇逊公司盈利能力的优势在一定程度上依赖于与总收入有关的小规模资本，但更是仰仗较低的运营成本。表 65 清楚地表明了艾奇逊公司证券在运输成本方面享有的优势：

表65 三家公司营运开支分析

总收入支出的百分比为：	艾奇逊公司			南太平洋公司			纽约中央铁路公司		
	1921年	1918—1920年	1913—1917年	1921年	1918—1920年	1913—1917年	1921年	1918—1920年	1913—1917年
与维护费用的百分比（%）	36.9	36.0	30.1	33.9	34.3	25.4	31.9	36.3	29.9
与运输费用的百分比（%）	38.7	39.6	34.1	45.0	45.1	36.8	45.1	47.6	40.0
与总营运费用的百分比（%）	75.6	75.6	64.2	78.9	79.4	64.2	77.0	83.9	69.9

可以看出，艾奇逊公司证券在维护费用方面一贯比较宽松。与处于类似境地的南太平洋公司证券相比，艾奇逊公司经常将其总收入的很大部分用于维修保养，而将小部分用于运输费用。

资本结构。艾奇逊公司的股票与债券比例最大，纽约中央公司的最小。后一家企业的资本系统显得有些不平衡，因此，净收入的微弱变化就会引起每股股票的大幅波动。在经济繁荣的时期，公债借款在数量上的优势使其盈利能力明显提高，但在经济萧条的时期，这有可能会构成企业的沉重负担。见表66。

表66 由公众持有的证券 （单位：千美元）

证券类别	艾奇逊公司（1921年12月31日）	总额百分比（%）	南太平洋公司（1921年1月14日）	总额百分比（%）	纽约中央铁路公司	总额百分比（%）	纽约中央公司（1920年12月31日）	总额百分比（%）
债券和抵押股票	289 888	45.3	473 644	57.9	840 110[I]	77.1	1 156 261[I]	77.5
优先股	124 173	19.4					9 998	0.9
少数股							74 302	4.9
普通股	225 398	35.3	344 780	42.1	249 597	22.9	249 597	16.7
总计	639 459	100.0	818 424	100.0	1 089 707	100.0	1 490 158	100.0

I 包括租赁公司的有价证券，以及6 670万美元的利率大约为5%的现金租费。

结论。或许，艾奇逊公司的财务状况最能体现它在铁路领域的特殊地位。尽管事实是该公司近8年来几乎没有发售债券，它在当年12月31日持有52 700 000美元现金和政府债券，而其流动负债总额为28 279 000美元。

巨大的盈利能力和强大的财务状况相结合，证实了我们对该证券最终利率上涨的预期。

注释67

下文引自本书1934年版的正文第594～595页：

“一个普遍的例子。福克斯电影公司，继1931～1932年的巨额亏损以来，截至1933年4月，通过说服拥有其95%债权的债务持有人兑换普通股而实现了其资本重组计划。结果是该公司的银行贷款被取消，而截至1936年4月，其证券发行从30 000 000美元减少至不足1 800 000美元。在1933

年12月，利率为6%的债券以75美元的价格出售，到期收益率超过20%。该普通股的市场价值大约为35 000 000美元，而其流动资产净额约为10 000 000美元。从数量上，我们无疑可以得出这样的结论，即证券发行得到了充分保障，结果价格最终低至75美元。

“这个结论的可靠性怎样呢？可以肯定地说，无论该股票是否真的价值35 000 000美元，1 800 000美元的证券发行必须是彻底安全的。但是，这种说法不太像它所宣扬的那么令人信服，因为通常很难在高度投机性股票与投资级别的优先发行的证券的相对价格之间做出取舍。[①] 分析师必须经过慎重考虑证券的自身情况之后，才能够决定其购买是否对投资者具有吸引力。如果企业的运营状况非常不稳定，那么，即使是巨额的初级证券也可能会全军覆没，并且尽管规模很小，发行也会失败。在福克斯电影公司的案例中，一方面，在重要行业内部，应该有一个关键因素能够保障其运营的足够稳定性，至少要保证对小额负债的偿还能力。另一方面，电影行业已成为高度投机性行业，而且福克斯电影公司证券自1930年以来的运营记录，尚未给予投资者对其前景的足够信任。

“然而，我们的结论一定是，在1933年12月，对这些债券的巨额支持减少了小公司的停付风险。这里需要再次强调多元化因素对所有经营活动的保障功能。我们认为，大量这种类型的购买行为将极有可能带来相当令人满意的收益总额。发生一些损失是不言而喻的，但是，在诸如1923—1927年的正常时期，这种损失所占的比例无疑要比合理的标准低得多，而在1930—1933年的经济萧条时期，则需另当别论。”

结局。资产重组之后，该公司的固定支出费用几乎是1933年余额的6倍。其费用近乎是1934年的5倍，是1935年的近10倍，而且比1936年多出了38。在1936年4月4日到期时，该债券得以按票面价值付清。

注释68

Victory公司债券持有者的备忘录

（1921年5月发表的公告）

截至1923年6月1日，我们希望对Viotory公司利率是4.75%的债券持有者指出，他们可以通过以现价兑换同等数额的利率为4.25%的Liberty Fourth公司证券（截至1938年）。

在这份公告中，利率是4.75%的Victory证券的售价约为97.70美元，而利率是4.25%的Liberty Fourth公司证券售价约为87.2美元。这两只债券的直接收入回报率均为4.86%。不同的是，在成本和收入回报平衡的基础上，Victory证券的每400美元可以兑换利率是4.25%的Liberty Fourth证券约450美元的股票。

但是，从未来市场的预期来看，Liberty Fourth债券比Victory债券拥有更大优势。

---

① 在福克斯电影公司案例中，利率为6%的债券在资本结构调整计划的基础上仍可以以每股18.90美元的价格兑换证券。如果这是一个契约性的而非自愿的权利转换，从各角度看，福克斯电影公司债券的价值（75美元）将会明显高于其股票的价值（14美元）。

成功证券的升值潜力受到两个方面的严格限制，因为他们临近到期日（1923 年）的情况，在很大程度上妨碍了他们的销售。然而，Liberty Fourth 债券按低于票面价值的折扣销售（超过 12.5%），这不仅是可能的，而且在未来几年很可能会更进一步。

用一个可谓极端的事例来说明这一点，如果我们假设，所有 Victory 证券和 Liberty Fourth 债券到 1923 年均已回归其票面价值，Liberty Fourth 债券的增值空间高达 12%，而 Victory 债券则仅仅是 2%。通过我们上文所假设的交换，投资者现在所拥有的成功债券将有可能每 400 美元兑换 450 美元的价值。在任何情况下，利率为 4.25% 的 Liberty Fourth 债券在未来两年只需要提高 2%，就可以赢得预期的交换利润。

就此，我们认为，种种迹象都有助于高级债券价格的即刻上涨。利率下降的趋势已经十分明显，而联邦再贴现率的降低也证实了这一点。由于这个原因，目前的长期投资普遍优于短期债券，结果是，前者获得的收入回报大大低于临近到期的收益。但就 Victory 债券这类短期债券而言，可以用做交换长期 Liberty Fourth 债券，而不会产生任何直接收入回报的减少。

Liberty Fourth 债券的清算十分激烈，并一直持续到近期，但现在看来，这个时期大约就要结束了。贷款购买的债券大部分已经被偿清或出售；弱势持有几乎不复存在，而 Liberty Fourth 债券现在可能在很大程度上被认为是由真正的投资者所掌控的。对任何购买活动而言，技术状况的明显改善势必导致价格的大幅提高。

还有一个优势，通过 Liberty Fourth 债券从附加税以及正常税收中免除税额（超过某一限度）将得以实现；然而，Victory 债券只能从正常的税收中得到豁免权。

处于以上这两个重要的原因——更大的价格升值空间和更高的免税额度——我们建议 Victory 债券的持有者，现在就把等量的债券转换成利率为 4.25% 的 Liberty Fourth 债券。

我们很乐意对此提供进一步的建议，特别是，与个人投资者就目前交易所得节税问题展开讨论。

注释 69

道氏理论的主要原则是：

1. 平均值表现了三种波动类型：

a. 基本趋势，这是牛市或熊市的最广泛的趋势，持续时间从一年至几年不等。道氏理论的主要目标就是对此波动做出正确的判断。

b. 次级趋势，持续时间从三个星期到几个月不等，但是与市场的基本趋势背道而驰。

c. 短期变动，涨跌均有可能发生，其特征和意义均不突出，除非是在判断是否形成“走势”的时候。然而，投资者必须跟踪记录并研究第三种情况，因为正是它们构成了债券的长期波动。

2. 如果要根据波动特性得出可靠的结论，则工业和铁路平均值必须相互呼应。然而，一般来说牛市，是指每个平均值的持续高开超过了之前的高点，并且其持续低走的点数也高于之前的低点（反之则是熊市），每个主要活动的类型都会受到次级趋势的相反波动的中断和影响。这些次级趋势通常应该从先前中级移动的终止，追

溯到平均值初始价格变化的 1/3 ~ 2/3。显然，通过每日波动或每周波动来判断一次明显正在进行的波动是次级趋势还是基本趋势的反例，这并非易事。

3. 当几个星期或更长时间的波动都仅仅围绕着 5% 的平均利率，这种趋势暗示着累积或分配。如果平均值同时突破界线，则将导致累积利润、预示着价格上涨。如果平均值同时跌破界线，则得出相反的结论。如果其中一个平均值未能与另一个平均值一起按惯例突破界线，那么将呈现消极的绩效。

4. 超买现象会使冲顶的股价回落，也会使谷底的股价反弹，超卖现象则恰好相反。高额成交量意味着牛市的终结，清淡的交易则是牛市的开始。

5. 热门证券往往与平均值协调一致，但个别债券可能会因其特有的状况偏离平均值。

注释 70

“投资者操控证券报告”，标准数据统计有限公司的一个部门，在 1933 年的 10 月和 12 月，发表了以下两个公告。相关数据见表 67。

表 67

BRY（纽约证交所）			鲍德温机车工厂		
股票	等级	股息	价格	日期	产量
普通股	持有 II	无	11. 125	1933 年 12 月 21 日	无
7 美元优先股	持有，P. S. [I]	无	34. 875		无
认股权证	持有 II	7			

I P. S. = 优先股 - 投机性证券。

建议：可见的建设性发展有助于中和在最终运用认股权证的普通股中存在的反作用。“优先”的证券往往具有长期的投机性吸引力。

地位与展望：虽然鲍德温公司证券的营业费用已控制到最低限度，1933 年机车订单缺乏的事实可能从来年的净亏损中体现出来。统一订购行为在近期呈现稳步扩大的趋势，该公司在 1934 年的发展前景已经通过贷款得以改善，太平洋西部航空公司给出的这些贷款主要用于购买新设备，其中包括了 30 辆机车。目前有关设备贷款即将采取的措施中，还包括了 133 辆机车的购置。因此，有明确的迹象表明，运营商开始致力于其设备牵引力的现代化，有关项目有可能将在 1934 年全面展开。可以预期，鲍德温公司证券凭借其强劲的贸易地位，将会获取可观的商业份额。但是，有时候，普通股的有效收益仍然会终止，特别是因为股票受到大量统一抵押债券最终认股权证的冲击，从而允许以 5 美元的价格购买 480 000 股额外普通股，这似乎意味着普通股每股损失从现在起将逐步减少。财政状况相当稳健。

背景：鲍德温机车工厂是世界上两个最大的蒸汽机车制造商之一。该公司还生产锻件和铸件、液压和专用机械、发动机、空调以及制冷设备等。该公司拥有通用钢铁铸造公司证券的股息及极富价值的费城房地产。

资本额：融资债务，15 500 000 美元。7% 优先股累积（面值 100 美元）200 000 股，折旧 125 美元。普通股（无面值），843 000 股。优先股股息的积累，目前每股合计 17. 50 美元。相关数据见表 68。

表 68　　鲍德温机车厂股票相关情况　　（单位：美元）

	收益		股息		价格范围	
	普通股	优先股	普通股	优先股	普通股	优先股
1933	估计 -5.24	估计 15.50	无	无	17.625 ~3.5	60 ~9.5
1932	-6.50	-20.39	无	无	12 ~2	35 ~8
1931	-6.55	-20.61	0.875	3.50	27.875 ~4.625	104.5 ~15
1930	1.94	15.18	1.75	7.00	38 ~19.375	116 ~84

注意——这些信息来源的可靠性并不能得到保证。

建议：从短期内的不确定性来看，普通股和优先股的持有者应该将注意力转向更具发展前景的债券投资上。

定位与展望：乳制品运营仍然处于该行业不利统计数据的制约下。乳制品的产量已远远超出了消费需求，这种局面不仅造成了黄油和奶酪类证券规模构建的逐步壮大，而且妨碍了这些商品的物价稳定。在国家乳品协会或美国农业调整法协议的影响下，液体乳制品的价格不断上涨，这些影响几乎传递给了全体农民。此外，截至去年8 月31 日，该公司在年中所得的利润受到了 NRA 的成本增加的不利影响，以及冰淇淋在 7 月和 8 月高峰期销售业绩不佳的影响。期间的证券回报为：优先股 4.47 美元和普通股 0.28 美元，分别对应前一年的 6.34 美元和 0.82 美元。由于季节性因素，在最后半年的利润业绩甚至更加微薄。重新恢复业绩的过程是缓慢的，直到乳制品的供应过剩问题得以解决，且财政状况相当稳健。

背景：比阿特丽斯公司是乳制品行业中的第三大企业。该公司以前主要是通过黄油生产实现盈利的，近年来，则在相当程度上扩展了冰淇淋和乳制品的生产活动；此外，它还分设奶酪、鸡蛋和家禽等经营部门。其资产主要分布在中西部，但逐渐扩展到东部和太平洋沿岸市场，该市场也受到了影响。

资本额：长期债务，无。7% 累积优先股（面值 100 美元）107 851 股。普通股（面值 25 美元）377 719 股。相关数据见表 69、表 70。

表 69　　比阿特丽斯乳品公司　　（单位：美元）

BRY（纽约证交所）			比阿特丽斯乳品公司		
股票	类别	股息	价格	日期	产量
普通股	可转换	无	12.5	1933 年 10 月 17 日	无
7 美元优先股	可转换	7	72		9.9%

表 70　　比阿特丽斯乳品公司股票相关情况　　（单位：美元）

	收益[I]		股息[II]		价格范围[II]	
	普通股	优先股	普通股	优先股	普通股	优先股
1933	-0.84	4.03	无	7.00[III]	27 ~7	85 ~45
1932	3.54	19.30	2.50	7.00	43.5 ~10.5	95 ~62
1931	7.12	32.49	4.00	7.00	81 ~37	111 ~90
1930	7.31	34.02	4.00	7.00	92 ~62	109.25 ~101.25

I 统计年份截至 2 月 28 日结束。

II 日历年。

III 有延续可能。

注意——该信息来源的可靠性并不能得到保证。

投资者操纵证券报告

（由标准统计数据有限公司出版发行，哈德逊街纽约 345 号）

我们在 1934 年版本中的讨论

很明显，建议持有鲍德温机车公司证券和出售比阿特丽斯证券的主要原因在于，机车类证券的销售前景良好，而基础乳品证券的业绩不佳。关于前一类证券，其上涨行情将可能持续很多年；就阿特丽斯乳品公司而言，其“复苏缓慢”的预言是否会长达数月甚至数年，并不得而知。

分析师对这两只普通股证券的探讨，如果是以本书提出的原则和技术为基础，将完全不同于（事实上，几乎截然相反）上述“股票报告”中的暗示。分析师们对阿特丽斯乳品公司证券的初步分析情况大致如下：“目前的条件不容乐观，短期的前景也被普遍认为很不利。股票的价格大幅度下降。该股票的内在或固有价值是否远远高于由目前局势所控制的最低价格？”

就鲍德温机车公司证券而言，这种推理很可能恰恰相反。

“该公司在 1934 年的前景势必会好于 1933 年和 1932 年。但是，股票是以 1932 年最低价格的 5 倍进行出售的。从过去 10 年极不理想的业绩记录来看，这些可靠而有益的前景是否能够保证普通股的当前价格具有足够的吸引力？”

在回答上述疑问的时候，我们需要进行以下的统计分析。（表 71 中的这些数据并不是作为从一般意义上对鲍德温公司证券和比阿特丽斯公司证券的“比较”，而是视为对每只股票分别进行分析论证的辅助手段。）

表 71　　两家公司的证券比较

项目	鲍德温机车公司	比阿特丽斯乳品公司
A. 资本额：		
债券（按票面价值）	15 500 000	
流通优先股	7 000 000	7 750 000
高级债券总计	22 500 000	7 750 000
流通普通股	9 400 000	4 700 000
流通认股权证	3 400 000	
普通股合计	12 800 000	
总资本	35 300 000	12 450 000
B. 最近的收入账户：	12 个月，截至 9 月 1933 年	12 个月，截至 1933 年 8 月
销售	7 730 000	44 045 000
折旧及扣除利息前净收入	−1 000 000	1 831 000
折旧	1 850 000	1 605 000
利息	1 160 000	
优先股股利	1 400 000	750 000
普通股盈亏	−5 410 000	−524 000

C. 收益记录。见表72。

表72　　两家公司的收益记录　　（单位：千美元）

年份	鲍德温机车公司			比阿特丽斯乳品公司			
	销售	收益总额资金	普通股收for	销售	收益总额资金	普通股收益	每股收益股份普通股
1933	7 730	-2 850	-5 410	44 045	226	-524	-
1932	10 579	-2 941	-5 478	46 264	434	-323	-
1931	20 436	-2 982	-5 523	54 059	2 101	1 363	3.54
1930	49 872	4 202	1 637	82 811	3 354	2 626	7.12
1929	42 797	3 093	900	83 682	2 489	1 971	7.31
1928	37 214	600	-1 104	53 307	1 523	1 103	6.31
1927	49 011	3 400	1 685	52 744	1 223	890	8.66
1926	65 569	5 800	4 049	33 974	1 006	735	5.97
1925	27 876	-500	-2 225	35 050	1 003	760	6.18

I 鲍德温机车公司：统计年份截止到1939年9月30日结束，外加前一年的日历年。数据是建立在比较的基础上的，1925年的数据除外。如第34章所说，我们修正了1925—1928年期间的数字，以反映每年1 022 000美元的平均折旧费用。1928年的资本总收益相近。

比阿特丽斯乳品公司："1933年"指的是截至1933年8月，"1933年1932年31日"指的是截至1933年2月28日。1925—1931年情况相似。其中不包括在1928年，比阿特丽斯乳品公司证券销售的389 000美元利润。

D. 1925—1930年"正常时期"的结果　　单位：美元

鲍德温机车公司总资本的平均收益 …… 约2 900 000

鲍德温机车公司普通股和认股权证的平均收入…… 824 000

鲍德温机车公司普通股每股平均收益0.73美元

（假设公司认可其行使认股权证和占总额6%的收益） …… 0.73

鲍德温机车公司普通股每股最高收益（调整后） …… 3.17

比阿特丽斯乳品公司普通股每股平均收益 …… 6.59

比阿特丽斯乳品公司普通股每股最高收益 …… 7.31

注：由于比阿特丽斯乳品公司在1925—1932年间的不断扩张，涉及到追加股的发行情况，所以其普通股每股的平均收益比普通股整体收益更值得投资者关注。

E. 资产负债表的数据（1932年12月31日），见表73。

表73　　两家公司资产负债表的数据　　（单位：美元）

项目	鲍德温机车公司	比阿特丽斯乳品公司
流动资产	13 900 000	9 410 000
流动负债	1 200 000	748 000
流动资产净额	12 700 000	8 662 000
普通股每股有形资产净值	26.50	48.75

注：鲍德温机车公司证券的营运资金数据进行了调整，以排除米德韦尔公司少数股东的权益。鲍德温机车公司的普通股资产价值调整，是以行使该认股权证为前提的。在1933年，比阿特丽斯乳品公司普通股资产价值还没有调整为固定资产的调低账面价值，当时的固定资产数额尚未公布。

这些定量数据的研究使我们无法相信鲍德温机车公司普通股在本质上具有约每股 11 美元的吸引力。该证券在 1926 年的年收入和账面价值是其唯一可圈可点之处；但这二者都被认为意义不大。从表面上看，该债券似乎具有一种“杠杆”因素或投机资本结构因素。这种投机资本结构是建立在大量高级证券的基础上的。

但事实上，只有在利润超过自 1926 年以来的任何实际数据的情况下，这种“杠杆”因素才可能真正发挥作用。

就比阿特丽斯乳品公司证券而言，其数据在两个重要方面令人印象深刻。第一，在 1925—1930 年的 6 年时间内，该证券保持每股巨额收益，时常可能达到 12.5 美元现价的约 50%。第二，该企业上市的普通股以美元为单位大量销售。即使在 1933 年乳制品价格低廉的时期，其每 1 美元的普通股售价依然可达 9 美元。在 1929 年，该比率约为 18∶1。显然，每美元只需很少利润，该股票就可以实现以现行市价为标准的大量收益。

其他一些关于阿特丽斯乳品公司数据的分析也很意思，即：

1. 从技术角度来看，资本化结构使普通股投机成为可能。所有相对较大的优先资本都是由优先股作为代表，因为优先股没有财政拮据的风险。

2. 与市场价格有关的大量有形资产价值并非没有意义。虽然对这一点不能太过较真，但存在这样的问题，即从长远角度来看，该公司的普通股是否有可能获得可观的收益。虽然固定资产的调低账面价值并没有施行，但这一结论在修订的基础上也可以成立。

3. 假设调低账面价值是合理的，那将意味着近年的折旧费用已超出必要支出的费用。在截至 1934 年 2 月的一年中，折旧费用减少到约 1 400 000 美元，而去年同期的折旧费用是 1 900 000 美元。如果这一比率应用到截至 1933 年 2 月的这一年当中，那么，该公司普通股在该年度应当获得了相应的收益。

4. 这类企业的营运资本地位十分牢固，并且与其股票的市场价格相关。

定性分析

A. 鲍德温机车公司：从长远角度或是这家企业的正常盈利能力来看，很难对其形成任何可靠的结论。该公司所处的行业是基本产业，在过去几年来，极低的机车公司债券购买率无疑体现了巨大的积累需求。不过，该公司的运营自身已经表现出极端的不稳定性，而人们对其未来业绩的预测，猜想成分远多于智慧的较量。

B. 比阿特丽斯乳品公司：该公司的运营似乎具有潜在的稳定性和持久性。乳制品的需求量肯定不会受到那些影响机车类证券的变量的影响。虽然在供大于求的时期，售价可能受到剧烈的影响，但由此产生的困难并不比在无数其他行业中发现的困难更严重。我们有理由相信，乳品业会在今后一如既往地发展下去。乳品需求量在 1929—1933 年的持续下降是经济大萧条时期的自然现象，并且也难以成为未来几年其发展业绩的不祥之兆。比阿特丽斯乳品公司并不如其他两家大公司（博登公司和全国乳业公司）的地理位置优越，后两家公司的产品享有更加广泛的多样性和口碑。但是，当大环境再次变得有利起来的时候，比阿特丽斯乳品公司的盈利能力恢复到接近其以前固定水平是极有可能的。

这样的个别预测可能会误入歧途，因为在一定程度上，业绩不得不受到未来因素的影响。但是，我们认为，基于这类推理的结论将会产生更高的利润——不论是

一般而言，还是从长远角度来看——要比在本注释开头引用公告中的“市场顾问”的观点更有意义。①

结局。这两家公司的发展情况与分析师在1933年底预想的状况差不多（尽管当时没有进行预言）。在鲍德温机车公司这一事例当中，尽管预想应该有更好的前景，但是，1934年的损失实际上仍和1933年一样，而且直到1939年之前的每年都会出现赤字。在1935年，该公司进入77B的议程，而其普通股价格下降到1.5美元。在1939年年底，依据在资产重组中获得的新证券，该普通股以相当于3美元的价格售出。

比阿特丽斯乳品公司公布了在截至1935年2月之前的一年当中，其普通股的利润情况。在那之后，其收益不断扩大（有一年例外），直到在截至1939年11月以期的一年中，其普通股每股价格为3.81美元。当年年底，该股票的售价是27.5美元。

注释71

我们可以将米德和格罗丁斯基的论文归纳为如下内容：所有的行业经过较长或较短时间的膨胀之后，最终都会走向衰退。一旦开始衰退，很少有逆转的机会。在任何时候，所有行业都可划分成“朝阳产业”和“夕阳产业”。衰落开始的迹象有以下几种表现：平稳的需求、偏向于修缮而不是增加固定资产、努力提高价格和借款。良好的投资必须严格限于“朝阳产业”，最好是通过研究证实其具备上升品质的公司。它必须包括普通股，因为此类企业的债券和优先股供应非常有限。考虑到未来的衰退，投资者必须从他的收入和主要利润中建立分期偿还储备基金。

这种看法反映了公司事务潜在的重要真相和投资经验，二者都是不容否认的。但是——以规定或是相近的形式——它能否提供可靠实用的投资模式则要另当别论了。这篇文章给予了投资者的一些启示：

1. 无论证券的现价是多少，投资者都要从“夕阳产业”中撤出，并转向“朝阳产业”投资。如果有很大比例的证券持有者都遵循这一原则，“好”股票价格将提高得非常快，而没有前途的股票将会跌到一文不值——不管它们的收益和资产是多少。对该理论中价格因素的忽视，反映了这两种信条的任一条：一是价格的影响作用不大，二是投资者其实没有必要为好股票支付过高的差价。第一条显然是站不住脚的；第二个则更加值得我们怀疑。过去10年的市场行为已经违背了这一理论在支撑成长股的大笔花费中的作用。将它进一步扩展可能会造成极其严重的后果。

2. 上述方法其实并不像听起来的那么简单，除了支持免除的立场之外。可以令人接受的投资行为，必须满足行业检验和单个公司所适用的大量要求；那么，证券持有人必须警惕即将衰退的惯常标志，并随时准备放弃令人满意的收益可能性或者在尚未平仓的压力下，将其抛售。

这种普遍规则有时让人陷入进退两难的境地：要么符合资格的发展中行业数目是如此有限，以致任何大规模的集中投资都变得彻底行不通，要么这种慷慨的馈赠会导致很多错误或迅速逆转。米德和格罗丁斯基能够勇敢地把所有行业分成“朝阳

---

① 我们对标准统计公司某些个别方法的批评不应该被用来反映这个杰出机构的总体水平。相反，其报告的准确性和完整性以及在发展规模和技术方面表现出来的事业心和开放度都值得高度赞扬。

产业”和“夕阳产业”——并就前者列举了61家企业，而后者则给出了50个具体的公司事例。当然，也一定存在着许多边缘事例；事实上，我们应该想象一下，一个非常大的中间集团将会陷入优柔寡断的境地，对其运营绩效的信心也将受到顶层和底层的限制。

更为严重的可能性是，收益的增长会在没有足够的警告的情况下，并在投资者获取收益之前就戛然而止。我们可以通过比较1926—1930年（或1928—1930年）间工业集团净收益的变化，以发现其自身修正的明显趋势，这种变化研究可以延续到1936年。在米德和格罗丁斯基的报表中，或是在标准统计公司对自1926年以来工业集团净收益的汇编表中，投资者都可以发现这类研究数据。

3. 这种建议投资者回避“夕阳产业”债券而青睐“朝阳产业”证券，并且方式极为绝对的做法，很可能会遭到人们的反对。分析顾问们极力指出，偿债基金的方法可能会使非发展中企业的优先资本提前撤出——在它们被完全吞没和彻底崩溃之前。此外，为了防止甚至连成长型企业都会面临的悲惨命运——只是经过较长的时间间隔罢了——米德和格罗丁斯基坚持，普通股的投资者必须从已获股息或利润中建立自己的偿债基金，因此在其收益总额中，只有一部分才是真正的收入。出于明显的定量原因，斯威夫特公司债券（一只“夕阳产业”债券）可谓是安全的，甚至就算未来肉类的人均消费量减少也没有关系。但是，约翰斯曼威尔普通股——“朝阳产业”证券中的领先股——何以被称为“安全”是我们无法理解的，无论是投资者以1937年的155美元还是1938年的58美元买进该股，都无关紧要了。

4. 米德和格罗丁斯基将其投资原则建立在这一详尽研究的基础之上，该研究给出了对证券持有者有益的一些其他结论。或许在许多情况下，证券收益衰退的开始预示了盈利能力和股东权益的几乎完全丧失，而且无论曾经的运营管理多么优良精益，仍无力阻止其崩溃的步伐。但如果事实的确如此，企业所有者也可能会做出其他选择，而不仅是通过在市场上出售自己的股份来捕捉利益。试图说服个人持有者出售自己股票的同样道理，难道就不能更合理地应用在说服所有股东，让他们在资产耗尽之前通过变卖资产以获得现款吗？

我们认为，投资价值的涨落是这篇文章的有力论据（在第43章和第44章所阐述的观点），即 市场价值持续低于清算价值是一个亟需注意的信号。它提醒股东们为保全其证券利益而寻找后路，是否继续以往的运营，或是改变政策抛售，或是将部分或全部的资产清偿；而且最后，这一关键问题的解答方案并不能从管理层获取——他们往往带有偏见和特殊利益——而是通过一家能够胜任此项任务并秉持公正的外部机构。

本书新版内容的写作工作开始于2006年底，当时麦格劳－希尔出版公司的一位编辑找到我，谈起了出版新版《证券分析》的计划。我同意担任这一项目的责任编辑。几个月后，我们召集了三名额外的编辑成立了编辑小组。他们分别是一位著名金融作家兼历史学家，一位学术界领先的价值投资理论以及一位经验丰富的财经记者。我们也从现代金融业从业人员的角度对原始文本进行了评论，从而在两位原作者价值投资理论的基础上提供了一种新观点。我们增加了一篇新的关于全球价值投资的文章。

由于这些稿件的提交和编辑加工都是在2007年下半年和2008年初完成的，因此大家看到，里面并未提及在2008年3月投资银行贝尔斯登破产所显示的信贷危机的深化以及金融市场的大幅抛售等情况。这样做的理由是，我们不想以过于短视的眼光单纯注重最近的事态发展。我们采取了一种长远眼光，希望它既适用于状况良好的市场，也适用于糟糕的市场。就像格雷厄姆和多德那样，我们主要关注的是“理念、方法、标准、原则等，而且最重要的是，要进行合乎逻辑的推理”。

我们决定在1940年出版的第2版的基础上写作本书的第6版，因为那是最全面的一个版本。我们还决定不去改变这一经典著作的原始文本。采用这种方式，是希望读者可以通过格雷厄姆和多德的原话领略其大师级的风采及成就，同时深入了解即使在今天这个迅速变化的世界上，二者的成就仍有其重要性，并了解哪些因素仍然具有现实意义。

该项目汇集了多位撰稿人，这也象征了如今价值投资领域的本质。我们中的许多人是业务上的竞争对手，但同时也是朋友和同事。大家都知道，我们中没有任何一个人能为所有问题给出答案；我们清楚地记得自己所犯过的最严重的错误，好像它们就是发生在昨天一样。同样，我们也认识到，我们当中没有一个人能将价值投资的艺术变得完美——总会有新的挑战，也总是有改进的余地。通过将这些经验丰富、做事干练的撰稿者和编辑人员的各种不同观点组织在一起，我们希望使《证券分析》的第6版变得丰富多彩，充满各种投资思想，也成为此前5个版本的合格的继承者。

塞思·卡拉曼

感谢本书的编辑和撰稿人，他们不顾自身事务繁杂，乐于与这一版的读者分享他们的见解和经验。我谨代表所有这些人向本杰明·格雷厄姆和戴维·多德二人表示感谢。他们通过自己的著作和传奇，对我们每个人产生了重要的影响。显然，如果没有他们，我们之间的这种合作将永远不会发生。我还要感谢沃伦·巴菲特，他为本书撰写了非常个性化的推荐序；而且更重要的是，他是格雷厄姆和多德的价值投资原则、健全的推理以及高度完整性的活生生的体现，而且他也通过教学和慈善事业等途径，展现了他如同二位大师一样的慷慨无私。

此外，我还要感谢里尔·史匹诺（Leah Spiro），是她想到要把当今价值投资领域领先的从业者汇集到一起，让他们来讲述如何把格雷厄姆和多德的原则应用于今天的市场。这种合作协调起来困难重重，甚至有人怀疑它能否实现。的确，若不是由于她的坚持和领导，这个项目很可能会限于停滞。我还要感谢麦格劳－希尔出版公司的许多专业人员，他们的辛勤努力保证了这项令大家都感到自豪的工作得以圆满完成。

塞思·卡拉曼

2009年11月26日晨，接到我的导师山东大学李玉陈先生的手机短信，告诉我《南方周末》上有胡泳的文章——《纪念杨宪益先生：兼谈翻译家的位置》，让我去找来读。收到短信时正在去远离市区的新校区的班车上，下得车来，即刻去找校内的报摊。不巧今晨降温，卖报的没出来。悻悻中，想起今早所用的教室，是不多的几所能上网的。于是走到教室里，与翻译课上的学生一起找来这篇文章欣赏。

正值复习考研的攻坚阶段，教室中所剩的，都是些真正喜欢翻译的不多的几个学生。中间知道杨宪益先生的，不在少数。但是莘莘学子，对于社会中的一些反常现象，却是了解不多。因此，当读到胡泳在文章中感慨，“我们这个社会，更看重那些高头讲章（不管里面有没有真学问），而往往忽视翻译家的作用。例如，教育部门有个可笑的规定，翻译文学名著或学术专著不能算‘科研成果’”，不少学生表示不可思议。此时，正好想起李玉陈先生在其《句法与翻译》一书中，有一句自创自译的妙语：“署名的译著，不算是译者的学术成果；学者的论著，却原来是不署名的翻译！”（此类妙语在玉陈先生书中比比皆是，有乐之者可去寻宝），说与学生听，大家听后纷纷议论起来。

不事翻译者，即便是粗通外语者，常将翻译看做是简单的语言符号的转换，并基于此种认识，看轻翻译的工作。果如此，倒是可以原谅。但胡泳所揭的对于翻译著作的歧视，发生在教育部门（国内综合性大学外语学院以及外语类院校多如此），则绝非出于无知。我素来不喜欢将人心往坏处想。比如本月更早些时候，仍是与导师交流对法兰克福书展暴露出的翻译的问题的时候，先生短信中就跟我说：“学英语最终就是为了翻译……不务这件实事，或做不好这件实事，就只能空对空，卖弄玄虚，自欺欺人。这样的泡沫学者还少见吗？”我在回信中说，对于翻译，其实同行中基本都是畏难而止，但只有真有风度者才会表达对翻译实干者的敬意。不过这种揣测是难以解释为何教育部门的学术成果认定会如此看轻翻译的成果。

刚接触到《证券分析》的翻译任务，看到此书的规模、语言的难度，以及在读者心目中的地位，自己心中很不踏实，颇有不愿意接手的念头。说到此，读者诸君

定会明白，此类专业书籍的翻译，最理想之状况，莫过于交给兼具中西教育背景，而又恰恰是金融专业的才俊，方可译得轻松明白。呵呵，说得容易。这样的才俊，心里只想着华尔街，哪有看得上翻译的?

当然了，上述最佳翻译的配搭，也只是原则上如此，实际做起来，也未必尽然。比如市面上一些科普作品，译者是从事这个科学的研究者，在国外留过学，甚至和原作者还有私交或师生之谊，但译的结果并不好。原因何在? 这又要回到翻译的本质上。我们可以说翻译是束缚了手脚的写作，是带着镣铐在跳舞；也可以说翻译是写作，是创作。但就是不可以说翻译是语码的转换，是 1 +1 的数学证明。是否同意我的这一说法，可验明一个人是否真的懂翻译。基于此点，我们对翻译此书又有一定的信心。

作为译者之一，我有着 200 万字以上的翻译出版经验，涉猎的题材相当广泛，不仅有一般的文学书籍，更有自然科学、计算机科学、艺术史学、历史学等方面；此外，我还掌握相对先进的术语管理和翻译项目管理的技术和经验，能在翻译合作中有效管理整个翻译团队。团队中的其他几位译者也都是实干家，能全心投入翻译工作。这些，是比简单的“专业 +外语”这样的所谓最佳翻译配比的快餐食谱更能保证翻译质量的要素。

刚一确定翻译任务，我们便开始进行相关专业知识和术语的准备，阅读专业书籍，搜寻专业词汇，借助语料库技术确定本书的专业词汇以及词频，核对专业词典查询术语译文……在充分准备与合理分工的基础上，我们开始了本书的翻译。借助于先进的术语技术，我们在翻译本书时做到了最大限度的术语统一，另外所有的译文都有至少一位团队成员进行校对——当然这还不包括本书的编辑在收到初稿后所进行的大量繁复而细致的校阅工作，在此也表示由衷的感谢。

在胡泳的《纪念杨宪益先生》一文的最后，作者感慨道：

> 但凡从事过翻译的人都知道，为这样的工作所付出的心血与可以得到的报酬完全不成比例。然而，没有翻译就没有文化交流……它是文化交流中最基础、最重要的事情。如果我们不能够给翻译家以应有的位置，结果就是，劣质翻译充斥于市，人的精神和人的教养得不到好的滋养，更加糟糕的是，对异域文化的误读大量出现。后果如此严重，现状却是，很少有人愿意做一点实际的事情来改变。

扪心自问，我们是愿意做一点实际事情的人。我们在当前所可能拥有的学识和资源配置的基础上，在相对较为短的期限内，为大家奉上了《证券分析》这部投资圣经的第6 版的翻译。错误必然会有，但我们希望没有一个错误是轻率疏忽造成的——至少可以保证绝无“孟休斯”、“常凯申”性质的错误。翻译此类著作，译者最当归隐乡间，衣食无忧，细加揣摩，审慎动笔。但当今之世，经济腾飞，真是时不我待。面对如此之宏构，只能多人合作，方能在最短时间将国外之智慧，奉献诸君。