

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

Sixth Edition

证券分析



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

[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



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，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。

现在已然衰朽者，将来可能重放异彩；
如今备受青睐者，未来却可能日渐衰败。

——贺拉斯《诗艺》

两位师长制定的投资路线图我已经
遵循了 57 年，我没有理由去寻找另外的
路线了。

——沃伦·巴菲特

对本书的赞誉

很多人知道三个犹太人的著作改变了世界：爱因斯坦的《相对论》改变了物理世界；弗洛伊德的《梦的解析》改变了心理世界；马克思的《资本论》改变了人类世界。但很多人不知道，还有一个犹太人格雷厄姆的《证券分析》改变了投资世界。

在我看来，格雷厄姆的《证券分析》相当于投资旧约圣经，而巴菲特过去 40 多年致伯克希尔公司股东的信相当于投资新约圣经。而且我发现，很多时候巴菲特是在用新的方式诠释格雷厄姆的思想。

巴菲特认为，1940 年的《证券分析》（第 2 版）最能真实体现格雷厄姆的投资思想。“每个想做证券投资的人都应先把本书仔细阅读 12 遍。”怪不得巴菲特年轻时几乎能把本书倒背如流，至今他仍然放在案头，经常翻阅，从格雷厄姆那里不断寻找新的投资灵感。

——汇添富基金首席投资理财师 刘建位

如果说尝试价值投资是一次穿越茫茫原野的旅程，那么《证券分析》就如同一串坚实有力的先行者的足印，抑或是远方一盏明亮的灯火，给孤独的旅人以温暖和力量。

——东方港湾投资管理有限公司 但斌

一代投资宗师格雷厄姆在经历了四次金融危机、三次经济萧条后推出的《证券分析》一书，经久不衰；尤其是最新版本中多位华尔街知名金融大家针对全球化投资环境提出的新理论，在当今金融大背景下，更是值得我们深思。

——《中国证券报》社长兼总编辑 林晨

70 多年过去了，历经金融市场的喧哗与骚动，《证券分析》始终是投资人更有效更明智的投资指南，它的魅力无穷，它的实践力无可匹敌。

——《上海证券报》总编辑 关文

本杰明·格雷厄姆和多德的闻名于世，不仅仅因为他们是巴菲特的老师，更重要的是他们在上个世纪就提出了价值投资的概念。格雷厄姆和多德所著《证券分析》第 6 版出版之即，正值中国政府大力拉动内需之时，而 75 年前《证券分析》第一次出版时，美国上下正在施行以拉动内需为主的罗斯福新政，以摆脱第一次全球经济危机的影响。20 世纪 30 年代的美国经济与股市，与今天的中国经济与股市，有相似也有非相似之处，愿中国的投资者能从《证券分析》一书获取理念和精髓，做到“熟读唐诗三百首，不会做诗也会吟”。

——《证券日报》副总编 张旭

在任何市场上，赚钱的都是少数人。在我看来，《证券分析》是这样一本著作，如果你是股市中的赢家，读了它未必能赚得更多；但如果你是股市中的输家，读了它一定能亏得更少。因为它会帮助你建立起健康的投资观，也就是以安全、事实和价值为导向，以适当的价格取得和持有适当的股票。

——《第一财经日报》总编辑 秦朔

投资是一种信仰，对于许许多多伟大的和平凡的投资者来说，《证券分析》是他们投资信仰的“圣经”。他们理性、坚持、乐观，因为他们是价值投资者。优秀的旧作被拙劣的新作取代是常有之事，但是仍有伟大的作品经受得起时间的考验，《证券分析》就是我们回避不了的课题。

——著名财经评论家、《华夏时报》总编辑 水皮

在中国内地股市，联系产业经济政策的供应实际，运用价值投资分析框架，我们可以捕捉到万科 A、特变电工、贵州茅台、苏宁电器这样的涨幅数十倍、上百倍的大牛股、长牛股。过去如此，未来也如此。

——《东方早报》暨《理财一周报》首席评论员 袁幼鸣

《证券分析》一书所阐述的计量分析方法和价值评估法使投资者少了许多盲目，增加了更多的理性成分；只有理性的投资，才可能在成熟的资本市场中获得更好的投资机会。

——和讯网董事长兼 CEO 章知方

追求“价值远超价格的安全保障”是格雷厄姆式投资的精髓。相信有人存在，价格与价值之间宽广的差值就不会消失；有投资存在，就会有更多的人同我们一起寻求投资的“圣经”。

——《钱经》杂志出版人兼主编 王东

证券类的书籍，随着市场的发展，可以说是汗牛充栋，但是读后能被记住的能有几本？每年证券类的畅销书籍也有很多，可是读后满足了好奇心而能够被重温的能有几本？这就是畅销书，只是一时喧嚣。但是，经典类书籍就不一样，也许你不常阅读，但是当你要了解一些重要思想和概念的时候，首先想到的就是它。它不会随岁月的更迭和变迁而失去它的价值。《证券分析》就是这样一本书，它是经典而不是畅销书；它会影响几代人而不是只影响几年；它不会热闹一时，昙花一现，而会恒久留香。

——央视财经频道《中国证券》知名主持人 姚振山

一本以 80 年前市场背景为基础的投资类著作，在今天还值得阅读吗？虽然社会环境和市场本身都发生了巨大的变化，但关于投资的基本方法和观点，依然值得我们思考和学习。因此，我推荐大家阅读《证券分析》，你甚至可以把它作为历史教材来阅读，从中发现投资与投机的本质区别，并践行价值投资。

——《投资者》报执行总编 吴强

中国投资者读《证券分析》，可领悟投资真谛，告别跟风炒作，做理性投资人，迎接中国金融资本时代的到来！

——著名经济学家 赵晓

读者将受益于金融世界里一些最成功的业内人士以及消息最为灵通的市场观察家所总结出的经验和智慧。每一位有志于投身金融界的人士都应该将最新版的《证券分析》放入必读书单中。

——耶鲁大学首席投资官 大卫·斯文森

20 世纪 40 年代的经典之作《证券分析》经当代几位最伟大的金融才子之手修订后，对于今日的严肃投资者而言，是比以往更为必不可少的学习工具和参考书。

——摩根大通集团首席执行官 杰米·戴蒙

时至今日，《证券分析》仍然是投资者宝贵的路线图，引领他们穿过难以预测且充满波澜，有时甚至是变化莫测的金融市场。

——波士顿 Baupost 集团有限责任公司总裁，
《安全边际》作者 塞思·卡拉曼

格雷厄姆和多德是最先将细致的财务分析应用于普通股的人之一。他们认为，股票和债券一样，具有基于源源不绝的未来收益的明确价值。

——费尔霍姆资本管理公司创始人，
“最成功的巴菲特投资追随者” 布鲁斯·伯考维茨

《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，现在也依然是任何周密投资策略的基本原则。

——价值投资专家、《价值投资：从格雷厄姆到巴菲特》作者 布鲁斯·格林威尔

两位作者提出的不仅是一种一般性的疑虑，他们开出的是一系列良方，每一个都能帮助我们抵御一个或多个惨败及其与之相关的投资热潮。

——美国顶级财经记者 罗杰·洛温斯坦

即使面对美国金融市场的变化与动荡，即使整个经济闹了个天翻地覆，《证券分析》也始终未失去其现实意义。

——《格兰特利率观察家》创始人 詹姆斯·格兰特

格雷厄姆久享盛誉的经典之作，奠定了华尔街所有投资理论的基础。70多年来，被奉为投资者的《圣经》，其投资方法至今仍被成功地实践着。

——《商业周刊》

SECURITY
ANALYSIS

推荐序

沃伦·巴菲特

我的书房里图书堆积如山，其中有 4 本我特别珍爱，每一本都写于 50 多年前。即便是我今天第一次读到它们，仍会感受到其巨大的价值，书中的智慧历经岁月磨砺而毫不褪色。

其中的两本，是亚当·斯密（Adam Smith）《国富论》（*The Wealth of Nations*, 1776）的第一版，以及本杰明·格雷厄姆的《聪明的投资者》（*The Intelligent Investor*, 1949）。第三本正是此刻您拿在手中的这本书，即格雷厄姆和多德的《证券分析》。1950—1951 年期间，我在哥伦比亚大学研读过《证券分析》一书，当时我恰好有幸师从本杰明·格雷厄姆和戴维·多德两位师长。两位师长的为人以及他们的著作改变了我的生活。

从实际与功利的方面讲，那时所获得的经验教训，成为我日后所有的投资和商业决策所依赖的基础。在遇到本^①和戴维之前我就迷上了股市。我在 11 岁时购买第一只股票之前，花了很长的时间才攒够了买股票所需的 115 美元。那之前我阅读了奥马哈公共图书馆里每一本有关股票市场的书。那些书都很有趣，其中一些还特别引人入胜，但却没有一本真正有用。然而，当我遇见了本和戴维后，我的“智力取经”之路就算到达了目的地。而带给我指导的，首先是他们的著作，其次是他们的

① 本即本杰明之昵称。欧美习惯，即便是对师长，如关系密切，亦可以直呼其名，甚至用昵称。

为人。他们制定的投资路线图我已经遵循了 57 年，我没有理由去寻找另外的路线了。

本和戴维给我的，除了思想和理念之外，还有友谊、鼓励 and 信任。他们对我完全不求回报——对一个年轻的学子，他们只是想不断地给予帮助和提携。最后，我要表达对二位师长的感激之情。他们来到这世上，注定会有辉煌的成就：他们慷慨而友善。

性恶论者肯定会对他们的行为感到迷惑不解。本和戴维曾指导过数以千计的潜在的竞争对手，他们当时都是像我这样只会瞄准便宜股票或套利交易的年轻人。这等于是直接与本的投资公司格雷厄姆－纽曼公司竞争。此外，本和戴维还不吝在课堂上以及他们的著作中使用现实中的投资实例，实际上这样也等于替我们做了投资分析的工作。他们的所作所为，就像他们的思想一样，给我和许多同学留下了深刻的印象。他们不仅教导我们如何明智地投资，还教会我们如何明智地生活。

我书房里以及我在哥伦比亚大学时使用的《证券分析》，都是 1940 年版的。我至少读了 4 遍，显然这是一本很特别的书。

但是，请允许我谈一下我在前面提到的 4 本书中的第 4 本，它更为珍贵。2000 年，戴维唯一的孩子芭芭拉·多德·安德森 (Barbara Dodd Anderson)，送给了我她父亲的一本 1934 年版的《证券分析》，上面写有几百条批注。戴维写下这些批注是为 1940 年的修订版做准备。对我来说，没有任何其他礼物能包含如此的深意了。

推荐序
沃伦·巴菲特 / XIII

证券分析（上）

第6版	前 言	
	格雷厄姆和多德永恒的智慧	
	塞思·卡拉曼 / 001	
第2版	前 言 / 016	
第1版	前 言 / 017	
第6版	导 言	
	本杰明·格雷厄姆和《证券分析》的历史背景	
	詹姆斯·格兰特 / 019	
第2版	导 言	
	投资政策问题 / 029	

第一部分 调查及方法

导读	基本的经验教训 / 042	
	罗杰·洛温斯坦	
第1章	证券分析的范围、局限和内在价值的概念 / 054	
第2章	分析中的基本要素 量和质的因素 / 064	
第3章	信息来源 / 074	
第4章	投资与投机的区别 / 081	
第5章	证券的分类 / 089	

第二部分 固定价值投资

导读：解除债券的枷锁 / 096

霍华德·马克思

- 第6章 固定价值投资的选择 / 105
- 第7章 固定价值投资的选择：第二和第三原则 / 114
- 第8章 债券投资的具体标准 / 123
- 第9章 债券投资的具体标准（续） / 130
- 第10章 债券投资的具体标准（续） / 142
- 第11章 债券投资的具体标准（续） / 148
- 第12章 铁路和公共事业债券分析中的特殊因素 / 157
- 第13章 债券分析中的其他特殊因素 / 170
- 第14章 优先股理论 / 175
- 第15章 选择优先股投资的技巧 / 183
- 第16章 收益债券和担保证券 / 191
- 第17章 担保证券（续） / 199
- 第18章 保护性条款和高级证券持有人的补救措施 / 209
- 第19章 保护性条款（续） / 217
- 第20章 优先股的保护条款，保持充足的初级资本 / 224
- 第21章 对所持投资的管理 / 231

第三部分 具有投机性特征的高级证券

导读：冲动与理智 / 238

埃兹拉·梅尔金

- 第22章 附权证券 / 251
- 第23章 附权高级证券的技术特点 / 258
- 第24章 可转换证券的技术问题 / 267
- 第25章 带有认股权证的高级证券、参与债券、掉期与对冲 / 274
- 第26章 存在安全问题的高级证券 / 282

第四部分 普通股投资理论股息因素

导读：随波逐“流” / 292

布鲁斯·伯考维茨

- 第27章 普通股投资理论 / 297
- 第28章 普通股投资的新原则 / 311
- 第29章 普通股分析中的股息因素 / 318
- 第30章 股票股息 / 330

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6版
前言

格雷厄姆和多德永恒的智慧

塞思·卡拉曼

波士顿 Baupost 集团有限责任公司总裁，
投资经典《安全边际》的作者，被誉为“年轻的巴菲特”

本杰明·格雷厄姆和戴维·多德写作《证券分析》75年后，有越来越多的现代价值投资者深深感激他们。格雷厄姆和戴维二人治学严谨，是富有洞察力的思想家。他们试图赋予那时尚处于荒野时代的金融市场以秩序。他们点燃的火焰从那时起就照亮了价值投资者的道路。时至今日，《证券分析》仍然是投资者宝贵的路线图，引领他们穿过难以预测、充满波澜，甚至是变化莫测的金融市场。《证券分析》一书被广泛誉为“价值投资的圣经”，它论述详尽透彻，充满了年深日久所积累的智慧。虽然书中一些例子已经有些陈旧，但它们所包含的教诲却是永恒的；虽然书中的文字不够华彩，但读者几乎可以在每一页都发现有价值的见解。1934年以来，金融市场的演变几乎超乎所有人的想象，但格雷厄姆和多德的投资方法至今仍然适用。

价值投资，不论是在今天还是格雷厄姆和多德的时代，基本做法就是购买低于其价值的证券或资产——即俗语所谓“半价而购之”。购买特价证券可以获得“安全边际”（margin of safety）——即留出余地以应对出错、信息不准确、运气不好，或经济和股市变化无常的影响。虽然有些人可能错误地认为价值投资是寻找低价证券的机械工具，但它实际上是一个全面的投资理念，强调进行深入的基本分析的重

要性，追求长期投资的结果，限制风险，并抵制从众心理。

许多人入市炒股的重点是快点赚钱，这样的人太多了。这种倾向带有些许的投机，而不是投资。其根本是建立在希望不论估价如何，股票价格都会上升的基础上。投机者普遍认为，股票不过是一张张纸片，要尽快交易套利。他们愚蠢地将股票和商业现实以及估价标准分离开来。投机——很少或根本不注意下跌的风险——这在上升市场中特别普遍。在时机大好的时候，很少有人能具有足够的理智，在投资中保持严格的估价标准和风险规避标准，尤其是当人们看到大多数放弃了这种标准的人正在迅速致富的时候。毕竟，就连天才遇到牛市都会犯糊涂。

近年来，一些人试图扩大投资的定义，使它包括几乎任何最近或可能很快得到估价的资产：艺术、稀有邮票，或葡萄酒收藏。因为这些东西没有任何可确定的基本价值，不会产生现实或未来的现金流，且其价值完全依靠买方的突发奇想，它们显然属于投机而不是投资。

投机者关注的是迅速获得收益，而与他们形成对比的是，价值投资者通过尽量避免损失，展示出他们规避风险的能力。厌恶风险的投资者，认为预期损失远比任何收益的利益的权重要高。任何人，只要积累了一点点资本，获取更多收益所增加的利益，常常伴随着些许的痛苦。^①

想象一下，对于此时的决策，它可能让你的净值增加一倍，也可能让你一文不名，你将如何抉择？为了规避风险，几乎所有的人都会小心翼翼地避免进行这样一场赌博。这种风险规避意识深深扎根于人类的本性。然而，当投机势头甚嚣尘上时，也有许多人无意中把规避风险的意识抛到脑后。

价值投资者认为证券不是投机工具，而是将其看做部分所有权或是其代表业务的债权证明。这一方针是价值投资的关键。当某个业务的一小部分以便宜的价格出售，此时有必要假想整个业务都被出售，以这种方式对其进行评估。这种分析基点有助于价值投资者将注意力集中于实现长期的目标，而不是日常交易的收益。

格雷厄姆和多德投资哲学的基本原则是：“金融市场是机会的最终创造者。”市场对证券的估价并不总是正确的。事实上，从短期来看，市场可能是相当低效的，而且价格和基本价值之间具有较大的偏差。事态出乎人们的意料发展，不确定性的增强，以及资本流动等因素可以引发短期市场波动，使得价格朝两个方向过度发展。用格雷厄姆和多德的话说，就是“证券价格常常是一个基本要素，因此，一只股票在某个价格水平上可能有投资价值，但在另一个水平上就没有”。^②正如格雷厄姆所指出的，那些认为市场是一杆秤（一种精确而有效的价值评估机制）的人，是一部分易受情感驱使的人。而那些将市场视做某种投票机——一种由情绪推动的受欢迎程度的竞赛——的人会处于较好的地位，利用极端的市場情绪采取适当行动。

^① 就像格雷厄姆指出的，赔钱会让人心理上感到不安。由于最近损失的经历，或是担心遭受进一步的损失，这些金融损失所带来的焦虑会大大妨碍我们充分利用未来机遇的能力。如果被低估的股票的价格下跌了一半，而基本面经过反复检查没有变，我们应该珍视这样的机会，低价买入更多。但是，如果我们的净资产已随着股票价格下跌，要想继续增持可能在心理上难以承受。

^② 从长远来看，由于投资者会进行基本分析，而企业管理者会解释他们的战略并管理调整企业的资本结构，股票价格往往朝基本的商业价值运行。特别是，价格大大低于潜在价值的股票将吸引买盘，并且公司的收购者最终会趋于加强长期股价效率。但是，这种趋势总是受短期的贪婪和恐惧等力量的影响而中断。

虽然表面上看，似乎任何人都可以成为价值投资者，但是这种类型的投资者的基本特点——耐心、自律、规避风险，很可能是基因决定的。当你第一次听说价值投资这一说法时，你可能会产生共鸣，也可能不会；你要么能保持自律和耐心，要么不能。正如巴菲特在他著名的演讲《格雷厄姆 - 多德都市的超级投资者们》中所说：“真是不可思议，对于花 40 美分买入面值为 1 美元资产的想法，有的人会立即采取行动，有的人则根本不接受。这就像是植物嫁接一样。如果这种想法没有一下子吸引某个人，即使你跟他说好几年，给他看所有的记录，他也无动于衷。”^① 如果你对《证券分析》产生了共鸣，如果你能抵御投机心理，并保持冷静，也许你具有进行价值投资的潜力。如果不是这样，至少这本书将帮助你了解你适合哪种投资，并给你一个机会，让你了解价值投资界的人是如何考虑投资问题的。

永恒价值

也许《证券分析》最非凡的成就，是它虽然首版是在 1934 年，第一次深受好评的修订是在 1940 年，但它给我们的教益却是永恒的。数代的价值投资者已经接受过格雷厄姆和多德的教诲，将其成功地运用在截然不同的市场环境、国家和资产类别中。

这会令作者无比喜悦，他们原本就希望提出一些“经得起不可知的未来考验”的原则。

1992 年，著名的价值投资公司特维迪 - 布朗有限责任公司 (Tweedy, Browne Company LLC) 出版了一本包括 44 个研究报告的作品集，题为《投资中的有效因素》(What Has Worked in Investing)。该研究发现投资中的有效因素其实很简单：廉价的股票（根据价格与账面价值、价格与收入的比率，或股息收益率衡量）的表现总是比高价股票可靠，另外超过 3 年和 5 年期的股票会超过那些近来表现好的股票。换句话说，价值投资是有效的！我从没见过任何在证券业长期打拼的人会后悔自己坚持了价值投资的理念，此外也很少有拥护这些基本原则的投资者会放弃这种投资方式而改用另一种。

今天，当你读到格雷厄姆和多德叙述他们如何经历了 20 世纪 30 年代金融市场风暴的时候，就好像是在读他们对经济衰退、竭力规避风险，以及晦涩和过时的商业行为所进行的离奇、怪诞而且过时的叙述。但是，这种探索实际上要比它表面上的价值宝贵得多。毕竟，每个新的一天都有可能带来离奇而怪诞的环境。投资者往往认为明天的市场酷似今天的，大部分时候事实确实如此；但是总有小概率事件发生，坚持传统的智慧会栽跟头，严密的推理被打破，价格恢复平均值，投机行为暴露。在这种时候，今天不再像昨天一样，大多数投资者也会陷入危机。用格雷厄姆和多德的话说：

^① 我自己的经验和巴菲特介绍的情况完全一样。我 1978 年暑期在共同股票 (Mutual Share) 工作，那是一个无负债的以价值为基础的共同基金。那一段经历决定了我的职业生涯。经过周密计划，1980 年清算 Telecor 以及剥离其附属机构电子设备租赁公司 (Electronic Rent) 的事件，使我永远记住了基本的投资分析的优点。Telecor 股票的一个买方对电子设备租赁公司的股票进行了有效的投资，后者是一家快速增长的设备租赁公司，其估价约是其现金流的 1 倍。你会永远记住你的第一次价值投资。

“我们一直努力警告学生不要过分看重表面和暂时现象，这些现象既是金融世界的幻象，又是位复仇女神。”只有到了金融市场动荡的时期，价值投资的理念才显得特别有益。

1934年，格雷厄姆和多德目睹了长达5年的金融市场最繁荣和最低迷的时候——1929年运行到高峰，1929年10月崩溃，随之而来的是大萧条的无情折磨。他们制定了一个计划，帮助投资者在任何情况下从数百甚至数千只普通股、优先股和债券中进行筛选，以确定哪些值得投资。值得注意的是，他们的做法与今天价值投资者所使用的方法基本相同。他们在20世纪二三十年代用于美国股票和债券市场的原则同样适用于21世纪初的全球资本市场，适用于像房地产和私募股本这样的流动性稍差的资产类别，甚至适用于《证券分析》写作时几乎尚不存在的金融衍生工具。

虽然一些公式的运用，比如经典的“净营运资本”测试是必要的，可以为投资分析提供支持，但价值投资不是一种完全按计划行事的工作。^① 怀疑和判断总是必要的：第一，并非所有影响价值的因素都能反映在公司的财务报表里——比如库存可能过时，应收款无法收回，负债有时未能入账，财产价值超过或低于估计。第二，估价是一门艺术，不是一门科学。由于商业价值取决于许多变量，因此它通常只是在一定范围内可以评估。第三，所有投资的结果在某种程度上都依靠未来决定，是无法准确预测的；出于这个原因，甚至一些经过仔细分析的投资都无法实现盈利。有时某只股票价格降低，有很合理的理由：商业模式有问题，或是面临隐藏负债及长期诉讼，或是管理不称职，以及腐败等问题。投资者必须始终谨慎行事，保持谦卑，坚持不懈地寻求更多的信息，同时意识到他们永远不会知道有关公司的一切。第四，最成功的价值投资者会将详尽的业务研究及估价工作，无休止的自律以及耐心，深思熟虑的敏感度分析，智识诚信，以及多年的分析和投资经验等因素结合在一起。

有趣的是，格雷厄姆和多德的价值投资原则也适用于金融市场以外——包括像棒球人才市场这样的地方。迈克尔·刘易斯（Michael Lewis）2003年的畅销书讲述了这一点。棒球运动员市场和股票及债券市场一样，效率低下，其中的许多原因也相同。在投资和棒球二者之间，没有一种单一的方式可以确定价值，没有任何一个单独的数据可以给出实际情况的全貌。这两者都有堆积如山的资料，但是对于如何评估资料却都没有广泛一致的标准。这两个领域的决策者都会曲解现有的数据，误导他们的分析，从而获得不准确的结论。棒球界有如证券界，许多人出价过高，因为他们害怕自己的行为脱离寻常而遭到批评。他们往往是出于情感因素而非出于理智做出决定。他们出手阔绰，他们心怀恐惧。他们的方向有时变得过于短期。他们不明白什么是平均值回复（reverting），什么又不是。棒球的价值投资者像金融市场的价值投资者一样，在很长时期内取得了显著的成绩。虽然格雷厄姆和多德并未将价值原则应用到棒球市场上，但是他们的真知灼见对于体育人才市场的适用性证明，这种方法具有普遍性和永恒性。

^① 格雷厄姆和多德建议，投资者拿出不到“净营运资本”2/3的资本购买股票，这称做去除所有其他负债的营运资本。在经济大萧条的年份，许多股票符合这个标准，今天这样的股票则少得多了。

今日之价值投资

在大萧条期间，股市和国家经济都非常危险。股票价格和商业活动突然下行，后果可能非常严重，且具有长期效应。乐观主义者在现实情况下经常碰壁。从某种意义上说，没有损失就是成功。投资者可以购买在基本价值基础上有较大折扣的股票，获得一定的安全边际。他们之所以需要安全边际，是因为这东西可以而且往往会出差错。

即使在市场最糟糕的时候，格雷厄姆和多德仍然忠于自己的原则，包括他们一贯坚持的观点，即认为经济和市场有时必然经历痛苦的周期，而人们此时必须忍耐。他们在那些黑暗的日子里始终相信，经济和股市终将反弹：“我们在写作此书的时候，必须和一种普遍的观点不断交锋，那种观点认为金融崩溃是永久的。”

处在下行周期时，经营业绩恶化，廉价的股票变得更加便宜，投资者必须学会处理这一切。同时，他们也必须忍受上行周期时便宜股票稀少，投资资本充足的问题。近年来，以历史标准衡量，金融市场的表现极为优秀，吸引了大量新的缺乏管理人员的资本。今天，相当大一部分此类资本——全球算起来可能总额在数万亿美元，都是采用价值型管理的办法进行投资的。这包括许多以价值为基础的资产管理公司和共同基金，目前大约9 000家对冲基金中的一些，以及一些最大的和最成功的大学捐赠管理部门和家庭投资机构。

必须要指出的一个重要问题是，价值投资者之间也存在差异。巴菲特在《格雷厄姆—多德都市的超级投资者们》中，描述了许多成功的价值投资者，但他们的投资组合几乎没有多少是重叠的。一些价值投资者持有的是“粉单股票”，另一些则将重点放在高市值股票上。一些投资者关注全球性的股票，而另一些专注于一个单一的市场部门，如房地产或能源。有些投资者会在电脑屏幕上反复筛选，查找廉价的公司；而另一些则会评估“私有市场价值”，即行业买方为整个公司支付的价值。有些是活动家，积极争取企业的变化；而另一些则寻求被低估然而某些变革趋势已经存在的证券——如剥离、资产出售、重大的股票回购计划，或新的管理团队——这样可以部分或完全实现其基本价值。当然，正如在任何行业中一样，总是有一些价值投资者比其他人更优秀。

总体说来，投资界已经不再像几十年前仅拥有非常少的一群人。竞争可以产生强大的影响来纠正市场的低效率和错误定价。既然今天已经有许多具有充足的资本而且技术熟练的投资者，价值型投资者的前景如何呢？答案可能会比您所预计的乐观一些，其原因有以下几点：

首先，即使是价值投资者日益增加，很少或根本没有价值取向的市场参与者则更多。大多数管理人员，包括增长和趋势投资者和市场分析人，也很少或根本没有注意价值标准；相反，他们几乎是一心一意关注公司盈利的增长率，股票价格的走势，或干脆只关注市场指数。

其次，现在几乎所有的基金经理，包括一些倒霉的价值经理，都会迫于投资业绩标准压力，将其投资周期压缩到了荒谬的程度，有时甚至短到了一个季度，一个

月，甚至更短。价值策略对于缺乏耐心的投资者是没有多大用处的，因为它通常需要一定的时间才能获得回报。

最后，人类的本性从未改变。资本市场的恐慌经常大规模发生：20 世纪 80 年代末的日本股市，1999—2000 年互联网和科技股泡沫，以及 2006—2007 年的次级抵押贷款危机，还有目前的另类投资。总是很难采取一种逆向的办法去投资，即使是精明的投资者，如果无情的市场信息一再告诉他们说他们错了，也难免畏惧退缩。市场令人屈服的压力非常巨大。许多投资经理人担心，如果他们与大众的距离过远，将会失去业务。也有一些人之所以无法追求价值，是因为他们自己给自己戴上了手铐（或是客户给戴上的），限制他们，不让他们购买低价抛售的股票、小型股，以及公司不支付股息或亏损公司的股票，或是债务工具低于投资评级的股票。^① 许多人还从事管理技术，如在年底“粉饰”其投资组合，或抛售失败的股票（即使它们是被低估的），而购买更多的成功股票（即使是被高估的）。当然，对于那些真正有长远眼光的价值投资者来说，许多潜在的竞争对手会受到制约因素的干扰，使他们不能或不愿进行有效竞争，这倒是一件好事。

日趋激烈的竞争可能不会妨碍现在的价值投资者的另一个原因是，他们拥有更广泛、更多样化的投资环境。格雷厄姆当年所面对的美国上市股本及债务证券非常有限。如今，仅在美国就有数以万计的上市股票，世界各地的则更多，此外还有数以千计的公司债券和资产支持型证券。以前的流动性资产，如银行贷款，现在可以正常交易。投资者还可以从几乎是无限多的衍生工具中选择合适的，包括能满足任何需要的自定义合同。

然而，持续了 25 年的有史以来最强劲的股市表现，已经使市场价格远不再便宜。高估值和竞争加剧使得价值投资者的回报普遍降低了。另外，一些价值投资公司的规模已经变得非常大。而规模大小可以成为投资业绩的决定因素，因为官僚主义会减缓决策速度，规模较小的机遇难以触动管理者的神经让他们采取行动。

此外，由于越来越多的买方和卖方分析师越来越多地使用先进的信息技术，这样一来成为漏网之鱼的被严重低估的证券比以前少得多了。^② 今天的价值投资者不大可能仅仅通过价值曲线的指导，或是翻阅库存表找到机会。虽然划算的交易仍然隐藏在表面下，现在的证券如果被错误定价，往往有可能是信息管理系统的错误，或是故意被回避。因此，价值投资者必须仔细考虑一下应该把分析的重点放在哪里。例如，2000 年初，投资者对许多韩国企业的资本分配程序变得非常失望，很少有人认为它们有资格成为有价值的投资选择。因此，许多国际股票估值体系都以很大的折扣交易大量韩国企业的股票：其现金流量是总估价的两倍到三倍，股票价格只有不到潜在商业价值的一半，而且在一些情况下，甚至低于资产负债表（扣除债务）上的现金。便宜的债券，如浦项制铁（Posco）和 SK 电信，最终吸引了众多的价值

① 另一种限制是“谨慎投资者规则”，这是一个法律概念，将可允许和不可允许的投资区分开。在 20 世纪 70 年代中期到末期，许多人阐释过这一规则，以排除有意义的接触股票。自那时以来，随着投资者受到同行做法的刺激，越来越放开手脚，进行更多的外来投资，并越来越多地投资到非流动的资产类别中，审慎已成为一个行动目标。

② 技术创新使得所有的投资者都能够拥有丰富的信息收集和分析能力。然而这种信息和分析手段的民主化并没有给价值型投资者带来任何境遇的改善。随着信息更加广泛和廉价地使用，一些最明显的市场效率低下状况已得到纠正。开发新的想法和信息的来源，如那些来自商业顾问和行业专家的想法，已变得日益重要。

投资者。据报道，巴菲特从一些韩国公司股票中的获利颇为丰厚。

今天的价值投资者也能从遭到华尔街指责的股票和债券中找到机会。这些证券可能牵扯进了旷日持久的诉讼、丑闻、会计欺诈行为，或者财务困境。这些公司的证券有时会跌到较为便宜的水平，此时它们对于那些面对坏消息依旧能够保持坚定立场的人来说是良好的投资对象。例如，安然公司经历了也许是世界最严重的公司会计丑闻后，被迫在2001年破产。其每1美元债权的交易价格低至10美分。最终收回的价值预计是这一价格的6倍。同样，烟草公司或工人工作环境中会接触石棉的公司，近年来定期受到严重压力，这是由于其销售存在不确定性，以及由此产生的诉讼所造成的，此外也可能是由于企业财务陷入了困境。更笼统地说，那些结果低于预期，令投资者感到失望或意外，管理突然变化，存在会计问题，或评级下调的公司，更有可能比表现一贯强劲的公司给投资者提供更多机会。

在便宜的投资产品稀缺的时候，价值投资者必须有耐心，放弃标准，退而求其次往往会导致灾难。虽然我们不知道机会处于何时何地，但我们知道新的机会终将会出现。如果缺乏令人信服的机会，投资组合中应至少有一部分是现金等价物（例如，国库券），与此同时等待机会的来临，这应是最明智的选择。最近，巴菲特就说，相比起投资来，他持有的可用于投资的现金更多。正如所有的价值投资者必须做的那样，巴菲特是在耐心等待时机。

不过，价值型投资者进行的是自下而上的分析，善于根据基本面逐一对证券进行评估。他们不需要等整个市场的价格都便宜下来，而是只需要20或25个不相关联的证券——这一数量便足以分散风险。即便是在市场价位走高的形势下，价值投资者也务必要做出证券分析和业务评估，从而获得知识经验以备将来之需。因此价值投资者们要做的，并不是小心地估算着时间，猜测近期内的盈亏，而是应采取自下而上的方式，先筛选出价格合适的金融市场，继而出资买入，不管市场或经济的近期水平以及走向如何。只有在找不到合适的交易的情况下，他们才应持有现金。

灵活的方法

因为创建美国的先辈们深知自己不能够预见后世在科技、社会、文化、经济等各个方面将出现的一系列变数，于是他们在制定宪法的时候采取了一种灵活的立法方式，因此200年之后，这一宪法仍然指导着我们。同样，本杰明·格雷厄姆和戴维·多德也承认，对将来可能席卷投资界的诸多商业、经济、科技产业的竞争和变数，他们难以一一预料。但同样，他们也写下了一部内容灵活的著作，其宗旨在复杂多变、难以预期的投资环境里能够长期应用且游刃有余。

比方说，如今公司里销售的产品，在当年，格雷厄姆和多德是难以想象的。事实上，当今有许多公司甚至整个产业，都是他们那个时代的人无法预期的。《证券分析》一书并未给读者提供现成的例子，教给他们如何对手机运营商、卫星电视供应商，以及软件公司、网络搜索引擎等产业估价。但该书提供给了读者所需的分析工具，用这些工具可以对几乎任何公司的价值做出估算，算出它可上市的证券价值，以及确定是否存在安全边际。诸如清偿能力、流动性、可预测性、商业策略等问题

往往因业务、国家和天时等关系交互起作用。

格雷厄姆和多德没有特别指明如何对私营企业做出估算，如何对整个公司做出估算，但对如何通过持有的股票估算红利价值，却做了阐述。^① 但是，他们的分析原则对于这些不同的问题同样适用。投资者仍要问，企业是否稳定，其发展前景又如何？企业靠什么盈利并保障现金流？它有什么样的下跌风险？它有什么清算价值？它的管理层是否得力并守信？公司股票如果上市，你将持有多少份额？哪些因素可能导致该业务的所有者以低价出售控股权？

跟前面一样，自始至终作者也没教给读者在买写字楼、公寓这样的买卖里进行分析估价的方法。房地产交易时机的出现原因同证券交易一样——急需现金、无法做出适当分析、宏观上利空的前景、失去投资者的青睐或被投资者忽视等。在房地产不景气的背景下，从紧的信贷政策能使原本健康的资产不得不降价销售。格雷厄姆和多德的原则，诸如现金流要稳定，回报要充足，要对下跌风险做出分析等，使我们能够在任何环境里都以安全边际为前提，对房地产投资有一个正确的认识。

即使对一些早些年想都想不到的复杂衍生产品，投资者也可以对其价值做出细致的分析。尽管如今交易商通常通过毕苏期权定价模式（Black-Scholes model）决定卖出与买入选择的价格，价值投资的许多概念，诸如上涨潜力、下跌风险，及每一种可能情况的出现概率等仍能在分析过程中派上用场；实际上，如果不采用毕苏期权定价模式，而采取低成本的方式，反而能获得价值投资那样的良好的风险收益。

机构投资

在过去的 75 年里，投资环境中最重要的变化，大概要数机构投资的大行其道。20 世纪 30 年代是投资者个人主导着整个股票市场。如今，机构投资主导着大多数市场活动——社保基金、社会捐赠、个人资产的大量汇总。表面上看，这些大规模聚资似乎可以长期存在，并带来一种以价值为导向的大型长期投资方式。实际上，这种情况并未出现。相反，机构投资者纠结在短期业绩之争中难以自拔，在这种情形下，管理者也很难力排众议，反其道而为之，坚持长远投资的立场。事实上，管理者不愿意鹤立鸡群，去面对短期经营业绩不景气的可能结局，这会导致客户撤资。机构投资者的决策层更愿意为了坐稳管理者位置而甘愿业绩平平，采取从众的做法。

另类投资

这是一个含义广泛的门类，包括风险资本、杠杆收购、私人股本、对冲基金等，是时下机构投资者的热衷工具。当下投资学论著无不对这些投资产品的大行其道进行一番分析和阐述。

^① 在第三部分中，你将看到他们仔细权衡了一个由私营业主控制的公司同一个上市公司股票的市场化价值相比，哪个更具优势。

由于受到追求高业绩的压力，以及传统股票和信贷投资的收益预期逐渐走低，机构投资者通过将大量的社会捐赠和社保基金投入另类投资，获得了高收益并实现了多元化。在写于2000年的《机构投资与基金管理的创新》（*Pioneering Portfolio Management*）一书中，耶鲁大学的首席投资官大卫·斯文森（David Swensen）对另类投资进行了充分的阐述和证明。斯文森在书中提及了历史上许多对资产类别低效的估价，^①历史上曾出现的许多另类投资管理者通过风险控制获得的高收益，及另类投资与其他资产类别之间的有限的业绩关系。他指出，选择另类投资管理者很重要，一流管理者和三流管理者的业绩悬殊之大超乎想象。很多社会捐赠基金的经营人效仿斯文森的投资法，大量投资到另类投资中，结果是不可避免地导致了他们获得的投资条件更差，而且竞争环境比斯文森进入的时候更加激烈。

如果格雷厄姆和多德知道几乎所有主流大学所得的社会捐赠都投入到了同一种另类投资中，一定忧心忡忡。这种投资就是风险资本。这两位投资中倡导安全边际法的大师是绝不会完全置身于风险资本中的。^②虽然风险资本上升前景巨大，但同时也存在高风险。即便是风险基金带来了多样性，投资者也很难分析出到底潜在收益能否与风险相抵。因此风险资本投资势必被定性为纯粹的投机，毫无安全边际。

对冲基金是机构投资者特别感兴趣的领域，其管理的资产近20 000亿，是各类资本的大聚合。这些资本的运营策略不同，但是有一个相同的资金分配结构，通常每年支付管理层管理资产的1%~2%和所获利润的20%（有时更多）。对冲基金始于20世纪20年代，格雷厄姆是第一只对冲基金的运作人。

今天，格雷厄姆和多德又将如何看待市场上运行的对冲基金呢？他们大概不会赞成基于对宏观经济的评估而进行对冲基金投资活动，或是追求投机性的短期战略。这些资金会规避甚至是出售估价过低的证券，参与到一系列无稽的行为中，无形中给价值投资者带来了机遇。某些对冲基金的高流动性、缺乏透明度、规模庞大、嵌入式杠杆、收费额度高等一系列特征，都无疑对投资者亮起了红灯。但是如果对冲基金被用做价值导向的投资选择，格雷厄姆和多德大抵是赞同的。

重要的是，尽管格雷厄姆和多德强调要把每个投资的风险控制在一定范围内，但是他们仍然相信，多样化和资产对冲可以保护整个投资组合，减轻下跌风险。大多数对冲基金也试图做到这一点。因为他们认为，考虑到单一的证券可能带有一定程度的风险，他们便设法规避。规避风险的方法包括，通过卖空类似的但是价值更高的证券，通过购买个人证券的看跌期权或市场指标，通过适量的多样化等（遗憾的是，他们往往难以坚持偶尔出现的真知灼见，却更多的会坚持平庸的见解，从而使得多样化过度）。这样一来，至少从理论上讲，对冲基金组合就有了良好的近期潜在收益，风险也较有限，单独的基金往往不具备这些特点。

^① 许多投资者会犯这样的错误，他们认为某类资产分类的收益是永恒的。收益与某种类别的资产并无必然联系；它们出自某种业务的基本运营状况，以及购买该股票的投资者所出的价格。资本流入某类资产，可能会反过来给投资这类资产的人带来损害，使之不能继续创造出曾经有过的可观收益。

^② 他们不会进行杠杆收购，即使用债务融资和少量的股票资本以虚高的价格收购某个业务。进行风险投资和杠杆收购的唯一理由，应该是在认为某个业务被错误定价的情况下。即便如此，这些领域能否创造可观的价值还是个未知数。

目前的发展

如上所述，近年来，业务和证券分析已变得日渐复杂。例如借助电子表格技术，现在可以操作的模型比 10 年前不知要复杂多少倍。本杰明·格雷厄姆的铅笔，无疑在那个时代是削得最尖的，但今天看也锋芒不再了。另一方面，科技可能在无形中被滥用；计算机建模要求对未来做出一系列的假设，这往往会导致一些虚假的精确度，而对于格雷厄姆来说，他完全会对这些数据心生疑惑。虽然格雷厄姆对持续收益的公司感兴趣，对于为什么一些公司的收益比业内其他公司持续更久，他那个时代做一个分析要远比今天简单。如今，分析家不仅检查公司的业务，更检查公司的商业模式；底线对收入变化的影响、利润空间、产品结构和其他一系列变量都成为了管理层和金融分析师们认真研究的对象。投资者知道，企业不存在于真空之中；竞争对手、供应商和客户的行为均能对企业利润产生重大影响，也势必应当予以考虑。

另一个长久以来备受关注的变化是，格雷厄姆把公司盈利和分红看做一个企业运作质量的晴雨表，而当今多数价值投资者分析的重点都是企业的现金流。当所有资本性支出和营运资本都考虑计算在内后，剩下的才是一个企业通过一年运作带来的现金收益。投资者开始越来越多地关注这一数据，因为财报可能具有迷惑性，模糊了企业运营所收益的现金量，或是在没有现金收益时却显示存在。今天的投资者同企业经营者一样，得出了这样的认识——评估一个公司最可靠、最一目了然的途径，是看它持有的现金数量。

此外，今天的许多价值投资者不再像前辈们那样看重资产负债表分析。随着现如今资本收益比过去越来越高，多数股票的交易额远远高于账面价值；分析资产负债表对了解一只处于某个价格水平的股票的上行潜力和下行风险不再有效。

由于使用历史成本来估算，持续的通货膨胀严重破坏了资产评估的准确性；这意味着拥有同样资产的两家公司上报的账面价值可能非常不同。当然，资产负债表仍须仔细审查。善于精细地审查公司资产负债表的人往往会第一个发现业务恶化、经营脆弱的迹象。因为资产负债表中所反映的库存和应收账款的累积、债务的增加和现金蒸发可以说明一切。对于业绩不佳的公司的投资者来说，资产负债表分析仍是一个可以评估下行风险并采取保护的可靠方法。

全球化在越来越多地影响着投资环境，大多数投资者也把眼光放到了境外，寻求投资机会与投资多元化。格雷厄姆和多德的原则完全适用于国际市场。这一市场过分受投资者情绪变化的影响，因此在定价方面比起当今的美国市场也就更低效。投资者务必要认识到国际投资的风险，包括面对外国货币的风险，需要考虑套期保值等问题。此外还存在诸多其他风险，包括政局是否稳定、证券法律相异或缺失、缺乏对投资者必要的保护、会计计算标准不同、可用信息量少等。

奇怪的是，尽管 75 年来价值投资者取得了显著成功，但总有一部分观察者忽视了投资的学术研究。学者倾向于建构优雅的理论，旨在解释现实世界，但是实际上又往往失之过简。其中的这样一种理论就是“有效市场假说”（Efficient Market Hy-

pothesis, EMH)。该理论认为：证券价格始终能立即反映所有可获得信息，这与格雷厄姆和多德的观点完全相悖。他们二人认为，基础的证券分析具有巨大价值。资本资产定价模型（Capital Asset Pricing Model, CAPM）把风险同收益联系起来，但往往将波动误以为是风险。现代投资组合理论（Modern Portfolio Theory, MPT）主张在建立最优投资组合的时候将利益多元化。但是它坚持认为只有高风险才能带来高收益，彻底地否定了整个价值投资理念以及对风险调整后的投资绩效进行长期记录的做法。价值投资者没时间关心这些理论，对待它们的态度通常是一概忽视。

这些理论所提出的前提，诸如市场作用持续、信息资源完备、交易费用较低或根本没有，现实中都不存在。从广义上讲，学术研究都深植在自己的理论框架内，不能接受价值投资有效的观点。例如，学术界对沃伦·巴菲特50年来在投资界取得的可观成绩，没有人进行过任何研究。相反，他们对他的评价就是一个“异类”。近来更多人把关注的眼光投向行为经济学。在这个领域里，投资者被看做理性不足、系统认知偏颇的个体，也是导致市场运作效率低下和证券价格出现误差的原因。这些观点在格雷厄姆看来并非离经叛道的理论，却尚未进入学术主流，不过它们却在逐渐站稳脚跟。

几十年来，学术界的专业人士一直在寻找一种学说，希望能够替代他们存在缺陷的理论。数以千计的投资学习者也被灌输了“证券分析无用论”——风险反复无常，投资者无须过分追求好的方法，因为在高效运作的市场中不存在什么好的方法。这样一来，学习者都变得庸庸碌碌，提出的也都是些粗陋的见解。当然，对价值投资者而言，类似学术理论的盛行让他们暗自窃喜：对几代年轻投资者的这种洗脑式教育让市场活动效率极为低下，也让聪明的投资人有机可乘。

另一个价值投资者不得不考虑在内的重要因素是，美联储总是在危机出现的第一时间出手干预，这已演化成一种定式。面对严重的市场震荡，美联储通过降低利率来刺激证券价格走高，恢复投资者的信心。虽然美联储官员的意图是维持资本市场的秩序，但一些资本经营者认为，美联储的干预是一个虚拟的投机许可证，让他们有了可乘之机。美联储的主动出击战略，有时被称为“格林斯潘降息”（今天则是“伯南克降息”），实际上行成了一种道德危害，鼓励了投机行为，并同时延长了估值过高。只要投资者没有被虚假证券概念误导，只要他们眼光放得长远，保持后劲，美联储的行为或投资者对美联储行为的预期造成的这种市场混乱最终给人们带来的可能是机遇。

另一个与投资密切相关的现代化发展，是有线电视对股市无所不在地全面覆盖。这种狂热加剧了大多数投资者本来就非常短期的投资导向。它还鼓吹了这样一种观点，认为对金融市场上的因素，只要有关系，事无巨细都要逐一了解，而不是格雷厄姆和多德倡导的那种耐心且有针对性的方式。这种简单化的投资文化强化了一种流行的观点，即认为投资很简单，并不是一项严格而艰苦的工作。这些每日都神采奕奕的专家学者们，不时对市场创纪录的高位欣欣然，又不时对市场动荡流感到凄凄然。于是观众形成这样的印象，市场发展的合理前景只能是一路走高，坐在边线上观望的那些人简直自己都不可能原谅自己。这种歇斯底里的狂热愈演愈烈。例如，CNBC频道常用一个格式化屏幕，一边显示电子钟的时间，一边显示不断更新的主要股票交易市场的指数变化。时间不仅以时、分、秒显示，甚至还毫无意义地精确

到了 1/100 秒，数字闪烁如此之快，比加油泵读数计的数字蹦得还快，没人能看清楚。对于他们这样做的目的，我唯一可以想到的就是吸引观众的眼球，刺激观众的神经。

电视频道把这些人群疯狂的情绪带给每一个人，让任何一个观众都难以逃脱舆论的蛊惑。如今要做电视评论员，就去做财经频道的评论员，因为只有那些狂热的财经评论员才会摇身一变成为名人，其言论足以左右市场。如今，“投资”与“投机”这对概念经常变得混淆不清，而财经频道里振振有词的说法只能让问题变得越来越棘手。格雷厄姆如在天有灵，知道了这一切肯定会感到震惊。唯一得到上帝赐福的是价值投资者。他们崛起了，那些深受电视里所谓专家蛊惑而损失惨重的人正是他们崛起的牺牲品。同时，人类的本性决定了世界上不会有格雷厄姆和多德主持的频道。

悬而未决的问题

面对一些重要的投资问题，今天的投资者仍然像当年的格雷厄姆和多德一样渴求解答。争论焦点之一是价值的绝对性与相对性。相对价值是关于哪种证券价格更低的评估，比如你可以说，购入微软的证券比购入 IBM 的更划算。相对价值比绝对价值更好断定，它就是一个二维评估，看一个证券是否比其他证券价格低，是不是价格低得值得购买。在评估相对价值时，最果敢的投资者总是这样管理对冲基金：购入低价证券，卖空相对价高的。这让他们在账户的两方面都有利可图，不论短期还是长期。当然，如遇上判断不当，他们的损失也是双份的。^①

评估绝对价值要比相对价值难得多。什么时候一只股票的价格够低，值得买入，且不必近期就将其卖空保值？一个标准就是，当股票价格在它发行价的 30% ~ 40% 左右时，无论从其清算价值、持续经营价值还是私人市场方面考虑，都是值得购入的（认识充分的第三方会为该业务支付的合理价值）。另一个投资的标准是，当某证券从长期持有角度讲，收益可观，比如一个低风险债券收益率到了 10% 或更高，还比如一只股票某一段时间，当“零风险”的美国政府债券名义收益在 4% ~ 5%，实际收益为 2% ~ 3% 时，自由现金流收益到了 8% 甚至 10%。这些严格的标准实际上是在告诉投资者，绝对价值贵乎稀有。

另一个投资者争论不休的话题就是好的业务要素是什么。有人曾说，最好的生意恐怕是立一个邮筒，却发现大家都会往里扔钱。可是利用信用卡注册收费圈钱的网站的出现无疑让这种想法黯然失色。现今最盈利的买卖是销售蕴含定量劳动的产品。比如开发一个软件，录一张唱片，然后卖出上百万份，其编辑成本通常极低。好的业务通常被认为有以下特点：准入门槛较高、所需资本有限、有可靠的客户群、技术过时的风险小、发展势头足，并因此带来足量且日益增加的现金流。

业务也通常要受到科技变革，竞争环境变化的左右而不得不变革。由于有了互

^① 许多对冲基金也采用杠杆策略，力图使收益更长远，但一旦分析出了差错，就变得得不偿失。

联网，报业的保护伞以快得难以预料的速度倒下了。而就在十几年前，人们还对它充满信心。在科技高速变革的时代，投资者们必须保持十二分警惕，即使对于与科技产业无关的或仅仅受其影响的行业而言，也应如此。简言之，今天看似不错的产业，明天可能就风光不再。

投资者评估一个公司管理决策的质量要付出大量的努力。有些经理人比其他人更具有能力且更懂审时度势，有些更能胜任对特定行业背景的管理。然而，格雷厄姆和多德指出：“对管理能力的客观衡量指标为数不多，且远算不上科学。”但请大家不要误解：管理层的智慧、远见、整体性、动机等，都是影响股东收益的重要因素。在当今公司财务备受关注的时代，经营者拥有许多措施可以积极地影响收益，这些措施包括股票回购、审慎使用杠杆、以价值为基础进行收购等。不愿从股东角度出发做决策的经理人，实际上在冒把公司变做一个“价值陷阱”的风险：估价较低，但最终是投资失败，因为资产未被充分使用。这类公司往往吸引那些试图解开受困价值的积极投资者。更为困难的是，面对一个并非总是正确的管理层，投资者必须决定是否要不惜代价冒险投资。这类公司的股票可能会大幅下跌，但这种下跌是适当的；今天属于股东的这部分价值，明天可能不复存在。

一个古往今来困惑投资者的难题便是如何保证这份价值未来的增长。在《证券分析》第1版的序言中，作者做了如下阐释：“一些至关重要的问题——例如，企业未来发展前景的决定因素，在本书中并不重点讨论，因为对于这一话题来说，不确定因素太多。”

显然，一个今天每股或现金流1美元、5年后2美元的公司，其价值要大大超过每股收益持平不变的公司。尤其是在前一种公司股票的涨势得以持续，且波动不大的情况下，这个论断尤为正确。另一个使问题复杂化的因素是不同企业的增长方式各不相同，例如，以更高的价格销售同样数量的证券；以相同甚至更低的价格销售更多的证券；改变产品组合（销售利润空间相对较大的产品）；或开发一个全新的生产线。很显然，某些增长形势显示出比同类更大的价值。

为增长而投入全部资本的缺点是非常明显的，而执着于此则更危险。格雷厄姆和多德通过敏锐观察得出结论：“分析关注的主要是以事实为依据的价值，而不是建立在凭空估测基础上的价值。”他们不相信种种可能性推测，只相信事实。在他们眼中，未来充满危险，定会让分析师们的预言遭遇此种危险，而不是证明他的预言会应验。投资者应特别避免全力关注增长而忽略其他一切的倾向，甚至连过度支出都不管。这一次，格雷厄姆和多德明确指出，必须避免“走上逻辑极端，认为对绩优股而言，再高的价格都不为过，当这只股从25元升到200元，仍然认为风险是‘较小’的。”20世纪70年代初以及1999—2000年间的互联网泡沫时代，股票价格一度疯狂飙升，就是这种错误观念导致的。

当预期的增长迟迟无法物质化，这种不惜一切代价保增长的方式的弊端就显露无遗了。当未来不遂人意，投资者又该如何是好呢？希望经济增长得以恢复？还是放弃希望，抛售股票？当失望的投资者大肆抛售手中没有达到预期增长的股票时，往往使股价跌到极低的水平，价值投资者便用低价轻松购入，成为主要股东。2000年初，随着互联网泡沫的破灭，许多科技板块的股票便是如此遭受了惨跌重创。到2002年为止，数百只下跌的科技股被以低于其资产负债表剩余现金的价格出售了，

也圆了价值投资者的梦想。瑞迪讯公司 (Radvision) 便是一个很好的例子。作为以色列一家声讯图文数据提供商，在紧急抛售的趋势减缓后，投资者重新回归到理性的原点，它的股价也从 5 美元飙升至 20 多美元。

投资者需要搞清楚的另一问题是，何时是卖出的最佳时机。做一笔划算交易是让每个价值投资者最舒心的事了，虽然到底交易中多小的折扣是可以接受的尚需讨论。卖出更难，因为待售的股票价格总是接近最高值。如同买入一样，投资者也需有一套卖出的原则：第一，销售的目标一经确定，还要运用当前所有有效信息对其进行适时修正。第二，个人投资者需考虑税收影响。对股票做出充分估价后，投资者的资金注入量将关乎他从投资中变现的紧迫程度。存在更好的交易也成为投资者常跃跃欲试出售当前股票实现套现的一个原因。最后，当证券价值升至最高时，价值投资者就应全身而退；只有投机主义者才会持有过高估价的证券。基于相关证券的偿还能力、价值实现的催化因素是否存在、管理质量、潜在业务风险和杠杆、投资者的信心指数等方面的考虑，价值投资者通常在估计比股票估测价值低 10% ~ 20% 时开始出售股票。

最后，投资者要学会处理风险，这是个复杂问题。如上所述，学术界和一些专业投资学者都用希腊字母“ β ”来定义危机，用它来表示过去股价的波动：历史上业绩不稳的股票会被视做风险较大。但价值投资者觉得上述言论没有道理，他们更倾向于把风险描述成一种可能性，可能带来潜在损失。实际上，股票会因业绩不稳而贬值，变成风险非常低的投资。

困扰价值投资者最多的一个难题是可以冒多大的风险？投资持有量及其可能对多元化组合产生的影响，都是这个问题所涉及的方面。即使诱人的机遇摆在你面前，你持有多少心里会感到踏实？当然，投资者都希望利用自己的智慧赚得盆满钵满。然而，由于害怕不走运，害怕出错，这一倾向也会受到影响。不管怎样，价值投资者都应把投资集中在他们筛选的最佳证券上；如果你能看出一笔成功交易和一笔失败投资的区别，也就能看出比较成功的交易和特别成功的投资有什么不同了。

投资者还须考虑在政治局势不稳的国家投资的风险，以及涉及货币和利率的非确定性因素，经济波动的风险等。你是愿意把资金投在阿根廷、泰国这样的地方？还是法国、澳大利亚这些国家？不论这里的股票估值不足的情况有多么明显？

另一个价值投资者需要考虑的，也是所有投资者必须考虑的风险因素是，是否使用杠杆。尽管一些价值导向的对冲基金，甚至社会捐赠基金，都使用杠杆来提高收益，我还是赞成不要招致与投资者透支率一并而来的风险。正如杠杆作用提高了投资成功的收益，它也同时加剧了投资失败的损失。更重要的是，无追索权（边际）债务把风险提高到一个让人难以接受的水平，因为它使投资者的投资耐力面临危险。有一个有关风险的考虑尤为重要：每晚都能睡好觉，不论明天怎样，相信自己的经济处境是安全的。

|| 结语 ||

在上升的市场中，每个人都有钱赚，无需价值投资理念。但是由于没有人能预

测市场如何变化，人们能做的，只有始终遵循价值投资理念。通过精细的基础分析、严格的步骤和充分的耐心，价值投资者可以控制风险、减少损失，把跌幅控制在一定范围内，争取一个不错的业绩。想一夜暴富并不容易，但你绝对能守得住眼前的东西。如果未来的价值投资与过去的相比有章可循，相信你会一点点积累起财富的。尽管投资战略多种多样，但上述做法几乎是每一个理性投资者都渴望拥有的境界。

投资的真正诀窍就是无诀窍。自1934年《证券分析》第1版问世以来，价值投资的方方面面都已向公众阐释了无数次了。正由于有些人没有遵从这些永恒且几乎可以算是万全之策的方法，那些采用了这些方法的人才能一直获得成功。人性似乎总有这些缺点：从众心理、渴望暴富、希望不劳而获。只要人们屈从于这些人性弱点，价值投资就有市场，正如75年来，价值投资者一直采取良性且低风险的方法，以确保长久的投资成功。

这部书初版问世至今已6年了，是时候对本书进行系统的修订了。经济学界发生了太多变化，不容许作者一劳永逸。两次世界大战带给了我们一些新问题。仅从我们要面对的投资政策方面，就能大体看出战争对未来的深远影响。新的变数可能会对人们做出正确的证券分析形成一定干扰，但证券分析的基本方法没变。

我们对文字做了一定的修订，调整了一些讨论的对象。我们对旧版的不足进行了校订，同时也增补了部分新内容。最近金融界有了新的发展变化，尤其是证券交易委员会制定了新规章，产生了新影响。这些也是此次再版的原因。长期执行低利率的政策给我们提供了新的途径讨论这一问题。另一方面，华尔街一再表现出对趋势的依赖，迫使我们必须对这一现代投资法则进行更广泛的批评，虽然这种批评并无本质上的差异。

虽然过于强调使用最新的投资案例最终会带来问题，弄不好还会搬起石头砸自己的脚，但是由于时间迅速推移，我们仍然选择了一些新的案例，这些案例即使搁在1939—1940年间著书立说的二位大师身上，也可能会选择。但同时我们也认识到，许多旧案例，当时刚一提出来就对未来的行为提出了挑战，现在则可用来对当时提出的技术进行证实。因此，我们姑且借用自己的一个创见，试图大胆地把1934年间的例证的实际结果看做是实用证券分析的一个“实验室检测”。这样的案例我们或是在正文中，或是在注释中给出了介绍，大家可以参照它们，对自己的投资分析预测进行检验。

该书内容的增加原因有二：一是经济活动案例与日俱增，二是大量澄清材料浮出水面。也许主要是由于铁路分析（railroad analysis）的成倍扩增并增加了纽约证交所的上市企业的许多数据统计材料。原书的基本结构予以保留，虽然有部分将其用做课本的人提出了不同的意见。不过我们相信，读者可以根据需要在阅读时适当调节本书的章节次序，比如，有些读者喜欢从普通股票市场分析的理论和实践看起，就完全可以先跳到那一部分。

本杰明·格雷厄姆和戴维·多德

1940年5月于纽约

本书面向的对象是所有对证券评估有浓厚兴趣的人。然而，本书面向的对象并不是对投资一无所知的人，而是要求读者要了解金融的基本术语和简单概念。本书涉及的领域远远超过了书名涵盖的范围。它不仅包括分析单个证券的方法，也包括一些证券的选持标准以及如何保护自己的投资等基本问题。因此本书特别强调了以下3个方面：

- (1) 区分投机与投资；
- (2) 制定有效可行的安全测试；
- (3) 了解高级证券投资者和普通股票持有人的自身权益和真正利益

所在。

在谈论所涉及的各个话题的时候，比较重要的是那些主要标准，而非排他性的标准。一些至关重要的问题——例如，企业未来发展前景的决定因素，在本书中并不重点讨论，因为对于这一话题来说，不确定因素太多。另外也有一些尽人皆知的道理，本书也从略了。相反，虽然寻找合算的证券在整个投资领域来说只是较为重要的话题，但是由于这一方面是最能展现富才华的证券们分析师们天赋的地方，我们特别强调了相关的技巧。出于类似的考虑，我们同样强调了特殊高级证券的一系列特性（如可转换证券等），因为该领域发展变化太快，一般书上对此的介绍都比较匮乏。

写作此书的总的目的，是把此书写成一部批判性的著作，而非仅仅是对经济现象的描述。概念、方法、标准、原理，当然更重要的是逻辑推理，都是我们关注的焦点。我们强调理论，但并不是关注理论本身，而是重视它对实践的指导意义。我们尽量避免为读者提供可行性不大的措施和一些本身就容易导致问题的技术方法。

从一定程度上讲，本书创作最大的难点就是如何把握视角——把现在和过去的经验进行有机组合，以经得住未来的反复验证推敲。我们在写作本书的过程中，必须一再批判的一个传统观念就是认为金融崩溃是永恒的规律。本书甫一出版，我们就看到投资者由来已久的心理弱点又一次浮现——身上的钱把口袋烧

出了窟窿（按捺不住投资的冲动）。但正是这些投资者才最需铭记 1931—1933 年的大萧条以及此前多场金融崩溃的教训。我们所说的固定价值投资，只要是从危机的角度考虑，便可很好地做出选择。在处理其他证券投资形式时，我们力图告诉学习者，要把目光放长远，不要拘泥于表面和暂时的现象。作者以自己在华尔街 20 年的沉浮经验告诫读者，过度看中暂时性、肤浅的现象，最终会尝到金融界的残酷无情，独吞苦果。

最后，向在本书创作中对我们给予支持鼓励的朋友们致以衷心的感谢。

本杰明·格雷厄姆和戴维·多德

1934 年 5 月于纽约

本杰明·格雷厄姆和《证券分析》的历史背景

詹姆斯·格兰特

《格兰特利率观察家》创始人

麦格劳·希尔出版社在1934年6月出版《证券分析》第1版，在此之前，投资界尚是一片混沌。当时柏林陆续传来关于德国政局动荡的点滴报道。这是美联社援引一内线对希特勒从总理变成独裁者这一事件的评论说：“如果元首在计划做某件事时不必向任何人请示，那么元首的工作就会大大简化。”鉴于当时世界局势的动荡不安，这样一部长达727页的大谈价值投资的书，无论怎么说也不可能畅销。

在格雷厄姆（1894—1976）去世后出版的自传《格雷厄姆：华尔街教父回忆录》（*Benjamin Graham: The Memoirs of the Dean of Wall Street*）中，他感谢上天赐予了他一颗幸运星，一直指引着他，走上投资这条人生道路。《证券分析》初版和6年后再版，似乎都有些生不逢时。道琼斯工业平均指数从1929年的峰值到1932年的低点，已经蒸发掉87%的价值。1933年，在周期性低潮中，美国的失业率超过了25%。美国国家经济研究局认为，大萧条是在1933年结束的。然而，数以百万的美国人——尤其是那些混迹华尔街艰难谋生的人，都有理由对这一判断提出质疑。

20世纪30年代的熊市和信贷清算着实让美国的金融机构感受了一把从高峰到谷底的惨跌。他们所面临的选择，就只剩下了罗斯福政府的第一任期所采取的新政。格雷厄姆在20世纪中叶的华尔街学会了做交易，那时候的政府监管力度相对较小。当胡佛政府推行和平时期的第一轮全国彻底经济干预政策时，格雷厄姆开始创作《证券分析》。当罗斯福政府实行第一轮激进的宏观经济调控计划时，他正在为著作

校对清样。到1934年，联邦政府就制定了一系列法律法规，其中包括金融市场联邦法规、银行存款联邦保险，以及联邦价格控制（并非后来的那种实施最高限价的政策，而是规定最低价额）。为了力挺商品价格，政府对美元实行贬值。这是对格雷厄姆思想能否经得住时间考验的一次严峻考验；当然，更不用说美国金融市场的变化与动荡，即使是整个经济闹了个底朝天，《证券分析》也始终未失去其现实意义。

此书出版整整5个月后，《纽约时报》上才发表了一篇由路易斯·里奇（Louis Rich）撰写的对该书的评论。当然谁也不知道，这位认真的评论家是否逐页阅读了该书。不管怎么说，他对此书的评价热情洋溢，只是偶尔流露出一丝遗憾。他在1934年12月2日的报纸上这样写道：“尽管最近经历了历史上罕见的大萧条，仍有人身上的钱会把口袋烧出窟窿，希望这些人能看看这本书。该书体系完整、言论成熟细致、自成一体，是学术探索和实践智慧的完美结合。尽管书的形式和写作宗旨使其有些像教科书，但它却能让外行人也对其产生浓厚的兴趣。”

在危机后的岁月里，对投资知之甚少但阅读此书的人，鲜有不被引领进入华尔街的。正当交易规模看起来已小得不能再小，纽约证交所所列价格也已低得不能再低，或股本估值已经低得毫无道理时，产生了一个令人沮丧的新纪录。这一纪录需要纽约证交所的《证券》杂志（*Exchange*）必须有勇气面对。“增长必然有结束吗？”这是瑞典经济学家古斯塔夫·卡塞尔（Gustav Cassel）在《证券分析》第2版出版前后（卡塞尔自己认为不是这个时候）发表的一篇文章的标题。“为什么证券商一直没有退出市场？”编者提出了这一问题，并给出了如下回答：“经过很长一段时间的沉寂后，当公众充分认识到保护措施的价值，如同近一段时间市场规程就加入了这些措施，人们对证券投资的信心还会增长。”纽约市的一个地方法官曾对一群被警察以在马路上聚众投掷骰子赌博而带上法庭的投资者百般揶揄，不过证交所的人听说了这一事件并不觉得好玩。法官向他们斥责道：“首先你们要知道，你们不过是在是华尔街的证券商，不过是拥有豪华游艇和长岛私宅罢了。”

有一点现代人无法理解，在那个时代，墨菲法则决定一切。任何可能出错的事情都必然要出错。大萧条已经不仅仅是一个持续不散的经济事件。它成了一种世界观。两位哈佛经济学教授阿尔文·汉森（Alvin Hansen）和约瑟夫·熊彼特（Joseph Schumpeter）预言，美国人口也会出现长期的负增长。对美国人口变化趋势，两人持“长期停滞”的观点。汉森在1939年的论文中写道：“这种减速，连同任何耗资巨大的重要创新项目的失败一样，对近期失业率无法恢复到全面就业肯定是产生了重大影响。”

汉森和他的读者万万都想不到，婴儿潮即将到来。在弥漫着关于欧洲新的大战的猜测，以及资本主义日薄西山时，这似乎是最不可能发生的事情。当然，汉森的观点可能与纽约闹市区长期失业的证券交易商不谋而合。从业务上讲，纽约证交所一直在赔钱。自1933年证交所公布金融业绩至1940年间，大盘只有1935年的状况是盈利的，而且只是名义上盈利。在1937年，布朗大学经济学助理教授切尔西·博兰德（Chelcie C. Bosland）出版了一部题为《普通股投资理论》（*The Common Stock Theory of Investment*）的书，里面的阐述似乎是在重复很多人都已感觉到的情况，即美国经济水平在20年前达到了顶峰，那时第一次世界大战尚未爆发。这位教授还援引了一些未署名的权威人士的论断，美国人口增长将在1975年左右停滞。

难怪格雷厄姆写道，对一只债券而言，最严峻的考验不是看它在中度繁荣时期的业绩如何，而是在大萧条时期（这也是现今的住房按揭证券使尽浑身解数也难以通过的重度测验）。总之，那时的投资者被告诫要时刻提高警惕。格雷厄姆在该书的1940年版中写道：“债券创纪录的高值，此前20年的两次价格崩溃，以及正在发生的世界大战，都不应让人们对未来失去信心。”

华尔街即便是在20世纪20年代的繁荣时期规模也不算大，在经济危机的打击下，显得越发渺小了。格雷厄姆，连同他的搭档纽曼，是这个马力很小的机器上的一个小齿轮。二人在华尔街52号合伙经营了一项专业投资业务。他们的强项在于套利、重组、破产，以及其他复杂问题。1937年出版的《财富》中，有一幅金融区的略图，但格雷厄姆-纽曼办公室（Graham-Newman office）却并未标在上面。不过，在这幅地图上能够显示出来的公司，用今天的金融标准衡量，规模确实不大。华尔街40号的一层就足够提供美林证券公司（Merrill Lynch & Co.）所有的办公室。同样，华尔街2号的一层楼就足以容纳整个摩根士丹利，该公司在1936年是公司证券承销领域的老大，拥有1.95亿美元的资金。补偿一直伴随着企业业务缓慢开展，特别是在公司下层。后来联邦最低工资标准上升了20%，该法规在1939年10月生效，这样证券公司雇员可以赚到每小时30美分以上的薪酬了。

1940年3月，证交所公布的详细规则，可能会让公众停止参与股票市场的活动。在20世纪的前30年间，年交易量几乎每都要高于已发行在外的股票数量，有时甚至高很多。而且在1900—1930年间中仅仅只有1年，年成交量未达到上市股份的50%——这个例外的年份是1914年，因为当时市场交易受第一次世界大战冲击而关闭了四个半月。随后就进入了20世纪30年代，年成交量好不容易才能达到上市股份的50%。1939年，第二次世界大战爆发后市场成交量有一个短暂的高峰，但随后就下降到了18.4%（相比之下，在2007年，该所上市股票交易量比率增加到了123%）。研究者感叹：“如果农业的生产数据与华尔街类似，政府早就投票发放补贴了。遗憾的是，华尔街似乎向来很少获得官方资助。”

如果读者觉得，事情已经够糟糕了，再差也差不到哪儿去了，这样的想法只会给诸位带来再一次的失望。《证券分析》第2版问世后仅一个月，在1940年8月19日，证券交易总量只达到了129 650只。这是自1916年8月5日49 000只的记录以来最惨淡的一次。整个1940年，交易量是207 599 749，只相当于我写这个序的时候普通的两小时的成交量，或是1929年年成交量的18.5%。但在那时看来，1929年的确是一个盛况难再的繁荣期。股票交易市场的成员费，或入市费，都和成交量以及主要价格指数一并下降了。在1942年，一个会员资格最低时仅为17 000美元。这是自1897年以来的最低价格，比最高记录价格降低了97%——自然，到那时为止，最高价是1929年创造的。

弗雷德·史威德（Fred Schwed, Jr.）在他充满幽默和智慧的作品《客户的游艇在哪里》（*Where Are the Customers, Yachts?*）里面揶揄股市道：“到1932年，所有参与投机活动的人都被吸纳为会员了，只有清洁工没进入这些高级俱乐部。”只要投资者在大萧条中不变成清洁工，就能有办法进入华尔街炒股。1937年8月，市场开始出现疯狂的抛售现象，致使平均值到1938年3月下降了50%。经济体的非金融方面的表现并不比金融方面好多少。在短短9个月里，工业生产下降了

34.5%，这比1920—1921年间大萧条时期缩水更大。这次衰退对格雷厄姆的一代来说，是短期内经济最大损失的标准。罗斯福政府坚持认为，1937—1938年间的经济是“衰退”，而非“萧条”。1938年，全国平均失业率为18.8%。

1937年4月，股市离即将成为10年来最低点仅有4个月，罗伯特·洛维特（Robert Lovett）这个布朗兄弟哈里曼公司（Brown Brothers Harriman）的投资合作伙伴在《星期六晚邮报》中向美国人传达了他的警告。洛维特是华尔街机构一名内部成员，他指出所谓金融安全是不存在的，至少在股票债券领域不存在。洛维特观点的内涵是：在资本主义中，资本会消耗，企业同样脆弱，对拥有它们的人来说，一点小差错就可能是致命的。他要请数百万读者与他一起检验这项论断：“如果投资者于1901年12月31日购买了100股20种最受欢迎的派息股票，一直持有到1936年，同时，所有股息分红、分拆等都算在内，也行使了所有增持的权力，那么到1936年12月31日他所持股票的市价与最初投资相比将收缩39%。简言之，投资者投入294 911.90美元的话，到1936年12月31日，其价值将变成180 072.06美元。不论如何，这将是一笔巨大的经济损失。”在经济危机来临之前的安逸日子里，人们总无忧无虑、乐此不疲地谈论着“长期投资”。“就我们而言，”一家华尔街著名私营银行的合作人说道，“我们相信唯一导致这场不可挽回损失的就是长期投资。”

事实证明了洛维特确是个预言家。1937—1938年熊市是最黑暗的低谷，有1/5的纽约证券交易所上市的工业公司的市场价值低于其净流动资产。减去现金和速动资产，以及所有负债，剩下的比公司市值还多。也就是说，商业价值是负的。当年的大西洋与太平洋茶叶公司（A&P）、沃尔玛都在这些淘汰企业之中。在1938年，大西洋与太平洋茶叶公司普通股和优先股的市场价值仅为1.26亿美元，已达最低点。公司现金、存货和应收款等项目价值共1.34亿美元，远高于其市值。借用格雷厄姆和多德的话说，这家仍可盈利的公司几乎像“废品”一样被出售了。

不一样的华尔街

华尔街当年的机构模样现在已经鲜有遗存。如今，华尔街的大经纪商持有着高达10 000亿美元的证券；而在格雷厄姆的时代，他们通常一无所有。如今，大的证券商都为谁能发行最多的IPO争得你死我活。在格雷厄姆的时代，没有任何位居前列的公司愿意屈尊发行公开的IPO，原始股带来的风险抑或收益都只属于专业人士。在20世纪30年代，国家对证券实施监管还是个新鲜事。那时不用证券交易委员会（SEC）出面，私下裁决是约定俗成的惯例。但对有些事而言，这种裁决苍白无力。第一次世界大战期间和战后紧随的一段时间里，没有一家有地位的纽约证交所的成员公司帮客户办理从自由债券转为潜在收益更多的债券。没有法律来约束类似的市场行为。如格雷厄姆所言，那时候没有人做这样的事。

在20世纪30年代，华尔街还有很多事情都不会做。新增设的监管机构反对金融改革，交易费用较高，相关技术尚不完备（至少以今天的数字化标准来衡量是这样），投资者信心也较为低落。1937—1938年的恶性熊市过去以后，许多公司都觉得忍无可忍了。这一切意味着什么？格雷厄姆在第2版中一个公司融资讨论记

录中写道：“1939年6月，美国证券交易委员会开了个好头，拒绝了在重组格里斯-弗莱格公司（Griess-Pfleger Tanning Company）过程中批准‘资本收入债券’保险，理由是类似的复合型证券已经太多了。”从同样保守的角度考虑，他表示同意通过“合法清单”（法定证券清单）的机构文件，这是一份由国家银行相关部门制定的方案，规定受到监管的储蓄银行可以安全持有哪些债券。制定这份清单等于是完全违背了良好监管措施的所有观念。但是，格雷厄姆却这样来为它辩护：“既然选择高业绩债券的过程说明，它很大程度上是一种排除的过程，因此它本身可以使用确定的规则 and 标准，这些规则 and 标准是设计来鉴别排除不合适的证券的。”对于价值投资之父来说，不存在带有次级抵押贷款的抵押债务！

20世纪30年代迎来了一个财务资料披露时代的革命。新的联邦证券法案规定投资者所拥有的企业需要每季度和每年年底要向股东公开财务情况。但新的标准没有立刻要求所有上市公司施行，仍有一些公司仍以旧模式经营着，拒绝披露公司情况。其中一家拒绝披露信息的公司不是别人，恰恰是一家所谓的金融信息公司——邓白氏公司（D&B）。格雷厄姆似乎觉得邓白氏公司的做法特别滑稽，因为它拒绝“向自己的股东透露自己的收入”。从总体上看，使用21世纪的标准来衡量，格雷厄姆时代的信息传播速度极慢，信息量也极少。那时还没有电话会议，没有自动计算的电子表格，也没有从异地市场上发回的不间断的即时消息；事实上，在美国本土之外，世界上其他地方的卡车数量都屈指可数。《证券分析》当时对国外市场甚少提及。

这样的体制环境不利于发展今天经济学家所说的“高效率市场”——这个名词特指那种信息传播速度快、零人为操作失误、价格操控同步化的市场。如若格雷厄姆当年听说这种想法，定会嗤之以鼻。同样，如果他听说现在有个经济学分支就叫做“行为金融学”，对这一发现他也会会心一笑，惊讶于人类竟然进化到如此晚近的时候才有了这一发现。读了《证券分析》，读者会感到投资的方方面面似乎都有行为学蕴含其中。在格雷厄姆眼里，股市在具有投资价值的同时还具有娱乐价值：“即便投资的潜在动机只不过是人性投机的贪婪，人的本性仍试图用明显的逻辑和正当的理由来掩盖这一不光彩的冲动。这里可以借用伏尔泰的名言，稍加改动，我们可以说：‘如果世界上本没有普通股分析这回事，我们也有必要造一个出来。’”

书中讨论了大量的不正常的过低和过高的问题。许多股票市值都比净资产值要小，即使是在20世纪20年代的经济繁荣期，以及紧随第一次世界大战结束出现的债券市场的混乱期，都有这样的现象，投资者因此变得无所适从，甚至赋予美国联合太平洋（UP）第一按揭4%利率债券更高的价格和更低的收益，而给予美国财政部的“第四自由”债券更低的评级。这让格雷厄姆困惑，但并没有让他太过惊讶。格雷厄姆写道：“股市根深蒂固地具有夸张的倾向。”在这里，即使他把“股市”改成“所有的市场”，也并不算夸张。

尽管格雷厄姆并没有详细阐述金融周期，但他无疑也注意到了这种现象。他看得很清楚，不仅是价格和投资资产的分类，包括投资观念，都是有周期变化的。本书对20世纪30年代早期按揭担保业务的兴盛的讨论，恰恰是金融机构周期性卷入的往往具有毁灭性的竞争的很好的缩影。“新一代并且更咄咄逼人的房地产债券组织的兴起，对旧的政策造成了消极影响。”格雷厄姆写的这句话，既适于他那个

年代，同样也适于我们当代。“竞争的压力迫使他们放松了信贷标准。新的按揭的发放标准越来越松，而且当原来的按揭到期时，信贷机构还总是提供一笔更大数额的贷款。此外，担保的抵押贷款的面值增加到了担保公司资金的数倍，很显然，这样的担保几乎毫无作用。”

《证券分析》的出版本身就是一个周期性的现象。格雷厄姆说，它有时流行，有时落伍。对于那些对待股票像维护自己的家族企业一样的人来说，它具有强大的吸引力。他们是常识的源泉，这样的人会在意挣钱的动力以及华尔街对经济前景的伪科学猜测吗？这样看重普通股的投资者，更希望看到证券背后的公司的价值到底是什么。也就是说，这种人想研究这个公司的资产负债表。格雷厄姆在此指出，当股票价格出现泡沫，完全与希冀和预言挂钩时，这样的分析方式已经过时了。因此，在1927年，他和他的伙伴所遵守的，而且让他们获益颇丰的价值原则，被那些预测和图表阅读法代替了。然而格雷厄姆对“新时代”的投资方法的批评仍是出言审慎，绝无嘲笑揶揄。格雷厄姆承认，他自己那套旧的、保守的方式，有些过于向后看了。它过于关注过去，缺乏对未来的审视，太注重稳定的盈利能力，而缺乏对明天收益前景的预测。但是，企业组织的新技术、新方法、新形式也给第一次世界大战后的经济带来了新的风险。这一事实，即“典型业务持续增加的不稳定性”，使以往的基于预测盈利增长而强调稳定盈利能力的分析方法出现了漏洞。虽然有这种考虑，但格雷厄姆并没有决定做出改变。新时代的办法“将盈利趋势看做是唯一的价值标准……毫无疑问会在遇到大的障碍时完蛋”。当然，它的确曾经完蛋了。不过，在21世纪CNBC驱动的市场里，它还间或出现。

| 全才 |

本杰明·格雷厄姆1894年5月9日出生，刚开始的名字叫本杰明·格罗斯波姆(Benjamin Grossbaum)。不到两岁时，他家就迁到了纽约。本杰明年轻时在数学、古典语言、现代语言、说明文写作（本书读者将亲身体会）方面表现出了惊人的天赋，这种天赋还体现在公立学校所教授的所有其他课程上。他记忆力很好，而且爱好阅读——这二者迟早都会帮助他在学术方面取得卓越的成绩。他父亲35岁便去世了，留下他和两个兄弟跟着母亲相依为命，家境一下子败落了。本杰明很早便学会了工作，生活节俭。

不过在此没有必要将《证券分析》的主要作者的生平逐一详述给大家了，格雷厄姆的自传对此有详细的描述。我只想说，这位高中时即显露出特异才气的年轻人1911年9月进入了哥伦比亚大学，那时他年仅17岁。他阅读了大量的书籍，在一个学期获得了可能是有史以来的最好成绩，他在完成学业的同时，打了很多工，全职的兼职的都有。1941年他一毕业便在NHL公司(Newberger, Henderson & Loeb)找了份工作当操作员，那是在纽约证交所的一个成员公司。不到一年，他便负责起了清算工作，为古根海姆勘探公司(Guggenheim Exploration Company)制定了长期持有本公司股票并短线持有该公司投资较少的公司的股票的策略，这种举措让一些资深投资人困惑不解：“其利润和他计算的一点不差；每个人都很高兴，当

然也包括我。”

《证券分析》不是一个偶然产物。当年，格雷厄姆曾为《华尔街杂志》撰文赚取稿费以贴补微薄的薪水。他的这些作品让人一眼就能看出来是那种从容自信、受过高等教育的华尔街经纪人所撰写的。这些文章没有必要引述专家的意见。他和他所阐释的文献就是权威。他最喜欢的几个题目后来都编入了诸位现在手头的书中。格雷厄姆-纽曼的合作取得了优异的成绩，他特别喜欢这种合作环境。因此，当1929年一个颇具野心，机构复杂的“美国国际集团”的形势急转直下时，格雷厄姆能够一眼看透，该公司的股票相比于其各项投资资产的组合（尚未得到完全披露）来说，价格偏低。固特异轮胎及橡胶公司（Goodyear Tire and Rubber）1921年的惊人破产引起了他的注意。“即使在商业厄运层出不穷的今天，固特异公司的垮台仍是一个发人深思的事件。”他如此写道，语气是典型的格雷厄姆式风格（当时以及此后许多金融记者，经常套用他遣词造句的方式）。他敏锐地判断出，固特异可以起死回生。1924年夏，他想到了一个题目，后来这个题目在本书中也被反复提到，认为股票市值低于公司清算的价值，显然是不合逻辑的推论：“8只被人忽略但值得持有的股票。有现金和等价物支撑的股票，没有债券和优先股优于这些证券——一组颇有研究价值的证券组合。”举个例子，托诺帕矿业（Tonopah Mining），每股所对应的流动资产为4.31美元，远高于其每股1.38美元的市值。

在格雷厄姆看来，投资的理性思维时代是在1914年左右结束的。在那之前，典型的投资者形象就是一个商人，用和管理自己企业同样的方式和态度分析每一只股票和债券。投资者——通常是男性会自然地判断要购买的证券所属的公司拥有什么，是不是没有任何的累赘。如果计划中投资的是一只债券（往往如此），投资者通常会考虑这家债券公司是否有实力抵御经济危机。

格雷厄姆在他的回忆录中写道：“要是说我在这个领域里算得上一个聪明人，倒也不算不谦虚。”他的特长是仔细分析一些不为人所注意的投资对象：被抛弃的股票或债券、清算、破产、套利等。至少从20世纪20年代初开始，格雷厄姆就呼吁人们注意“安全边际”的问题。鉴于未来还是个未知数，他在文章中呼吁：一个投资者，出于在未知世界的自我保护立场，不应购买高于其“内在价值”的股票。《证券分析》将内在价值定义为“事实证明所具有的价值，例如，资产、收益、股息、确凿的发展前景，这一切都不同于人工操纵扭曲和心理过激行为导致产生的市场报价”。

在他的投资生涯中，他也经历过从低谷到高峰的过程（有时还不免循环往复）。他优异的数学天赋让他对套利行为驾驭自如。他可以一边卖出一只股票，一边买入另一只。或者，他可以购买或出售股票而买入同一公司发行的可转换债券。他这样做必然会盈利，即使和预计的有出入，也是在变化无常的金融界所能获得的最有保障的收益。20世纪20年代初，他把握并利用了杜邦公司（DuPont）和当时炙手可热的通用汽车公司（GM）间合作效率较低这一情况。杜邦公司持有了通用汽车公司很大的一笔股份。而且正是从此中获得的利息，使得市场认为这家化工用品公司具有价值。这也就意味着，其实这家公司其他各项业务不值多少钱。看准了这个反常现象，格雷厄姆购买了杜邦公司的股份，并卖空了通用汽车的适于对冲的股份。当市场觉察到时，杜邦和通用汽车的股价差别已经像格雷厄姆期望的那样拉开了。

然而，格雷厄姆也像后世许多价值投资家一样，有时也会偏离安全廉价的投资原则。在格雷厄姆尚未成长为售出通用股份、买入杜邦股份的大师之前，也曾上当受骗，被一个似乎根本不存在的公司精明善辩的促销员说动过——他听信了该公司经理的一番花言巧语，对方说企业的状况多么多么的好，于是他将自己的钱都投了进去。在曼哈顿上西区有个标志，那里就是格雷厄姆曾经错误投资的地方，即 Savold Tire 公司。在回忆录中，《证券分析》的作者坦然陈述了这一切，并说那个标志大概是那个公司存在过的唯一有形标记。“另外，据我所知，”格雷厄姆说，“没人曾到地方官员那里控诉该公司的宣传者公开窃取公共财产。”当然，根据格雷厄姆的说法，他也没有这么做。

1929 年，时年 35 岁的格雷厄姆在事业财运方面可谓一帆风顺。他和妻子一直雇着多个佣人，而且那时还有一个男佣，不过他这一生只雇过这么一次男佣。他和纽曼一起编了一本投资记录。他们编得非常好，当时鼎鼎大名的伯纳德·巴鲁克 (Bernard M. Baruch) 找到了他。格雷厄姆会放下自己的企业，去做巴鲁克的财务总管吗？格雷厄姆在回忆录中写道：“我回答说他能提供这样的机会我非常荣幸，而且简直是出乎意料，但是我不能这么突然地断绝我与朋友和客户们紧密的，而且我们都对之感到满意的关系。”不过这些关系很快就变得不那么愉快了。

格雷厄姆表示，虽然他对高端市场心存顾虑，但他没能让这份悲观的预感指导他的行为。格雷厄姆-纽曼的合作在 1929 年经济危机中损失了 250 万美元资金。他们还控制着 250 万美元套期保值——通过卖空股票而抵消长期持有的股票。此外，他们还持有约 450 万美元的长仓。格雷厄姆后来才意识到，当时采用杠杆策略是错误的。对原本错误的战术而言雪上加霜的是，他们坚信自己所持有的股票的价格都足够低，能应对任何市场冲击。

他们艰难度过了信贷危机，可以说虽败犹荣：1929 年最后一季度，资产仅下跌了 20%，这是个奇迹。但是，1930 年他们损失了 50%，1931 年是 16%，1932 年是 3%（又一次相对出色的表现），累计损失近 70%。“我感到深深的自责，并不是因为我未能在预期到的危机中自我保护，”格雷厄姆写道，“而是因为我无意间闯入了一个奢华阔绰的生活方式中，这是我的个人性格和能力都难以承受的。我很快就认识到，物质生活幸福的秘诀在于保持平淡的生活方式，这在任何经济条件下都能很容易地得到满足。”这是“安全边际”策略应用到个人理财上的表现。

但是学术界并未立刻把《证券分析》看做是价值投资的样板教材。格雷厄姆和多德在上述领域做出了突出贡献。但是切尔西·博兰德的《普通股投资理论》出版于《证券分析》第 1 版问世 3 年后，书中引用了 53 个不同的来源和 43 位不同的作者，但这之中不包括格雷厄姆和多德。

然而，埃德加·劳伦斯·史密斯 (Edgar Lawrence Smith) 却引起了博兰德的关注。史密斯于 1924 年出版的著作《普通股的长期投资》(Common Stock as Long Term Investments)，对人们长期以来认为债券天生优于股票的观点，提出了挑战。史密斯论述道，一方面，美元有可能导致通货膨胀（即便是 1924 年时金本位的美元），这就意味着债权人始终处于不利地位。但对普通股持有人而言情况并非如此。如果他们投资的公司盈利，并且这些公司管理层始终能维持这样的盈利比例，同时这些盈利能带来未来的盈利，投资者的投资组合中最主要的价值便会“按复利

的方式增加”。

史密斯所选择的时机无可挑剔。该书出版不到一年，就出现了著名的柯立芝牛市。《普通股的长期投资》这部只有129页的小书，为市场追高提供了及时的理论支持。“股票从长远来看具有优势”这一认识已成为美国投资思想最新揭开的真谛（在20世纪30年代，还没有人这样认为）。格雷厄姆则对史密斯的观点持强烈反对意见，或更确切地说，他所反对的是不加批判地将其应用于牛市。格雷厄姆论述道，支付股本10倍的资金进行投资，和支付20~40倍是完全不同的概念。此外，史密斯的分析跳过了股票凭证背后有多少资产价值这一重要问题，不去问股票背后有怎样的资产价值值得人们狂热且不加辨别地不停交易。最后，史密斯的理论基础是普通股能够按过去的业绩水平提供未来的收益水平。格雷厄姆不相信这些。

格雷厄姆不仅是一个严厉的批评家，而且还乐于批评。1939年，他为《政治经济学》（*Journal of Political Economy*）杂志评阅约翰·布勒·威廉姆斯的《投资价值理论》（*The Theory of Investment Value*）一文（对于华尔街一名见习作者而言是个不小荣誉）。威廉姆斯的这篇论文尽管篇幅不长，却很有价值。他提出，普通股的投资价值就是其未来所有红利的当前价值。威廉姆斯笔下的每一个词，都含有相当重的份量。有了这种批判性知识的武装，作者进一步希望投资者们要有自控力，不要幻想通过投资股市，就能一步登天。格雷厄姆的头脑则既有理学专家的素养，又不乏行为主义金融家的实践能力，他对该预测表示怀疑。他指出，问题在于，要想施行威廉姆斯的方法，人们需要对未来的利率、利润增长情况和增长停滞股票停盘时的最终价值都做出大胆的猜测。“人们不禁要问，”格雷厄姆思考，“这些猜测真的能经得起数学计算的精确论证推敲吗？”格雷厄姆在文章结尾用他一贯的诙谐笔调，表扬了威廉姆斯新鲜而冷静的方法，并说：“作者的公式里确实没有包含任何保守主义的思想；但是作者若能用高等代数说服投资者对普通股价格持理性的态度，作为审阅人，我愿意为高等代数投一票。”

格雷厄姆在证券分析领域取得的技术成就就其本身而言不足以让《证券分析》一书再版五次。在我看来，除了投资理念之外，这本书还充满了人文关怀和幽默感，让许多读者百读不厌，这其中当然也包括我。在华尔街，在他那个时代，金融史上是否还有其他的投资人比格雷厄姆有着更深厚的古典语言文学造诣？我敢像一个购买极低价位股票的价值投资者那样自信地说：“没有。”

然而这位伟大的投资哲学家，在一定程度而言，却受困于他那个时代。他人生中所经历的一切非常独特，而大萧条实际上只是一个反常现象。如果说有人了解运用当前的经验预测未来是多么的谬误，那么这个人非格雷厄姆莫属。然而这个投资哲学之王，在用了足足700多页（包括附录——这可算做是格雷厄姆投资哲学的金矿）来阐释为何审慎且懂得规避风险的投资者能够在任何宏观经济条件下获得可观的收益，但最终却得出了一个非同寻常的结论。

他问道，这与机构投资者又有什么关系呢？他们应该如何投资？起初，格雷厄姆避开了这个问题——他觉得自己还不够资格为美国的慈善和教育机构的资深金融家开药方。但之后他话锋直转。他写道：“如果一个机构能够依靠高端固定价值证券带来的低收入运行，那么，它就应在此领域经营。我们怀疑，普通股在过去一段时间内良好的表现是否能为在普通股投资计划中所必然有的重大责任和反复出现的不

确定性等因素提供保障。”

这位伟大的价值投资专家真的是这个意思吗？是不是这位经历了大萧条年代的毁灭性损失，并继续创造长期投资业绩的天才，真的认为普通股不值得考虑呢？1940年，一场新的世界大战对罗斯福政府的财政和货币政策产生着影响，高级公司债券只取得了2.75%收益，而蓝筹股的是5.1%。格雷厄姆是不是想说，债券比股票更保险？是的，他是这个意思。正所谓智者千虑，必有一失。圣贤如格雷厄姆者，亦不能免。就当是个教训吧。

SECURITY
ANALYSIS

第2版
引言

投资政策问题

本杰明·格雷厄姆
戴维·多德

虽然，严格来说，证券分析可以在没有任何确切计划或投资标准参照的情况下进行，但这样特殊的分析却极不实用。对资产负债表和账户收入的严格审查、对相关相似的证券所做的比较、对债券和优先股的保护条款的研究——这些典型证券分析活动在进行的时候，都必须有具体的购买或出售的实际想法，同时也必须放在更广泛的投资原则或投机原则背景下进行。在这项工作中，我们不再力求精确划分投资理论和分析技巧，而是把这两种因素作为金融界一对密不可分的关系一并考虑。

如此看来，我们应精确审视证券购买者面临的政策问题后，再说明我们的见解。我们有必要根据写作本章时的现实情况来看待这一讨论。但人们希望讨论的结果能保留多种变化的可能性，而不仅仅是罗列股票过去的业绩和价值。实际上，我们认为这种变数在金融领域占据着中心的位置。为了更好地理解这一点，我们列出一些大致数据，以便更好了解过去 25 年来股票的价值和标准的变化起伏。

我们选取了 3 个参考时间段，分别是 1911—1913 年、1923—1925 年和 1936—1938 年，参见表 1。这 3 个时间段代表的是过去 25 年来最接近正常（或稳定）业绩的范畴。在前两个 3 年期内，我们经历了战争结束和之后的经济繁荣，继而是战后的经济停滞、通胀和大萧条。在 1925—1936 年间，我们迎来了新繁荣时代、大崩溃、大萧条和有些无章可循的复苏。如果我们仔细审查这 3 个 3 年期，我们一定会发现，即便是在相对正常的时间里，也涌动着越来越多的不稳定因素。图 1 生动地

表 1 3 个参考时期的金融经济数据

(单位: 美元)

时期	1911—1913 年				1923—1935 年				1936—1938 年			
	高	低	平均值	高	低	平均值	高	低	平均值	高	低	平均值
业务指数 ^I	118.8	94.6	107.9	174.9	136.0	157.9	164.9	106.0	137.0			
债券收益 ^I	4.22%	4.02%	4.09%	4.82%	4.55%	4.68%	3.99%	3.36%	3.65%			
工业股价指数 ^I	121.6	92.2	107.6	198.6	128.6	153.4	293.4	124.8	211.1			
道琼斯工业平均指数 (每单位):												
价格范围	94	72	82	159	86	112	194	97	149			
收益	8.69	7.81	8.12	13.54	10.52	11.81	11.41	6.02	9.14			
股息	5.69	4.50	5.13	7.09	5.51	6.13	8.15	4.84	6.66			
价益比 ^{II}	11.6x	8.9x	10.1x	13.5x	7.3x	9.5x	21.2x	10.6x	16.3x			
股息收益率 ^{III}	5.5%	7.1%	6.3%	3.9%	7.1%	5.5%	3.4%	6.9%	4.5%			
美国钢铁: ^{IV}												
价格范围	82	50	65	139	86	111	178	53	96			
每股收益	11.00	5.70	7.53	16.40	11.80	13.70	11.22	-5.30	3.33			
每股股息	5.00	5.00	5.00	7.00	5.25	6.42	1.40	0	0.42			
价益比 ^{II}	10.9x	6.6x	8.6x	10.1x	6.3x	8.1x	53.4x	15.9x	28.8x			
股息收益率 ^{III}	6.1%	10.0%	7.7%	4.6%	7.5%	5.8%	0.2%	0.8%	0.4%			
通用电气: ^{IV}												
价格范围	196	142	172	524	262	368	1 580	664	1 070			
每股收益	16.72	12.43	14.27	32.10	27.75	30.35	53.50	23.40	38.00			
每股股息 ^V	10.40	8.00	8.80	19.80	19.80	19.80	53.50	21.85	38.90			
价益比 ^{II}	13.7x	10.0x	12.1x	17.2x	8.6x	13.8x	41.5x	17.5x	28.2x			
股息收益率 ^{III}	4.5%	6.2%	5.1%	3.8%	7.6%	5.4%	2.5%	5.9%	3.6%			
美国能做到的: ^{VI}												
价格范围	47	9	25	297	74	150	828	414	612			

(续前表)

时期	1911—1913 年				1923—1935 年				1936—1938 年			
	高	低	平均值	高	低	平均值	高	低	平均值	高	低	平均值
每股收益	8.86	0.07	4.71	32.75	19.64	24.30	36.48	26.10	32.46			
每股股息	0	0	0	7.00	5.00	6.00	30.00	24.00	26.00			
价益比 ^Ⅰ	10.0x	1.9x	5.3x	12.2x	3.0x	6.2x	25.5x	12.7x	18.8x			
股息收益率 ^Ⅱ	0	0	0	2.0%	8.1%	4.0%	3.1%	6.3%	4.2%			
宾夕法尼亚 R. R. :												
价格范围	65	53	60	55	41	46	50	14	30			
每股收益	4.64	4.14	4.33	6.23	3.82	5.07	2.94	0.84	1.95			
每股股息	3.00	3.00	3.00	3.00	3.00	3.00	2.00	0.50	1.25			
价益比 ^Ⅰ	15.0x	12.2x	13.8x	10.9x	8.1x	9.2x	25.6x	7.2x	15.5x			
股息收益率 ^Ⅱ	4.6%	5.7%	5.0%	5.5%	7.3%	6.5%	2.5%	8.9%	4.1%			
美国电话电报公司:												
价格范围	153	110	137	145	119	130	190	111	155			
每股收益	9.58	8.64	9.26	11.79	11.31	11.48	9.62	8.16	9.05			
每股股息	8.00	8.00	8.00	9.00	9.00	9.00	9.00	9.00	9.00			
价益比 ^Ⅰ	16.5x	11.9x	14.8x	12.6x	10.4x	11.3x	21.0x	12.3x	17.1x			
股息收益率 ^Ⅱ	5.2%	7.3%	5.8%	6.2%	7.6%	6.9%	4.7%	8.1%	5.8%			

I 商业活动和工业股价的艾克斯豪顿 (Axe-Houghton) 股票指数均未根据趋势进行调整。

II 每一时期的高、低、平均股价都是与同时期平均盈利和分红相比较得出的。

III 1936—1938 年的数据通过调整, 反映了其中 40% 的股票股利。

IV 为反映不同股票股息和拆分的情况, 对 1913—1930 年间的一系列数据进行了调整, 最终结果是 1936 年的 25 股相当于 1912 年的 1 股。

V 不包括电气债券和股份证券公司的一股在 1925 年作为股息。

VI 1936—1938 年间的的数据进行了调整, 以反映 1926 年 6:1 的交易比例。

显示了这种逐渐扩大的趋势，该图反映了一般商业和工业股票价格在所讨论的几年里的波动情况。

从中我们不难推断出，未来的不稳定性将增大。但是，如果我们对业已发生的情况轻描淡写，轻率地得到 1925 年人们所持的那种结论，认为经济局势正走向更大程度的稳定和繁荣，也同样不够审慎。这些时期似乎是呼吁人们警惕那些关于未来的理论，应采取灵活且开放的投资政策。在这些告诫的指导下，让我们简要思考一些特定的投资问题。

高级债券和优先股的投资

如今，债券投资似乎带来了比 1913 年更多的复杂问题。首要的问题是如何获得最高的收益率并保障安全；如果投资者对收益低的标准证券（几乎所有的这种证券都包括铁路抵押贷款债券）感到满意，他就很可能“闭着眼就买下它们，然后将其放在一边，很快便忘记了”。现在投资者必须解决一个三重的问題：利息和本金的安全问题、债券收益率和价格的未来走势问题以及未来美元价值问题。这种两难的处境不难描绘，但要想找到令人满意的解决方法却几乎不可能，参见图 1、图 2。

利息和本金的安全

20 世纪的两 次大萧条，以及曾被认为是绝对安全的无数铁路信贷的崩溃，都表明未来的债券投资人也一定会遭遇强烈冲击，自满不得。过去那种“永久投资”不受环境变化限制的概念，毫无疑问已经永远过时了。然而，通过研究我们得出结论，选择的标准足够严格，审查过程也极尽仔细，投资者应该能够避免蒙受重大损失，因此他的利息和本金即使是在经济危机时，也应有令人满意的收益比例。仔细选择时必须对未来进行充分的考虑，但我们并不认为投资者需要有透视眼，或是只能购买能承诺利润不断扩大的公司的股票。这些言论适用于高级优先股及债券。

利率和债券价格的未来

短期和长期债券收益前所未有的低收益很可能会让投资者担心，其原因并不仅仅是他的投资给他的回报太少这一自然的不满情绪。如果这种低回报率是暂时的现象，此后还会攀升至以前的水平，长期债券价格可能比当前市价下跌 25% 甚至更多。这样的价格下跌大概相当于损失 10 年的股息。1934 年时，我们感到必须认真考虑这种可能性，因为当时利息率走低，很可能成为一个在返回贸易的激烈推动下的交易反常现象。但这些多年保持下来的低利息率，一旦面对 1936—1937 年间经济的大规模扩张，便会极力接受这一现状，认为这是政府资金或财政政策或二者合力作用导致的一个必然结果。

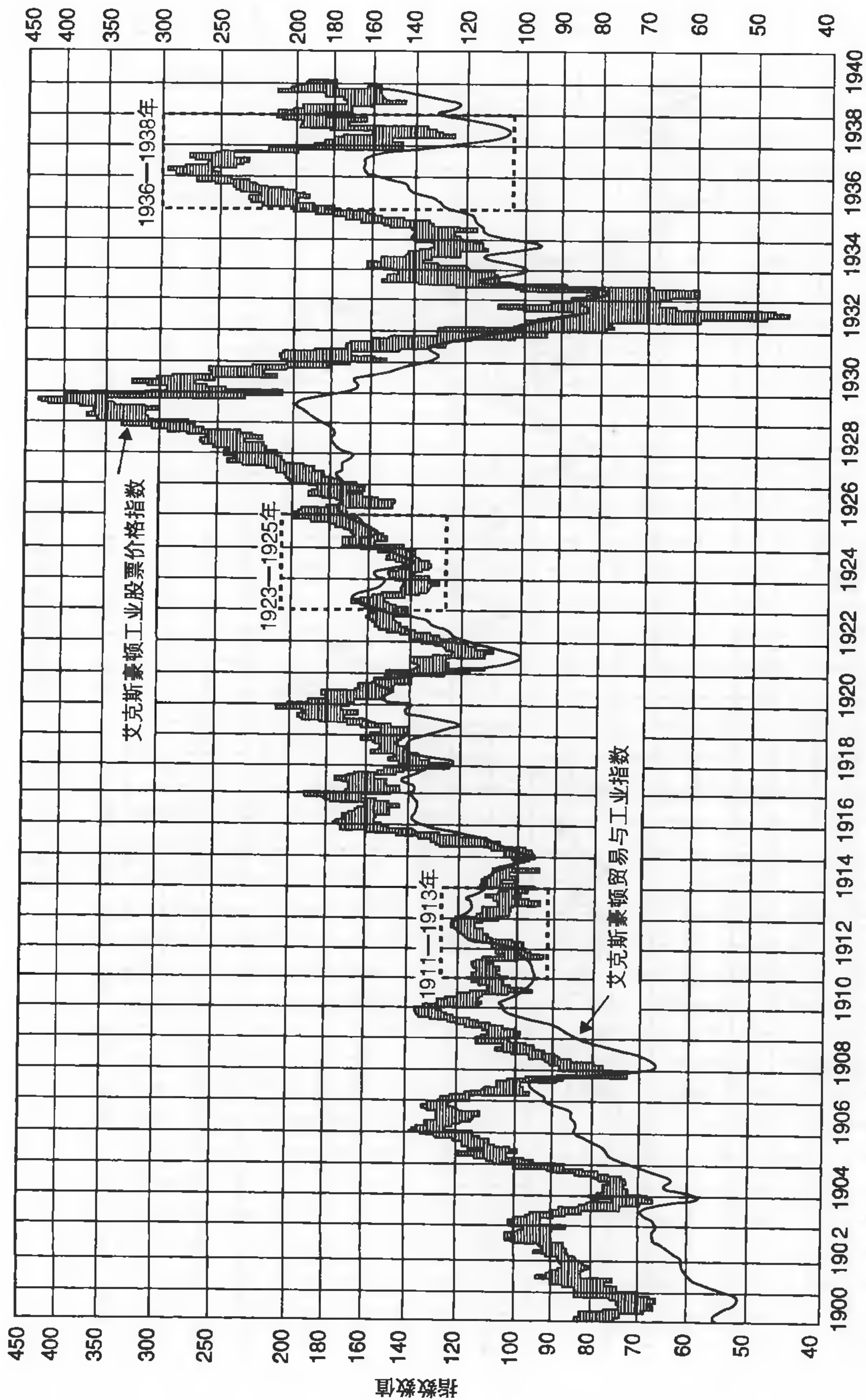


图1 1900—1939年美国股市走势图

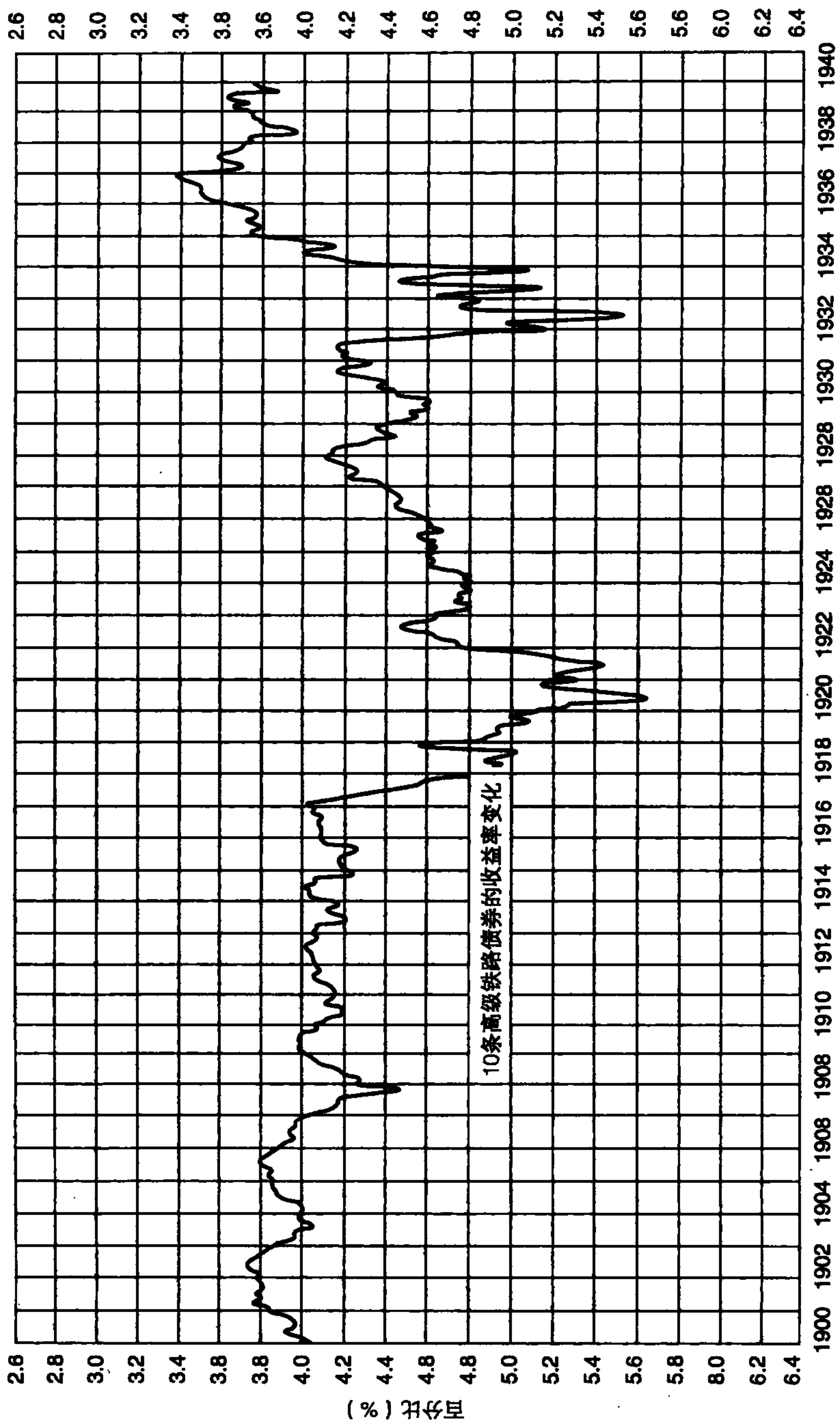


图2 1900—1939年美国债券市场走势图

随着 1939 年欧洲爆发战争，这一问题又增加了一种新的不确定性。第一次世界大战导致利率大幅度提高，高级债券价格则严重下跌。1914—1939 年间的局势既有很多相似性，也有很多差异，这让预测风险变得很大。很显然，债券价格的大幅度下跌（相比 1940 年初的水平）仍是必然的风险，然而对此可能性采取零投资的政策却遭致了很多反对意见。或许在这种不确定局势下做出的最合乎逻辑的举动，是偏向购买成熟度自买入日算不超过 15 年的证券。

对于小投资者来说，购买美国储蓄债券是一个完美的解决方案（对于此前的问题也一样），因为持有者可以选择赎回，这能够保护他们避免债券价格走低的损失。我们对此还将进一步详述，这些新型证券的出现改变了大多数证券购买者的立场。

美元的价值

如果投资者确定美元购买力将大幅下降，他无疑会倾向于购买普通股或商品，而不会购买债券。由于通货膨胀在通常意义上仍有可能出现，那么典型的证券购买者的投资政策就变得颇令人费解了。对于通货膨胀究竟何时出现，支持和反对的观点都很有道理，我们必须在它们之中权衡选择。1933 年以来的价格水平趋势似乎打消了人们对通胀预期的担心，但过去发生的事情并不一定能预测未来。谨慎会导致投资政策的妥协，使投资组合包括普通股或有形资产，这样设计旨在避免美元贬值造成的损害。但这种混合性政策本身也带有很多棘手的问题；在最后的分析中，每个投资者必须自行做出选择，情愿承担何种风险。

投机性债券和优先股

有关这一大类证券的诸多问题并不是其本身造成的，而是由投资债券以及普通股等衍生出来的问题，这些问题就处在投资债券和普通股之间。我们认为购买投机高级证券的广义原则仍未改变：

1. 收益再高也无法抵消损失本金的风险，除了高收益之外，还必须有相应的利润；
2. 把这些证券当做普通股来处理（只不过认识到它们的限制条款）一般而言没什么问题，这要比将其看做高级证券中的较低等的类别要好一些。

普通股投资问题

“普通股投机”这个词理解起来不难，但是要想操作得好就不那么容易了。投机者是根据猜测或判断，将资金投入 to 一般市场或是某只股票上，也可能是把宝押在某公司的发展前景上。这些年来，投机者面对的问题无疑已经有了改变，但我们认为，要想取得成功，必要的素质和技能训练，以及数学能力等，仍是投资者必须掌

握的问题。然而，股票投机不在此范畴内。

目前的做法

不过，我们关注的是普通股投资，我们将其暂时定义为根据价值分析做出购买决定，并根据确定的标准控制本金安全。如果依据目前的行为以判断出这些标准，我们除了说“好股票就是好投资”之外，找不到其他确切的概念。所谓“好”的股票要具备以下几点：

- 1. 业界领先的公司，具有满意的盈利，这些股票的组合可以在未来带来好的收益；
- 2. 资金雄厚的企业，普遍认为它未来收益的增加前景较好。

假如是在 1940 年初，我们可以说可口可乐公司是第一种情况，雅培公司是第二种情况，通用电气公司则是两方面兼具。尽管股市上关于投资普通股的质量有十分明确并合乎逻辑的观点，其投资的量的标准（它主导了从价格到可确定价值之间的关系）太不明确，几乎等于不存在。资产负债表则被认为完全与之无关。当趋势明显时，平均收益没有多大意义。所谓的“价益比”应用的情况不尽相同，过去、现在、不远的将来都可能。但该比例本身很难被称做是标准，因为它由投资行为决定，而非决定投资行为。换言之，任何股票“适当”的价益比是由市场说了算的。我们找不到证据说从 1926 年至今普通股投资者作为一个投资群体曾因其价益比太高而出售了手里的股票。

普通股投资者（几乎毫无例外包括投资信托公司）当前的做法，几乎都缺乏控制的标准，这种行为如何能被称为投资，我们也说不清楚。将其称做“大公司股票投机行为”似乎更符合逻辑。当然这种“投资”在股市的结果与老式的投机别无二致，或许只有边际保障的因素不同而已。对于这个结论，我们有个突出的佐证。这就是在 1929 年的金融危机之后，通过对比 1930 年以来通用电气与普通股的价格范围所获得的数据，见表 2。下列数据显示，通用电气的普通股（它或许可以算是当今产业领域最好的，或许也是上市时间最久的股票）市价的波动幅度要远大于其他同类普通股。

表2 1930—1939 年间通用电气普通股、道琼斯工业指数和标准统计工业股票指数的价格范围
(单位：美元)

年份	通用电气		道琼斯工业		标准统计数字工业 ¹	
	高	低	高	低	高	低
1930	95.375	41.5	294.1	157.5	174.1	98.2
1931	54.75	22.875	194.4	73.8	119.1	48.5
1932	26.125	8.5	88.8	41.2	63.5	30.7
1933	30.25	10.5	108.7	50.2	92.2	38.5
1934	25.25	16.875	110.7	85.5	93.3	69.3
1935	40.875	20.5	148.4	96.7	113.2	72.8
1936	55	34.5	184.9	143.1	148.5	109.1

(续前表)

年份	通用电气		道琼斯工业		标准统计数字工业 ^I	
	高	低	高	低	高	低
1937	64. 875	34	194. 4	113. 8	158. 7	84. 2
1938	48	27. 25	158. 4	99. 0	119. 3	73. 5
1939	44. 625	31	155. 9	121. 4	118. 3	88. 7

I 1939 年 350 个工业证券以及此前 347 个证券的每周价格指数。

认为在 1937 年通用电气的市值是 18.7 亿美元，而几乎就在一年后，它的市值就仅剩了 7.84 亿美元，这种说法完全是无稽之谈。在短短一年内，当然不会发生什么事情能够毁掉这个大公司一半以上的市值，其投资者也并未假装宣称 1937—1938 年间公司业绩的下跌对公司未来有什么重大影响。通用电气以 64.875 美元的股价出售是因为公众对其持乐观的态度，而以 27.25 美元出售，是因为同样的一伙人对其持悲观的态度。说这些价格代表“投资价值”或“投资者价值评估”，既是对英语这种语言的公然侮辱，也完全不符合常理。

4 个问题

假设有一个普通股票买家需要寻找明确的投资标准，以指导操作，他可能会把注意力放在 4 个问题上：

- 1. 公司利润的未来走势；
- 2. 不同类型公司间的质量差异；
- 3. 预期股息利率和收益回报；
- 4. 除了价格之外，购买及出售股票的行为多大程度上受时机控制。

未来企业利润概况

如果我们借鉴过去的经验研究此类问题，最可能出现的反应是对股市关于未来的所有宏观问题上的判断，都会持完全怀疑的态度。在 1926 年之前，市场完全低估了所有的工业普通股。它们的价格通常相当谨慎地反映了过去和当前的收入情况，但是没有迹象表明它们能反映出快速扩张的产业领军企业所具有的增长的可能性。1913 年，铁路及机车证券占据了债券和股票投资的绝大部分份额。到了 1925 年，大部分的城市有轨电车投资遭遇了汽车工业发展的威胁，但即便在那时，尚无法认为蒸汽铁路会遇到与之类似的威胁。

未来的增长因素对普通股的影响已经出现，实际上在美国发展中最具活力的因素——领土发展和人口的快速增长，已今不比昔，并且美国经济即将面临发展因素中严重的不稳定问题的时候表现出来了股市影响效应。新时期的估价过高现象几乎扩展到了所有的证券上，即使是那些收益增长时间过短而无法做出评价的证券。但是人们最关注的还是公共设施和连锁店集团。甚至是到了 1931 年，人们仍对这些证券支付了高价，表明人们仍未认识到它们的内在局限；就像 5 年后市场仍未认识到铁路债券以及股票面临的形势已经发生了的重大变化一样。

质量差别

1940 年的股市有其明确的特点，其主要判断依据是过去较短的一段时间的经验，以及未来较明确的前景。此时选择大企业发展的倾向性也许比任何时候都更加明显。1929 年以来的记录很好地证明了这一点。我们认为，这表明比起二三流的企业来说，领先企业对于经济萧条的抵御能力更强，其恢复盈利的能力也更强。此外人们还偏爱某些工业集团的证券，包括一些规模较小的公司。最突出的是化工和航空股——前者是因为它们通过研发可以获得出色的增长记录，后者则是因为有巨额的军事订单。

但是偏爱当前股市中的这些股票，其行为尽管很容易理解，也不免让人心存疑虑。首先需要考虑的是受关注股票和不够流行的股票之间价格的巨大悬殊。如果把 1934—1939 年间的平均收益作为标准，好股票似乎要比其他股票的销售率高 2~3 倍。资产价值方面的差异也很大，因为很明显受欢迎的好股票能以投资资本的方式获得更大的收益。对资产价值的忽视已经达到了相当高的程度，甚至流动资产也很少有投资者关注，因此，如果局转资金充足，即使是比较成功的企业，也可能以大大低于其清算价值的价格出售。

“好股票”和其他股票之间的关系要看对美国商界的普遍预期是怎样的。任何对后者的估测都是不谨慎的；但这需要证明，过去 15 年的记录本身并不足以预测出证券数量和利润会有长期上涨的趋势。至于通过参照过去来判断未来，我们必须意识到 1940 年与 1924 年相比，已完成了一个整体的转变。此前一年，产量的长期上升和数额的稳步前进，都被视为理所当然、情理之中。但到目前为止，我们可以看到，美国联邦储备委员会原本将 1923—1925 年平均工业生产的指数定为 100，^① 现在我们仍然需要将其看做是我们有权利预言的所能出现最高的正常值。不用说，投资者不会否认，新的长期上升仍有可能，但重要的是，不能指望这一定会发生。

如果这是对目前的股票市场的假设，那么它所依据的理念是，股票买家通常预期大公司会通过牺牲较小公司的利益获得进一步增长，优势产业部门能通过牺牲其他门类的产业得到增长。一部分企业的市价高，其他企业的市价低，这种预期就为这种现象的存在提供了理论依据。无需多言，过去业绩及发展前景良好的股票将比其他股票的价格更高。但是否华尔街的这种偏好有些过头了——正如这个案例和许多其他案例中那样？希望这种典型的规模大、发展前景好的公司不要受到如下两方面的限制：

第一，其本身的规模会阻碍其进一步的增长；

第二，投资资本的高收益率使其容易受到冲击，这或者是来自竞争，或者是来自制度？

此外，规模较小或较不受欢迎的公司作为一类行业，可能使其绝对价值以及其证券相对于受偏爱的证券，都完全被低估。当然，从理论上讲这可能成立，因为到了某种价格水平，有些好股票的出售价格可能过高，而其他股票的售价则过低。我

^① 1940 年，美国联邦储备委员会修订了这一指数。这一指数增加了新的组成部分，1935—1939 年的平均数则被视为基数。

们有足够有力的（即便不是决定性的）证据表明，在1940年间就已经达到了这一水平。“好股票”的两种可能的薄弱点通常还对应其他股票的两个有利的条件。即使在正常的市场上，许多股票以低于净资产值的价格出售这一现象强烈表明，华尔街的偏好有些过头了。最后，如果我们进一步进行分析，便会得知，规模较小的上市公司代表着全国数以万计的规模各异的民营企业。华尔街显然已预测到除了特别大的公司之外，所有的公司业务会持续下降。那些大企业则会迎来极度的繁荣。我们认为这样的发展似乎在经济上和政治上都不可能出现。

人们对于股市偏爱某些行业也表示了类似的疑虑。从事件的本质来看，这种事情肯定总是做过头了——因为对于公众喜爱的事物的热情没有定量因素可供测量。不仅市场表现出了过多的乐观，而且它所一贯偏爱的某些产业不久便被证实要面临逆境。（大家可以看一看1925年的面包烘烤业股票，1927年电台和制冷等行业的证券，1928—1929年的公用事业和连锁店业证券，以及1933年酒类的证券。）试比较1939年投资者对购买雅培公司证券的渴望，和他们对美国家庭用品公司证券的漠视，你会发现，某一个制药公司被认为有骄人的业绩，另一家的前景则非常平庸。这种差异有可能是巧妙地打扮出来的。但前不久（1927年）市场呈现出对美国家庭用品公司的热捧（特别是兰伯特公司），对此还记忆犹新的学习者，对于该结果却很难抱有信心。^①

利率

现在我们讨论利率和普通股价格之间的关系。很明显，如果目前债券的低收益是长期的，必将导致较1923—1925年间平均股价收益降低，而1美元的单位预期收益能力增强。1936—1938年间更宽松的收益估值见道琼斯工业平均指数中的相关数据。从长期的利率变化来看，这种估值似乎不无道理。不论利息率下降是否与企业的长期扩张或投资资本的平均利润率下降有关，一个令人担心的问题出现了。如果情况的确如此，股票价值的贷记因素可能会超过低利率的信用影响，1936—1938年间1美元的盈利能力的价值可能已远不如15年前。

时机因素

近年来，除了买卖的价格因素外，人们赋予买卖的时机这一因素重要性的权重越来越高。早年间，在投资证券的价格波动范围一般还不大的时候，人们还不觉得购买时机有多重要。1924—1929年间，人们认为走势良好的股票有不可限量的发展前景，因而充满自信，然而这种自信是具有误导性的；因此，对时机的错误判断都被市场复苏所显示的更高的水平掩盖了。过去十几年中，除了一些相对数量较少的证券上涨外，股市在较大幅度的波动中，没有出现长期的上升趋势。在这些情况下，毫不奇怪，成功的投资就像成功的投机行为一样，与买入和卖出的时机选择密不可分。因此我们发现，对主要的市场波动的预测现在成了普通股投资艺术一个不可分割的组成部分。

^① 见附录注释1。

股市预测方法的有效性尚需更广泛的研究，而且可能还会引发激烈的异见。在这一点上，我们必须对现有的总结性判断感到满意，这一判断反映了我们在调查时所显露的自身的偏见。我们认为，除非购买的时机与诱人的价格水平（可以通过分析标准进行测量）相联系，否则无法判断股市买卖的最佳时机。同样，投资者必须考虑这一线索，卖出的时候不是主要依据所谓的技术市场信号，而是根据客观的价值标准所产生的价格水平提升。也许在这些最重要的限制下，股市技术有完善的途径，让人们更好地估算时机，取得更好的整体收益。然而我们无法避免这个结论，即最为公众接受的判断时机的原则——只有在股价回升已经确定无疑并显露出来后再买入，这从根本上说无疑是与投资的基本属性相悖的。传统上，投资者应是具有耐心和勇气的人，他在其他投资者由于担心沮丧而开始抛售时进行买入。如果现在投资者不敢行动，而是坐等市场的鼓动，他又如何将自己与投机者区分开来，又如何能获得比投机者更好的命运？

| 结论 |

我们寻求普通股投资的明确投资标准的努力，得到的往往是警示，而非切实的建议。到头来，我们获得的是旧的原则，认为投资者应当等待业务和市场水平不景气的时机，买入具有代表性的普通股，因为在其他时候无法以这样的价格买入，即使不顾时机买入，过后他也一定会后悔。另一方面，成千上万的所谓“二级企业”无论如何也会提供一定的投资机会，除非是碰上牛市的最高点。这个广阔又颇有些不受欢迎的领域可以为真正的投资者和聪明的证券分析师提供更多逻辑上的挑战。

SECURITY ANALYSIS

「第一部分」

调查及方法

在进行投资的时候，一定要有健全的基础，该基础就是证券的内在价值。任何情况下，精确都是不必要的，因为投资的目的是支付远低于内在价值的价格，从而获得安全边际。

导读

基本的经验教训

罗杰·洛温斯坦

美国顶级财经记者，著有畅销书《巴菲特传：一个美国资本家的成长》

如果有人问现代的读者，20 世纪 80 年代的垃圾债券、20 世纪 90 年代末的互联网股票，以及最近的各种次级抵押贷款组合的共同点是什么？第一个正确答案是，其中的每只股票都经历了从高度膨胀的价格到接近于零的暴跌。你可以援引世界上最聪明的对冲基金长期资本管理公司 (LTCM) 的净资产价值和声誉作为例子。

第二个正确的答案是，其中的每一场风险投资灾难，如果耐心地阅读过《证券分析》一书，本来是可以避免的。格雷厄姆和多德于 1934 年出版了第一版，第一次修订是在 1940 年——比迈克尔·米尔肯 (Michael Milken) 成为家喻户晓的名字早了大约 40 年，36 年后才出现完全不审查个人信息的浮动利率抵押贷款的热潮。两位作者提出的不仅是一种一般性的疑虑，他们开出的是一系列的良方，每一个都能（如我们将看到）帮助我们抵御上述一个或多个惨败及相关的投资热潮。

虽然严肃的投资者立即将这本书视为经典，但我却不能说，它提升了华尔街或公众的认识，使其避免投机的倾向。如果让我试着猜一下这是为什么，那么原因可能是，即使是有经验的投资者，也往往像首次接过方向盘的少年车手一样。他不是没听到过让他小心、避免路面冰块等建议，但他总是把这些建议抛到脑后，就像对待父母的其他建议一样。他当然不是想撞坏家里的车，但是避免事故对他来说根本不重要，因为他认为这不会发生在他头上。我们的投资者也一样：他关心的是赚钱，而不是避免在投资环境中无数导致沉船的暗礁。格雷厄姆和多德被那些持有错误观点的人抛到了脑后，那种观点认为，要想挣大钱，必须冒大险。事实与此恰恰相反，避免严重损失是维持高复合增长率的一个先决条件。

我担任财经记者已经 25 年了，发现身边的熟人中，几乎所有一贯获得超额收益的投资者，都是信奉格雷厄姆和多德的理念的人。其中最著名的，当然是沃伦·巴菲特，而且他也是最能说明问题的。巴菲特在 1950 年成为格雷厄姆的学生和信徒，当时他还是一个瘦瘦的年轻人，刚刚 20 岁。那时他透露给朋友说，他将师从哥伦比亚大学商学院一对“能人”（指的就是本杰明·格雷厄姆和他的助手戴维·多德）。而且多年后，也是他第一个承认，他的投资领域已经超越了老师所制定的股票范围。巴菲特是一个随遇而安的人，他并不亦步亦趋地模仿他的导师。他开始购买的是与格雷厄姆同样类型的股票，比如伯克希尔·哈撒韦公司的股票，当时该公司是一家为生存而苦苦挣扎的纺织品制造商，后来他又转向了华特迪士尼和美国运通，这两家公司当时拥有的有形资产较少，但更具经济价值。然而，他的投资方法一直与格雷厄姆保持一致，即便是选择的证券并不一致。

正是这种做法，被其他专业的某个少数派团体和个人投资者成功地应用于投资，使《证券分析》成为持久的路线图。它是躲开路面冰块的圣经，也是一个指导手册，以确定哪些投资回报丰厚且安全。

毫无疑问，这对于选修格雷厄姆的课程的投资人不是秘密，有些人有时会从演讲厅里大声给他们的经纪人打电话，让他们购买格雷厄姆教授用做例子的股票。一个成功的经纪人后来认为，格雷厄姆的提示非常有价值，结果他选学的这门课帮他

挣得了支付给整个学位的学费。无论这个故事是否真实，格雷厄姆作为难得的将理论和实践相结合的学术奇才的地位是毫无疑问的。稍稍了解格雷厄姆教授本人后，会让他的投资方式更为明了。在个人层面，格雷厄姆是心不在焉的教授典型，酷爱经典，热心学习拉丁语和希腊语，曾翻译过西班牙语诗歌，会穿着不得体的鞋子去上班，而且对钱没有多大兴趣；但在智力层面上，他的好奇心是无与伦比的。他1914年毕业于哥伦比亚大学时，同时获得了英语、数学和哲学三个专业的学位。他采纳了某个学院院长的建议，来到华尔街，他将这里当做学术界的另外一个分支机构一样来对待——也就是说将其看做一门学问来对待，可以由逻辑和定律（尽管这些定律尚未被发现）来检验。他重点研究了资金管理，且表现出色，最终将其与写作和教学结合起来。格雷厄姆花了20年（这就是说，他经历了从牛市咆哮的20世纪20年代，到几乎毁灭性的20世纪30年代初这样一个完整的周期）完善了自己的投资哲学，使之成为一种与其在学校学习的欧氏几何定理一样严整的定律。

分析准则

作者从第1章开始就明确提出了这种分析方法；事实上，这是第一部分的基石，格雷厄姆和多德提出了其基本的原则。他们承诺使用“确立的原则和正确的逻辑”，或者是作者所说的“科学研究方法”，但他们承认，像法律或医学那样，投资并不是体系严密的科学。在这个学科中，技能和机会都会发挥作用。《证券分析》是他们开出的处方，意图在于最大化前者的影响，并尽量减少后者的影响。如果你想靠运气选择投资组合，那么这本书不适合你。这本书主要是写给投资者的，而不是投机者，而且格雷厄姆和多德区分二者的标准一直是本书的核心。

当然，格雷厄姆时代的投资者所处的环境和今天大不相同。他们定期而且经常遭受严重的经济萧条，这和近年来偶尔发生的轻度衰退是不同的。当时的投资者对未来的信心较少，不相信未来会繁荣，而且他们所获得的有关具体证券的信息也不太可靠。出于这样的原因，他们更倾向于投资债券而非股票，并且往往是投资在较为知名的工业企业的债券上。此外，那时领先企业的名单每年甚至连续十年都没有太大变化。当时的美国工业正逐步规范，不像现在这样充满活力。那时的华尔街是一个排外的俱乐部，投资是富人的游戏，而不像现在这样是一种普遍的行为。各种投资的可能性也较窄。至于“另类投资”，那基本上就等于是说投资于刚成立尚未赚钱的公司，会被视为完完全全的冒傻气。

市场的变化极其深刻，要说能在1930年写的一本投资手册与当今的金融市场找到任何关联，似乎太令人惊讶了。但是，人类的本性不会改变。人们仍然在令人疯狂的高位和令人抑郁的低位之间，在对速成利润的渴望中，在对辛勤劳动、认真研究和独立思考的厌恶中徘徊，现代的投资者和自己的祖父，甚至是曾祖父看起来没有什么不同。现在，我们需要一门学问来制服阻碍了大多数投资者的恶魔——主要是情感这个恶魔。此外，《证券分析》的基本内容没有多大改变。

20世纪30年代，人们有一个共同的观点，认为债券是安全的——适合于“投资”，而股市是不安全的。格雷厄姆和多德抛弃了这一机械的规则，同时他们也抛弃

了依靠任何形式的担保的概念。他们认识到企业食物链——高级债券、初级债务、优先股、共同股中的各种问题，并没有多大的不同，而是一个连续体的一部分。虽然债券持有人与股东相比，具有经济以及法律上的优势地位，这一点不假，但是为债券持有人提供安全不是合同义务，而是“债务人公司履行其义务的能力”。接下来，（暂且不谈利息提供的节税手段）债券持有人的债权不能超过该公司的净资产，仅没有债务的所有人才可以自由拥有净资产。

这似乎是显而易见的，但是联合百货 [Federated Department stores，经营着布鲁明戴尔百货公司 (Bloomingdale's) 和其他的高端零售店铺] 的债权人在 20 世纪 80 年代末的垃圾债券狂热中对此却似乎毫无知觉。投资银行发现，他们可以毫不羞耻地将垃圾债券销售给轻信的公众，而不管发行人是否有偿还能力。1988 年，联合百货同意了一项杠杆收购计划，这是由加拿大开发商和企业狙击手罗伯特·康波 (Robert Campeau) 提出的，该项收购使该公司从此以后需要支付 6 亿美元的年度利息。这是一个有趣的数字，因为联合百货的收入只有 4 亿美元。联合百货债券从而违反了债权人绝对不可能从一家公司提取出比实际资本更多的规则。他们的行为也违反常理。收购不到两年，联合百货申请破产，其债券也完蛋了。不用说，投资者没有阅读过格雷厄姆和多德的著作。

《证券分析》花费在债券上的笔墨更多，这与此书写作的年代息息相关（另一个受大萧条影响的迹象是，本书很少提及通货膨胀对债券持有人构成的风险）。但是，其对于在证券的类型或正式分类的基础上评估证券的基本论点一直都非常具有说服力。投资者可能已经克服了（错误地）对股票的担心，但是他们又一次落入了简单化的陷阱，比如假定投资于股市指数始终是谨慎之举——甚至，直到最近，认为房地产“永不下跌”等。格雷厄姆和多德对此的反驳是永恒有效的：在特定价格上，任何证券都可能是合适的投资；但是，再重申一下，没有一种证券仅仅凭借其形式就能说明它是安全的。同样，也不存在这样的说法，即只要是“蓝筹股”就能保护投资者不受损失。格雷厄姆和多德引用了美国电话电报公司 (AT&T) 的例子，其股票价格在 1929 年从 494 美元下跌到了经济萧条期间的 36 美元。现代的读者会想起马贝尔公司臭名昭著的后代朗讯科技 (Lucent Technologies)，在 20 世纪 90 年代末该公司的股票是蓝筹股中的蓝筹股，曾是机构投资者的最爱，结果它从 80 美元下跌到不到 1 美元。

格雷厄姆和多德从美国电话电报公司以及 20 世纪 20 年代后期公众的疯狂之举出发，认为投资的标准不能以“心理”因素为根据，比如流行程度或声誉——因为随着股票持续存在，市场会创造新的标准。伴随 20 世纪 90 年代末的互联网泡沫出现的是一种怪诞行为，当时所谓的投资者酷爱制定标准。鼓吹这些标准的人称，股市不再需要收益。华尔街上的大公司，如摩根士丹利、高盛、美林等，如果某个公司的债券发行后不会有人祈祷实现利润，就根本不考虑发行它。

谨防希望的资本化

格雷厄姆和多德警告人们不要“将推测的未来前景完全资本化”，他们简直等

于是未卜先知，说的是互联网资本集团（ICG），它向基于 Web 的新兴企业提供种子资金，其中大部分公司尝试启动在线业务。它把钱投到了大约 47 个具有这样前景的公司身上，总投资约为 3.5 亿美元。然后，在 1999 年 8 月，ICG 自身上市了，股价为 6 美元。到了当年年底，在疯狂的网络股热潮中，其交易价变成了 170 美元。根据这个价格，公司的价值恰恰在 460 亿美元。由于该公司除了其投资的初创企业没有什么价值，市场假设，平均而言，这 47 个公司所能提供的年均回报会超过 100:1，这就是把希望资本化！大多数投资者终其一生都没有实现过 100:1 的回报率。结果，在两三年内 ICG 的股价被市场重新评估，成了每股 25 美分。

这些小插曲，虽然既有用又富娱乐性，同时却像是一种禁令。它们告诉我们哪些事情不能做。只有在经过了相当多的讨论后，格雷厄姆和多德划定了投资和投机之间的边界，我们才第一次认识到该怎么办。他们用精心选择的词语论述道：“投资”是一种经营，它“承诺资本的安全以及令人满意的回报”。

这里起关键作用的词是“承诺”。它不是一种铁定的保证（一些承诺毕竟会破灭，有些投资也确实会赔钱）。但是，它提出了具有很高程度的把握。没有人会说，互联网资本集团“承诺”过资本的安全。但是这个例子也许是太简单了。让我们来看一个股票价格更合理的例子，即华盛顿互助银行（Washington Mutual）的股票。在 2006 年底，其大多数的股东大概会将自己称为“投资者”。该银行规模庞大，经营的地域很广；它连续 9 年收益增加，仅在 2006 年略有下降。其股票价格在这 10 年里几乎增加了一倍以上。

诚然，华盛顿互助银行有大量的抵押贷款，包括次级抵押贷款。在美国各地，这种抵押贷款不断延伸，其基础也日益脆弱（把钱借给了信用可疑的人），并已开始出现违约的情况。但华盛顿互助银行仍然被人们赋予很高的评价。据说它有最先进的风险评估工具，它的公告也令人安心。银行总裁在年底的信中称赞自己的公司——“2007 年会有更好的业绩”。随意选择股票的人，即使是专业的投资者，也会将华盛顿互助银行描述为适合“投资”的股票。

然而，格雷厄姆和多德坚持认为：“安全必须立足于研究和标准之上”，特别是要研究其发布的财务报告。2006 年，华盛顿互助银行的年度报告显示有余额为 200 亿美元的次级贷款，这些贷款（虽然华盛顿互助银行自己没有说明其关联）等于 80% 的总股东权益。更重要的是，在 4 年的时间里，其次级抵押贷款组合增加了一倍。华盛顿互助银行将这种贷款转化为证券，从资产负债表中去掉，出售给投资者；但是，正如人们所指出的，如果拖欠率上升，投资者可能会减少对抵押贷款的需求，华盛顿互助银行则可能会栽在这上面，而拖欠率的确上升了。在过去的一年里，被划为“不良”的次级贷款已上涨了 50%，并在 4 年里增加了 3 倍。无力支付的风险尤为严重，因为华盛顿互助银行在传统的家庭价值 80% 的限额以上发行了许多贷款——也就是说，如果房地产市场衰退，一些客户的欠款将超过其房屋的价值。

华盛顿互助银行还有一个更大的投资组合是在传统的抵押贷款领域（这些评价高于次级贷款），约为 1 000 亿美元。但是，即使是这些贷款，其中有许多也并非真正的“传统”贷款。在其总投资中，60% 的是按揭贷款，一年之内利率必然调整，也就是说，它的客户可能会面临利率的大幅上扬，甚至面临无法支付的利率。华盛顿互助银行透露，由于房屋价格节节攀升，这样的客户也失去了赎回可能

性。承认这一点相当不容易，特别是该银行指出：“过去五年经历的增值可能不会持续。”事实上，房地产衰退已成为全国新闻。华盛顿互助银行将赌注投在了崛起的市场上，现在该市场江河日下。

剖析这些披露的内容可能需要很大的努力，而且也需要大量的工作。但是，没有人在阅读了华盛顿互助银行的年度报告后会得出结论，认为该银行承诺了投资安全。因此，当房价下跌，次级抵押贷款损失急剧升级时，信奉格雷厄姆和多德的投资人会幸免于难。这种损失将很快被证明是灾难性的。2007 年晚些时候，华盛顿互助银行放弃了次贷业务，并裁减了数千名员工。第四季度，该公司损失了近 20 亿美元，其股价全年遭受了 70% 的跌幅。

由于市场趋势可以迅速扭转（华盛顿互助银行已经发现了这一点），格雷厄姆和多德劝告读者在进行投资的时候，一定要有健全的基础，该基础就是证券的“内在价值”。他们从未对这个词加以定义，但我们能把握其含义。“内在价值”是企业值得拥有它的人“持有”的东西。从逻辑上讲，从长远来看，它的基础必须是属于一个持续所有人的现金流，而不同于投机评估的转售价值。

其基本前提需要信念上的一个小飞跃。有时，股票和债券的交易价格低于内在价值，机会由此产生。但迟早，这些证券还会恢复到内在价值，否则为什么投资呢？用最简单的话总结一下第一部分的核心，格雷厄姆和多德告诉投资者，应寻找相对于它们的实际价值有大幅折扣的证券。

一系列的价值观

不论是在过去还是现在，最困难的地方是如何计算这种价值。我怀疑作者是有意识避免对内在价值进行定义，以避免传达出错误的理念，让人们以为证券的价值可以准确地确定。鉴于人们进行预报普遍存在限制（盈余报告、天气等难以预报的情形），作者敦促投资者从一系列价值的角度来考虑问题。令人高兴的是，对于投资者的目的而言，这是相当令人满意的。这里可以引用格雷厄姆和多德的话：“我们无需知道一位女士的具体岁数就能判断出她是否到了选举的年龄；我们无需知道一个人的具体体重就能看出他是否超重了。”

在任何情况下，精确都是不必要的，因为投资的目的是支付远低于内在价值的价格，从而获得安全边际。正如过桥的时候装载桥梁承重所允许的最大吨位有时候要看运气，购买全价的股票也涉及“投机成分”（因为对价值的计算可能失误）。

与此类似的一则警示是，赌徒所碰到的较好的赔率不会赋予其投资所需的安全因素。格雷厄姆和多德使用了虚构的赌轮盘的例子，其赌博概率调整为 19:18，客户那边有利。作者指出：“如果参加赌博的人把所有的钱都投注在一个号码上，那么他的小赔率优势所具有的重要性就微乎其微了。”事实上，即使他赢的几率很大，建议投资者把赌注都压在一次冒险上也是不明智的。

在 1998 年长期资本管理公司对冲基金即做了一系列这样的投注。每个交易都进行了数学计算（该基金有几个现任的诺贝尔奖获得者），而且以往的经验表明，每个交易的赔率对该公司都有利。然而，长期资本管理公司所投资的是高杠杆交易，它

冒的风险远远超过了它能够赔付的能力。而且其各个投注，虽然表面上不相关，主题却是相连的（每个赌注都押在了债券的风险溢价将缩小上）。当一个交易出了问题之后，其他的都随之出了问题，这一传奇的基金也就消失了。

因此，我们回到了哪些因素使投资合理的问题。有一则流传颇广的传闻，说格雷厄姆和多德完全依赖于公司的账面价值来确定安全的临界点。虽然内在价值测量的是经济潜力——拥有者可能希望通过某个资产获得什么，账面价值是关于已经做出的投资的算术计算，^① 但仅有账面价值并不起决定作用。比如，如果你对两个汽车公司投资相等，一个是丰田汽车，另一个是通用汽车，那么投资的账面价值是相等的，但其内在价值或经济价值将非常不同。格雷厄姆和多德没有在这里犯错，他们明白无误地说，在预测股票价格涨落的时候，账面价值“几乎毫无价值”。

但是，格雷厄姆发现，仅根据其资产，并对它们进行艰苦细致的研究，证券会通过本金安全的考验。20 世纪 30 年代的市场非常低迷，经常有股票即使在扣除其债务后，仍以低于手头现金价值的价格出售。（这类似于在买房子的时候，出的钱比房子里的保险柜里的存款还少，结果买了房子还能同时获得保险柜！）由于股市的利息基础扩大了，投资者也增加了，而且他们往往还能够借助电脑不断寻找便宜股票，这种超级廉价投资现如今已经极为罕见。

逢低吸纳

无论如何，这种情况的确存在。当不分青红皂白将整个行业或一组证券抛售的时候，个别股票会很便宜。例如，20 世纪 80 年代初，储蓄和贷款业非常萧条，其中是有原因的。在消除对利率上限的监管后，储蓄被迫支付的短期存款利率比通过长期贷款获得的利率更高。互助储蓄银行（拥有自己的存款）开始上市，以吸引更多的资本，而且随着它们开始这样做，股票价格变得非常低。例如，美国塔科马储蓄银行（United Savings Bank of Tacoma）的股票的交易价格只有账面价值的 35%。虽然当时许多储蓄银行都很弱，但塔科马尚能盈利，资本充足。“人们不了解它们，”一位了解情况的投资者说道，“它们刚刚从相互所有权转变过来，它们规模小，还没有进入人们的雷达的扫描范围。”在一年之内，这位投资者已经赚到了 5 倍的钱。

另一个机会在 1997 年亚洲股市和外汇市场相继崩溃之后来临。这一次，人们仍是不分青红皂白地抛售——公司不分好坏，均受此影响。格雷厄姆和多德派的投资者抓住时机，预订了千万香港、新加坡和吉隆坡的航班。格雷格·亚历克斯（Greg Alex）管理着 Ruane Cunniff & Goldfarb 的资金。他阅读了每一个他听说过的亚洲公司的年度报告，断定韩国由于曾阻挠外国投资，因此特别缺乏资本，会提供最低廉的价格。他飞往汉城，虽然受时差的影响脑子还昏昏的，仍然意识到他进入了格雷厄姆和多德的天堂。市场上到处是廉价的股票，就像熟过头的水果挂在枝头没人要。

^① 从技术上讲，账面价值相当于已投资于一家公司的资本的总和加上累积利润减去已支付红利。另外一种定义，从数学角度看是等价的，认为账面价值等于总资产减去总负债。

信荣证券是当地的经纪公司，在利率最高时，存有大量高回报率的韩国政府债券，此时以不到账面价值一半的价格交易。令人惊讶的是，即使是到了2004年，一家课后辅导的公司——Daekyo公司的交易价格仍只有每股20美元，尽管每一股代表的是22.66美元现金，此外还有正在进行的业务的一部分利益。用格雷厄姆和多德的术语讲，这样的股票会提供安全承诺，因为它们的售价低于其实际价值。亚历山大买了十几种这样的韩国股票；每一只都会在较短的时间内升值好几倍。

要想获得这样的价格，在美国的竞争更激烈，但这样的股票仍然可以找到，特别是当一些大趋势再次惩罚市场的某一个部门的时候。例如，2001年能源类股很便宜（像石油价格一样）。格雷厄姆和多德不会建议人们对石油进行投机——因为石油价格依赖于众多不确定因素，这包括了欧佩克因素、中国经济增长率因素，以及气候因素等。但由于行业不景气，钻井公司以不到成本价进行销售。Ensco国际的交易价格每股低于15美元，而更换其设备的价值估计为每股35美元。PTEN能源（Patterson-UTI Energy）拥有约350个钻井平台，价值约28亿美元。然而，其股票的交易价只有10亿美元。投资者可以以巨大的折扣获得这些资产。虽然随后的油价上涨使这些股票实现了本垒打，但关键的一点是，这一投资并不是依赖于石油价格的变化。格雷厄姆和多德的投资者购买这些股票的时候具有较大的安全边际。

更常见的一种资产游戏涉及透过公司的外壳看到其各个子公司的情况，有时，各个零件加起来会超过整个机构。一个有趣的案例是2002年的Xcel能源。Xcel能源拥有5个子公司，因此分析其股票需要一些数学手段（格雷厄姆天生喜欢这种计算）。其中有4个子公司是盈利的公用事业公司；另一个是替代能源供应商，债务缠身，显然会走向破产。母公司不负责子公司的债务。然而，在安然破产之后，投资人冷落了公用事业控股公司。“这是一段奇怪的时期，”一位对冲基金经理回顾道，“人们出售最优的，关注次等的。整个市场都是非理性的。”

Xcel能源的债券每1美元的交易价在56美分（因此，你只花560美元就可以购买1000美元的债券）。而且债券还支付很有吸引力的7%的券息。问题是Xcel能源能否支付这一利息。该对冲基金投资者发现，Xcel能源拥有10亿美元的债券，且其健康的子公司的账面价值是40亿美元（这些就属于那种无尽的有用的数字，可以不断地从公司披露的报表中挖掘出来）。那么，从账面上讲，其资产足以赎回债券，而且还有很多富余。这位对冲基金投资者买下了所有能够找到的这一债券。

当没有更多的债券可买了，该投资者开始考虑Xcel能源的股票，其价格因为和债券同样的理由被压低了。股票不如债券安全（如果发生了破产，债券持有人会首先获得偿付）。尽管如此，这位投资者的计算使他确信，母公司将不会申请破产。而健康的子公司的盈利为5亿美元，每股超过1美元。目前该股的股价处于7美元，低于盈利的7倍。因此，该投资者也购买了它的股票。

弱的子公司的确申请了破产，但正如预计的那样，这并没有影响母公司的价值。在一年之内，对于该公用事业公司的恐慌就平息了，华尔街重新评估了Xcel能源。它的债券从56美元涨到了105美元。其股票也大幅上涨。该投资者在每个Xcel能源交易中赚了一倍的钱。其中任何一个交易都不是靠运气；相反，每个交易都符合格雷厄姆和多德的投资策略。“这是一个安全且稳定的行业，”投资者赞同地说道，“没有太多的商业周期风险。我认为格雷厄姆也会赞同此说法。”

跟 Xcel 能源的困惑一样让人关注的是，大多数股票是根据公司的收益来估价的。实际上，这个过程并不“简单”。股票价值评估是对一个公司未来每年能够获得的利润进行计算，这与对它的现有资产进行评估是不同的。格雷厄姆和多德勉强赞同这一工作。“勉强”，是因为未来从来不会像现在一样确定。

预测现金流

对未来收益进行预测，不管信心级别到何种程度，做起来都非常困难。而且，最好的参考只能是一个公司过去获得了多少利润。但是，资本主义是动态发展的。因为企业“固有的不确定特点”，格雷厄姆和多德不喜欢尝试估计企业的收益额。由于科技的迅猛发展，许多高科技公司的发展是不稳定或至少难以预测的。在 20 世纪 90 年代末，如果有公司能够发明一种更好的搜索引擎，雅虎公司就会陷入险境，显示出自身的脆弱（确实有公司做到了，这就是谷歌）。而麦当劳无需面对这种风险。它的业务在很大程度上依靠的是它的品牌，在一两年之内，品牌的力量是不大可能改变很多的，并且没有人将重新创造汉堡。不过，尽管如此，我们还是应当指出，麦当劳也不能故步自封，它最近推出了 Espresso 浓咖啡，一部分原因就是为抵御一些竞争对手，比如星巴克。

一些现代的格雷厄姆和多德们（也许是因为巴菲特厌恶高科技，这也是广为人知的）有一个错误的观念，认为所有的技术是不可能分析的，因此也是不可触碰的禁区。这种呆板的规则违背了格雷厄姆和多德的信条，他们认为分析师是以事实作为决定因素，对具体公司进行分析的。举一家高科技公司的例子，就可归入格雷厄姆的分析类型。虽然亚马逊专门在网络上做生意，但这家公司本质上是一个零售商，对它的评价方式可能会与评价沃尔玛、西尔斯（Sears Roebuck）等公司的方式完全相同。与通常考察任何公司需要问的问题一样，就是该企业能否在其特定的市场价格上提供一个足够的安全边际。亚马逊的发展时间不长，而且该公司创立以来，它的股票价格大部分时间都被高估。但是，当网络泡沫破灭，它的证券也随之崩溃。在市场崩溃后，当时人心惶惶，有很多关于亚马逊濒临破产的说法，巴菲特独自购买了亚马逊的折扣价格很低的债券。后来，该债券价格上涨到了票面价，这样巴菲特赚了一大笔。另一个例子是英特尔，现在它已经成为比较成熟的生产商，就像早些年通用汽车公司那样，英特尔芯片的产量随经济的变化而变化。事实上，英特尔的历史已经超过了格雷厄姆和多德在写这本书时通用汽车的历史了。

对如何估计未来收益（对任何类型的企业来说），《证券分析》提供了两条关键的原则：

第一，如上所述，收益稳定的公司更容易预测，因此应当优先选择这样的公司。当今世界更加多变，因此第一条可能需要适度更新一下，即对于收益波动比较大的公司，在估测它的未来时需要更谨慎，并且在研究它的过去时应该追溯更远。格雷厄姆和多德提议研究公司历史的时候要追溯 10 年。

第二点涉及收益波动的趋势，至少在某种程度上，以一个周期性模式呈现。因此，格雷厄姆和多德做出了极其重要（并且经常被忽略）的区分。一个公司的平均收入只能对其未来的预测有个粗略的指导；其收益趋势的可靠性较低。棒球迷们都知道，我们不能仅仅因为一个平时成绩平平的击球员，突然有一个星期发挥上佳，就认为他本赛季剩下的时间都会表现这么好。而且即使这次他表现优异，很可能他明年的比赛结果仍会回到平均水平上去。但投资者容易受到趋势的诱惑，也许他们倾向于被引诱，就像格雷厄姆和多德所说的：“长远未来的发展趋势将产生任何期望的效果。”

要明白平均水平和趋势两者之间的区别，我们来看一下 20 世纪 90 年代后半期微软公司每股的收益，见表 1，此处的每年为 7 月到次年 6 月的 12 个月的时段。

表 1	微软每股收益	(单元：美元)
	1995 年	0.16
	1996 年	0.23
	1997 年	0.36
	1998 年	0.46
	1999 年	0.77
	2000 年	0.91

在这段时间，虽然平均收益值是 48 美分，越近期的数字越高，上升趋势也十分明显。在世纪之交的时刻，为了把这种趋势反映到未来中去，分析师可能很随便地在这样的数字上做改动，如：1.10 美元、1.30 美元、1.55 美元。

加几分或减几分，那些所谓的分析师就喜欢这么干。2000 年初，基于收益将继续上升的预期，该股票交易价格都在 50 美元以上。但是，2000 年是新电脑订货周期的高峰。随着新订单下跌，微软的收入锐减。2001 年，每股盈利 72 美分。第二年，每股只盈利 50 美分，几乎与 20 世纪 90 年代中期的平均水平持平。该股骤降至 20 美元的低位。

但是，微软并不是那种昙花一现的互联网公司。20 多年来，它一直是盈利的，而且即使算上 2001—2002 年的周期性下滑之外，其收益也在稳步增加。而投资者可能对这种暴跌反应过度，就像过去他们对利好消息反应过度一样。这些人担心，谷歌可能入侵微软的领地，虽然这种担心存在很大猜测的成分。微软在操作系统软件方面继续占主导地位（事实上，它已经是这一领域的垄断者），并创造了惊人的现金流。此外，因为微软几乎不需要再投资，所以它能根据自己的意愿自由地使用资金。（与此相反，航空公司必须不断地再投资用于购买新飞机。）从这个意义上说，微软的业务从本质上说是好的。到 2007 财年，它是只以 15 倍的市盈率交易，鉴于其软件的独占优势本应带来的内在特点，这个数字实在不算高。一旦华尔街复苏，股市从最低值迅速上升了 50%。这表明，价格和价值的变化如影随形。价格高时，购买微软股票纯粹是投机活动；而价格低时，购买其股票就是稳健的投资了。

提及现金流，让我们想起《证券分析》问世的年代。在 20 世纪 30 年代，公司不提供现金流量报告——几乎没有任何一家公司这么做。现在，公司必须发布详细的现金流报告，而且对于严肃的投资者，这是必不可少的。损益表反映出公司的会计利润，而现金流量表反映的是资金的变动情况。

那些妄想造假账的公司，比如安然或废物管理公司（Waste Management Inc.），总是能伪造收益报表，至少会暂时得逞。但它们凭空造不出现金。因此，当损益表和现金流量表相偏离时，这是一个信号，显示出有些地方可能出现了问题。

同样，当朗讯的股价高企之时，它实际上并没从其提供的许多电话系统中获得现金，尤其是从发展中国家的顾客那里。该公司实际上是指出借它的待付款。虽然这些“销售”在账面上记录的是盈利，但现金流又一次没有说谎。

格雷厄姆肯定会发现这个花招，因为未收款的项目作为应收款被记在了资产负债表上。格雷厄姆在阅读资产负债表方面可是火眼金睛。比起收益和现金流报表，格雷厄姆和多德更加重视资产负债表，因为它记录的是某个金融时刻的情况，描绘了较前一季度或一年的变化，因为这些资料要么没有提供，要么不是很详细。要求提供季度盈利报表在 1940 年都是新鲜事物，另外也没有收入报表，不像今天这样，并且有详细注解以及关于重大风险的讨论。

除了公司公布的财务资料（尽管这些是他的数据的主要来源），格雷厄姆还补充上了将贸易和政府出版物高度折中混合的资料。在研究煤炭股票的时候，他查阅了美国煤炭委员会的报告；研究汽车，查阅了克拉姆汽车服务（Cram's Auto Service）的报告。在大多数情况下，对当代投资者而言，公司公布的财务状况都详尽而可靠。另外，现如今企业数据也可以更广泛地获取使用。

因此美国证券的投资者面临着格雷厄姆和多德难以想象的挑战。他们两位当时缺乏信息，今天的投资者则要面对过量的信息。今天的公司财务报表更密集，而互联网上的资料则是无限的——其质量良莠不齐，这是一个令人不安的事实。目前的挑战是如何淘汰无关紧要、无足轻重或者根本就是错误的内容；或者更确切地说，如何确定哪些是特别重要的。这将意味着要在股票陷入困境之前，确定像朗讯公司的现金流问题，或是华盛顿互助银行的次贷问题。

作为一个经验法则，投资者应该花费大量的时间研究证券披露的信息，并花大量的时间研究竞争对手的报告。关键的一点不仅是记住数字，而是理解它们；正如我们已经看到的那样，无论是资产负债表还是现金流量表，都特别关注华尔街最关注的数字，即所报告的收入。

对于投资者的信息来源，不可能有绝对的建议，因为人们了解掌握信息的方式不同。格雷厄姆的一位员工瓦尔特·施劳斯（Walter Schloss），后来也成了著名的投资者。他和他的儿子以及助手共用一个电话，因此谁也不能花太多时间用它。（施劳斯一伙人工作的办公室是一间很小的格子间，堪与壁橱相比。）像施劳斯一样，许多投资者都是在团队合作时表现最好。但是另一方面，巴菲特在奥马哈的一个朴实无华的办公室里工作，是著名的单打独斗的投资者。他的合伙人查理·芒格（Charlie Munger）居住在洛杉矶，可以说巴菲特主要是自己经营。虽然一些投资者严格依照出版的财务报表，但也有人是靠大量的跑腿儿。对冲基金经理艾迪·兰伯特（Eddie Lampert）访问了汽车零部件零售商汽

车地带（AutoZone）的几十个网点，才买下了具有控制股权的一份。这是兰伯特进入他的“舒适区”的方式。

溢价信息

总的来说，现如今信息传播更为广泛，使得人们更为关注独家信息。最可能的独家信息来源是电话。一些共同基金聘请前新闻工作者来找出投资的“点金棒”；他们呼吁原来的雇员坦率评价管理；他们与供应商和竞争对手交谈。一只共同基金发现，一位刚刚被任命为一家著名的金融公司 CEO 的人向一名助理承认说，他对于接受这份工作非常担心，因为他不会读财务报表。该基金一直观察这只股票，听说后立即失去了兴趣。不是每个人都有足够的资源聘请到私人侦探，有些调查研究花费并不高。有一位股票经纪人一直关注琼斯汽水（Jones Soda）的股票，他的办法是在星巴克聊天，因为那里也卖琼斯汽水。当他听说星巴克准备拿掉这个品牌时，他卖掉了这只股票。此外，有些事情，只能通过管理层的一些不做记录的回答才能证明。但是要提高警惕，一些管理人员也是会撒谎的。

格雷厄姆特别不信任管理人员（也是出于这个原因他不喜欢拜访管理人员）。他和多德警告说：“测试管理能力的客观手段很少。”正如很难说某位冠军的教练起了多大作用一样，现在还很难说有多少公司的成功是因为管理人员的努力。投资者往往将某些有利条件的残余的作用（或仅仅是由于好运气）归功于管理能力。可口可乐公司在 20 世纪 90 年代初期和中期的收入大幅增加，该公司大搞宣传促销的首席执行官罗伯特·戈伊苏埃塔（Roberto Goizueta）就上了《财富》杂志封面。戈伊苏埃塔是个天才，但他的天赋是在可口可乐公司的盈利上得到了充分的反映，而盈利则通过股价反映了出来。然而，投资者又进一步推动可口可乐的股票收益推高了 45 倍，这是由于他们对管理层增加收入的信心。格雷厄姆和多德将这称做“双重计算”，也就是说，投资者在对管理层有信心的基础上购买股票，然后，看到股票上升，将这看做是管理能力额外的证据，进一步收购该只股票，使其继续上升。1997 年，奥本海默（Oppenheimer）的一位分析师对戈伊苏埃塔非常钟情。在他于当年早些时候去世后，这位分析师写道，可口可乐拥有“对近期结果的绝对控制”。

这种信念的错误出现在三个方面。第一，戈伊苏埃塔的才干已经计入股价。第二，认为管理层拥有“绝对控制”是一个神话，当经济增长放缓时该神话就会破灭。第三，说到它的控制程度，也是在可疑的会计手段的基础上通过“管理”可口可乐公司的盈利实现的。例如，可口可乐公司的一个做法是在灌装厂出售股权，将收益记入经营收益。认为戈伊苏埃塔是一个神奇的天才大师是一个警示信号。这样说无法证明戈伊苏埃塔有能力控制未来的收益，但是却暴露出了他过去已经取得的收入的质量存在问题。可口可乐面临的现实是，它的股票进入了长达十年的停滞期。

这样的例子应表明，现在的投资风险并不比格雷厄姆和多德的时代更低，人类的情绪也并没有变得更不容易受到诱惑而犯错误。市场的复杂性进一步强调了投资

指南的必要性，这种指南必须是直截了当的、合乎逻辑的、详细的，而且特别应该是审慎的。这就是作者的信念，此外再无其他。这就是本书的第一部分——介绍了内在价值，探讨了投资不同于投机，并介绍了格雷厄姆和多德的做法，他们的哲学理念、他们的策略和指导，以及他们的工具。

证券分析的范围、局限和内在价值的概念

分析的内涵，乃是指在认真研究现有事实，并在已经确立的原则和合理的逻辑之基础上，试图得出结论。这是科学方法的一部分。但是，在将分析方法运用到证券领域时，我们遇到了重大的障碍，因为投资从本质上说并不是一门精确的科学。当然，法律和医学也是如此，因为对这两个领域来说，个人技能（或个人的艺术）和机遇才对成败起关键作用。尽管如此，在这两种职业中，分析不仅有用，甚至是不可或缺的；因此，在投资领域甚至是在投机中，分析也同样具有其相应的价值。

在过去 30 年中，证券分析的命运在华尔街可谓是大起大落，这一历史与同一时期股票价格的涨跌颇为相似，当然二者决不是一一对应的平行关系。1927 年以前，证券分析业发展平稳，未曾有什么中断。在很长的一段时间里，人们都很关注财务报表和统计数据。但是，1927 年开始了所谓的“新时代”，随之而来的就是分析这一方法被人们彻底抛弃。此外，虽然人们仍然将分析重点放在事实和数字上，但是为了迎合当时一种虚幻的需求，它们被一种伪分析操纵。1929 年 10 月发生的市场崩溃，对于那些能够保持头脑清醒的分析家来说实属意料之中，但是商业崩溃的严重性不断扩展，其影响范围之广，对具有盈利能力的商业机构的危害之深，却是他们始料未及的。最终的结果是导致证券分析学遭受了双重的打击：首先是市场崩溃之前证券虚值的持续维持；其次是市场崩溃之后证券的真实价值不复存在。

1927—1933 年的情况极为特殊，对于判断证券分析是否有用几乎无法提供有效的标准。至于 1933 年以来，似乎另外一种不同的意见有了存在的空间。在债券和优先股领域中，我们认为合理的选择和拒绝原则已经证明各自都是有效的。在普通股票市场上，市场的偏好往往会令保守者感到惶惑；相反，根据分析许多廉价证券的表现也令人失望。另一方面，如果当时采取科学的分析方法，人们会有足够的理由相信 1937 年的代表股票价格过高，一年以后的股价又太低。

分析的三大功能

1. 描述功能

我们可以用三个词来概括证券分析的功能，即“描述功能、选择功能和评判功能”。描述功能包括将与某一证券相关的重要事实分类列出，并用一种连贯一致且易于理解的方式表达出来。对于所有可上市交易的公司证券来说，各种规则、标准统计局、惠誉国际信用评级有限公司，以及其他一些机构所执行的就是这种功能。更透彻的描述则力求揭示某一证券的优缺点，比较其与其他特性类似的证券的表现，并评价哪些因素可能会影响其未来的业绩。这种分析适用于所有的公司证券。对投资和“理性的投机”都有助益，因为它为人们做出判断提供了经过整理的事实基础。

2. 选择功能

在选择功能上，证券分析比分析更进了一步，具有自己独特的判断。它能够判断是否应购买、出售、或持有某一证券，抑或是换成另一种证券。那么在何种情况下，针对何种证券，这种更积极的分析功能才能最大限度地发挥作用呢？这种功能又存在何种缺陷和局限呢？要想回答这些问题，最好先看看以下所举案例。它们可以作为后面更广泛的考查的基础。

案例

1928年，有大量利率为6%的“圣路易斯-旧金山铁路公司”的无累加利息优先股公开发售，价格为100美元。有相关记录显示，该公司经营多年来，没有任何一年的收入达到过固定利息与优先股股息之和的1.5倍。如果使用已经被确立的选择标准对此案例中的事实进行分析，分析结果将提示我们拒绝购买这种证券，因为它没有充分的保障。

下面是一个相反的例子：在1932年，可以购买一种利率为5%的“欧文斯-伊利诺伊玻璃公司”的债券，1939年到期，价格70美元，到期收益率为11%。该公司的收益是利息要求的许多倍——不仅在一般情况下如此，就连在萧条期也是如此。仅仅拿该公司的资产就足以为其发行的债券提供充分保障，此外公司还发行普通股和优先股，即使按最低价计算，这些股票加起来也具有很高的市场总值。这里，通过分析，我们会极力推荐购买该证券，因为它是一项安全稳健的投资。

让我们再来找一个普通股的例子。1922年，航空证券大繁荣之前，“莱特航空公司”的股票的股息已经达到了1美元，某些年份的每股收益达2美元，而且每股现金资产超过8美元；但是该股票在纽约股票交易所的交易价格只有8美元。对于这个案例，简单加以分析，我们就可以得出结论：该股票的内在价值要远远高于市

场价格。

而且，到了1928年我们再来观察这只股票，发现其市场价格已经达到每股280美元。每股收益是8美元，在1927年时则是3.77美元。股息率是2美元，每股净资产却还不到50美元。对此情况进行分析，我们可以得出确定的结论：股票的市场价格反映的主要是该公司预测前景所转换成的资本。换言之，其内在价值要比市场价格低很多。

第三个分析实例是比较同一公司的两种证券，它们是纽约跨区快速地铁公司（Interborough Rapid Transit Company, IRT）的利率为5%的第一替续债券（First and Refunding）与利率为7%的抵押债券，1933年二者的价格都是62美元。7%利率的债券显然要比5%的更值得考虑。每1000美元面值的7%债券都由面值为1736美元的5%债券为其做抵押；这些债券的本金都已经到期；它们可以全额兑付，也可以出售抵押品获利。靠抵押品获得的年利约相当于每张7%债券获利87美元（这笔利息实际上是给了抵押债券持有人），所以7%债券的当期收益要比5%债券高出不少。有可能会存在技术细节问题，造成持券人无法迅速实现全部合同权益，但几乎不存在什么问题能改变7%债券的内在价值比5%债券高出许多这一趋势。

最近的一个可比较的同一类型股票是派拉蒙电影公司1936年10月出售的首批可转换优先股，售价113美元；另一只是该公司同时销售的普通股，股价是15.875美元。根据持有人的意见，优先股可以转换为相当于普通股7倍的债券，而且附带的累积股息为每股11美元。显然，优先股比普通股的价格低，因为在普通股获得任何收益之前，优先股可以获得相当可观的股息收益，而且它还可以借助可转换的优势，随着普通股每次上涨而获利。如果普通股的持有人接受了这一分析，将其普通股换成1/7的优先股，他立刻就能通过股息和本金值获得大笔收益。^①

内在价值和价格

从上述例子可以看出，证券分析往往可以获得非常具体的信息，而且具有较高的实际价值，适用的范围也很广。在这些例子中，我们关注的似乎都是证券的内在价值，尤其是发现内在价值与市场价格的不符之处。不过，我们还必须认识到，内在价值是一种难以捉摸的概念。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。但是，如果认为内在价值像市场价格一样是确定的，且能够确定，那就大错特错了。曾经有一度，人们将内在价值（对于普通股而言）等同于“账面价值”，即等同于整个业务经过合理估价的净资产。这一对内在价值的看法非常确定，但事实证明，内在价值在实践上几乎毫无用处，因为不论是平均收益，还是平均市场价格，似乎都不受账面价值的制约。

内在价值与“盈利能力”

因此，这一看法后来被一种新观点取代了，即商业的内在价值由其盈利能力决

^① 见附录注释2。

定。但是“盈利能力”这一提法注定暗含了对未来结果的正面预期。仅仅知道此前的平均收益还不足以对未来做出预期，甚至无法确定未来的变化是增长还是衰退。认为这一平均值或是这种趋势能够可靠地预见未来，一定有可靠的依据。经验已经有力地证明，在许多情况下，事实远非如此。这意味着以确定的数字所表示的“盈利能力”这一概念，以及由此引申出的“内在价值”这一几乎同样确定的概念，无法被认做是证券分析的一般前提。

例如：为了将此推论解释得更明确，我们来考虑一个具体而典型的事例。对于J. I. 箱包公司，我们如何确定它1933年普通股的内在价值是多少呢？其市场价格为176美元，每股的资产价值是9.50美元，未支付股息，10年的平均收益是每股1932美元，1932年的每股平均亏损17美元。如果我们使用通常的估算方法，可能会把10年内每股的平均收益乘以10，得到其内在价值是95美元。但是我们来仔细看一看构成这10年平均值的每个数字。请看表1—1。很显然，9.50美元这个平均数只不过是10个毫不相干的数字的算数结果。很难说，这个平均值能代表这家公司过去的情况，或是代表了它未来的发展趋势。因此，任何从这个平均数所推导出的所谓的“真实”价值或内在价值，只能同样被看做充满了偶然性以及人为性。

表 1—1	J. I. 箱包公司普通股每股收益	(单位：美元)
1932 年	-17.40	
1931 年	-2.90	
1930 年	11.00	
1929 年	20.40	
1928 年	26.90	
1927 年	26.00	
1926 年	23.30	
1925 年	15.30	
1924 年	-5.90	
1923 年	-2.10	
平均值	9.50	

内在价值对于分析的作用

现在我们试着概括一下内在价值对于分析的作用，看能否把前面提到的相互矛盾的例子理顺。最基本的一点是，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能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太确定的大致估算可能就足够了。这就好比说，我们无需知道一位女士的具体岁数，就能判断出她是否到了投票的年龄；我们也无需知道一个人的具体体重，

就能看出他超重了。

我们回头看一下前面举的例子，就能更清楚这一点了。无需精确计算圣路易斯-旧金山铁路公司的铁路系统的内在价值，我们就能得出结论，拒绝购买其优先股。从其收益记录就能很容易地看出，扣除债券持有人利息和优先股利息之后，剩余的盈利太少，不足以保障证券的安全。而欧文斯-伊利诺伊玻璃公司的5%债券的情况则恰恰相反。在这个例子中，我们同样不好精确估算该业务的价值，但是却能很容易判断该公司的资产在任何情况下都远远超过公司的负债。

在莱特航空公司（Wright Aeronautical）的案例中，其早期的情况表明，该公司的价值每股远远高于8美元（总额180万美元）。后来的情况也同样清楚，该公司的价值无法达到每股280美元，或是7000万美元的总额。因此，分析师很难判断出，莱特航空公司1922年每股的价值是20美元还是40美元，或1929年每股的价值到底是50美元还是80美元。但是好在我们无需计算出这些数字，就能得出结论说，其股票在8美元的时候值得购买，而在280美元的时候就没有吸引力了。

J. I. 箱包公司的例子则说明了一种更典型的普通股票的情况。分析师无法就内在价值与市场价格的关系做出可靠的判断。但是即使在这种情况下，如果股价过高或过低，还是能够得到较合理的判断。为了说明这一情况的不确定性，我们可以假设在1933年初，很难判断该公司的普通股的内在价值到底是接近30美元还是130美元。然而，如果该股票的售价低到10美元，那么分析师仍会毫无疑问地判断出，该股票的价值高于其市场价格。

内在价值概念的灵活性

这个例子可以说明内在价值的概念应用于证券分析具有怎样的灵活性。根据具体情况的不同，我们关于内在价值的概念的明确性也会有所区别。这里“不明确性”的程度，可以用一种完全是假设的“近似值范围”来表示。随着局面的不确定性增加，该范围就变大。比如，对于莱特航空公司来说，1922年的不确定性范围就是20~40美元，而1933年的则是30~130美元。由此我们可以看出，即使内在价值极不明朗，我们仍能根据其当前价格是否远远超出了其最高或最低估值而得出结论。

个别案例中的更明确结论

跨区快速地铁公司案例的分析更精确，比别的案例更能说明问题。此例中，5%债券的市场价格可以很明确地确定7%债券的价值。如果我们确定，债券持有人能够获得抵押品，那么其数学关系就是1736美元的7%债券相对于1000美元的5%债券。这一数学关系最终会在市场上得到确立。但是由于本例中还掺杂有些许政治因素，因此并不能完全确定事情会按常规发展。因此，考虑到实际因素，不能说7%债券的价值比5%债券的高74%，但是却能肯定地说7%债券的价值要高出许多——当两种债券以同样的价格出售的时候，这个结论还是相当有用的。

跨区快速地铁公司证券的例子属于一类较为特殊的情况。在这类情况下，比起

平常的案例，分析师能够对内在价值得出更确定的结论。这类情况可能会导致清算，或是其他的一些“技术操作”，比如“套利”或“对冲”。从抽象的意义来看，这些情况可能是分析师最喜欢的领域；但是从更广泛的投资理论和实践看来，这些情况特点鲜明，而且并不常出现，因此它们相对倒不那么重要了。

证券分析中的主要障碍

数据不足或不准确

毋庸说，分析师不可能总是正确的。此外，某一结论有可能是逻辑上正确，但实际应用效果却可能很差。证券分析师主要面临3大障碍，即

1. 数据不足或不准确；
2. 未来的不确定性；
3. 市场的非理性行为。

3大障碍中的第一种虽然较为严重，却是3个里面最不重要的。刻意伪造数字的情况很少见。大多数的数据错误都来自会计造假，而合格的分析师则应能够识别这种问题。比数字错误更常见的是隐瞒。但是隐瞒的范围已经因为推行监管行为而大大减少了。最初推行监管的是纽约股票交易所，之后是美国证券交易委员会（SEC），它们都要求公司提供更全面的财务报告以及更完备的会计报告。当有人刻意隐瞒重要信息时，如果分析师无法通过正常的询问和施压获得事实真相，凭借个人经验和技能他也应该能发现存在的问题，并采取相应措施。当然了，在个别案例中，隐瞒也会逃脱监管，并导致错误的结论。

未来的不确定性

未来变化具有很大的不确定性。根据事实以及明显的征兆所做的结论，很可能由于事情新的发展而出现变化。这就带来了一个问题，即证券分析预见情况变化的功能有多大？我们应当等到对多种因素都进行了讨论分析之后，再考虑这一问题。然而，未来变化往往是不可预计的，证券分析则必须依据常规继续，假定过去的记录至少能对未来提供最基本的指导。对这一前提的怀疑越多，分析的价值也就越低。因此这一技术应用于高级债券（不受变化的影响）比应用于普通股更有用；应用于具有稳定特性的业务比富于变化的业务更有用；在较为正常的一般情况下比在充满变化的不确定的情况下更有用。

市场的非理性行为

证券分析的第3个障碍在于市场本身。从某种意义上说，市场和未来带来的难题很类似。分析师对此二者都难于把握，而分析是否成功，又基本上取决于是否把握好了这两者。人们可能认为，投资分析师的主要工作和证券的市场价格没有关系，或关系不大。他的工作就是选择高优质、收益固定的债券，而且经过调查，这些债券还本付息具有较高的安全性；而购买债券的人呢，则不在乎债券在市场上的波动，只是关注购买的债券是不是好的投资选择。我们认为，这种对投资者态度的传统看法是不准确的，甚至是完全错误的。证券的持有人，不论所持的是什么类型的证券，都会关心证券的市场价格。只要看一看，投资者都重视证券的“可销售性”或“流通性”就可以清楚这一点。假如说“某一证券能够随时出售”这一

点很重要的话，那么能否以满意的价格售出就更重要了。虽然，投资高级债券的人对于市场波动比一般投机者的担心要少，但是市场波动对这样的投资者即便没有财务上的影响，仍会有强烈的心理影响。因此，即便是在这一领域，分析师除了要考虑影响证券安全的基本因素之外，还要考虑各种有可能操控市场价格的影响因素。

分析师的另一部分工作是，发现市场价格低于或高于内在价值的证券，此时他更加直接关注市场价格。因为此时他的判断是否准确，极大程度取决于该证券的最终市场表现。可以说，这一部分分析工作是建立在两个假设的基础上：首先，市场价格经常偏离实际价值；其次，存在某种趋势使这些偏差能够得到自我纠正。尽管华尔街常常口口声声说能掌握“对市场的绝对判断”，并声称“股票的价值恰是你出可以出售的价格——不多也不少”。至少对于前一种说法，我们可以说很少有人对它提出疑问。

价格向价值回归迟缓的危险

第二个假设在理论上同样成立，但它在实践中的效应往往最不令人满意。由于疏忽或偏见导致低估某一证券价值的情况所造成的影响往往会持续很长一段时间，而且由于过于狂热或人为刺激所造成的证券价格虚高也同样很难在短时间内消退。对于分析师来说，这种拖延尤其危险，因为在价格在市场的作用下，朝分析师判断的价值回归之前，新的决定因素可能会出现。换句话说，当价格最终反映价值的时候，这个价值可能已经发生了相当大的变化，此时分析师当初据以做出判断的事实和理由可能已不再适用。

分析师必须竭力设法保护自己，避免这种风险：其中一个办法最好是设法去处理不受突然的变化影响的情况；另一个办法是关注那些非常受公众欢迎的证券，由于公众对其关注度高，这足以保证其价格相当迅速地反映其价值要素，而分析师则可以第一个认识到这些因素；第三个办法是调整自己的工作，使之适应金融市场的总体状况，注重在业务和市场调节相对趋于平稳时，发现被低估市值的证券。而当市场压力过大，不确定性增加时，则应谨慎行事。

市场价格与内在价值之间的关系

市场价格与内在价值之间关系的一般性问题，可以通过图 1—1 清楚地反映出来，该图反映了形成市场价格的每个步骤。我们可以清楚地看到，所谓的分析因素对市场价格有着怎样的部分或间接的影响。部分的影响，是由于纯投机性因素也经常与分析因素竞争，而纯投机因素将对价格有相反的影响；说它是间接的影响，是因为它要通过作用于人的情感因素，以此为媒介来形成影响。换言之，鉴于其性质的特殊性，市场不是一个精确的计量仪器，不会根据证券的内在品质丝毫不差地记录其价值。相反，我们说市场是一个投票机，其中包含了无数的个人选择，这些选择有些是出于理性，有些则是出于感性。

I. 总体市场因素
II. 个别因素

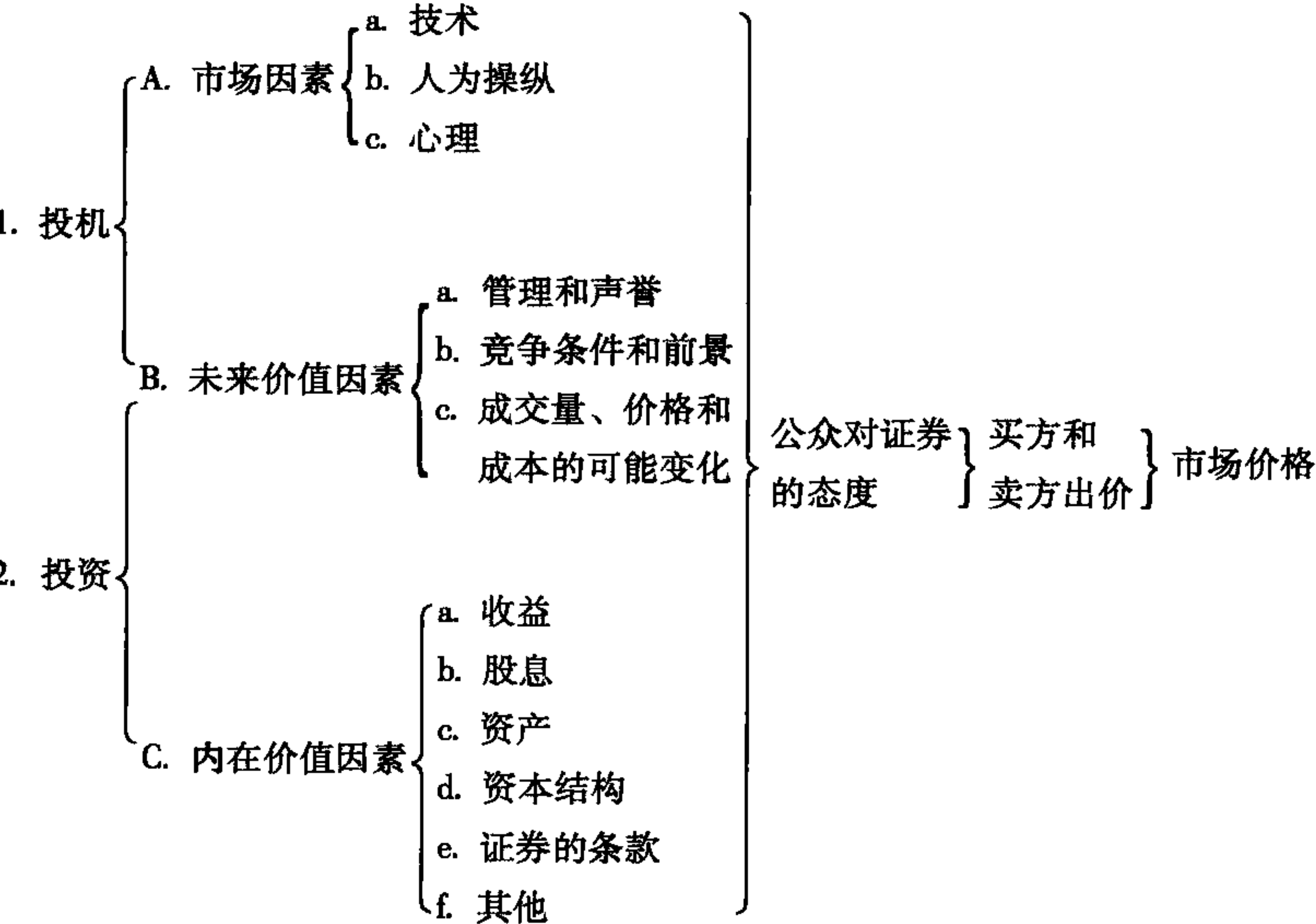


图 1—1 内在价值因素与市场价格的关系

分析和投机

人们通常认为，科学的分析在任何情况下都能够带来好结果，即使是那些面临大量不确定性和风险的投机行为也不例外。如果能对公司情况进行专门研究，再在此基础上选择投机证券，对购买者而言，这个途径岂不是相当具有优势？在承认未来事件具有不确定性的前提下，能否认为事情的有利发展和不利发展能够在某种程度上相互抵消，从而认为：科学的分析所带来的初始优势最终将能够带来一些利润？这个论断模棱两可，且具有欺骗性，轻易接受它会令许多分析误入歧途。因此，有必要仔细讨论一下反对在投机行为中过于依赖分析的几个观点：

第一，所谓的投机机制对投机者而言，存在严重缺陷，这些缺陷甚至可能抵消分析研究所带来的优势。上述缺陷包括支付佣金和利息的费用，即所谓的“市场敲门砖”（意思是出价和询问价格之间的差），以及最重要的，平均损失超过平均利润的固有趋势，除非有一套与分析方法相悖的交易法则。

第二个反对意见是，投机形势下的潜在分析因素时刻都有被马上修订的可能。前面已提及到一个危险，即内在价值可能会在市场价格对其价值做出反应之前改变，因此在投机的情况下，风险也势必比在投资环境中大得多。

第三个困难产生自未知因素周围的环境，因此在证券分析工作中，可暂时置之一边。理论上讲，这些未知因素的影响利弊各半，从长远看，它们应当会彼此中和。例如，在同一领域的两家公司，就其盈利而言，通过比较分析很容易断定，其中一家远低于另一家，尽管彼此拥有类似的发展前景。同样，低价固然是个诱惑，那是由于其背后有着不利因素，尽管不甚明了，只有该公司内部人员知道——对于以高

于其相对价值出售的证券而言，情况也是这样的。在投机的情况下，那些“内部人士”往往有一种这样的优势，从而使有利的变化和不利变化的相互抵消的假设失去作用，并且使不了解内部消息的分析师处于不利的位置。^①

随机因素的增加使分析的价值下降

最后的反对理由是建立在一个更抽象的想法的基础上的，尽管如此，其实际意义却非常重大。即使我们假定数学分析必然成为投机者的一大优势，这也并不能保证他们必然获利。他的做法仍然存在风险；在任何个例中，都有可能遭遇损失；而在交易结束后，很难判断分析师的分析到底是做出了有益的贡献还是带来了不利的影响。因此，后者在投机领域的立场仍是不确定的，而且在一定程度上缺乏职业地位。这就好比分析师和财富女神在投机市场这架钢琴上演奏二重唱，但所有音符的选择权都由善变的女神掌握。

通过另一个想象力稍逊色的隐喻，我们可以更有力地说明，为什么分析师更适合投资领域，而非投机。（鉴于在后面章节中我们将对此详述，在本章中我们就暂且假定投资隐含安全之意，而投机则暗含风险。）蒙特卡洛轮盘赌的赔率是 19:18，这是不利于玩家的，每下 37 注，玩家才会平均赢得公众投注的 1 美元。这暗示着，赔率对未经训练的投资者或投机者不利。我们假设，通过一些相当于分析的活动，轮盘玩家能够在有限数目的赌注中扭转赔率，这样，现在的赔率成为 18:19，玩家成为获利一方。如果他将赌注均匀分布在所有的号码上，那么无论在哪个筹码上，他总会赢得适量的筹码。通常在人们头脑中，这项举措会与一个经过合理分析并在适当条件下加以执行的投资计划联系起来。

但是，如果玩家将所有的钱都投注在一个号码上，撞上大运的比率相形之下就微乎其微了。如果他运气好，他的“分析”能够使他赢得多一点。但是运气不好的时候，这种“分析”便毫无价值。这个案例也许有些许夸张，它描述了在处理投机问题方面，分析师所处的真正位置。当运气成为最重要的因素时，本来在投资领域能够保证取得较好结果的数学优势也会变得毫无效用。

因此，对于投机而言，把分析看成是一种辅助性手段，而非指导工具，这倒是一种谨慎的观点。只有当机遇的作用退居次要地位时，分析师的声音才真正具有权威性，并且才可以为其判断负责。

3. 评判功能

投资金融的原则和公司财政的方法都属于证券分析的范畴。通过应用标准来分析事实，可以获得分析判断。因此，分析师关注的是选择标准的健全性和实用性。他也会高兴地看到，证券，尤其是债券和优先股，在具有足够的保护条款的基础上来发行，此外，更重要的是加强这些保护条款时，采用的做法是可接受的金融惯例。

对于分析师来说，某些事实能否适当呈现是非常重要的，而且这意味着他必须

^① 见附录注释 3。

高度关注会计处理方法。最后，他必须关注影响到所有证券持有人的企业政策，因为他所分析的证券价值，可能很大程度上取决于企业的管理行为。这一类问题包括资本的配置，股息和扩大发行政策，管理层的补偿，甚至包括对不盈利业务是继续经营还是清算的决定。

对所有这些源头不同的事项，证券分析可能能够表达出批评性的判断，力避错误，纠正不良行为，并更好地保护那些拥有债券或股票的人。

分析中的基本要素 量和质的因素

在前一章，我们从分析师希望完成的任务的角度出发，介绍了分析中的一些概念和资料。现在让我们想象工作中的分析师，询问一下指导他分析一个特定问题的方法都包括哪些广泛的考虑，以及当他面对必须处理的各种信息时，应该采取什么样的态度。

四个基本要素

证券分析的目标是回答，或是协助回答某些非常实际的问题。这些问题一般都比较常见，比如：出于某一特定的目的，应购买哪些证券？就某一证券而言，是应购买，还是出售，抑或是持有？

在所有这些问题中，有4个主要因素会直接或间接地被划入考虑范围。这些因素是：

- 1. 证券；
- 2. 价格；
- 3. 时机；
- 4. 人。

更全面地表述起来，第二个典型的问题应该是，某证券S是否应在价格P、在时机T，由I这个人购买、出售、持有？因此，一些关于这四种要素重要性的讨论就具有重要意义，而且我们认为以相反的顺序来考虑这些要素更简便易行。

个人

个人因素对于购买证券或多或少都能起到一定的影响。通常，其重要性的一个

主要方面便是有意向的买家的财务状况。对一个商人而言，一位收入有限的受托人或一名寡妇是无论如何也不会有丝毫投机吸引力的。其次，对于有些人来说，如果购买利率为3.5%的美国自由证券时无法从其完全免税的政策中获得任何好处，但是却能够从部分征税的政府证券获得相当高的收益率，此时，他就不应购买前一种证券。其他的有时可能会影响证券选择的个人特点包括：他所受的金融证券培训和能力，他的性格特点，以及他的喜好。但是，无论这些因素显得有多么重要，它们通常不是分析中的决定性因素。大多数从分析所得的结论都可以以客观的术语描述，适用于投资者，同时也适用于投机者。

时机

对证券分析所选择的时机将以许多种方式影响最终结论。公司的披露和前景都会呈现此时彼时各不相同的特点，这些变幻莫测的形势必然会对分析师们所持的观点产生这样那样的影响。此外，选择证券的标准是质量和收益，而这二者，特别是后者，通常要随总体的财务状况而变化。在1931年6月，一个收益率5%的最高级铁路债券似乎很有吸引力，那时此类债券的平均收益率是4.32%。但是，同样的债券在6个月后将变得毫无吸引力，因为在此期间，此类债券价格下跌严重，收益率则已上升至5.86%。最后，几乎所有证券投资都会在某种程度上受到当前的金融和商业前景的影响。对于投机活动来说，这些因素的制约力度相当大，显得尤为重要；尽管在保守的投资中通常可以无视这些因素，但是在外界压力较大以及不确定性较强的时期内，这些因素也是不容忽视的。

证券分析作为一种研究，必须关注的问题包括一套在任何时候都有效的原则和方法——或者至少在所有通常的条件下都有效的原则和方法。然而，我们应该牢记，分析在实际应用所依据的环境背景时，是受时代不断变化所影响的。

价格

每一个对涉及证券问题的完整判断，都离不开价格这一关键部分。在选择投资债券的最佳时机时，价格通常是一个从属的因素，这不是因为它无关紧要，而是因为实际中价格很少出现过高的情况。因此，几乎全部的重点都被放在了证券是否有足够的安全性这一方面。但是，当遇到特殊情况，比如购买高级可转换债券时，价格可能和证券的评级一样，成为非常重要的因素。美国电话电报公司1939年到期的利率为4.5%的可转换债券，在1929年出售时价格超过了200美元，恰好说明了这一点。见表2—1。事实上，无疑，本金（平价）和利息的安全并不意味着在这个价格购买该证券就能避免极其危险的情况发生——实际上其市场价值损失了一半以上。

在普通股领域，将各种因素综合起来考虑变得更有必要了，因为一旦付错了价，其危险与购买了错误的证券几乎一样大。我们稍后会指出，新一代的投资理论将价格因素置之不理，而这种缺漏正是大多数灾难性后果的元凶。

证券：企业性质和承诺条款

如果我们用略为不同的形式重申这一问题，在投资决策中，证券及其价格所发挥的作用可能会得到更清楚的阐释。这一次我们不去问哪一种证券和价格如何？而是问，是哪家企业的？其承诺是在什么条件下做出的？这使我们在分析中，可以对两个基本要素有一个更加全面、均衡的比较。说起投资或投机的条款，我们不仅是指其价格，而且还包括证券的规定，以及其当时的情形和呈现的状况。

表 2—1 美国电话电报公司 4.5% 可转换债券（1939 年到期）的年度价格范围 （单元：美元）

年份	高价	低价
1929 年	227	118
1930 年	193.375	116
1931 年	135	95

无吸引力承诺的范例

一个运行良好的企业对其投资条件的表述可能是不良甚至不利的。在 1929 年前，城市房地产价值在很长一段时期内都趋于稳步增长。因此，许多人认为这便是最“安全”的投资手段。但是，在 1929 年购买纽约市地产发展优先股可能会面临一些苛刻的投资条款，投资的合理性在此就被彻底抵消掉了。该类股票可被归纳如下：

- 1. 证券的条款。优先股，排名先于大规模第一抵押贷款，对股息和本金均无无限制权利。其排名在普通股之前，该股票不代表现金投资，因此普通股东没有什么损失可言，反而会获得大量收益，而优先股股东则可能失去一切，可能的收益只有一小部分。
- 2. 证券的状况。投资建设一座建筑成本极高的大楼，出现困境时没有任何储备或初级资本可供周转。
- 3. 证券的价格。按面值分红回报率为 6%，远低于房地产第二按揭贷款投资的回报率，而且后者较该类优先股而言，还有许多其他优势。^①

有吸引力条款的范例

我们只需考察最近几年的电力融资，就能找到无数这样的例子，即购买了一个本身极其诱人的行业的证券，其业绩却不尽人意。为了更好地对比，我们举布鲁克林高架集团。第一 5% 利率证券为例，1932 年发行，发行价格为 60 美元，1950 年到

^① 这个例子中的房地产企业对普通股予以了优先股的奖励。普通股没有直接的价值，但它却有潜在价值，在有利条件下，可能使购买变得有利可图。不过，从投资的角度来看，这家企业的优先股面临以上我们已经详细讨论过的所有反对的意见。不用说，在几乎每一个购买这些债券的案例中，购买者得到的收益状况都很不理想。

期，到期收益率为9.85%。这是布鲁克林-曼哈顿交通系统的第一个项目。机车产业以及电气铁路产业一直不被看好，这主要是由于汽车行业竞争过大，此外还有账户的管理、收费合同等一系列问题。因此，此类证券往往被视为不受欢迎的一类。然而在这里，投资的条款可使其成为一个令人满意的投资承诺，如下所示：

1. 证券的条款。根据经营公司和纽约之间的合同，第一笔收取的费用在合并地铁和交通高架线路上，不论其性质为公司所有还是市政所有，均代表比其证券本身规模大得多的投资。

2. 证券的状况。除上述非常特殊的具体保障之外，该债券还受到运营稳定，且具有足够的盈利能力的公司的保障。

3. 证券的价格。当其收益率超过布鲁克林-曼哈顿交通公司1968年到期的6%利率债券，令其处于从属地位时，可以购买之。（后者1932年的收益率为9%；相比之下，布鲁克林集团高架铁路5%利率债券的收益率为9.85%。^①）

承诺条款和企业特点的相对重要性

我们之所以分析企业特点和承诺条款的区别，暗示着需要回答哪个因素更为重要。是投资一个条款诱人但效益稍差的企业，还是投资一个运营良好但条款不够诱人的企业？流行的观点倾向于毫不犹豫地选择后者，而这种选择是出于本能而非逻辑判断。长期以来，经验毫无疑问地表明了，大部分投资者以过高的价格购买效益被公众看好的企业的股票，比起希望通过低价购买次级企业的股票获得较高收益，损失要少得多。

然而从分析的角度看，这种凭借经验的处理结果并不能解决我们提出的问题。它仅仅反映了一种适用于所有种类商品的规则，即外行买家买信誉高的东西，尽管那样花钱通常会多一些。但是不用说，这个规则不能用于指导专业买家。具备专业知识的人在购买时不仅仅看重商品信誉，他们更具备甄别商品质量的能力，有时为了迎合自己的用途或受价格吸引，他们会选择在一定程度上降低对质量的要求。这种区分不仅适用于购买油漆、手表等，购买证券也是如此。这就产生了两种截然相反的原则，一种适用于未经专业训练的投资者，另一种仅适用于分析师：

1. 不具备专业水平的证券投资者的原则：无论如何，不管条款怎样，不要把资金投在一个次级企业里。

2. 证券分析师的原则：任何证券都可能出现此时价格低廉、彼时价格昂贵的现象。

我们已经批评了过分强调选择企业状况的现象，因为这容易误导人们为了追求购买好股票而花费过高。同时，所选中企业也可能被证明是不明智的选择。希望选

^① 1936年布鲁克林高架集团的5%利率债券价格涨到了115.5美元。1937年后，随着BMT盈利的下滑，该价格降至59美元。不过，随着纽约市在1940年购买了该运输系统，人们又一次认识到了它的强势，其价格再次回升到92美元。

择规模较大、管理良好、信誉度高、未来预期业绩可靠的企业，这很自然，也是正常的。但这些预期，尽管听起来理由充分，却往往不能实现。许多昨天叱咤风云的企业，今天已是日薄西山。这样的故事，明天还会重演。在过去 20 年的投资领域里，铁路公司作为一个整体，其地位一直在下降，这便是一个醒目的案例。一个企业之存在，既可以说是一个事实，也可以说是一个观念问题。近年来，关于投资的观点多变且不可信。1929 年，西屋电气制造公司（Westinghouse Electric and Manufacturing Company）在投资者眼中非常受宠。两年后，其股票却被以远远低于其当时净资产的价格出售了，这大概反映了公众对其未来盈利能力的广泛质疑。大西洋与太平洋茶叶公司，1929 年曾被视为能产生奇迹的企业，结果其股票价格到了 1938 年从 494 元下滑至 36 元。在那以后，普通股均以低于其现金资产的价格出售，优先股的价格则有其他现金资产的保障，维持了票面价格。

这些考虑并不否认这样一个原则，即非专业投资者出于保险起见，应当只购买最被看好的那些企业的股票。然而应当认识到，这种倾向对他们而言具有命令性，因为往其他方向投资往往具有更大风险，而不一定是因为最被看好的股票就是最安全的。分析师必须充分关注对市场的判断以及最具优势的企业，同时也必须保持一个独立和批判的视角。一旦理由充足、证据在手，他也应果断地批判那些一时间被广为看好的股票，引导公众把眼光转移到曾受冷落的股票上来。

证券分析中的定性和定量因素

要分析一只证券就要分析一个企业。这类研究无论怎么细致都不为过；因此在实际的判断中，必须先决定这个过程将要行进到一个怎样的程度。环境势必将对此产生影响。一个购买了 1 000 美元债券的投资者并不会认为分析证券有多少价值，但对于一个购入了 50 万美元大单的保险公司则不同了。后者的研究比起原始银行家们，其详细程度又要差一个等级了。比较而言，在选择一只收益率 3% 的高级债券时，不需要太严密的分析，而当寻找一只收益率 6% 的安全性更完善的债券，或一笔在普通股领域无可挑剔的交易时，则需审慎的分析。

分析的手段和程度应受到投资特点和目的的限制

分析师在使用分析手段时要拿捏好分寸。在选择和处理分析资料时，他不仅要考虑到材料内在的重要性和可靠性，还要考虑到获取是否便利的问题。一方面，他绝不能受到海量数据的误导，例如，在一份铁路系统致州际商业委员会的报告里，对一些次要信息进行过多过深的研究是不必要的；另一方面，如果缺乏关键信息，他也要及时放弃。因为他不可能为了获取这些信息而付出更大的努力，或是该问题不值得为之付出这么大的努力。在一些完整的“业务分析”中，此类事件常会出现，例如，企业的良好发展在何种程度上取决于专利保护、地理位置的优越或暂时的人力资源优势。

数据的价值因企业类型之不同而异

最重要的是，分析师必须认识到，数据的价值因研究的企业类型之不同而各不相同。铁路业或大型连锁企业的5年营收记录所能呈现的毛盈利或净盈利记录，对于衡量高级股票的安全性以及普通股的吸引力来说，即便不是决定性的，至少也是一个相当坚实的基础。但是，一个较小的石油生产公司提供的同样的统计数据，最终很可能被证明其欺骗性大于实用性，因为这样的数据主要由两方面的因素构成，即价格和产量，这两个因素，其未来的值都可能和现在的大为不同。

定量与定性分析

将分析所需的要素进行分类有时比较方便，这两个类别分别是质和量。前者可看做是公司企业的统计数据展示。其中包括收入账目和资产负债表上所有有用条款，连同有关生产、单位价格、成本、能力、未完成订单等一系列数据。该标题下的各项细目又可进一步划分：资本、收入和股息、资产和负债、业务统计。

质的因素所涉及的是业务性质等项目，某个产业中具体某个公司的相对位置，该公司的现实状况、地理位置、经营特色，及管理的特点，最后还包括对发展前景的展望（公司内部、相关行业和全行业内的展望）。通常，此类问题在该公司的报告中是不予处理的。分析师必须自己寻找答案，他所面临的信息来源不同，可信度也大不相同，还包括大量的纯主观性的看法。

一般来说，在分析中，量的因素比质的因素更为采用。前者数量较少，更容易获得，也更有利于形成明确可靠的结论。此外，财务结果也往往通过许多质量因素自动反映出来；因此，对质的因素进行仔细的研究对于全局来说似乎意义不大。某一证券的典型分析，比如证券界内部通告，或者统计服务机构出具的报告中的那些分析，都没有对质的因素给予足够的关注，而是在那些数据上颇费心思。

质的因素：业务性质及其前景

谈起质的因素，强调最多的只是行业性质和管理特点。这些要素非常重要，但是要想处理好往往也非常困难。首先，我们考虑一下业务的性质，包括对其前景的总体想法。关于什么是“好业务”，什么不是，多数人都心知肚明。这些观点的形成，一部分是基于财务状况，一部分出自他们对该行业运营状况的了解，还有一部分则是基于猜测和偏见。

1923—1929年间这段繁荣时期内，许多主流工业都明显很落后。其中包括雪茄业、煤炭业、棉制品业、化肥业、制皮业、木材业、肉类加工业、造纸业、航运业、铁路业、制糖、羊毛纺织业等。其中的原因通常是产品竞争或服务方面的问题（例如，煤炭业、棉花制品业、铁路业），或是生产过量、不良贸易行为（例如，造纸业、木材业、制糖业）。同时期其他行业的繁荣程度皆远超于一般的业务，其中包括制造业、连锁店、卷烟制造商、电影产业和公用事业。这些行业表现出众的主要原

因是大众对其需求的锐增（如烟草业、电影产业），或是缺乏竞争，对竞争进行管控（如公共事业、易拉罐制造商），还有可能是商家自身经营能力赢得了这一切（如连锁店业）。

很自然地，我们可以推测，某些行业表现不佳，究其原因是由于“境遇不佳”，因此应当躲开它们。而对于那些表现出众的行业，我们则应反过来待之。但是，这一结论却时常被证明是错误的。太好或太差的形势都不会持续太久。不仅普通行业，特别行业亦是如此。某些行业盈利渐少，某些相对资本则盈利过量，此时，一些纠偏的力量就会出现并起作用。

需求不断增长的产业往往由于供给的更快增长而变得不良。这在无线电行业、航空业、电力制冷行业、公交运输业、制袜业等都得到了证明。1922年时，百货公司被广为看好，因为它们的业绩在1920—1921年的大萧条中表现甚好；但在随后的几年里这种优势没能维持下去。由于成本高，公共事业在1919年的经济繁荣期内还无人问津；但在1927—1929年间，它们却成为投资人士的新宠；1933—1938年间，出于对通货膨胀、利率调控和直接官方竞争的担忧，公众对公共事业的信心一度下跌。另外，1933年，一度低迷的棉纺织业的发展水平一时间超过了其他行业。

管理因素

人人都有这种想选择一个“好行业”投资的愿望，但他们必须认识到，这种选择存在相当大的难度。其困难程度犹如选择一个经营有方的管理层。对管理能力的客观测验很少，而且也远非科学。在更多情况下，投资者凭借的仅是企业的声誉，而“盛名之下，其实难负”的现象也是存在的。最能说明企业是否具备良好的管理能力的指标，只能是一段时间内的企业运营记录。但这样一来，我们又不得不重新关注那些属于量的方面的数据资料。

股市中一直有在分析统计时会重复计算管理因素这样一种倾向。股价反映了一个良好的管理层带来的收益，也反映了“良好管理”所带来的增益。这就导致了“对同一个项目的重复计入”，也经常导致估计过高的情况。

未来收益的走向

近年来，人们对收益趋势越来越关注。不用说，持续的盈利记录是公司运营良好的一个标志。而金融理论在这一点可谓过犹不及，在估计未来盈利状况时，将过去的发展趋向放置在未来背景下考虑，并将其当做评估业务的基础。因为这些数据用在了这个过程中，人们便误以为它从数学的角度讲就是合理的。然而要看到，过去的趋势虽然是既成事实，可未来的趋势仅仅是个猜测。我们之前提到的那些对不正常繁荣或大萧条起到缓和作用的因素，同样决定了不会出现无休止的上升或下降趋势。当上升或下降的趋势变得逐渐明朗时，很可能也到了该发生变化的时候了。

谈到未来的发展前景，认为过去的趋势会在未来重演，重新出现过去的一般状态，这样的想法可能会遭到反对。这样说也许对，可这并不意味着过去的趋势比过去的独立数据、平均数据对分析更具指导价值。因为证券分析并不是假设过去的平均水平在将来会重演，它只是对未来的发展趋势提供了一些粗略的指数。然而，趋势

是不能被作为粗略的指数的；它代表着一种确切的预言，可能是好的也可能是坏的，因此也必然是非对即错的。

分析师必须时刻牢记二者的区别，这可以通过举例让大家更好地理解。我们假定1929年铁路领域的利率收益是此前7年间平均数值的3倍。此时，分析师大概会由此得出结论，铁路证券不错。这是一个基于量化数据和标准的判断。但这并不意味着未来7年中，平均利率仍会保持过去那个数值的3倍之高；这仅仅表明，当利率上升到原先的3倍时，收益不会下跌得太离谱，这只证券暂时是安全的。这样的结论几乎在每一个实际案例中都被证实是正确的，除非发生经济崩溃这种特殊情况。

现在我们再看一个主要依据趋势做出的类似判断。1929年几乎所有的公共事业系统都呈现出盈利持续增长的势头，但其中许多都承担着昂贵的固定费用——这是由于其资金的金字塔结构造成的——这几乎耗尽了它们所有的纯收入。此类证券的持有者都认为，它们的安全边际虽然小，但并非其缺陷，因为收益还在持续增长。他们由此对未来做出了明确的预测，这些预测是否正确，决定着他们投资的正确性。一旦预测出现失误——如事实所表明的那样，他们必将遭受严重的损失。

趋势基本上属于质的因素

在本书后面的部分，我们要讨论到对普通股的评估问题，在那里我们将指出，过于强调趋势，很容易导致高估或低估等失误。事实确实如此，因为对于趋势的估计无法进行限制；因此，评估尽管看起来是一个数学运算过程，实际上是一个心理过程，其结果往往具有很大的随意性。因此，在实际应用中，我们把趋向性看做是一个质的因素，尽管它表述起来更多地使用量化的说法。

即使评价准确合理，质的因素也是始终存在的

实际上，趋势是以一种以确切预言的形势对未来发展前景的表述。同理，关于业务性质和管理能力的总结对分析企业发展前景具有重要意义。因此，这些质的因素具有共同的总体特点。对分析师而言，它们都带来同样的基本困难，即无法判断某一证券的价格究竟能在多大程度上反映其质的因素。多数情况下，一旦质的因素能够判断出来，在分析过程中往往会过于强调它们。在一般市场上，同样的影响也不断发生作用。之所以反复出现过度的上涨和下跌，归根到底，是因为当价值主要取决于发展前景时，最终决策不是根据数学分析的结果做出的，几乎总是会走上极端。

分析主要是关注能以事实确定的价值，而非那些依赖于对未来的预期的价值。如此说来，分析师采用的方法是与投机者截然相反的；这就是说，投资者的成功取决于他对未来发展的预测能力。不用说，未来可能的变数也是分析师必须考虑的，但他的主要目的是对其加以防范，而非从中谋利。从广义上说，分析师把企业的前景视为一场冒险，他的结论必须应验，而不能成为替自己开脱的证词。

内在稳定性是主要质的因素

因此，分析师最应注意的质的因素必须是具有内在稳定性的。因为稳定能抵御变化，这样一来，也就能更加依赖过去的结果。稳定，与趋势一样，可以用量化的条款加以表述——例如，我们说通用烘焙公司在1923—1932年间的收益比其1932年收取的利率高10倍以上，或伍尔沃斯（Woolworth）在1924—1933年间的营业利润差别很少，每只普通股价格仅在2.12美元和3.66美元间浮动。但我们认为，稳定的确是一个质的特性，因为它出自业务的性质，而不是统计记录。某个企业如果有稳定的记录，这表明它具有内在稳定性，但是另外一些不同角度的考虑也可能推翻上述结论。

例如：通过比较1932年早期的两只优先股，可以得出这一点，它们分别是斯塔贝克汽车工业（Studebaker）和第一国民（百货）商店 [First National (grocery) Stores] 的股票，二者均是以高于其票面值的价格出售的。两个例子很类似，均显示了在优先股股息标准之上长期保持着的令人满意的安全边际。然而，斯塔贝克的数据给人留下的印象更为深刻，如表2—2所示：

表2—2 优先股股息支付次数

第一国民商店		斯塔贝克	
财政年	次数	日历年	次数
1922年	4.0	1922年	27.3
1923年	5.1	1923年	30.5
1924年	4.9	1924年	23.4
1925年	5.7	1925年	29.7
截至1927年3月31日	4.6	1926年	24.8
截至1928年3月31日	4.4	1927年	23.0
截至1929年3月31日	8.4	1928年	27.3
截至1930年3月31日	13.4	1929年	23.3
年平均	6.3		26.2

但分析师必须超越这些单纯的数字，考虑到两个企业的内在特点。连锁百货店贸易本身含有相对稳定的因素，比如稳定的需求量、地理位置的多样性和快速的存货周转率。它是该领域的典型大规模集团，只要不采取无节制的鲁莽扩张政策，就不太可能遭受巨大的波动以至影响其收益。但是，斯塔贝克这家典型的汽车制造商所表现的情况则全然不同。尽管行业总体形势比较稳定，但是每个小企业都面临着各自的问题，这主要是由于大众偏好风潮的变换导致的。斯塔贝克的盈利稳定，但没有任何逻辑能有力证明，该公司能够拥有其大多数竞争者均无法拥有的在市场沉浮中保持不败的制胜法宝。斯塔贝克优先股之所以看上去不错，主要是因为其统计数据稳定，这与行业普遍特点不同。而另一方面，第一国民（百货）商店的股票之

所以业绩良好，这通常与企业的内在特点密切相关。尽管斯塔贝克的统计数据给人留下的印象更为深刻，稍后的考虑应着重强调分析的作用，这会使第一国民（百货）商店的优先股比斯塔贝克展现出更好的内在投资价值。^①

总结

总结一下本次关于质和量的因素的讨论，我们得出这样的规律：分析师要依靠数字、经过检验的测试以及标准。单凭数据本身是不够的；从相反的角度进行量的考虑，有可能将其完全推翻。即便是证券显示的统计数据没问题，若是其未来发展前景不明朗，或是人们对其管理层不信任，均可能推翻上述数据。同样，分析师也可能过于看重稳定性这一质的因素，因为如果企业表现出良好的稳定性，可以说明基于企业过去业绩的结论不会轻易受到将来突发事件的干扰。另外，如果分析师能够用超乎寻常的质的因素，为一只股票提供足够的量的支持，那么这也会成为分析师自信和骄傲的源泉。但无论何时，一旦承诺在很大程度上取决于质的因素——亦即，一旦股价比统计数字所能支持的价格高出很多，这时所做的分析就不够牢靠。用数学语言来表述，那就是，令人满意的数据是分析师做出正确决策的必要但非充分条件。

^① 第一国民（百货）商店多年来保持此收益率，未曾有过太大变化；优先股于1934年开始兑现。1930年后斯塔贝克的收益急转直下，1933年被指定了收购者，优先股几乎损失了所有价值。

想要把分析师在工作中第一时间认为有价值的信息来源逐一列出或展开讨论，是不可能做到的。在本章中，我们会列出一些较为重要的信息来源，并进行评述。此外，我们还将通过举例，努力向读者介绍大量特殊的信息渠道的特点和作用。

关于股票条款的数据

假设在一个典型案例中，分析师寻找与下述情况相关的数据：该股票的条款、公司、所涉及的行业。股票本身的条款在证券手册或统计服务中都提供了概要。如需关于债券合同的更详细资料，分析师应征询契约（或受信契据），可以在受托人办公室获得其副本。公司的各项股票条款都是完全根据章程（或公司合作条款），并依照法律程序立定的。如果股票上市，这些文件将于美国证券交易委员会形成备份，并在合适的证券交易所上市。无论债券还是股票，上市申请——通常随时可以获得——包含了几乎所有的重要条款。新股票的招股书也包含着这些条款。

公司数据

股东报告（包括临时新闻发布）

现在再看公司这边的情况。显然，在这里统计数据的主要来源就是公司呈交给股东的报告。就其发布的频率和完整程度而言，股东报告各不相同，如以下所总

结的：

去除租金后，即可得到所有重要铁路每月收入净值（铁路净营业收入）。多数情况下，上述数据显示的结果被用于填补股息（净收入）。许多企业每周都发布其货运量数据，部分企业发布其每周总收入额。年度报告的小册子会提供相当多的运营财务数据细节。^①

公共事业公司的经营政策，每季度甚至每月间都各不相同。这些定期显示的数据包括毛盈利、税后净盈利和股息差额。有些公司仅发布一年内的总额变化情况，例如，美国水利工程和电气公司（按月份）和北美公司（按季度），其中许多都提供每周或每月出售的电量。

各工业公司都有自己奉行的一套政策。在一些工业集团内的多数公司都遵循同样的套路，这已成为一种趋势。

1. 月报表

多数连锁商店都以美元为单位，按月公布其销量。早在1931年之前，制铜业生产商就按月定期公布自己的产值。通用汽车公司按月公布自己的销售数量。

1902—1933年间，美国钢铁公司按月公布其未完成订单量，但1933年，改为公布每月交付的钢材吨数。鲍德温机车厂（Baldwin Locomotive Works）每月以美元为单位，定期出具本公司出货量、新订单量和未交货定单量。输油管道公司组成的“标准石油集团”（Standard Oil Group）每月以桶为单位公布其业务统计结果，每月的净盈利数据则不定时由独立的公司发布，但这种情况很少，有时也只是临时做法。其间有一种倾向，在业务上升时按月公布报表，但业绩一旦下滑，就不公布了。有时月报表会包括在季度报表中，比如，1932年之前的美国钢铁公司就是这么做的。

2. 季度报表

按季度公布其运营结果被视为几乎所有行业都须遵守的标准程序。纽约证券交易所一直努力敦促各个公司出具季度报告，而且通过与推出新上市证券挂钩，让这种敦促更具实效。人们认为有一些企业可以不受上述要求限制，因其营业结果存在季节性变化。这些生产部门包括食糖工业、化肥业和农具业。若是发布全年营业额报表，其季节性波动就不再明显。大陆制罐公司（Continental Can Company）就是这么做的。^②

至于为什么大型卷烟厂和百货商店要一整年才公布一次营业结果，的确很难理解。像伍尔沃斯这样的公司，虽然按月发布销售报表，可是并不发布任何年中的净利润报表，这好像也不太合理。几乎在各个行业中，都有许多特殊公司无法按季度出具报表。在几乎所有案例中，管理层都能获得这些中期的数据，但股东却无法获得，而它们却又拿不出拒绝让股东获知的充分理由。

① 如今有些铁路集团都向股东出具一份精简的年度报表，但会根据股东的要求，提供更全面的报告。

② 1936年3月，纽约证券交易所建议，所有上市公司都遵循这一程序，不再按季度公布其收入状况。该建议引起了强烈反对并于次月被撤销。

即使是提供季度报表的公司，它们所提供的报表也各不相同，有的只包括单一的净收入额（有的是尚未完税的收入），有的则包括详细收益数据，有的甚至还附加了董事会主席的评议。通用汽车公司就是后一种做法的典型案列。

3. 半年报告

除了部分橡胶公司之外，这并未成为任何工业集团的行为标准。有一些公司是半年出具一次报告，例如，美国机车公司和美国毛纺公司。

4. 年度报告

每家上市公司都会发布年报，尽管类型有所不同。这些年报通常比中期报告更为详尽。通常，报告中包含总经理或董事会主席的评议——而且并不仅仅是溢美之词，内容涉及关于过去一年来的经营业绩和对企业发展前景的展望。然而年报最显著的特点是呈现了其资产负债表情况。

收益表中给出的信息有很大程度上的差别。更有一些报告，仅给出了可得股息和股息金额，比如，美国皮革公司（United States Leather Company）。

收入账目

以我们看来，年收入账目如若不包含下列项目，应被视做不完整：（1）销售；（2）净盈余；（3）折旧；（4）利息费用；（5）非营业收入；（6）所得税；（7）股息；（8）盈余调整。

我们很遗憾地看到，在通过《证券交易法案》前，仅有不到一半的工业企业能够给出这些基本的信息。相比之下，铁路行业和公共设施行业的相关数据一直以来都比较全面。现在，美国证券交易委员会的条例要求企业需将所有这些信息在原始登记表和之后的年报上发布。许多公司已要求美国证券交易委员会对其销售数字保密，理由是公布这些数据不利企业发展。多数此类要求都已撤销或被否决。

上述完整年度报表的标准，绝不包含对股东做出任何许诺优惠的信息。美国钢铁公司报表内容全面，堪称典范。它们的报表除了提供标准中要求的数据，还包括下列条款：

1. 生产和销售的数量，经营能力比率。
2. 国内国外公司之间的销售分配，公司内部和外部之间的销售分配。
3. 详细的业务费用：
 - 工资、工资率和雇员人数；
 - 缴纳国家和地方税款；
 - 销售和一般费用；
 - 维修支出的详细金额。
4. 一年内资本开支详情。
5. 详细资料清单。
6. 物业管理细节。
7. 股东数量。

资产负债表

资产负债表的格式比收入账目更为规范，对此很难挑出毛病。以前，资产负债表广泛存在一种缺陷，在无形资产和有形固定资产间难以进行有效区分，但对上市股票而言，这种情况已经不多见了。[自1935年来，一些公司披露了之前财产账目里的信誉额度，这些公司包括美国钢铁铸造公司（American Steel Foundries）、美国制罐公司（American Can）、哈伯森公司（Harbison）、沃克耐火材料公司（Walker Refractories）、卢斯维尔斯饼干公司（Loose-Wiles Biscuit）和美国钢铁公司。几乎在所有案例中，投资者都过度关注盈利而忽视信誉。]

对于有些公司只出具其资产账目的净值数额，而不显示其折旧额度的行为，批评的呼声越发激烈。其他缺陷包括，公司不公布其所持有证券的市场价格，如1932年的奥本海默·柯林斯公司（Oppenheim Collins and Company）；认为投资是可销售或非流动性的，如匹兹堡平板玻璃公司（Pittsburgh Plate Glass Company）；以低于成本价或市场价的价格对存货进行评估，如1931年美国塞拉尼斯公司（Celanese AG）；公布其储备杂项的性质，如海泽尔-奥特莱斯玻璃公司（Hazel-Atlas Glass Company）；宣布公司自身财务所持有债券总量，如美国拱桥公司（American Arch）。

向公共机构发布的定期报告

铁路业和大多数公用事业公司按要求都必须向联邦及各州委员会提供必要信息。鉴于这些数据通常比公司出具给股东的更为详细，它们被看做有用的补充资料。一些提供给州委员会的报告实例值得研究。

1927年之前的多年里，纽约煤气公司（现合并为纽约爱迪生公司）在华尔街一直很神秘，因为该公司向股东提供的信息太少了。投机者们对公司及其下属公司未予公布的盈利极其看重。然而，有关总公司和附属公司的完整营业和财务数据，其实随时都可以在纽约公共服务委员会出具的年报中查到。长期以来，控制着邮政电讯和有线电视集团的麦凯公司（Mackay Companies）也有相同的情况，其对股东汇报的信息通常较为粗略，而向州际商业委员会出具的信息则较为详尽。第五大道巴士证券公司（Fifth Avenue Bus Securities Company）向股东出具的报告也很简略，但其下属公司向纽约交通委员会提交的信息则相当完整，二者也形成了相似的对比。

最后要提到的是管道公司的“标准石油集团”，该公司向股东出具信息时总是极尽周详。这些公司均在州际商业委员会统辖之下，并须按要求定期向联邦政府提交年报。早在数年前对这些报告进行的审查就已经应该披露出这些公司的持有现金量和有价证券等惊人的事实了。

美国商务部按月发布《当前业务调查》，向人们提供海量数据，包括一些独立连锁店公司的销售数额，而这些公司的信息通常不对外公布，例如，华尔道夫系统（Waldorf System）、汤普森集团（J. R. Thompson）、联合雪茄商店（United Cigar Store）、哈特曼公司（Hartman Corporation）等公司的当前统计信息可以通过贸易出版物或相关服务机构获得。

例如：克雷姆汽车服务公司（Cram's Auto Service）每周都会公布所有汽车公司的生产数额；维尔莱特和格雷公司（Willett and Gray）在食糖收获年份公布对食糖产量的估价；《石油和天然气日报》经常发布有关主要石油开采公司产油量的数据；《铁路时代》向公众出具行业内接收设备订单的详细信息；道·琼斯公司对美国钢铁公司的生产率进行估测。

上市申请

在证券交易委员会成立之前，上市申请是重要的非定期信息来源。纽约证交所要求企业出具报告，并把这作为准许上市的条件之一，这些报告通常比公司提供给股东的要更为详尽。比如以美元为单位的销售额、产量（产品件数）、缴纳联邦税额、子公司运营的详细数据、基本折旧费数额等，这些数据都是向股东发布的报告中没有的。此外，给证交所的报告中还有关于产业所有情况、合同条款和相关的会计处理方法的一系列有用信息。

分析师会发现这些上市申请具有重要价值。遗憾的是，这些报告不是定期发布的，因此很难将其作为稳定的信息来源。

注册说明书和招股书

有了美国证交委员会的立法规章，所有已上市证券和新证券（不管上市与否）的可获得信息均比以前更为完整。在向华盛顿的委员会提交的登记表中均包含上述数据，只需支付一定费用，你就可以对其进行查阅或复制。登记报表中一些较为重要的信息必须由承销商提供，包含在说明书中，提供给有意购买新证券的人。依照1935年颁布的《公用事业法》，类似的登记报表必须提交给美国证券交易委员会，这适用于控股公司，虽然其中有些公司可能不受其他法规的约束。尽管登记声明对一些投资者来说过于冗长，不易逐字阅读；这些投资者即便是对于更精简的招股说明书（仍可能长达100多页）也未必能做到仔细查看。但毫无疑问，这些资料对分析师乃至整个投资界而言却具有极其重大的价值。

其他官方报告

关于独立公司的信息能够从各种官方文件中挖掘出来。我们举几个例子来说明这些信息的多种特点。美国煤炭委员会1923年提交的一项报告（后于1925年被作为参议院文件出版）公布了无烟煤公司当时还未曾公布的财务和经营数据。美国联邦贸易委员会的报告最近发布了大量以前未曾公开的信息，包括公用事业的运营状况、其控股公司的情况，以及有关天然气和管道公司的信息，这些信息是用长达9年的时间深入调查挖掘出来的。在1938年和1939年，该委员会公布了农用设施和汽车制造业的详细情况。1933年，一项对管道公司的全面研究在州际对外贸易众议院委员会（the House Committee on Interstate and Foreign Commerce）的指导下展开了。根据国会1935年通过的一项决议，联邦通信委员会（the Federal Communications Commission）对美国电话电报公司（American Telephone and Telegraph System）进行了

大量研究。一些州际贸易委员会的意见对分析师而言具有重要价值。受托人有权掌握契约条款上要求提供的信息。这些数字可能显得很庞大。例如，梅森城和道奇堡铁路公司（Mason City and Fort Dodge Railroad Company）4% 证券的受托人未发表的报告中显示，该债券并无盈利收入，只有芝加哥大西部铁路公司（Chicago Great Western Railroad Company）出于政策原因在继续支付款项；因此，该证券的地位比公众想象的还要脆弱。

统计和财务出版物

证券分析师日常工作中所需要的信息，多数都可以方便、足量地通过各项统计服务获得。其中包括按年度发布的综合手册和定期的增刊（比如普尔公司和穆迪公司的手册）；描述性的股票、债券卡和经常修订的手册（标准普尔，惠誉等）；关于独立公司的每日新闻摘要（标准公司记录，惠誉等）。在过去 20 年中，这些服务公司为公众呈现事实的完整性和准确性取得了很大进展。尽管如此，我们不能完全依赖它们获得上述各种各种来源的信息。有些信息它们完全没有收录，此外有时候它们会忽略某些重要的信息。因此，在对任何独立公司的深入研究中，分析师都应尽可能地应查阅原始报告和其他文件，而不是仅依靠摘要或抄录。在金融领域的期刊中，值得一提的是《商业和金融纪事报》（*The Commercial and Financial Chronicle*），这是一份周刊，载有大量的补充数据。它提供的金融和工业领域的信息更是全面；也许最引人注目的特点就是它详尽刊载企业报告和其他文件。

要求公司提供直接的信息

发布的信息通常需要补充，而在很大程度上这个补充是由私人对管理层的调查采访实现的。股东完全有理由询问相关信息，而且在许多情况下，股东至少能获得其中一部分要求提供的信息。我们不能忘记，股东也是企业的所有者，是公司职员雇主。他不仅有权依法提问，更有权要求公司做出回答，除非后者有极充分的反对理由。

这一关键点却未能得到充分重视。法庭通常认为，真正意义上的股东与私营企业合伙人对自己公司享有的权利是一样的。当然，行使这一权利的时候，不能对公司造成损害。证明股东动机的任务是在管理层这一边，除非他们有理由证明股东请求的动机不明，或披露其所要求的信息可能有损公司业务，否则必须提供相关信息。

不过强迫公司提供信息需要走昂贵的法律程序，因此很少股东会把自己的权益发挥到极致。然而，经验表明，股东一旦强烈争取合法知情权，即使公司管理层一度表现强硬，最终也往往会妥协。尤其当股东要求得知的信息不过是同行会定期发布的那些信息时，这种情况尤为常见。

产业信息

关于各种产业的整体的统计数据都很容易获取。美国商务部出版的《当前商业

调查》(*The Survey of Current Bussiness*), 每月都会公布不同产业的产出、消费、股票、未完成订单等数据;《统计摘要》、《世界年鉴》以及其他年鉴等会刊载年度数据;《制造业年中统计》则提供了更为详尽的数据。

许多商业杂志经常定期公布一些重要的摘要数据。这些出版物还经常发布产业部门当前和未来预期状况的连续、详尽的报告。这样,对于某个产业部门,分析师通常无需费很大力气,便可以获得该产业历史以及当前面临的问题等相关背景资料。

最近几年,一些先进的统计机构开发出了更多的服务,包括关于主要工业集团的基本调查,此外还不断增加当前最新数据,对调查概况进行更新。

投资与投机的区别

“投资”的一般内涵

投资学或投资行为，是一个“多义词”。在其所有含义中，我们所关心的只涉及三个。

第一个含义，或者第一组含义，就是在交易中投入或持有资金。比如说一男子“投资”1 000 美元开了家杂货店；或说1929—1938年间，钢铁工业的平均“投资回报”（包括债券债务和留存利润）为2.40%。此处这个“投资”的概念是纯描述性的；它既不区分，也不进行判断。值得注意的是，此含义承认风险的存在，而不是否认普通的投资交易被称为“在业务风险下”的行为。

第二组含义与第一组类似，是其在金融领域的应用。在这个意义上，所有证券交易都可被称为“投资”。我们有投资交易商、投资经纪商、投资公司^①或信托公司、投资列表等。同样，在这里，还是没有对投资和其他金融行为进行区分，比如说投机等。其实“投资”是一个用得比较顺手而且包罗万象的词语，甚至还附加了一点委婉的意味，即针对当前交易的复杂特点，对其给予一定的尊重。

除了对“投资”这个词的这两种不加以区分的混用之外，人们还赋予它第三种含义——即相对于“投机”的对立面而形成的含义。一般人会理所当然地认为这一区分很有必要。人们普遍认为，投资，在这个特殊意义上讲，无论何时都有利于所有人；而投机则有可能是好事，也有可能是坏事，这取决于投机的条件和投机者。因此，任何从事金融活动的人都必须知道，自己究竟是在投资还是在投机，如果是

^① 1939年10月，美国证券交易委员会在“投资公司”的标题下列出了“风险责任有限公司”的上市股票，一个由“发现有限公司”力推的新企业。事实上，当时票面价值为1分的股票是以10美元每股出售的，尽管其意义谈不上万分重大，却也有其特殊价值。

投机，他必须能够确定，这个投机做得合情合理。

从这种对立的角度讲，投资和投机之间存在的区别，几乎每个人都能够理解；但若我们要精确地说出二者间的区别，却发现这很复杂，令人迷惑。实际上，有时我们可以比较偏激地说，投资是成功的投机，投机是失败的投资。几乎所有人都理所当然地认为，美国政府债券是一种投资手段，而普通股，比如1931—1935年美国广播组织（Radio Corporation of America）的股票，既没有分红和利润，也没有有形资产，这肯定就是投机了。然而，对于美国政府债券也可能进行纯投机性的操作（例如，有些投机商出于迅速上涨的预期而大量购入政府债券）；另外，1929年购买美国广播组织的普通股在当时被普遍视为投资行为，该股票甚至被列入主要“投资信托基金”之一。

显然，即便是仅仅让我们清楚地了解正在谈论的到底是什么，也有必要对这两个概念给出精确的令人接受的定义。还有一个更具说服力的理由，那就是，可能正是因为无法适当区别投资和投机这两个概念，才在很大程度导致了1928—1929年间市场的过头行为，以及此后的市场灾难——此外，我们认为，此后潜在的投资者持续拥有思想和政策混乱。鉴于此，我们应当对该问题进行更加深入全面的研究。最好的研究程序是这样的：首先对使用这两个概念的语义进行仔细分析，然后从中努力弄清楚投资究竟蕴涵着怎样的确切含义。

投资和投机两个概念间的一般区别

日常使用中，这两个概念的主要区别如表4—1所示：

表4—1 投资和投机的区别	
投资	投机
用于债券	用于股票
足额支付	按保证金购买
长期持有	短期持有
稳定的收入	可观的利润
安全证券	风险证券

前四个区分的优点是区分明确，而且每一个都确定了一个特点，适用于大多数投资或投机运作。对于无数的个别案例，我们所提出的标准也可能不适用，这种可能性都是可以存在的。

1. 债券与股票

审视第一个区别，我们发现它迎合了一种大众观点，即投资绝非投机，并且这种观点对投资至少有一个肯定的看法，认为只有债券属于投资的范畴。不过后一种论点与之前公众普遍接受的把高级优先股看做投资手段的观点背道而驰了。另外，认为债券具有投资内在信用的观点是极其危险的，因为有些安全性极差的债券不仅是彻头彻尾的投机，而且人们对其都不屑一顾。因此，仅仅因为一些资深普通股只

具有盈利的可能性就否认其投资评级，在逻辑上是不完善的。即使流行的观点也认识到了这一事实，这是由于某些特别稳健的普通股的业绩总是保持良好，这些股票被评级为投资证券，其持有人则被视为投资者而非投机者。

2. 足额支付和按保证金购买；3. 长期持有和短期持有

第二和第三个区别是关于习惯方法和意图的区别，并不涉及投资和投机行为的内在特点。显然，足额购买股票并不意味着这就是投资行为。事实上最投机的证券，比如“一分钱矿业股”（Penny mining stocks），必须足额购买，没人会因为看低它们而把钱借出去干别的。相反，在战争期间，被劝说敦促借钱购买自由债券的美国公众，通常还是被划入投资者范畴的。如果按照严格的逻辑进行这些金融操作——这可不是不大可能的假设，也许公众的表现会是另外一番情景：通常人们认为，较安全的股票（投资）更适于按保证金购买，而风险较大（投机）得到的收益也更高。

同样，长期持有和短线持有的区别，其实也只是在较宽泛且不确切的情形下才成立。对普通股的权威定义是这样的，一项意在持有一年或以上的投资；不过之所以提出这样的定义，主要还是由于它比较便捷，其对问题的认识却不够透彻。尤其是考虑到短期投资其实是一种非常常见的投资方式。不妙的是，长期投机同样也很常见（尤其当投机者希望挽回损失而长期持有时），在一定程度上讲，这也是一种出于主观意图的举动。

4. 收入与利润；5. 安全与风险

第四个和第五个区别也是联系在一起的，而且它们的关系极其密切，不论是从理性的角度还是大众流行观点来看，都是如此。当然，在1928年之前的多年间，典型投资首先关注的还是本金的安全性和收入是否充足、是否不间断等。不过，那种认为普通股是最好的长期投资对象的观点，导致公众关注的重点，从当前收入状况转移到了未来收入状况，也因此必然导致未来本金的增值。当收入因素在追求利润的过程中逐渐变得无足轻重，当人们把寄托放在未来的良好发展上时，新时代的投资模式（比如大众投资信托政策）就渐渐变得与投机一般无异。实际上，这种所谓的“投资”可以被更精确地定义为：在公司运营良好的情况下通过普通股买卖进行的投机行为。

这时如果能退回一步，以收入作为整个投机活动的中心目的，把盈利、资本增值等投机行为特点置之脑后，将是个有意义的选择。但令人怀疑的是，投资的真正内在性质真的在于这种分别吗。审视一下过去的标准做法，我们发现，当期收益并不是真正投资行为最看中的利益。例如，银行类股直到最近几年才被认为是有钱投资者的专宠。比起高级债券来，这些债券带来的股息较少，但未来收入和盈余可能会稳定增长，人们预期其特别分配和本金价值也会增长，出于这些考虑，人们还是决定购买这种债券。换言之，是由于收益增加了股东对其的信任，而不是由于看重股息，才促使人们购买这种债券。称这种行为投机显然不合理，因为那样一来，我们就必须说只有银行股，由于其通过股息支付其大部分收入（因此，才能给出足够的当期返还），才能被称为投资；而那些累积盈余的保守政策指导下的行为，却被视

为投机。这样的结论显然是自相矛盾的；而且由于这一事实，人们必须承认，对普通股的投资是基于其盈利能力的，与其当前支付的股息并无关联。

这是不是把我们带回了新时代投资理论？我们是否必须说，1929 年购买低收益的工业股同样有权被称为投资，就如战前购买低收益的银行类股一样？这个问题一旦得到解答，我们的研究才能算有了结果。要想恰当地解决这一问题，我们必须关注第五个也是最后一个区别——安全和风险。

这组区别揭示了投资里面暗含的最宽泛的概念，但是由于它存在多种缺陷，在实际中的运用受到了限制。如果用结果来判断安全性，我们就回避了这个问题的实质，几乎倒退回到了所谓“投资是成功的投机”的这种犬儒主义的论调上。诚然，安全性固然需要优先强调，但这仍为不确定性和纯主观的看法留有足够的空间。对于一场比赛的下注者来说，他押注在“确定的事情”，是因为他相信自己的投注是安全的。1929 年高价购买普通股的投资者，也认为自己的投资是安全的，这是因为他坚信未来股票会高速增长，由此得到的盈利将比他支出的要多。

安全的标准

只有当建立在比购买者心理猜测更切实可行的基础上，安全的概念才真正切实可用。必须通过明确而完善的标准，才能保证安全，或至少明确地给人以暗示。正是基于这一点，1912 年银行股投资者和 1929 年普通股买家之间存在着明显的区别。前者购买时的价格，据他们以往的经验看，是相当保守的；他们对公司机构的资源和盈利能力非常满意，觉得自己花的钱值。如果在一个强烈的投机市场环境下，价格水平一涨再涨，超出了这些价值标准，他便出售股票，等其回归到满意的价位再重新买入。如果 1928—1929 年间购买普通股的投资者能有同样态度，“投资”一词就不会被如此悲惨地误用了。在骄傲地将那些备受欢迎的高价证券称为“蓝筹股”的时候，公众无意间通过其选择的投资手段暴露了自我的投机心态。这与过去购买银行股不同，其中最主要一方面，投资者根据已经确立的价值标准，无法确定该股票是否值得以该价位买入。随着市场不断运行，会创立新的标准，公众逐渐接受了现时价格，并把它当做价值的唯一尺度。很显然，任何以这种不严谨的方法为基础建立起来的安全观点，都是不切实际的，充满了危险。依据其逻辑推理到极端，这就意味着对于“好”股票来说，价格再高都合理。即使它从 25 美元涨到了 200 美元，它也同样安全。

投资的定义

这种对比表明，以期望中的安全系数来定义投资，是不够的；对安全性的期望值必须以客观研究和标准为基础。同时，投资者也不必关注当期收益；他可以不时地根据当前信贷的收益进行买入，实现这种收益所需的等待可长可短。鉴于上述观察，我们建议定义投资的时候，一方面遵循大众对这个词语的理解，同时也满足合理的精确性：

投资行为通过透彻的分析，保障本金安全并获得令人满意的回报率。

凡是不符合上述要求的操作即属投机行为。

关于上述定义的某些内涵意义，值得进一步讨论。我们这里用“投资行为”一词，而不说证券或购买行为，有以下几个原因。认为投资的特点继承自证券的本质属性，这种观点并不妥当。价格通常是一个根本的因素，因此某只股票（包括债券）在某一价格上可能具有投资优势，而在另一价格水平上就不具备了。此外，购买一组证券可能算是投资，但如果只投资其中的一种，则可能不够安全，那就不是投资了。换言之，投资目标的多样化可以降低投资单只股票的风险，以符合最低的投资要求。在购买普通股的投资中，通常都是如此。

在我们看来，把投资看做是某些套利和套期保值的承诺也是恰当的，包括出售一只股，而买进另一只。在这些操作中，通过组合使用购入和售出，安全就得到了保障。这是一个对普通投资概念的拓展，但本书作者认为这样做完全合乎逻辑。

人们可能会指出，“透彻的分析”、“承诺安全性”、“令人满意的回报”这些说法都不确定，但重要的是，这些词义其实都较为清楚，足以避免误解。“透彻的分析”指的自然是根据既有的安全 and 价值标准来分析研究事实。如果某个“分析”建议以最高价格记录40倍的高价购买通用电气普通股，原因仅仅是其发展前景较好，这显然是不可取的，根本配不上说是“透彻”的。

投资中追求的安全性都不是绝对和完全意义上的；其实，安全意味着在所有正常合理条件下能够有所保障，避免损失。比如，所谓“安全”的债券，指的是那种只有在例外的，极不可能出现的情况下才会使投资人蒙受损失的债券。同样，所谓“安全”的股票指的是，除了在极端的情况下，在未来绝大多数情况下都能使投资者都感到投入有所值的股票。研究和经验表明，必须认识且允许投资遭受一定的损失，在这个意义上说，我们也是处于投机的状态。

与“足够的收入”相比较，“令人满意的回报”更为宽泛，因为它除了可以包括资本增值和利润，还包括本期利息或股息收益。“令人满意”是一个主观性很强的词。只要投资者的做法是明智的，只要他接受任何比率或数额的回报，不论多么低，都可以是“令人满意”的。

从另外一个不同的视角来阐述概念也许会有所助益。这个角度强调，投资必须既考虑证券的价格，也考虑证券的质量。严格来说，不存在绝对意义上的“投资证券”，即不论价格高低，购买这种证券都能看做是投资。在高级债券的案例中，这一点可能并不重要，因为这种证券的价格很少会涨得过高，使投资者面临损失本金的威胁。但在普通股领域，价格的不正常上涨经常会导致这种风险——事实上，在我们看来，在多数情况下，一些大公司的普通股都应被视为是投机的，这是因为它们的价格太高，本金安全得不到任何实际意义上的保障。我们必须警告读者，当前华尔街的主流观点在这一点上与我们相悖；大家必须自己甄别究竟是哪种观点错了。

尽管如此，我们还是要用以下这条额外的投资标准来阐述我们的原则：

投资应该既能从质的方面，又能从量的方面找到根据。

投资和投机的区别，从某种程度上说，取决于一些潜在事实，包括价格因素，而无法简单地概括出来。这一程度可以通过通用电气公司特别股（优先股）的两个截然相反的例子来说明，这两个例子是在连续数月中出现的。

例1：1934年12月该股票以12.75美元的价格出售。对10美元面值支付6%，

且在任何股息支付日价格达到 11 美元都可赎回。尽管该股票表现优异，就其股息的安全性而言，买方以 12.75 美元购买该股，考虑的是其价格会超过本金 10%。他实际上是在赌该股票在接下去的几年中不会被赎回。^① 后来，就在同一个月，1935 年 4 月 15 日，该股票以每股 11 美元价格被赎回。

例 2：股票被赎回后，股价当即跌到了 11 美元。当时，该股票提供了一种不同寻常的短期投资盈利保证金。例如，经纪商在 1935 年 1 月以每股 11 美元价格（无需支付佣金）购入该股，可以以此凭每股借 10 美元，年息不超过 2%。这一操作可以确保每年获得高达所投入资本 40% 的返利，如下列公式计算所示：

每股 11 美元时 1 000 股的成本·····	11 000 美元
1935 年 4 月 15 日赎回，价格 11 美元，外加红利·····	11 150 美元
毛利·····	150 美元
减去 10 000 美元 3 个月 2% 的利息·····	50 美元
净利润·····	100 美元

每 1 000 美元 3 个月内净盈利 100 美元，相当于年收益率 40%。

不用说，这样不同寻常的操作产生的安全性及投资特点，全部出于这样的事实，即持股人有绝对把握在 1935 年 4 月赎回股票。

以上阐述的这个投资概念比通常人们使用的概念范围更广。依据这一概念，投资可以是通过购买股票，在可获得保证金的前提下对其股息进行交易，并从中快速获利。就这些方面而言，又与我们上面列出的四点区别相悖了。为了消除这种似乎存在的矛盾，我们坚持要通过充分的分析，得到安全的保障。由此我们得出这样的结论，分析和投资的视角在很大程度上讲，范围都是相同的。

投资和投机的其他方面

未来对于投资和投机的关系

在一定程度上可以说，投资判断的依据是过去，而投机关注的主要是未来。但这个说法远非完善。投资活动和投机活动都必须经受未来的检验；他们需要经历未来的诸多变化，等待最终事实的判断。但我们关于分析师以及未来所说的话，同样适用于投资。对于投资而言，应该对未来充满警觉，而不能依靠它来牟利。如果未来能带来改善，这当然更好；但投资不能建立在强调未来会有改善的期望上。相比之下，投机则可能总是将其基础建立在未来发展会与过去的不同这样的基础上。

“投资” 的类型

假设大家已经对投资形成了清晰的概念，就像我们已经形成的概念同样清晰，

^① 近年来许多美国政府短期证券都在不到期情况下以低于票面的价格出售，持股人这样做是期望能拥有对新证券的特殊交易权。按照我们的定义，只要以高于票面价格或利息到期前购入股票，都属于投机行为。

现在仍然存在像本章开头提到的那种因对此概念更宽泛的使用而导致的混乱。如果固定使用某些形容词，对其仔细区别，对每个词赋予特定含义，这样做可能会好一些。我们暂且提出这样的定义：

1. 商业投资——指在商业中投入或持有的金钱。
2. 金融投资——通常指证券。
3. 庇护投资——指由于事先提出收益要求或由于其征税权利足够而风险较小的证券。
4. 分析师的投资——指经过充分研究，本金可得到安全保障，未来收益稳定的投资。

很明显，这些不同投资类型之间并不相互排斥。比如说，一只好债券，可能同时隶属于四个范畴。除非特别说明，我们使用“投资”一词的时候，用的是“分析师的投资”这样的语境下的意思，正如在本章中谈到的那样。

投机的类型

一旦将华尔街的活动置于仔细的观察之下，投机与赌博之间的区分就显得尤为重要了。认为“赌博”意味着制造本不存在的风险，这或多或少是纽约证交所的官方立场，例如，赛道上的赌博；而“投机”则是表示承担某一形势所蕴涵的风险，这种风险必然要有人承担。从形式上区分所谓的“理性投机”和“非理性投机”，无疑会引来理论上的强烈反对，但我们的确认为这样做具有实用价值。因此，我们建议如下：

1. 理性投机——衡量利弊后觉得风险值得承担。
2. 非理性投机——尚未弄清楚形势就承担冒险。

在一般业务领域，最被看好的企业通常属于明智投机的这个范畴，也代表着通常意义上的“企业投资”的概念。如果损失风险非常小——在这种特殊情况下——特定的商业冒险也可以视做所说的特殊意义上的分析师投资。另一方面，许多不完善的商业行为必须看做是非理性投机。同样，在金融领域，大量的普通股购买行为是在理智思考后做出的行为，这可以看做是理性投机；同时，大量的购买行为欠周全，或是处于非正当原因，它们应被视做是不理智的；在特殊情况下，普通股交易的条件非常好，不论是在质还是量的方面，风险可以降至最低，这样也算得上是分析师所谓的投资。

投资和投机的构成

一项拟议中的收购如果不能算是“分析师的投资”，那么它将自动落入投机的范畴。但有时，有必要以略微不同的眼光看待这种收购，将支付的价格分为投资和投机两种不同的成分。因此，考虑到1939年通用电气普通股每股均价38美元，分析师大概会总结说，从投资价值的严格意义上说，每股25美元是合适的。剩下的13美元代表股票市场对该公司长期发展前景的普遍看好，此外自然也包括人们心理上对这家优秀企业的偏好。在此研究基础上，分析师认为，通用电气每股38美元的价格

格中，投资因素占 25 美元，投机因素占 13 美元。如果这一分析成立，那么当通用电气普通股的股价为 25 美元或者更少时，该股票就完全可以看做是“分析师的投资”；但在这个价格之上，买入者应意识到，他对公司的投资确实存在投机的因素。^①

投资价值、投机价值和内在价值

上述讨论是对第 1 章中的“内在价值”这一概念的拓展。当时对这个概念的定义是“被事实所证明了的”价值”。需注意的是，这种价值绝不仅限于“投资的价值”，即总价值的投资部分——而是包含数额不低的投机价值成分，只要该投机价值是理性的。因此可以说，只有当市场价格明确反映出是不明智投机的结果时，市场价值会超出内在价值。

一般来说，判定一只普通股中包含的投机因素多少，是股票市场的功能，分析师与此无关。在这一重要的范畴中，是市场而非分析师决定着内在价值。这种判断所得到的范围很广，如我们前面揭示的那样，1933 年 J. I. 箱包公司的普通股内在价值既可能高至 130 美元，也有可能低至 30 美元，这都是合理的。在这个宽松的范围里的任何一点上，都必须接受市场的判决，以给出这只不稳定的股票的最好的估价。

^① 此处我们所举的例子充满了矛盾，而且日后还可能为举了这个例子而后悔。在华尔街，几乎人人都完全不管其市场价值，将通用电气公司的股票看做“投资股票”，而且更具体地说，是从投资的角度，认为平均每股 38 美元完全合理。但我们坚信，认为确定股票是否满算是投资的因素独立于价格因素，这种观点是一种根本性的、危险的错误。至于通用电气公司的股票其投资价值自哪一点终止，以上的开始算做投机价值，观点可以存在很大差异。我们所给的数据仅仅是为了说明问题。

证券通常分为两大类，即债券和股票，而股票又分为优先股和普通股。第一个也是基本的区分，承认并符合债权人立场与合伙人立场之间根本的法律区别。债券持有人对本金和利息有固定且优先的索赔权；股票持有人承担主要风险和并在所有权收益中获得主要份额。因此，债券这一类投资的安全系数更高，股票领域投机收入的机会更多（用于抵消所承担的更大风险）。正是这种区分，即比较两类证券的法律地位和投资特点的不同，使教科书对证券的处理出现了分歧。

对传统分类的反对意见

1. 把优先股与普通股并做一类

尽管这种做法受到传统的推崇，它也招来多种严重的反对。其中最明显的就是，把优先股和普通股归为一类，那么考虑到投资行为，优先股毫无疑问属于债券一类。购买典型或标准优先股，目的在于获得稳定收益和保障本金安全。持股人并不自视为企业的合伙人，而是比合作伙伴（即普通股东）享有更优先的利益索取权。优先股持有人只是从技术和法律上讲，是企业的合伙人或所有者。但在投资目的和预期结果上看，他们却与债券持有人类似。

2. 从安全性的角度区分债券的形式

在反对将债券和股票截然分开的意见中，有一个虽不甚突出但却很有分量的声

音，那就是从安全的角度区分债券。这样投资者就会受误导，对凡是冠之以“债券”之名的都另眼相看，认为它特别能防范损失。从根本上讲，这种观点是不成立的，而且往往使投资者铸成大错，蒙受损失。好在善于欺诈的证券促销者不知为何很少利用债券所具有的投资地位，让投资者免去了更大的损失。毫无疑问，债券作为一种投资形式，整体看来是比股票更为安全。但这项优势并不是债券的基本属性。这主要是由于在美国，企业经营者较为诚实理智，在没有履行能力的情况下，不轻易做出承诺。但债券的安全性并不是承诺的责任感带来的，而且在出现违约的情况下，债券持有人也无法因此得到法律上的补救。安全完全取决于债务公司履行义务的能力；安全性也以此作为衡量标准。

一个没有资产或盈利能力的企业的债券，同一个类似状况的企业的股票一样一文不值。如果债券代表的是投入一家新企业的全部资金，它并不比这家企业的普通股更安全，反而是更不具吸引力。因为实际上，债券持有人享有的是固定的主张权，与完全、自由和透明地拥有该企业相比，他不可能得到更多。^① 这个道理非常浅显，几乎毋庸赘述；然而，由于传统上人们总把债券和安全性联系在一起，投资者便信以为真，认为仅靠限制收益，就有了防范风险的保障。

3. 现有名词无法精确描述证券种类

将证券分为债券和股票，或是分为优先股、普通股和债券三类，还面临第三种意见，即这些称呼无法准确描述这些证券。这是个不断累积的问题导致的后果——越来越多的证券篡改混淆惯例、不符合标准模式。简要说来，标准模式有如下几种：

1. 债券：

- A. 对定期支付定息的绝对权利；
- B. 对定期偿还一定本金的绝对权利；
- C. 没有对资产或利润的进一步权利，且对企业管理无发言权。

2. 优先股：

- A. 比任何普通股优先支付固定比例的股息（因此如果任何普通股获得了股息，优先股有权就能优先获得全额股息。但是，如果普通股没取得收益，优先股的红利状况就要听从董事会裁决了）；
- B. 公司万一解体，优先股持有人对本金的索取权要优先于任何普通股持有人；
- C. 与普通股持有人一样无投票权，或是投票权利。

3. 普通股：

- A. 对公司超出债务和优先股之上的财产具有一定比例的所有权；
- B. 拥有一定比例的优先扣除之外的所有盈利；
- C. 对董事会选举和其他选举具有一定比例的表决权。

符合上述标准模式的债券和优先股，有时会被称为普通债券或普通优先股。

^① 见附录注释4。

对标准模式的种种偏离

然而，今天的股票市场上，存在各种各样我们所能想象得到的对于标准模式的偏离。这些偏离中，以下几个是最常见也是最重要的：收入债券、可转换债券、优先股、债券和优先股附带购买证券保证、参与优先股、带有优先权的普通股、无表决权的普通股。使债券利息或优先股红利可支付化的策略是最近才出现的，持有人可以选择是以现金还是普通股形式来支付。当今多数债券都具有可赎回特点，这算是标准模式中本金到期标准额度的较小的背离。

此外还有许多不经常出现的多种对标准模式的背离，可谓名目繁多，不胜枚举。我们在此仅列举几个例子。大北铁路公司（Great Northern Railway）的优先股就是一个较著名的例子，多少年来，从各个方面讲，它都只是普通股；联合天然气和电力公司还曾使用招致公众反感的债券兑换优先股这一手法，实际上，这根本不是真正的债券。

更令人震惊的是，居然出现了一些与债券标准或股票模式都毫无关联的所谓证券，以至于必须要完全重新命名它们。其中，最令人瞩目的是认股权证——在1929年之前便发展成为重要的金融工具，具有极大破坏力。当时一家发行了认股权证的公司——美国涉外电力公司（American and Foreign Power Company），其总市值在1929年就超过了10亿美元，这个数字甚至超过了1914年美国国债的总额。其他一些新奇的证券形式，诸如“分配证书”、“股息参与”等，在此就不赘述了。^①

如今上市证券的特殊性、复杂性尤甚往日，过去那种根据证券名目将其归类总结的方法已不再适用。这样做较为便利，而且大体合乎规矩，但我们需要有种更为灵活，也更精确的归类方法来替代之。在我们看来，出于研究目的，最有效的标准是在购买后观察证券的表现情况——换言之，这是一种冒险并获利的行为，购买者和持有者都会如此看待。

新的分类形式

根据这一点，我们建议对证券进行如下分类：

1. 固定价值型证券，以高级债券或优先股为代表；
2. 高级变动价值型证券；
 - A. 收益性能良好、安全系数较高的，以高级可转换债券为代表；
 - B. 安全系数一般的，以低级债券或优先股为代表；
3. 普通股类型，以普通股为代表。

也可通过使用较为熟悉的术语表述以上分类：

1. 投资债券和优先股；
2. 投机性的债券和优先股；

^① 1939年6月，美国证券交易委员会拒绝承认在格里斯-弗莱格制革公司（Griess-Pfleger Tanning Company）重组过程中发放“资本收入债券”的做法，因此树立了一个良好的榜样，其理由是出现的新型混合股已远远超出了合理数量。遗憾的是，法院并没有从证交会的角度看待这个问题，批准了这种新型证券的发行。

- A. 可转换型债券等；
- B. 劣质高级证券；
- 3. 普通股。

使用这些听起来比较新的表述能使我们的分类更为全面。也许通过下面对每种类型的描述和讨论，这种必要性就更加明确了。

三种类型证券的主要特征

第一种类型包括那些未来价值变化所具有的重要性微不足道的所有证券，不论其名目如何。^① 此类持股人主要关注的是本金安全系数，而他持有这种股票唯一的目的是获得稳定的收益。第二类证券的本金价值的未来波动会具有重大影响。在其中的 A 型中，投资者希望从直接投资中得到安全保障，并能通过股票兑换权等相应特权增加牟利的机率。在 B 型中，投资者要承担一定亏损的风险，但这种风险可大致与盈利机率相抵消。第二类中 B 型的证券与普通股（第三类）不同，体现在以下两方面：

1. 它们比一些低级证券享有一项额外的有效的优先权，因此安全性能更高。
2. 其获利概率，不论多么明显，都存在较为确定的限额；而相比之下，运气较好的普通股在理论上或在乐观的估计下，几乎可能拥有无限的收益可能。

有固定价值类型的股票包括普通债券和以正常价位出售的高级优先股。除此以外，这一类股票还包括：

1. 表现良好的可转换证券，但由于转换标准过高，在购买时无法操作（参与性或有承兑能力的高级债券也与之类似）。
2. 有保障的投资级别的普通股。
3. “A 类”或级别较高的普通股、普通优先股。

另一方面，投资级别的债券若以不恰当的过低价格出售，则属于第二类，因为此时投资者购买它可能是觉得其市场价值能够得到承认。

至于何时价格波动问题会带来实质影响，而不再是微不足道的，这自然是无法预计的。价格水平本身也不是唯一的决定性因素。以 60 美元销售的 3% 长期债券应该就属于价值固定型 [例如，1922—1930 年，北太平洋铁路公司（Northern Pacific Railway）2047 年到期的 3% 债券]，而任何票面价格在 80 美元的一年期债券则不属于该类，因为它需要在相对较短的时间内提前收益 20%，不然就要违约，而且市值严重下跌。因此，我们必须有所准备，找到一些边际案例，在其中上述分类（比如第一类和第二类之间）取决于分析师或投资者的个人观点。

^① 自 1914 年以来，长期投资债券价格的实际波动一直很大，这表明，价格变动的意义不容小觑。然而，投资者出于习惯，的确没有对此予以足够重视，因此至少主观上，我们提出的标准以及标题是有道理的。对于认为这是投资者自欺欺人的反对观点，我们这样回答，整体看来，忽视各种高级债券波动的价格变化，要比利用债券并因此而变为中间交易人更具优势。

任何具备普通股主要特征的证券均属于第三类，不论其名头是“普通股”、“优先股”，甚至是“债券”。我们上面曾援引到的美国电话电报公司4.5%利率以约200美元出售的可转换证券的案例，就是个很好的例子。买方以如此高的价位持有债券，从任何实用的意义上讲，都是押注在了该普通股上，因为债券和股票价格不仅会在较大幅度内共同上涨，而且会共同下降。更具说明性的例子是克罗伊格及托尔有限公司（Kreuger and Toll）在向公共发行债券时优先支付红利的做法。其发行价格远远高于事先公布的价格，因而债券的名称变得无足轻重，只能起到误导的作用。这些“债券”无疑是属于普通股类型的。^①

还有一种与此相反的情况，当某些所谓的高级证券以过低的价格发售时，那些低级证券几乎无法具有任何股本，不代表该公司的任何利润。在这种情况下，低价债券或优先股实际上处在了普通股的位置，分析师在分析时应注意这一点。比如每1美元的优先股以每股10美分的价格卖出时，它就不应再称为优先股，而是普通股。一方面，它失去了对高级证券的最突出的要求——高等级的安全性，即它身后应有规模较大的初级投资；另一方面，它的利润特点已与普通股完全相似，因为从当前的价格水平看，其预期收益空间是无限的。

这三类证券间的分界线都不甚明确。不过，对于一些处于边际的案例，却不难判断，只需从任一个类别或两个类别的立足点进行观察即可。例如，某只7%优先股的售价为30美元，是该将其视为低价高级股票，还是视为普通股呢？要想回答这个问题，既要参照该公司的运营状况，又要看有意投资方的态度。如果其实际价值超过优先股的票面价值，这只股票将受到青睐，被看做是高级证券。同时，投资者是否也将其视为普通股，取决于该股能否增值至原有价值值的250%，或是否具备更大的投机价值。^②

通过以上讨论，这些分类的真正特点和目的变得更为清晰明了。判断证券的基础并非其名称，而是其具体条款的实际意义和在投资者心中的地位。这里重点强调的也不是持股人有权要求什么回报，而是在他在有利条件下购买或分析时，可能获得或能够期望得到的回报。

^① 见附录注释5。

^② 1932年，有许多这样的优先股，例如，州际百货公司（Interstate Department Stores）1932—1933年间，优先股平均售价约为30美元，到1936—1937年间，就升到了107美元。

SECURITY ANALYSIS

「第二部分」

固定价值投资

证券的选择是一种逆向思维的艺术，这是一个排除和否定的过程，而不是查找和接受的过程。最好的做法是从最低安全标准出发，所有债券只有达到这个最低安全标准，才值得考虑。

导读

解除债券的枷锁

霍华德·马克思

洛杉矶橡树资本管理有限公司主席，特许
金融分析师

1965年，我第一次接触《证券分析》。那时我还在沃顿商学院读书，老师要求我看的第一本书就是本杰明·格雷厄姆和戴维·多德的这部杰作。

多年前，“投资管理”这个职务主要是指银行、信托公司、保险公司的工作。在我的印象中，第一家机构化投资公司杰尼桑合伙公司（Jennison Associates）已经

成立多年了。普通股投资者是以道琼斯工业平均指数，而不是标准普尔500指数为参考的，也没有“四分位数”或“十分位数”这样的说法。事实上，就在几年前，美国芝加哥大学的证券价格研究中心就已经把自1926年以来的每日股票价格数字化了，计算出了9.2%的股本历史回报率。

“成长股票投资”是一个相对较新的术语（在这个术语出现之前，没有必要区分它和“价值投资”）。人们还不了解什么是对冲基金，我甚至不能肯定这一说法是否存在。谁也没有听说过风险投资基金、私人股本基金、指数基金、数量化基金、新兴市场基金这些概念。有趣的是，“著名投资者”这个称呼往往很有讽刺意味——那时“沃伦·巴菲特”这个名字尚未世界闻名，只有少数人知道他是哥伦比亚大学本·格雷厄姆的学生。

那时的固定收益与现在大相径庭。由于无息债券尚未问世，付息再投资利率的不确定性难以避免。利率低于投资级的债券无法像现在这样发行，明显价值暴跌的证券（被戏称为“堕落天使”）尚未贴上“垃圾”的标签。当然，杠杆贷款、住房抵押贷款债券（RMBS）、抵押债券、债务和贷款义务也是不存在的。今天的债券专业人士或许会好奇：在电脑、计算器和彭博终端出现之前，前人是如何计算出到期收益率的？

但是，对我来说，在20世纪60年代中期开始学业是很幸运的，因为之后我在芝加哥大学商学院学习的金融和投资理论很新，还没有广泛传播。因此，我上学的时候没有接触到有效市场假说，这一假说使得后来学习金融的学生认为《证券分析》毫无用处：他们认为这本书有关在低效市场获利是一项不可能完成的任务。

这本书在1965年被广泛奉为证券分析的“圣经”，我从中学到了很多东西。然而，我也遇到了棘手的问题，这本书里包含数值常数的教条和公式太多。

我最近阅读了1940年版《证券分析》当中有关固定收益证券的章节，回忆起一些我曾认为过于死板的规则；但同时也让我学习到了书中一些数量化更少而灵活性更高的常识以及一些前瞻性的见解。

在我看来，这本书最有趣的地方，也是过去几十年投资界发展最有意思的地方在于格雷厄姆和多德关于投资标准演变的看法。

至少在20世纪40年代，有关投资，尤其是固定收益投资是否可行的标准是被广泛接受且十分具体的。规则和态度左右着受托人的行为，决定着什么可为，什么不可为。在这种环境下，在不合格投资中使受益人蒙受损失的受托人就会被“征收附加费”以弥补受益人的损失，不管他总体工作做得多好，也不管整个投资组合是否盈利。

之后，在19世纪的诉讼案件中出现了“谨慎投资者”的概念。鉴于做决策时的

情况和投资组合的环境，一个谨慎投资者会这么做吗？所以，假如受托人的决定和结果从整体上看还可以接受的话，是没有必要因为个人投资受损而惩罚受托人的。

20 世纪 50 年代，哈里·马科维茨提出了这样的观点：在了解其相关性的基础上，在投资组合中加入“风险资产”，这样可以通过增加分散投资来降低投资组合的整体风险。这一观点属于“芝加哥学派”金融理论的延伸。

最后，芝加哥学派的最终贡献在于其断言：评估一次投资和业绩记录的“成功指数”应当基于其风险和回报的关系。没有风险的投资并不是成功的投资，有风险的投资也并不是失败的投资。好的业绩前景可以弥补风险投资的风险性，从而使其富有吸引力且较为稳健。因此，目前绝对的投资规则十分少见。事实上，没有什么是一定不可为的，大多数投资者都将极尽赚钱之能事。1940 年版的《证券分析》标志着—一个有趣的转折，转向一种非常现代的思维方式——它推崇某些绝对标准，但却摒弃另一些标准，反映了一种对合理的固定收益投资的先进态度。

绝对化投资规则

显然，1940 年版的《证券分析》里有一些看似绝对的观点。例如：

- 超高利息并不能抵消安全性不足。所有投资债券都应按照排除法则和具体的量化测试结果来选择。
- 如果一家公司的次级债券并不安全，那以它的第一抵押权债券作为固定价值投资的对象就是不可取的。因为如果第二抵押权不安全的话，那该公司本身就已经相当薄弱；一般来说，一家薄弱的公司不会有好的作为。
- 固定价值投资不应选择较小工业企业的债券。

1978 年，我开始管理高收益债券，大多数机构性投资组合是按规则来选择的，这些规则把所持债券划分为“BBB 及以上”和“AAA 及以上”。根据这样的规则，大多数买家对某些证券敬而远之，而那些标新立异的人则可以捡便宜货了。乍看之下，格雷厄姆和多德的禁忌似乎也属于这些规则。

投资与投机

当我重读那些需要更新的章节时，我看到了多次出现这样的观点，其大意是某种债券适合或不适合投资。没有提及价格或收益；仅仅说是或否、好或坏。对于专门处理投机级资产的投资组合管理人员来说，这似乎将投资界的所有板块排除在外。潜在回报可以抵消风险，财务困难的公司的债务价格下跌，从而将成为人们争相抢购的目标，这些观点似乎对作者的一系列原则提出了挑战。

这样一来，我感觉格雷厄姆和多德所说的和我所读的完全是两码事。他们没有表示什么不该买，而是不该“在投资的基础”上买。如今，“投资”是指购买某些东西以获取经济收益，而不是以使用或消费为目的。人们投资的目标不只是股票和债券，还包括珠宝、度假住宅、收藏品和艺术品。但在 75 年前，投资意味着购买金融资产，其内在本质满足了人们在保守、谨慎、当然最重要的还有安全性等方面的

要求。

证券是否值得投资要看其质量，而不是潜在的回报；是否适合投资是很明确的。更极端的还有一些硬性的规则，像各州都为其储蓄银行做出了规定。比如纽约的储蓄银行可以购买铁路、天然气和电力等行业的债券，但电车或供水公司的债券就不行。由房地产第一抵押权做担保的债券是可投资的，但令人吃惊的是，工业债券却不能投资。

按公认标准“投资是安全的”（购买债券的受托人也许能把这些标准作为其诉讼证据），而投机却是有风险的。正是这种僵化、排他、黑白分明的投资态度使凯恩斯得出如此尖锐的言论：“不论投机者还是投资者都是在风险中打拼，二者的区别在于投机者知道风险的存在，而投资者不知道而已。”

因此，现代思想——像凯恩斯那样超前的，应当基于这样的认识：在充分了解之后低价买入任何资产，实际上都会是成功的投资。与此相反的说法，我同样认为是正确的：如果买入价格过高，即使资产再好，投资也有可能失败。现如今人们已经意识到，“值得投资”的名号并不是只赚不赔的保障。如果你不同意这种说法，把几十年前被评为 AAA 级的债券或 2007 年由 AAA 级降至垃圾级的抵押担保证券找来看看吧。

“高息票率不足以抵消可能存在的损失本金的巨大风险。”这一原则在《证券分析》中得到了发展和重申。这似乎将高收益债券投资拒之门外，而在过去 30 年里，这种投资一直备受追捧，因为其绝对回报和风险调整收益远远高于投资级债券。然而，在仔细阅读之后，你会发现作者所谓不应“在投资基础上”购买的证券仍然可被视为一种“投机”。但是如今格雷厄姆和多德一视同仁的说法看起来无疑有些教条——特别是其独到之处已几乎完全不复存在。

43 年前我或许会反对“某些资产是否适合在投资基础上购买”这样的说法。但是现在，在重读这本书之后，我对此有了更深刻的理解。

投资的现实主义

在过去的四五十年里，投资界见证了更加务实的赚钱方法的发展过程：判断投资价值所依据的并不是质量和安全等绝对观念，而是预期收益和预期风险之间的关系。当然可以说这是标准的降低；那么诸如信托责任和资本维护这类的概念又发生了怎样的演变？

格雷厄姆和多德似乎在寻求某种妥协。他们提出在投资基础上购买的绝对要求，但同时也承认，不应期望仅靠表面质量和安全就能投资成功或能排除不良投资对象。例如：

- 由于固定收益证券缺乏上涨潜力，合理选择债券的根本在于寻求具体、可信的安全性因素以抵消利润的流失。
- 关于“抵押留置权无论交易成功与否都可以保证提供保护”这一概念，在多数情况下完全是谬论……给出抵押财产的原始成本或评估价值以诱导他人购买债券的既定做法简直就是误导。
- 同薄弱公司的抵押债券相比，强势企业债券无疑是更好的投资对象。

- 很显然……青睐 Cudahy 有最先留置权、利率为 5% 的债券的投资者（收益为 5.50 美元，以次级债券超过 20% 的收益率 5.50 美元为转移）每年要支付 15% 的溢价，从而仅在一定程度上防止亏损。由此看来，他无疑是得不偿失的。
- 如果第一抵押债券的收益仅略有减少，支付小额的保险溢价以防止意想不到的麻烦，这样做无疑是正确的。
- 回顾 1931—1933 年的铁路债券崩溃，问题似乎出在人们高估了运输行业的稳定性，从而使得投资者满足于有限的保障；事实证明，这种保障是不充分的。人们并不因为大意而忽视了这些既定的安全标准；而是当市场需求变得更加迫切时，仍然守着旧标准止步不前……假如投资者用测试工业债券的方法来考察铁路债券，就不会选择买那么多了。结果，自 1929 年以来，在固定利息稳定的情况下，几乎所有人都承受了交通板块的巨大亏损。

从以上及其他引文中可以明显看出，格雷厄姆和多德重实质、轻形式；重逻辑、轻规则。关键是看债券获利的可能性，而不是其类别。信贷标准绝不是一成不变的，而是不断发展的。抵押贷款债券不会无缘无故地优于无担保债券。安全系数高的债券并不一定比系数略低的好。高收益率可以使高风险债券更具吸引力。

仔细阅读这本书之后，你就会清楚地发现格雷厄姆和多德是真正的实用主义投资者。他们倡导在全面分析之后理智地承担风险而不是下意识地避免风险，这与凯恩斯的观点是相呼应而不是相背离的。

债券投资方法论

为了研究《证券分析》同固定收益投资之间的相关性，我回顾了格雷厄姆和多德在债券投资方面的新发展，还将他们的方法同我们橡树资本管理有限公司（Oak-tree Capital Management, L. P.）所采用的方法进行了比较。

最终结论是：尽管表达方式不同，格雷厄姆和多德的多数观点在当今的投资界还是非常适用的。事实上，这些观点同过去 30 年里我和我的合作伙伴在高收益债券领域共同开发和应用的方法及方法论十分相似。之所以这么说，是因为以下 7 点：

1. 我们的整个方法是基于对所有无破产之忧的债券投资的不对称性的认识。收益受限于预期收益率，有时还可能会受到增值的影响；而信贷失误则有可能让你血本无归。因此，成功的关键在于避免失败，而不是寻求优胜。正如格雷厄姆和多德所说：

尽管长期以来，我们总是习惯于首先假设某些债券是安全的，但从事实而不是假设出发才是更明智的做法，也就是说，单纯债券是一种回报有限的投资。

我们对债券的首要定义是一种回报有限的投资行为，这引出了我们对于债券投资的另一重要观点：由于我们主要强调的是规避损失，债券的选择就首先成了一种逆向思维的艺术。这是一个排除和否定的过程，而不是查找和接受的过程。

2. 高收益债券投资组合是我们研究的重点。我们的工作主要集中在可赚取 B 级债券的良好收益且本金亏损风险有限的曲线部分。对我们来说，更高级别的债券收益太低，而更低级别的债券又包含太多的不确定性因素。客户希望我们运作的都是 B 级债券。

更好的做法是从最低安全标准出发，所有债券只有达到这个最低安全标准，才值得我们做进一步考虑。未能满足这些最低要求的债券，不论其收益再高，再有吸引力，或者投资人有什么其他偏爱的理由，都不能作为单纯投资的对象……从本质上讲，债券的选择应当从明确的最低安全标准向上进行，而不是从某种理想中的却难以令人接受的最高安全标准随意地向下进行。

3. 信用风险主要产生于杠杆数额和公司的不稳定性，在财政困难时期，二者的相互作用可以减少利息偿付比率超过还本付息数额之后的盈余。现金流稳定的公司可以支撑杠杆较重的偿债负担。出于同样的原因，杠杆有限、偿债负担较轻的公司就可以应对其现金流的巨大波动。但是，正如我们经常提醒投资者的那样，高杠杆和独立现金流的共存可能会导致公司无法偿还债务。格雷厄姆和多德也阐述了同样的问题：

通过研究 1931—1933 年的记录，我们注意到，工业债券价格崩溃的主要原因既不是像公用事业债券那样金融结构不合理，也不是像铁路债券那样投资者对所需安全系数计算失误。许多情况下，我们面临的是企业盈利能力的突然消失和企业是否能够生存的这样令人不安的问题。

4. 个人债券的分析需要用多元的办法。从 1985 年开始，我的分析师团队开始使用由谢尔登·斯通 (Sheldon Stone)^① 开发的八要素信贷分析程序。大部分要素都在格雷厄姆和多德的思想中有所体现，或许根本就是受他们思想启发产生的。我们主要关注行业、公司的常设机构、管理、利息偿付比率、资金结构、流动资金的替代性来源、清算价值和协议。这其中的很多内容《证券分析》都有所涉及：

过去 10 年的经验表明，公司的总体规模或至少主要机构的规模在一定程度上降低了不稳定风险。

现在的投资者习惯于将利息费用的收益比率看做考察安全性的最重要的具体标准。

如果债券债务过高，即使最大的公司也有可能是最薄弱的。

5. 专业投资师的职责并不是买进并持有投资，他们对于投资组合中每一个发行人的信贷价值至少要每季度重新考察一次。

即使在 1929 年市场崩溃之前，来自于投资大意的风险和对所有控股进行定期检查的需要已经被视为华尔街的新规则。与之前的实践恰恰相反，这一规则倡导的是“永久性投资是不存在的”。

6. 不要总是根据利率预测来选择市场时机。相反，我们所要做的是“把握可知”，只有下大力气去了解行业、公司和证券，我们才能做到这一点。

很难说投资者是否能够通过债券交易来捕捉市场波动……我们也怀疑各个有偿机构是否有能力提供可靠的债券或股票市场预期。此外，我们深

^① 橡树资本管理有限公司创始人之一。

信，任何有关个人高级投资选择和债券价格走向的建议基本上都是混乱且不合逻辑的。投资者希望能够在恰当的时间买入，在价格下跌之前卖出，经验表明，他的这种做法不可能成功，而且在投资运作中进行交易，他必然将把自己的收益转向投机。

7. 尽管我们尽了最大努力，不管是出于信贷分析出了问题，或是运气不佳，我们的投资组合中总会有失败的项目。要想使收益递增，使其数额时刻超过由于投资失败所造成的损失，个人控股一定要少，这样才能保证一次失败不会导致整个投资组合的巨额亏损。我们一直认为我们应对风险的方法与保险公司类似。为了保险起见，风险要分散在许多小控股和可靠的预期收益当中。因此，除非你的投资多样化程度较高，否则你就不应该投资高收益债券。

没有投资者能谨慎到把自己变成一家保险公司，承担损失本金的风险，以换取超高券息形式的年保险费。同该原则相反的是，好的保险应当广泛分散风险，以尽量减少运气的影响，在最大程度上发挥概率的作用。投资者或许会努力通过分散控股来达到这一目的，但在实际操作中，他是无法像保险公司那样分散风险的。

如果要对投资方法进行一个总结，我们认为只有正确评估公司的偿债能力才能成功预测固定收益投资的信贷风险。对公司前景的技术型判断要比进行大量的财务报表分析更加重要。

至少，选择固定价值债券以获得有限收入回报是一个相对简单的操作过程。投资者必须通过定量分析来确定其收益要远高于其利息费用，某公司的当前价值远超过其债务。另外，如果投资者判断出某企业的状况预示着其未来的不断成功，或者更准确地说，失败的可能性很小，那他就可以放心了。

最后，在一个重要问题上，我们同格雷厄姆和多德的观点不同。在选择所要购买的债券时，我们要考察发行人的前景，原因如下：1978年，当我开始分析和管理高收益债券时，普遍的看法是，债券投资和未来预期毫不相干，谨慎的债券投资应当基于详实的往日数据参考，而不是在预测未来状况的基础上进行投机。但信贷风险是潜在的，因此明智应对高信贷风险便只能基于对未来富有经验的判断。

旧观点在很大程度上代表了一种偏见：从本质上看，这种观点更具风险性。在预测未来的基础上购买股票是明智的；但在债券投资方面情况相对保守，不能依靠同类预测。我曾多次碰到市场失效的情况，其中一些最严重也最有利可图的往往是由偏见引起的，正是这些偏见破坏了某些“合理投资”的机会……从而使得灵活的投资者能够以远低于其原有价值价格买入债券。

1978年，我开始做花旗银行的高收益债券投资组合，这其中的原因之一是我之前曾担任该银行股权研究主任。我所要做的就是运用前瞻型的普通股分析方法来分析等级低于3B的债券。

在当今的投资世界中，禁忌已经很少了，人们普遍认识到，在各种投资中运用前瞻性分析都是有益的；但在1940年人们还没有认识到这一点。

理念

《证券分析》一书的价值主要在于其理念，而不是其具体的指导方法。其中的某

些观点跟现在有明显的相关性。更重要的是，格雷厄姆和多德的洞察力和思维过程阐述了投资者应尽量深入挖掘投资问题的答案。

证券价格及收益并不是通过对预期风险进行精确的数学计算就能得出来的，他们依靠的是证券的受欢迎程度。

进一步讲，理想状态下对投资风险的精确计算，不论在理论上还是在实践中，都是行不通的。确定各类债券“死亡率”的统计表是不存在的。即使在对以往的记录进行长期、详尽的研究之后制作出这样的统计表，将来它们是否真正有用也很难说。人寿保险中，年龄和死亡率之间的关系是很明确的，并且在逐渐变化。各种建筑结构和相应的火灾危险性之间的关系在一定程度上也是如此。但不同类型的投资和损失风险之间的关系却是完全不确定的；而且条件一旦发生改变，这种关系的变化会相当大，根本无法用具体的数学公式对其进行计算。情况之所以如此，是因为投资损失并不是按时间平均分配的，而往往间歇性集中，也就是集中于整体低迷时期的。因此，典型的投资风险跟火灾或流行病大致相似，而这些都是火灾保险或人寿保险中的异常和不定因素。投资者应当关注收益图的各个方面，其中包括走向、最小值和流动值。我们不能否认任何一项的重要性，但硬性规则对它们来说都不适用。

以下几点将吸引投资者：

1. 收益上升的趋势；
2. 特别好的当前表现；
3. 在研究进行期间，每年的利息费用都有令人满意的盈余。

如果某一债券不具备这3点中的任何一点，我们不一定要将其否决，而应准确计算出其远超过最低值的平均收益额，并进一步关注该类债券的共同因素和定性因素。

假如将1美元股票对应的企业的价值和1美元债券对应的企业的价值之间的比例视为工业公司的“正常”要求数据，那么当股票价格膨胀的时候，比如说，要求2美元股价对应的企业价值相同于1美元债券对应的企业价值；而相反，当报价远低于其内在价值的时候却满足于50美分股价对应的企业价值相同于1美元债券对应的企业价值，这样的做法是不是不太明智呢？但是，这一建议是行不通的，原因有二：第一，这意味着债券购买者能够判断出股票价格水平过高或过低，这本身就很有难度。第二，这还要求债券投资者在市场繁荣的时候格外谨慎，在市场低迷的时候更具信心。这条建议非常完美，而从人性角度来讲却无法实践。债券购买者也是人，我们不能期望他们可以完全摆脱对牛市的热情或对熊市的忧虑。

“在单纯的投机领域里，有人反对花钱咨询，因为假如顾问了解他所说的东西，那他就不用费心当顾问了。”沃伦·巴菲特也有相似的言论：“华尔街是唯一一个坐劳斯莱斯的人向乘地铁的人咨询的地方。”

格雷厄姆和多德多次提出了常识性的咨询意见，更有趣的是，他们甚至否定现行的投资规则，反对用“常识”来代替“公认的智慧”，二者根本是矛盾的。对我来说，这是有关固定收益证券的章节最有力的地方。最后，格雷厄姆和多德提醒我们“应谨慎概括投资理论”。

《证券分析》历久弥新

格雷厄姆和多德的许多具体观点已经经受了时间的考验，事实上，很多人都采纳和发扬了这些观点。

他们认为“投资者即使错过再多的好债券，也不会受到任何实际的惩罚。”沃伦·巴菲特或许就是受了这种观点的启发，引出了一个非常恰当的有关棒球投球手的比喻。巴菲特说，棒球投球手在击球区三击不中会被判出局，而一个投资者即使多次丧失投资机会，也不会受到惩罚。

同样，格雷厄姆和多德提出：“我们为评估债务支付后的资产余额提供的最佳标准就是股本的市场价值和长期债务之间的比率。”这跟市值校正债务（MAD）比率如出一辙，该比率由迈克尔·米尔肯（Michael Milken）推广，20世纪70~80年代，他在德崇证券公司（Drexel Burnham Lambert）首创发行高收益债券。市场价值还很不完善，但统计数据只是单纯的历史资料，往往已经过时，甚至毫不相干。

重要的是，格雷厄姆和多德强调了稳定的现金流对于一个公司在不利环境下的偿债能力至关重要。“某行业一旦承认其利润有所减少，投资者将不得不对其减少幅度进行估计，并与其支付利息后的盈余进行比较。因此，投资者密切关注的是公司应对未来变化的能力。”这种想法也导致了20世纪70年代中期，正处于起步阶段的融资收购行业仅购买不定期付息公司的债券。当然，人们在牛市往往忽视所有重要的投资原则，这一点也不例外；热情和乐观充斥着人们的头脑，稳定的现金流规则却被轻易地抛在脑后。

进一步的思考

68年后，考虑到《证券分析》1940年版的适用性，还有一些补充意见需要指出：

第一，令格雷厄姆和多德感兴趣的时机是指“萧条时期”。他们列举了三个萧条时期——1920—1922年，1930—1933年，还有1937—1938年，而我们现在只讨论本世纪的唯一一次经济大萧条时期。显然，格雷厄姆和多德谈论的是我们所说的“经济衰退”。

第二，他们并不关注利率波动的预测。其主要原因可能是那时的利率没有大幅波动。例如，1926—1938年的13年里——著名的夹在两次“萧条时期”中间的繁荣阶段，这期间40种公用事业债券的收益率仅在3.9%~6.3%之间波动。所以《证券分析》1940年版出版的时候，利率还很低而且相当稳定。

第三，还有一点非常重要，格雷厄姆和多德的某些风险提示并不是针对专业人士，而是针对个人投资者的，他们是两位作者的目标读者。

人们很难提前区分顺利通过重组的优先债券和进行严厉整治的债券，这个问题很实际。因此，强烈建议普通投资者不要购买此类证券，要坚信只有强大的企业才能有强势的债券。

因此，《证券分析》中那些最严谨的说法似乎正是源于对非专业投资者安全性的考虑。只有专业投资者才可以直接投资于问题债务和高收益债券，我完全赞同这样的观点。

走向未来

一本书出版了 75 年，人们在读它的时候还有理由期待书中所讲的一切以及其讲述方式不过时，这样的书还是很少的。人们最希望读到的是普遍适用的智谋和敏锐洞察力。如果了解《证券分析》1940 年版是如何做到这一点的，你只需要参照 2007 年次级债券和抵押债券的投资经验看一下格雷厄姆和多德所做出的有关抵押贷款债券的见解：

1923—1929 年，房地产抵押贷款债券业务的发展是迅速的，也是灾难性的，在这一时期，债券发行时通常提供的唯一数据（不包括对未来收益的预测）便是对资产价值的评估报告，而这种评估结果几乎总会超过抵押贷款债券的 66.67%。这些评估结果只有跟经验丰富的房地产购买者和贷款人对资产的市场价值评估结果相一致时，才会真正有助于选择好的房地产债券。但可惜的是，这些结果只是单纯的人为估值，评估人正是靠这些估值来赚钱的，其唯一的作用就是欺骗投资者，使其认为该投资是安全的……

对相关各方缺乏原则、不够深入、缺乏常识的恶评包括：整个房地产融资方案千疮百孔，其缺陷显而易见；且在不可避免的市场崩溃之前它居然可以达到这么高的比例。

从不知情的投资者角度来讲，有偿房屋估价以及债券评级，将导致其信心过度——也因此导致其承担未知风险。

还有什么可以更好地描述最近的事态？还有什么更好的证据可以证明《证券分析》1940 年版自问世以来的几十年里甚至未来的几十年里都将一直适用呢？

固定价值投资的选择

我们已经将证券按照其性质而不是名称做了分类，接下来我们把选择各类证券的原则和方法梳理一下。如上所述，固定价值投资包括：

- 1. 优质直接债券和优先股；
- 2. 优质附权证券，但此类债券的权利价值不大，不能算做一个选择因素；
- 3. 可通过担保或优先权占据优质高级证券地位的普通股。

对待优质优先股的基本态度

我们之所以把金边优先股和优质债券归为一类，是为了说明适用于二者的投资态度和一般分析方法是相同的。优先股股东的合法要求处于明显劣势，这一点我们不应考虑，因为从逻辑上讲，挖掘最佳投资的优越性，我们不能立足于法律权益或补救措施，而要从企业雄厚的财务实力出发。美国饼干公司（National Biscuit Company）优先股就属此类证券，近 40 年来投资者一直认为它跟优质债券具有同等重要的投资价值，以上观点可参见附录得以证实。^①

优先股和债券的投资价值有所不同

应该指出，像美国饼干公司优先股那样时间长、级别高的债券只占优先股的很小一部分。因此，我们绝不能说债券和优先股的投资级别大致相同。相反，我们将

^① 相关数据见附录注释 6。

在后面的章节努力说明，优先股要比债券的投资级别低，而投资大众对优先股采取了过分肯定的态度。多数此类债券没有充分的保障，无法确保持续支付股息。因此，它们理应属于不确定的或投机型的高级证券，在此类别当中，债券和优先股之间的契约性差异则有可能非常重要。所以典型的优先股和存在例外的优先股之间应当有严格的区别。后者理应列为固定价值投资，应当同优质债券一样看待。为方便起见，我们将频繁使用术语“投资债券”或只是“债券”来指代所有固定价值投资类债券。

债券投资是否合理

在本书 1934 年版中，我们曾认真考虑这样一个问题：之前几年金融业和工业的剧烈波动是否削弱了债券投资的基本逻辑？假如投资者限制其收益回报，并放弃投机收益，可还是需要承担巨大亏损的风险，那么这样做值得吗？对此，我们提示大家，1927—1933 年的现象是完全不正常的，无法构成评判投资理论和投资实践的基础。后来的经验向我们证实了这一点，但仍然存在大量的不确定性，从而使债券购买者要消除绝对安全的旧观念或许还需要很长一段时间。尽管在 20 年间出现过两次灾难性的价格崩溃，其间还发生了一次世界大战，之后债券达到最高记录水平（1940 年），我们并不能因此而对未来充满不切实际的信心。

债券形式本身具有内在的劣势

安全要素的数量保障

这种情况显然要求投资者、投资机构和投资理论家对债券选择的态度要更加严谨，更具批判性。认为只要是债券就必定安全，就比股票风险小，必然是危险的。过去一提起债券，我们首先想到的就是安全，但从事实而不是从假设出发才是更明智的做法，即（普通）债券是一种回报有限的投资。债券持有人对未来利润的参与是有限的，作为补偿，他们拥有优先要求权和明确的偿债承诺，而优先股持有者却只有优先要求权，得不到承诺。但无论是优先要求权还是承诺，它们本身都不是获得收益的保障。企业履行承诺的能力才是保障的来源，我们应看重企业的财务状况、业绩和未来前景。因此，选择优质债券要立足于具体而可靠的安全性保障因素，以弥补持有人在参与利润方面所做出的牺牲。

重点强调规避损失

我们认为债券是一种回报有限的投资工具，这引出了我们对债券投资的另一重要观点——既然我们必须把重点放在规避损失上，那么选择债券首先是一门逆向思维的艺术。这是一个排除和否定的过程，而不是寻找和接受的过程。从这个角度讲，选择债券和选择普通股具有本质的不同。普通股的准购买者既希望规避损失，又希望盈利。错过一种证券所造成的损失有可能和错买这种证券所造成的损失一样大；

但倘若投资者最终没有购买劣质证券，那他错过再多的优质债券也不会造成任何实质的损失。因此，从广义上讲，投资者在进行固定价值投资时，怎样挑剔也不为过。沃尔特·白芝浩（Walter Bagehot）曾对商业银行家说过这样的话：“只要难以抉择或心存疑问，该证券就不应购买。”这句话同样适用于投资债券的选择。

选择固定价值型证券的4项原则

前面我们讲了固定价值投资的一般方法，接下来我们要讲的是4条更加具体的补充原则，该原则适用于选择单只证券：

- 1. 衡量证券的安全性，不是看具体的留置权或其他合同权利，而是看该证券发行人履行义务的能力；
- 2. 对于这种能力的考察，要看萧条时期，而不是繁荣时期的情况；
- 3. 超高票息率无法弥补安全性低的弱点；
- 4. 挑选任何债券作为投资，都要遵循排除性规则，并且以法定的储蓄银行投资活动的具体量化指标来测试。

上述原则的债券选择技巧跟传统的态度和方法有显著的不同；然而，虽然这种方法摒弃了旧观念，但并不是一种创新，而是对某些观点的承认和推广，很多睿智而经验丰富的投资者都稳步发展了这些观点。接下来我们将阐述这些原则的本质和合理性。

安全性不能以留置权来衡量，而要以
发行人履行义务的能力来衡量

我们一开始就注意到了二者之间的根本差别。过去人们主要强调具体的抵押品，即债券持有留置权的财产的性质和估价。从我们的角度看，这种考虑是次要的；主要还是看债务人企业的实力和稳固程度。两种观点之间有明显的差异：一种是将债券视为一种对资产的要求权；另一种是将债券视为一种对企业的要求权。

从根源和目的来看，前者非常符合逻辑。其目标在于通过给债权持有者充分的保障来使其独立于企业风险，如果企业无法偿还债务，债券持有者可以接管抵押财产以弥补自己的亏损。如果这种安排可行，那将十分完美，但事实证明它很少能行得通。原因有三项：

- 1. 当经营失败时，企业的资产价值必然萎缩；
- 2. 债券持有人难以维护其应有的合法权利；
- 3. 由破产清算引起的延误和其他问题。

留置权并不是防止价值萎缩的保障

不看企业本身的成功，而把抵押留置权看做安全的保障，在多数情况下，这完全是谬论。正常情况下，抵押资产的价值在很大程度上依赖于企业的盈利能力。债

券持有人通常可以拥有铁路、厂房及其设备、发电站、其他公共事业，以及桥梁或酒店的留置权。这些资产在建造时有其专门用途，但除此之外很难再用于他处。如果企业经营失败，其固定资产的可变现价值通常都会大幅萎缩。所以，公布抵押资产的原始成本或评估价值，以诱导投资者购买债券的既定做法完全是一种误导。只有在破产的情况下，抵押资产的价值才会有实际意义，而这时的账面价值基本都是不可靠、不相关的。这一点可以通过海边－佛罗里达铁路公司（Seaboard-All Florida Railway）6%的第一抵押债券来说明，1931年，该债券在铁路建成之后不久以1美分的价格出售。^①

留置权持有人无法执行其基本法律权利

即使抵押资产确实与债务价值相当，债券持有人也很少能获得该资产并将其变现。必须认识到，破产公司处置资产的程序已同过去抵押私有财产的惯例大不相同。留置权持有人的基本法律权利在这两种情况下理应是相同的。但实践中，我们发现假如这些资产的价值超过债务数额的话，法院明显倾向于阻止债券持有者通过行使留置权来接管资产。显然，这样将股东或初级债券持有人排除在外是不公平的，这些资产中包括他们的潜在利益，而他们却无法保护这些资产。这样一来，能实际占有抵押资产的债券持有者即使有，也很少，除非该资产当时的价值大大低于债务数额。在多数情况下，他们只能分到某重组公司的新证券。有时，拖欠利息得以支付，债券重新生效。^② 破产证券能够全额付清的情况极少，即使有也要拖好长时间，这令人十分懊恼。^③

拖延令人厌烦

我们反对将抵押资产视为债券投资的保护伞，拖延是第三个原因。涉及留置权的抵押资产的价值越高，通过对其没收以接管资产的困难就越大，“公平”划分各种债券和股票相关资产所需要的时间也越长。让我们看一下财产清算时什么情况对债券持有人最有利。他的第一抵押债券相对较小，而次级留置权较大，正是后者造成了发行公司的破产。情况很有可能是这样，第一抵押债券持有人的地位很重要，他不会有什么最终的损失。然而公司的财务困难通常会对其所有证券的市场价格产生负面影响，有些证券可能并未真正贬值，也难逃这一厄运。由于破产清算的拖延，市场价格下跌必然加剧，因为投资者根本不会买入有麻烦的公司的证券。最后，第一抵押债券有可能毫发无损地通过重组，但在这个劳神的拖延阶段，持有人要面对所持债券通行价的大幅下跌，他们起码会对最终结局存在某种程度的怀疑和担忧。密苏里－堪萨斯－得克萨斯州铁路公司（Missouri, Kansas and Texas Railway Company）利率4%的第一债券和布鲁克林高架铁路联盟（Brooklyn Union Elevated

① 相关数据见本书附录注释7。

② 相关数据见本书附录注释8。

③ 相关数据见本书附录注释9。

Railway) 利率5%的第一债券就是典型的例子。^①我们将在后面的章节中对破产清算和重组，特别是它们对债券持有者产生的影响，进行更加细致的分析。

避免麻烦是基本原则

在上述讨论中我们重点强调，债券购买者的主要目标是防止问题的出现，而不是在问题出现的时候寻求自保。即使购买某留置权真的有利可图，这种利润也是在违背固定价值投资意义的条件下产生的。考虑到破产清算必然引起市场价格的严重下降，投资者必须诉诸合同，这一事实表明他的投资是不明智的，或者说他运气不好。而抵押财产所能提供的保障充其量也就是减少他的错误决策所造成的损失而已。

由原则1得出的推论

缺少留置权不会有重大影响

由于选择优质债券时，具体的留置权并不是最重要的，所以即使没有也影响不大。公司债券^②，即一家强大公司的无担保债券由于该公司能够充分履行其金融义务，因此这样的债券是可以购买的，几乎就像抵押担保债券一样。此外，强大公司的债券无疑要比薄弱公司的抵押证券更适合投资。例如，新泽西美孚石油公司1961年到期的3%债券就比其他的第一留置权债券投资级别更高。查看一下债券列表，你就会发现拥有无担保债务的公司所发行的公司债券都列在投资级，且其票面值至少能达到抵押债券的平均水平，因为一个企业必须有较高的资信级别，才能通过发行长期无担保债券来获取资金。

购买健全公司的最高收益证券原理

如果某企业的任何一种债券可被列为固定价值投资，那其所有债券必将也是如此；反之，如果一家公司的次级债券并不安全，那其第一抵押债券也不是理想的固定价值投资。因为如果第二抵押债券不安全，那公司本身就相当薄弱，一般来说薄弱的公司是不会有优质债券的。因此，从理论上讲，正确的债券投资程序是：首先选择一家绝对强大且健康的公司，然后购买其最高收益证券，这通常是指其次级债券，而不是第一留置权债券。假设我们对企业的选择一向正确，那在实践中这一程序将非常适用。选择失误的可能性越大，我们就越要通过牺牲收益来降低资本价值的潜在损失。但是，我们必须认识到，青睐低收益第一抵押债券实际上表明债券购买者对公司的实力缺乏信心——如果这种现象持续下去，我们将质疑投资者对该公司任何债券的投资是否可取。

^① 相关数据见本书附录注释10。

^② 在美国的金融行业，“公司债券”一词意味着“无担保的债券和票据”。没有其他什么特别之处的债券有时也被叫做“公司债券”。

为举例说明这一点，我们来看古达西包装公司（Cudahy Packing Company）1946年到期的5%第一抵押债券和1937年到期的5.5%公司债券。1932年6月，前者价格为95美元，收益率约为5.5%，后者价格为59美元，收益率超过20%。

只有坚信公司具有支付能力且对其前景看好，才有理由按接近票面值的价格买入 5% 债券，不然的话债券的市场价格无疑将大幅下跌。那么既然投资者对古达西包装公司的未来充满信心，为什么不买回报更高的公司债券呢？唯一的可能就是投资者认为，万一他判断失误，该公司陷入困境，第一抵押债券尚能有所保障。在这种情况下，投资者持有第一抵押债券可能要比持有次级债券的损失小。还应指出，假如古达西包装公司像菲斯克橡胶公司（Fisk Rubber Company）那样来个大逆转，那其第一抵押债券市场价值的下跌幅度将同公司债券一样大。1932 年 4 月，菲斯克橡胶公司 8% 第一抵押债券的售价低至 17 美元，其 5.5% 的公司债券的同期价格为 12 美元。不管怎么说，很明显，青睐古达西 5% 第一抵押债券的投资者每年要支付大约 15 % 的溢价（即两种债券收益率之差）作为对亏损进行保险的措施。由此可见，他得不偿失。我们完全可以得出这样的结论：要么不买古达西的债券，要么购买收益高出很多的次级债券。^① 这一规则适用范围非常广泛，任何第一抵押债券按固定价值价格（如接近票面值的价格）出售时，购买同公司的次级债券都可以获得更高的回报。^②

(续前表)

日期	4% 普通债券的价格	4% 调整债券的价格	差价
1931 年 01 月 07 日	98. 50	97	1. 50
1932 年 06 月 02 日	81	66. 50	14. 50
1933 年 08 月 09 日	93	88	5
1934 年 01 月 09 日	94. 25	83	11. 25
1936 年 03 月 06 日	114. 625	113. 50	1. 125
1937 年 04 月 26 日	102. 50	106. 75	3. 25
1938 年 04 月 14 日	99. 25	75. 25	24
1939 年 12 月 29 日	105. 75	85. 25	20. 50

1924 年以前，艾奇逊 - 托皮卡 - 圣达菲铁路公司 4% 普通债券的价格通常要比 4% 调整债券大约高出 7 ~ 10 个点，收益率不到 5%。既然两种证券都属安全投资，那从逻辑上讲，应该按低于其成本 10% 的价格买入次级证券。1923 年之后，这一观点得到证实，两种债券的价格差异逐渐缩小。在 1930 年和 1931 年的一段时期，次级证券的价格实际上多次与 4% 普通证券不相上下。与 1922—1923 年的差价过大相比，这种关系更不符合逻辑，因为即使假设两种留置权都绝对安全，4% 调整债券也基本没有价格和收益上的优势，不值得投资者购买。

1932 年 7 月，债券市场受挫，差价扩大，超过 14 个点，人们很快就清醒地认识到了这一明显的事实。根据 1934 年的记录推断，两种证券的合理差价约为 5 个点，无论是差价的大幅扩大或是实际上的消失都表明投资者应该从一种证券换到另一种。

这个例子还可以进一步说明产生变动的普遍因素，有必要将其纳入债券分析的过程。到 1937 年，艾奇逊已与其之前的正常状态相去甚远，按保守标准判断，其超出利息需求的实际毛利不足，从而导致公司业绩难以回升，这一切提醒投资者，次级证券的“调整”因素（即意外事项）不能被忽略。因此，盈利时期原本合理的价格关系在新的条件下是靠不住的。1938 年，业绩不佳实际上使调整债券的利息支付被迫推迟，从而导致其价格下跌至 75. 125 美元，差价扩大至 24 个点。尽管后来利息全额支付，价格回升到 1939 年的 96 美元，但投资者用 1932 年以前的标准来衡量该债券是不明智的。

若具备以下两个条件，我们就可以舍 Y 公司的第一抵押债券，而取 X 公司的次级留置权债券：

- 1. X 公司对支付债务总额有充分的保障，其次级留置权债券的收益要明显高于 Y 公司；
- 2. 如果没有收益的巨大优势，那么 X 公司支付债务总额的保障一定要比 Y 公司充分得多。

见表 6—2 中所举事例。

表 6—2 不同公司固定利息保障比率比较

证券	1930 年的 价格（美元）	1929 年固定利息 保障比率
太平洋电力与照明公司（Pacific Power and Light Co.）5% 第一抵押债券（1955 年到期）	101	1.53 倍
美国天然气与电力公司（American Gas and Electric Co.）5% 公司债券（2028 年到期）	101	2.52 倍

美国天然气与电力公司的总费用保障比率明显更高，这说明当二者的价格差不多时，该公司的次级债券的确要比太平洋电力与照明公司的第一抵押债券更适合购买。^①

“优先债券”的特殊地位

在铁路领域，存在一种“优先债券”，人们通常认为其具有特殊的投资特征。这种债券规模较小，其担保来自对债务公司系统中重要部分的留置权，而且之后通常还会有一系列的“一揽子抵押”。倘若高级证券的规模也相对较小，优先债券通常享有第一留置权，也可能是第二，甚至第三抵押证券。

如 1938 年到期的纽约和伊利铁路公司（New York and Erie Railway）4.5% 第三抵押展期债券，级别要低于两种小规模优先留置权债券，该留置权覆盖了伊利铁路主线的一个重要部分。接下来是连续 4 种该公司的一揽子抵押债券，它们定期享有优先债券的有利地位。

不管整个公司有什么问题，具有以上特征的债券可以说是绝对安全的。它们几乎总能完好无损地通过重组；甚至在破产清算时，公司仍理当为其支付利息，主要因为它们在整个债务中所占的比重非常小。然而，假如公司资不抵债，它们也无法逃脱市场价值急剧下降的命运。

如在纽约和伊利铁路公司 4.5% 第三债券（其到期时间自动延长至 1923 年，并又再次延长至 1933 年）的案例中，1938 年 3 月，也就是伊利破产两个月后，债券本金和利息均未得到偿付。出价下降至 61 美元；然而，1939 年底提出的各项重组计划都是为全额支付该债券本金和利息而出台的。

1934 年到期的芝加哥和东伊利诺伊联合铁路公司（Chicago and Eastern Illinois）6% 债券直到 1940 年才最终完成支付，并加息 4%——但在 1933 年，其价格曾跌至 32 美元。

密苏里太平洋铁路公司（Pacific Railway of Missouri）4% 第一抵押债券、5% 第二抵押债券和 4% 第三抵押债券的到期时间都延长至 1938 年，它们都属密苏里太平洋铁路系统的优先债券。在 1915 年的破产清算期间，它们仍然有利息收益，并未受到任何影响。1933 年第二次破产之后，直至债券到期之日，公司一直持续支付利息。

^① 1937 年，太平洋电力与照明公司 5% 债券的低价为 51 美元，而美国天然气与电力公司债券的低价为 104 美元。

那时本金无法偿付，但利息却一直支付到1939年。实际上，公司制定各种重组计划，其目的都是为了通过配送新公司的优先留置权债券和固定利息债券来全额支付这些优先债券的本金和利息。但自1931年以来，这三种证券的价格已经下跌，分别低至65美元、60美元和53美元。

其他曾被视为优良级别的债券在公司破产之后的情况却没有这么好。

如1947年到期的密尔沃基-斯巴达-西北铁路公司（Milwaukee, Sparta and Northwestern）4%第一抵押债券，曾被列为芝加哥西北铁路公司（Chicago and North Western Railway）的优先债券，多年来其价格一直略低于同年到期的美国龙头铁路公司——联合太平洋铁路公司4%第一抵押债券。然而，1935年芝加哥西北铁路公司破产之后，没有再为该债券支付利息，到1939年，其价格暴跌至8.125美元。

由此看来，在某些情况下，优先债券对于“只有好公司才有好债券”的原则来说是个例外。在大多数情况下购买这类债券的往往是机构和投资大户。某些公共事业控股公司的营业性子公司发行的第一抵押债券也是如此。

对于此类铁路债券来说，铁路位置和覆盖里程的战略价值至关重要。假如第一抵押债券的抵押路段并不重要或无利可图，我们将其称之为“分区留置权”，这样的债券并不是我们本章中所讨论的真正意义上的优先债券。假如分区第一留置权的抵押路段位置不佳，那么在重组过程中，比起表面次之的一揽子抵押来说，它们的处理结果更差。

1938年到期的联合太平洋铁路公司中央支线4%第一抵押债券要“优先于”密苏里太平洋铁路公司的第一替续抵押债券，后者为退出市场做出准备。虽然从表面看中央支线债券的级别更高，但1939年底出台的重组计划中，对密苏里太平洋铁路公司5%的第一替续抵押债券的处理要比对中央支线债券的处理更好。

从实际操作来讲，我们很难提前判断出哪些优先债券能够安然无恙地通过重组，而哪些又将受到强硬的对待。因此，我们强烈建议普通投资者不予考虑此类债券，要坚持“只有强大的公司才会有强势的债券”这一原则。

固定价值投资的选择：第二和第三原则

购买债券时，要以其萧条期的表现作为考察基础

一项好的投资要经得住经济萧条的考验，这似乎是一个不言自明的道理。当经济环境有利的时候，所有的债券都会表现良好；只有经过经济萧条的严峻考验，强势债券比弱势债券所具有的优势才会表现出来，才会变得至关重要。因此，谨慎的投资者往往青睐久经考验的老企业债券。

安全性的判断依据：行业的性质或保障的程度

投资者相信某种债券具有抵抗经济萧条的能力，可能是基于两种不同的原因。投资者可能会认为，某一行业不会出现盈利能力急剧下降的现象，或其安全边际指标很高，即使盈利下降也不会有什么危险。照明和电力公司的债券备受青睐，主要是出于第一个原因，而美国钢铁公司（United States Steel Corporation）子公司的债券则由于第二个原因受到投资者的钟爱。前者值得购买的依据是行业的性质，而后者值得购买的依据则是保障的程度。这两种依据当中，哪个能有效规避经济萧条的风险，哪个便对普通的债券购买者更具吸引力。投资于一个能抵抗经济萧条的企业似乎要比投资于依靠财务实力带动其债券度过困难时期的公司要容易得多。

没有一个行业能够免受经济萧条的影响

当然，与上述投资理论相反的观点是，没有哪个行业能不受经济萧条的影响；换句话说，在经济萧条期，任何企业都将面临盈利能力下降的危险。的确，同钢铁

生产商相比，爱迪生集团公司（Edison）的利润萎缩幅度是比较小的；但是，假如考虑到该企业繁荣时期盈利有限，那么即使小幅的下降也可能是致命的。一旦承认该行业的利润将有所下降，那么投资者将不得不对其下降的幅度进行估计，并将其与公司支付利息后的盈余相比较。此时，他会发现自己正在密切关注该公司应对未来兴衰的能力，跟其他各种债券的持有人没什么两样。

投资者要判断的并不是哪些行业是否会受到经济萧条的影响，而是在经济萧条期，哪些行业的波动小一些，哪些行业的波动大一些。企业越稳定，就越适合债券融资，其债券利息支付在正常收益中所占的比例就越大；企业越不稳定，其保证满足利息支付要求的安全边际指标也就越高。换句话说，债券在其资金总额中所占的比例也就越小。如果企业的固有稳定性较差，即很难说其是否能在长期不利的经济环境下生存（这种问题在二级规模的工业企业中经常出现），尽管其安全边际指数（依照其过去的业绩而测）有可能很高，这类企业发行的债券也不符合固定价值投资的条件。此类债券符合定量标准，但不符合定性标准，然而二者对于投资都很重要。

行业性质的重要性在投资实践中得以体现

“不同安全边际指标”这一概念多年来一直贯穿投资实践中。企业可分为三类——铁路、公用事业和工业，这样分类可以反映出各行业相对稳定性的固有差异，继而反映出各行业超出债券利息费用的资金要求。假如某只铁路债券，其所属公司的利润是债券利息的两倍以上，那么这只铁路债券就被看做优良债券，但一只工业债券如果具有同样的安全边际，那就不够了。从1920—1930年的10年之间，公共事业行业的状况发生了根本性的变化。在这之前，照明、供热和电力行业同有轨电车业是密不可分的，但这时却被严格划分开来。由于经营状况不佳，电车业已悄然退出金融行业所谓的“公共事业”范畴，对于公众来说，公共事业仅限于电力、煤气、供水和通信公司。后来，有人曾努力将经营各种业务，包括天然气、制冰、煤炭、甚至仓储的公司都收罗到公共事业的名下，以扩大其影响。公共事业的稳步发展使其备受投资者的青睐，甚至1924年和1927年工业小幅衰退的时候也不例外，到1929年其信用等级跟铁路行业完全相同。在随后的经济萧条期，同运输业相比，公共事业行业的总收益和净收益的萎缩要小得多，我们有理由预计，资金雄厚的照明和电力公司所发行的债券将取代优质铁路债券成为首选的企业投资类型。（自1933年以来，由于费率降低、政府竞争和通货膨胀的威胁，公共事业企业的债券和股票热门程度大大降低，尽管如此，作者仍然坚持这一观点。）

将企业经济萧条期的业绩作为衡量其投资价值标准

现在，让我们把注意力转向这三类企业在最近两次经济萧条期——即1931—1933年和1937—1938年的表现，见表7—1。在这两次经济萧条期当中，第一次空前严重，当时的经济环境极其恶劣，假如以那时的业绩来衡量某一企业是否值得投

资，似乎是不公平和不切实际的。然而，我们认为，把 1931—1933 年的业绩看做对投资标准的“实验室测试”是有好处的，因为这一时期企业所面对的经济压力在未来正常的经济浮动中是不可预计的。尽管那几年的经济形势可能不会再出现，但各类证券在当时的表现为我们研究投资问题提供了有力的帮助。

表 7—1 1926—1938 年， 铁路和公共事业企业总收益、 净收益及优质
 铁路和公共事业企业债券平均收益对照表 (单位：百万美元)

年份	铁路			公共事业企业		
	总收益 ^I	铁路企业运营收益 ^{II}	铁路债券收益率 (%) ^{III}	总收益 ^{IV}	净收益 ^V (%)	公共事业企业收益率 (%) ^{III}
1926	6 383	1 213	5. 13	1 520	100. 0	5. 11
1927	6 136	1 068	4. 83	1 661	106. 8	4. 96
1928	6 112	1 173	4. 65	1 784	124. 0	4. 87
1929	6 280	1 252	5. 18	1 939	142. 5	5. 14
1930	5 281	869	4. 96	1 991	127. 7	5. 05
1931	4 188	526	6. 09	1 976	123. 5	5. 27
1932	3 127	326	7. 61	1 814	96. 6	6. 30
1933	3 095	474	6. 09	1 755	98. 2	6. 25
1934	3 272	463	4. 96	1 832	68. 1	5. 40
1935	3 452	500	4. 95	1 912	92. 9	4. 43
1936	4 053	667	4. 24	2 045	120. 7	3. 86
1937	4 166	590	4. 34	2 161	125. 8	3. 93
1938	3 565	373	5. 21	2 195	106. 0	3. 87

I 所有美国一级铁路公司 (I. C. C) 的运营总收益。
II 所有美国一级铁路公司 (I. C. C) 的运营净收益。
III 40 只铁路债券和 40 只公共事业债券的平均收益，两组数据均由穆迪评级公司提供。
IV 电力企业面向最终用户的营业收入，该数据由爱迪生电气协会 (Edison Electric Institute) 提供。以该行业 90% 公司的数据经调整以代表本行业 100% 公司的情况。
V 15 家公共事业企业利润指数，所有数据为根据 1926 年的季度统计数据计算出的年平均数。

债券价格滑坡的各种原因

公共事业企业的融资债券过度

许多债券在经历了泡沫经济之后，价格大幅滑坡，我们通过对其研究发现，不同债券价格下降的原因也不同。公共事业企业破产并不是因为收益减少，而是因为其债务结构过于庞大，即使经济衰退的程度不大，企业也经受不起。根据以前的标准，资产结构合理的企业是完全能够支付债券利息的。很多控股公司拥有金字塔式的资本结构，经济顶峰时期，他们几乎把所有的收益都用于支付固定利息费用，所以基本没有任何储备来应对利润的萎缩。公共事业企业普遍面临经营瓶颈，照明和

电力行业本身并不薄弱，主要原因还在于其盲目铺张的融资方式。多数情况下，只要投资者平时在选择债券时谨慎行事，其在公共事业债券上的损失是可以避免的。退一步说，即使在正常的经济环境下，不良的融资方式也将必然导致企业的崩溃。因此，1931—1933 年的历史并不违背“选择优良公共事业债券进行投资”的理论。

对铁路收益稳定性的估计过高

铁路行业的情况有些不同。投资者似乎高估了运输行业的稳定性，他们对该行业的安全边际十分满意；但事实证明，这种安全边际是远远不够的。在选择相对薄弱的公共事业企业的债券时，投资者忽略了既定的安全标准，但在选择铁路债券时，问题并不在这里，而是当经济形势提出更加严格的要求时，投资者依然满足于这些旧标准。回顾过去，我们可以看到，自战前以来，农村发展迅速，而铁路企业却未能随之提高自己的收益，这是其相对地位下降的征兆，投资者要对其采取更加谨慎和严格的态度。如果投资者用衡量工业债券的标准来考察铁路债券，那他只能将自己的选择局限于相对有限的几家强大的铁路公司。事实证明，这些企业几乎都能承受自 1929 年以来交通行业的巨大滑坡，都能照常支付其固定利息费用。这种做法是否明智与我们的讨论并不相关。以史为鉴，我们可以发现，根据铁路企业在经济萧条期的表现来选择铁路债券，将意味着该债券在经济平稳期的安全边际要比我们之前所认为的必要水平更高。

铁路债券和公共事业债券在 1937—1938 年经济衰退期的表现可以支持关于二者的结论。1937 年初，几乎所有符合极为严格的定量标准的债券，在随后的经济滑坡中，市场价格下跌幅度都相对较小，其固有地位没有发生改变。另一方面，1936 年两类企业的收益偿债能力不佳，其大部分债券报价严重下跌，从某种意义上讲，这是债券发行企业财务困难的先兆。^①

工业债券在经济萧条期的表现

关于工业债券，其 1937—1938 年和 1931—1933 年的情况略有不同，因此，投资者对此类证券的态度可能或多或少地取决于他是否认为经济萧条的程度将发生改变，从而对此采取相应的防范措施。通过对 1931—1933 年记录的研究，我们发现，工业债券价格崩溃的主要原因并不是像公共事业债券那样因为财务结构不合理，也不是像铁路债券那样因为投资者对安全边际估算失误。很多时候，我们面对的是企业盈利能力的骤然消失，其生存能力令人担忧。如海湾国家钢铁公司，1922—1929 年，其每年的收益至少是 1929 年利息费用的 3.5 倍；但其 1930 年和 1931 年经营亏损严重，已威胁到其偿付能力。^② 许多基础产业，像古巴的制糖业和美国的煤矿业，在 1929 年经济危机到来之前就已经开始衰退。过去，这样的衰退往往是暂时的，投资者觉得这些企业很快就能恢复过来，所以持有其债券没有什么问题；但是这次情况不同，不利条件长期存在，使得投资者的估算彻底失败，投资

^① 见附录注释 11。

^② 见附录注释 12。

亏损惨重。

通过这些案例，我们可以得出以下结论：假如经济萧条时间较长，企业运营持续亏损，在这种情况下，即使在经济平稳时期看来较高的安全边际也是不够的。因此，仅仅提高对企业在正常时期支付债券利息能力的要求，是无法避免工业债券所带来的损失的。

如果进一步查看所有工业债券（即纽约证券交易所列出的所有证券）在1932—1933年的表现，我们就会发现，大约200家企业当中，只有18家的债券价格能满足我们对其安全性的信心。

而这些公司大都在各自的行业当中占有举足轻重的地位。这说明，当发展条件极其恶劣时，规模大往往是工业企业应对困境的一个巨大优势，也意味着投资者对工业债券的投资应限于大型企业；然而，假如把支持这一观点的证据拿到公认的非正常时期来看，往往站不住脚。1937—1938年的经济衰退对各企业来说，是一次较为缓和的考验，它们在这一时期的表现证实了一个传统的结论：以往收益丰厚的企业是有能力应对经济衰退的。^①但是，如果我们退回到一个较长时期以前，比如自1915年以来，我们将会发现工业企业盈利能力变化无常的例子层出不穷。事实证明，即使在1922—1929年的经济繁荣时期，较小规模的工业企业也并不是一个可靠的投资对象。原本经营状况良好的企业突然面临亏损，这样的例子很多。^②事实上，众多难以预料的变故足以说明，小型或中型工业企业缺乏固有稳定性，并不适合债券融资。投资大众已经默认了这一弱点，从某种程度上说，这促使了工业债券融资同转换权和认股权证相结合的做法。我们将在后面有关“投机性高级债券”的章节中讨论这种做法究竟能在多大程度上弥补工业债券安全性不足的弱点。不管怎么说，投资者普遍寻求这些利润分享策略，这似乎证实了我们的观点，即小型工业企业债券并不具备固定价值投资的条件。

不能因为没有优质债券而购买劣质债券

如果我们建议投资者把工业领域的直接债券投资局限于占主导地位的企业，那接下来遇到的问题就是，这样的企业为数不多，而且它们往往不发行债券。有人会进一步反对说，这种态度将严重妨碍中小型企业合理融资，并对投资银行业务产生破坏性的影响。对此，我们的观点是，即便有这反对意见存在，即使债券价格适合投资，我们也不应考虑购买劣质债券。没有优质债券，这并不能成为发行或购买劣质债券的理由。投资者永远不要被迫购买劣质债券，这一点不言自明。只要在收益上做出一些牺牲，不管投资者的要求多么严格，他总能找到合适的证券；另外，正如我们稍后会指出的那样，投资者试图以安全性为代价来提高收益的做法很有可能会徒劳无功。从企业和投资银行的角度来看，如果其债券质量不高，不符合直接投资的条件，那他们就必须通过提高获利的方式来补偿投资者所承担的风险。

① 见附录注释13。

② 见附录注释14。

对债券融资的不同看法

有关债券融资的问题，我们将讨论两种被广泛接受的观点。第一种观点是，债券是公司财务上的弱项，所以消除长期债务一直是公司理想的目标。第二种观点是，当企业无法通过出售股票来达到融资目的时，便可以诉诸债券。笔者认为，尽管这两种观点普遍存在，但二者都是不正确的。否则债券融资就没有真正充分的根据了。因为这两种观点意味着，只有薄弱的企业才会发行债券——如果真是这样的话，那么就没有投资者愿意购买债券了。

债券融资的正确理论

然而，有关债券融资的正确理论同上述两种观点完全不同。合理数额的长期债务对经营状况良好的企业来说是一种优势，因为股东可以利用债券持有人的资金获得比利息费用更高的利润。假如债券融资的数额适当，不论在什么条件下，其安全性都不会受到影响，不论是对企业还是对投资者来说，这都是十分理想的。因此，只要财务状况良好，发行债券的优良企业和购买债券的投资大众之间就没有根本的利益冲突。然而，假如企业在发行债券时带有不情愿或被迫的因素，那这些债券本身就质量不高，投资者不应把它们当做直接投资对象来购买。

实践中的错误做法

多年来，企业遵循的财务政策已被公众广泛接受，然而这些政策同上述的正确理论是相违背的。例如，铁路企业的大部分资金通过发行债券来筹集，从而导致同股票资金相比，其债券融资比例过高。有关专家曾多次对这种做法表示担忧，但往往又认为企业别无选择，因为企业业绩不佳，无法发行股票。如果真是这样的话，其债券也一样不适宜购买。因为假如运营商本身都抱怨是否有必要借钱，那投资者把钱借给他们显然是不够谨慎的。

就在投资者盲目借钱给薄弱企业的同时，许多有实力的企业却在通过增发股票来偿还债务；但是，如果企业有充分的借款根据，那这样做也是不明智的。如果说按低利率借入合理数额的资金对股东来说是一种优势的话，那通过增发股票来偿还债务就意味着放弃这种优势。清偿债务自然会简化管理问题，但企业也一定要考虑到股东的回报。如果企业不考虑股东回报的话，那就可以不断地向股东筹集资金，并且也不用通过股息的形式来偿还债务了。应当指出，1927—1929年出现的偿债狂潮对银行业产生了负面影响，因为这使得大部分优良的商业贷款消失，取而代之的是次级商业贷款和股票抵押贷款，二者的风险是相当高的。

上述内容对投资者的意义

我们前面分析了过去15年里工业企业的债券融资情况，这些情况同本章内容并

不是毫无关联的，即投资者在选择固定价值投资对象时，要按照经济萧条期的标准来衡量。债券购买者知道有必要采用极为严格的标准来选择工业债券，这样一来，他们可选择的余地要小很多，因为很多优势企业的长期债务是不包括在内的。很明显，如果没有更好的选择，债券购买者也绝不会选择那些弱势企业的债券，如果没有合适的，他们就不会出手。只要有可投资的资金，那就投资；如果没有高回报的优质证券，投资者仍然会选择劣质证券投资，这似乎是金融界的真理。但谨慎而聪明的投资者应该具有抵抗这种诱惑的能力，宁可选择收益率较低的优质债券，也不要为了高收益去拿自己的本金冒风险。

总结

购买债券要看其经受经济萧条冲击的能力，这是传统投资的一项原则。在1929年以前的经济繁荣时期，该原则似乎从未得到重视，但在之后的经济危机当中，以及在1937—1938年的经济衰退期，其重要性得以充分体现。在这10年里，资本结构合理的电力和天然气企业债券的表现是令人满意的，某些铁路债券也是如此，但其程度相对较低，数量相对较少，仅限于那些1930年以前超出利息费用的安全边际较高的企业。然而，即使以前业绩良好的工业企业，在很多情况下，也是靠不住的，中小型企业尤其如此。因此，假如投资者在选择工业企业债券时，本着企业规模占主导地位和企业收益大大超过债券利息费用这两项原则，那么在经济形势发生变化时，投资者的利益似乎就能得到更高的保障。

第三项原则：以安全换收益并不可取

在传统债券投资理论中，利率和风险之间存在一种数学关系。利息由两部分构成，一部分是“纯利息”，即毫无风险的利息；另一部分是为补偿潜在风险而获得的溢价。举例来说，假如“纯利息”为2%，那么利率为3%的投资就意味着亏损的可能性是1%，而利率为7%的投资的风险则是它的5倍，即5%。考虑到“保险利润”，风险也可能没这么高。

该理论意味着债券利率同保险费率十分相似，其风险的测定是经过合理而精确的计算的。总的来说，高收益投资和低收益投资的回报应趋于平衡，因为对于前者来说，本金亏损比例较高，这将抵消其较高的收益，反之亦然。

收益和风险之间不存在数学关系

可是这一观点似乎同债券投资实践没有必然联系。证券价格和收益并不取决于对预期风险的精确计算，而是取决于证券的“热门程度”。这种“热门程度”普遍反映了投资者对债券风险的认识，但也受到其他因素的巨大影响，像公众对企业和债券的熟悉程度（竞争力），以及债券销售的行情（可销售性）。

另外，不论在理论上还是在实践中，想要精确计算出投资风险是不可能的。从

来就没有各类证券预期“死亡率”统计表。即使对以前的记录进行长期而详尽的研究之后，形成这种表，它们将来是否真正有用也说不定。人寿保险行业中，年龄和死亡率之间的关系有着明确的界定，并且其变化是逐步进行的。不同类型的建筑结构和火灾危险性之间的关系也是如此，只不过其关联程度要低得多。但是不同类型的投资和亏损风险之间的关系根本不明确，而且极易随着条件变化而改变，无法用数学公式来表述。之所以有这种情况存在，是因为投资亏损并不是按照时间平均分配的，而往往是集中于某一个时期，即经济萧条期的。因此，典型的投资风险基本类似于突发性火灾或流行性疾病的风险，二者属火险和寿险中的意外和不可计算因素。

投资中基本不存在自我保险

如果我们假设收益和风险之间的确存在一个精确的数学关系，那我们就只能向投资者推荐收益率最低、风险也最低的债券了。由于个人不具备保险承保人的资格，所以个人并不应因为承担风险而获得收益，而应为获得收益向他人支付保险费用以免遭损失。假设某债券购买者要投资1 000美元，他有两种投资选择：一种是每年收益20美元，没有任何风险；另一种是每年70美元，风险是每20年有可能出现一次损失本金的机率。第二种投资50美元的额外收益同其相应的风险具有一种数学对等关系。但是对于个人投资者来说，根本无法为了50美元的额外收益而承受损失本金1 000美元的风险。传统上，给财产上火险和失窃保险每年要支付小额保险费用，而上述做法与之恰恰相反。

周期性风险因素

投资者再谨慎也不是保险公司，不能为了每年的溢价而冒着损失本金的风险购买超高利息证券。这种做法不可取的原因在于，有效的保险操作会广泛分担风险，以尽量减少运气的影响，尽可能地发挥概率的作用。为达到同样的目的，投资者可能也会尽量持有多种债券，但实际上，他是不可能像保险公司那样分散风险的。更严重的是，多种风险投资有可能在经济萧条期同时崩溃，购买高收益债券的投资者会在一段时间内收益丰厚（这些收益有可能并没有积存下来），然后又会在一夜之间血本无归。

有人会说，总体而言，高收益证券高出“纯利息”的溢价能够弥补风险并有所盈余；换句话说，承担风险是有回报的，从长远来看，投资者获得的利润会超过损失的本金。很难确切地说这种说法是对是错。不过，即使假设经过精确计算之后，高票息率总体上可以弥补风险，但从普通投资者的角度来看，此类债券仍不属理想的投资对象。即使保险业有利可图，我们依然认为投资者效仿保险公司的做法是没用的。不管是在资金上还是在心理上，债券购买者都不具备大宗交易的实力，这里所说的大宗交易包括储存定期收益，以弥补不定期的巨额亏损。

风险和收益无从比较

从上述讨论中我们可以得出这样的结论：收益和风险是无从比较的。实际上，这意味着损失本金的风险不应通过高息票率来弥补，但如果有相应的本金增值的机会，如以大大低于票面值的价格买入债券，或能获得极具吸引力的兑换权利的话，风险还是可以接受的。虽然说高收益也好，获利机会也好，都能弥补风险，二者没有真正的数学差异，但心理差异是很重要的。购买低价债券的投资者能充分意识到他所承担的风险；他更有可能对债券进行全面考察，并仔细评估亏损和获利的机会。最重要的是，他已经做好了应对任何亏损的准备，他的收益足以弥补其损失。因此，有实际投资经验的人并不喜欢以票面值买入高息债券，例如，7%的利息回报可以弥补次级债券的风险。^①

“商人投资”的谬误

有一种证券被金融界称为“商人投资”，这种证券适合那些具有风险投资实力的人。大多数1923—1929年发行的国外债券都属此类。大部分直接优先股也属此类。我们认为，这种“商人投资”并不是明智的选择。此类证券购买者能够承担一定的风险，对他们来说，应该首先寻求提高证券价格的机会，收益还在其次。

建议采取与惯例相反的做法

广义而言，如果投资者能够转变对收益的态度，那将是件好事。在选择合适的债券等级时，投资者容易拿起债券列表来从头选起，排在最前面的往往是安全性最高、收益最低那些，然后再计算他们愿意为高收益做出多大的让步。从这个角度来看，普通投资者认为，适合他需要的债券类型要仅次于最好的，他们的心态很可能使其接受不良债券，要么是因为收益高，要么是因为受到了债券营销人员的诱惑。

明智的做法是，从最低安全标准开始，所有债券必须符合该标准才能做进一步考虑。未能达到最低标准的证券不管其收益多高，前景多好，或有其他什么优势，都应自动被排除在直接投资的范围之外。这样，在划定合格的投资对象之后，购买者就可以运用恰当的程序做进一步选择了。他可以寻求远远超出底线的安全因素，在这种情况下，他通常要做出一些收益上的牺牲。也可以在企业性质和管理特点上，按自己的喜好选择。但重要的是，选择债券要从明确的最低标准向上而行，而不是胡乱地从某种理想的但难以接受的最高安全水平向下而行。

^① 假如在特殊年份，如1921年，由于利率普遍提高，安全性高的债券其票息率也可达到7%。

债券投资的具体标准

必须采用明确的安全标准

由于选择优质债券是一个排除过程，投资者自然要采用明确的规则 and 标准来排除劣质证券。实际上美国的很多州已经通过立法做出了一系列规定来管理储蓄银行和信托基金的投资行为。其中大多数州的银行监管部门每年都会出具一个证券清单，该清单上的证券都基本符合这些规定，因此都属“合法”证券，即依法可以购买的债券。

我们认为，有关固定标准和最低限度的基本思想应进一步推广到整个直接投资领域，即单纯以利息为收益的投资领域。设立这些规定，旨在提高投资质量的平均水平，保护存款人和受益人的安全，以免其因购买不安全证券而遭受损失。如果机构投资者能够受益于这些规定，那么个人投资者也应遵循。以前，我们曾质疑这样一种普遍的观点，即比起储蓄银行，普通投资者能够承担更大的投资风险，因此没有必要深入考察用于固定价值投资的证券是否优良。自 1928 年以来的实践经验无疑强调，我们需要有一个总体从紧的投资标准，而实现该目标的一个简单方法就是在选择直接债券时，只选择那些符合储蓄银行或信托基金法定投资标准的债券。这种做法同我们的基本原则如出一辙，即直接投资应局限于绝对优良的证券，而劣质证券则只能作为投机性投资对象购买。

以纽约州储蓄银行法作为出发点

如果个人债权购买者遵循储蓄银行的投资规定，那就有可能获得比较满意的收益，这一做法切实可行。但是，这种做法并不是通用的投资原则，因为这些规定本

身并不完善，很难说是否是最佳的既定理论标准。美国各州的做法大相径庭，其中多数做法在某些重要方面已经过时，没有哪种做法是完全正确或完全科学的。立法者做出这些规定的目的并不是建立通用的优良投资标准；因此他们可以为储蓄银行和信托基金的投资设立具有仲裁性的限制，而他们却不能贸然以此来约束广大投资者。纽约州的法律是此类法律中最完善的，但其中仍然存在一些明显的缺陷。因此，在形成全面的投资标准的过程中，纽约法律最好被用来当做一个指南或出发点，而不是最终的权威。接下来的讨论将密切围绕该法律条款（1939 年颁布），但也会在必要时对其进行批评、否定和补充。

纽约州法律规定的通用标准

纽约州法律中有关债券投资的具体规定可分为 7 个方面，我们将逐一进行讨论：

- 1. 企业或政府的性质和位置；
- 2. 企业或债券的规模；
- 3. 条款的条件；
- 4. 偿债和股息支付记录；
- 5. 收益和利息要求的关系；
- 6. 财产价值和长期债务的关系；
- 7. 股票资本和长期债务的关系。

企业或政府的性质和位置

储蓄银行投资规定中最突出的特点是绝对排除某些类别的债券。纽约法律中规定的可投资债券和不可投资债券可归纳如表 8—1。（依据 1938 年修正案，该法案我们很快将进行讨论。）

表 8—1 可投资和不可投资债券

可投资的债券	不可投资的债券
美国联邦政府、州政府和市政府发行的债券	外国政府和外国公司发行的债券
铁路债券和电力、天然气和电话公司债券	有轨电车和供水公司债券，以及所有工业债券
以房地产为抵押品的第一抵押债券	金融公司（投资信托公司、信贷机构等）的债券

全盘否定的谬误

显然，立法机构认为，列入不可投资类别的债券往往都很不稳定，不适合储蓄银行投资。假如这一观点完全正确，那根据我们之前的推理可以得出，这类证券基本都不适合保守投资。该结论将引起金融领域的革命性变革，因为目前定期从投资市场上募集的资金中，有很大一部分将不得不以投机方式获得。

我们认为，投资类别大幅缩小的真正原因是：在一个相当长的时期内，债券投资者对自己的投资并不满意。然而，对于我们目前正在讨论的全盘否定的做法，也有人表示强烈反对。投资理论中应谨慎使用简单的归纳。比方说，即使我们在第7章充分证明了工业债券的不稳定性，但是因此而将此类所有债券排除在投资范围之外的做法似乎既不可行，也不可取。一部分工业债券（即使其在工业债券总数中所占比例很小），即使用最严格的方法来考察，其投资级别依然很高，这些债券的存在可以向投资者证明这一原则过于绝对。此外，把投资范围划定在少数几个优秀企业，有可能造成投资对象稀缺，从而接受某些劣质证券，仅仅是因为他们属于这一类别。实际上，这是目前通过法律限制投资的一个不良后果。

个体实力可以弥补某一类别的固有缺陷

因此，对某一债券提出更高的要求，以弥补其所属类别的固有缺陷，要比对某些类别的债券全面肯定而对其他类别的债券全面否定的做法更加合理。可以要求某工业债券与天然气或电力企业债券相比，超过利息费用的收益更高，资产负债率更小。这一做法同样适用于公共运输债券。纽约法律将供水公司债券列为不可投资类别，应当指出的是，美国其他各州，大部分都认为该债券的投资价值跟天然气、电力和电话公司债券基本一致。对此类债券提出比其他公共服务债券更严格的要求，似乎是不合理的。

1938 年银行法律修订案

纽约立法机构发现有很多对其分类的反对意见，1938 年，该立法机构开始用一种特别的方式改变这一状况。他们规定，银行董事会可以授权储蓄银行投资于不符合投资标准的付息债券，但前提是提出该授权申请的储蓄银行不超过 20 家，假如该授权申请由信托公司提出，那持有其所有股本的储蓄银行不超过 20 家。这里指纽约储蓄银行信托公司。

显然这一修正案不仅仅是扩大了储蓄银行的投资类别。实际上，在储蓄银行和银行董事会综合评判的基础上，它将取代，至少有可能取代原有法律所有的具体约束，而不仅仅是改变了坚持付息债券的做法。这意味着从理论上讲，只要双方同意，原有法律规定的 7 项标准可以撤销。显然，实际操作中并没有完全摒弃原有法律的有益之处。事实上，截止到 1939 年底，通过新规定授权的投资在性质上都是无懈可击的。其中包括那些强大的电话和工业企业发行的债券，这些债券以往都属非投资债券。奇怪的是，尚未有工业抵押债券通过授权，但这也有助于证实我们之前的观点：优良的工业债券很有可能成为公司债券。

至此，1938 年修正案所带来的一系列举动说明，该修正案同原有法律过度约束的做法是不一致的，这一点值得称道，尽管之前我们也曾指出该修正案尚存在不足。但是，我们也绝不能认为目前来看该法案是完美的。颁布一系列法令，如果觉得合适的话再允许某行政机构违背这些法令，这样的做法似乎有点幼稚。更好的做法是不是应该出台一些真正有效的标准，不论在什么情况下，都必须遵循这些标准，然

后给银行董事会自主权，允许其放弃那些满足最低要求，但保守看来仍然不够安全的债券？

外国政府债券

我们曾经指出，不应放弃某一类别的所有债券。但是，在处理外国政府债券时，情况很有可能不同。对于此类债券，财务分析的介入程度比较低，对此投资通常要考虑一些总体因素，比如是否对该国的经济和政治稳定抱有信心，是否相信该国会努力偿还债务。因此，与其他债券相比，我们更应该，或者说更有必要对外国政府债券作为固定价值投资对象的可取性达成某种共识。

政治利益因素。第一次世界大战后，外国债券投资首次突显其重要性，客观观察美国自那时以来的外国债券投资历史，我们很容易得出以下不良结论。归根结底，外国政府债券不过是一些无法执行的合同。如果债券得不到支付，债券持有人也毫无办法。就算证券以国家收益或资产做抵押，一旦出现违约，持有人同样束手无策。因此，如果说在理论上外国政府债券是对该国所有资源的债权，那么国家的政治利益在很大程度上决定了国家利用资源偿还外债的幅度。战后世界各国的动荡局势自然使得某些国家未能偿还债务，并且也为对其他国家拖欠债务找到了托辞。不管怎么说，由于无力偿付现象已经司空见惯，也就没有人觉得不光彩了。因此，投资者就更不能指望外国政府在经济困难时期努力偿还债务了。

对外贸易说普遍认为，为恢复世界经济平衡，有必要重新实行大规模的国际贷款。具体地说就是，这种贷款是恢复和发展出口贸易的一个不可或缺的辅助手段；但是，不要指望投资者会为某些理想化的原因，或为美国出口商的利益而承担债务。1932年，很多投资者低价购买外国债券，这本属投机性操作，随之而来的获利可能性却令人感觉此类投资是有道理的。但是，市值大幅贬值本身就能有力说明，无论票息率多高，也不应以接近100%面值的价格买入新上市的外国证券。

有人会说，外国债券投资同其他任何形式的投资基本上是类似的，都有偏见的因素存在。从以往的表现来看，某些国家的信用等级较高，就好像很多业绩良好的国内企业一样，这些国家也是首选的投资对象。美国很多州的立法机构已经觉察到了加拿大的出色表现，从而授权储蓄银行购买其债券，某些州还允许购买比利时、丹麦、英国、荷兰和瑞士的美元债券。

下面列出3类发行美元债券的国家，我们将其按1932年经济萧条期的债券市场表现所划定的信用等级分类，这些国家债券的表现能有力反驳上述观点。

1. 在投资基础上出售债券的国家：加拿大、法国、英国、荷兰、瑞士。
2. 在投机基础上出售债券的国家：阿根廷、澳大利亚、奥地利、玻利维亚、巴西、保加利亚、智利、中国、哥伦比亚、哥斯达黎加、古巴、捷克、斯洛伐克、丹麦、多米尼加共和国、爱沙尼亚、芬兰、德国、危地马拉、希腊、海地、匈牙利、日本、南斯拉夫、墨西哥、尼加拉瓜、巴拿马、秘鲁、波兰、罗马尼亚、俄罗斯、萨尔瓦多、乌拉圭。
3. 介于上述两种情况之间的国家：比利时、爱尔兰、意大利、挪威、瑞典。

在第1类，或者叫投资类的5个国家中，法国和英国的信贷在之前1921—1922年的经济萧条中被认为是投机性的。所以在上述43个国家当中，截止到1932年的12年里，只有3个国家（加拿大、荷兰、瑞士）的信用等级是毫无疑问的。

反对购买外国政府债券的两方面原因

上述数据表明，反对购买外国政府债券，基本有两方面的原因：理论上，其信用基础很难界定；实践中，其实际表现也并不令人满意。显然，世界投资环境尚需改善，只有各国在相当长的一段时间内能准时偿还债务，投资者对外国债券的负面态度才会有所改变。

加拿大债券无疑不属于全盘否定的行列，因为其记录良好，而且加美两国关系密切。个人投资者出于个人喜好，或者参考某些统计数据，可能以为其他各国的信用等级同样很高，因而准备将其债券作为优质投资对象来购买。可能有事实证明这种做法完全正确；但是，至少在某些年份当中，投资者应当避免购买外国证券，只有当某些债券的稳定性和安全性极高，属外国证券中的特例时，投资者才应考虑购买。

外国企业债券

从理论上讲，不管一家企业多么兴旺，其债券的安全性也比不上该企业所属国家的政府债券。政府拥有征税权，也就对各企业的资产和收益拥有无限的优先要求权；换句话说，政府可以获取私人债券持有人的资产，用以支付国家债务。但实际上，政治因素的存在使得征税权的实施有了明确的限制。因此，的确有这样的例子存在：当国家违约时，该国企业仍然能够支付其美元债券。^①

比起政府债券，外国企业债券有某种优势，那就是当企业无法偿还债务时，其持有人享有一定的法律保障措施，如没收抵押财产。因此，比起一个国家来说，一家外国公司偿还债务的约束力要大得多。要知道，导致政府债券违约的条件必然会对企业债券持有人产生负面影响。即使企业有充分的偿债能力，政府对资金流通上的限制也会妨碍其支付美元利息。^②此外，资产的遥不可及，政府的法律阻挠，都有可能贬低其抵押证券的实际价值。因此，如同外国政府债券一样，外国企业债券同样不适合固定价值投资。

企业债券的规模

小型企业的债券不适合保守投资

规模相对较小的公司更易受到突发事件的打击，它们很有可能由于缺乏有力的银行支持或技术资源而陷入困境。因此，小型企业一向难以募集公众资金，只能依

^① 见附录注释15。

^② 见附录注释16。

靠私人资本，出资人同时享有利润分享权和管理发言权。不仅是小型企业，规模较小的村和镇的政府债券也同样不适宜投资，谨慎的投资者一般不会购买人口水平较低的地区的市政债券。

有关投资对象规模最低标准的划分往往具有一定的随意性。无法通过数学手段来准确界定某企业或地区达到多大规模，投资者才可以考虑对其投资。要想制定任何其他定量标准，如高出利息费用的收益边际，或股票或资产价值同债券债务的关系等，也一样十分困难。因此，要牢记这一点：所有的“临界点”都必然是经验之谈，如果有需要的话，投资者完全可以使用其他标准。但是，不管所选标准多么随意，在实际操作中，它们无疑都会极为有效地防止债券购买者买入不安全债券。

纽约州法律规定

纽约州法律曾对储蓄银行可投资对象的最小规模制定过各种标准。选择市政债券的标准是，纽约周边各州的人口底限为 10 000 人，而其他州为 30 000 人。选择铁路债券的标准是，要么标准轨距铁路达到 500 英里，要么年营运收益达到 10 000 000 美元。铁路公司用于支付股息的净收益额要达到 10 000 000 美元，并且其无担保债券和收益债券，才可购买。选择天然气和电力公司债券的标准是，在发债之前的 5 年中，平均每年总收益要达到 1 000 000 美元；但在选择电话公司债券时，这一项要达到 5 000 000 美元。另外，该法律还规定了债券的发行规模，如天然气和电力公司的发债规模要达到 1 000 000 美元，而电话公司的发债规模要达到 5 000 000 美元。

对这些规定的反对意见

这些对于总收益底限的数字似乎并不是从一般债券投资经验中总结出来的。不同的人口底限对全美的投资者来说也没有什么意义，且有关铁路里程或收益的标准也相当混乱，并且多余。总收益要达 10 000 000 美元，这个数字本身就太高；班戈和阿鲁斯土克铁路（Bangor and Aroostook Railway），属于在 1930—1933 年的经济萧条期以及之前都表现良好的少数铁路线之一，而这一标准却将其拒之门外。另外，要求电话公司总收益要达到 5 000 000 美元，而天然气和电力公司却只要 1 000 000 美元，这样的标准也是毫无根据的。这一规定将 1927 年之前的美国三州电话和电报公司（Tri-State Telephone and Telegraph Company）债券排除在外，尽管其当时以及后来都属于绝对优良债券。我们认为，表 8—2 所列最低规模要求，尽管必然有一定的随意性，但却是比较符合稳健投资的实际情况的：

表 8—2 企业最低规模要求

不同企业	最低规模要求
市政当局	人口 10 000
公共事业企业	总收益 2 000 000 美元
铁路系统	总收益 3 000 000 美元
工业企业	总收益 5 000 000 美元

工业债券及其规模因素

根据纽约州法律，储蓄银行不能投资于工业债券，所以也就没有工业企业规模底限的相关标准。我们曾经说过，工业债务只要能达到严格的安全标准，就可以被列入优质投资范畴。过去 10 年的经验表明，主导性规模，或者至少说相当程度的规模可以为工业企业提供一定的保护，保护其免受不稳定风险的打击，比起铁路或公共事业企业，工业企业的不稳定风险更高。谨慎的投资者会懂得吸取经验教训，他在购买用于固定价值投资的债券时，会只从每个工业类别的前六强当中选择，甚至还有可能是年销售额在 5 000 000 美元以上的前六强，这种做法是有道理的。

有人可能会嫌这种最低标准过于严格，因为如果用该标准去衡量所有债券，那么那些优良的中型企业就无法通过发行直接债券来融资了。在过去的 10 年里，美国的经济形势多变，我们是在此基础上得出以上结论的，如果美国工业行业总体趋于稳定，以上结论则有可能失效。但是，在这种稳定趋势真正出现之前，我们投资于工业债券时，还是应该抱有一种高度严谨的态度。

单纯的规模大并不是安全的保障

我们设定规模底限，并不意味着规模大的企业就一定兴旺，就一定拥有强大的财务实力。如果债券债务比例过高，最大的公司可能就是最弱的公司。此外，对于铁路、公共事业和市政当局来说，与中型规模相比，大型规模并没有什么实际优势。一家电力公司的总收益是 0.2 亿也好，是 2 亿也好，实际上对其债券的安全性并没有什么实质的影响；同样，一个 75 000 人的小镇有可能比拥有数百万人口的城市信用级别更高。只有在工业领域，大型企业债券才有可能具备中型企业债券并不具备的内在优势。但即使在这个领域，对于大型企业来说，只有良好的统计业绩才能使其较大的规模真正成为优势。

遭到反对的其他规定

纽约州法律对无担保铁路债券还有一个附加要求，即企业支付利息后的净收益要达到 10 000 000 美元。这似乎并不合理，因为我们之前曾经反对看重有无抵押资产。进一步规定公共事业企业的发债规模底限，这也犯了逻辑上的错误。如果按业务总额来看，企业规模够大，那么其发债规模越小，企业越容易支付债券利息和本金。立法机关有可能希望以此来避免发债规模过小而导致市场流通性不佳的状况。我们认为，投资者过分看重市场流通性因素；在这种情况下，我们并不赞成将法律规定的发债规模底限作为债券投资的一般规则。

债券投资的具体标准（续）

证券的条款

本标题下的内容包括债券的安全性、影响利息支付的条件以及到期日。契约所规定的转换和类似的特权当然很重要，但它们并非固定价值投资决策的标准。

根据纽约州的法律，在公共事业类的债券中，只能购买抵押担保债券。^① 然而，无担保铁路公司债券也可以购买，前提是这种债券所提供的收益和股息的记录能满足比抵押贷款更严格的要求。该法律还允许购买收益债券（即那些支付利息的义务是基于收入的债券），前提条件与公司债券相同。

过时且不合逻辑的限制

我们认为这些限制规定已经过时，且不合逻辑。我们在前面特别强调反对过于重视某些特殊证券，这样就不难理解我们为什么不赞成将任何无担保债券都想当然地排除在外，也不赞成制定任何清晰明确的标准，要偏向抵押债券而排斥信用债券。

如果一家公司只有一个债券，似乎区分这到底是第一抵押权还是信用债券意义就不大，只要后者受到了保护，不会有未来的债券的权益超过它即可。不用说，在存在第一抵押贷款的情况下的信用债券，其吸引力比不上第一抵押贷款债券本身，即便是投资者对二者同样依赖，即公司承担义务的责任是一样的。但是，这种区别将同样适用于第二抵押贷款债券的问题。我们已经讨论过的高级和初级之间的留置

^① 该法律的具体规定现在在引用的时候，不考虑银行业委员会的自由裁量权是否放弃任何或全部的规定。

权，并且在考虑利息偿付率的时候重新提及这一点。

收入债券相比信用债券处于弱势

纽约州法律将所有无担保公共事业债券排除在外，这一做法是太苛刻了；它还与铁路信用债券相同的标准接受铁路收入债券，出于相反的原因，这一规定也令人无法接受。收入债券的规定各不相同，差异很大，基本区别是一些债券在取得收入后必须支付利息，而另一些，董事会对其拥有或多或少的决定权。一般来说，与收入债券关系更密切的是优先股而不是普通的固定价值债务工具。因此，我们会在本书关于优先股的章节中考虑它们。在那一章，我们将指出，在选择这种证券作为纯粹投资时要特别小心，并采取更严格的选择标准。

不应因为到期日较早而放松安全标准

投资者往往倾向于特别重视某一证券的到期日，因为到期日决定了证券是短期的还是长期的。期限较短，意味着在购买后不久就可以还款的权力，从安全角度看，被认为是有利的特点。因此，投资者在购买短期债券（比如3年期以内债券）的时候，相比选择其他的债券，不太容易执行严格的标准。

我们认为这种区别不够合理。较近的到期日除了表明投资者较早获得本金的权力之外，还意味着公司需要面对再融资问题。该债券持有人不能指望到期这唯一的事实以确保本金得到偿还。该公司必须具有足够的现金（这种情况相对很少出现），或是处于特定的盈利或财务状况下，允许其重新融资。有些公司频繁发行短期债券，是因为它们当时的信用不够，无法以合理的利率水平发行长期债券。这种做法往往使公司陷入困境，并因此在到期时给投资者带来麻烦。

例如，菲斯克橡胶公司在1926年出售1 000万美元的5年期5.5%债券。这些债券在1929年接近到期日时以96美元出售，尽管该公司的盈利表现并不令人满意。但是当1931年到期时，本金支付却被拖欠；该公司进入破产程序；当年，债券的价格下降到了10.75美元。

1929年纽约、芝加哥和圣路易斯铁路公司出售了2 000万美元的3年期6%债券。该债券反复延期，而且如果持有人拒绝延期，就会面临公司破产的威胁。1936年，该债券的售价低至26.75美元。

一个较近的例子是有关债券市场偏爱较近到期日债券的例子。如宾夕法尼亚州的迪克西水泥公司6%的第一债券，到期日是1941年9月，在1939年初以高于票面价值出售。这一债券在1937年和1938年几乎无法偿付利息费用（在折旧的基础上计算），而且此前6年的年报也是赤字。流动资产净值低于未偿付的债券的总额。当然，1941年的情况可能允许该公司偿还债券，这是可能的；但是那些在1939年以全价购买该债券的人无疑是要面对本金严重萎缩这一不必要的风险。

到期日长短之间的区别

在相当多的情况下，投资者都愿意为同一家公司的短期债券支付比同样获得担

保的长期债券高得多的价格。在几乎所有的案例中，这都已被证明是错误的，因为公司的信用改善，在这种情况下到期日长的债券价格上涨更大；或者公司在到期日无法偿还短期债券。

实例 1：

1932 年的低价

利哈伊谷煤炭公司第一 5% 换新债券，1934 年到期 96.5 美元

利哈伊谷煤炭公司第一 5% 换新债券，1944 年到期 35 美元

该公司在到期时能够偿还 1934 年到期的债券，但在此期间，1944 年的 5% 债券价格已经升到了 91 美元。

1932 年的低价

美国橡胶公司担保 6.5 债券，1933 年到期 94 美元

美国橡胶公司担保 6.5 债券，1935 年到期 43 美元

1933 年到期的债券在到期日支付，但 1935 年到期的也得到了支付，这当然证明购买后者是更好的选择。

实例 2：

1938 年的高价

利哈伊谷煤炭公司第一 5% 换新债券，1944 年到期 99.875 美元

利哈伊谷煤炭公司第一 5% 换新债券，1954 年到期 45 美元

1939 年 1 月拖欠利息，1944 年到期债券的价格暴跌到 36 美元，1954 年到期时为 20 美元。

1932 年的低价

汽车压制钢板公司 5% 信用债券，1933 年到期 82 美元

汽车压制钢板公司 5% 信用债券，1943 年到期 40 美元

二者在 1933 年 1 月都拖欠，并最终在重组中遭遇了同样的待遇。

1934 年的高价

标准气体和电力公司 6% 信用债券，1935 年到期 94 美元

标准气体和电力公司 6% 信用债券，1951 年到期 60 美元

该公司未能支付 1935 年到期的债券。在随后的重组中，各种信用债券都遭遇了几乎一样的情形，并在 1939 年都以相同的价格出售。

由于上述讨论和例子，我们反对对长期和短期债券进行区分，以避免导致在选择后一类债券的时候放松任何安全标准。^①

① 在特殊情况下，短期债券购买时可能是一个投资价格，只要其营运资金状况非常好，保证付款毫无困难，即便是显示的收入不足也没关系。这种投资可以对应于商业银行的贷款。

例如：这适用于中央钢铁公司第一 8% 债券，由共和钢铁公司购买，1941 年 11 月 1 日到期，并在 1939 年 11 月以 109 美元的价格出售，收益率为 3.31%。还要注意，有时可以适当优先考虑短期债券，将其作为一种投资策略，但不应到放宽安全标准的程度。

利息和股息支付记录

在投资基础上购买的债券应该有足够长的成功经营记录，在发行一方，则应有稳健的财务。新的企业以及最近出现过财政危机的企业都不会享有固定价值投资所需的较高的信用等级。^① 依照逻辑，如果州政府或市政府在某一时间或过去几年中无法兑现承诺，也应视做其信用等级不够高。

纽约州法律规定

纽约州的法律承认这一标准，并具体表述如下：

除了纽约州以外其他各州发行的债券，如果在过去 10 年内未发生过拖欠利息或本金的现象，则可列入投资范围内。对于纽约州以外的城市，这一期限是 25 年；对于铁路公司，期限是 6 年；对于天然气、电力和电话公司，期限是 8 年。

然而，对于公司债券来说，收益偿债能力比率（这将在下一个标题下介绍）应充分考虑到过去的记录。考察收益保障要求所需的时间仅稍短于上述建议的时间，所以在收益考察之外，再增加一条过往清偿能力的考察，似乎颇不必要。

另一方面，行政机构的债券不是在盈利基础上销售的，因此，投资者不得不极为重视其过往偿付是否准时这一点。在这一点上，纽约州做出了相关规定，这对于普通投资者来说无疑是合理的。

但是，在考虑过普遍采用这些规定所带来的结果之前，我们不会轻易推荐这样的投资规则。如果购买所有市政类债券都需要 25 年的记录是清白的，怎么可能会有城镇能在其存在的四分之一个世纪内发行债券呢？同样，如果一个州或城市破产了，那么它将如何在能够重新借债之前，在 10 年或 25 年的时间里筹措资金呢？对公司而言，面临这种财务困难时可以使用投机的手段，比如通过出售股票或可转换债券，甚至是以大幅折扣出售债券来筹集资金，但是，这种方法并不适用于市政机构。在实践中，信用较差的州或城市往往通过提高债券的票面利率来克服这种困难。例如，一个刚刚度过金融困境的城市，通过发行票面利率 5% 的债券，相比于纽约州的 2% 的债券，也许能够吸引新的资金。^② 但是，这种解决问题的办法与前面所阐述的原则相悖，那就是高利率不足以抵消本金所面临的风险。换言之，如果意识到某个债券的等级以及信用出现问题，那么购买高收益的市政债券就是错误的选择。

^① 对于那些由于债务负担过重而导致的财政困难，而且重组对财务状况的影响可以由以前的收入弥补的公司来说，这一说法可能不适用。

^② 注意，在 1939 年 11 月底特律市 1954 年到期的债券（曾在 1933 年违约）在收益率 3.70% 的基础上售出，以对抗收益率 2% 的稍小城市的类似债券，即使后者有良好的收益率记录。

两难处境和建议的解决方案

因此我们面临一个两难的局面，如果债券投资者都遵循这种理论上正确的原则的话，那么许多城市就不可能筹集到必要的资金。从现实的角度看待此问题，我们也许可以安慰自己，把这事儿搁到一边，因为总有足够多的不加分辨的投资者，只要是看到有吸引力的回报率，就愿意吸纳任何城镇或村庄的债券。结果，讲求逻辑且谨慎的债券投资者就可以避免这种债券，这对信用低的借款人就不会带来致命的后果。

对于这种困境，这样的回答过于玩世不恭，无法完全令人满意。理想的解决办法，对于那些无法满足 25 年到期付款的要求的城市，也许是可以设立一些特别严格的定量指标加以考察。如果一个城市遭遇财政危机，它就应该努力减少开支，或是增加税收以及其他收入，或者是像企业重组那样，强制性地缩小债务规模。通过这种手段，该市可以将其财政建立在一个全新的健全的基础上，获得满意的信用评级，并在此基础上进行融资，抛开过去的不良记录。不过，谨慎的投资者只有在仔细研究了该市在财务方面的表现，包括支出和债务总额、人口、资产价值和收入等方面的关系之后，才会购买其债券。此类市政债券的买方期望的是获得高于其他种类债券的收益率，不是为了弥补有可能遇到的特别风险，而是为了补偿为使自已相信该债券具有安全性所做出的努力。对新组建的行政机构的债券也应采取类似的态度，此类机构往往只有较短的偿债记录可供采用。

股息记录

规范合法投资的法规，传统上都将重点放在发行公司的股息支付记录是否良好这一方面。在大多数州，公司只有在支付了至少 5 年的一定数量的最低数额股息之后，才有发行债券的资格。这项规定显然是基于这样的理论：既然公司的存在就是为了获得股息，只有那些能支付股息的公司才可以说是很成功的，因此才适合进行债券投资。

股息记录并不是财务实力的决定性证据

也许不能否认，总体而言，能支付股息的企业的确比不能支付股息的企业运营状况更好，但是，这一事实本身并不能成为将所有无法支付股息的企业一棍子打死理由。我们有一个强有力的论据来反对这种规定，这个论据来自于一个事实，即分红只能间接说明一家公司的财力；它不仅无法给债券持有人带来任何的直接利益，甚至会由于减少公司的资源而可能损害公司的利益。在实际操作中，目前规范合法投资的法规关于股息的条款所产生的后果有时直接与其本意相对立。铁路公司在财务状况糟糕的时候，没有先见之明，仍继续为了保住债券发行的权利而派发股息，这种意在显示自身财务实力的做法实际上损害了债券的安全性。

股息记录在债券投资中的作用

在考察企业业绩优劣时，资产负债表和收入账户应被视做比股息记录更可靠的线索。因此，在判断某一债券是否适合作为纯粹投资的时候，就不要过于强调股息记录。但是当公司的收益看上去不错却未支付股息时，潜在的债券购买者就要多加注意，看看董事会为何会采取这样的政策，是不是因为该公司有些问题尚未反映在收入账户里。这里我们还要顺便提一句，支付股息的公司的债券具备某种机制性的优越性，那就是公司一旦发生问题，其债券持有者会收到明确而且较为及时的警告。这样有了预警，他们就能够保护自己免受严重损失。在这一点上，不支付股息的公司债券的持有者就不具备这一优势，但是我们认为，只要投资者多一些谨慎，就能抵消掉这一劣势。

纽约州关于股息处理问题上的法律比其他州更合理一些。比如，对铁路公司的要求是，在过去的6年中，至少要有5年能支付一定数额的股息，否则就必须满足固定费用保障方面更严格的要求。对公共事业公司都要求在此前5年每年支付一定的股息，或者是已经赚得一笔相当的收益。和其他规定一样，这一规定也犯了一个错误：有可能迫使公司支付尚未获得的股息收入；而其先进的一方面则体现在该条款的另一面，即允许在获得了收益的情况下放弃支付股息。

收益与利息需求的关系

当今的投资者已经习惯将收益与利息的比率看做考察企业安全性的最重要的指标。因此，大家都认为，任何规范债券投资的详尽的法规，都一定要包括对这一基数因素的最低要求。尽管如此，大多数的法规在这个问题上的规定都显得有些支离破碎，不够系统。立法机构在相当程度上都依赖对公司的股息记录做出要求，以确保发债公司有令人满意的盈利能力。^①正如我们刚才所指出的，这种标准会招来激烈的反对。纽约州法规的先进性主要表现在两个规定上：首先，它承认足够的收益记录具有极高的重要性；其次，它将一个公司的总固定费用作为一个不可分割的整体来对待。

纽约州法律的要求

纽约州的法律关于收益偿债能力比率方面的规定可归纳如下：

对于铁路公司的抵押债券（或相当的抵押信托债券）和铁路设备债券，公司必须在过去的6年中至少有5年赚得相当于固定费用1.5倍的收益，并且在最近一年必须是盈利的。如果股息尚未按规定支付，那么就要求过去10年中有9年是如此。

^① 例如，佛蒙特州允许投资新英格兰铁路债券，无需做任何盈利能力考察。而对于其他铁路公司的债券，则要求固定费用不得超过总营业额的20%。对上述两种情况都要求有连续的股息支付记录。

对于其他种类的铁路债券，如信用债券、收入债券等，过去的 6 年中至少有 5 年必须盈利固定收入（加上债券利息的收入，如果有的话）的两倍，包括最近一年。在这一类债券中，对股息的要求是绝对的，不接受任何替代的形式。

对于燃气、电力和电话公司的债券，要求其在过去 5 年的平均收益必须等于平均总利息费用的两倍，其中必须包括最近一年。

收益偿债能力比率的三个方面

1. 计量方法

在分析这些法律条文的时候，有三个因素值得考虑。第一个是计算收益偿债能力比率的方法；第二个是偿债能力对金额的要求；第三个是考察所需的期间。

优先扣除法

在计算和公布收益与利息费用之间的关系时，可以使用多种方法。其中一个（可称为优先扣除法）应该被彻底抛弃。然而，在 1933 年之前，大多数承销商在发行低级债券时都采用这种方法，因为这样做可以显得公司很强大。这个过程包括首先从收入中扣除要求的利息，然后计算余额对初级需求的保障倍数。下面的例子可以同时显示该方法本身和其固有的荒谬性：

某公司有 1 000 万利率为 5% 的第一抵押债券，和 500 万利率为 6% 的信用债券：	
平均收益：	1 400 000 美元
扣除第一抵押债券的利息：	500 000 美元（保障倍数是 2.8 倍）
余额：	900 000 美元
信用债券的利息：	300 000 美元（保障倍数是 3 倍）

此时，发售 6% 信用债券的通告就会这样说：如上所示，利息保障倍数为 3 倍。然而应当指出，利息为 5% 的第一抵押债券的利息保障倍数只有 2.8 倍。这些数字的含义是，低级债券比高级债券具有更高的安全性，这显然是荒谬的。事实上，用优先扣除法所得出的关于低级债券的结果毫无价值，并且会误导投资者。1933 年《证券法》的令人欢迎的做法就是放弃了这种宣传新债券的利息覆盖率的方法。这一变化显然不是由于根据任何特定的法规禁令或美国证券交易委员会的条例而采取的，而是希望避免受骗的危险。

一些加拿大的债券发行通告仍使用优先扣除法。例如著名球员加拿大有限公司的第一抵押信托债券，A 系列，大约在 1936 年 6 月发行。

累计扣除法

第二个做法可称为累计扣除法。根据这种方法，低级债券的利息一直被认为是

与优先品种的利息相结合的。在给出的例子中，6% 债券的收益覆盖率是按 1.75 倍算的，是将两个债券的利息合并，为 80 万美元，再与总收益 140 万美元相比。但是，第一抵押债券的收益覆盖率是 2.8 倍，因为在这个算法中，要求权次于所分析证券的债券利息没有被计算在内。大多数投资者会认为从这种角度来看是完全合理的，而且好几个州在颁布的管理银行投资的储蓄债券资格的规定中，这一程序都被特别规定。

总扣除法

在前一章中，我们强调了公司满足其所有固定债券义务的能力的重要性，因为由于违约而引起的资不抵债，不可避免地会对优先抵押债券持有人带来不利影响。只有当所有利息都能够支付的时候，投资者才会放心。因此，计算利息偿付率的既保守又稳妥的办法，应始终是“总扣除法”，即控制的数字指标应该是所有固定利息都包括在内的保障倍数。这将意味着对任何一家公司来说，其固定利率债券分析都使用相同比例的收益，不论它是高级还是低级的。在上面所给的例子中，这个比例是 1.75，无论用在 5% 还是 6% 的债券上。在债券通告和年报中，这种方法现在一般称为计算利息偿付率的“总体基础法”。^①

重要的是要记住，固定利息不包括收入债券的利息，这是一种或有负债。我们也是有“利息费用”和“保税债务”两种表达方法，这是为方便起见，指的仅是固定利率债券，除非文意另有所指。

当然，没有理由说为什么高级债券的偿付倍率不应用累计扣除法计算，而且如果这个倍率相当大，它也完全可以被视为对该债券有利的因素。但是，我们的建议是，在适用任何设计的最低要求测试公司的实力的时候，总固定利息应始终被考虑在内。纽约州的法律始终坚持这一立场，而且在我们看来，这一点应该得到赞许，并沿用之。

2. 收益覆盖率的最低要求

纽约州法律偏爱铁路债券而非公共事业债券，这一做法的理由不再充分，而且有关这两个群体最近的记录表明，它们的相对位置应颠倒过来。同时，低于工业债券设定最低数字也是必要的，而且显然这一数字应该高于对于公用事业和铁路公司的数字。考虑到这些因素，我们对于固定利息总额应建议如下最低要求：

公用事业	1.75 倍
铁路	2 倍
工业债券	3 倍

^① 以下短语：“市盈率”“赚取利息倍数”和“收入覆盖率”都有同样的意义。“利息覆盖率为 1.75”，比起“安全因素是 75%”更容易理解，我们建议统一使用前一种表达。一些权威人士（例如，穆迪在其《投资手册》中，早在 1930 年）已经开始使用“安全边际”一词，指的是可用于支付利息收益在扣除利息之后的余额的比例。例如：如果利息覆盖率是 1.75 倍，则安全边际就是 $0.75/1.75 = 42.86\%$ 。

3. 收益考察的时期

我们对纽约州关于收益保障的规定的总结指出，5 年平均水平是用于公用事业债券的。而对于铁路债券，规定的最低保证金必须是最近 6 年内 5 个独立年份所显示出的数额。在所有情况下，距离投资日期最近的一年的情况，必须满足最低要求。

如果要求过去两年的情况，这倒很容易颁布，但这样的规定，对于经常受到严重的衰退影响的经济界来说，不太合适。一般说来，一家公司往往会经历 8 个较为繁荣或一般的年景，继而遭遇 2 个没有盈利的萧条年景，这些规定的效果在于鼓励人们在年景好时（高价）投资债券，并在衰退时促使其出售（低价）。^①

我们认为，对于最低收入标准唯一可行的刚性的应用必须根据一段时间的平均值确定。比如对于公共事业债券的法律规定是 5 年平均水平，在许多情况下似乎太短，我们觉得 7 年期是一个更适合的正常标准。但是，这一期限也可以缩短，以排除一些明显异常的年景。例如，1934—1939 年的 6 年期就可能比 1933—1939 年的 7 年期更合理。

如果考察是在 1934 年或 1935 年进行的，那么最好使用 10 年甚至 12 年的期限，以避免让严重的衰退的因素权重过大。一些实际的考虑还提出，在一些工业企业经历了 1931—1933 年的萧条所带来的严重赤字后，有可能计算出的收益覆盖率会显得太低，无法代表当前的形势。此时即使选择更长时期取平均也不够。此时可以临时将实际负增长的收益按零来计算，解决这一问题。

例如：费尔班克斯莫尔斯公司 4% 信用债券，1938 年起，1956 年到期。	
利息，1937 年	232 000 美元
支付利息及税金后收入，1937 年	2 148 000 美元
利息倍数，1937 年	10.2 倍
扣除利息总收入，1928—1930 年和 1934—1937 年	11 740 000 美元
扣除利息总赤字，1931—1933 年	8 873 000 美元
扣除利息年收益，1928—1937 年	287 000 美元
1937 年计算的 10 年利息覆盖率为	2.2 倍
以其他基准计算 10 年期利息覆盖率：	
10 年利息后的平均收入，1931—1933 年的收益记为零	1 174 000 美元
修订后 10 年的 1937 年利息覆盖率为	6.1 倍
股票—股权比例为	每股市值 3.42 美元相当于面值 1 美元的债券

第二种修订后的平均值应被看做是该公司 10 年平均盈利能力水平更真实的反

^① 纽约州的法规之所以不可行，最好的证据是 1931—1937 年（包括起止年在内），这些法规每年都需要修订，其结果就是被排除在 1931—1936 年的收益考察之外。这种“暂停”状态到 1938 年 4 月终止了，而在此期间，有超过 30 亿美元面值的铁路债券已经从合格名单中被删除。对于过去 6 年中，有 5 年，且在最近的一年中收益为利息 1 倍的债券，会被新的延期付款措施所保留。

映。直接计算的结果不符合我们的最低要求，然而，我们认为从1940年开始，可以使用7年期或更长的时间计算平均值而不会遇到类似的问题。

盈利记录的其他方面

当然，还有不少其他方面的收益统计方法投资者都应该好好关注。这其中包括：趋势、最低值以及当前值等。上述每一个指标的重要性都不能否认，但它们并不适合成为有效的、刚性的准则。在这种情况下，就如在前面讨论过的抵押证券事项，对于几个相关因素，必须区分哪些可以成为明确和普遍适用的原则，哪些则无法进行如此精确的计算，但必须由投资者根据自己的判断对之予以考虑。

不利因素可能会被抵消

处理第二种因素的实际办法可以通过这个收益演示来说明。投资者必然需要一个至少相当于最低标准的平均值。此外，他会认为以下因素对其有利：

- 1. 利润上升的趋势；
- 2. 当前情况非常好；
- 3. 考察的一段时期内，每年的利息之外的边际额度都令人满意。

如果债券在这3个方面中的任何一方面存在缺陷，其结果不一定是拒绝该证券，而是应该要求平均收益覆盖率远远超出最低限度，并要求更加重视一般的或质的因素。如果趋势表现不佳，或是最新的指标明显很差，投资者当然不应该接受该债券，除非它的平均收益已大大高于最低要求，同时投资者也有合理的理由相信，当前这个低迷的趋势不可能无限期地持续下去。不用多说，收益到底应该要超出平均值多少，以抵消不利的趋势或当前的状况，必须由投资者自行判断，不可能制定出任何的数学公式。

票面息率与收益覆盖率之间的关系

从算数上讲，收益覆盖率与利息成反比关系，这让收益覆盖率的理论愈趋复杂。假设收益相同，通过3%债券赚取的利息将是利率为6%的情况下的2倍。思考一下表9—1所做的比较：

表9—1	不同率的债券的利息差别		(单位：美元)
	公用事业 A 公司	公用事业 B 公司	
利息收益	600 000	600 000	
利息费用	3%，10 000 000	5.5%，10 000 000	
	300 000	550 000	
利息保障倍数	2.00	1.09	

票面利率本身的差别就使 A 公司通过了我们的收益覆盖率测试，而 B 公司几乎没挣到利息。这一点可能会提出好几个问题：

1. 能否仅仅因为它具有低票面利率，就认为债券是“安全”的？
2. 一般的利息率上升对安全性的影响是什么？
3. A 公司是否比 B 公司的债券更健全，更值得购买？

我们尝试按顺序来回答这些问题。

1. 利息对安全性的影响

安全性，从技术意义上说是连续保障利息支付，当然可以因为改变票面利率而建立或摧毁。认为一个 5.5% 利息的债券比 3% 的利息更安全，而比 2.5% 的更不安全，这样考虑是不可行的。利息安全性是一个不可分割的概念，必须用于整个的利息概念，原因在于如果无力支付合同利息的一部分——甚至是低级债券利益——将导致财政困难。这反过来又意味着投资地位的损害，至少是暂时的损害。

在保障本金的意义上，安全性也可以由低利率“创建”，只要这个利息率是永久的，即直到债券到期，甚至持续至未来许多年。如果 3% 的利率是永久性的，那么 60 万美元的收益应使公司 A 在债券到期时赚得债券的全额，而且还应该能保持债券的市场价格离票面值不远。

由于利率往往与公司的支付能力成反比，因此必须对此予以考虑。比如，一个大公司能以低利率借入，尽管比起弱小的公司来，它有能力支付更高的利率。这意味着，“良好的信誉”通过其自身在利息费用上的节省，就能产生“良好的信贷”，反之亦然。虽然这看起来似乎自相矛盾，也不够公正，但是在证券分析中，我们必须接受这一事实。

2. 利率上升对安全性的影响

利率普遍上升，对于公司的低利率债券的整个发行周期来说，不会影响公司支付利息的能力。但是如果债券在很短的时间到期，公司将面临以较高的税率再融资的问题，这样其收益必须比更高的利率高出足够的额度。另一方面，在到期日较远的情况下，如果普通利率出现较大的增长，则这个和其他债券的市场价格都将大幅下降。请注意，1917—1920 年间，债券价格道琼斯指数下跌约为 30%，这就是对利率上升的反映。

因此，本金的安全性，在保持市场价值的意义上，如果利率急剧上升，长期债券肯定会受到不利影响。^① 如果收益覆盖率比我们设定的最低值超出的不够多，短期债务的本金安全性就可能受利率上升的不利影响。

实际的结论必然是，如果投资者认为利率有上升的可能，他就不应购买长期低息债券，无论发行公司多么强大；只有当收益比起价格较高的票面利率高出足够的额度，他才应该买短期债券。但是，如果他相信，低利率不会改变，就像购买高利息债券一样，他就可以接受这种债券。如果他对未来的利率拿不准，最好的策略就

^① 这里的例外是高利息债券，其价格具有可调功能，可以降低。

是购买期限很短的债券（比如不超过10年），并同时增加他的收益覆盖率的要求，以抵消低票面利率。

3. 两种债券的相对吸引力

我们的第三个问题涉及A公司的3%利率债券和B公司的5.5%利率债券的相对吸引力。依据严格的逻辑，5.5%债券一定比3%利率的债券更吸引人，因为5.5%债券的持有人可以始终要求得到额外的2.5%，这样使他的公司的安全边际高于与A公司相同的固定利率。但在实践中，只有在发行人遇到财政困难时，才会出现这种固定利率减低的情况，而这将导致该债券的市场价格大幅下降。因此，实际上，3%债券的持有人的境遇也许比5.5%的更好。

然而，我们例子中的特殊证据，应是对投资者的警告，不要因为A公司的表现就以票面价格购买3%债券，除非投资者绝对相信非常低利率债券的长期性。该例子还表明，B公司类型的债券，如果以极低的价格出售，就存在一定的固有的投机性机会，因为其高利息造成边际较小——特别是在预计低利率将持续的情况下。

债券投资的具体标准（续）

长期债务和资产价值之间的关系

第 6 章我们讲到典型的债券投资是否稳健取决于举债公司偿还债务的能力，而不是取决于其债券拥有留置权的资产价值。这一原则适用范围广泛，自然同根据抵押资产价值来判断债券安全性的所有一般标准背道而驰，该标准认为抵押资产价值同企业经营状况的好坏毫无关系。

换句话说，我们认为，普通企业债券（无论是铁路企业、公共事业企业，又或是工业企业）强调有形抵押资产价值（不管是原始价值还是重置价值）同债务数额之间的最低比率是没有任何意义的。在这一点上，我们对很多州的法律（包括纽约州法律）都不敢苟同，这些法律反映了强调资产价值的传统观点。就拿纽约州法律来说，其中规定天然气、电力和电话公司债券，只有其抵押财产价值超过债券价值 44% 以上，才适合投资。这种价值属账面价值，可能是原始美元价值扣除折旧，也有可能是转移或重估之后的价值，这样的数据或多或少的包含人为因素。

特殊类型的债券

1. 设备债券

我们认为，公共事业企业的抵押资产的账面价值是无法保障其债券的安全性的，铁路和典型的工业企业也是如此。但是，也有某些特殊类型的债券，其安全性在很大程度上取决于其抵押资产的价值，这部分资产的价值同企业整体的持续经营价值是不同的。其中最典型的，或许要数铁路设备信托凭证了，它以对机车、货厢或客

厢的所有权为抵押，并以铁路设备的租赁权为担保。这些设备债券的投资记录良好，到目前为止，即使是在财务最困难的时候，发行债券的铁路企业也会及时支付利息和本金。^① 其中主要原因是这些债券的特定抵押资产具有可流动性，可由其他运营商使用。因此，就像个人借贷时用汽车，珠宝和其他动产做抵押一样，这类债券具有独立的适销价值。尽管企业很难以合理的价格将这些设备卖给其他铁路运营商，这些设备债券仍然因为其抵押资产的可流动性而明显优于其他以铁路为抵押的债券。对于铁路运营来说，两种资产缺一不可，但铁路债券持有人除了允许资产接管人继续使用其资产以外别无选择，不同的是设备债券持有人起码可以要求将设备资产转移。实践中，这种选择权对设备债券所有人来说具有很大的价值，因为这几乎使其要比铁路第一抵押债券持有人的要求权更高。

因此，设备信托凭证持有人有两个安全性保障：一个是举债铁路企业的信用佳、经营状况好；另一个是抵押设备的价值。如果后者的价值大大超过相应债务，那持有人可以完全不考虑第一个保障，即信用因素，就好像典当商只看抵押物品，不看借款人的财务状况一样。

设备信托产生的条件大大保护了购买者。当债务无法得以支付时，法律可以保障债权人行使其留置权。实际上，一般来说，20% 以上的设备成本是由铁路企业负担的，因此设备债券总额基本不超过其抵押资产价值的 80%。本金通常从发行债券后的第一年开始，以 15 年等额偿付，所以债务数额的减少速度超过了一般情况下的设备折旧速度。

通过以上这些方式给予设备信托持有人的保护近年来已经有所减弱，一方面是由于商品价格下降，从而导致重置销售价格远远低于原始成本；另一方面也是因为运输量减少致使新旧设备需求下降。自 1930 年以来，某些铁路企业破产清算时 [如海岸航空公司和沃巴什铁路公司 (Seaboard Air Line and Wabash)]，会要求到期设备债券持有者短期延长还债期限，或者是给他们一些资产受托人以及接管人的凭证，这些凭证的利息率要比原有债券低。佛罗里达东海岸铁路证券 (Florida East Coast Railway) 是一个比较特殊的案例，资产接管人允许债券持有人接管或出售抵押设备，这些设备似乎比其他系列债券的抵押设备的价值要低。在这种情况下，持有人发现出售抵押资产时，当初售价 1 美元的资产仅变现 43 美分，而且其对铁路价值的判断不足 (认为其价值难以预测)。这些花招和损失表明，以往我们通常认为设备证券的要求权是“几乎绝对安全”的，而这一点将会发生改变；不能否认，这种投资形式在实现抵押资产要求权方面仍然享有明显的优势。^② 1939 年 11 月，尽管芝加哥西北铁路公司已经无法支付其所有抵押债券，但仍然出售了于 1940—1949 年到期的芝加哥西北铁路 2.5% 新设备债券，收益率仅为 0.45% ~ 2.35%，这一具体事例充分证明了该结论。

2. 抵押 - 信托债券

抵押 - 信托债券是指由股票或其他债券做抵押的债券。典型情况下，抵押债券

^① 见附录注释 17。

^② 见附录注释 18。

包括举债公司本身的债券，或其子公司的债券或股票。因此，抵押债券价值的实现通常在很大程度上依赖于整个企业经营的成功。但是，对于近年来发展起来的投资公司抵押－信托债券，其持有人拥有抵押证券市场价值的首要权益，因此，根据契约的保护性条款，即使在股东血本无归的条件下，他也会受到全面的保护。所以，跟设备债券一样，抵押－信托债券对于债券购买者在选择债券时，应主要看企业的经营状况是否良好，而不是看具体的抵押资产。

透过表面看本质，我们要说，投资－信托债券同样具有这一重要特征。因为资产不管是以抵押－信托协议的形式抵押给受托人也好，还是由企业持有、要求权归债券持有人也好，二者之前没有什么实际的差别。一般来说，抵押－信托协议中都包括很多禁止企业扩大债务的条款，并要求企业资产的市值要维持在债券面额的一定比例之上，依此来对债券进行保护。

比如 1954 年到期的诚信管理公司（The Reliance Management Corporation）5% 证券就是在这些保护性条款的作用下发行的。总体而言，该企业经营状况十分不好，从其股票价格自 1929 年的 69 美元下跌至 1933 年的 1 美元就可以明显地看出来。要换了普通公司债券，股价如此大幅下挫，必然意味着无法支付利息和本金的巨大亏损。企业资产随时可以变现，债券协议保护性条款的好处就在于此。它可以迫使公司回购四分之三以上的债券，甚至还可以强制股东追加资本以保证资产价值达到协议要求。这导致 1932 年该公司债券的出售价格高达 88 美元，而当时的股票价格只有 2.5 美元。1937 年 2 月，其债券的平均价格为 104.25 美元。

我们将在第 18 章专门讨论保护性条款，届时我们将参照一家投资公司——金融投资公司的抵押－信托债券的发展历史，说明此类债券的内在优势经常遭到削弱，原因在于债券持有人在行使权力时犹豫不决，在我们看来，这是完全没有必要的。

3. 房地产债券

比上述两类债券更重要的是房地产抵押贷款和房地产抵押债券，二者是证券市场上的一个庞大领域。其中房地产抵押债券的规模适合个人巨额抵押贷款。毫无疑问，对于此类债券来说，抵押土地和建筑物的价值是至关重要的。有经验的投资者提供普通房地产贷款时，主要是依据其对抵押资产价值的判断。然而，在我们看来，从广义上说，房地产抵押资产的价值似乎是一种持续经营价值；即资产的实际或预期盈利能力从根本上决定了其抵押资产的价值。换句话说，抵押资产的价值是同企业的经营状况紧密相关的，这跟铁路设备信托凭证的情况不同。

单户民用住房第一抵押债券是最典型的房地产贷款形式，我们将通过该债券来更清楚地说明这一点。一般情况下，一套成本价为 10 000 美元的住房每年的租金价值约为 1 200 美元（对于业主来说具有同等价值），扣除税款和其他费用之后，净收益约为 800 美元。假如储蓄银行提供一笔利率为 5% 的第一抵押贷款，等于房屋价值的 60%，也就是 6 000 美元，该贷款将受到房屋正常盈利能力的保护，该盈利能力所产生的收益超过利息要求的两倍。换句话说，即使房屋的租赁价值下降了三分之一以上，借款人仍然有能力支付贷款利息。据此，承押人可以推断出，无论业主是否有能力支付利益，他总能找到一个租客或者一个新的买主，这样就足以支付他的 60%

的贷款。相比之下，一个典型的工业厂房，耗资1 000 000美元，其中举债600 000美元，假如发债公司破产，却无法通过出售或租赁厂房的方式支付5%的第一抵押债券利息。

资产价值和盈利能力密切相关

上述案例表明，正常情况下，住房、写字楼、商铺的资产价值和租金价值是密切相关的。从这个意义上讲，贷款人认为此类抵押资产具有适销价值也好，或者具有盈利能力，相当于持续经营资产也好，这都无关紧要。闲置地皮、住房或商铺在一定程度上也是如此，因为这些资产的市场价值与其预期租金价值也是密切相关的。但是，对于有专门用途的建筑物，如工厂等却不是这样。

评估报告的误导性

上述讨论十分重要，因为其中包含了打算购买房地产债券的投资者对抵押资产价值应有的态度。1923—1929年，房地产抵押债券业务迅速发展却又障碍重重，发行债券时，通常提供的唯一数据除了对未来收益的预测以外，就是对资产价值的评估报告，报告中的资产价值几乎总会超出抵押债券价值的66.66%以上。有经验的债券购买者或房地产贷款人会对抵押资产的市值心中有数，如果资产评估结果与其大致相同，那在选择优质房地产债券时，该评估结果是很实用的；但可惜的是，这些评估结果纯粹是虚构的，评估人只是靠自己的名气来赚钱，其唯一的作用就是欺骗投资者，使他们误以为债券的安全性很高。

他们所采用的评估方法就是，随意预计资产未来的租金价值，并在此基础上将资产价值资本化。依此估算，一座包括随意附加的财务费用在内，总共耗资1 000 000美元的建筑物，其“评估价值”即为1 500 000美元。这样一来，债券发行将覆盖建设项目的全部成本，建造商或开发商不用出一分钱，就能拥有项目产权或者所有权，而且很多时候他们还能以此收益颇丰。整个房地产融资计划的漏洞还是很明显的，遗憾的是，有关各方都缺乏原则、洞察力和普通常识，以至于这种状况不断恶化，最终必然崩溃。^①

作为估价依据的异常租金

1928—1929年，房地产租价普遍上涨，导致新房地产项目投资利润异常丰厚。但是这并不意味着盖一座楼就会获得超过实际成本50%的利润。因为这种高收益肯定只是暂时的。然而这将刺激房地产业不断兴建新的项目，从而导致房产过剩，租金大幅下降。由于开发商的建筑资金来源于公众，对他们来说没有任何风险，因此房屋建筑过剩的现象就更加在所难免。

过度建设成本上的债务

这种过度建设会间接导致建设成本大大超过正常水平。因此，在1928—1929年，即使是不到实际成本2/3这样明显保守的贷款，也并不安全。显然，这其中存在风险（后来这一风险得到证实），即建筑成本的急剧下降会使得房产价值下跌，直至低于贷款数额。

^① 参见附录注释19。

专用建筑物的缺陷

房地产债券投资普遍存在的第三个缺陷在于对各类建设项目一视同仁。典型或者说标准房地产贷款通常是指家用住房贷款，其特有的优势在于潜在购买者或承租者很多，所以只要在现有价值的基础上稍微做出让步，就很容易转手。普通公寓、商铺和写字楼的情况也基本类似。但是，像酒店、停车场、俱乐部、医院、教堂、工厂这样具有某些特殊用途的建筑，就很难在短时间内转手，而且其价值同按其原来用途使用它的特定企业的经营状况紧密相关。因此，以此类建筑物为抵押资产的债券实际上并不是既定意义上的房地产债券，而是具有商业意义的贷款；所以，投资者必须要依据选择工业债券的所有严格标准来衡量其是否安全。

在房地产价值崩溃之前出现的房地产融资热潮当中，这一点被完全忽略了。就像公寓住房贷款一样，这些债券发行的目的是为建造旅馆、车库、甚至是为了医院集资。换句话说，普遍认为，只要评估报告显示，资产评估“价值”超过债券数额的 $1/3 \sim 1/2$ ，这就足以保障贷款的安全。然而，事实证明，如果新的建设项目销售状况不佳，开发商无法支付其利息费用，那比起以铁路或工厂这些非营利资产为抵押的债券持有者来说，“房地产”债券持有者的情况好不到哪儿去。^①

基于初始租金的股价具有误导性

公寓住房融资还有另外一个缺陷：其价值是根据初始租金收益进行评估的。惯例上，公寓住房承租人在租赁新房时会出价较高，但几年之后，他们就会认为这所房子已经旧了，或者至少不是特别新，也不太理想了。因此，一般来说，公寓住房头几年的租金要比债券存续期内保守估计的租金高得多。

缺乏财务信息

还有一个缺陷与上述内容有关，但又有所不同，那就是债券购买者在购买债券之后无法获得相关的经营和财务信息。很多公司向公众出售债券，但其股票却由私人持有，这是房地产金融业的一个债务分配特点。这样的公司普遍存在这一缺陷。这样一来，直到债券利息无法得以支付的时候，债券持有人才会发现该建设项目销售状况不佳；不仅如此，更严重的是，这时他们往往会发现，就在开发商不断为项目吸纳可利用资金的同时，项目的巨额拖欠税款却在不断增加。

建议采用的处理原则

通过详细分析过去 10 年房地产债券金融业的不足，我们提出几项具体的处理原则供投资者以后参考。

对于单户家庭住房，通常是抵押资产持有者直接贷款给房屋所有人，也就是说，中间没有房地产抵押债券发行商的介入。以此类住房为抵押的担保抵押证和抵押参与证的交易中，很多业务也通过抵押贷款公司，如律师抵押贷款公司和权利担保与信托投资公司来进行。^②

进行此类投资时，贷款人应当确定：

^① 参见附录注释 20。

^② 自 1933 年以来，美国联邦政府通过联邦住房管理局（F. H. A）接管大量针对单户住房的房地产融资，从而导致几乎所有此类债券都没有出售给投资者。较大规模房产的融资被严格限制。几乎全部由金融机构（如保险公司等）进行，实际上并未向普通投资者出售任何房地产证券（这种情况一直持续到 1939 年底）。

(1) 贷款数额不超过资产价值的 66.66%，该资产价值可以是当前的实际成本，也可以是有经验的房地产商对资产的估价；

(2) 该成本或估价不包含当前的投机性膨胀因素，而且不能大大超过之前一段较长时期的价格水平。如果大大超过，应适当降低抵押债务数额和当前资产价值的最大比例。

通常来说，房地产抵押债券是一种以新公寓楼或写字楼为抵押资产的第一抵押贷款。考虑到这一点，投资者就不应再看传统的“评估价值”，而应要求如实提供给投资者的实际成本要至少超过债券数额的 50%。其次，他还要保守估算预期收益，要考虑到房屋闲置所带来的亏损和房屋使用年限增长所导致的租金下降。该预期收益要在从盈利中扣除折旧的基础上至少高出利息费用一倍，扣除的折旧费用将留做偿债基金以用来逐步买回债券。借款人应定期向债券持有人提供经营和财务报表。

所谓的“第一租赁抵押债券”，实际上是第二抵押贷款。其抵押资产是在租赁土地上兴建的房产，土地资金实际上是第一留置权，或者说对全部资产拥有优先留置权。在分析此类债券时，应把土地租金加入到债券利息要求当中，从而得出全部资产的利息费用。此外，还应该认识到，在房地产债券领域，以第一留置权为第一抵押的债券所具有的优势要比普通商业企业的同类债券更为明显。^①

除了上述定量标准之外，投资者还要确定，建筑物的位置和类型能够吸引租户，并且即使周围环境发生不利变化，其资产价值也不会大幅下跌。

房地产贷款的对象不应是用途特殊或有限的建筑物，如酒店、停车场等。此类投资的对象必须是建设项目本身，属个别业务。根据我们之前曾讨论的适用于购买优质工业债券的标准，很难找到适合直接投资的以新酒店或类似资产为抵押的债券。所有这些企业的资金最初都应私人资本，只有经过几年的成功经营之后，才可以通过债券或股票的方式向公众融资。

^① 见附录注释 21。

债券投资的具体标准（续）

股份资本化和债券债务的关系

从以下简明的典型资产负债表我们可以看出：要求权在债券和股票之后的股本和盈余的总额，代表了超过债务的资产量。

项目	金额（美元）	项目	金额（美元）
资产，减去流动负债		债券债务	600 000
（净资产）	1 000 000	股本和盈余（股权）	400 000
	1 000 000		11 000 000

由此可以得出如下简单的公式：

$$\frac{\text{股权}}{\text{债券债务}} = \frac{\text{净资产}}{\text{债券债务}} - 1$$

纽约州法律规定的标准

我们在研究资产负债表中的数字时，可以通过净资产或股权项目，来确定债务本金以上的偿债能力或保证金额度的大小。纽约州在规制储蓄银行关于公用事业债券投资的条例中使用了两种办法。它规定：（1）有关抵押债务，以及所有潜在的抵押债务，不得超过抵押财产价值的 60%；（2）股本应至少相当于抵押债务总额的 2/3。从前面给出的典型的资产负债表可以很容易地看到，这两项要求大致相当。但是，如果一家公司有大量的无担保债务，它就可能符合要求（1），但不符合要求（2），因此，在这种情况下，有必要加上第二个规定，提供额外的保

护。这一点可以用下面的例子说明：

项目	金额（美元）	项目	金额（美元）
用于抵押的财产.....	10 000 000	抵押债务	6 000 000
营运资本	1 000 000	信用债券	3 000 000
		股本和盈余	2 000 000
	<hr/>		<hr/>
	11 000 000		1 000 000

此例中，抵押债务只有抵押财产的 60%，但股权额却远低于抵押债务的 2/3。因此，后者的债券不符合第二条规定。

应当指出，纽约州法律只考虑了股票面值或设定的价值（包括优先股和普通股），并且没有考虑账面盈余，而后者正是股东权益的一部分。这种法律条款所依循的理论认为，这一盈余可以合法地分派给股东，因此无法作为对债券持有人利益的永久性保护。然而，公用事业公司的盈余实际上在很大程度上都投资于固定资产，而并非以现金分派。因此，如果确实需要采用这种评估方法的话，用股本加盈余这一数字代替股本会显得更合乎逻辑。

对于公用事业类债券，股权评估并不可信

我们被带到这样一个问题面前，把资产或股票发行评估测试应用于公用事业债券，在通常情况下能否获得什么实质性的好处？在没有安全记录显示的情况下，这样的评估不大可能会得到任何关于是否安全的结论。也许，在少数情况下，一些公司表现出的收入可能是令人满意的，但是资产偿付率却非常低，这一特点可能表明，由于该公司借助投资获得了异常高的收益率，它很容易受到不利的利率监管的影响。其实股权检验主要的困难在于资产负债表中显示的财产价值数据缺乏可靠性（因此股权也缺乏可靠性），无法为实际现金投资或重置价值提供线索。而这两者是计算资产偿付率的基础。但近年来，州委员会和美国证券交易委员会的工作使公民获得了比以往更准确的资产负债表。即使有了这一项改进，似乎仍没有充分理由强求为公用事业债券制定资产价值或股权评估公式，对铁路债券也一样。

当然，没有人反对将这种股权评估（根据账面数字）方式定期地或在特殊情况下，应用到铁路和公用事业债券上作为额外的预防措施，只要有理由怀疑收入记录的可靠性，担心这样的记录无法预测未来偿付债券利息的能力时，就可以采用。应该指出，如果应用这样的评估方法，那么债务与股本和盈余的比例最多为 60%：40%，这比“收益最低为利息费用的 1.75 倍”的要求更为严格。因此，如果允许债券债务达到财产价值的 75%，或股本和盈余总额的 3 倍，这两个标准将更加一致。

债券背后真实价值偿付率的重要性

我们对于财产价值的标准的主要反对意见基于一个不容置疑的事实，即固定资产的账面价值作为债券安全性的指标非常不可靠。但另一方面，我们深信，大幅度

超出融资债务的继续经营价值不仅重要，而且极其必要，可以保证固定投资价值是否健全。在为任何企业的债券支付标准价格前，无论它是铁路、电话公司，还是一家百货商店，投资者必须确信，这一业务的价值应大大超过它的债务。在这个意义上，债券购买者的态度必须与借钱给别人买房子或钻石戒指的人一样；不过二者之间有一个重要区别，就是投资者通常必须将业务的价值作为一个整体考虑，而不是看做独立的资产。

持续经营价值和盈利能力

“企业作为一个实体的价值”几乎完全由它的盈利能力决定。这就说明了为何收益情况的重要性日益占据主导地位，因为它不仅表明公司有能力支付利息费用，而且表明公司继续经营的价值超出债券本金到了何种程度。正因为如此，大多数投资者都将收益记录当做是选择债券时唯一的统计或定量检验标准。所有其他常用的标准则不是定性的就是主观的（即涉及个人对管理和经营前景等方面的意见）。

当然，尽管债券安全评估越简单且越少越好，但是将这简化为收益对于利息费用的比例这样一个单一的标准，对问题似乎是一个危险的过度简单化处理。考察期间的收入可能不具代表性，这有可能是因为它们受到一定临时条件的影响，这种条件可能是有利的，也可能是不利的；也有可能是因为它们呈现的方式不能反映真实的收益状况。这样的情况在工业公司最有可能发生，这些公司不仅个体变迁明显，而且所接受的会计监督的程度比铁路和公用事业公司小得多。

以股票市值衡量股东权益

一种补充评估方式。我们认为，至少对于工业债券来说，有必要为收益测量补充一些其他方面的量化指标，反映借入债务之上的边际值。为此目的，最好的标准是股本市场价值与借入债务总额之间的比例。当然，使用股票的市场价格来证明任何问题都可能会遭致激烈的反对意见，因为股票价格经常出现极端而且毫无意义的变化，这一点人尽皆知。不过，虽然股价有各种不完善之处，但是股票的市场价值一般都被普遍看做是反映企业继续经营价值的更好的指数，其价值超过了资产负债表的数字，甚至是普通的评价。^①

值得注意的是，我们只是建议为了有限的目的使用股票价格作为参照，即为了判断在发行的债券背后是否存在足够的股本。这绝不等于说，价格始终是准确衡量价值的公平或内在的标准。市场价格检验只是现有价值的一种粗略的指标或线索，它只能作为更仔细地研究收入记录数字的一个重要的补充。^②

在一些极端情况下，市场价格检验法的作用不容置疑。如果股权的市场价值比

^① 清算价值，主要根据目前的净资产额计算，有时可能超过市场价格，但是在选择高档投资的时候，这一点很少具有重要的意义。

^② 注意纽约州银行协会与标准统计公司共同建议的安全性评估方法，在铁路和工业债券评估中，包括股票资产的市场价格，并将其称做“债务状况最现实的衡量”，即，初级资本的价值。见附录注释 22，我们对这些评估方式更详细的讨论。

债务总额高出许多倍，那么就能强有力地保证债券的安全性。^① 反之，股权的市场价格过低，必将对债券的稳健性产生严重影响。对股权的市场价值及其与债务总额的比较的判断，是债券分析中较为成熟的手段，而且正式列入了债券发行通告中（在内容令人满意的通告中）。我们建议把这种计算方法纳入债券（特别是工业债券）选择过程的标准程序，并在该评估过程中设定最低标准，作为次要的安全性定量检验方法。

股权评估的最低指标

股票价值和借入债务之间的比例正常的最低值应该是多少？从实际的经验看，这个问题很难回答，因为股票价格变化范围很大，每个公司的表现也各不相同。我们可以有些武断地假设建立一种理论，即铁路和公用事业股应获得其债券利息约 1.5 倍的收益。而工业股应该赚取两倍于自己的债券利息的收益。这些假设可以^②在最低利息偿付率和股票对债券的比例两者之间产生以下的算术关系。

在表 11—1 中我们总结了一家公用事业公司，一家铁路公司，和一家工业公司的情况，起始日期是 1938 年 12 月 31 日。这一数据大体支持上面所提出的关系。

表 11—1 利息偿付率和股票价值比例之间的正常关系的实例 (单位：美元)

项 目	北美公司	联合太平洋 R. R. 公司	美国联合饼干公司
截至	1938 年 12 月 31 日	1938 年 12 月 31 日	1938 年 12 月 31 日
利息费用余额	37 663 000	32 964 000	1 327 000
利息费用	22 554 000 ^I	14 263 000	297 000
收益倍数	1. 67	2. 31	4. 47
股息余额	15 109 000	18 701 000	1 030 000
优先股的股利	1 819 000	3 982 000	77 000
普通股余额	13 290 000	14 719 000	953 000
每股	1. 55	6. 62	2. 08
1934—1938 年每股平均值	1. 53	6. 82	2. 00
债券债务	438 000 000 ^I	355 000 000	6 150 000
市场上的优先股	606 000 股，每股 56 -34 000 000	995 000 股，每股 83 -83 000 000	11 400 股，每股 118 -1 345 000
市场上的普通股	8 571 000 股，每股 23 -197 000 000 ^{II}	2 220 000 股，每股 98 -218 000 000	459 000 股，每股 16. 5 -7 570 000
市场股票总存量	221 000 000	301 000 000	8 915 000
股票与债券比率	0. 51: 1	0. 85: 1	1. 45: 1

I 包括附属公司，要求其优先股（见第 13 章）。

II 原书此处数据为 187 000 000，可能有误。——编者注

① 参见附录注释 67，对福克斯电影公司 1933 年 12 月发行的利率为 6% 的债券的讨论。

② 若要将两种计算放到相同的算术基础上，股票价值的比例确实应看做总市值（债券面值加股票）和债券的比例。这样计算一下，要求最低“资本覆盖”将分别为，1. 5，1. 67 和 2。大家可以使用这两种方法中任何一种，只要他觉得简便。其效果当然是相同的。

企业类型	固定利息收入最小的倍数 (平均利息偿付率)	股票价值与债券债务最低 比率 (股票价值比率)
公用事业	1.75	1 美元股票对 2 美元债券
铁路	2	1 美元股票对 1.50 美元债券
工业	3	1 美元股票对 1 美元债券

收益债券相当于股权

在第 9 章中我们指出，由于收益债券的利息并不固定，在计算偿付率的时候，没有必要把它包括在总费用内。同样，这种债券的本金不应包括在总借入债务中与股权进行比较。不仅如此，期限长的初级收益债券与优先股很相似，其市场价值可以看做是股权的一部分（或者说“收益债券和股权”），次于固定利率债券，并对其有保护作用。

例如：

科罗拉多（第一）燃料和钢铁普通公司 5% 债券，1943 年到期，1939 年 6 月 30 日价格为 103.5 美元，收益 3.9%

项目	(单位：美元)
未付金额.....	4 483.000
1939 年 6 月 30 日收益债券和股权：	
11 035 000 5% 债券收益 1970 年到期 每股 45 美元 ...	4 966 000
564 000 股普通股 每股 12.5 美元	7 050 000
315 000 份认股权证 每股 4.25 美元	1 339 000
股本总额	13 355 000

在这种情况下，由于次级留置权是一种收益债券，没有固定利率，因此具有第一抵押权的 5% 债券的技术地位完全不同了。对比在 1936 年该公司重组之前的情况，就能充分看出这一事实了。在重组之前，5% 第一债券带有较高的固定利率，其要求（包括到期日）在 1933 年导致了突如其来的破产，随后 5% 债券的售价低至 30 美元。

不同寻常的高股票价值比率的意义

正如我们以前假设的那样，如果股票价值比与利息偿付率总是成正比，就像上述表中所显示的那样，那么就没有任何理由使用两种评估方式，因为只要通过了一种评估，就肯定会通过另一种。然而，情况并非如此，而且我们必须相应地考虑一下，如果股票价值比和利息偿付率所给出的信息完全不同，隐含在其背后的信息是什么。让我们假设：第一，收益状况并不完全令人信服，但股票价值比率大大高于我们要求的最低限度。

例如：前文中关于费尔班克斯－莫尔斯的例子。看到 1938 年市场价格最低的时候，股票股本比例超过了 2:1（约 12 000 000 美元的股票市值对应 5 600 000 美元的

债券)，投资者会留下深刻印象。这种有力的证据可能会完全驱散任何对于其连续 10 年平均水平不够好的怀疑。

低于正常水平的股票价值比率的意义

相反的情况是，当利息偿付率令人满意的时候，股票价值比率大大低于最低要求。

例如：我们对比一下两个截然不同的例子，一个是经济萧条中的例子，另一个是复苏高峰时的例子，这个问题可能就更好理解了。

第一个例子是内陆钢铁公司（Inland Steel）的 4.5% 债券，1978 年到期，1932 年 9 月发行，价格 82 美元，收益率为 5.6%。相关的数据见表 11—2，表中也包括克鲁斯博钢铁公司（Crucible Steel）1940 年到期 5% 债券的相应的数据，以供比较。

可以看到，内陆钢铁的证券通过了我们的收益评估（基于 6 年半的年平均比率），但是没有通过我们的股票价值比率评估。大多数投资者会认为该债券是较为健全且有吸引力的投资，因为：（1）内陆钢铁是最好的钢铁公司之一，经济大萧条之前拥有良好的记录；（2）该公司 1932 年的盈利和股票价格数字都非常反常，无法为债券的安全性提供安全性信息。该公司稍后恢复盈利，以及该债券在 1936 年以高于票面价格出售这两个事实可以被引用来证实这一观点。

表 11—2 两种债券的比较，1932 年 9 月 (单位：美元)

项目	内陆钢铁 4.5% 债券， 1978 年和 1981 年到期价格 82 美元，收益率 5.6%	克鲁斯博钢铁 公司 5% 债券，1940 年到期， 价格 60 美元，收益率 13.4%
每年的利息费用	1 890 000	675 000
每年利息：		
1932 年（上半年）	-496 000	-1 348 000
1931	3 126 000	-1 339 000
1930	7 793 000	4 542 000
1929	13 042 000	8 364 000
1928	10 569 000	5 849 000
1927	7 482 000	5 844 000
1926	7 851 000	6 787 000
6 年半 - 年平均	7 595 000	4 400 000
利息偿付率	4.6 倍 ^I	7.1 倍 ^I
债券债务	42 000 000	13 500 000
股票价值		
优先股		250 000 股，每股 30 -7 500 000
普通股	1 200 000 股，每股 20 -24 000 000	450 000 股，每股 17 -7 650 000
股票总价值	24 000 000	15 100 000
股票价值比	0.57:1	1.12:1

I 根据这一时期借入债务的变化调整。

但是该推理的弱点在于，它需要借用对于未来的一些假设，而在购买投资债券的时候，是不需要这些理由的。（请注意，根据 1932 年的情况，内陆钢铁 4.5% 债券的价格是 82 美元，使其在投资领域非常显眼。）如果我们比较内陆钢铁和克鲁斯博钢铁公司的表现，这一点就应该比较清楚了。我们将会发现，克鲁斯博钢铁公司无论是收益偿债能力比率还是股票价值比都更好，收益是内陆钢铁公司债券的两倍。内陆钢铁 4.5% 债券的购买者会估计，不仅 1932 年的情况是暂时的（只要是购买任何证券，这都是必要的假设），而且（1）内陆钢铁股票价格过低，（2）克鲁斯博钢铁公司的股票发行价格太高。因为除非内陆钢铁股票卖价过低，否则其债券不能认为是安全的；除非克鲁斯博的股票卖价太高，否则该公司价格更低的债券就值得购买。这对于直接债券投资来说，似乎是一个过于复杂且可疑的出发点。

此外，作为一般规则，如果需要假设普通股当时售价太低，就不应该进行债券投资。如果投资者对股票的价值判断是正确的，那么购买股票必定比购买债券更加有利可图。如果投资者对股票的价值判断错了，那么购买债券就会面临巨大风险。

内陆钢铁债券后来升高了约 20%，这其实并没有否定我们的逻辑推理，而是证实了这一点；因为在同一时间内，内陆钢铁普通股的价值翻了 4 倍，克鲁斯博钢铁公司的 5% 债券则从 60 美元涨到了 102 美元。我们再次提及我们的控制原则，即债券投资是一种消极的艺术。这种讨论的目的并不是要说内陆钢铁 4.5% 债券是不好的投资——事实恰恰相反——但我们希望指出，依据当时的情形进行逻辑判断，尤其是考虑到其他可供选择的投资机会的话，我们不会得到投资该证券的肯定结论。

第二个例子：我们还可以通过引入一个相反的例证进一步巩固我们的观点：布鲁克林 - 曼哈顿运输股份有限公司的 4.5% 债券，1966 年到期，售价 104 美元，1937 年 1 月的收益率为 4.27%。根据我们对铁路债券的最低标准来判断，其平均收益偿付率基本充足。但是，股票的价值比——即使是在当时获得的较高的一般市场水平上——显示每 1 美元债券对应的股票价值低于 40 美分。这意味着，从本质上讲，对于布鲁克林 - 曼哈顿运输股份有限公司，依据我们的债务总额的最低要求来判断股本的价值，其股票表现不够乐观。债券购买者肯定会得到建议，把这一不足放到第二种评估中，寻找其他的 4.5% 投资。（同年 12 月，该债券价格已降低到了 44 美元。）

我们提到了股市对布鲁克林 - 曼哈顿运输股份有限公司前景的估值，股权评估不只是债券安全性一个额外的量化标准，而且它在相当程度上也是一种质的指标。股票价值评估的第三个功能可能是对完全准确的财报数字进行合理的质疑。在布鲁克林 - 曼哈顿运输股份有限公司的例子中，如果仔细研究招股说明书，可以发现报告中折旧和摊销之间巨大的差异，所得税申报表也表明了这一点。比较保守的折旧基础会将利息偿付率降到远远低于我们建议的最低水平。

铁路和公用事业公司股票价值比率

工业公司的股票价值比率可能比较容易计算。但是，铁路和公用事业公司可能会出现以下复杂情况。除了在资产负债表所显示的债券债务，可能还需要考虑相当于债务的租赁债务，以及优先于母公司债券的子公司优先股。这些困难使得对铁路

和公用事业债券进行股票价值比评估变得难以进行。然而，我们认为，认真的投资者应当像对待工业公司一样，对这些领域也进行股票价值评估。正如我们将在下一章所要指出的那样，股票价值评估是非常实用的做法，可以避免许多在 1935—1937 年所发生的高价购买铁路债券的错误。此外，在接下来的一章中，我们也会探讨固定利息资本化这一方法，以便在资产负债表不可靠时对债务总额进行较为准确的估计。

不能为了反映不断变化的市场条件而修改股票价值评估办法

这里的问题是：为了反映不断变化的市场条件，可以在多大程度上修改股票价值评估方式？与萧条期相比，在经济形势好的时候，似乎有理由期望并要求对于所发行的债券，对应的股票的相对市场价值更高一些。如果对于工业公司来说，1 美元的股票对应 1 美元的债券是“正常”的要求，那么，当股票价格上涨时要求 2 美元比 1 美元的比例又如何？反过来，如果报价远远低于内在价值，对于 50 美分比 1 美元的比例是否感到满意？但这个建议是行不通的，这里有两个原因。首先，这意味着债券买方可以判断股票的价格是太高还是太低。其次，这会要求债券投资者在经济蓬勃发展的时候谨慎行事，而在经济困难的时候以更大的信心进行投资。这是一个苛刻完美的建议，不符合人性的本质。债券购买者是普通人，不能指望他们完全摆脱处于牛市时的狂热或处于熊市时的抑郁。

所以，我们也不应该提出规则说，当股票价格高的时候，要求采用更高的股票价值比。因为即使提出这样的意见，投资者也不会遵守。（但是，如果债券买方个人认为，股票价格高得有些危险，他应该能够明智地坚持股票偿付率应远高于我们设定的最低比例。）对于熊市，我们也不应建议与此相反的规则，因为即使在不景气的条件下，只要努力搜寻，总是能够找到一些能满足所有正常的评估指标的投资。^①

固定投资价值建议最低数量要求总结

1. 债务人规模：(单位：美元)
- 市政：人口 10 000 人
- 公用事业：总收益 2 000 000
- 铁路：总收益 3 000 000
- 工业股：总收益 5 000 000
2. 利息偿付率：
- 公用事业债券：(7 年平均) 1.75 倍
- 铁路债券：(7 年平均) 2 倍
- 工业债券：(7 年平均) 3 倍
- 房地产债券：(可靠估计) 2 倍
3. 财产的价值：
- 房地产债券：公平的财产价值（根据无通胀的市场的实际销售计算）必须是发

^① 例如：1932 年 9 月购买通用烘焙公司 5.5% 债券可以获得 6% 的收益率。其收益偿债能力比率是利息的 20 倍；在 1932 年上半年，利息偿付率是 14 倍。股票价值比为 6:1。

行债券数额的 50% 以上。
投资信托债券：类似的比例，按资产的市场价值计算。

4. 股票的市场价值	
公用事业.....	债券债务的 50%
铁路	债券债务的 66.67%
工业指数	债券债务的 100%

铁路和公共事业债券分析中的特殊因素

铁路债券分析

铁路债券的选择是一个极其复杂的过程。铁路公司提交给州际商务委员会用以详细分析的报告中，记载着该公司财务和实际经营状况的庞杂的数据资料。若是想真正全面地研究铁路公司报告，人们就应当特别关注如下内容：

- 1. 财务方面：
 - a. 经营收入的组成及其变化趋势；
 - b. 维修开支与总收入的比率；
 - c. 运输费用的相对数额及趋势；
 - d. “其他收入”的特征；
 - e. 利息和其他扣除项目的涵盖范围及相对增长。
- 2. 实际资产状况方面：
 - a. 地理位置；
 - b. 双轨和第三轨道的长度；
 - c. 铁轨的重量；
 - d. 路基的特性；
 - e. 拥有设备的数量和性能。
- 3. 运营方面：
 - a. 交通特征及密度；
 - b. 平均运程及平均运量；
 - c. 列车载重量；
 - d. 燃料成本；

- e. 铁路或公路运输的每英里运营成本；
- f. 单位设备的维修成本。

除了上述影响铁路公司运营的项目之外，我们不妨特别关注一下抵押留置权所涉及的里程问题。

选择高等级债券无需复杂的分析技术

事实上，大型金融机构的投资部门在购买铁路债券时，会对其进行综合分析；但是，其分析能力不仅明显超出了个人投资者，并且我们认为，其分析结果也很难吻合高等级债券投资的真正要旨。相对而言，选择固定价值证券时，尽管收益回报率有限，至少操作简单。投资者必须通过数据检验来确保相关证券的收益远远高于其利息费用，并且该公司的市值远高于其债务。此外，投资者必须对自己的判断结果充满信心，确信所投资的企业在未来走势良好，或更准确地说，几乎不存在失败的可能性。

这些检验和评判行为并不需要非常繁复的分析技术。如果铁路债券的投资者必须衡量利弊，比如需要考虑到铁路载重状况或者铁路布局的优劣等因素，那么其费尽心机地分析权衡之后，也不过是取得 4% ~ 6% 的固定收益回报，这与其辛苦付出是极不相称的。我们宁可建议这类投资者购买美国政府发行的债券，虽然这类债券的收益回报率较低，但其稳妥性是毋庸置疑的；或者他可以托付一家大型储蓄银行为其投资，后者拥有专业的技术人员。

推荐的分析程序

有关铁路债券的数据资料非常丰富，其分析方法似乎也会相应变得愈加复杂；但在我们看来，事实并非如此。相关数据虽多，但未必都是必要甚至有分析价值的。我们建议，高等级铁路债券的购买者们只需要针对固定费用保障比率（适当关注收益趋势以及维护费用的充足问题）和股本数额两个方面进行定量研究。如果想要更加稳妥一些的话，我们建议这类投资者可以提高在上述两方面的最低需求值，而不是扩展对其他年度报告特征的数据统计和检验。

为了更加清楚地表明我们的观点，需要补充的是，对于购买投机性铁路债券或股票的投资者而言，这种复杂分析有时候可以用来帮助他们判断未来的走势，因而并非一无是处。但是，固定价值投资绝不等同于任何对未来猜测的依赖行为，因为从逻辑上看，这一判断方式仅适用于那些能够为正确推测提供获利机会，并对错误分析加以惩罚的证券范畴中。

铁路收入分析的技术现状

在针对铁路债券的利息范围检验应用中，我们需要特别注意某些技术问题。在铁路部门中，有很多与债券利息处于相当地位的种类繁多的固定费用，这些费用显然也要归属到安全边际的计算过程里。同时还有一些扣除费用，在一定程度上兼具

了固定费用和营业费用的特性。此外，还有一些称做“其他收入”的项目可以看成是支付利息的抵消——例如所得债券利息，至少能够实现与其他道路相比较的目的。在下文中，我们列举了铁路公司的财务状况中具有上述特性且比较重要的项目：

1. 债券利息和相关费用
 - a. 长期和短期债务利息；
 - b. 专用线路的租金；
 - c. 合用设施的租金（借方净额）；
2. 介于固定支出和经营费用之间的扣减费用
 - a. 设备租借费用（借方净额）^①；
 - b. 杂项租金及杂项扣除；
3. 可以部分抵消债券利息的债权（以可靠性大小为序）
 - a. 所得债券利息、专用线路的租金、合用设施的租金（信贷净额）；
 - b. 设施租金（信贷净额）、所得股息；
 - c. 杂项非经营性收入。

计算固定费用保障的方法

如何科学地使用上述项目构建一个固定费用的最佳计算方案？关于这一点，众说纷纭，各执己见。这个问题其实很简单：债券投资者们真正在乎的并非计算的精密程度，而是合乎情理的准确性。毕竟，这些数据赋予的信息仅仅关乎过去，其唯一的价值也不过是对未来趋势提供一点暗示或线索。正因如此，对于投资者而言，无论怎样去完善计算过程都意义甚微。我们建议，可以设立一个铁路债券利息保障的双重检验方法，并要求两者均具备最低安全边际。具体方法如下，参考表 12—1。

检验方法 A 所得固定费用的倍数：

固定费用 = 总收入 - 净收入

$$\text{所得固定费用} = \frac{\text{总收入}}{\text{总收入} - \text{净收入}}$$

注：“总收入”是“支付租金后的净收入”加上“其他收入”，“净收入”是可用的股息余额。^②

检验方法 B 净扣减项目保障费用倍数：

净扣减项目费用 = 铁路营运收入 - 净收入

$$\text{净扣减铁路营运收入倍数} = \frac{\text{铁路营运收入}}{\text{铁路营运收入} - \text{净收入}}$$

注：“铁路营运收入”等同于“税后净收入”，即收入总额减去营业费用和税金。

① 自 1936 年 1 月 1 日以来，考虑到铁路公司收入的目的，国际商会对“固定收费”的界定包括了使用设备所支付的租金。但是迄今为止，这一定义在金融指南和服务领域的固定费用偿付计算中并没有得到遵循。

② 由标准统计公司计算的固定费用数字不包括那些从总收入中扣除并冠以“杂项扣除”名目的较小项目。我们的方法相对来说更加简单，但统计标准计算将给出几乎相同的结果，因此，他们的结论也可以采用。

表 12—1 铁路债券安全边际的计算 (单位：千美元；1931 年)

项 目	切萨皮克和俄亥俄	芝加哥大西部	北太平洋
1. 收入总额	119 552	20 108	62 312
2. 税后净收入 (铁路营运收入)	35 417	4 988	3 403
3. 设备和共同设施租金	借方余额 88	借方余额 2 417	贷方余额 3 398
4. 租金后净收入 (净铁路营运收入)	35 329	2 571	6 801
5. 其他收入	2 269	196	16 853
6. 总收入	37 598	2 767	23 654
7. 利息和其他固定费用	10 902	1 866	14 752
8. 股息分配的余额 (净收入)	26 696	901	8 902

切萨皮克和俄亥俄，1931 年的收入总额超过了税后净收入。因此，使用固定费用检验法 (检验 A)。

所得固定收入 = $\frac{(6)}{(6) - (8)} = \frac{37\,598}{10\,902} = 3.45 \text{ 倍}$

芝加哥大西部，1931 年的税后净收益超过收入总额。因此，使用净扣除检验法 (检验 B)。

扣除净盈利 = $\frac{(2)}{(2) - (8)} = \frac{4\,988}{4\,087} = 1.22 \text{ 倍}$

北太平洋，1931 年的收入总额超过税后净收入。因此，使用固定费用检验法 (检验 A)。

所得固定收入 = $\frac{23\,654}{14\,752} = 1.60 \text{ 倍}$

上述检验应注意的问题：

1. 切萨皮克和俄亥俄是一个典型事例，其中两个检验的结论一致——由此可见，债券的安全边际是令人满意的。

2. 在芝加哥大西部的案例中，人们通常惯用的检验 A 方法未能全面反映出该公司巨额的租金扣减负担，而检验 B 的方法反映了这一点，按照我们的观点，后一种方法显示的不利结果恰恰是投资者所应该考虑的。

3. 北太平洋的情况恰好相反。该公司的其他收入远大于债券利息，因此在大多数年份中，净扣减数据表现出贷方余额。在这种情况下，投资者应遵循检验 A 的结果，并把检验 B 作为后续参考的指示。

有必要只使用两种检验方法之一，即其中更严格的那种，它很容易被识别。规则如下：如果收入总额超过税后净收入，采用固定费用检验法 (检验 A)。如果税后净收入超过收入总额，采用净扣除检验法 (检验 B)。

宾夕法尼亚铁路公司的报告提供了另一个特殊的案例。其报表中大部分可观的其他收入可以直接抵消固定费用。这些其他收入项目包括母公司所拥有的系统内证券利息及所得的担保股息，从而使后来同一项目以利息和支付租金的形式再次出现。在 1938 年，这些扣减数额共计约 30 298 074 美元。这些数据全部应该恰当地在报表

中删除。报表中的固定费用检验结果正是由于这类数据的介入而降低了保障倍数，如表 12—2 所示：

固定费用检验			
1938 年	根据报告	经更正	净扣减项目检验
收入总额（美元）	93 559 000	63 261 000	税后净收入 66 112 000
固定费用（美元）	82 513 000	52 215 000	净扣减额 55 066 000
固定费用保障倍数	1. 13	1. 21	1. 20
10 年平均保障倍数	1. 42	1. 67 ^I	1. 68

I 更正金额的年份截至 1932 年。

在这种情况下，净扣减项目检验结果要比未进行数据修订的固定费用检验结果更为准确。如上表所示，分析家在进行精密分析的过程中，应该根据实际情况对报表数据加以调整，从而更好地为检验服务。

维护费用与固定费用保障之间的关系

在铁路公司的账目清算方面，有两个重要的项目在某种程度上受到管理层主观决策的影响，并且每年都有可能因此而产生有利或不利的结果。其一是维护费用的账户。如果一家公司花费在道路和设备维护方面的费用过低，那么其净利润的增加将以资产受损为代价，由此产生的固定费用数额就不可能公正地代表该公司在监察期间的盈利能力。债券购买者应当对相关企业的维护费用比率进行充分的了解，比如道路和车辆的维护费用与收入总额的比率，以排除对其可能低于规定标准的疑虑。遗憾的是，针对不同的群体而言，至今仍然没有任何关于正常维护费用比率的明确标准。在 1931 年之前，人们普遍接受的比率为 33%，但凡偏离了这一数值的比率都令投资者们特别谨慎地研究对待。^① 然而，自 1930 年以来，伴随着运营收入总额的缩减，这一比率的数值也出现了适度的下降。最终，实际的维护费用的支出已经减少了近一半。奇怪的是，相对于 1926—1930 年的情况，美元的道路维护费用支出（其很可能并没有受到运输业规模减小的影响）在 1933—1937 年蒙受了 51% 的损失，而设备维修成本的费用则减少了 39%。另一方面，毫无疑问，维护技术方面必须进一步完善，比如采用更加行之有效的方法和使用更为耐用的材料等。目前，在条件充足的情况下保持铁路资产的成本要远远低于其在 1931 年之前的费用。但究竟低到什么程度，我们并没有把握说明；因此，在 1933—1937 年期间，对于总额减少大约为 30.5% 的平均比率（所有一级铁路显示）是否足以保证债券购买者应对维护欠佳的状况，我们很难做出决定。

如果这项建议被接受，这将意味着当一个铁路债券维护开支与其收入总额的比率少于 32% 时，投资者可以采取以下措施：（1）做进一步的研究以说服自己接受可能会更低的比率；（2）将报告收益的比率调整到假设的 32%，从而减少相应的收益保障。如果调整后的收益保障是令人满意的，投资者就可以假定，维护费用欠佳这

① 见附录注释 23。

一可能性本身并不足以严重到破坏债券安全的程度。

非经常性的股息收益

需要人们认真审视的第二个项目是股息收益。当一家铁路公司设置了附属的子公司时，就极有可能不定期地以特殊股息的形式从后者那里获取累积利益。这种交易的影响是，在母公司以特殊股息方式不断获取的那一年中，其实际盈利能力被夸大了。

过度的维护费用和未分配的子公司收益

有时候情况恰好相反，铁路公司的财务报表也会显示另一种情形，即维护费用的开支过多或者是子公司的大笔当前收益并没有向母公司分配。这种情况的后果是低估了研究对象的真正盈利能力。在分析股票价值的时候，此类现象颇具研究趣味，但对于债券购买者而言，这并不那么重要。一般而言，投资者们并不会因此而扭转其原本对某一债券安全边际的评判，但他们应当意识到的是，那些在没有考虑这些因素之前就已经通过安全检验的债券，正是由于这些因素的存在而被赋予了更多的魅力。^①

低价格铁路债券分析

除了刚才谈到的情况之外，投机铁路债券的分析还包括了许多其他的因素。根据总体上的安排原则，我们对这一问题的探讨应该推迟到后面有关高级投机证券的章节。但是为了我们对铁路债券分析这个话题进行的完整性，似乎就在此处展开讨论更为可取。许多债券购买者也可能会采纳投资证券分析的观点，甚至超出了我们预期的程度，并且受到其影响，在选择过程中更细致地考虑到经营、交通和金融统计等细节。

有关铁路债券问题更详尽的研究可以归纳为两类：

1. 把道路作为整体进行显示和预期；
2. 个别债券发行的立场。

根据第一种类型，除了前面已经概述的基本点以外，诸如交通性质和运作效率等问题也应运而生。

交通特征

在这一点上，最后一代投资者的观点出现了重大转变。以前，重点强调的是交通的多元化和更好支付等级宽松的比率，——例如，杂项及低于载重量的运输。最近的事态发展越来越证明了这一旧观点是不健全的。高级别的运输等级被证明尤其容易受到竞争的影响；而且自 1929 年以来，某些具备“上等”交通质量的道路债券已经落后于大多数普通债券。在另一个极端，我们发现少数持续盈利运营商主要是

^① 见附录注释 24。

东部的烟煤线——切萨皮克和俄亥俄，诺福克和西部，弗吉尼亚，以及（在较小程度上）西马里兰——这些都集中在单一类型的低速货运，并已经取得非凡的经济效益。

相比之下，由于燃料竞争导致硬煤使用量的严重下滑，无烟煤运营商经历了一个令人失望和非常困难的时期。在 1923—1938 年间，煤炭运营商经营状况的全部变化如表 12—3 所示，这些改变给那些不把公司当前或过去业绩作为预期未来收益标准的证券购买者们敲响了警钟。此警告可以适用于软煤道路公司，其经济繁盛的昙花一现就如无烟煤运营商曾经经历的一样。

对比沥青行业的持续萧条和烟煤运营商的经济繁荣对未来的发展预测深具意义。

表 12—3 1923—1927 年和 1934—1938 年，软、硬煤运营商的金融统计数据（单位：千美元）

	1923—1927 年	1934—1938 年
Pocahontas 烟煤运营商： ^I		
总营业收入	1 334 162	1 097 739
铁路营业收入净额	330 036	381 364
净收入（股息余额）	250 465	315 053
硬煤运营商： ^{II}		
总营业收入	2 393 777	1 374 607
铁路营业收入净额	401 784	195 975
净收入（股息余额）	289 608	-18 615

I 弗吉尼亚、切萨皮克和俄亥俄、诺福克和西部的总数额。

II 新泽西州中央铁路、特拉华州和哈德孙、特拉华—拉克瓦纳—西部、伊利、利哈伊谷、里丁的总数额。

由于货运卡车运输以及机动车客运导致的交通损失，从整体上看来，铁路运输变得较以前更加依赖于繁忙的交通——例如，煤炭、钢铁、其他矿产、石头，沙子等。与以前相比，铁路公司运营状况是否繁盛，更多地取决于资本货物公司的业务量的多少。因此，这两个行业可以被看做一个整体，目前，双方均受制于平均运输流量的缩减和持续存在的交通可变性的逐年递增。

也许，投资者想要清楚地获知铁路公司的交通运营状况和个别线路的情况并非难事。但是，若是打算凭借这些认识去预知未来期货的走势，并在此基础上选择具体的债券或股票，远非一个简单的过程。我们可以假设，如今的公司运营结果和证券价格充分地体现了交通发展形势。那么，投资者能否更进一步判断哪些类型的企业很可能会比竞争对手遭受更大的损失？哪些企业可能免遭厄运？甚至是哪些企业可以得以创建或重获新生？毫无疑问，对于这类问题的判断，有相当一部分出自投机商的作为。但是，我们必须提出质疑的是，这些事实及其影响是否足以明确地构成一个被称为“投资判断”的依据。因此，我们必须重申，任何铁路债券的购买行为，其最初的动机必须具备充分的安全保证，至于对其未来交通发展走势的预期只不过是一个参考因素。

运行效率

对于经营效率的衡量，通常包括如下几个方面：运营比率、位移率、列车及货

车的平均载重、每日车辆里程、空里程占总里程的比率、机车每英里的耗油率。

运营比率是指所有运营费用占总收入的比率，其中不包括税收。位移率只适用于作为“交通费用”的成本。我们认为，比上述数据更有说服力的标准是，包括税费在内的所有运营费用占总收入的比率，但维护费用除外。我们可以称之为“其他运营费用的比率”。单独罗列维修费用开支的原因在于，这些费用通常被视为宽松的迹象而不代表管理效率。当然，考虑到一些运营商的收入，必须为较低的维护费用做好备抵——例如，运煤商。我们也可以尝试进行一些研究，以判定某一个道路所耗费的维护费用是否合理，但就此达成可靠的结论是一个棘手的问题。

其他项目是不言自明的。较高的列车及货车的平均载重，每日车辆里程，低“空”里程数，低油耗，显然都是投资者所期待的。然而，这些数据的价值由于以下原因而被削弱：它们在运输比率中均表现不俗，因此人们必须警惕重复强调同一数据的问题。还有一个悬而未决的问题是，如果一只在这些方面表现不佳的道路债券无法吸引投资者购买，这些不足在其证券价格中很可能展现无余——因为投资者认为，正是由于其业绩较差，才更容易在将来出现增值的可能。

这些意见也适用于两个中间因素——交通密度（道路每英里的载重量）和货物每吨的平均运程。这些数字涉及到交通特点，但其影响在很大程度上体现在运营比率方面。

具体证券

只要一个道路具备足够的债务偿还空间，其所有债务几乎可以被视为一个单位，而不变值证券和其他证券之间的价值区别相对来说是很小的。随着对第一个问题的恐慌，这一差别就变得极具重要意义了。那么，投资者应当注意的是保证该债券安全性的里程特点和就此产生的扣押权秩序。在这类情况中，对所谓的“优先债券”和“分割留置权”做进一步详细研究的必要性在本书第6章的结尾部分做了阐述。对此类“货物运输密度”的研究很有价值，但必须指出，这些研究对于普通证券分析师而言并不是唾手可得的。资不抵债的道路债券通常需要将适用于各种抵押留置权的收入和开支分开，以确定每个证券对该系统盈利能力的贡献。在重组计划中，这些数据通常是作为此类证券交易的基础的。^①

在附录注释66中，我们提供了在1939年12月31日，芝加哥，密尔沃基，圣保罗和太平洋铁路的某些证券分析，以此来说明适用于投机性铁路债券的证券分析的技巧。在同一注释中，读者还可以关注另外3个之前的铁路证券分析案例。需要补充的是，这些分析和前面所有的讨论同时适用于铁路股票以及投机性债券的投资者参照。

公用事业债券分析

在1926—1929年间公用事业证券的流行，导致了此类融资数额的大幅增加，与

^① 有关数据可以参看1937年的芝加哥和西北部债券的各种抵押留置权。那个道路债券的第一个重组计划（截至1936年）是把不同证券的交易建立在之前的相对价格基础上的，但这又被更加精确的相对价值测定所取代。类似的数据还被用做芝加哥、罗克艾兰以及太平洋公司的交易基础，正如在其1936年7月15日的重组计划中所说的那样。

此同时，随之产生了证券质量的明显下降以及证券机构宣传方式的衰退。投资银行家，包括一些信誉极高者在内，纷纷采用完全失实的手段来进行产品宣传，从而使投资者高估了证券的安全性。这些不负责任的行为，主要包括以下几个方面：

1. 工业运营假托“公用事业”的头衔；
2. 采用优先扣除的方法计算盈利规模；
3. 在计算债券利息的净收益时，忽略贬值部分。

假托“公用事业”的头衔

公用事业企业究竟包括哪些企业，人们对此各持己见。严格地说，公用事业企业是指那些能够为公众提供必要的服务，同时具有国家赋予的特权并为政府长期管制的企业。虽然蒸汽动力铁路的确符合公用事业企业的界定，但是我们习惯性地将其归属在其他类别之中。就投资角度而言，公用事业最重要的原则就是稳定性。之所以这样讲，首先，是基于其为广大公众提供的服务本身是必需的而且是不可替代的；其次，这类企业享有为其投资资本的回报制定保障规则的合法权利。

必须牢记，这种稳定性并非绝对，而是相对来说的，因为它并不能保证企业免遭意外变迁的影响。20年以前，公用事业的典型代表是轨道电车公司；但如今，这个行业面临着其他形式的地方运输企业的激烈竞争，以至于在大多数社区，轨道电车的票价低到难以维持其成本。此外，1918—1920年的战争通货膨胀时期，照明和电力公司遭遇了劳动力与原材料成本飞涨的重创，并延迟了获取利率提高的有利时机。重重困难曾一度熄灭了公众对公用事业类证券的投资热情；但是，随后煤气、电力、供水和通讯公司总收入与净盈利的迅速回暖，又将其重新带回投资者关注的视线中。

在纽约州规定的储蓄银行公用事业企业投资中，仅有煤气、电力和通信这3个行业是合乎规定的。我们在前文中曾经说过，这个范围有可能会适当地扩大，从而包括了为较小规模社区供水的公司。

伪公用事业

但是，在公用事业债券的全盛时期，银行往往会利用这种流行的标签来促进许多“伪”公用事业企业债券的销售，这类企业从本质上讲，充其量仅有一部分业务可以算得上是具备该特性的。售卖冰块、经营出租车或拥有冷藏设备的公司在一夜之间都与“公众利益”建立了联系，从而在一定程度上能够为公司资产投资募集大量的债券份额，并将这些债券以公用事业证券的形式出售给投资者。在大多数情况下，这类融资企业都是小型燃气、电力或通信机构与制冰或冷藏部门的结合体，它们联合起来，以此种方式混淆或误导公众对该项债券投资真实性的了解。在很多年以前，城市服务公司的成立是此类“混血”形式组织中的一个优秀而不幸的先例，该公司集合了一个真正的大型公用事业网和另一同样规模的石油生产、精炼和经销企业于一体。

天然气

在1929年经济大萧条之前的一个时期，天然气由石油工业的一个分支部门突然

转变成为了“国家支柱性公用事业企业之一”。截至当时，天然气已经被用做工业燃料，同时也作为汽油和炭的生产原料。管线建设的改进和完善，使得远程向城市中心传输天然气成为了可能，从而取代了大量人工燃气的消耗。证券发起人和银行迅速开发和利用这一新型“公用事业”；并借此名义向投资者成功地兜售了数额巨大的天然气融资债券。正如制冰企业的情况那样，众多企业使尽浑身解数，把天然气发展与真正的小型公用事业结合在了一起。在许多情况下，这些打着公共事业投资的幌子而四处售卖的债券是对公众信任的严重亵渎，因为天然气产量中的相当一部分被用做制造，并且这些经营业务很难脱逃燃料行业的危险。^①

上述论述清楚地说明，公用事业和“公用事业”之间也是有所不同的，投资者千万不要仅仅是因为一个证券冠冕堂皇的经营头衔，而对该企业宣传的稳定性信以为真。尤其要留心这些电力或通信部门与工业公司的“混合体”，因为从根本上看，但凡这样的组合都是不惜蒙混投资者而不择手段地达到其盈利目的的。^②

采用优先扣除方法计算盈利规模

我们在前面已经指出，采用优先扣除的方法计算盈利规模是极其荒谬的。这种欺骗手段现在似乎已经被摒弃了，但是投资者自身更应该对其卷土重来的可能性保持足够的警惕。此外，正如我们在第15章所指出的，证券机构仍在继续沿用这种方法计算其优先股投资活动中每股的美元收益，并且毫不理会优先利益费用，这种做法在实质上就等同于使用优先扣除法计算盈利规模。

在计算债券利息的净收益时，忽略贬值部分

债券募集通告通常都是采用先扣除贬值部分，随后再计算和公布利息保证比率的，我们对此很难做出令人满意的解释。贬值，是公用事业的运营开支中一个真实而重要的因素。就一家典型的极富盛誉的公司而言，实际上，年度折旧储备中的相当一部分都被用来更新陈旧或废弃的设备，因此贬值费用绝非无稽之谈，应当引起投资者的足够重视。自然，在何种情况下究竟应当收取多少折旧费用是合乎情理的，人们的看法并不一致；但是，如果投资者对这家典型的控股公司用于核心设备折旧的费用给予适当关注的话，就不难发现这笔费用并不是很高，而且事实上，还可能低于实际折旧费用。

在笔者看来，证券机构在先前宣布可用债券利息的时候，随意忽略折旧费用的这一做法无异于对事实的公然歪曲。^③ 1924年，城市电力和照明公司发行的6%利率并于1944年到期的债券，充分说明了误导伎俩是如何发生和操作的。在该案例当中，契约所规定的最低折旧费用和维护开支要远远低于各子公司实际支出费用的总额。在债券章程中，所报的收益金额是通过“保障债券的契约中假定的比率”扣减折旧费用之后得出的结果。换句话说，真正的折旧费用在计算债券蕴含的安全边际

① 汉密尔顿煤气公司就是这样的例子，这家企业几乎完全属于工业特性，但其融资却是建立在公用事业的基础之上的。其最终结果是破产和证券价值的严重缩减。

② 见附录注释25。

③ 见附录注释26，有关美国银行家协会各委员会就处理债券折旧费用方式发表的不同意见。

时被大大地低估了。有关这一事件的具体内容，我们将在下面的文章中做进一步的评论。

推荐的程序

我们在此郑重地建议，有意购买公用事业债券的投资者在接受该公司财务报表的利息保障声明之前，应当明确其正常折旧费用已经从总收益中扣除。面对许多这类的公司报告，当投资者发现其贬值费用低于收入总额 10% 的时候，就必须警惕所扣减的折旧费用并不充分。事实上，据我们保守估计，扣减的折旧费用至少应当不低于收入总额的 12%。当然，折旧费用作为资产账户而不是收入的一部分，其数额确实在增加。但是，由于投资和总收入两者之间的关系十分稳定（约 4 美元的资产对应了 1 美元的收入），因此投资者能够参照总收入方便地判断折旧费用是否充足。

以下真实案例极端地说明了投资者认真审视通告内容的重要意义。

公用事业服务公司可转换债券利率为 6.5%，1938 年到期，1928 年的发行价格是 99.5 美元，收益率是 6.55%。通告的具体内容如下：

证券总额	3 000 000 美元
业务	经营 20 家通信公司和 4 家制冰公司
资产价值.....扣减折旧费用后获得	12 500 000 美元，相当于扣除优先费用
后每1 000美元债券对应	1 650 美元资产
年度盈利数额（单位：美元）	截至 1928 年 5 月 31 日
总收入	336 0000
扣减折旧费用前的净收益.....	969 000
优先扣减.....	441 000
债券余额.....	528 000
债券利息.....	195 000
股票余额.....	33 3000
“债券余额相当于该证券利息的 2.71 倍。”	

1. 这项业务结合了公用事业（通信）和工业（制冰），其债务总额占评估资产价值的 84%，但是相对一家纯粹的公用事业企业所能安全担保的债券数额而言，该企业显然是严重超出了标准。这里并没有说明制冰业务的总收入与净收入的比率，但可以推测其数额之巨大。^①

2. 在计算债券利息的净收益时忽略贬值部分的做法对投资者造成了误导，甚至可以说是欺诈。通信公司的贬值费用储备吸收了收入总额中的很大一部分比例。在美国电话电报系统中，这一比例平均为 15%，^②而实际上，公用事业服务公司（利马电话公司）的首席子公司的贬值费用亦是如此。若是按照 15% 的比例计算折旧与收入总额比率，那么扣减的费用将会是 50 万美元，从而导致实际用于偿付折旧利息

① 随后公布的数字显示，制冰业务占到了总业务的一半以上的份额。
② 说明美国电话电报公司的折旧费用过分松散的证据（在法院判决和美国联邦通信委员会 1939 年的报告）的确存在，但是这难以影响我们的上述推理。

的金额颗粒无收。换言之，不仅不可能像先前承诺的那样保证收益为折旧利息的 2.71 倍，该公司还有可能背负巨额的赤字。

制冰公司的折旧费用将不足收入总额的 15%，但是一个工业企业所需的更多安全边际无形之中抵消了它的上述优势。而且，如果投资者接受其资产的净估值为 1 250 万美元，则在任何情况下，其年度折旧扣除费用应当不低于收入总额的 4%，即 50 万美元。

3. 在通告中采用优先扣减的方法计算利息覆盖率，这说明折旧费用的安全保障要高于优先扣押权。它们“获得的利息”为 2.71 倍，而高级证券约为 2.20 倍。

假设每年的低折旧费用是 300 000 美元，并适当地进行利息扣减，则该债券的通告数据应该修正如下：

项目	数额（单位：美元）
收入总额	3 361 000
扣减折旧费用之前的净收入	969 000
折旧费用（估计）	300 000
利息余额	669 000
总利息费用	636 000
股息余额	33 000
所得利息倍数	1.05 倍

4. 声称每 1 000 美元的折旧费用对应了 1 650 美元的资产价值的说法，是基于另外一个类似的欺骗手段。1 050 万美元的总债券债务相对于 1 250 万的估计价值，由此推断，每 1 000 美元的债券债务仅仅对应了 1 190 美元的估计价值。^①

城市电力和照明公司的事例同样也说明了这一点。1926 年 4 月的报表称，该公司截至 1944 年，债券利率是 6%，收益率为 6.35%，价格是 96 美元。在 1925 日历年，这家公司的主要收益数据如下：

项目	数额（单位：美元）
包括其他收入的收入总额	49 662 000
经营费用和税后净收入	19 096 000
扣除费用：	
固定费用和子公司的优先股股息	10 102 000
折旧（“假设按照契约中的债券保障比率”）	1 574 000
少数股东权益	209 000
城市电力和照明公司用于利息的收入	7 211 000
该债券利息	1 466 000

该通告的误导性主要体现在以下两个重要方面：首先，采用优先扣减法计算债券收益覆盖率；其次，折旧计算的依据是虚假而且不充分的。在纽约证券交易所的

^① 在 1932 年，公用事业服务公司进入破产，并且其债券持有人失去了全部投资。

上市申请表的数据中可以看出，截至 1925 年 6 月 30 日，其经营子公司在设备更新方面的实际拨款数额是 5 214 000 美元。这个数字几乎是契约随意规定费用数额的 4 倍。在此次重新修订的通告中，根据实际折旧费用以及正确的利息覆盖率计算方法，我们将上表更正如下：

项目	数额（单位：美元）
收入总额	49 662 000
扣除少数股东权益后的净收入	18 887 000
截至 1925 年 6 月 30 日的折旧费用	5 214 000
用于固定费用的余额	13 673 000
利息和子公司的优先股股息	10 102 000
母公司的利息	1 736 000
固定费用总额	11 838 000
用于母公司股息的余额	1 835 000
所得固定费用倍数	1.16 倍

上述数据与通告报表中 4.1% 或是 4.9% 的利息覆盖率差价的确是很大的。

联邦税在计算利息覆盖率中的扣减

联邦所得税是指扣减所付利息之后的利润。因此，在扣除联邦税之前的数据，即为用于支付利息的所得收入。在向股东提供的公司财务报表中，通常的做法是扭转这一顺序，并且在许多情况下，不显示税费的具体数额。但是，在分析债券信息的时候，投资者不必重新补入实际或预计的联邦税以求修正所得损益的数据。因为，这种调整所产生的结果几乎无法转变投资者的观点，也并不是以使该债券的投资指标更具参考价值。此外，在选择投资债券的过程中，低估折旧费用的这一错误已经司空见惯。总的来说，分析师应避免为了一些毫无意义可言的精心计算或结论而过于劳心费神。

在债券发行的通告中，为了确保所列举数据的最佳价值，通常是在扣减联邦税之前得出用于利息支付的收益数额。一般看来，这种处理方式无可厚非；但是，有时对于公共事业控股公司的债券发行而言却不适用。这些债券通常要低于子公司发行的优先股，因此在支付这类股息之前，必须预先计算并扣减其相应的联邦税。因此，对于在 1927 年 11 月由城市电力和照明公司发行的利率为 5.5% 的债券这一事例，存在争议是非常正常的情况，因为其通告中用于控股公司债券利息的收益，是其系统内扣减联邦税之前的数据。

债券分析中的其他特殊因素

“单独计算母公司”收益与合并收益

一般来讲，公用事业债券控股公司发布的通告及年度报告所呈现的数据都是合并收益的所得金额。这就是说，以运营子公司的收入总额作为起点，继而加入运营费、折旧费、固定支出以及子公司优先股股息，直到计算出能够支付母公司利息费用的余额，并最后得出相对其普通股的收益余额。同时，也有另外一种形式的报表大量存在，即从运营中的子公司所得的股息出发，只单独计算母公司的收益情况。因此，这类报表并不向公众显示子公司实际支付的利息和优先股股息的数额。这种通过单独计算母公司收益得出利息覆盖率的做法，正是运用了优先扣除法，因此，以这种方式得到的有关母公司债券状况的数据往往要比合并收益的数据看上去更有优势。作为投资者，一定不要过分关注单独计算母公司收益的计算结论，而应该全神贯注于合并收益的计算情况。

表 13—1 的例子可以说明这一点。

表 13—1	标准气体和电气系统， 1931 年	(单位：美元)
项 目	“单独计算母公司” 收益	合并收益的计算结果
收入总额	16 790 000	159 070 000
用于支付固定利息的余额	16 514 000	57 190 000
固定利息	4 739 000	42 226 000
用于支付母公司股票的余额	11 775 000	14 964 000
所得固定利息	3. 48 倍	1. 36 倍

母公司没有收到其子公司所得的全部股息，但是在“单独计算母公司”收益的基础上，即使是这一小部分收入，母公司采用优先扣除法计算得到的债券利息覆盖

率也远远高于合并利益的计算结果。

子公司优先股的股息

在一个控股公司内部，主要运营子公司优先股的地位实际上要高于母公司债券，因为后者的利益主要是通过子公司普通股分红实现的。正因如此，子公司优先股的股息总是归属于一家公用事业控股公司的固定利息之中。换言之，如果把这些固定利息包括的项目按照先后顺序进行排列，情况如下：

1. 子公司的债券利息；
2. 子公司优先股的股息；
3. 母公司的债券利息。

这一表述说明，所有子公司相对整个系统来说所具有的重要性是完全一致的。若是系统内的一家子公司收益状况欠佳，则有可能中断其优先股的股息甚至是债券利息，而与此同时，其他子公司的收益将会保障母公司持续支付自身利息和股息的能力。当然这是极个别的现象，在这种情况下，该非盈利子公司的利息事实上是低于母公司的。相关上述内容的具体讨论可参见本书第 17 章末尾的部分。

在计算固定费用时，还应该用适当的方法将与债券利息或保证股息性质类似的所有年度租金的支付包括在内。大多数控股公司的报告都采用了这一做法（例如新泽西公共服务公司）。

在执行公司系统内部的固定和强制收益方面，一家主要运营子公司的优先股股东与母公司的债券业主享有同样的权利。但是，一旦母公司破产，那么子公司的证券股东将不再具备与债券持有人同样的战略地位，因为他们无法强迫运营子公司继续支付其优先股股息。

例如：以纽约供水服务公司优先股的情况为例。该公司是联邦供水服务公司的一家运营子公司，而联邦供水服务公司又是三方公用事业公司的一家子公司。纽约供水服务公司的股票股息和联邦供水服务公司的优先股股息均作为三方公用事业公司的固定利息。当后者无法偿付其债券利息并于 1931 年 8 月宣布破产时，上述两家公司立即停止支付潜在的优先股股息，尽管两者的业绩显示其获利颇丰，甚至纽约供水服务公司的实际收益比前年有显著提高。

子公司普通股中的少数利益

通常情况下，少数股东的证券收益是在完成损益表中的母公司债券利息计算之后予以扣减的，因此前者的存在并不会降低一般利润计算的安全边际。事实上，我们更加倾向于在计算利息覆盖率之前扣减少数股东的权益。数据的精确处理需要按比例分配扣减费用，但是这就意味着有必要进行繁琐的计算。在大多数情况下，当少数股东权益较少的时候，各种计算方法之间的差别是微不足道的。反之，如果涉及的少数股东权益数额庞大，分析表明，传统的计算过程提供了比确切数值偏高的

安全边际，但是我们从相反方向提出的方法误差不大，因此颇受保守投资者们的欢迎。^①

铁路和公用事业债券的“固定利息资本值”

在前面的章节中，我们讨论了在铁路和公用事业债券中正确计算证券与债务比率时存在的种种困难。债务的表现形式不仅仅可以是债券，还可以有担保股票、年度租金债务以及经营子公司的无担保优先股。在计算利息覆盖率的过程中，这些项目通过使用固定利息的综合数据得以保证，而不只是借助于债券利息。一个公用事业企业的合并资产负债表通常对所有这些债务的本金数额有着清晰的记载。但是这种情况并不适用于铁路公司债券，主要是因为其租金债务不太可能在资产负债表中反映出来。

因此，我们建议，铁路债券的“真实”或“有效”债务可以通过以下方式计算，即固定利息乘以某个具体的系数，如 22，相当于该固定利息的资本化比率是 4.5%。换句话说，即假设真正的债务是这个数字，以 4.5% 的比率可实现年固定利息。4.5% 的这一数据，反映了铁路债务整体上在 1938 年的实际现行利率。

技术说明

我们建议，铁路债券的收益覆盖率可以运用于扣除净值或是固定利息（如前面所界定的）的计算中，取其中较大值。同样，其中较大数值者应该用做计算道路“有效债务”本金的基础。应当遵循的技术说明具体如下：

纽约纽黑文和哈特福德铁路公司

项目	(单位：美元)
A. 净扣除额 (1932 年)	18 511 000
B. 固定费用 (1932 年)	17 403 000
净扣除额以 4.5% 的比率资本化	408 000 000
(资产负债表显示的融资债务——258 000 000)	
优先股：490 000 股@ 50 (1933 年 7 月)	24 500 000
普通股：1 570 000 股@ 22 (1933 年 7 月)	34 500 000
证券总市值	59 000 000
股票与债券的比率	1:6 ~ 1:9
所得收益净扣除额倍数，1932 年	0.93 倍
所得收益净扣除，7 年平均	1.57 倍

切萨皮克和俄亥俄铁路公司

A. 净扣除额 (1932 年)	9 870 000
B. 固定费用 (1932 年)	10 760 000
固定利息以 4.5% 的比率资本化	239 000 000

① 见附录注释 27。

资产负债表显示的公债借款	222 000 000
普通股: 7 650 000 股@ 38 (1933 年 7 月)	291 000 000
股票对债券的比率 1 比 0.82 (即 1 美元股票对应 82 美分债券)	
所得固定利息倍数, 1932 年	3.21 倍
所得固定利息倍数, 7 年平均	3.80 倍

根据上述情况得出的结论

纽黑文公司的“有效债务”是由净扣除额计算得出的（该数额大于固定利息，因为其中还包括了大量设备租用的费用等）。该有效债务大大高于资产负债表显示的数值。鉴于在 1933 年 7 月优先股和普通股的销售总值低于其真实债务的 1/6，很显然，当时的债券权益保障是不充分的。如果这家公司的前景看好，投资者就很可能购买其普通股以期获得更多的资本升值。但是，对于售价 92 而且利率是 6% 的债券而言，并不存在升值的可能性，所以，也没有充分合理的分析论证支持购买这类债券。

另一方面，切萨皮克和俄亥俄公司债券报表的数据为投资者提供了股票 - 价值的比率，这充分肯定了其令人满意的收益覆盖率。如果投资者对该铁路公司的前景感到满意，那么他就有可能因此而选择购买这家公司的债券（例如，债券更新完善比率为 4.2%，售价 92.5 美元），因为此公司的债券在两个数量检验中的表现均十分令人满意。

工业债券分析中的营运资金因素

出于我们在前文中已经说明的原因，一个公司的固定资产项目，在通常情况下，并不对其债券优劣的判断有太大影响。但是目前几乎所有工业企业的财务实力都会受到流动资产地位的重大影响；因此，有意购买该债券的投资者应对此给予密切的关注。确实，凡是符合我们前文介绍的严格检验标准规定的工业债券，似乎也都具有令人满意的营运资金绩效，但为了避免某些特殊情况的存在，适当的个别检验也是非常必要的。

流动资产（也称“易转”、“快速”或“周转”资产）包括现金、有价证券、应收款项和商品库存等方面。在正常经营过程中，通过出售或聚集，这些项目或是直接等同于现金，或是预计将被转化为现金。为了有效地进行运营，一家工业企业所拥有的流动资产必须大量超出其流动负债，而后者是指在短期内可偿付的债务。这就是所谓的周转资金或净流动资产。

周转资金的 3 个条件

工业债券的购买者，在研究该流动资产状况的时候，需要从 3 个方面入手：

- 1. 持有的现金必须充足；

2. 流动资产与流动负债的比率较大；
3. 周转资金占融资负债的比例适当。

对以上这3个因素设置具体的最低限度是行不通的，主要是因为不同类型企业的正常周转资金状况也各有不同。人们普遍认为，流动资产至少应该是流动负债的两倍，如果低于这一比例，投资者无疑需要做进一步的调查。我们建议，普通工业公司还可以额外设立一个检验标准，即周转资金至少要与债券的负债数额持平。不可否认，这是一个主观性很强的标准，在某些情况下甚至可能有些过分。但值得注意的是，就那些在整个1932年期间维持其投资等级行情的工业债券来说，其周转资金均超出了债券负债总额。

在债券分析中，铁路债券的流动资金较少受到关注，而公用事业债券的流动资金更是无人问津，这一点与工业债券着重强调流动资金地位的情况形成了鲜明的对比。原因有两个方面。无论是铁路公司或是公用事业企业都不存在生产融资的问题，也不必为客户保证商品库存或是证实自己的信用。此外，这些公司已经习惯了周期性增加新资本以实现其扩张的目的，在这个过程中，一旦出现空仓，它们就会随时补充现金账户。由于这类公司凭借不俗的业绩可以轻松实现新的融资，即使是面临流动负债超过速动资产的情况，对它们来说也并不是什么严重的问题。近期经验表明，铁路企业通常会通过持有大量现金以应付紧急事态的发展，债券购买者不妨也可以青睐那些保持良好周转的资金地位的公用事业债券。

典型的优先股并不是一份具有吸引力的契约形式，这一点很少有人质疑。一方面，优先股的本金值及收益回报都是有限的；另一方面，持股者无论在本金支付还是收益支付方面的权利都不具有强制性，也无既定条文可以保障。可以说优先股结合了债权人（债券）的局限性和合伙人（普通股）的风险性。然而尽管理论上来说优先股投资存在着上述诸多劣势，但这种投资已然成为我们投资计划中的主要部分，并且显然已经吸引了众多美国投资者。1939 年，在纽约证券交易所上市的各类优先股大约有 420 只，而普通股约为 830 只。1929 年上市的优先股总市值超过 85 亿美元，占上市公司债券总市值的一半左右。^①

判断市场地位

在接下来出现的股市暴跌中，这些股票的价格大幅缩水，而 1937—1938 年也出现了相似的情况，不过跌幅较小。下表 14—1 的比较数字说明了一个有趣的事实：

表 14—1		纽约证券交易所所有上市证券的平均价格				(单位：美元)
证券类型	1929 年 最高价	1932 年 最低价	1937 年 最高价	1938 年 最低价	1939 年 12 月 30 日 价格	
美国公司债券	95. 33	52. 68	90. 89	65. 82	74. 60	
优先股	84. 99	25. 38	75. 15	46. 50	61. 55	
普通股	89. 94	10. 59	43. 29	20. 44	30. 16	

① 1939 年底上市的优先股总市值约为6 250 000 000美元，而所有上市公司债券的总市值为14 250 000 000美元（纽约证交所统计）。

这些数字表明，尽管债券和优先股都容易受到不利条件的影响，但是毫无疑问，从整体上来看优先股的跌幅更大。这就自然凸显出下面的矛盾：一方面，优先股从理论上来说存在着劣势，并且表现不佳，而另一方面优先股又广为投资者所偏爱。为了发掘优先股作为实际投资手段的真正优势，我们似乎应该进行深入的分析。

优先股和债券的基本差异

优先股与债券的本质区别在于：优先股股息的支付是由公司董事任意决定的，而债券利息的支付是强制性的。虽然只要支付普通股的股息就必须支付优先股的股息，但是由于管理层有权在任何时候暂缓支付普通股股息，因此说到底优先股股东的收益是根本无法确定的。但是，如果一家公司的收益通常远远大于优先股股息的需求，那么股息的支付就是理所当然的事情。在这种情况下，即使没有强制性的股息支付要求权也是无关紧要的。因此有少量高级优先股不仅质地与优质债券相当，价格也与这些债券相当。

而在另一方面，比较极端的例子是有些公司无力支付任何利息，无论债券的利息还是优先股的股息。在这种情况下，债券持有人获得利息的合法权利无法得到保障，并且只能以公司无力支付而告终。正如我们在前面所说，这种合法权利的实际价值是值得怀疑的，而且在大多数情况下可以这么说——无力支付债券利息的情况并不比无力支付优先股股息的情况好多少。

因此，在上述两种极端情况中，比起优先股来说，债券的契约优势并不具备实际的价值。这使许多投资者认为债券形式并不比优先股更具真正的优势。其推理过程如下：“如果公司好的话，那么其优先股与债券一样好；如果公司不好的话，那么其债券和优先股一样不好。”

由于避免支付股息的任意权造成的劣势

上述推理是非常不准确的，因为这些投资者没有考虑到大多数处于两种情况中间的既不“好”也不“坏”的公司，这些公司很容易在“好”与“坏”之间反复无常。如果可以假设公司董事只要可能，总是会支付优先股股息（只有当公司连债券的利息也无法支付的情况下才会暂缓支付股息），那么即使是处于上述两种情况中间的公司，其优先股股东与债券持有人的地位也不会相差很多。但实际上并非如此，因为公司董事经常任意暂停支付优先股股息，他们并非无法支付，而只是因为感觉麻烦或是不合时宜。公司会牺牲优先股股东的当期收益以换取股东所谓的未来福利，这已成为人们所认可的财政政策。换句话说，在金库中保留现金红利以应对未来的紧急状况，甚至是未来的扩张。

即使承认这种做法最终可能有利于优先股股东，但事实上它仍然使优先股股东的收益面临处于同样状况的债券所不会面临的风险。如果这种风险很大，就自然会使得优先股不具备作为固定价值投资的条件，因为此类投资的收益必须是完全可靠的。更具体地说，只要优先股面临着股息减少或是股息暂缓支付的真正风险，其市价就

会大幅波动。值得注意的是，如果股息得以支付，但是“出于股东未来利益”暂不分配股息，那么股价会大幅下跌。这表明了投资市场对于股东声称不分配股息是出于优先股股东最大利益考虑的说法并不认同。

利益冲突

几乎所有的投资者都希望持续获得收益，即使可能会使公司的未来发展面临风险。这里显然存在着一个基本的、几乎可以说是逻辑上的矛盾，即投资者眼中的个人利益（即不惜一切代价持续获得收益）与他似乎愿意接受的合理的公司政策（即出于考虑公司未来发展而暂停发放股息）之间的矛盾。就此而言，优先股股东和普通股股东之间可能发生的利益冲突无疑非常重要。暂停发放优先股股息可能会明显使普通股获益。法律规定公司董事必须公平地代表所有股东的利益，但是因为通常他们都是由普通股股东选举产生的，因此他们总是主要代表普通股股东的利益。除了公司的所有者（即其股东）的利益之外，公司董事也逐渐习惯于考虑公司作为一个实体本身的利益，并且他们通常奉行的政策都带有明确的目的，并且以牺牲公司所有者利益为代价来推动公司发展。公司董事与经理人之间向来关系密切，这或许可以从部分上解释这种自相矛盾的观点。^①

普通股的契约形式通常伴随着实际的损失

不管有什么理由或是借口，在债券利息支付并没有遭受严重威胁时，优先股股东已经面临股息暂停发放的风险，这是不争的事实。这意味着优先股股东的契约形式通常伴随着实际的损失。

美国钢铁公司的例子显然说明了这一事实。该公司的优先股可能是世界上规模最大的高级证券，并且很多年来都是优先股中高投资等级的典型代表。1931 年，尽管经济大萧条已经全面蔓延，美国钢铁公司的优先股却以收益率只有 4.67% 的价格售出。人们认为该公司在之前 30 年里积累了大量收益，将资金投入到生产设施改善、扩大流动资金以及清偿几乎所有的债券债务中，因此该优先股可以丝毫不受经济萧条的影响。然而此后不久，仅仅一年的经营亏损就严重危及了优先股股息，该股市价下跌了近三分之二，并且其优质投资的地位也不复存在。第二年该股股息减为每年 2 美元。

这些灾难性的结果无疑是由公司在 1932—1933 年间前所未有的亏损造成的。但是，如果没有不是因为优先股这种契约形式所带有的劣势，持股人就几乎没有理由担心无法获得收益。换句话说，如果持股人持有的股票股息收益是固定的而不是毫无保障的，那么他完全可以相信公司拥有庞大的资源来偿还其所有债务。为了说明这一点，下表 14—2 比较了内陆钢铁公司利息率为 4.5% 的债券（我们在上文中讨论过）与美国钢铁公司优先股的市场表现。

^① 请参考我们在第 44 章中关于股东—管理层关系对这一问题的详细论述。

表 14—2 美国钢铁公司优先股与内陆钢铁公司利率为 4.5% 的债券市场表现之比较

时期	美国钢铁公司优先股		内陆钢铁公司利率为 4.5% 的债券	
	价格 (美元)	增长, %	价格 (美元)	增长, %
1931 年最高价	150	4.67	47.75	4.62
1932 年最低价	51.5	13.59	61	7.54
1933 年 1 月最高价	67	10.45	81	5.67

上述两只证券都受到不利经营环境的影响，但是美国钢铁公司的优先股由于其契约形式的劣势导致了该股失去了投资地位，而内陆钢铁公司的债券的投资地位却没有因此受到太大影响（除了在债券市场上短期的低靡之外）。

表决权只是潜在的保障，但一般是毫无意义的

与债券相比，如果优先股股东能够在公司暂缓发放股息或是偿债基金时使用对公司形式有效的表决权的话，那么优先股契约形式的劣势可能会大大降低。我们会在之后关于保护性条款的章节中指出，正确行使这样的表决权对于债券和优先股来说，可能都是最好的保护和补救措施。这就意味着如果能够巧妙利用适当的保护性措施，债券持有人和优先股股东的实际地位就不会有很大差异。我们认为，当前优先股相对于债券来说的劣势地位大多是由优先股股东在公司暂缓发放股息时不能立即获得表决权，或是不能巧妙地使用表决权造成的。但是，我们对优先股投资状况的分析所必须基于的事实是：优先股股东依据当前条款，无法依靠表决权充分保护自己的利益，这一点是无可争议的。

收益和风险

回顾优先股在过去 10 年中的实际表现，其不尽人意的表现不免使我们产生这样的疑问：是否应该完全避免将此类股票作为固定价值投资手段。但是反过来说，我们应该指出，少数优先股即使是在 1932 年最萧条的时期，也保持着可投资评级，而在 1938 年大萧条期也有更多的优先股保持着可投资评级。优先股的支持者会进一步争论说，在经营环境正常的条件下，此类股票的较高收益会弥补其相对于债券来说不够安全的劣势。这种说法在好的年景中对于投资者极具吸引力，因为收益的增加总是真真切切的，而本金所要承担的风险看似是遥遥无期的。反之，在经济不景气的年景中，投资者可能倾向于只看到本金缩水，而把之前年份里获得的较高收益全然抛到脑后。

为了进一步展开对这一观点的讨论，我们回到上文中对不同安全等级债券的分析时所得出的原则，风险和收益说到底是不能相互抵消的。如果这一原则适用于债券的话，那么也同样适用于优先股。这就意味着当投资者确实发现本金面临风险，即使这种风险预计可由相当丰厚的股息回报所抵消，以投资价格（如接近票面价值）

买入优先股也非明智之举。按照这个原则，只有那些不存在暂缓发放股息危险的优先股才适合投资者购买。

高等级优先股所具备的资格

这样的优先股必须具备何种资格呢？首先，必须达到安全债券所必须具备的所有最低标准；其次，必须超过上述最低标准，扩大股票所具备的安全边际，从而可以抵消优先股任意支付股息的特征所带来的风险，即这种安全边际应该能够保证公司管理层总是可以理所当然地按预期支付股息；第三，对于所投资企业的内在稳定性的要求要高于债券投资对企业的要求，因为容易在高额利润和偶尔亏损之间摇摆不定的公司在蒙受亏损时可能会暂缓发放股息，即便其平均收益可能远远超过每年股息所必须的收益值。

上述推理与优先股在 1932—1933 年间实际表现所得出的结论完全相符。这些结论并未把优先股完全排除在投资品种之外，但是按照以上述严格的标准，符合条件的优先股相对就少得多了。表 14—3 中列出了一些在纽约证券交易所上市的优先股，这些优先股在 1932—1933 年间收益率一直为 7% 或不到 7%。^① 我们还附上了这些优先股安全评级的一些量化数据。

优质优先股的特例

我们列出的优先股只占 1932 年纽约证券交易所上市股票的 5%。这种比例证实了我们的论断，质地优良的优先股并非完全不存在，而只可能是特例。我们称之为特例不仅是来自于数据的分析，而且更加基于理论上的分析。我们所列出的优先股中，几乎所有的股票都可以被债券的形式所取代，同时也不会对公司的资本结构产生任何实质性的影响。这表明公司发行优先股而不发行债券，自身并不会因此获得更大的好处，相反却承担了所得税债务以及其优先资本所需的更大的费用，并因此处于明显的劣势地位。^② 换句话说，质地优良的优先股所必须的前提是，股票给公司带来的债务负担不重，这种负债形式与债券形式给公司带来的负担相似。

我们因此得出的最终结论为，质地优良的优先股不仅是特例，而且从某种意义上来说可以称之为异常或是错误，因为这些优先股实际上应该以债券形式发行。因此，从投资的角度来看，优先股的形式缺乏存在的最基本的合理性，因为这种股票形式无法使发行者和持有者享有共同的利益。只要发行者因使用其任意决定权暂缓发放股息而获取实际利益，那么持有者就无法实现其固定价值价值。反之，如果优先股质地十分优良，那么发行者就无法从中获益。

^① 我们没有列入标准石油进出口公司收益率为 5% 的优先股、匹兹堡—韦恩堡和芝加哥铁路公司收益率为 7% 的优先股和其他担保优先证券，因为它们都显然带有信用债券的性质。

^② 在计算所得税的应税利润时，要从收益中扣除债券利息，但不扣除优先股股息。

表 14—31932—1933 年间保持投资性价格水平的上市优先股

公司名称	1932 年— 1933 年最 低价 (单位:美元)	以美元 计算的 收益率 (%)	股价最 低时的 收益率 (%)	长期 债务	优先股股息 (和固定费用) 已获倍数 1927— 1931 年		普通股 最低市 值与优 先股加 债券的 比率 (%)
					平均	最低	
通用电气公司 (平价 10 美元) (累积)	11.67	0.60	5.6	有	19.19	13.75	5.09
伊斯曼·柯达 (累积)	104.75	6.00	5.7	无	51.91	36.25	12.30
杜凯森照明公司 (累积)	85	5.00	5.9	有	3.67	3.19	I
公共电气和煤气服务 (累积)	83	5.00	6.0	有	2.58	2.02	II
美国烟草 (非累积)	115	7.00	6.1	无	9.00	6.67	8.42
普罗克特和甘布尔 (第二优先 股) (累积)	81	5.00	6.2	有	17.96 ^{III}	15.35 ^{III}	4.59
诺福克和西部铁路 (非累积)	65	4.00	6.2	有	5.96	4.57	0.69
G·W·赫尔姆 (非累积)	113.67	7.00	6.2	无	8.12	7.67	2.61
美利坚烟草 (累积)	95.25	6.00	6.3	有	10.48 ^{IV}	7.26 ^{IV}	3.87 ^{IV}
英格索尔—兰德 (累积)	94	6.00	6.4	无	39.50	—	6.06
标准商标 (累积)	110	7.00	6.4	无	18.006	15.86	9.90
堪萨斯城市电力和照明 (累积)	90.5	6.00	6.6	有	2.92	1.99	VI
奥蒂斯电梯 (累积)	90	6.00	6.7	无	17.25	11.32	3.08
美国鼻烟 (非累积)	90	6.00	6.7	无	8.46	7.98	2.55
国民饼干 (累积)	101	7.00	6.9	无	11.31	9.37	4.76
纽约统一煤气 (累积)	72.5	5.00	6.9	有	2.92	2.70	0.70
利格特和迈尔斯 (累积)	100	7.00	7.0	有	7.06	6.20	2.09
布朗鞋业 (累积) (偿债基金)	100	7.00	7.0	无	5.63	5.04	1.65
太平洋电话和电报 (累积)	85.5	6.00	7.0	有	1.96	1.61	0.72
谷物制品加工 (累积)	99.5	7.00	7.0	有	6.90	5.73	2.18
岛港煤炭 (累积)	85	6.00	7.06	无	13.58	9.28	2.62

I 未计算。所有普通股由费城公司持有，未进行交易。

II 未计算。所有普通股由新泽西州公共服务公司持有。

III 财政年截至 6 月 30 日。包括截止 1932 年 6 月 30 日的财政年，平均值为 14.75 美元，最小值为 6.34 美元。

IV 将支付给烟草制品公司 (新泽西) 的 2 500 000 美元计入营运开支中。如将此项作为固定费用，平均值为 6.33 美元，最小值为 4.52 美元。

V 烟草产品公司 (新泽西) 股息率为 6.5% 的债券，2022 年到期，通过向美国烟草公司租赁品牌为担保，不包括后者长期债务。如将此项计入美国烟草公司的长期债务，那么股价比率为 2.31:1。

VI 公司创建以来两年半的平均值。

VII 未计算。所有普通股由大陆天然气和电力公司所持有。

质地优良的优先股通常都是成熟的股票

为了说明这一观点，我们应该指出，高品质的工业类优先股几乎都是在其发行之后公司经历了多年的蓬勃发展才会变得质地优良的。只有极其少数的优先股才会在最初发行时就能够完全符合投资评级的所有标准。因为如果一家公司能够像我们所要求的那样业绩优良的话，那么公司总是倾向于通过发行较小规模且利息率较低的债券进行融资，从而大量减少所得税支出。当然这并不适用于公共事业公司，这可能与此类公司债券的“合法投资”性有关，因为这些公司倾向于以股票形式进行一部分优先融资。因此，表14—3所列出的5只质地优良的公用事业优先股中有4只是近几年才刚刚发行的。但是表中工业类优先股却与此截然不同。15只优先股中只有1只股票是最近20年才公开发行的，实际上即使这只股票（宝洁公司股息率为5%的优先股）的发行也是为了取代之前股息率较低的一只优先股。通用电气公司的优先股因其派息计划而获此评级，而其他13只股票则都已经发行很久，其投资评级都是因为经历了多年的蓬勃发展。

1935—1938年期间的优先股融资。我们认为优先股的形式缺乏内在逻辑性，而投资银行家并不认同这一观点。近年来，新的融资计划包括大规模的优先股发行，其中很多都是特权股（可转换债券等）以及超出我们当前讨论范围的股票。但是，也有企业直接发行工业类优先股——1935—1938年间至少有8只这样的优先股在纽约证券交易所上市。^①这几只优先股中只有一只未能达到我们安全评级的严格标准，因此不能将这些股票划分至不安全类别中。我们认为这些个股如果以债券形式发行，可能质地同样或是更加优良。

优先股受欢迎的起因

在一开始讨论优先股问题时，我们提到了优先股在美国公司的融资中起到了重要的作用。但是在之后的分析中我们得出结论，这种直接投资形式从根本上来讲是不稳定的。假如这一结论是正确的，那么可能会产生这样的疑问，这种不稳定性早先为什么没有在投资者的实际投资中表现出来？答案是，在15年里优先股大受欢迎，因此使典型的优先股股东比典型的债券持有者获得了更大的利益，而这只是出于偶然。一开始是在第一次世界大战之前，大多数优先股都是工业类股票，而无可否认其中大多数股票都带有投机性，因为其市价远远低于票面价值。一战期间以及1922年之后几年里大型企业蓬勃发展，使得这些优先股的地位大大提高，因此很多优质的工业类优先股票市价大幅攀升。同时，作为债券类股票主体的铁路和公共运输类债券却普遍遭到了负面影响。投资者看到典型的优先股表现好于典型的债券，便自然得出这样的错误结论，那就是总体来说优先股在本质上与债券一样安全。

^① 这些股票的发行者是冠军纸张和纤维公司、大陆制罐公司、杜邦公司、通用食品公司、卢斯维尔斯饼干公司、孟山都化学制品公司、G. C. 墨菲公司以及斯科特纸业公司。

广泛研究优先股所得出的不良记录

通过进一步研究，我们发现优先股之所以受欢迎，是源于其相对少数的老牌工业股的突出表现。在优先股大受欢迎的后期，大量新发行的工业类优先股在众多投资者的追捧下上市，但是其走势却不尽人意。在美国哈佛大学工商管理学院指导下开展的一项研究涵盖了从1915年1月1日至1920年1月1日发行的所有规模在100 000 ~ 25 000 000美元区间内的优先股（共计607只股票）。这项研究表明，截至1923年1月1日，可获得报价的537只股票的平均价格比发行价下跌了28.8%（从99美元跌至70.5美元），而这些股票投资者的本金损失远远大于其所得到的总收益。从该项研究中所得出的结论表明：优先股并不适合作为直接投资形式。^①

近期的一项研究

较为近期的一项研究是由密歇根大学商业研究所（the Bureau of Business Research of the University of Michigan）发表的，该研究作者得出了大相径庭的结论。他对之前有债券发行（铁路类债券和工业类债券）的优先股的“检验”结果清楚地表明，这种类型的高级股票无法成为令人满意的投资手段。但对于之前没有债券发行的优先股，作者的检验得出了相反的结论。他说“这些股票似乎满足最严格的投资检验标准”，并且对于此类股票的不同投资似乎“既可以保证本金的安全，又可以获得比投资工业或铁路债券更高的收益”。

购买之前没有债券发行的优先股比购买之前有债券发行的优先股要更合适，这种推论无疑是正确的，因为后者显然更容易受到未来不利因素的影响。但我们认为，这项研究所遵循的方法是漏洞百出的，因此大大削弱了该研究所得出的其他结论的实际价值。但是该研究的一个特点值得我们关注。具体的数据表明，几乎每一只被检测的优先股的稳定性直接取决于普通股价值的增长，这一点十分惊人。只有当普通股有机可图时，优先股股东的投资才会尽如人意。只要普通股市价低于原价，优先股也会随之下跌。

这种情况下的投资显然并非明智之举。这就好比是：“要么普通股股东赚钱，要么优先股股东赔钱。”投资的一个基本原则就是：对于回报率有限的股票，绝对不能以其将来的利润增长来判断其是否具有安全性。如果投资者肯定其利润一定会增长，那么显然就应该购买普通股并从中获利。而通常情况却是，如果他不能断定公司未来的发展，那么就不应该在不可能获得利润补偿的条件下，（通过购买优先股）使资本面临损失的风险。

^① 而这607只股票中有70只股票即便是从证券公司也无法获取其报价。因此这些股票给投资者带来的损失无疑大于数据统计中的537只股票。

选择优先股投资的技巧

我们之前讨论了优先股理论，从中可以得出这样一个实用的结论：具有投资价值的优先股必须满足优质债券的所有条件，另外还要有额外的安全边际，以弥补其协议上的不足。因此，在分析优先股时，我们之前提出的债券选择标准也同样适用。

建议采用的更加严格的标准

只要提高为其他各类债券设定的最低收益覆盖率，就可以得出更加严格的定量标准。我们建议的标准如表 15—1：

表 15—1 最低平均 - 收益覆盖率		
企业类别	投资类 债券	投资类 优先股
公共事业	固定费用的 1.75 倍	固定费用同优先股股息总数的 2 倍
铁路	固定费用的 2 倍	固定费用同优先股股息总数的 2.25 倍
工业	固定费用的 3 倍	固定费用同优先股股息总数的 4 倍

收益覆盖率提高了，股票 - 价值比率也要相应地提高。有人会说，股票 - 价值并不是首要标准，没有必要对其做相应的改动。但是，我们要一致对待所有的标准，所以表 15—2 中也列出了最低股票 - 价值比率的提高幅度。

我们前面提出的安全边际实际上比以往人们认为足够的安全边际要高，有人对此提出反对，认为我们的要求过于严格。的确，这些要求会将 1931 年以前的大部分优先股拒之门外，但是这种严格谨慎的做法对投资大众是有好处的。普遍稳定的经营和财务状况可能会使我们对最低收益覆盖率采取相对宽松的态度，但是在这种稳定状态真正能够维持相当长的一段时间以前，投资者对优先股的态度还是严格一点好。

表 15—2 最低股票 - 价格比率 的提高幅度

企业类型	最低当前股票 - 价值比率	
	投资类债券	投资类 优先股
公用事业	2 美元债券: 1 美元的股票	1. 5 美元债券和优先股: 1 美元非优先股
铁路	1. 5 美元债券: 1 美元股票	1 美元债券和优先股: 1 美元非优先股
工业	1 美元债券: 1 美元股票	1 美元的债券和优先股: 1. 5 美元非优先股

在给出的优先股列表中，我们可以看到，所有工业债券的最低股票 - 价值比率都超过了 1. 6: 1，平均收益覆盖率超过了 5. 6 倍。我们认为没有必要提高投资类债券的建议最低股票 - 价值比率。^①

仅有长期债务并不代表优先股不适合投资

是否只有那些没有债券在先的优先股才具有投资价值，这个问题值得思考。当然，没有长期债务对于优先股来说是一种优势；就好像拥有资产的第一抵押权要比第二抵押权更好一样。所以，没有债券在先的优先股比那些具有长期债务的公司股票表现更好并不奇怪。虽然这个问题十分明显，但这并不意味着所有有债券在先的优先股都是不良投资对象，就好比有人说所有第二抵押债券都不及第一抵押债券，这显然是错误的。这一原则将导致排除所有公共事业优先股（因为它们都有债券在先），尽管它们要比“无债”工业优先股好。此外，1932 年的经济萧条时期，大量表现强劲的优先股都有债券在先。

发行于 1933 年的通用电气公司优先股的安全性很高，如果因为有少量债券在先，就否定与之类似的股票，那就太荒唐了。这个例子可以有力地说明，在选择投资对象时，依照某些绝对化的定性规则仓促行事是不明智的。我们认为，投资者必须考虑到，的确有比优先股投资级别更高的债券，这样他就会更加谨慎；但是，如果某公司的表现十分令人满意，其优先股仍然属投资级别证券。

建议采用完全扣除基础上的计算方法

在计算有债券在先的优先股的收益覆盖率时，一定要把债券利息和优先股息算在一起。投资界普遍的做法是单独将优先股的收益拿出来（以每股收益若干美元的形式），这种做法同计算非优先债券的利息费用边际时所采用的预先扣除法极为类似，二者都是不正确的。如果优先股数额大大小于长期债务额，其每股收益就能说明，优先股股息要比债券利息高出数倍。这一点要么毫无意义，要么意味着同一家公司的优先股股息比债券利息更安全，这完全就是无稽之谈。

① 参见附录注释 28。

例：有关优先股收益覆盖率的正确和错误计算方法

A. 科罗拉多燃料和钢铁公司		1929 年的数据（单位：美元）	
对应于债券利息的收益		3 978 000	
利息费用		1 628 000	
优先股股息		160 000	
对应于普通股的收益余额		2 190 000	
惯用的错误报告方式		正确的报告方式	
利息费用保障比率	2.4 倍	利息费用保障比率	2.4 倍
优先股股息保障比率 ...	14.7 倍	利息和优先股股息	
优先股每股收益	117.50	保障比率	2.2 倍

注：前一种单独计算优先股收益的做法要么毫无价值，要么极具误导性。

B. 华纳兄弟电影公司		截止到 1937 年 8 月 28 日的财务年度数据（单位：美元）	
债券利息的收益	.....	10 760 000	
利息费用	.....	4 574 000	
优先股股息	.....	397 000	
对应于普通股的收益余额	.....	5 789 000	
惯用的错误报告方式		正确的报告方式	
利息费用保障比率	..... 2.35 倍	利息费用保障比率	..... 2.35 倍
优先股股息保障比率	... 14.8 倍	利息和优先股股息	
优先股每股收益	..... 56.99	保障比率	..... 2.1 倍

C. 西宾夕法尼亚电气公司		1937 年的数据（单位：美元）	
总收益		40 261 000	
扣除费用前净收益		13 604 000	
固定费用（包括子公司的优先股股息）		8 113 000	
股息率为 7% 和 6% 的两种优先股的总股息		2 267 000	
A 股股息（优先级别低于 6% 和 7% 的优先股）		412 000	
对应于 B 股和普通的收益余额		2 812 000	
惯用的错误报告方式		正确的报告方式	
利息或股息保障比率	每股收益 （单位：美元）		保障比率
固定费用	1.68 倍	固定费用	1.68 倍
利息率为 6% 和 7% 的 优先股（合计）...	2.42 倍	16.11	固定费用和优先股 股息
A 股	7.43 倍	54.79	1.31 倍
			固定费用、优先股 股息和 A 股股息
			1.26 倍

西宾夕法尼亚电气公司（The West Penn Electric Company）的 A 股实际上是第二优先股。在这个案例当中，惯用的报表方式使得优先股股息显得要比债券利息安

全；由于 A 类证券数量较少，第二优先股看上去似乎要比债券和第一优先股安全得多。正确的报表中会显示，A 股的股息保障比率是 1.26 而非 7.43——两个数据的差别还是很大的。1937 年 A 股价格偏高（108 美元），很大程度上是由于收益覆盖率报告方式不正确。有趣的是，虽然 1932 年 A 股价格已经下跌至 25 美元，但后来其售价一再比 7% 优先股更高。显然，一些投资者仍然受到每股收益数据的误导，以为第二优先股要比第一优先股安全。

我们提出优先股股息保障比率的计算原则，这其中包含着一个明显的矛盾，即与某公司债券持有者相比，优先股持有者对最低收益偿债能力比率的要求更高，但在这里，实际情况却恰恰相反。因为对于任何公司来说，债券利息的安全边际都要明显高于债券利息和优先股股息之和。这一数量关系会让投资者和某些理论家认为，衡量债券质量好坏的标准理应比衡量优先股的标准更加严格，但事实并非如此。应该说，当一家公司同时发行债券和优先股时，只有其债券安全性大大高于所需水平时，其优先股才是足够安全的。反过来说，如果其债券安全性一般，其优先股的质量就不是很好。下面两个例子能说明这一点：

利吉特 & 迈尔斯烟草公司（The Liggett and Myers）优先股股息保障比率（包括债券利息）大大超过我们建议的最低值——4 倍。因此，债券利息保障比率远远超过了较小的最低值——3 倍。另外，1930 年，联邦 & 南方公司（Commonwealth and Southern）的固定费用保障比率恰好大约在推荐的最低值 1.75 倍上。这意味着，尽管各种债券都有可能是良好的投资对象，但 6% 优先股却肯定不是，1930 年以高出票面值的价格买入该股显然是不恰当的。见表 15—3。

表 15—3 优先股及相关数据比较

年份	利吉特 & 迈尔斯烟草公司		联邦 & 南方公司	
	利息保障比率	利息和优先股股息	固定费用保障比率	固定费用和优先股股息保障比率
1930	15.2	7.87	1.84	1.48
1929	13.9	7.23	1.84	1.55
1928	12.3	6.42	1.71	1.44
1927	11.9	6.20	1.62	1.37
1926	11.2	5.85	1.52	1.31
1925	9.8	5.14	1.42	1.28

“每股收益”的说法具有误导性，对于没有债券在先的优先股来说，其收益有两种表述方法：一种是每股收益多少美元，另一种是达到股息要求的多少倍。第二种方式显然更佳，原因有二：首先，当没有债券在先时，使用“每股收益”这种说法，有可能会让人误以为指的是“有债券在先”，这是比较重要的一个原因。债券分析人士和聪明的投资者应当努力避免并谴责这种具有误导性的对优先股股息保障比率的表述方法，最好的办法就是完全摒弃计算每股收益的做法。其次，要知道，每股收益数额的意义依赖于优先股的市场价格。20 美元的每股收益对于售价为 80 美元的优先股的意义要比对于售价为 125 的优先股的意义大得多。前者的收益额是市价的 25%，而后者只有 16%。如果票面值低于 100 美元，或者存在低股息率的无面值股票，每股

收益数据就失去了所有的比较价值。1931 年 S. H. 克雷斯公司 (S. H. Kress) 6% 优先股 (票面值为 10 美元) 每股收益 18.60 美元, 7% 优先股 (票面值为 100 美元) 每股收益 20 美元, 前者显然要比后者更具投资价值。

股票价值比率的计算

将该标准应用于优先股的方法在各方面都与将收益偿债能力比率标准应用于优先股的方法极为类似。如果有债券在先, 应当将其和优先股放在一起, 然后同普通股的市场价值进行比较。计算债券的保障程度时, 优先股也是股票权益的一部分; 但是, 计算优先股的保障程度时, 普通股是唯一的次级证券。假如第一优先股和第二优先股同时存在, 我们计算第一优先股的权益时, 应该把第二优先股和普通股相加, 参见表 15—4。

宝洁公司优先股股票价值比率的计算 (单位: 美元)			
资本项目	面值	1932 年每股最低价	按 1932 年最低价得出的价值
债券	10 500 000		
8% 优先股 (第一优先股)	2 250 000	140	3 150 000
5% 优先股 (第二优先股)	17 156 000	81	13 900 000
普通股	6 140 000 ¹	20	128 200 000
I 股票数量			
A. 债券股票 - 价值比率为: $\frac{3\,150\,000 + 13\,900\,000 + 128\,200\,000}{10\,500\,000} = 13.8:1$			
B. 第一优先股股票 - 价值比率为: $\frac{13\,900\,000 + 128\,200\,000}{10\,500\,000 + 3\,150\,000} = 10.4:1$			
C. 第二优先股股票 - 价值比率为: $\frac{128\,200\,000}{10\,500\,000 + 3\,150\,000 + 13\,900\,000} = 4.6:1$			

优先股的票面价值和市场价格, 哪一个应该拿来同普通股的市场价值做比较呢? 大多数情况下, 两者没有什么太大的差别; 但是, 无票面价值的优先股越来越多 (也有一些股票的实际票面值和公布票面值完全不同, 像岛溪煤炭公司 (Creek Coal Company) 优先股和雷明顿兰德公司第二优先股)^①。这样一来, 就要按照股息率折合成相应的票面值。由于存在此类股票, 以及市场价格跟票面值出入很大的股票 [如发行于 1932 年的诺福克和西部铁路公司 (Norfolk and Western Railway Company) 4% 优先股和发行于 1939 年的伊斯曼 - 柯达 (Eastman Kodak) 6% 优先股], 在计算股票价值比率时, 使用优先股的市场价值似乎更好。另外, 在计算债券相关价值时, 我们建议采用债券的票面价值, 而不是市场价格, 因为这样更方便, 并且不会出现我们之前讨论优先股时所遇到的弊端。

① 岛溪煤炭公司优先股的公布票面值为 1 美元, 雷明顿兰德公司 (Remington Rand, Inc.) 第二优先股的公布票面值为 25 美元, 但二者的股息都为 6 美元, 在清算时, 以二者分别以每股 120 美元和 100 美元计算, 他们真正的票面值显然是 100 美元。美洲锌铅冶炼公司 (American Zinc Lead) 5 美元的第一优先股和 6 美元的 (第二) 优先股也是如此; 二者的票面值都是 25 美元。

非积累优先股

同积累优先股相比，非积累优先股理论上有一定劣势，就好像优先股总体而言不如债券一样。若非积累优先股的股息未能及时支付，将来很难得到补偿，这一缺陷基本同优先股缺乏股息支付强制力的弱点不相上下。非积累优先股这种缺陷对投资者来说显然是很不公平的，所以新证券的购买者的要求颇多，往往不愿意买入非积累优先股，而且多年来新发行的直接优先股几乎无一例外地具有非积累特征。非积累优先股的产生大多是因为企业实行重组计划，原来的证券持有者被迫接受企业提供的任何类型的证券。但近年来，通过企业重组产生的优先股已经采用股息积累的形式，这是一种优势，尽管某些优先股的此类条款要在一段时期之后才会得以执行。例如，奥斯汀·尼科尔斯公司（Austin Nichols and Company）5美元的优先股，是在1930年实施的重组计划期间发行的，到1934年成为积累优先股。发行于1935年的全国百货公司（National Department）优先股，在1938年完全转变成积累优先股。

对非积累条款的主要反对意见之一是，即使在收益富足的年份，它仍然允许董事不支付股息，由此省下钱来收益的是普通股东。经验表明，非积累优先股股息很少得以支付，除非股东决定支付普通股股息时，也必须支付优先股股息；如果普通股股息之后停止支付，那优先股股息也会立马停止派发。

例：圣路易斯-旧金山铁路公司就是一个典型的例子。1916—1924年，尽管该公司多数年份的收益完全能够支付其原有优先股股息，但却从来没有支付过。直到公司开始支付普通股之前不久，优先股股息才开始得以支付；1931年公司停止支付普通股股息，这之后不到一年，新优先股股息也停止支付。

这种做法显然是不公平的，为此，新泽西州法院曾在类似的美商铸铁管道公司（United States Cast Iron Pipe）案中做出裁决，如果公司收益足以支付非积累优先股股息却未予支付，那其持有人有权在普通股股息支付之前，首先获得未付股息。这意味着，在新泽西州，假如某公司的收益足以支付股息，那该公司非积累优先股和积累优先股的要求权是平等的。然而，美国最高法院却曾经在沃巴什铁路公司案中做出了相反的裁决。法庭裁决如下：尽管非积累优先股条款对于持有者来说有很大的不利之处，但既然持有此类股票，持有者就要同意相关条款。该裁决本身没有任何问题，但非积累优先股条款存在极为严重的固有缺陷，主要是因为该条款使得公司董事有机可乘，借此制定不公平政策，对于某些州的立法机关来说，将新泽西州的这一裁决纳入法律形式似乎更加合理，即禁止发行完全非积累优先股，至少要求公司在收益足以支付股息时将其转为积累优先股。很多公司已经在协议条款中加入相关内容，从而实现了这一目标。

21 只投资级优先股所具有的特征

1932年在纽约证券交易所列出的优先股名单中，440只优先股里面，只有40只或者说9%是非积累优先股。其中，有29只铁路和有轨电车类股票，11只工业类股

票。然而，读者会吃惊地发现，1932年不断以投资性价格出售的优先股仅有21只，其中非积累优先股不到4只。这些数据还反映出其他一些特点，概括如下：

1. 在21家“优良”企业的优先股中，非积累优先股和有债券在前的优先股分别所占的比例都要比其在证券交易所名单中所占的总比例要高。
2. 工业类优先股中，烟草类股票所占比例最大，共有3只。
3. 其他特点：
 - a. 只有一只股票具有偿债基金条款；
 - b. 一只只是第二优先股（宝洁公司）；
 - c. 一只股票的票面值只有1美元（岛溪煤炭）；
 - d. 一只股票可以按接近1932—1933年最低市价的价格提前兑换（通用电气）。

形式、名称、法定权利相对而言无关紧要

我们认为，从这些数据中无法归纳出以下过于绝对化的结论：

1. 非积累优先股比积累优先股好；
2. 有债券在前的优先股比没有债券在前的好；
3. 烟草类优先股是安全的投资对象。

这些结论是我们意想不到的，它们真正意义在于，有力地证实了我们的基本论点，即形式、名称、法定权利相对而言都是不重要的，企业的经营状况才是最关键的。如果某优先股的股息总能及时得以支付，那么它是累积性的还是非累积性的就只是一个单纯的理论问题；同样，与债券相比，优先股协议权利上的不足也就不再有什么实际意义了。1931年的经济萧条期中，美国烟草公司的收益超过其优先股股息的16倍，而且该公司愿意以每股高达125美元的价格买回大量优先股，这样一来，缺少积累性条款这一问题根本没有引起股票持有者的关注。当然，这只是个特例；谈到实际投资策略时，我们建议，不论非积累优先股的表现多好，投资者最好还是选择积累优先股，因为这样的话，在经济形势突然逆转时，投资者所受到的保护会更多一些。

例如美国汽车和铸造公司（American Car and Foundry Company）7%非积累优先股记录显示：1928年以前，该股票的售价连续几年高于美国烟草公司7%积累优先股。到1929年为止，其股息连续30年得以支付，在过去的20年里，其市场价格从未低于100美元。然而，1932年，其股息停付，市值下降至16美元。与之类似，艾奇逊—托皮卡—圣达菲铁路公司（Atchison, Topeka and Santa Fe Railway Company）的5%非积累优先股，1901—1932年，股息一直全额支付，因此该股票被长期视为“金边投资对象”。直到1931年，其价格达到108.25美元，只比历史最高价低半个点，收益率也仅为4.6%。第二年，其价格下降到35美元，第三年，股息也下降到3美元。尽管股息率后来恢复到5%，但在1938年股息已经完全没有了。

优先债务的数量比是否存在优先债务更为重要。在我们的名单中，拥有债券在前的优先股的数量相对较多，这一点值得关注。这表明与存在优先债务相比，更重要的是债务的数量。名单中有三家公司历史悠久，仍然留有某些旧的融资债券，从

而导致其未偿债务数额名不副实。

凑巧的是，名单中三只非积累工业优先股都属烟草行业类股票。这一点很有意思，其原因并不在于它证明了烟草业的投资价值，而是它有力地提醒投资者不能根据自己对股票相关行业的个人看法来判断一只股票的好坏。选择固定价值投资对象时，投资者或许唯一能信赖的就是：过去很长一段时期的突出业绩、固有稳定性的有力根据和不存在未来会急转直下的具体原因。刚才我们总结的特点中的“其他特点”也表明，形式或小的缺陷对投资质量并没有太大的影响，这一点十分有用。

收益债券和担保证券

收益债券

收益债券有时也称为调整债券，其协议地位居于直接债券和优先股之间。实际上，几乎所有的收益债券都有具体的到期时间，因此其持有人拥有在固定日期无条件收回本金的权利。从这方面讲，他跟普通债券持有人的地位完全平等。但是，应该指出的是，收益债券的到期时间往往很长，在典型案例的研究中发现，收回本金的权利没有什么实际的意义。事实上，我们只发现了一个收益债券持有人因债券到期全额收回本金的案例。

该债券是密尔沃基 - 湖滨 - 西部铁路公司 (Milwaukee Lake Shore and Western) 于 1881 年发行的 6% 收益债券，发行额为 500 000 美元，1891 年，芝加哥 - 西北铁路公司 (Chicago and Northwestern) 承担该债务，并于 1911 年债券到期时偿还本金。圣路易斯 - 旧金山铁路公司的 6% 收益债券和 6% 调整债券都在 1928 年按票面值偿还本金，分别比到期时间提前了 32 年和 27 年。鉴于该铁路公司于 1932 年进入破产清算，这对于债券持有者来说算是一大幸事。圣路易斯 - 旧金山铁路公司 1916 年结束破产清算，继而于 1932 年重新进入破产清算阶段，期间的这几年，公司比较繁荣，投资者和投机者误以为公司状况有了一定的改善，尽管该铁路公司之前业绩不佳，资金结构不稳定，但他们仍然认为其证券的投资级别很高，从而因为大意而投资失败。

有时利息完全随意支付

在利息支付的问题上，有些收益债券跟优先股的地位完全一致，因为其利息支

付数额实际上完全由董事们自由裁量。一般而言，协议条款规定，只有收益足以支付利息时，公司才会支付利息。但很多协议却允许董事在获得“可支配”余额之前，预留任意比例的收益，用于资本支出或其他用途。对于青湾和西部铁路公司（Green Bay and Western Railway Company）发行的“B 系列”收益债券，1922—1931 年，尽管公司收益略低于投资的 22%，但却总共支付了仅 6% 的利息。近来，债券协议倾向于限制以这种方式从收益债券持有人那里扣除的收益比例；但给董事留出的余地通常还是相当大的。可以说，各种收益债券代表了直接优先股和普通股之间的所有债券级别。

收益债券总体而言投资级别较低

由于收益债券的协议权利总是或多或少地高于优先股，有人会认为，同优先股相比，具有投资价值的收益债券的投资比例更高。然而，情况并非如此。实际上，我们只发现了一只适合在任何时期投资的收益债券，那就是，1995 年到期的艾奇逊 - 托皮卡 - 圣达菲铁路公司 4% 调整债券。该公司连续 40 年按期支付利息，但是在这之后，1938 年，情况却临时发生了转变。本应于当年 5 月 1 日支付的利息（该债券利息每半年支付一次）被推迟 6 个月支付。在 1938 年一年的时间里，债券价格从 103.25 美元下跌至 75.125 美元，后又回升至 96.25 美元。这充分解释了投资者如此热衷所谓“黄金债券”（prime bonds）的原因。在这里，出现了理论和现实相矛盾的情况，其原因显然在于，收益债券的发行几乎都是同企业重组相联系的，相关企业的信用级别都不是很高。利息支付取决于收益，这种说法意味着收益很有可能不足。优先股股息同样取决于收益，但这句话却没有类似的言下之意。因此，整体而言，收益债券的可投资性质是由其产生环境而不是其附带的法定权利决定的。就好比：在英国通行的做法是，只要条件允许，尽量不发行抵押债券，只有当企业信用不佳，有必要对债券加以保障的时候，才会发行。那么我们会发现，一般来说，抵押债券的投资级别要明显低于信用债券。^①

收益债券的数量可能会增加

展望未来，收益债券在可投资债券中所占的比例将会大于优先股。在 1930—1933 年的经济萧条期中，大量企业陷入重组；另外，长期以来铁路企业收益持续不佳，从而导致大批收益债券应运而生。其中一些公司可能会因此得到改善，从而使其收益债券步入投资类债券行列，艾奇逊 - 托皮卡 - 圣达菲铁路公司在 1895 年重组之后就是这样。还有一点我们一直没有注意到，那就是同优先股相比，收益债券可以为公司大量节省税收开支，并且没有什么不良的影响。为了节税，一些强大的公司有朝一日可能会用收益债券来代替现有的优先股，或者以收益债券来开启新的融资计划，就像他们现在通过人为降低票面值来减少交易税的做法如出一辙。此类债

^① 1937—1939 年工业企业融资计划已经证实了这一点。几乎所有的企业债券都是信用债券，而且利息率出奇的低。我们认为，工业信用债券比工业抵押债券的级别更高。

券在未来的发展可能会导致大量收益债券被列为固定价值投资对象。

联合天然气和电力公司采用的融资方式是，该公司可随意将“债券”转换成优先股，这样既节省了税收，又摆脱了定期债券的负担。这种特别的发明对普通投资者的误导性要比收益债券高得多。

在铁路企业重组期间，收益债券要比优先股更受青睐，因为保险公司的法律限制将不准他们用优先股来取代旧的债券。出于这种考虑，以及节税的目的，企业在实施新的融资计划时，选择以收益债券取代优先股。

收益债券安全边际的计算

对于收益债券的分析技巧同优先股是一样的。尽管统计机构采用单独计算债券收益的方法，但投资者却绝对不能这样做。

在上一章当中，我们曾提出计算优先股最低收益覆盖率的做法，我们建议在选择作为固定价值投资对象的收益债券时，也要看这一比率。

下面是对密苏里－堪萨斯－得克萨斯州铁路公司（Missouri-Kansas-Texas Railway Company）1930 年损益账户的分析，从该分析中，我们可以发现发行调整债券的公司处理其所有高级债券的方法。该分析同样说明了计算铁路系统固定费用的两种方法将如何适用于收益债券和优先股的分析。

密苏里－堪萨斯－得克萨斯铁路公司，1930 年（单位：千美元）

总收益	45 949
铁路经营收益（税后净收益）	13 353
总收益（扣除租金后的净收益 + 其他收益）	12 009
固定费用（固定利息 + 其他扣除）	4 230
用于支付调整债券利息的余额	7 779
调整债券利息	696
用于支付股息的余额（净收益）	7 083
优先股股息	4 645
用于支付普通股股息的余额	2 438
税后净收益超过总收益，因此，使用净扣除法进行检测。	
净扣除 = 税后净收益 + 用于支付调整债券利息的余额 = 13 353 - 7 779	

		保障比率
净扣除	= 5 574	$\frac{13\ 353}{5\ 574} = 2.40$
净扣除 + 调整债券利息	= 6 270	$\frac{13\ 353}{6\ 270} = 2.14$
净扣除 + 调整债券利息 + 优先股股息	= 10 915	$\frac{13\ 353}{10\ 915} = 1.22$

请注意，计算固定利息债券的收益覆盖率时，总的利息费用并不包括收益或调整债券利息。从这方面来看，收益债券和优先股的地位完全相同。另外，还要注意，

统计机构公布的密苏里－堪萨斯－得克萨斯州铁路公司的收益达到其 5% 调整债券数额的 57.29% 或者说，其“利息保障比率”超过 11 倍，这些数据是毫无价值的，或者说是具有误导性的。

密苏里－堪萨斯－得克萨斯州铁路公司 1930 年的收益略低于其 10 年平均收益，显然可以代表该公司的正常盈利能力。不管从投资的哪个角度来看，优先股的收益覆盖率都明显不足。用较为保守的方法（净扣除法）计算出来的调整债券利息保障比率要低于我们提出的 2.5 倍这个最低要求，所以该债券不具备投资价值。固定利息债券的利息保障比率大大高于我们的最低限度，说明其受保护程度令人满意。

1931—1933 年的收益大幅滑坡自然是无法预见或有效防范的。1932 年，密苏里－堪萨斯－得克萨斯铁路公司固定价值债券的市场价格下跌惨烈；但该公司的债务结构相对保守，因此公司并没有像其他大多数运营商那样濒于破产。事实上，1932—1934 年，尽管公司没有支付调整债券利息的义务，但还是这么做了。

之后的发展对债券投资具有实际意义，因此我们有必要对其进行说明。我们应该能从表 16—1 中受到启发：

表 16—1 密苏里－堪萨斯－得克萨斯公司固定价值债券 1930—1936 年相关数据

年份	用于支付 利益的余额 (单位：美元)	净扣除收益 保障比率	一年内的变化幅度	
			4.5%	5% 调整债券
1930	11 999 000	2.40	92.5 ~ 101	86 ~ 108.5
1931	5 579 000	1.22	43.5 ~ 98	34 ~ 95
1932	4 268 000	1.01	36 ~ 70.75	13 ~ 60
1933	3 378 000	0.86	55 ~ 77.5	32.75 ~ 65
1934	2 093 000	0.65	63.125 ~ 83.75	29 ~ 62.5
1935	2 457 000	0.71	28.5 ~ 64	11.25 ~ 36.5
1936	4 773 000	1.09	52.5 ~ 83	30.75 ~ 74.75

可见，1930 年的收益其实并不能代表密苏里－堪萨斯－得克萨斯铁路公司未来的正常盈利能力。然而，对于在 1931 年购买固定利息债券的投资者来说，这个错误并不会带来大的亏损。尽管公司收益和投资质量有所下降，但在之后的 6 年里，他有多次将其卖出的有利机会。正如我们将在后文（第 21 章）中所说的那样，拥有恰当的投资技巧的投资者会在债券情况发生变化的时候将其出售。

从 1934 年往后，公司只在 1937 年支付了调整债券的利息。该债券的价格变动幅度十分有趣，它反映出了债券购买者的粗心大意。注意，1937 年价格达到高点时，尽管公司的收益覆盖率总体不足，而且优先证券在 1932、1934 和 1935 年的售价要高出调整债券两倍，公司仍然为 5% 和 4.5% 调整债券支付了同样的价格。

优先收益债券

有一些收益债券，其留置权比其他固定利息债券的级别更高。艾奇逊公司 4% 调整债券就是一个最出名的例子，其留置权比 4% 固定利息信用债券的级别要高，该信

用债券除1938年外，售价一直较低。圣路易斯西南铁路公司4%第二收益债券也是如此。该铁路公司的各种重组计划（1936—1939年）中，4%第二收益债券都被赋予了比固定利息债券更高级别的留置权。于1939年到期的沃巴什铁路公司6%非积累收益信用债券是个特例，该公司用“净收益”来支付该债券利息。尽管叫“信用债券”，但其以直接留置权为抵押，而且拥有比沃巴什铁路公司普通替续抵押债券级别更高的优先权。虽然根据协议条款，它们属非积累债券，其利息支付要依收益状况而定，但1916—1938年，公司一直定期支付其利息，实际上该公司已于1931年进入破产清算，而且在1912年未支付次级抵押（固定）债券的利息。到1939年年底为止，沃巴什公司曾多次实施重组计划，但都对其收益债券采取了较为优越的处理办法。

尽管此类债券的地位很难从理论上界定，但实际上，从整体而言，此类债券的利息显然应看做公司固定费用的一部分。

担保债券

担保债券不具备任何特殊的投资品质。缺乏经验的投资者可能会认为“担保”二字就意味着安全；但是，很明显，任何担保的价值都严格依赖于担保人的财务状况。如果担保人一无所有，那其担保也是毫无价值的。华尔街人士对担保债券的态度同金融行业新手完全相反，他们倾向于低估担保价值。同担保方的信用债券，甚至是优先股相比，其担保债券的价格往往更低，这恰恰体现了这一点。这种不轻信担保债券的做法十分老练，从1915年卡那哈和霍金煤与焦炭公司案（Kanauha and Hocking Coal and Coke Company Case）开始，这种不信任就产生了。在该案件当中，作为担保方的铁路公司声称其在1901年所做的担保超出了企业的权限范围，属无效行为，从而以此来竭力逃避责任。尽管这种逃避责任的做法依仗的是俄亥俄州法院和联邦法院关于反垄断案的判决，但最终仍流于失败；但是它却对所有担保债券的价值产生了不利影响，甚至直到25年后，这种影响仍然没有完全消失。^① 我们尚未发现哪家有偿付能力的公司能通过法律手段逃脱其担保责任。

担保债券的地位

如果一家公司担保利息、股息或本金，那如果其无法履行该义务，必将招致破产。对担保公司的要求权同该公司无担保债务的要求权级别相同，所以担保债券的级别跟担保公司的信用债券相同，比其优先股要高。担保债券也属投资级债券，因为其自身的地位和盈利能力与担保无关。这种情况下，保证可提高债券的安全性，而且即使担保公司经营状况不佳，其安全性也不会受到影响。

如布鲁克林联盟高架铁路公司5%债券由布鲁克林高架铁路公司担保，该担保公司于1919年进入破产清算；但由于其在布鲁克林区捷运系统中的优先地位，该债券

^① 参见附录注释29。

安然无恙地通过了该担保公司的重组。同样，美国工业酒精公司优先股股息由美国蒸馏公司担保；后者流于破产，但酒精公司依靠自己的收益就能轻松支付股息，而且后来还以 125 美元的价格将优先股购回。

就担保公司而言，受到完全担保的普通股或优先股的地位跟债券一样。如果担保没什么价值可言，它将自然恢复到股票的地位——通常是劣质证券，但也有可能成为优质证券，就像我们刚才提到的美国工业酒精公司优先股一样。受到担保的收益债券也有类似的情况。

如果某债券只是受到部分担保，那么其担保债券的价值有时是非常明显的。

例如：

安那考斯迪亚河和波托马克河铁路公司（Anacostion and Potomal River Railroad）
5% 第一债券，1949 年到期

由华盛顿铁路和电力公司担保的 500 000 美元债券	1939 年的价格为 110 美元
无担保的 2 100 000 美元债券	1939 年的价格为 80 美元

在这个案例当中，安那考斯迪亚河和波托马克河铁路公司的收益覆盖率过低（1938 年为 1.36 倍），但债券担保公司的收益覆盖率却很高。（1938 年，基于整个公司系统计算，该比率超过 4 倍，单纯基于母公司计算，包括可能涉及的利息，该比率超过 11 倍。）

担保协议的具体条款很重要

具体的协议条款显然对担保的价值具有极其重要的影响。仅对利息担保的意义可能就要比同时对利息和本金担保的意义要小得多。

例如：对于 1937 年到期的菲律宾铁路公司 4% 第一债券，菲律宾政府只对其利息担保。铁路公司本身收益状况不佳。债券到期时，利息马上得以支付，而本金却没有。债券的价格也反映了这一状况，自 1929 年以来其售价从未高于 39 美元。

明尼阿波利斯 - 圣保罗 - 苏圣玛丽铁路公司（Minneapolis, St. Paul and Saulte Saint Marle Railway）4% 和 5% 统一债券，于 1938 年到期：由加拿大太平洋铁路公司只对所有 4% 债券和一半 5% 债券的利息担保。债券到期时，发债公司未偿还本金，而且加拿大太平洋铁路公司也停止支付利息，债券价格下跌至 6 美元。

另一方面，该公司的 5% 第一替续债券——B 系列，1978 年到期，次级留置权也同样由加拿大太平洋担保利息。这是由于受到担保，当前高级留置权违约之后，该债券利息仍然得以支付。1939 年，该债券的售价为 64 美元，而高级证券的售价仅为 6 美元。注意，1931 年，该债券售价低至 35 美元，而于 1938 年到期的 5% 第一统一债券的售价为 45 美元，加拿大太平洋公司（无担保）信用债券的售价为 56.875 美元。显然，1931 年，加拿大太平洋公司担保的价值并未得到充分体现。

股息担保的类似优势也只在有限时间内得以发挥。

例如：美国电报电缆公司（American Telegraph and Cable Company）的普通股就是这种情况，该股票的股息率为 5%，1882 年西联电报公司租赁其电缆，租赁期至

1932 年，同时对其股息进行担保，担保期限仅为 50 年，由于股息一直按期支付，后来投资者逐渐将其视为一种固定收益，1922 年该股票价格达到 70 美元。但与此同时，租赁电缆的战略或贸易价值在急剧萎缩，所以租赁期满时该股票的价值就可能十分有限了。1930 年西联电报公司（Western Union）找到了解决问题的办法，即向美国电报电缆公司股票持有者每股配发 20 美元，作为其损失股本的补偿。

惠普公司优先股（于 1928 年购回）是体现担保协议条款重要性的一个特例。根据证券规程，该股票的股息是由其母公司奈尔斯 - 毕曼特 - 庞德公司（Niles-Bement-Ponal）担保的。但事实上，奈尔斯 - 毕曼特 - 庞德公司同意支付普惠优先股未偿利息的前提是，该公司支付自有优先股股息之后，仍有收益盈余。因此，从 1924 年 11 月到 1929 年 6 月，普惠优先股股东没有获得任何股息，然而，对奈尔斯 - 毕曼特 - 庞德公司他们也无计可施。这种特殊条款的确有可能存在，因此投资者在购买任何证券之前，一定要专门了解有关担保协议的所有内容。

连带担保

这种担保是指多家公司同时担保某只证券，每家公司不仅按其自己的份额承担责任，而且如果其他担保公司违约，它也要承担相应责任。换句话说，每个担保公司都具有对所有证券承担责任的潜在义务。由于多家公司担保要优于单家公司担保，受到连带担保的债券就有可能具有特殊的优势。

例如：我们最熟悉的受到此类担保的证券是联邦铁路系统债券。一个突出的例子是于 1960 年到期的堪萨斯城终点站铁路公司 4% 第一债券，该债券由 12 家使用该公司设施的铁路公司连带担保。

各家公司担保的价值因为路线不同，时间不同而差别很大，但至少有三家公司一贯保持着强大财务实力，能有力保障堪萨斯城终点站铁路公司（Kansas City Terminal Railway Company）债券持有人的利益。投资者尚未充分认识到与一家公司独立担保相比，12 家公司连带担保的优越性所在。价格记录显示，堪萨斯城终点站铁路公司 4% 债券的售价并不比一家担保公司的代表性证券高，但是后来，这些担保公司证券的品质受到质疑，而堪萨斯城终点站铁路公司债券的安全性却是毫无疑问的。^①

因此，由多家大型企业担保的债券要比由单家企业担保的债券更好，对于投资者来说，青睐此类连带担保的债券不失为一计良策。

联邦土地银行债券

联邦土地银行债券是以土地抵押贷款的保证金为担保，体现了连带担保债券的另一个特点。独立银行共有 12 家，每一家银行的债券都由其他 11 家银行连带担保，这样一来，联邦土地银行债券实际上是整个银行系统的债务。在开设这些银行时

^① 相关数据见附录注释 30。

候，同时也成立了一批合股银行^①，这些合股银行也发行债券，但各家银行的债券并不受其他合股银行的担保。这两个土地银行系统都由美国政府监管，其债券都免收联邦税。实际上，联邦土地银行的所有股票，最初都是由美国政府认购的（但美国政府不承担这些银行的债券债务责任）；合股土地银行的股份为私人持有。

在这两大银行系统成立之初，投资者认为联邦监管和免税是合股土地银行债券安全性的重要保障，因此，即使该债券的收益率仅比联邦土地银行债券高 0.5%，他们也依然愿意购买。比较无担保的合股土地银行债券和相互担保的联邦土地银行债券，我们就会得出以下结论：

1. 假如土地贷款系统运作良好，那担保就是多余的，因为每家银行都能为其债券提供足够的保障。
2. 假如该系统运作不佳，那担保也毫无价值，因为所有的银行都将资不抵债。
3. 假如该系统处于上述两种极端情况的中间，那连带担保还是很有价值的。特别是土地贷款业务所属地区条件极差的银行债券尤其如此。

鉴于土地贷款系统尚属新兴产业，投资者应当寻求最大的安全保障措施。有些投资者为了 0.5% 的额外收益而放弃连带担保，他们的这种判断是错误的。

1930—1932 年，大量合股土地银行债券的利益未得以支付，其中很大一部分以清算价格出售，而所有债券的价格都下跌至投机性价格水平。而另一方面，所有的联邦土地银行债券不仅没有拖欠利息，而且其价格萎缩相对温和，始终保持在投资性价格水平。联邦土地银行债券的表现显然更加令投资者满意，其中一部分原因是美国政府对这些银行注入了额外资金，银行监管更加严格，但连带担保无疑也为其带来了诸多优势。

另外还要注意，很多州都将合股土地银行债券定为信托基金的法定投资对象，尽管其安全性明显不足，但这种做法一直延续到 1932 年以后。自 1933 年 5 月起，合股土地银行不准再开展新的业务，破产清算开始有序进行。

^① 银行名称中的“合股”是指不同的利益主体共同持有该股票，但它可能会给投资者这样一个印象，即每家银行的债务由所有银行共同负责。

有担保的房地产抵押贷款和抵押债券

在房地产领域，担保证券业务发展最为广泛。担保分为两种不同的类型：一种是由出售抵押贷款或抵押参与凭证的公司或其子公司承担的担保；另一种是由独立的担保公司承担的担保，该担保公司承担这种或有债务，收取一定的费用，这种担保是目前更加常用的形式。

显然，房地产抵押贷款担保的思路跟保险业相同。抵押贷款持有人为了保护自己的利益，愿意拿出自己收益回报中的一部分，来防止将来可能出现的不利情况（如周围环境的变化）影响到自己的特殊资产。以足够的保费来换取保障，这属于良性运作的保险业务范围，当然前提是要慎重处理该业务的各个环节。要想获得最佳效果，必须满足以下条件：

- 1. 首先要保守发放抵押贷款。
- 2. 担保公司要规模庞大、管理完善、独立于出售抵押贷款的机构，并且拥有除房地产以外的多种业务领域。
- 3. 经济大环境不属异常波动期。

1929 年之后，房地产价值严重崩溃，违反了第三个条件。因此，房地产抵押贷款担保业务在此期间的发展状况有可能无法预示其未来的价值。但是这种担保在这一时期体现出的某些特征却值得我们讨论。

对于该业务的管理曾一度十分稳健

首先，担保抵押贷款业务在 1924 年之前与之后的运作方式截然不同，1924 年后

正是该业务发展的鼎盛时期，然而其运作方式却十分松懈。

如果我们考察一下纽约市从事担保房地产抵押贷款的龙头机构（如债券和抵押贷款担保公司和律师抵押公司）的政策，公平地讲，多年来，其对于该业务的管理是十分稳健的。抵押贷款的数额都不会超过抵押资产价值的 60%，而且是经过仔细核算之后发放；避免担保大额抵押贷款；并且能够分散风险。担保公司并不独立于抵押贷款销售公司，也不发展其他类型的担保业务。由于担保抵押贷款的期限通常也只有 3~5 年，因此大量担保抵押贷款有可能同时在极为不利的时间到期——这种情况后来真的发生过。但是，正是由于他们谨慎行事，才能在像 1908—1921 年那样的房地产低迷时期顺利过关。

有欠稳妥的业务运作新方式

“新时期”出现了开发建设热潮，其中以房地产抵押贷款业务和相应的债务担保业务的大幅增长为典型代表。新的人群、新的资金、新的方法纷纷融入这一领域。以前曾经长期从事该领域业务的小型地方性企业，变得极为强势，开始从事大型的全国性业务。这些企业一再强调其过去的业绩一直很好，公众对此印象深刻，没有意识到企业的规模、业务运作方法，以及人员都发生了转变，实际上他们面对的根本是一个完全不同的机构。在上一章当中，我们指出这一时期的房地产项目的融资方法是多么的不合理、不谨慎。抵押贷款本身的缺陷，其担保业务同样具备，我们往往要额外考虑这一点。担保公司也仅仅是债券发行公司的附属单位而已。因此，当危机来临时，抵押资产的价值、房地产债券的发行公司、以及其附属担保公司必然同时彻底崩溃。

竞争和效仿的负面影响

新成立的房地产债券发行机构业务作风大胆强势，给老公司的业务运作方式带来了不良影响。迫于竞争的压力，老公司也开始放松贷款标准。新贷款的发放条件日益宽松，已经到期的旧贷款通常再以更大数额重新发放。此外，担保抵押贷款的面额上升到担保公司自有资本的数倍之高，很明显，这样一来，一旦房地产价值总体下降，担保也起不到任何保障的作用。

1931 年房地产市场崩溃，首先遭殃的就是所有的新房地产债券发行公司及其附属担保公司。随着市场低迷的继续，那些老公司也难逃厄运。保证抵押贷款或抵押参与凭证的持有者（仅纽约各家产权和抵押公司的抵押总额就达 3 000 000 000 美元）发现，担保也只是个名义而已，贷款完全依赖于抵押财产的价值。多数情况下，抵押贷款的面额远远超过了谨慎投资者能够合理估计的限度。显然，1932 年末偿抵押贷款中，在市场环境平稳、业务作风谨慎时期，也就是 8 年前发放的只占很小一部分。

由独立担保公司提供的担保

1924—1930 年，某些独立公司将其业务范围扩大至收费性房地产抵押贷款担保。

从理论上讲，这是此项业务的最佳运作方式。一方面，担保公司具有一定的实力和经验，另外更重要的一方面是，此类担保公司是完全独立的，应该会对其担保的对象要求十分严格。然而，这些担保公司开始房地产抵押债券担保业务不久，就陷入了危机，而且由于这些公司对此项业务普遍过于乐观，从而导致其判断严重失误，这一切在很大程度上将其上述理论上的优势消磨殆尽。多数担保公司无法承受由此造成的损失；几家公司被迫破产（最典型的是国家担保公司），而且这种担保债券的持有者没有得到充分的保护。

租赁债务相当于担保

公司往往将其资产租赁出去，每年以此收取固定的租金，这些租金就足以支付其资本证券的利息和股息。这种租赁通常附有对其利息及股息支付的担保，事实上，大多数担保公司证券都起源于此。但是，即使没有明确的担保，租赁或其他规定每年固定支付的协议也能起到对租赁公司证券进行担保的作用。

例如：维实伟克氯产品公司（Westvaco Chlorine Products Corporation）5.5% 债券就能很好地说明这种业务运作方式的优势所在，该债券于1927年发行，1937年到期。维实伟克公司同意将其部分产品出售给联合碳化物公司（Union Carbide and Carbon Corporation）的一家子公司，后者保证每月支付的款项足以担保前者发行的5.5% 债券的利息和本金。实际上，这是强势企业联合碳化物公司对维实伟克公司证券利息和本金的一种担保。由于存在这种保护，以及公司不断购回其债券，1932—1933年，该债券的价格一直维持在99美元甚至更高。与此相反，1929—1932年，该公司普通股的价格从116.5美元下降到3美元。1935年9月，该债券价格为100.5美元。

另一个有趣的例子是新泽西烟草制品公司（Tobacco Products Corporation of New Jersey）6.5% 债券，2022年到期。该公司的资产租赁给了美国烟草公司，租期为99年，同样也是2022年到期，承租公司每年支付租金2 500 000美元（承租人具有一项特权，即可以通过一次性支付相当于资产即期租金价值的款项来结清债务，并且租金每年折扣7%）。通过偿债基金业务收取的租金除了能够支付债券利息以外，还足以保证公司在债券到期之前，全额购回其债券。这些新泽西烟草制品公司6.5% 债券其实就相当于美国烟草公司的固定债务。因此，这些债券的投资级别要比美国烟草公司优先股更高，因为优先股的股息显然不是固定债务。1931年该债券发行时，投资大众要么怀疑租赁是否有效，要么对此项业务不熟悉，这从美国烟草公司优先股的售价要比新泽西烟草制品公司债券高得多这一现象就可以看得出来。1932年，该债券价格较低，仅为73美元，收益率为8.90%，而美国烟草公司优先股的售价是95美元，收益率为6.32%。1935年1月，美国烟草公司一次性付清债务，从而使得新泽西烟草制品公司有资金按票面值购回其6.5% 的债券。

重要租赁协议的具体条款

就像担保证券一样，租赁业务的细节有可能对证券的投资价值产生重要影响。下面的例子就能说明其中牵扯的因素：

佐治亚 - 米德兰铁路 (Georgia Midland Railway) 3% 债券，1946 年到期。该债券无担保，但是发行公司将资产租赁给南方铁路公司，租用期到 1995 年，租金数额相当于债券当时的利息。(该债券 1939 年 1 月的价格是 35 美元。)

在这种情况下，租赁协议完全等同于对债券利息在到期期限内，甚至超出到期期限的一种担保。这种担保本身的价值取决于南方铁路公司的偿债能力；然而，该债券 1946 年的情况还要取决于其他一些因素，如：

1. 南方铁路公司长期租赁债务的市场价值。如果债券的利率很低，而公司的信用度很高，那利率同样为 3% 的证券就可以兑换成到期期限更长的证券。(这在 1939 年似乎是根本不可能的事。)

2. 佐治亚 - 米德兰铁路线的价值。如果该铁路线的实际收益大大超过需要支付的租金，那南方铁路公司将努力在债券到期时支付债券本金，以防失去对该铁路线的经营权。这样，要想延长债券的到期期限，或在债券到期时将其兑换，就有必要签订支付更高租金 (利率) 的协议。(然而，私人统计的 1939 年交通流密度数据显示，对于南方铁路公司来说，该铁路线的价值并不高。)

3. 在方便基础上可能支付的数额。如果南方铁路公司在 1946 年经营状况良好，那公司对于到期期限的处理可能就仅仅出于避免资不抵债的目的。还有一种技术上的可能，那就是由于其自身的“一揽子”发展和普通抵押 (如公司留出足够的债券来偿还到期的佐治亚 - 米德兰铁路公司 3% 债券)，在 1946 年支付这些债券还是被认定为一种义务。(跟在前两章说到的一样，债券持有人在 1939 年不能过于自信。)

上述讨论或许能够充分解释佐治亚 - 米德兰铁路公司 3% 债券在 1939 年初价格偏低的原因。有意思的是，这种情况的关键问题——抵押铁路线的非营利特征从公开记录中是发现不了的，而要从信息的补充来源中去查证，这是证券分析的要素之一。

担保证券的价值经常被低估

新泽西烟草制品公司的例子说明，与担保企业的其他证券相比，担保或准担保证券被低估的情况还是相当多的。一个众人熟知的例子是到期的圣安东尼奥和阿兰瑟斯过路铁路公司 (San Antonio and Aransas Pass Railway Company) 4% 第一抵押债券，该债券于 1943 年到期，其本金和利息由南太平洋公司担保。尽管这些债券除具有担保外，还有抵押资产做保障，但其收益率通常要比南太平洋公司的无担保债券更高。

例如：巴恩哈特兄弟公司 (Barnhart Bros.) 和斯宾德勒公司 (Spindler Compa-

ny) 第一和第二优先股 [二者的本金和股息都由美国字体公司 (American Type Founders Company) 担保] 同担保公司自有优先股的价格形成了更加鲜明的对比, 后者并不属固定债务。另外相关例子还有, 由舒尔特零售商店公司 (Schulte Retail Stores Corporation) 担保的特拉华州胡勒股份有限公司 (Huyler's of Delaware, Inc.) 的优先股同舒尔特公司优先股的价格对比; 以及特拉华州阿穆尔公司担保优先股和其担保公司, 伊利诺伊州阿穆尔公司优先股的价格对比。对比数据如表 17—1。

表 17—1 担保证券和担保公司自有证券的价格和收益率对比¹

证券	日期	价格 (单位: 美元)	收益率 (%)
圣安东尼奥和阿兰瑟斯过路铁路公司 4% 第一抵押债券 1943 到期 (有担保)	1920 年 1 月 02 日	56.25	8.30
南太平洋公司 4% 信用债券 1929 年到期	1920 年 1 月 02 日	81	6.86
巴恩哈特兄弟公司和斯宾德勒公司 7% 第一优先股 (有担保)	1923 年最低价	90	7.78
巴恩哈特兄弟公司和斯宾德勒公司 7% 第二优先股 (有担保)	1923 年最低价	80	8.75
美国字体公司 7% 优先股	1923 年最低价	95	7.37
特拉华州胡勒公司 7% 优先股 (有担保)	1928 年 4 月 11 日	102.5	6.83
舒尔特零售商店公司 8% 优先股	1928 年 4 月 11 日	129	6.20
特拉华州阿穆尔公司 7% 优先股 (有担保)	1925 年 2 月 13 日	95.125	7.36
伊利诺伊州阿穆尔公司 7% 优先股	1925 年 2 月 13 日	92.875	7.54

I 跟踪观察此表中各种证券的后势情况, 读者就会发现其发展方式大相径庭, 包括通过共同承担债务 (圣安东尼奥和阿兰瑟斯过路铁路公司)、购回证券 (巴恩哈特兄弟公司和斯宾德勒公司) 和违约 (特拉华州胡勒公司)。不论哪种情况都能说明相对而言, 担保证券的价值被低估。

显然, 在这种情况下, 投资者可以在不影响安全性的同时, 实现低收益向高收益转化; 或者以较小的收益损失换得安全性更高的证券, 而且有时还会有实际收益。^①

固定费用的计算包括担保和租金

在计算公司的债券利息收益保障比率时, 所有相当于债券利息的债务都应当包括在利息费用之内。我们在讨论铁路固定费用的时候已经对此进行了详细的解释, 而且在讨论公共事业债券时也有所涉及。在这两类债券的费用计算中使用该方法是比较简单的; 但对于某些类型的工业企业债券, 在处理担保和租金的时候可能会牵扯到一些复杂的变量。对于像零售企业、剧院这样的公司来说, 这一问题尤其明显, 因为与建筑物使用有关的租金或其他费用是公司总费用的一个重要部分。公司可能

① 参见附录注释 31。

会以债券融资的方式拥有对此类建筑物的所有权，这样一来，其相关债务必然全部出现在资产负债表和损益账户当中。但是，如果另一家公司以长期租赁的形式使用一座类似的建筑物，那不管是其损益账户，还是其资产负债表，都不会对相关的租金费用有任何反映。从表面上看，后一家公司的财务状况似乎要比前一家好，但这也仅仅是因为其债务没有出现在账面上而已；实际上，两家公司都有类似的债务负担。相反，拥有绝对所有权要比仅有长期租赁使用权更具优势（对优先股来说尤其如此），但这一优势在资本形成过程中是体现不出来的。

例如：如果对比州际百货公司优先股和批发公司优先股在 1929 年的表现，二者可能会十分相似；其平均收益覆盖率基本相同，两家公司都没有任何债券或抵押贷款的负债。可实际上，批发公司的实力明显要更强一些，因为它拥有其土地和建筑物的所有权，而州际百货公司的同类资产（小部分除外）都是租来的。这样所产生的真正差异是，州际百货公司要负担大量的固定费用，这些费用的优先级别比优先股更高，而批发公司却不存在这种情况。在连锁店行业当中，对比 J. C. 彭尼公司（J. C. Penney）优先股和 S. H. 克雷斯公司优先股 1932 年的状况也会发现类似的情形；S. H. 克雷斯公司一半以上的商店资产都归自己所有，而 J. C. 彭尼公司几乎所有的商店都是租来的。

租赁负债往往被忽视

1931—1932 年，对于很多销售公司来说，之前经济膨胀时期出现的高额租金已经让它们感到难以承受，直到这时，长期租赁债务的重要性才开始受到金融界的关注。

例如：这一因素对候选投资证券的影响可以从联合雪茄商店公司（United Cigar Stores）优先股上得以充分体现。这只证券及其前身，多年来的表现都十分稳定，售价也一直很高。1928 年，该公司宣称“没有长期债务”，且收益约达优先股股息的 7 倍。然而，公司的长期租赁债务以及子公司资产的费用负担好比千钧重负，最终导致其在 1932 年破产，优先股面临血本无归。

此类债务使分析复杂化

必须承认，如果租赁对公司至关重要，那它必然使整个债券或优先股分析变得极为复杂。幸运的是，投资者目前尚有一些有关租赁费用的数据参考，因为公司向证券交易委员会（SEC）提交的登记声明中必须要有这些数据，而且公司每年都要公布其实际租金支出。然而，是否应当将这些租金全部或部分列入固定费用的问题依然存在。当然，从某种程度上说，这些租金跟固定“间接费用”，如折旧、税收、一般费用等是一样的，而目前为计算安全边际，这些固定“间接费用”是不同债券利息相加的。有一点很明显：如果在将所付租金同债券利息相加之后，公司收益仍能满足费用支付要求，那投资者就不用担心公司租赁资产的问题了。

例如：
斯威夫特公司 3.75% 债券，1950 年到期

1934—1938 年平均数额 (单位：美元)	
股息余额	8 630 000
所付利息	2 107 000
所付资金	996 000
利息收益保障比率	5.1 倍
利息和租金之和的收益保障比率	3.8 倍

然而，我们认为，要求所有公司达到这么严格的标准是不公平也是不可行的。通过研究某些债券的实际表现，我们给出了一个会有一定冒险性的折衷办法，那就是：

- (1) 将 (建筑物占用土地) 年租金的 1/3 列入固定费用和优先股股息，在此基础上计算收益覆盖率；
- (2) 对于零售企业 (连锁商店、百货公司) 来说，利息加上租金的 1/3，二者之和的收益保障比率最低值可从 3 降到 2。这一收益保障比率最低值的降低说明，即使拥有租金这种特殊负担，零售行业依然相对稳定。零售公司优先股的相应保障比率最低值可从 4 降低到 2.5。

例如：
(A) 非零售企业勒夫公司 3.5% 债券，1946 年到期

1934 年 8 月至 1938 年 8 月平均数额 (单位：美元)	
股息余额	10 097 000
所付利息 (和子公司优先股股息)	2 614 000
所付租金的 1/3	1 107 000
利息等收益保障比率	4.86 倍
利息和 1/3 租金之和的收益保障比率	3.71 倍

(B) 零售企业优先股

1934 年—1938 年平均数额 (单位：美元)		
	麦克罗利商店股份 有限公司 6% 优先股	麦克里兰商店股份 有限公司 6% 优先股
普通股余额	1 682 000	1 148 000
债券利息	≈200 000	
1/3 租金	770 000	434 000
优先股股息	300 000	180 000
优先股股息和利息收益保障比率	4.36 倍	7.38 倍
优先股股息、利息和 1/3 租金之 和的收益保障比率	2.33 倍	2.87 倍

结论：麦克里兰公司 (McLellan) 优先股符合我们建议的零售企业优先股的标准，但麦克罗利公司 (McCrory) 优先股不符合。

上述例子说明了计算收益覆盖率的简化技巧。

读者请注意，我们对建议的衡量标准和计算方法并不是很有把握。这是一种新的分析方法；投资者要费一番功夫才能获得所付租金的数据；最重要的是，我们提出的计算标准有一定的随意性，不一定是最佳标准。这种新的衡量标准可能会产生一些意想不到的结果，之后我们将对此加以说明。请注意，麦克里兰优先股（1939年）的售价要低于麦克罗里优先股——这其中还包含其他因素。还要注意，W. T. 格兰特公司（W. T. Grant）5% 优先股属高价股，1934—1938 年，其收益达股息近 10 倍，如果将上述计算方法应用于该股，我们就会发现，该优先股股息加 1/3 租金之和的收益保障比率还不到 2.5 倍。

担保债券的情况

在计算担保债券的收益保障比率时，还有一些其他问题需要考虑。一般来说，涉及担保的资产往往是企业资产的一部分；因此，收益和担保支付数额都将列入一张损益表。

例如：尼斯那房地产公司（Neisner Realty Corporation）6% 债券，1948 年到期，由尼斯那兄弟有限公司（Neisaer Brother, Inc.）担保。该公司的经营和利息费用都列在母公司的合并报表中。

如果担保证券是针对某种单独经营的资产而发行的，那么其投资级别要么取决于发行公司自身的发展，要么取决于担保公司的发展。因此，此类债券只需要达到以下 3 个标准之一就可以了。这 3 个标准分别是关于：

- 1. 发行公司独立于担保公司的收益；
- 2. 发行公司和担保公司的合并收益和费用；
- 3. 担保公司用于支付自有费用和担保债券利息的收益。

例如：a. 印第安纳港口铁路公司（Indiana Harbor Belt Railway）4% 和 4.5% 普通债券，1957 年到期。纽约中央铁路公司（New York Central Railroad）及其重要子公司之一对该债券的本金和利息担保。标准统计债券指南（Standard Statistics Bond Guide）将对公司进行担保，纽约中央铁路系统（New York Central System）的数据作为利息收益覆盖率。但公司本身的表现要好得多，如表 17—2：

表 17—2 费用收益保障比率

年份	纽约中央铁路系统	印第安纳港口铁路公司
1938 年	0.59 倍	2.98 倍
1937 年	1.12 倍	3.81 倍

b. 收益保障比率通常是根据合并损益账户的数据来计算的，涉及母（担保）公司及其担保的子公司的经营状况。

c. 明尼阿波利斯 - 圣保罗 - 苏圣玛丽铁路公司 5.5% 债券，1978 年到期，加拿大太平洋铁路公司对其利息担保。“苏线”铁路公司（属加拿大太平洋铁路公司）的收益只占利息费用总额的一小部分。在计算该债券的收益保障比率时，最好是用加拿大

太平洋铁路公司的收益除以其自有利息费用和该公司担保的债券利息费用之和。

子公司债券

如果债券发行公司是从属于某强势企业的子公司，那该债券通常被认为安全性较高，因为从理论上讲，母公司对所有子公司的债务负责。这一观点可以从建立合并损益账户的常用方法中得以体现，该方法要求所有的子公司债券利息都由合并收益保障支付，其优先级别高于母公司的优先股和普通股。可是，如果母公司没有通过担保或租赁协议（或直接负担）的形式对子公司债券负责，那这种说法很可能会误导投资者。因为一旦某子公司收益状况不佳，母公司很有可能放弃对这部分业务的投资，因此不负责其债券利息，从而将负担转嫁给子公司债券持有人。虽然这种情况并不常见，但于1953年的联合制药公司（United Drug）5%债券在1932—1933年的表现却充分说明了这种可能性的存在。

例如：联合制药公司是制药股份有限公司（Drug, Inc.）的一个重要子公司，制药股份有限公司主要依靠制造专利药品和其他药品，定期获得收益，并支付大量股息。1932年上半年的合并损益账户显示，该公司收益达到联合制药公司5%债券利息的10倍，而前几年的情况甚至更好。虽然该证券并不是由制药股份有限公司负担或担保的，投资者认为，合并损益账户情况良好，这足以保证联合制药公司5%债券的绝对安全。但联合制药公司拥有路易斯·利吉特公司（Louis K. Liggett）的股票，这是其公司资产和业务的一部分。利吉特公司旗下拥有多家药店，拥有高额租金的沉重负担。1932年9月，利吉特公司告知店面房主，如果不降低租金，利吉特公司将被迫破产。

这一消息让投资者认识到一个残酷的事实，尽管制药股份有限公司尚处繁荣发展阶段，但它并没有承担其（间接）子公司——里吉特公司的债务。同时他们马上意识到，制药股份有限公司也不会为联合制药公司5%债券支付利息，对此，他们十分紧张。这种恐慌意识导致该债券的售价从当年早期的93美元下降至42美元。根据42美元计算，票面值为40 000 000美元的联合制药公司5%债券的总市值仅有17 000 000美元，而其母公司的股票总市值仍然超过100 000 000美元（共3 500 000股，每股约30美元）。第二年，“制药股份有限公司系统”自动解散——这种情况并不多见，而联合制药公司重新以完全独立的形式存在。从那以后，其5%债券的收益保障比率一直不够理想。

新泽西统一公共运输公司是新泽西公共服务公司（Public Service Corporation）下属的一个大型子公司，其盈利状况不佳，曾发行5%第一抵押债券，该债券并没有母公司的担保。1933年，该债券到期，很多持有者都接受了母公司以每股65元购回债券的条件。

赛尔泰克斯织机公司（Saltex Looms, Inc.）是西德尼-布卢门撒尔公司（Sidney Blumenthal & Co., Inc.）的子公司，该公司曾发行6%第一抵押债券，1954年到期，可该债券根本没有母公司的担保。布卢门撒尔公司在出具合并损益报表时，通常会先扣除赛尔泰克斯公司的债券利息，然后再得出可用于支付公司自有优先股股息的

收益数额。然而，1939 年该债券利息没有得以支付；1940 年该债券售价为 7 美元，而布卢门撒尔公司优先股的市值超过 70 美元。

独立计算子公司利息收益保障比率至关重要

这些例子表明，投资者不仅容易低估强势企业担保的价值，而且有时也会犯相反的错误，过分看重某公司由另一家公司控制的情况。从固定价值投资的角度来看，没有什么绝对重要的。因此，购买子公司债券时，不应基于母公司的经营状况来衡量其投资价值，除非母公司直接对子公司债券负责。否则，子公司本身的情况就是投资者唯一需要考察的东西。

我们发现，持有控股公司债券的投资者必须从合并损益账户出发，在该账户当中，子公司的债券利息，不管该债券是否有担保，都是列为优先费用的；但购买无担保子公司债券的投资者不能将合并报表作为衡量债券安全性的依据，而应当立足于子公司的独立财务报告来分析。尽管获取这些报告有点麻烦，像联合制药公司 5% 债券就是这种情况，不过投资者还是应当以其为分析依据。

保护性条款和高级证券持有人的补救措施

在接下来的 3 章当中，我们将讨论常见的保护债券持有人和优先股股东权益的条款，以及公司不履行偿债义务时，证券持有人可采取的各种补救措施。在此（同样也是在整册书当中），我们的目标不是提供一些现成的信息，而是严格考察当前的实践，并为保护证券持有人的利益提出可行的改进建议。对此，我们有必要回顾重组措施近年来的发展。

旨在保护高级证券持有人的双联合同或章程条款

公司和债券持有人之间的协议是包含在名为双联合同或信托契约的文件中的。有关优先股股东权益的相应协议则被列入公司章程或执照中。这些文件通常包含一些保护性条款，其目的在于防止公司损害高级证券持有人的利益，并针对类似情况提出补救措施。此类条款一般涉及以下内容：

- 1. 有关债券：
 - a. 未支付利息、本金，或偿债基金；
 - b. 拖欠其他债务或破产清算；
 - c. 发行新的担保债务；
 - d. 稀释转换（或认购）特权。
- 2. 有关优先股：
 - a. 一段时期内未支付（积累）优先股股息；
 - b. 引入长期债务或优先股权；
 - c. 稀释转换或认购特权。

工业公司双联合同中经常出现一则非通行条款，要求公司营运资本要同债券债

务保持一定的比例。对于投资信托或控股公司债券而言，条款中要求的是公司所有资产的市值同债券债务的比例。

条款中针对上述 1a 和 1b 两种情况，为债券持有人提出的补救措施是十分规范的。两种情况都被称为“违约事件”，受托人可以提前宣布债券本金到期并做相应支付。双联合同中的此类条款被称为“提前支付条款”，其主要目的是使债券持有人能够跟其他债权人一样，充分维护自己的要求权。

债券持有人法定权利的矛盾之处

我们如果用批判的眼光来考察这些条款，就会发现，债券持有人的法定权利存在矛盾之处。在华尔街，“清算”^①是一个可怕的词语；提到它通常意味着公司所有证券的价格都将大幅下跌，连债券也不例外，尽管清算的目的是保护债券持有人的利益。正如我们在上一章所指出的那样，债券在违约情况下的市场估价一般不会高于，甚至有可能会低于公司有偿债能力而未支付股息的优先股。

因此，会有这样一个问题，当公司状况不允许及时支付债券利息时，没有本金或利息支付的法定要求权，对债券持有人来说是不是件好事呢？在这种时候，债券持有人的法定权利显然只会彻底毁掉公司，而债券持有人也得不到任何好处。只要利息或本金没有得到支付，推迟支付日期，不要将公司告上法庭，这对债券持有人本身不是也有好处吗？

企业资不抵债及重组

这个问题将我们引入企业资不抵债和重组这一内容广泛的领域。我们首先要对始于 1933 年的修正立法之前的做法进行简要介绍；其次，总结近期法律所带来的变化；最后，评估债券持有人当前的地位。后者尤其难以进行，因为新法律的优缺点尚未在实践中得以显现。

以往的企业重组通常按以下步骤进行：公司无力支付债务利息或本金，自行向清算人提出清算申请^②。按照惯例，公司往往会选择比较“友好”的法院；清算人通常是公司的董事长；由发行证券的投资银行组成的保护委员会代表债券持有人的利益。首先由保护委员会议定重组计划，然后经法院批准。该计划通常是协调不同级别的证券持有者之间的利益冲突，这样一来，一般情况下，人人都会在新公司中保留一定的权益，但同时也都做出了一些让步。然而，很多时候，规模较小且比较稳固的高级别证券一般不会欠付，能安然无恙地度过重组；可如果情况不好的话，

① “清算”以前是一个实用术语，适用于各种涉及法律程序的财务困难。根据 1938 年颁布的《联邦破产法》(Bankruptcy Act)，清算人已被受托人广泛取代。毫无疑问，“清算”一词将继续沿用，至少在一段时间内如此，因为“托管”和“破产”两种说法都不尽如人意，前者有些模棱两可，后者则语义过重。“资不抵债”这个词倒是比较合适，但又说起来不太好听。因此，股东诉讼、自愿清算和其他事件中将仍然使用“股本清算人”一词。

② 其他“违约事件”，如无力满足偿债资金或营运资金的需求，很少会导致清算。如果债券持有人将公司告上法庭，那也必将损害他们自己的利益，所以他们往往选择忽略这些问题，或者就其与公司协商。

股票有时会全军覆没。重组实际是通过没收财产或破产拍卖来运作的。愿意参与重组计划的证券持有人可以购买公司资产；而不愿意的债权人可以按比例获得数额相当于股票售价的现金。此时的股票价格往往很低，对债权人来说，加入该计划并获得新证券要比彻底退出只拿现金更好。

1933—1939 年，一系列修正法律的颁布实施彻底改变了这种重组程序，这些法律中最重要的要数《钱德勒法案》(Chandler Act)。这些法律主要修正两种缺陷：一方面，必须向不愿意参与重组计划的债券持有人支付现金的做法陷入了两难境地。因为没收财产的售价“爆冷值”，或者说底限过低，法院并不支持；而如果售价合理，通常又要牵扯筹集资金这一棘手的问题。更严重的是，整个重组的运作过程往往把主导权完全交给旧的管理层，这些人可能并不称职，甚至不讲诚信，而且在公司肯定有特殊的利益。

从 1933 年形势发生转变开始，重组也有了技巧，如果重组计划得到三分之二的债权人和多数股东（如果他们有“股权”）的支持，并且经过法院批准，那该计划对所有证券持有人都具有约束力。这样就摒弃了没收财产拍卖过程中那些繁琐而别扭的环节。经《钱德勒法案》和 1939 年《信托契约法》(Trust Indenture Act) 的完善，新的除铁路公司以外的公司重组程序包括以下补充性要点：

1. 公司必须交给一个或一个以上无利害关系的受托人。受托人必须决定是否应对旧的管理层提出要求权，该公司是否有继续维持的价值。

2. 制定重组计划的责任实际由 3 个无利害关系的机构负责：

- (1) 受托人，首先由受托人提交计划。

- (2) 证券交易委员会（当公司负债超过 3 000 000 美元时），该委员会提出咨询意见。

- (3) 法官，由他正式批准该计划。虽然证券持有人及其防护委员会也可以提出建议，但只有当无利害关系的机构完成其工作之后，这些建议才会予以受理。此外，假如同意重组计划的各类债券持有人未达到所需比例，法院拥有广泛的权利来强制债券持有人接受该计划；但这种权力的具体范围尚不确定。

3. 重组计划必须符合法律规定的若干公平标准，包括有关投票权、报告公布等方面的条款。法院必须核准新的管理人员。

4. 保护委员会的行为要接受严格的审查和监督。各种重组费用，包括对所有人的赔偿，都必须得到法院批准。

5. 与严格意义上的重组程序不同的是，《信托契约法》包括若干要求受托人根据债券协议行事的条款。这些规定旨在避免某些利益冲突，此类冲突曾招致大量投诉，还旨在受托人更加积极地保护债券持有人的利益。

我们坚信，一般情况下，目前的法律将是十分有效的。它将消除以往的清算和重组所带来的弊端，还将大大加速再调整过程。尤其是当重组过程中有关公平的标准更加明确之后，情况更是如此。这样一来，以往不同级别的债券持有人之间的长期矛盾以后就不会发生了。

建议选用的补救措施

尽管企业重组方式的确发生了变革，我们仍大胆断言，还有很多其他更加简便的保护债券持有人的有效措施。我们认为，假如某公司的债务结构十分简单，那么针对债券持有人各种损失的最佳补救措施就是及时赋予其对公司的表决控制权，并成立完善的相应保障机制。很多时候，债权人将有权调配公司资源和收益，以此来加强对自身利益的保护，这样就可以避免走又费钱又费时的法律途径。

我们的建议有两层含义：第一，根据契约条款，债券持有人获得表决控制权，这是唯一一种适用于任何违约情况的补救措施，包括利息或本金的欠付。人们往往认为，有了该控制权，就可以宽限利息或本金的支付日期，但是，如果代表债券持有人利益的董事觉得与其让这种欠付加控制的状态无限期地继续下去，不如全面重组的话，那根据《钱德勒法案》，他们有权申请托管。第二，表决控制权最好通过契约受托机构实施，此类机构规模较大，并有丰富的财务处理经验；一般来说，他们能够代表债券持有人的利益，并为其推荐合适的实施控制权的董事人选。在董事会中，股东的利益应继续由少数董事代表。

实际上，这种安排意味着，在债券持有人实施控制期间，固定利息债券已经转变为收益债券；公司可以推迟债务到期期限，直至自愿宽限还债期限或重酬资本，如果这样还不行的话，理想的做法就是清算或拍卖了。如果重组计划出自债券持有人的代表，他们有控制公司和单纯等待两种选择，也可以以法律的形式，将自愿资本重组的基本做法和原则（目前只能适用于各种股票）扩展到债券范围。

但很明显的是，当债权人的优先级别不同，彼此有利益冲突时，他们就无法很好地实施控制权。在这种情况下，要想快刀斩乱麻，就有必要采用《钱德勒法案》中的诉讼程序。然而，对于只有一种简单的高级留置权和一种简单的次级留置权的情况来说，授予表决控制权的做法至少在理论上是行得通的。假如只有初级留置权发生违约，表决控制权就转移到此类证券那里。如果违约的是高级留置权，那它将作为一个单独的类别取得控制权。

这样的建议前所未有，可能会引起某些质疑，尽管如此，我们还是应该指出，赋予债券持有人表决控制权的做法并不新鲜，且日益盛行。虽然过去它是一种特殊的做法，但我们现在发现，如果公司尚未购回全部或大部分证券，或利息尚未全额支付时，许多为发行收益债券而实施的重组计划都会赋予证券持有人对董事会的表决控制权。此外，许多涉及固定利息债券的契约都规定，债券持有人对契约修改拥有表决权。在加拿大，信托契约通常都规定债券持有人可通过会议修改契约条款，就连有关推迟或改变利息或本金支付的条款也在可修改范围之内。召集会议的可以是受托人、一定比例的债券持有人，某些情况下也可以是公司本身。

与优先股持有人相比，以上建议的做法并未真正给债券持有人带来更多的法定权力，从而使其处于不利境地，因为其权益有限，而且要求权无法得以强制执行；或许有人会反对这一结论。对此，我们给出这样的答案：如果控制权能得以恰当实施，那么不管是对债券持有人来说，还是对优先股股东来说，这都将是一种有效的补救措施。在这种情况下，与优先股相比，除债务在固定期限偿还以外，债券的其

他基本契约性优势都将逐渐消失。最后，我们再次强调在讨论优先股理论时所提出的观点，优先股的契约性劣势实际上并不在于其固有的法定权利，而是在于公司的实际运作程序和投资者自身的问题。

无力偿付的公司所发行的证券呈现售价往往低于公平价值的倾向

现在，我们来关注一下企业重组问题的一些其他方面。第一个问题涉及无力偿付的企业债券的市场表现。以前，破产清算普遍存在极大的不确定性，这种不确定性预示着股东将血本无归，但对债券持有人来说，却没有什么明确的后果。因此，总的来说，清算企业证券呈现售价低于公平价值的倾向；违约债券价格和次级股票价格之间也逐渐表现出不合理的关系。例如斯塔贝克公司（Studebaker Corporation）在 1933 年 9 月的情况便体现了这种关系，见表 18—1。

不考虑固定资产，公司证券的总市值还不足现金项目金额的 1/3，并且仅相当于流动资产净值的 1/7。

表 18—1	斯塔贝克公司 1933 年 9 月相关数据		(单位：美元)
证券	面值	市场价格	市场价值
10 年期的 6% 中期债券和其他债券	22 000 000	40	8 800 000
优先股	5 800 000	27	1 500 000
普通股 (2 464 000 股)		6	14 700 000
股票总价值			16 200 000

该公司债券，按 1 美元 40 美分的价格出售，股东在获得任何分配之前，都将获得及时的全额支付。然而，股票的市场价值要比优先债券的市场价值更高。

自愿再调整计划

债券持有人已经意识到清算显然具有负面影响，因此当公司管理层提出让他们自愿让渡部分合同债权时，他们一般都会同意。这种办法与以往的“债务和解”（债权人延长债务期限，甚至放弃部分债权，而股东的权益保持不变）不同，债券持有人会获得大量股权。

例如：1931 年底，瑞迪欧－基思－奥菲厄姆公司（Radio-Keith-Orpheum Corporation）由于债务紧急，需要资金，普通的融资解决不了燃眉之急。为此，股东出台了一项计划，根据该计划他们实际出让了 75% 的股息，作为给出资 11 600 000 美元购买信用债券的人的红利（但是，该公司持续大幅亏损，直至一年后被迫进入清算期）。

1933 年，福克斯影业公司（Fox Film Corporation）也实行了这样的资本重组。股东放弃了超过 80% 的股权，换来了大约 40 000 000 美元的 5 年期中期债券和银行贷款。

堪萨斯城公共服务公司（Kansas City Public Service Company）的再调整计划

也于 1933 年完成，该计划的执行目的相对简单，即在暂时的低收益时期，缩减利息费用。该计划规定，6% 第一抵押债券的票息率在 1933—1936 年 4 年中降低到 3%，在 1937—1938 年，再恢复到 6%，然后在 1939—1951 年，提高到 7%，以此来弥补前几年中债券持有人 12% 的利息损失。该计划还决定建立一个大额偿债基金，资金拨付以收益而定；该基金用来逐步清偿公司证券，并提高证券的市场地位。

很明显，对堪萨斯城公共服务公司债券持有人来说，与其坚持 6% 的票息率，让公司因无力支付利息而流于清算，不如允许公司暂时支付 3% 的利息。（该公司上一次清算持续了 6 年，直到 1926 年才结束。）在这种情况下，公司并没有要求股东向债券持有人让渡部分次级证券利息，来换取债券持有人的让步。从理论上说，这种利益的让步和转移是公平的，可是这样做没有多大的实际意义，因为出给债券持有人的股票红利的市场价值极小。尽管如此，还是有这么一条原则，债券持有人放弃任何重要权利的同时，有权从股东那里获得某些补偿——形式可以是股东向企业捐赠现金，也可以是股东向债券持有人出让部分对未来收益的要求权。^①

1939 年，具有临时性质的补充法律颁布实施。该法律旨在通过赋予铁路公司对其所有证券持有人的约束力，推动铁路公司所谓的“自愿重组”。

该法律颁布实施的目的是帮助巴尔的摩 - 俄亥俄 - 利哈伊谷公路公司执行其先前提出的自愿重组计划。该计划旨在减少固定利息费用，推迟目前和近期到期证券的期限。不管是哪种情况，股东依然将一分不少地获得利息。

正如我们之前所提到的，我们认为，自愿再调整计划本身是可取的，但应该在债券持有人获得对公司的表决控制权之后提出，而且还应当有替代性的行动方案。

债券受托人的转变

在自 1933 年以来颁布实施的修订性法律当中，1939 年《信托契约法》是一部很重要的法律。该法律纠正了债券受托人在履行职责时的欠缺之处。以前，投资界对契约受托人最大的不满在于，他们并没有以受托人的身份行事，只能说是债券持有人的代理人而已。这意味着一条惯例，他们并不主动行事，只有在一定比例的债券持有人发出指令时才会行动。^② 双联合同往往对受托人的职责只字不提，却包含大量有关对其免责的条款。

针对这一不良现象，1939 年《信托契约法》（第 315 条）做出了以下规定：

违约发生时受托人的义务

（c）合法的双联合同应对违约发生时，受托人所需承担的职责做出规定（因为合同中出现了这一定义），既然受托人根据合同拥有一定程度的权利，那他们在履行职责时，就相应地需要认真、谨慎。

另外，法律还包括有关限制使用所谓“开脱性条款”的规定。过去，由于存在这些“开脱性条款”，除证明其存在欺诈或其他程度相当的疏忽之外，受托人都不会

^① 见附录注释 32。

^② 见附录注释 33。

有什么过错。

另外，导致申诉的另一个原因是，契约受托人通常是债务人（如持有本公司本票的信托公司）或其他有相同利益的债权人。这种情况会造成利益冲突，或者使得受托人不愿采取积极公正的行动，这对债券持有人有很大的影响。1939 年的《信托契约法》对禁止这种行为做出了严格的规定。

保护委员会的问题

有关契约受托人地位的修订有助于保护委员会解决棘手问题。自 1929 年以来，保护委员会的定位模糊不清，运作状况十分不佳。在违约发生时，发行证券的投资银行会组织成立保护委员会，这在过去被认为是理所当然的事。但近几年来，越来越多的人开始怀疑这种做法是否合适，是否可取。债券持有人有可能对证券发行银行的判断能力缺乏信心，也有可能对其是否能公正地代表他们的利益尚存质疑，因为银行同企业间牵扯其他利益；他们甚至可能认为，证券包销商应对债券投资的损失承担法律责任。因此，证券持有人的有力代表应该是其他机构，而不是发行银行，这种说法是很有说服力的。然而，困难在于如何找到这样的机构。排除了证券发行银行以后，任何人都可以宣布自己是保护委员会主席，并吸纳寄存。整个程序毫无标准可言，从而受到严厉的指责。经常出现几个保护委员会同时存在的现象；为争夺寄存业务，不正当竞争时有发生；很容易让一些有不良声誉和不良动机的人钻了空子。

1938 年新破产法的出台，使得保护委员会的运作和取酬都纳入了法院审查的规程，从而在一定程度上改善了这一状况。如在铁路行业，保护委员会未经国际商会的批准，不能参与这一程序。进一步的立法将对保护委员会的构成及行为做出更加详细的规定。

改革建议

根据双联合同，受托人将积极履行保护证券持有人利益的职责，所以整个程序将更加明了，更加规范。承担该职责的大型机构拥有相应的资质、经验和地位优势，以保证其有效履行这一职能。一般来说，由受托公司本身来组织保护委员会，由其某位高层管理人员担任委员会主席，再从大债券持有人或其指定人员中选出委员会成员，这样的做法也未尝不可。代表所有债券持有人利益的受托公司和代表寄存债券持有人的保护委员会之间，可能会存在利益冲突，根据分析，这种冲突只是一些技术上的问题，影响并不大。如果出现了这样的冲突，可以通过法院来解决。受托人在完成工作和为债券持有人争取到利益之后，一定会得到丰厚的酬劳。

这种做法的目的是实现受托人和一部分债券持有人之间的有效合作，这部分债券持有人在受托人看来可以代表所有证券持有人的利益。这部分债券持有人最好在证券发行时组建一个小组，也就是说，不要等到违约发生之后再成立；这样一来，从一开始就会有负责的相关机构，站在债券持有人的角度，跟踪监督公司动态，如

果需要的话，他们还会对有可能对证券安全造成威胁的政策提出反对意见。公司应为该服务支付合理的报酬。该报酬在一定程度上相当于董事会中代表债券持有人利益的成员的报酬水平。如果到了该小组作为代表债券持有人利益的保护委员会采取行动的时候，他们对公司事务的了解就会成为一种优势。

保护性条款（续）

禁设优先留置权

除了对普通违约事件的探讨，我们还应对某些保护性条款进行简要的分析。（免于稀释的保护性兑换和其他参与特权事宜将在有关投机性高级证券的章节中加以讨论。）对于抵押公司债券，我们发现双联合同几乎禁止给抵押财产设置新的优先留置权；但在重组过程中产生的债券有时会是特例，前提是：人们认为优先留置权是未来筹集新资本的必要条件。

例如：1926 年，芝加哥 - 密尔沃基 - 圣保罗和太平洋铁路公司发行了 107 000 000 美元的 5% A 系列抵押债券，以及 185 000 000 美元的 5% 可转换调整抵押债券，后者级别较低，以替换破产的芝加哥 - 密尔沃基 - 圣保罗铁路公司证券。双联合同允许公司以后发行第一替续债券，并且数量不限，其级别高于 5% A 系列抵押债券。

等价证券条款

如果某债券无担保，它将平等分享以后设于公司资产的任何抵押留置权。

例如从 1897—1908 年，纽约 - 纽黑文 - 哈特福德铁路公司出售了大量信用债券。这些债券原本并无担保，但双联合同规定，这些债券与以后以公司资产为抵押的所有证券享有同样的担保。1920 年，股东批准发行第一替续抵押债券；随后，在这之前发行的信用证券也享受同该新抵押债券一样的担保。它们仍叫“信用债券”，但现在这个叫法已经不合适了。然而，该公司在 1957 年发行 4% 信用债券时，没有做出这一规定，因此也就没有担保。1939 年，于 1957 年到期的 4%（无担保）信用

债券的售价只达到于 1956 年到期的 4%（担保）信用债券的三分之一，这意味着前者价格为 5 美元时，后者价格为 16 美元。

置产抵押

惯例上是可以通过置产抵押发行债券的，没有任何限制。这种债券的抵押资产都是公司新购置的资产，因此不会影响到其他债券持有者的地位。当然，这种推测并不是绝对有效的，因为该债券的发行有可能提高债务总额相对于股东权益总额的比率，从而会危及现有债券持有人的地位。

公司重组过程中，债券债务的级别低于银行债务

如果债券或发行票据出自重组计划，那有的时候其要求权要低于公司目前或将来的银行贷款。这样做是为了促进银行借贷，唯一能影响其安全性的只有应收款和库存。关于这个问题的一个例子是伊奥利亚公司（Aeolian Company）5 年期 6% 担保债券，1937 年到期。该债券是在一个资本调整计划中发行的，用以部分交换该公司 7% 担保优先股。该债券的优先级别低于 400 000 美元的银行贷款，该贷款后来得以偿还。

针对增发同类证券的保障条款

对于增发证券问题，几乎所有的债券或优先股合同中的相关条款都是非常完备的。惯例上，此类条款都包含收益边际要大大超出增发证券要求的规定。如纽约爱迪生公司规定，除债券换新以外，只有公司最近 12 个月的合并净收益至少达到公司包括拟发行债券在内的所有债券债务年利息费用的 1.75 倍时，才能发行享有第一留置权的替续抵押债券。惠灵钢铁公司（Wheeling Steel Corporation）则要求其第一抵押债券的该比率为 2 倍。

不过，铁路行业实际并不设立此类有关收益覆盖率的规定。一揽子抵押类铁路债券通常通过以下条款来限制增发债券：即担保负债总额不得超过一定比例的已发行股本数额，并且新债券的发行数额不得超过一定比例的新购置资产的成本或公平价值。以往的债券发行时，抵押资产通常要限制在一个相对较小的固定数额以内，因此公司如果要新增融资，只能以出售初级证券的形式进行。该规定进一步巩固了“优先债券”的地位，我们曾在第 6 章对此有所涉及。

一般来说，公司增发抵押债券的前提是，新抵押资产的价值要远远超过债务增长数额。

这些安全保障措施本身是符合逻辑的，人们一直对其十分关注。由于不管怎么样，一般来说，稳健的表现是吸引投资者购买增发债券的必要条件，所以这些措施的实际意义并没有表面那么明显。

营运资本要求

有关运作资本同债券债务数额，流动资产与流动负债，均保持一定比例的规定，并不是通用的条款。此类条款只有工业债券合同中才有。而且其要求的比例各不相同，达不到要求比例的处罚措施也差别很大。多数情况下，最终结果只是停止支付股息，直至营运资金恢复到适当的水平或比例。也有少数情况当中，债券本金可宣布提前到期，比如以下几种情况：

1. 单一处罚，禁止支付股息。1956年到期的B. F. 古立德公司(B. F. Goodrich) 4.25% 第一抵押债券，和1955年到期的威尔逊公司(Wilson and Company) 4% 第一抵押债券，都要求公司流动资产数额要同债务总额相等，即净速动资产数额要同长期债务数额相等。西弗吉尼亚纸浆和造纸公司(West Virginia Pulp and Paper) 1952年到期的4.5% 第一抵押债券和附属优先股都包括在长期债务当中。

费尔班克斯·莫尔斯公司(Fairbanks, Morse and Company) 4% 信用债券，1956年到期，该债券合同中要求流动资产数额达到负债总额的110%，流动负债的200%。惠灵钢铁公司1966年到期的4.5% 第一抵押债券和国民通用钢铁公司1966年到期的4.5% 债券，都要求流动资产必须达到流动负债的300%，流动资产净值必须达到长期债务的50%。

2. 未达标的情况就属违约事件。斯克利石油公司(Skelly Oil) 曾发行1951年到期的信用债券，和1937—1941年到期的分期偿还债券。合同中规定该公司流动资产至少达到流动负债的200%。

大陆钢铁公司(Continental Steel) 1946年到期的4.5% 债券合同中对该比例的要求是115%。

美国机器和铸造公司1939年到期的6% 债券，就属第一种情况，该债券合同中有以下双重保护条款：首先，禁止支付股息，除非流动资产净值达到未清偿债券总额的150%，其次，流动资产净值要无条件地保持在未偿还债券面值的100%以上。美国散热器公司(United States Radiator Corporation) 曾发行1938年到期的5% 债券，该公司同意不论在什么时期，公司的营运资金净额都会保持在未偿还长期债务的150%以上。

工业债券合同中，普遍设立一些涉及营运资金的保护性条款，似乎是合理的。之前我们已经提到，流动资产净值相对于长期债务的比例是选择工业债券的具体标准之一。双联合同中通常应当包括有关该标准的规定，这样一来，债券持有人将有权在债券存续期间要求公司维持一个理想的比例，并且在该比例下降至临界值之后，能够要求公司采取充分的补救措施。

在这种情况下，禁止股息支付是合理而可行的。但将营运资金不足视为“违约事件”，并因此给予更加严厉的处罚，这对债券持有人来说是无效或者不利的。有人认为清算对债权人并没有任何帮助，反而是有害的，这也有力地说明了这一点。上文中我们曾提到美国散热器公司5% 债券，该公司1933年1月31日出具的资产负债表显示，其营运资金并没有达到150%的标准。然而，受托人没有采取任何宣布本金到期的措施，提出此要求的债券持有人也没有达到规定的人数。由此导致的清算很

有可能严重损害债券持有人的利益。这意味着，我们所说的条款不应被列入双联合同。

补救措施之一——表决控制权

我们之前已经涉及并讨论了这一建议，即在违约发生时，债券持有人任命受托人的权力，将被对企业的表决控制权所代替。不管读者是否认为此项建议适用于利益或本金支付拖欠的情况，我们可以肯定，读者会赞同这样的观点：在“次级”违约，如公司无法维持运营资金的充足度或无法支付偿债基金的情况下，该建议是有建设性意义的；因为公司在违约时要么突然宣布资不抵债，要么什么也不做，都一样难以令人满意。

投资信托证券的保护性条款

我们认为，投资信托债券属于一个特殊的类别，因为就其性质而言，它们应当适用严格的补救条款。从根本上说，这种债券类似于银行以有价证券为抵押而发放的抵押贷款。抵押资产的市场价值要高出贷款数额的一定比例，这是对银行贷款的一种保护。同样，放款给投资信托公司的贷款者有权要求抵押证券组合的价值始终高出贷款数额足够的比例，比方说 25%。如果抵押资产的市场价值低于这个数字，投资信托公司应采取同其他以有价证券为抵押的贷款人同样的措施。要么追加资金（即从股东那里筹集更多的资金），要么出售证券，并以此收益来偿还债务，其数额要保证安全边际恢复到应有水平。

债券投资有其固有缺陷，因此对于广大债券购买者来说，寻求一切可能的保障措施就是理所当然的事了。在投资信托债券合同中制定要求被抵押证券的市场价值高于债券债务总额的条款，这是保护投资信托债券的一项十分有效的措施。因此，购买投资信托债券的投资者应要求制定此类保护性条款，而且应要求公司对其严格执行。如果证券组合的市场价格下跌，这种做法将对股东不利，尽管如此，这毕竟是原始协议内容的一部分，即股东同意承担大部分风险，以换取额外的利润。

一项对于投资信托债券双联合同的调查显示，这些保护性条款缺乏统一性。它们大多要求资产价值要超出债务数额一定比例，这是增发债券的前提条件。资产净值超出长期债务的要求比例各不相同，从 120% [如美国通用投资公司 (General American Investors)] 到 250% [如尼亚加拉股份公司 (Niagara shares Corporation)] 不等。常见的是 125% 或 150%。现金股息支付也有类似的限制。相应比例的浮动范围介于 125% (如境内外投资公司) 和 175% (中央国家电力公司要求只有达到该比例才能发放现金股息) 之间。常见的是 140% 或 150%。但对大多数债券来说，并没有要求资产价值高出债券债务的长期无条件底限。此类合同的确存在，如通用公共服务公司 5% 可转换债券，1953 年到期；美欧证券公司 (American European Securities Company) 5% 抵押债券，1958 年到期；以及附属基金公司 4.5% 和 4% 有担保可转换债券，1949 年到期，所有这些债券的合同中都规定抵押资产的市场价值要维持在长期债务总额的 125% 以上。附属基金公司提供的补救措施是受托人立即出售担保抵押

债券，且公司清偿债券，直至该比例恢复到应有水平。还有一些其他情况，公司会制定有关宣布所有证券可到期支付本金的更加详细的条款。我们建议，此类规定应当成为投资信托债券的一个基本标准。

偿债基金

现代形式的偿债基金可以通过公司支付定期偿还一定比例的高级债券。偿债基金可以通过电话，密封投标，也可以通过受托人或公司从公开市场购买来回收债券。在最后一种情况中，公司以债券代替现金存入偿债基金。偿债基金通常每年运作一到两次，但是按季度或按月付款的规定也并不奇怪。许多通过偿债基金所获得的债券实际上并没有得以清偿，而是依然“存续”，即它们仍有利息，这些利息也同样用于购买偿债基金，从而使基金数额迅速增长。

美国钢铁公司两种 5% 债券的偿债基金就是一个重要例子，这两种债券的原始发行总额为 504 000 000 美元。其中次级证券在纽约证券交易所上市，在债券市场上通常被称为“钢铁偿债者”。由于基金吸纳债券利息，其年支付额从 1902 年的 3 040 000 美元增值 1928 年的 11 616 000 美元（第二年，这些证券中所有未偿付部分都得以清偿）。

利益

偿债基金的益处是双方面的。证券规模的不断缩小，会提高其安全性，而且在证券到期时，清偿证券余额也变得更加轻松。另外，证券购买需求将一直保持在较高水平，这样就为其市场行情提供了保证，这一点也同样重要。几乎所有的工业债券都设有偿债基金；有无偿债基金的公共事业债券各占一半；铁路债券中设有偿债基金的则十分少见。但近几年来，越来越多的人开始关注偿债基金是否可取的问题，目前各类长期高级证券当中，不设立偿债基金条款的很少。

某些情况下必不可少

在某些情况下，偿债基金对于保护债券是绝对必要的。一般来说，如果证券的抵押资产主要是损耗资产，情况尤其如此。以矿业产权为抵押的债券都设有偿债基金，且基金的偿债比例通常较高，并根据采矿吨位有所调整。房地产抵押债券通常都设立规模相对较小的偿债基金。不管怎么样，从理论上讲，每年的损耗或折旧备抵也应用于清偿长期债务。

例如：大型跨区捷运公司 1966 年到期的 5% 第一替续债券就是一个特殊的重要实例，该债券主要由隶属于纽约市的资产租金来担保。很显然，到 1967 年资产租赁期满时，通过偿债基金来清偿债券就显得尤其重要了，因为届时公司将丧失大部分资产和盈利能力。烟草制品公司 2022 年到期的 6.5% 债券也属类似情况，其价值完全取决于美国烟草公司每年支付的 2 500 000 美元租金，该租约于 2022 年到期。

在上述几种情况当中，如果没有偿债基金，公司无疑将陷入困境。

例如：联邦采矿和冶炼公司（Federal Mining and Smelting Company）曾发行一只大型优先股（发行总额为 12 000 000 美元），该采矿企业的情况十分特殊；且该优先股没有设立偿债基金。1926 年，公司宣布，发放 10 美元的普通股股息，对此，法院采取行动保护优先股，因为矿储损耗和发放初级债券现金收益已经威胁到了优先股的地位。根据法院的裁定，公司在 1937 年之前不得发放普通股股息，并将其盈余利润用以购回优先股，直至 1939 年本息清偿完毕。

铁汽船公司（Iron Steamboat Company）1932 年到期的普通抵押债券没有设立偿债基金，但用做抵押的汽船价值显然在不断下降。这些债券的总额为 500 000 美元，发行于 1902 年，并且对公司全部资产拥有二等留置权，公司另有第一抵押债券，数额为 100 000 美元，前者的级别要低于后者。1909—1925 年，公司共支付普通股股息超过 700 000 美元，到 1922 年，通过偿债基金，公司清偿了所有第一抵押债券。至此，1932 年到期的 4% 债券，成为了以公司全部资产为抵押的第一抵押债券。1932 年，该公司宣告破产，其所有证券均未得以清偿。1933 年 2 月，抵押财产被拍卖，售得 15 050 美元，对债券持有人来说，1 美元的债券收回不到 1 美分。如果公司设立充足的偿债基金，就有可能将分配给股东的收益用来清偿所有证券。

如果某企业会一直存续下去，没有偿债基金也不一定会威胁到证券的安全性。大部分优质铁路债券和很多优质公共事业债券都是如此，另外，大部分可投资级别的老牌优质工业优先股也不例外，如美国饼干公司优先股，该股票就没有设立偿债基金。因此，更加宽泛地讲，偿债基金一旦设立，就是十分可取的，但并不是所有的债券都必须设立。

分次到期也是一种选择

设立偿债基金所要达到的一般目标也可以通过分次到期来实现。公司每年清偿一部分到期债券，这跟通过购买偿债基金来缩减债券债务具有同样的作用。分次到期相对少见，投资界对其持有反对意见，因为它有可能导致债券的市场报价存在差异。然而，在设备信托领域，分次到期是普遍采用的原则。这一现象比较特殊，其原因在于，保险公司和其他金融机构是设备债券的主要购买者，债券到期日期不同往往能够满足他们的特殊需求。州级和市级财政机构经常采用分次到期方式。

执行问题

偿债基金条款同营运资金维持条款在执行过程中存在同样的问题。在双联合同中，无法支付偿债基金通常被认定为违约事件，这样一来，受托人就可以宣布本金到期，并因此使公司进入清算。该“补救措施”明显存在不足之处，假如公司在照常支付利息却无法支付偿债基金时，依然执行双联合同条款，这样的实例我们根本找不到。如果公司继续支付利息，却声称无法支付偿债基金，那受托人和债券持有人往往不采取行动，而只是允许公司积累欠款。更加普遍的情况是，公司向债券持有人提出有关推迟偿债基金支付的正式要求。如果不这样的话，公司只能面临破产，

因此绝大多数债券持有人都会接受这一要求。跨区捷运公司 5% 债券也是这种情况，正如我们曾经指出的那样，偿债基金是一种重要的保护措施。

有关营运资金合同的建议——即在发生违约事件时，将表决控制权移交给债券持有人，也同样适用于偿债基金条款。我们认为，当债券持有人只能要么以什么也不做来保护自己，要么采取迫使公司破产这种极具灾难性的做法时，接受表决控制权还是明显可取的办法。

我们将重点放在工业债券合适的保护性条款上，不过读者不应因此认为，此类条款是对债券安全性的保障。事实绝非如此。债券投资的成功主要在于投资人选中的企业经营状况良好，双联合同的条款还只是次要问题。因此，似乎存在这样一个矛盾，高级证券在经济萧条期表现很好，但其双联合同或公司章程条款往往不尽人意。其原因在于，优良证券往往都是那些比较老的，这些证券发行时，人们对于保护性条款并没有像现在这么关注。

尽管我们一直在讨论的保护性条款并不能保障证券一定是安全的，但这些条款能使其安全性有所提高，因此值得坚持。^①

在很多房地产证券的案例当中，根据各州的抵押延期偿付法律，公司停付偿债基金之后并没有受到什么处罚。例如：哈里曼建筑公司曾发行 1951 年到期的 6% 第一抵押债券。根据纽约州延期偿付法律，1934—1939 年，该公司并没有支付偿债基金。

^① 参见附录注释 34。

优先股的保护条款，保持充足的初级资本

优先股几乎总是设有保护性条款，以避免公司新发行优先级别更高的股票。该保护性条款规定，除非是得到 2/3 或 3/4 的优先股股东投票的通过，否则公司不能发行优先级别更高的股票或是抵押债券。股东并不会完全反对这种债券的发行，因为实际上优先股股东经过慎重考虑后总是发现统一发行这种债券可以使他们从中获益。为了避免破产而必须通过发行新的债券进行融资就是可能出现的情况。1932 年艾廷根 - 希尔德公司（Eitingon-Schild Company）的例子就说明了这一点。公司股息率为 6.5% 的第一优先股的保护性条款规定公司除了置产债务、现有抵押贷款延期、以确保在正常的经营过程中获得贷款为目的的流动资产抵押之外，不能以自身的任何资产进行抵押、留置或是贷记。由于公司在 1932 年财务状况不稳定，优先股股东通过了某些财务重整方案，其中包括发行共计 5 500 000 美元利息率为 5% 的信用债券，该债券的某些条款的实施以固定资产作为一项特殊贷记项目。

关于防止无担保债务发行保护条款的必要性

优先股股东通常无权制止无担保债务的发行。美国金属公司的案例说明了这一点。1930 年，该公司没有经过优先股股东的投票便发行了共计 20 000 000 美元的信用债券，但是 1933 年公司被迫请求优先股股东通过在该债券到期时以抵押担保的方式发行新债券。这种差异在我们看来是不合理的，因为无担保债务与抵押贷款债务一样，都会威胁到优先股的安全性。优先股股东可以阻止发行较高优先级别或是相同优先级别的债券以及任何有担保的债务，但是他们无权阻止发行任何规模的信用债券，这种常见的现象似乎是不合逻辑的。

这种做法大概是为了得到以普通经营为目的的银行借贷，但是我们应该仔细看

一下有关这个问题的具体条款，就像现在的标准条款允许公司不需要取得优先股股东的同意就可以抵押资产以获得“普通经营过程中的贷款”。

公司经常利用优先股股东的投票来发行优先级别相同或是更高的债券，而这些债券是在资本结构重整的计划中用来替换优先股的，并且通常发行这些债券旨在分配累计股息。通过赋予新发行债券相同或是更高的优先级别，原本可能反对发行的股东几乎都会被迫选择接受。

例如：1930 年奥斯汀·尼科尔斯公司（Austin Nichols and Company）发行了股息率为 7% 的优先股，每股股息累计达 21 美元。该公司提出以每股 5 美元的累积优先 A 股加 1.2 股普通股来替换原有股票。通过投票表决，优先股股东接受了该提案，新的优先 A 股的优先级别高于原有的优先股。因此原有的优先股中 99% 都被替换为新股。国际纸业和菲斯克橡胶在 1917 年和 1925 年分别对优先股累积股息采取了类似的手段。公司发行了与原优先股优先级别相同的新优先股。

优先股偿债基金

公共事业和铁路类优先股的发行很少包含偿债基金条款。但是在工业类优先股的发行中通常都会包含偿债基金。优先股和其他债券一样都会得到来自偿债基金的利益。此外，考虑到我们时常强调的优先股在契约方面的劣势，投资者就更有理由坚持要求这种特殊而又带有保护性的利益所得。但是，尽管偿债基金因此会成为优先股非常有优势的特征，但是这种基金仍然无法保证优先股的安全性。我们列出的 1932—1933 年保持着投资评级的 21 只优先股（见第 14 章）中，只有一只优先股包含有偿债基金条款。正如上文中所说，这个矛盾的原因在于几乎所有质地优良的工业类优先股都是发行时间较长的股票，而偿债基金相对来说则是新生事物。

偿债基金的金额所占比例通常是固定的，一般是已发行优先股最高额的 3%，而这一比例可能是最常见的。按照收益额设定偿债基金比例的情况也较为常见。还有很多不同的计算偿债基金的方法，在此我们不再赘述。大多数情况下偿债基金的支付是带有强制性的，前提是：（1）优先股的股息已全部支付或是已经“准备支付”；（2）收益盈余部分仍然能够满足偿债基金的需要。

少数优先股的保护性条款还包括保持一定的流动资产净额，其数额通常是优先股的 100% 或是优先股加上其他债券的 100%。有时，违反这些条款的做法仅仅是停止发放普通股股息（例如西德尼·布卢门撒尔公司股票），而有时则是将投票权转让给优先股股东（例如 A·G·斯波丁兄弟公司股息率为 7% 的第一优先股，其营运资本按规定应达到优先股的 125%）。

不支付股息时的投票权

在不支付股息的情况下产生的投票权是另外一种较为常见的优先股保护条款。据我们所知，这种条款只适用于累积性优先股。从投票权生效时间和所赋予的决定权大小来看，这种条款差别很大。只要滞付股息投票权就会生效的情况只有在少数公司（例如，考夫曼百货股息率为 7% 的优先股和皇家发酵粉公司股息率为 6% 的优

先股)发生。而另一个极端投票权是只有在8个季度滞付股息后才会生效(例如布伦瑞克-巴尔克-科伦维克德公司)。通常的时间为一年。赋予优先股的权利可能是:(1)投票选举全部董事;(2)分别投票选举大多数董事;(3)分别投票选举少数董事;(4)拥有与普通股相同的权利。

有关(1)的案例:麦克森罗宾斯公司,在1932年12月公司滞付第4个季度的股息后,优先股获得选举全部董事的权利。

有关(2)的案例:1933年,因4个季度股息滞付,哈恩百货优先股获得选举大多数董事的权利。

有关(3)的案例:因6个季度股息滞付,环球影业公司第一优先股获得选举两位董事的权利。如果某季度股息一旦滞付,在之后一年里公司不能清偿所有到期未付款,布鲁克林和皇后铁路公司的优先股可获得选举1/3董事的权利。

有关(4)的案例:城市冰和燃料公司在4个季度股息滞付后可获得与普通股股东相同的权利。

最后一项条款的价值似乎取决于优先股的规模是否大于普通股。如果优先股规模较大,那么所得的投票权就会具有决定权;但在大多数情况下,优先股的规模较小,因此这一投票权很可能没有实际决定权。

综合权利。西宾夕法尼亚电力公司股息率为4.5%的优先股和威斯康星州天然气和电力公司4.5%的优先股都是在1939年发行的,拥有以下表决权:(1)与普通股相同的表决权;(2)如一年的股息滞付,优先股股东有权选出两名增补董事;(3)如3年的股息滞付,优先股股东有权选举多数公司董事会。北美公司股息率为6%的优先股股东总是有权选举1/4的董事。如果3年的股息滞付,优先股股东有权选举多数董事。

非累积性优先股需要更多的保护条款

从更广的角度来看,上文中所列出的各项保护条款是有待于批判的。首先,尽管人们理所当然地认为这些特殊的表决权条款只应适用于累积性优先股,但是对于我们来说将非累积性优先股排除在外是极其不合理的。非累积性优先股股东无疑更有理由在股息滞付时得到表决权,因为他们无法在未来收回那些滞付的股息。我们认为,任何优先股股东在无法得到全部股息滞付时都应该在董事会的表决中享有一席之地,并且将其制定为财务原则。

另一方面,我们认为在优先股股息滞付时剥夺普通股股东的表决权是不合适的。由优先股股东完全控制董事会可能会导致一些明显不利于普通股股东的结果,例如,为了使优先股股东长期控制董事会而故意滞付全部股息。在董事会中占有少数活跃席位,即使在实际投票中没有决定权也可以有效防止不公平或是不合理的做法。

关于投票权的一般原则

根据上文所述,关于投票权的一般原则可能都是既定的。标准的原则应该在任何情况下都赋予优先股股东和普通股股东各自的选举董事的权利。优先股股息按时

发放时普通股股东都拥有选举董事会多数董事的权利，这是合理的。但是无论是累积性还是非累积性优先股，如果股息没有完全支付，董事会的多数董事的选举权应该转让给优先股股东，这同样也是合理的。

充分保证优先股安全性的条款不仅应该规定股东在股息滞付时拥有投票权，而且在拖欠偿债基金或是营运资本未达规定标准时股东同样也应拥有投票权。一些公司的章程包含了这 3 方面对于优先股股东权利的补救条款，例如贝尤克雪茄公司和斯伯丁公司。我们认为这种做法应该成为标准做法而不仅仅是少数公司的行为。

优先股表决权的价值值得怀疑

客观地说，我们必须承认优先股股东拥有决定性的表决权未必对他们有利。有时这种权利可能无法被有效地利用；而有时，即使优先股股东可以有效地利用这种权利，却因为过于被动或是根本不了解情况而无法保护自己的利益。下面美泰公司的例子很好地说明了这些实际情况。

1928 年，该公司（生产洗衣机）调整了资本结构并发行了下列证券：

100 000 股 6 美元每股的累积性第一优先股；

320 000 股 3 美元每股的累计性优先股（第二优先股）；

1 600 000 股普通股。

这些股票的 80% 左右为美泰家族所持有。他们通过投资银行家向公众出售了所持有的第一优先股和第二优先股。这使他们个人而不是公司净赚了约 20 000 000 美元。他们通过保留其持有普通股而依然保持对企业的控制权。公司的宪章规定除非两只优先股中任何一只股票四个季度的股息滞付，否则两只优先股股东都没有投票权。如出现上述情况，两只优先股的投票权加起来就有权选举大部分董事。1932 年两只股票的股息都被滞付。1933 年投票控制权最终转交给两只优先股的股东。

令人奇怪的是，1932—1933 年间董事会的唯一变化是一名董事辞职，该董事是一家证券发行所的合伙人，本应代表优先股股东的利益。其余 5 名董事都是运营官，与普通股股东属于同一个利益集团。在此期间，两只优先股价格分别下跌至 15 美元和 3.125 美元，其发行价分别为 101 美元和 50 美元。

回顾上述情况，我们看到公司的私人所有者出售优先股权并获得了巨额利润。为保护公众在公司里的股份，优先股股东在股息连续滞付时拥有投票权。这种情况引起了股价灾难性的下跌，但是优先股股东的投票控制权没有行使，董事会仍然具有决定权，甚至通过持有的普通股具有比以前更加绝对的控制权。

华尔街对此事件的态度是，由于公司的管理层可靠且称职，因此改换董事是没有必要甚至不明智的。我们认为这种观点忽略了一个基本点。毫无疑问，经营管理层应保持不变；可能代表优先股利益的董事所奉行的相关高级债券的财务政策与代表普通股利益的董事并无差异，但这并不是绝对的。问题的症结是，做出这些决定的董事会大部分成员实际上应该是由优先股股东根据自己的利益所选举出来的。无论董事会的改变是否会导致任何政策上的改变，但董事的推选应该按照公司章程规定进行。如若不然，关于投票权的条款就毫无意义可言。这种条款就成为仅仅是说服优先股投资者相信股票安全性的空话，而这种安全性实际上是根本不存在的。

在这种情况下我们建议的程序

笔者认为如美泰之类的情况所应当采取的解决方式是一目了然的。优先股股东本身没有什么有效方式可以提名以及选举代表他们利益的董事。而这一职能应当由证券公司承担并认真履行。证券公司应当：(1) 获得登记在册的优先股股东名单；(2) 告知他们获得新的投票权；(3) 向他们推荐董事候选人名单，并征求股东同意对这些候选人投票。所推荐的董事应该能够完全胜任。这些董事不能涉及普通股的重大利益或是与普通股密切相关，最好他们本身就持有大量优先股。对于依照重组发行的优先股，可能没有证券公司会主动承担上述职能，但是之前在重组中代表股东利益积极参与的证券公司可以承担起该职能。

然而优先股股东选定的董事很有可能不称职或是由于其他原因而不能完全代表他们的利益。但是，这不是剥夺优先股股东拥有并行使投票权的正当理由。普通股股东和公民的投票权也是同样的情况。解决的办法不是剥夺权利，而是教育。正如我们上文所指出的，对于优先股来说，适当的投票权条款以及对于投票权即时有效的行使能够大大减少优先股因不受法律保护的股息分配所固有的劣势。但是，除非上述两点都成为现实，否则我们必须继续对投资者强调债券形式比优先股票形式更具投资的实际优势。

保持充足的初级资本

我们最终想提醒债券持有人和优先股股东注意的一点在技术上非常重要，但是在契约中或是章程规定中通常不会提到。这一点就是保持充足的初级资金额。我们之前强调过这一原则，即初级资本是所有价值投资的必要条件。除非企业的价值远远高于所贷款金额，否则以 3% 或 4% 的利息向企业贷款绝非谨慎之举。这是我们所熟知的最基本原则，但我们没有普遍认识到的是，法律允许公司贷款后撤回几乎全部的资本和盈余。这一点可以通过合法程序完成，即将资本减少至象征性的数额，并将减少的部分分摊到股东身上。贷方无权阻止这种伎俩，除非在贷款合同中明确反对这样的做法。

减少法定资本的权利所带来的风险

我们通过一个假定的例子来深入分析这一点。A 公司经营分期付款业务。该公司拥有 2 100 000 美元的资本和盈余。公司以扩大业务为幌子通过发售期限为 20 年的利息率 5% 的信用债券从而贷得 2 000 000 美元。收益和股权看似都能为债券提供足够的保障。而之后公司业务下滑，因此出现了大量未使用的现金。股东投票要求将资本减少至 100 000 美元（在理论上可能会减少到 1 美元），并且股东以资本返还的形式收回了 2 000 000 美元的现金。

实际上，股东通过债券持有人提供的现金已经使资本回复了原有规模，但他们继续拥有对公司的所有权和控制权，并且超过 5% 以上的利润全部归他们所有。债券持有人发现自己所处的位置非常不合情理，他们提供了所有资本，并因此承担了所

有的亏损风险，但是除了普通收益外无法获得任何利润。这种做法极度不公平，但是显然是合法的，除非债券发行契约明确规定股东若是将资本和盈余降至某一特定额时，不得对其进行利润分配。

像我们假设的例子中那样，通过直接收回现金使债券持有者的“缓冲保护”不复存在，这种做法很少见，可能是史无前例的。但是相似的情况确实发生过，其做法是在业绩大幅亏损后通过削减资本抹去资产负债表中的赤字。

例如：我们在第 38 章中提到了这种特殊的例子，即跨区快速地铁公司的案例。该案例中股东减少了法定资本以抹去盈亏账面中的赤字。之后，明显带有临时性质的收益以股息形式支付给股东，而没有作为债券持有人的收益保留下来，债券持有人遭受了巨大的损失。为了在当前的法律规定下削减资本，通常借助的手段就是与一个挂名公司“合并”。在资本结构调整过程中也会多次用到同样的手段，例如 1926 年中央皮革公司和 1932 年凯利 - 斯普林菲尔德轮胎公司的案例。

作为 20 世纪 30 年代经济大萧条的产物，很多公司的股东投票决定削减资本。这些决定并没有征得债券持有人的同意。多数资本削减都是通过将无面值股票改变为低面值股票完成的。这种做法通常伴随着无形资产的冲销或固定资产的减记。这种一面在资产负债表中减记资产价值，一面减少资本的做法对于债券持有人来说无足轻重，除非是这种做法可能会导致折旧费用过低并使股息支付太过随意。但多数情况下，大量资金也有效地从资本转入盈余，并因此能够吸收未来经营亏损并在过去的亏损得以弥补之前股息可以继续发放。

例如，雷明顿兰德公司将无面值普通股改为 1 美元，又注销了公司自身所持有的股份，从而将普通股的法定价值从 17 133 000 美元降至 1 291 000 美元。这一减少额中的 7 800 000 美元减记了公司的无形资产，2 300 000 美元以标低厂房价值完成，400 000 美元计入各种减记和储备金项目中。实际上这使大约 5 350 000 美元从资本转入盈余。1935 年，列克星敦公用事业公司收益为 6 美元的优先股以相同的方式从每股 100 美元降至 25 美元，股息或其他重大权益没有变化，而唯一的目的是抹去资本赤字，并使优先股股息得以继续发放。这一做法使债券持有者之前在股息无法支付时所享有的长期债务失去了 3/4 的安全边际。在随后的几年里，大笔款项用于支付优先股股息，而这些资金本应保留或是用于投资以保证债券持有人的收益。

下列公司也采取了相似的削减手段：纽约造船公司、塞维尔公司、华纳兄弟电影公司、威尔科克斯石油和天然气公司以及斯莫伊德公司。阿科美公司两次减少其股本的票面价值，1924 年从 50 美元降至 10 美元，1933 年从 10 美元降至 1 美元。其结果是公司的法定资本从 25 000 000 美元减少至 500 000 美元。在资本管理公司的案例中，不仅减少了普通股的法定价值，而且收益为 3 美元的累积性优先股被降至 10 美元的低面值。

一些能够抵御这种风险的债券

有些债券持有人较为幸运，其契约中包含的条款禁止将股息或其他收益分派给股东，除非公司的资源总额远远高出其债务总额。雷明顿兰德公司利息率为 5.5% 的信用债券在其信用契约中包含了 3 重保护条款，即：

1. 现金股息的支付只能来自盈余公积；
2. 只有当有形资产净额扣除了拟派发股息后至少达到长期债务的175%时才能够支付现金股息；
3. 总额超过3 500 000 美元的股票不得注销，除非是以额外的缴入资本或盈余公积注销。

保护条款中的最后一条直接禁止以优先股或普通股的买进来削减初级资本。如果禁止公司收购（而不是注销）自身的股票结果会更令人满意。

很多契约包含这些不同类型的保护条款，但并非所有的契约都是如此。（例如列克星敦公用事业、纽约造船公司和塞维尔债券公司就没有包含这些条款，这三家公司通过股东投票通过了减少法定资本。）通过前面的讨论我们清楚地看到，这些契约对于保护债券的安全性是必不可少的。尽责的证券公司和明智的投资者应坚持契约中包含上述所有条款。

优先股的尴尬境地

优先股在这个问题上的处境有点特殊。在保持充足的初级资本问题上，优先股股东与债券持有人拥有相同的利益。但是导致资产负债表赤字的损失在法律上不仅会使普通股股息无法支付，而且也会使优先股股息无法支付。因此优先股股东很可能非常希望普通股法定价值减少，因为这会抹去盈亏账目赤字并能够使优先股股息得以继续发放。在这种情况下，优先股股东想要保持初级资本充足的愿望会被更想得到股息的期望所取代。（例如，1921 年底蒙哥马利沃德公司蒙受的损失造成了盈亏账户中 7 700 000 美元的赤字，这暂缓了优先股股息的发放。因此，该优先股股东希望普通股的法定资产由 28 300 000 美元减少至 11 400 000 美元，从而抹去资产负债表中的赤字，使优先股股息得以继续发放并清偿累积性股息。）

普通股股东会利用这种情况，强迫优先股股东在盈亏账户赤字方面做出巨大让步。一个臭名昭著的例子是中央皮革公司的重组计划，该计划导致了新继任的公司美国皮革公司的产生。优先股股东投票希望减少法定资本，而作为代价，普通股股东强迫他们放弃之前所有的股息，并放弃未来股息的累积性。

优先股既需要具体的保护性条款也需要投票权。这些因素进一步证实了我们前文中反对将优先股作为安全的投资形式的观点。保护优先股不受收回初级资本的影响并非特别困难的事情。这种做法很常见，应该始终坚持。但是，从优先股股东的角度而言，盈余账户赤字的处理很难令其满意。要求代表优先股利益的公司董事完全控制着公司的政策。这强调了优先股股东遇到股息滞付时拥有足够的投票权是十分重要的。

对所持投资的管理

“永久性投资”的传统概念

几年前，“永久性投资”是金融领域的一个股票术语。我们经常可以从保守型投资者口中听到这个术语，可以说，这其中包含 3 方面的含义：

- 1. 无限期持有证券的打算；
- 2. 只考虑年收益，不计本金价值的浮动；
- 3. 不关注将来会影响到公司的发展变化。良性投资，顾名思义就是指某证券被买入之后，除了在票息或股息支付日期，就不再需要投资者的任何关注。

然而 1920—1922 年经济萧条期，市场表现低迷，这种对于优质投资的传统认识首次受到了强烈质疑。一些持有者原本认为绝对安全的证券遭受重创，给投资者造成了巨大损失。在之后的 7 年里，尽管经济形势总体向好，但其对不同类别的投资证券的影响方式迥异，从而使得那些传统意义上无可挑剔的证券——专业的叫法是“金边证券”，所遭受的创伤日趋严重。因此，早在 1929 年市场崩溃以前，由于投资疏忽所造成的隐患就已经存在，有必要对所持证券进行定期的分析和管理，这已经成为华尔街的一项新原则。该原则与以往的做法截然不同，可以总结为一句话：“永久性投资是不存在的。”

对所持证券进行定期分析是有必要的——但也非常麻烦

固定价值投资实践证明，这种新观点是绝对合理的。但我们也必须承认，对所有所持证券的管理意味着对固定价值投资的整个概念的严峻挑战。投资者在经历了最初选择证券时的痛苦过程之后，再对所持证券进行实时的管理，如果这样才能减

低损失风险的话，那这样的投资岂不是太麻烦了？假设普通投资者在投资实践中，依照我们在本书中建议的保守型投资原则行事，其对不同公司证券投资的平均收益率为3.5%。这一3.5%的回报率要比美国政府长期债券2.5%的回报率高很多，也要比储蓄银行债券2%或2.5%的回报率更具吸引力。然而，如果我们考虑到选择证券时所做出的努力，以及之后一次又一次的检查分析，而且资本贬值和必然亏损的风险依然存在，我们就不得不承认，固定价值投资的总体可取性将受到质疑。过去认为存在操作简单的永久性证券的观点有其逻辑基础，即如果有限回报投资操作起来十分麻烦，那该投资就根本不具价值了。

美国储蓄债券的优越性

客观地看，过去10年的投资经验证明，良好的投资对象并不是固定价值证券领域，而是（1）美国政府债券或储蓄银行存款；（2）公认的投机活动，借助于投资技巧努力减少风险，提高收益；（3）在保证本金安全和获取高额利润之间寻求难得的契合点。

对于采用保守型投资技巧的投资者来说，美国储蓄债券无疑是固定价值投资的最佳对象。事实上，可以肯定地说，根据1940年的利息收益情况判断，与其他证券相比，美国储蓄债券具有其自身优势，是此类投资的唯一明智选择。究其原因，显然是，如果没有损失本金的风险，证券投资就不可能获取高额的回报（只有少数除外）。另外，提前清偿是债券的特征之一，具有重要意义。如果只有小投资者坚决抵制各种不同名目的“储蓄计划”，从表面看，他们目前能得到4%~6%的“可靠收益回报”，令人欣慰的是，依靠美国储蓄债券2.9%的回报率，我们相信，总的来说，这些债券能为我们带来较高的收益，避免很多麻烦和痛心。

但是，尽管大多数投资者的普通投资问题处理起来十分简单，他们很多人会仍考虑进行其他类型的固定价值投资。这些人其中包括：（1）各种机构型投资者，如储蓄和商业银行、保险公司、教育和慈善机构；（2）其他大投资者，如企业和经济实力雄厚的个人；（3）收益中等，并且收益全部来自投资的人。这些人也包括在内，是因为美国储蓄债券年最高收益不超过2500美元。另外，许多小投资者也会为了这样或那样的原因，希望将其部分资金放在其他类型的固定价值投资上。

以投机代替投资，这对于通过储蓄或商业利润建立资本的人来说是非常危险的。总体来看，疏忽大意、人性的贪婪、从众心理、交易成本、内部人士和操纵者的摆布，都大大超过了投机的单纯理论优势，即承担风险的同时获取收益回报的可能性。诚然，我们一再反对在没有利润补偿的情况下，承担一定的本金损失风险。但是，我们并不主张以投机取代投资，而是说合理的投机要比明显不合理、不可取的投资形式更好。我们相信，只要慎重选择，从事固定价值投资的投资者将普遍获得比投机操作更高的收益，尽管他们或许需要接受大量的金融业务训练。投资结果可能不是很理想；不过假如情况如此，投机的结果将是灾难性的。

寻找投资性优势和获利机会的集合体——我们认为，此种方式为证券分析师提供了理想的发挥空间。但对于未接受过专门训练的投资者来说，这是一个危险的领域。他容易认为，只要公司做出承诺，其证券就是安全的，换句话说，只要财务统

计情况良好，就足以保证其投资的安全性。

既然对于拥有投资资金的投资者来说，有三种方式可供选择，我们认为，在传统的优质债券和优先股领域进行固定价值投资依然是很多个人和公司必要且理想的投资活动。而且，定期管理所持证券对于降低亏损风险是很有必要的。这种管理需要遵循什么原则和操作方法呢？

系统化监管的原则和问题——调换

一般来说，投资者应定期检查所持证券，看看这些证券是否是安全的，如果证券的品质发生了改变，投资者就应换一种更好的持有。在“调换”时，投资者要做好因为卖出证券而遭受一定损失的准备，这种损失应当从投资总收益中扣除。

在人们刚开始对证券进行系统化监管的最初几年，这项策略十分有效。优质老牌证券往往固守其既定价格水平，假如其内在价值逐渐降低，如果没有经过分析查证，这种变化通常是无法得以体现的。因此，警惕性高的投资者有可能会将此类债券出售给那些粗心大意、浑然不知的人，这些人轻信证券的声誉，贪恋这些证券与其他同类证券相比略低的价格。在残酷无情的证券市场中，这个过程中所涉及的不道德行为就微不足道了，它只能是为聪明人提供了适当的奖赏，为粗心人带来了应有的惩罚。

证券价格日益敏感

近年来，投资性证券已经失去了所谓的“价格惯性”，假如公司发展出现任何重大不利情况，证券报价都会迅速做出反应。这样一来，要想通过有效调换来保证投资质量就变得非常困难。到投资者发现证券安全性受到损害的时候，证券的价格可能已经跌落到了投机水平，甚至比收益下降的幅度更大（价格过度下跌的一个原因是，与绝对收益数据相比，一种明显的不利趋势对价格的影响更大）。持有者自然不愿意承受巨大损失，而且他们有理由相信，如果要卖出证券，价格将会很低很低，所以他们不得不抱着一种投机的心理持有证券。

提高安全边际以消除不确定性

解决这一困难的唯一有效手段就是在最初选择投资对象时力求完美。依据定量指标测定的证券安全边际，必须大大超过最低标准，这样才能保证公司收益大幅萎缩时，证券的品质不会发生改变。使用该策略以后，投资者就会发现其所持证券中，只有很少一部分存在安全性不足的问题。而且这样一来，当证券表现相对强势的时候，投资者还能进行调换，所以市场价格也会保持平稳状态。

案例和结论

举一个具体的例子，假设投资者购买利格特和迈尔斯烟草公司 1951 年到期的 5% 债券，1934—1938 年公司收益平均达到其利息的近 20 倍，而其最低要求仅为 3

倍。如果利润下降使利息保障率下降到 4 倍，投资者就有可能希望调换成另一种利息保障率为 8~10 倍的证券（如果他能找到的话）。根据这些假设，他很有可能以利吉特和迈尔斯烟草公司债券的购入价格将其卖出，因为公司的利息保障率还是很吸引人的。但是，如果收益的下降趋势已经对证券价格产生了很大的负面影响，那投资者就应当继续持有该证券，而不是将其卖出，从而导致巨大损失。与此同时，投资者还有可能认为，其投资并没有什么真正的危险。

如果经济严重萧条和市场动荡接连发生，这种要求高安全边际的策略将绝对是有好处的。然而，建议所有投资者采用该策略作为标准的操作方法并不可行，因为这种强支撑证券的数量有限；此外，在当前形势乐观的前提下，要求投资者谨小慎微，这也不符合人性规律。

经济萧条期中应采用的策略

假设投资者在选择固定价值投资对象时，谨慎程度不够，那在经济萧条期他又会担心什么问题，应当采取什么策略呢？如果经济衰退尚不算严重，那市场对其投资的影响程度不深，证券的固有安全性将变化不大。如果情况像 1930—1933 年那样的话，那他就难逃其证券价格大幅下跌、安全性严重受损的厄运。但是，任何有关固定价值投资的合理策略，都会假设像 1930—1933 年那样的大幅经济衰退从本质上是后无来者的，没有必要对其严加防范。相反，如果 1921—1922 年和 1937—1938 年的情况被看做是典型的“多发严重经济萧条”的话，那在这样的时期，对投资对象精心挑选的做法就突显出其优势了。投资者不应因为公司现期收益下降而抛售过去表现良好的证券；但是，他可以比平时更加关注其证券质量的提高，很多时候，投资者还能够通过证券的精心调换而获益。

1937—1938 年的“经济衰退”为上述分析提供了有力的进一步的证据。凡是在 1936 年底符合我们严格的衡量标准的高级证券，几乎都能安然无恙地渡过之后的经济衰退。但是，出售价格较高的债券，尽管其总体收益覆盖率不高，其价值萎缩会相当严重。

投资建议和管理的来源

证券管理涉及到由谁来管理和怎么管理的问题。投资者可以选择不同的管理机构，其中比较重要的是以下几个：

1. 投资者本人；
2. 投资者开户的商业银行；
3. 投资银行或承销商；
4. 纽约证券交易所公司；
5. 大型信托公司的咨询部门；
6. 独立的投资顾问或管理服务机构。

第 5 和第 6 这两个机构是收费的，而 2、3、4 都提供免费的咨询和信息。

商业银行的咨询意见

投资者不应仅靠自己的判断来进行投资，除非他经过专业训练，积累了丰富的经验，从而能够给出专业的投资建议。多数情况下，投资者起码应将他人的建议作为其投资决策的参考。咨询开户银行是投资者普遍采用的做法，不可否认，这种做法是有很大大益处的，对小投资者来说尤其如此。如果投资者坚持这么做，那高压股票经销商的阴谋诡计和其一文不值的“蓝天”证券在投资者面前就原形毕露了。但是，商业银行是否是投资者的最佳咨询对象还很难说。虽然商业银行的判断通常是正确的，但其咨询人员的证券知识很可能还比较肤浅，他们不可能拿出足够的时间来针对客户的所持证券和有关问题做出全面的分析。

投资银行的咨询意见

对于投资银行的咨询服务存在另一种反对意见。人们认为，本身出售证券的机构是无法提供完全公正的指导建议的。不管其初衷多么高尚，其判断必然会受到自身利益的影响。如果提供意见的是债券经销商，那情况尤其如此，因为他们就是靠说服客户购买他们公司“上架”证券吃饭的。的确，有信誉的承销商在一定程度上认为自己应对客户负责。他们努力向客户提供正确的建议，向他们出售合适的证券，这不仅是其业务突出的表现，更是其职业道德的要求。

然而，证券销售不是一种职业，而是一种商业活动，必须依商业活动法则而进行。一般来说，在交易中让买方感觉物有所值、对商品满意，对卖方是有好处的，但双方的利益在某些条件下也有可能发生尖锐的冲突。因此，从某种意义上说，要求投资银行毫无私心地为证券购买者提供咨询意见是不切实际的，也是不公平的；整体而言，投资者在选择证券时，主要依赖证券承销商的咨询意见的做法是不明智的。

纽约证券交易所公司的咨询意见

大型证券交易所公司的投资部门的情况略有不同。虽然他们在与客户的交易中也有金钱利益，但他们在提供咨询意见时，往往更加用心、更加公正。证券交易所一般不出售自己发行的证券。虽然他们有时也参与销售运作，而且其佣金要比普通的市场业务佣金高出很多，但跟拥有证券的承销机构相比，他们涉及扶植某只证券的利益要小得多。实际上，证券交易所公司的投资业务或债券部门对公司本身来说，其作为公司信誉的象征，要比其所带来的利润更加重要。有人对其进行攻击，说他们是投机机构，但他们为保守型投资者提供必要的服务，这也从某个方面对这种攻击进行了反驳。因此，如果投资者为购买少量债券而向大证券交易所公司咨询，那他所获得的服务和支付的佣金是相辅相成的。诚然，尽管该业务比较冷门，但最终还是会给公司带来利润，因为相当一部分债券持有人将发展成交易活跃的股民。从证券交易所的角度来说，他们并没有努力说服其债券持有人去炒股，但经纪人事务所的气氛必然会促使其这么做。

投资顾问公司的咨询意见

尽管以付费方式开展投资咨询业务不是什么新鲜事，但这项业务也只是在最近才发展成为一项重要的金融活动。目前，开展该业务的有大型信托公司的特殊部门、统计服务公司的分支机构，以及私人投资顾问公司。这些机构的优势在于，他们是绝对公正的，在证券销售和客户交易方面没有任何利益关系；而其劣势则主要在于服务成本偏高，平均每年大约要收取投资本金的 0.5%。如果严格按照投资资金来计算的话，这笔费用将约达年收益的 1/7 或 1/8，这笔支出还是相当高的。

为了使其收费看上去低一些，一些私人投资顾问会提前预测债券市场的总体发展进程，并就客户的买卖时机提出建议。然而，投资者是否能捕捉市场的波动，成功地进行债券买卖，这一点值得怀疑。假如可以预测到债券市场的未来发展，那股市应该也一样可以预测，那股票交易无疑要比债券交易更具技术上的优势。对于付费机构是否具有正确预测债券或股票市场走势的能力，我们持怀疑态度。另外，我们深信，如果想同时对个人优质投资选择和债券价格走势提出建议，基本是不合逻辑、令人困惑的。就好像投资者希望能在恰当的时机买入，在价格下跌之前卖出一样，经验表明，这是不太可能的。如果将交易因素引入投资操作，投资者的收益回报将被中断，投资者的兴趣将不可避免地转向投机。

目前来说，在标准优质投资领域实行付费咨询的做法是否会收到满意的效果尚不清楚，因为其收益回报相对较少。在单纯的投机领域，有人对这种做法表示反对，他们认为，如果咨询顾问对其给出的建议了如指掌，那他就没有必要再做顾问了。证券投资顾问或许应在中间区域寻找最佳实践领域，在该领域当中，投资顾问将处理投资贬值问题、为合理的证券调换提供建议，以及推荐售价大大低于内在价值的证券。

SECURITY ANALYSIS

！第三部分！

具有投机性特征的高级证券

格雷厄姆和多德认为买进价值应当有安全边际，这使得投资者仔细研究资产负债表和预期收益。资产负债表很重要，比盈利重要得多，因为大多数破产企业都不再有盈利了。

导读

冲动与理智

埃兹拉·梅尔金

纽约市 Gabriel Capital Group 集团董事股东

如果说格雷厄姆和多德的名字是价值投资者的护身符，那么他们实际上就是赐予那些专注于破产企业的人的圣礼。毕竟，对破产企业或有问题债务的企业进行投资或许才是价值投资最纯粹的形式，是那些看重格雷厄姆和多德的人的自然家园。事实上，问题债务投资（distressed investing）是价值投资

一种打了很大折扣的形式。前宇航员和航空公司首席执行官弗兰克·博尔曼（Frank Borman）认为“没有破产事件的资本主义就像没有地狱的基督教一样”。破产不仅是风险领域固有的特点，而且对于格雷厄姆和多德的真正门徒来说，“问题债务投资”这一说法可能最终是多余的。由于一般评论员并不认为破产或接近破产的公司证券是一种典型的安全投资，因此我们需要对作者所说的“投资”的含义，以及这种投资如何与问题债务投资相符多一些了解。这样一来，问题债务投资很明显就是格雷厄姆和多德的一种典型做法。

如今，你很容易就可以上网购买 100 股微软公司或苹果公司的股份。我们会说那些购买股份的人就是对这些公司进行了投资，但格雷厄姆和多德会反对这种说法。他们认为投资就是——“用起来方便的一个概括性的词汇，或许带点委婉语的性质，也就是希望给予具有杂项性质的金融交易一定的尊严。”对两位作者来说，投资应当与投机相对照。他们说道：“因此，任何人从事金融业务，都必须要知道他是在投资还是在投机，如果是后者，要确保他的推测合情合理。”

于是，作者警告说，“购买债券应当在萧条的时候”，因为一项投资，除非它能够经受真正的困境，否则都不保险。想想吧，尤其是在萧条的时期。此外，格雷厄姆和多德给读者提供了大量篇幅的分析、举例、图表和忠告，同时他们警告说，“股市投机（也就是今天大多数买卖证券的美国人可能正在做的事）不在本书讨论的范围之内”。自从格雷厄姆和多德的书出了第 2 版，距今已近 70 年，从 1929 年的大崩盘算起时间更久，当时的语言，更不用说那种长期自律的艰苦朴素的精神状态，对当代投资者（更不用说投机者）来说并不容易理解。许多人不断地念着“价值投资”的咒语，但即使在那些欣赏格雷厄姆和多德的智慧的人当中，也只有少数人能够一贯坚持这样的做法。当市场蓬勃发展的时候，人们很容易随波逐流，这时更难想到证券的真正价值有几何。

投机的诱惑经常反复出现，因为生气勃勃的市场一路飙升，超出根据基本面做出的合理估价。在其他人忙着致富时离场观望甚为不易。对我们这一代人来说，为投机而投机最极端的例子就是网络泡沫时期。就在那时，谨慎和小心给兴奋让路，平常听着荒谬可笑的说法也变得好像有些道理。这就好像在百老汇经典音乐剧《红男绿女》（Guys and Dolls）中，大朱莉挑战内森·底特律玩掷骰子游戏，声称骰子上有什么点自己都能看得到。

在 2000 年初，市场快到最高点时，阿瑟·山姆伯格（Arthur J. Samberg），著名对冲基金皮科特投资基金资产管理公司（Pequot Capital Management）的总裁和一流的技术投资人，在《巴伦周刊》的圆桌栏目中提到了他喜爱的 4 只股票（这 4 只股票是 Critical Path, Double Click, Kana Communications 和 Message Media）。

格雷厄姆和多德曾告诫说：“认为普通股的可取性完全不受价格支配的想法似乎从本质上就是荒谬的。”他们要是听到山姆伯格的话，脸都会吓白的。山姆伯格是这样说的：

我不会给你数字。我不会给你价格。我不会告诉你哪些会成功或失败。我认为它们都是非常好的公司，如果你在未来3~4年内购买若干这些股票的话，你会赚钱。……我总是听到人们说这是个什么泡沫，说这多么荒谬。如果你买股票的时候光看数字的话，第一，你不会买入这些股票，这对某些人来说可能是一件好事。但这样你就永远不会知道正在发生的变化有多大，而前方还有多少在等着我们。

我不会给你数字？我不会给你价格？两位作者会多么强烈地反对这种说法！“我不会给你数字？”可数字正是格雷厄姆和多德研究价值的原材料。“我不会给你价格？”可一只证券是否值得买入，就是要看它的价格与价值的关系。几乎任何证券，无论有什么特点，都可以是廉价的或昂贵的——这都取决于你买入时得花多少钱。^①

不可避免地，苦恼的投资者宣称忠于格雷厄姆和多德。他们因为两位作者苦行僧式的态度而感到安慰，并且相信他们的话。虽然在极少数情况下，他们也有可能买到能上涨10倍的股票，但他们并不梦想买到这样的股票，他们是想要找到有价值的资产或本身盈利但由于举债经营、其现金流不足以维持运营的公司。^②

格雷厄姆和多德认为买进价位应当有安全边际，这使得投资者仔细研究资产负债表和预期收益。他们运用两位作者所赞同的分析功能，应用相同的技巧，研究同样的文件。对他们来说，如果没有其他必须的原因的话，资产负债表是很重要的，比盈利重要得多，因为大多数破产企业都不再有盈利了。格雷厄姆和多德在1940年版的第6部分中，用了将近70页的篇幅来讨论资产负债表分析。在有关股票投资的部分，作者很重视售价低于其目前资产价值或清算价值的股票。他们说道：“当一个普通股的销售持续低于其清算价值时，要么就是这只股票的价格太低，要么就是这个公司应当清算。”如果你买入的证券低于清算价值，那么即使该公司即将清算，你也不会赔钱。对股东来说是这样，对债权人来说更是如此。他们在权利要求的等级中排在股东之前。

破产的类型

我想建议一种破产企业投资的分类方法，我认为这种方法与格雷厄姆和多德的看法一致。我们会发现共有两种破产，实际上是三种。首先是（1）清算。这是最纯粹的格雷厄姆和多德式的行为。投资者买入证券，创造完全（或接近完全）的现金收

^① 长叶松基金家族（Lingleaf family of funds）的梅森·霍金斯（Mason Hawkins）和斯特利·凯茨（Staley Cates），两个人都是格雷厄姆和多德在我们这个时代最成功的追随者。他们强调所买入股票的所谓价格价值比。他们“如此频繁地提到以‘其内在价值的60%或更低’购买公司股票，简直就像不停地唱圣歌一样。不过这个方法确实管用”。——史蒂文·戈德伯格（Steven Goldberg），《想在基金投资中获胜吗？学学长叶松》Kiplinger.com，2007年5月22日。

^② 比起清算来，企业重组更是如此，马上就会谈到二者之间的这一区别。

益。这是一种收益率的游戏，投资者做出判断，认为公司的资产负债表将支持根据证券的现行价格而得出的现金分布情况。此外，这些现金分布将很快得到，足以创造回报率，证明所涉及的风险都是值得的。其次是重组。重组有两种形式：(2) 重组后得到一堆现金和证券；(3) 投资者的目标是控制重组后的新公司。

在第二种类型的破产中，“现金和证券”可以包括让人眼花缭乱的大量文件：优先债务、优先的次级债务、居间债务、次级债务、优先股以及资产净值等。第三类破产，投资者试图从中寻求控制权，与清算正好相反，因为希望通过控制公司持续经营以获取利润，而不是通过出售其部分而获得收益。第一和第三类型的破产概念与现金和证券重组不同，更简单一些。现金和证券的重组有一个中间目标（即开始就从中获得一些现金收益，然后再希望持续盈利），但其结构最复杂。

在几乎所有的问题债务投资中，持有期至少要有1~2年，还可以更长——投资者在公司拥有控制性职位时，持有期可以相当长。狄更斯曾经写信给一个朋友，说他最喜欢描绘的人物是“能够眨眼间改变自己，并从而立刻获得永久奖励的无赖”，而在眨眼间，甚或是一时三刻之间实现目标，并不是问题债务投资的性质。其进程必然会拉长，而且由于产品往往不能变现，因此投资者不能轻易等到这一进程的尾声来买入。当投资者要累积足够的证券以实现控制时更是如此。

实际上，对破产企业的投资者就像是一个孵化器，类似购买蝌蚪，销售青蛙。购买清算股票时，青蛙是非常绿的：投资者得到现金，有时有少量的优先债务；另一方面，购买重组企业股票时，投资者可能会得到许多乱七八糟的东西，或者我更愿意称之为“摸彩袋”，里面有现金、优先债务、次级债务，还有一个重组后的新公司新的股权。在极端的情况下，青蛙的颜色最绿的时候，投资清算企业股票时，投资者本质上是权衡了时间和风险，贱价制造现金。随着投资者从清算转到重组再到控制重组，他就从典型的格雷厄姆和多德式的资产负债表分析逐渐演变成更有投机性的操作了。

问题债务投资者在资本结构的每一级将对一个公司的资本结构所进行的金融分析与对债券持有人的权利和特权所进行的法律分析相结合。正如两位作者指出的，当债权人分属于利益互相冲突的几个不同阶层时，必须使用诉讼来“快刀斩乱麻”。将金融和法律的分析结合起来是至关重要的。当问题债务投资者考虑一项投资时，他们的财务灵活性就被具体的契约和更广泛的合同和破产法等所提供的法律补救法所规定和限制了；同时，其合法权利受到财政上能否实现的限制。^① 换句话说，问题债务投资者要同时参照法律许可看看财政上是否可行。当二者一致时，他们就投资。

最近（和稍早）的几个问题债务投资的成功范例可以说明在这种情况下会发生什么事。这些例子还表明，虽然个人投资者有可能成功地选择股票，但对他们来说参与问题债务投资要困难得多。搞好破产过程需要花费的时间和资源往往超出他们的能力范围。

^① 当格雷厄姆和多德写作《证券分析》一书时，1898年的《破产法案》（*Bankruptcy Act*）——也被称为《尼尔森法案》（*Nelson Act*）——是当时通行的法律。虽然从那以后破产程序已经有了变化，1978年通过了《破产法案》，后来又有一些修正案，最近的是2005年的《防止滥用破产与消费者保护法》（*the Bankruptcy Abuse Prevention and Consumer Protection Act*），但这些法律上的变化不会损害作者所规定的普遍原则。

清算

德士古公司：准破产

在例行清算中，优先债权人得到该公司资产所允许最高额度的偿付；有时，无抵押债权人很幸运，也能得到一笔金额不低的还款。在极少数情况下，如果即使是无抵押债权人也得到了全额偿付的话，那么该股票是不会退市的。德士古公司的情况非常特别，该公司成立于 1901 年，当时名为得克萨斯燃料公司（Texas Fuel Company），最终于 100 年之后并入雪佛龙公司（Chevron）。该公司的经历告诉我们许多有关清算的有用知识。即使德士古公司最终并未清算，而且尽管有那么多有关破产的文件，但公司从未资不抵债。归根结底，德士古公司一案最重要的意义是，它是一个利用破产法作为一种逃生舱口、以逃避法律或合同负债的例子。

问题债务投资一般涉及问题债务公司债务工具的购买，因为大多数公司破产时其股票已退市了。不过，情况并非总是如此。有时一个精明的投资者可以在问题债务公司的股票中发财，正如德士古公司一案中卡尔·伊卡恩（Carl Icahn）的情况一样。这是导致该石油巨头破产的原因。

1984 年，德士古公司收购盖蒂石油公司（Getty Oil Company），但它受到彭泽尔公司（Pennzoil）的起诉，声称德士古公司干涉其先前购买部分盖蒂的合同。一年后，陪审团判决德士古有罪并应赔偿彭泽尔 103 亿美元。若对该判决提出上诉，德士古就不得不推迟发行一只数 10 亿美元的债券，它不能这样做。因此，1987 年，德士古根据破产法第 11 章申请保护，免受债权人追债。这不是真正的破产，而是一个使用破产法避开法律义务的特殊做法。虽然在法律上德士古破产了，但它从未资不抵债。备案之后，德士古公司的股价从近 32 美元下跌至 28.50 美元之后又反弹至 31.25 美元。当时一个石油公司分析师说道：“虽然德士古公司即将破产，但它不会成为破产的公司。”《时代周刊》总结了德士古公司这一非常规破产的好处：

1978 年颁布的宽大的破产法规定公司不再需要表明他们资不抵债才能利用该破产法，^① 目前，石油巨头成功脱身，否则有关其债券的判决将使该公司大伤元气。彭泽尔公司正准备扣押高达 80 亿美元的德士古资产，但现在他们不能再这样做。只需支付已有储备的 30 亿美元，德士古就不必再为支付 70 亿美元的正常商业债务而损失每年价值 6.3 亿美元的利息，也不需要再支付 2.423 亿已发行普通股的股息，今年大约节省近 7.27 亿美元。

最终，德士古公司得以用巨额，但至少是可以设法筹集的 30 亿美元解决了与彭泽尔公司的诉讼，从破产中解脱出来。多数问题债务投资人士重点关注德士古的高级证券，如优先股和债券。伊卡恩在德士古破产之前已拥有该公司股票，在该公司

① 德士古只是一个例子，说明可以怎样利用破产法作为逃生舱口。在美国国家劳资关系委员会（NLRB）诉 Bildisco & Bildisco 一案中，最高法院认为一个公司可以利用破产法的第 365（a）条款，这一条款允许破产受托人执行或拒绝执行有效合同，摆脱使其受到束缚的集体谈判协议的条款。

根据《破产法》第 11 章提出破产保护申请后，他又大幅增仓，最终提高其股份持有额至公司全部股份的 16.6%。显然，他是指望德士古公司重组之后不会退市。这次他的宝押中了。在一次失败的委托竞争并百般引诱整个公司之后，伊卡恩成功谈妥了给付股票持有人每股 8 美元的特别股息，共计 19 亿美元。此外，德士古公司宣布了一项 5 亿美元的股票回购计划。最后，伊卡恩赚了 11 亿美元，即回报率超过 75%。

德士古公司非同寻常的情况可以归纳为一句话，这句话是格雷厄姆和多德的门徒沃伦·巴菲特经常重复的：当一个优秀的企业遇到一个当时十分巨大，但可以解决的问题时，就出现一次绝佳的投资机会。这个故事也可以作为一个例子，说明自从格雷厄姆和多德的时代以来，观念发生了怎样的变化。在这里，破产企业的股票并未退市——也没有人认为它会退市，而格雷厄姆和多德曾认为，债券持有人最好不尽力行使其权利，因为“破产管理”（更不用说“破产”了）在华尔街是如此可怕的一个词，“它的出现通常意味着该公司所有证券价格的极度缩水，包括为其‘利益’实行破产管理的债券。”通过美化破产，他们使它不那么可怕。这一看法的变化并不会败坏作者的名声。事实上，他们可能是必不可少的转变，因为正是他们教育了广大投资者。可以称之为格雷厄姆和多德的海森堡效应（Heisenberg effect）。从格雷厄姆和多德以来，游戏方向转移，一路通向卡尔·伊卡恩。这一效果可能同样存在于两位作者对问题债务投资相对简明的讨论中。其简洁是容易理解的，这不仅是因为自从格雷厄姆和多德发表著作以来该领域的发展，而且也因为贯穿他们作品始终的主题本质上是适用于这种模式的，在这种情况下，专门拿出一章的篇幅来讨论问题债务投资几乎是多余的。

重组的摸彩袋

我们的重心从清算移到重组，希望通过重组得到现金加上一大堆证券，这时，在格雷厄姆和多德的术语中，我们就从投资走向了投机。在重组过程的最后，投资者可持有几种文件，其中每一项的价值可能会有所不同。

阿德菲亚传播公司

由于公司往往产生各种不同类别的债务，破产诉讼通常就是不同类别的债权人之间的战斗。阿德菲亚传播公司（Adelphia Communications）的破产就是一个债权人之间冲突的例子，并且说明了对结果的准确预测将怎样导致特大回报。

约翰·里格斯（John Rigas），希腊移民的儿子，于 1952 年创立了阿德菲亚传播公司，该公司后来成为美国最大的有线电视公司之一。里格斯是该产业的先驱，2001 年入选“有线电视名人堂”。他还成了亿万富翁，拥有水牛城军刀冰球队（Buffalo Sabres），还是宾夕法尼亚州高德斯港（Coudersport）的慈善英雄。他的商业帝国就是从这里开始的。随着公司的成长，里格斯没有执行严格的管理。曾经一度，阿德菲亚公司的债务达到其市值的 11 倍，是康卡斯特电信公司（Comcast）的 1.28 倍，是

考克斯通信公司（Cox Communications）的0.45倍。一名投资分析师判断该公司在资产负债表外还向里格斯家族成员贷款23亿美元，用于收购阿德菲亚公司的股票。这时，整个大厦开始崩溃。最后，阿德菲亚公司根据破产法第11章申请破产保护。2007年8月，里格斯因阴谋活动、证券欺诈、银行欺诈行为，被关进了联邦监狱。

阿德菲亚的破产其特点就是债权人之间关于收益的纠纷。即使在该公司的资产已出售给时代华纳和康卡斯特之后——这是一次重组，而不是清算，在各债券持有人，包括控股公司、阿德菲亚公司以及一个大的子公司——世纪通信（Century Communications）之间，激烈的诉讼依然持续。最后，世纪通信的债券持有人同意减少了3%的回收率，以换取一些大的债券持有人支持重组计划。在多数情况下，该计划保持了世纪通信债券结构的完整性，同时使阿德菲亚公司走出破产窘境。该计划最终被批准，尽管有些阿德菲亚债券持有人仍然反对。同期有线电视行业的估价增加，加上行业领袖时代华纳及康卡斯特的强力影响，帮助阿德菲亚得到支持该计划所需要的票数。那些在最低位购买了世纪通信债券并在整个有争议且旷日持久的诉讼程序中持有这些债券的人得到的回报超过400%。一般情况下，债权人得到现金和以2007年8月31日的回收率计算的时代华纳有线电视公司的A类普通股，这些股票的回收率各不相同，从某些贸易索赔的100%到优先次级本票的99.6%，部分高级票据为94.7%，高级贴现票据为83.7%，其他高级票据为70.7%，还有最低至0%的各种不同回收率的阿德菲亚公司的普通股、优先股以及可转换优先股等。

温迪克西百货商店

2005年2月，当温迪克西（Winn-Dixie Stores）申请破产时，其收入有99亿美元，它是美国第八大食品零售商。该公司于1914年由威廉·弥尔顿·戴维斯（William Milton Davis）创立，公司破产时，戴维斯的继承人仍然拥有35%的普通股。温迪克西申请破产保护源于过度扩张和激烈的竞争，火上浇油的主要有大众超市（Publix Super Markets）和沃尔玛。有人怀疑总部位于佛罗里达州的公司能否脱离破产困境，但也有人有理由对此表示乐观。该公司新任首席执行官是备受尊敬的彼得·林奇，原艾伯森公司（Albertson）的总裁兼首席运营官（COO）。正当他声称他的领导和业务趋于稳定时，供应商谨慎地支持重组计划。公司关闭或出售了1/3的商店，减少了分销业务，还裁减了员工。

尽管如此，供应商仍然不愿向温迪克西提供信贷，所以该公司无法享受杂货店可以得到的先卖货再交款的“浮动”政策。一些投资者认为，公司有可能获得信贷，放松趋紧的周转资金，并在脱离破产程序时再次利用浮动政策。此外，他们期待着该公司作为超市行业的一部分，有能力在周转资金不足的情况下保持运作，并以货架空间收取大量费用。此外，温迪克西拥有低于市场租金的长期租赁合约。管理层的战略，其中包括向波士顿连锁餐厅（Boston Market）出租空间而不是自己经营烤鸡柜台，让投资者觉得合理。因此，投资温迪克西的人不像很多华尔街分析师那样关注公司浪费现金的事情。在2006年第二季度期间，温迪克西债券可以以低于60美分的价格购得，该公司当时的有效价值低于4.5亿美元，或大约收入的5%。这是当代一种罕见的可以购买一家公司的净营运资金的例子，其市值计价是低于收入的10%。格雷厄姆和多

德也肯定会接受的。温迪克西于 2006 年 12 月脱离破产程序。到了 2007 年第二季度末，在它走出破产窘境之后，公司的企业价值翻了两倍，达到 14 亿美元。

布莱利公司

在缔结一项摸彩袋式的重组中，债权人可能会发现自己处于一个与开始时非常不同的立场。正如格雷厄姆和多德所指出的，对公司投票的控制权在破产程序中可以到达债券持有人手中。这时，这些人就会成为新的股票持有人，享有法定的新开端。因此，即使多数问题债务企业投资都是投资于债务，而不是资产净值，在破产程序中仍然有一个重要的资产组成部分。（在自愿重组计划下，债务当然也可能转化成资产。）

布莱利公司（Bradlees）是一个例子。这个零售企业于 1999 年初脱离破产程序。债券持有人得到现金、新的票据以及股票。该股是在 1998 年年底问题债务证券的需求减少之后敲定的。在底部，布莱利公司的普通股每股销售额接近 138 美元，与毫无疑问更加成功的沃尔玛的 31 美元形成对照。1999 年第二季度，华尔街开始面对这一差距，布莱利是那 3 个月期间表现最好的场外交易个股。新债券的价值也大涨了。到 7 月份，布莱利全部破产后的证券总值达到 1.55 美元（见表 1），与 3 月份的低至 62 美分形成对照。1999 年 8 月，仅布莱利股票价值即已远远超过旧债券。如表 1 所示，这些重组中的股票部分可能有波动，但它们对有耐心的投资者可以是有回报的。

表 1 布莱利重组

日期	98. 6. 30	98. 12. 31	99. 2. 5	99. 3. 15	99. 3. 31	99. 5. 6	99. 5. 21	99. 5. 26	99. 6. 3	99. 6. 23	99. 6. 30	99. 7. 8
旧债券	0. 78	0. 50	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—
现金	—	—	0. 20	0. 20	0. 20	0. 20	0. 20	0. 20	0. 20	0. 20	0. 20	0. 20
证书	—	—	0. 06	0. 06	0. 06	0. 06	0. 06	0. 06	0. 06	0. 06	0. 06	0. 06
新票据	—	—	0. 22	0. 22	0. 22	0. 22	0. 26	0. 26	0. 26	0. 27	0. 27	0. 27
股票	—	—	0. 26	0. 14	0. 20	0. 53	0. 58	0. 51	0. 57	0. 84	0. 66	1. 02
合计	0. 78	0. 50	0. 74	0. 62	0. 68	1. 01	1. 10	1. 03	1. 09	1. 37	1. 39	1. 55

大多数问题债务投资者没能坚持到底，因为他们知道布莱利不是沃尔玛，他们无法预测华尔街何时会认识到布莱利的缺陷。正如大师们所说，如果“没有危险的向牛市投降的心理”，很难持有一只股票超过 200% 的涨幅。换句话说，要做一个投资者，而不是投机者。最终，布莱利在竞争中落败，于 2000 年 12 月第二次提出破产申请，这一次，公司被清算了。

通向控制之路——重组

随着我们从典型的格雷厄姆和多德式投资沿着阶梯一路向下，到达一种接近投机的行为，我们来看看如何重组，从而控制公司。沃伦·巴菲特经常购买债务，目

的是得到一定的回报率，而不是创造资产净值并得到控制权。他似乎不愿意完成整个过程而成为一个完全意义上的破产投资者。而另一些人则努力想要得到所有权和控制权。

吉尼斯·匹特航空公司

对格雷厄姆和多德来说，低级别的债券和优先股，都是华尔街的孤儿。“投资者（在格雷厄姆和多德意义上的）绝不能买它们，而投机者通常倾向于注意普通股。”但是，两位作者指出，大量这些证券再加上需求的缺乏可能使他们的价格令人心动。

吉尼斯·匹特航空公司（Guinness Peat Aviation, GPA）的个案是一个很好的例子。这是一只有吸引力的低等级债券，也是一个很好的研究问题债务投资的案例。它是今天常见的预备破产，或“预先打包重整程序的破产”的先驱。在这种情况下，债务人和债权人在破产申请之前即已就一项重组计划达成一致，从而更简便、更经济地提交破产申请，并获得法院确认。在GPA的案例中，甚至从来没有必要提出破产申请。

GPA是爱尔兰一个成立于1975年的商用飞机销售和租赁公司。在顶峰时期，公司拥有280架飞机，租赁给83家航空公司。1990年，该公司下了一个大得惊人的价值170亿美元的700架新飞机的订单。但是，GPA赶上了坏年景。1992年，公司首次公开上市，当时正是1991年海湾战争之后航空业衰退期间。首次公开上市没能完成，而GPA，由于那个巨大的订单欠下大约100亿美元的债务，陷入严重的麻烦当中。其债务额高达面值的大约一半，到这个程度，问题债务投资者就开始参与了。他们以高于国债700~950个基点的收益率抢购公司债券，因为他们看重飞机抵押债券的价值。最后，GPA较大的竞争对手通用电气商业航空服务公司出手搭救。这对救援者来说是件大事，因为借助于通用电气的AAA级评级，这可能会为GPA的债务再次融资。对问题债务投资者来说这也是个大事，因为一旦通用电气承担了GPA的义务，那么GPA的债券就处于通用电气资产负债表的底部，成为无担保债务，仍然会在票面值上下交易。一夜之间，债券的价值增加了近一倍。

MCI 世通公司

21世纪初轰动一时的公司崩溃事件发生在世通公司，该公司是MCI曾经以及未来的化身。至少早在1999年起，直到2002年，电信公司的财务人员登记日常业务的资本支出费用时，低估了费用，从而造成了虚报收入至少90亿美元。“几年之内，世通公司的市场价值减少了2000亿美元，并削减了数千个工作岗位。到2002年7月，欺诈及监督不力迫使世通公司破产。”

2002年12月，公司试图重组，迈克尔·卡佩拉斯（Michael Capellas）被聘为新任首席执行官。负责美国证券交易委员会诉MCI世通公司案的联邦法庭任命证券交易委员会的前主席理查德·布里登（Richard Breeden）作为该公司的“企业监管”。因此，卡佩拉斯和他的经理团队必须同时对付定期的监管约束，清理前任的错误和欺诈行为，并在竞争激烈的市场上做好自己的生意。

马克·纳布伦 (Mark Neporent)，博龙资产管理有限公司 (Cerberus Capital Management) 的首席运营官，被卷入该破产事件的问题债务投资者之一，曾担任官方债权人委员会主席。^① MCI 公司重组的竞争对手努力将该公司从联邦合同中排除，在这种情况下，纳布伦就有关重组过程的益处向参议院司法委员会作证说：

毫无疑问，MCI 的重组计划为债权人提供的回本机会比清算更大，清算将确确实实地扔掉几十亿美元的价值。MCI 公司的持续经营价值估计约为 120 亿~150 亿美元，而其清算价值只有 40 亿美元。毫不奇怪，MCI 公司 90% 的债务代表已经迅速有效地解决了他们的内部分歧——完全如同破产法所预期的一样，并表态支持 MCI 提出的重组计划。

到 2005 年的时候，重组后的 MCI 公司重新站起来了，破产后的业主以大约 84 亿美元将公司出售给韦里逊通信公司 (Verizon Communications)，比清算价值多了不少。重组就避免了清算。MCI 公司是一个例子，说明重组作为一种获取控制的手段，帮助恢复公司资产的价值。

问题债务投资

有关一般价值投资，特别是问题债务投资的一个根本问题是，为什么能买到便宜货？如果市场像学术理论所说的那样有效率的话，为什么今天一只证券的价格不一定是其真正价值的最佳体现呢？即使格雷厄姆和多德他们是教授，他们所关心的也是现实，而不是理论。他们拒绝了在芝加哥大学发展出的有效市场假说 (Efficient Market Hypothesis, EMH)。那时这一理论毫无名气，人们见了也不知道它是什么，更不用说 EMH 的缩写了。有一种类比十分出名：他们将市场比做一架投票机，产生的结果部分出于理性，部分出于感性，而不是一个准确的不受个人情感影响的天平。两位作者的依据是一种“双重假设：首先，市场价格往往是不符合真正价值的；其次，这些差异有一种自我纠正的内在倾向”。在芝加哥大学的人犯冠心病之前，让我们再来听听格雷厄姆和多德的第一个假设：“至于前者的真实性，不会有什么疑问——尽管华尔街常常高唱‘万无一失的市场判断’，并声称‘股票就值你卖出的价格，不多也不少’。”

如果市场在普通的投资中使“正确”价格出“错”，那么在问题债务投资中这种错误更是频繁发生。顾名思义，问题债务证券的买家要的就是从在公司情况良好时高价买入了该证券的不愉快的卖家手中买到便宜货。在格雷厄姆和多德的时代，当一只股票停止支付股息时，许多机构持有人按章程规定必须卖出该股。如今，当一只债券的发行者停止支付利息时情况也是如此。因此，当一家公司遭遇困难时，有许多卖家被迫卖出，他们叫嚣着要冲出狭窄的出口，并没有足够的买家来拓宽门口，维持“正确”的价格。当息票失误时，即使是不受法律约束不是必须卖出的机

^① 格雷厄姆和多德关心的是投资银行家组建的保护委员会有可能无法公正地保护投资者的利益。他们赞扬 1938 年的破产法将保护委员会的活动和赔偿置于法院的审查之下。当然，今天在重组中发挥重大作用的债权人委员会，其活动也处于密切监督之下。

构，常常也会这样做。在许多机构看来，债务重组部门就是一部电话：拿起话筒将证券卖出就行了。在此背景下，问题债务专家做出判断，认为证券保持着大于市场甚至它们目前的持有人赋予它们的价值。

此外，华尔街历来倾向于反应过度。在人们的刻板印象中，华尔街不是牛市就是熊市。事实上，华尔街本身既不是牛也不是熊，而是一条鲨鱼，它不断地变换着方向，一刻不停地在寻找食物。喂饱它的过程需要大量资金的转移，有时不可避免地会出现分配错误。正如据说约翰·邓普顿爵士曾经说过的那样，“牛市在一片悲观中诞生，在怀疑态度中成长，在乐观情绪中成熟，在兴奋过度时死亡。”破产投资者就是以这些错误分配为生，它长久以来就是华尔街鲨鱼想要出售的下游产品。在顺境时，华尔街允许提高债务，导致股票赎回，带来收购热潮。华尔街债务创造机器的过度兴奋导致崩溃，这时，破产投资者经常以折扣价供应新鲜股票，赎回债务。

当然，自格雷厄姆和多德以来情况已经有所变化。技术进步和融资的民主化无疑使市场更有效率。毕竟，1940年的时候，你 cannot 通过彭博终端或互联网即时跟踪无数证券的价格。你不能构建详细的 Excel 电子表格，通过改变一个数字立即调整所有数字。你不会在你所跟踪的公司只要有新的消息时就收到电子邮件提醒。也没有数以千计的专业人士整天趴在电脑终端机前面争着进行投资交易。已故传奇式人物利昂·利维（Leon Levy）建议炒股新手假设，他们正在做出的某些决定也是今天在全国各地的其他数百个办公室里其他人同时做出的决定。

结果，可以得到一个很好的结论：市场比格雷厄姆和多德写作此书的时候更合理了。事实上，格雷厄姆本人在生命的最后一年也说过这样的话。他在1976年的一次采访中说：“过去任何一名训练有素的证券分析师都可以通过详细的研究很专业地选择价值被低估的证券，但考虑到现在正在开展的大量研究，我怀疑在多数情况下，这种大量的努力所做出的选择是否足以证明值得付出这些成本。”^①换言之，格雷厄姆教授担心，他的工作太成功了，最后使自己过时了。其实不然。教授并不知道他的工作才刚刚开始。

今日之格雷厄姆和多德

格雷厄姆和多德承认，事物总在变化。第1版出版6年之后，在第2版序言的第一段，他们说：“在经济世界中，事情发生得太快了，作者们无法长时间舒适地休息。”有时作者焦躁不安，似乎会走在时代前面几十年。

风险洞察力

格雷厄姆和多德先见之明的一个主要方面在现代证券市场的一个重要部门有实际的应用。虽然两位作者一贯对市场的理性持怀疑态度，他们说：“证券价格及收益

^① 后来，费雪曾针对这番话说过：“讽刺的是，正是在计算机回溯发现‘有效市场’理论的各种漏洞时，格雷厄姆采纳了这一理论。”

率不是对预期风险的任何精确数学计算可以决定的，而是取决于证券的受欢迎程度。”他们也奠定了理论基础，在此基础上几十年后建起了高收益投资的高楼大厦。针对这些方面作者说：“如果我们假设相当大比例的一组精心挑选的低价债券都不违约的话，那么一段时间内这些债券作为一个整体所获得的收益无疑将远远超过同样价格普通股的股息回报。”

其他人借助这一想法，帮助销售垃圾债券，尤其是 20 世纪 80 年代迅速席卷华尔街的低级原发债券。但毫无疑问的是，格雷厄姆和多德不会接受此类债券。但购买堕落天使则是另一回事，这些堕落天使一度是投资级别的债券，其发行人遇到了困难。即使在破产情况下仍然可以声称有拥有权的一些资产通常都是高级证券。垃圾原发证券却没有这样的情况支持。这些债券一旦出问题，可能根本就不会有任何回报。

20 世纪 80 年代，有相当比例的高收益债券市场，包括从未被直接出售给投资者的证券，但在收购活动中却被放在一堆证券和现金当中一起给了卖出股票的股东。投资银行德崇证券（Drexel Burnham Lambert）完善了这一战略，创造了零息债券（比方说，5 年内不支付利息）或“实物支付（PIK）优先股”这样的手段，这样，就不必支付现金，而是发行更多优先股即可。几乎没有人认为这些证券的价值达到它们的票面价值，但售股股东普遍认可这种交易。但是，当这个 10 年结束时，垃圾债券市场崩溃，德崇证券的好几项交易也是如此。这些问题，加上德崇证券与美国证券交易监督委员会和原告在法律上的麻烦，导致该公司在 1990 年申请破产保护。杰弗里·雷恩（Jeffrey Lane），西尔森－莱曼·哈顿公司（Shearson-Lehman Hutton）的前总裁，指出：“这就是金融服务业务的性质。你稳步衰落，然后就一脚踏空，落入悬崖。”

购买堕落天使则是另一回事，这是一些以前是投资级别的债券，困难的时候，这些证券价格下降；如果是一个从来就没有翅膀的天使则另当别论。堕落的天使通常是可始终对某些资产拥有所有权的高级证券，甚至在破产时也是如此。德崇证券用来交换的证券甚至连这种可取之处也没有。它们可能就是格雷厄姆和多德在金融市场中最不赞成买入的。在随后的崩溃中，多数没有得到任何回报。

格雷厄姆和多德了解无风险回报率和不同风险的投资机会创造的证券收益率之间的区别，特别是如果一个多元化的投资组合可以在降低整体风险的同时锁定高回报时更是如此。在几乎任何种类的投资中，回报率与无风险回报率至少有某些联系（如果不是数学上确切的联系的话），投资者冒的风险越大，所要求的回报就越高。投资者对高收益债券溢价的要求高于联邦基金的安全性，这很好地反映了市场对风险的需求。图 1 所示的 20 年的调查结果可以说明这一点。

图 1 中用美林高收益指数减去无风险的联邦基金利率，显示其差幅随着时间推移的变化。这种差幅代表着投机资本可得到的收益，包括问题债务投资领域。比如说，进行风险投资时，投资者寻求的是一桶黄金（尽管会有一些变化，但已使偶然的获胜者与失败者相抵消）。与风险投资不同，该图是关于大部分旨在为机会资本创造回报率的投资组合的。这种有效回报率与无风险利率紧密结合，图中显示的差幅是判断过去 20 年里市场如何定价的最简单、也许也是最好的标准。

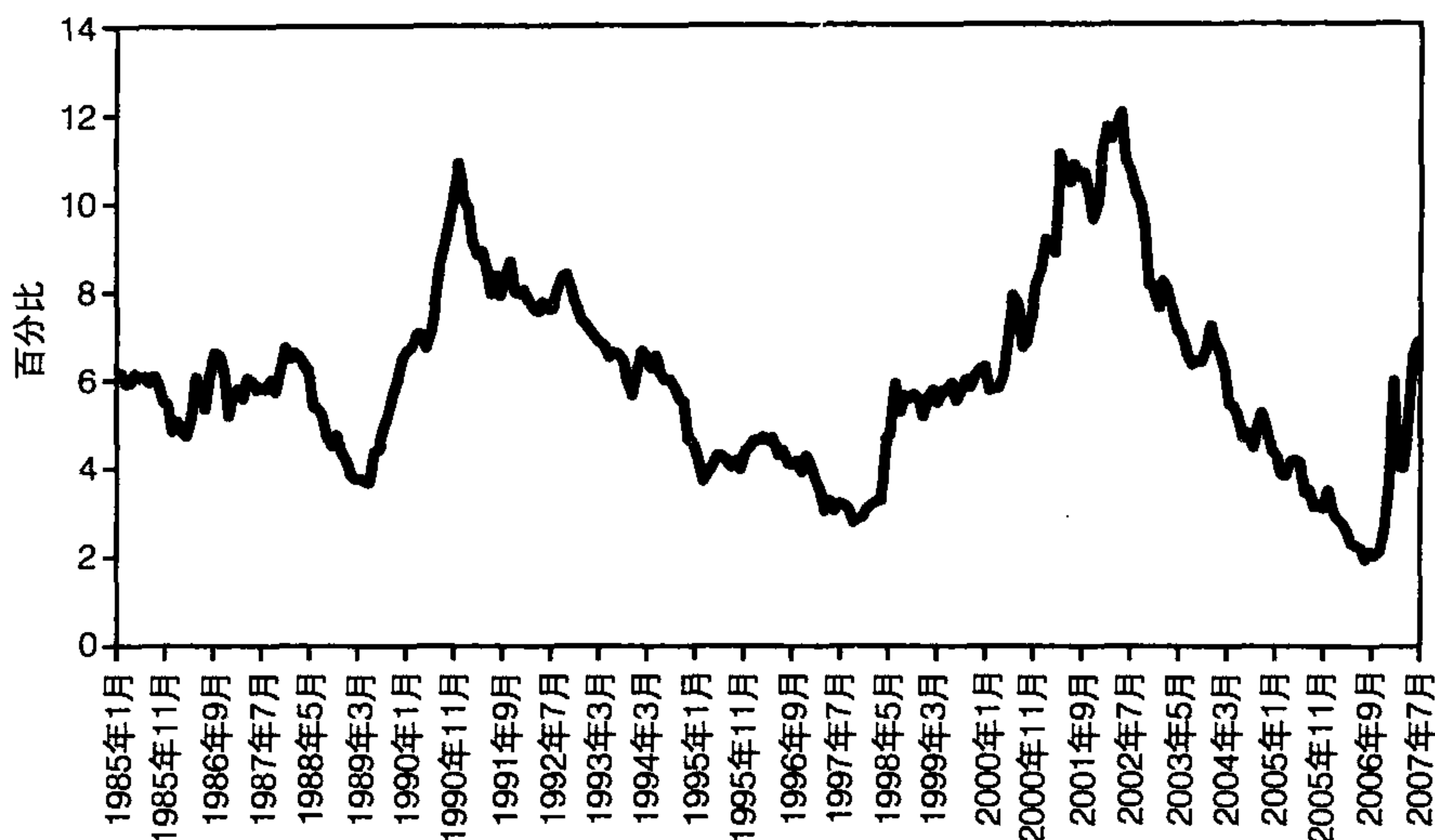


图1 关于美林高收益指数与联邦基金利率

多数时间里二者的收益率趋于联动，但当它们朝着相反的方向发展——也就是说，当其差幅扩大时，真正的机会就到来了，是买入的时候了；当差幅缩小时，则应当卖出。注意 1989—1991 年差幅大幅度增加，这反映经济的疲软，并导致乔治·布什总统竞选连任的失败，尽管在 1992 年选举日之前情况已经开始改善了。这种差幅在 1998 年股市繁荣时期还非常小，随着网络泡沫达到顶峰开始扩大，泡沫破灭时被打破。这种差幅到 2002 年底曾经扩大到接近 1 200 个基点，在 2003 年年底前已经萎缩至约 700 个基点，2006 年年初小于 400 个基点，2007 年年初低于 200 个基点。收益率强力的压缩成为对所有资产类别进行再评价的跳板，而高收益指数是一个代表。

当差幅最大时，比如 1991 年或 2002 年，投资者为其承担的风险获得可观的收益。当差幅最小时，比如 2007 年年初，市场对于风险过分乐观，那就是卖出的时候。当然，很难预测差幅在明天或下周会加大还是缩小，但机会投资者承认存在不合常规的转向。当差幅特别大时，他们会出海捕鱼；当差幅特别小时，他们就呆在家里修补渔网。

当然，在差幅增大时，是另类投资的大好机会，但这时筹集资金极为困难，这就是生活。这样，一旦差额缩小，机会越来越少，资金流入其他领域。正如利昂·利维常常说的那样：当你有想法时，你找不到钱；等你能找到钱了，你又没想法了。在这方面，投身问题债务投资领域的投资者与散户投资者的行为没什么不同。

首要原则与范式转变

人们很容易认识到，看似不可改变的规则也有可能过时，但很难知道什么时候是这种情况。1951 年春天，道琼斯工业平均指数约为 250。格雷厄姆教授告诉他在哥伦比亚大学商学院的学生，说自 1896 年开始有这个指数以来，道指在每一年度都

有一段时间低于 200。格雷厄姆教授有史以来最好的学生——大概也是唯一一个曾经从老师手中得到过 A+ 的学生，沃伦·巴菲特那年夏天就要毕业了，教授建议他说 1951 年道指还没跌到过 200 点，肯定还要下跌，如果他推迟自己的投资生涯，等到道指下滑到 200 点以下再说的话或许会从中受益。沃伦·巴菲特拒绝了这一忠告，显示出自己是当之无愧得到 A+ 的学生。这是一件好事，因为道指当年以及其后任何一年都没有回到 200 点。当格雷厄姆教授给出忠告时，“我那时有大约 1 万美元，”巴菲特告诉《华尔街日报》的记者说，“如果我采纳了他的意见，我想我现在可能还是只有 1 万美元。”^①

几年以后，1958 年，股票的股息收益率首次低于债券收益率。当时一个明智的投资者很难相信这种变化是一种永久性的新现实。相反，似乎有必要看空股市。想想这些年来真正的信徒损失的所有的钱吧，他们说：“这次不一样。”然而，那时经验丰富的专业人员很谨慎，却错了，而无礼的乐观主义者却是正确的。这一次，的确不一样。从半个世纪安全的视角来看，说新的定价基准已经成立似乎是不容置疑的。

所以，特别是考虑到有那么多人都确实没什么不一样，那人们何时可以有把握地得出结论说“这次不一样”呢？1951 年，格雷厄姆教授的 200 点规律已经延续了 55 年。一旦突破，就再也没回过那个点位。但谁又有巴菲特的远见和胆量能够认为可以完全无视这一信条呢？1958 年的投资者如果等着股息收益率和债券市场收益率之间回到 100 年来持续的关系的话，那么他们等到今天还得继续等。一旦逆转，这种关系就变得越来越远了。

尽管如此，虽说格雷厄姆和多德的金科玉律到了今天不加评注就无法理解，但这部著作所体现的态度却是永恒的。只要投资者仍然是人，并因此受制于贪婪、恐惧、压力、疑虑以及人类所有的各种情感，那么能够使自己坚强起来，克服情绪影响的人就能赚钱。只要人类仍然具有从众的倾向，那么对那些不怕孤立与众人背道而驰的人就有机会。可以认为格雷厄姆和多德体现了丹麦王子哈姆雷特的精神。哈姆雷特说过：“但愿老天保佑如此之士，因为他们的血气与理智已被调整得和谐淑均，他们不会忍气吞声地默默接受命运之玩弄与摆布，也不会轻举妄动，意气用事。”^②

^① 在伯克希尔·哈撒韦公司 2000 年的年度报告中，巴菲特提到了他在格雷厄姆班上的经验，他说道：“在大师门下受业几个小时证明比我自己冥思苦想 10 年更有价值。”

^② 哈姆雷特，第 3 幕，第 2 场。（选自朱生豪译本——译者）

我们现在开始讨论我们修订的证券分类中的第二大类，即买主认为本金价值会有可观变化的债券和优先股。在我们的介绍性讨论中，我们将这一类别细分为两个子类：由于安全性不足而具有投机性质的证券，以及由于拥有可转换性或类似特权，导致其市场价格有可能产生很大变化，因而具有投机性的证券。^①

具有投机性特权的高级证券

除了对固定数额的本金和收入享有优先请求权之外，债券或优先股也有权分享普通股的利益。共有 3 种特权，分别为：

- 1. 可转换权——持有人有权按照规定条款将高级证券兑换成普通股。
- 2. 分享利益权——高级证券持有人可因此获得额外收益，其数额通常取决于公告的普通股股息数额。
- 3. 认购权——债券或优先股持有人可以按规定价格，在规定期间内，购买规定数量的普通股。^②

^① 在 1934 年的版本中，这里有一节篇幅用于讨论可低价买入的高级证券的投资质量问题。虽然这些问题在 1931—1933 年期间很普遍，但这种情况后来变得非常少见——即使是在市场下滑的 1937—1938 年也是如此。因此，为了节约篇幅，我们现将该部分删除。

^② 还有第 4 种分红方式，不如上述 3 种重要，是在 1928—1929 年的牛市期间第一次出现的。那就是所谓的“选择权”债券或优先股。选项就是可以接受固定数量的普通股作为利息或股息（即每股折算为一个固定的价格）以代替现金支付。例如，商业投资信托公司（Commercial Investment Trust）1929 年发行的股息 6 美元的可转换优先股，是一系列可选择证券之一，持有人可选择将他的年度分红率兑换为 1/13 而不是接受 6 美元现金。这相当于普通股每股 78 美元的价格，这意味着任何时候，只要股票售出价高于 78 美元，这种选择就可以获利。同样，华纳兄弟影业公司 1929 年发行了股息为 6% 的可转换可选择公司债券，1939 年到期。买主可选择接受 1 股普通股股票，而不是 60 美元的现金作为利率。

由于可转换权是上述 3 种特权中人们最熟悉的一种，因此我们会经常使用“可转换证券”一词来泛指附权证券。

这种证券形式很吸引人

借助于上述 3 种特权中的任意一种，一种高级证券实际上可以得到企业普通股可以带来的几乎所有利润。因此，这种证券从形式上来说肯定被当做所有证券中最具吸引力的一种，因为它们使最大限度的安全与无限增值的机会结合起来。一种满足健全投资的所有要求、同时又具有有利的转换权的债券无疑是人们争相购买的。

其投资记录不值得羡慕的原因

尽管作为一种投资形式，人们对于附权高级证券大加赞扬，我们仍然必须承认，此类证券实际操作的经验一般不尽如人意。导致愿望与表现差异的原因可以说有两种。

第一个原因是，只有一小部分附权证券真正达到了健全投资的严格要求。可转换的特性一般都是为了弥补安全性不足的缺陷而提出的。^① 这种弱点在 1926—1929 年期间可转换证券大流行的时候最为突出。^② 这些年，的确，树大根深的企业通过销售普通股的方式筹集资金，而较弱的（或资本不足的）企业则求助于附权高级证券。

第二个原因与在何种条件下转换特权可能产生利润有关。尽管可转换债券的价格确实没有上限，但持有人在维持一个投资持有量时可得到多少利润有一个明确的限度。附权证券的价格随普通股变化，很快在涨跌两方面都随着股市行情而变，以至于是否继续持有该优先证券成了一种投机行为。下面的例子可以说明这一点：

假设我们以票面值购买一只利率为 3.5% 的优质债券，每 100 美元的债券可兑换成两股普通股（即，兑换成 50 美元一只的普通股）。债券买入时普通股的售价为 45 美元。

第一阶段：（1）如果股价下跌至 35 美元，债券可能仍然接近票面值。这说明了可转换债券较之普通股明显的技术优势。（2）如果股价上涨至 55 美元，该债券价格可能会涨到 115 美元甚至更高。（它的“立即转换价值”将是 110 美元，但因其相较于股票的优势，溢价是合理的。）这说明这种可转换债券的投机性不容置疑。

第二阶段：股价进一步上涨至 65 美元。债券的转换价值现在是 130 美元，它将

① 美国投资银行家协会工业证券委员会（Industrial Securities Committee of the Investment Bankers Association of America）1927 年的报告引用了（大概也同意了）一个建议，说由于有一定比例的中型工业企业高级证券“在 5 年或 10 年间有可能出现重大损失”，因此应给予投资者通过转换或其他形式的特权分享未来的收益，以弥补这方面风险的权利。

② 在美国证券交易委员会 1939 年 2 月 16 日 208 号（统计数列）文件之前，附权证券的美元成交量没有全面的汇编和定期的整理。该文件给出了 1937 年 4 月 1 日至 1938 年 12 月 31 日期间每季度的数据，美国证券交易委员会此后每季公布一次数据。更长时期的此类成交量数据见附录注释 35。

以此数，或者略高的价格卖出。此时原始购买者面临一个问题。在很大的范围内，该债券未来的价格走向完全取决于普通股股价的涨跌。为了寻求更大的利润，他必须冒险损失既得利润，而这既得的利润实际上构成了他所持有债券当前市场价值相当大的一部分。（普通股价格的下跌很容易就可以使债券价格从 130 美元跌至 110 美元。）如果他选择持有该证券，则将自己在相当大程度上置于股票持有人的位置，这种相似性随着价格的进一步上涨而迅速增加。举例来说，如果他在 180 美元的价位（股票价格为 90 美元）仍然持有该债券，则他事实上已处于股票持有人的地位并承担相应的风险。

这时，他与股票持有人一样可能获得无限的利润。因此，附权证券获得无限利润的可能性在很大程度上是虚幻的。这种可能性与债券或优先股的所有权无关，而是来自普通股股票持有人的身份——这种身份任何非转换型证券的持有人都可以通过卖出债券买入股票而获得。实际上，尽管可转换证券仍然保持着投资控股的优势，但其可能的盈利幅度通常会限于票面价值的 25% ~ 35% 之间。为此附权证券的原始购买者大多持有该证券的时间不长，一般不到最成功的持有人所得最大股市涨幅的一小部分，因此他们不能真正实现这些可能的高额利润。因此所得的利润可能无法抵消该领域内错误投资所造成的损失。

有吸引力的证券举例

上述附权高级证券的两个缺点肯定大大扑灭了我们对它们的热情，但这绝不能破坏其固有的优势，也仍然有可能利用它们获得较大的成功。虽然多数新发行的可转换债券可能没有充分的安全性，^① 但是仍然有相当多的例外情况，这些例外情况应是警惕性高的投资者最为关注的。在此，我们附加 3 个最典型的例子，这些例子分别取自公用事业、铁路和工业部门。

1. 联邦爱迪生公司利率为 3.5%，1958 年到期的可转换债券

这种债券于 1938 年 6 月和 9 月平价售予股东。该公司的统计数据显示以该价格买入公司债券从各方面说都是十分安全的。这些债券在到期时或赎回前可转换为 40 股普通股。

1938 年 9 月，公司债券在纽约证交所可以按票面值购得，当时股票的卖出价为 24.50 美元。债券和股票此时的卖出价非常接近于平价，股票的价格略有上涨，持有人将债券出售可获利。不到一年以后（1939 年 7 月），股票价格已经上升至 31.375 美元，而债券也涨到了 124.75 美元。

2. 切萨皮克与俄亥俄铁路公司利率为 5%，1946 年到期的可转换债券

该债券最初于 1916 年 6 月向股东出售，1920 年 4 月 1 日之前可以按 75 美元的价格转换为普通股；1923 年 4 月 1 日至 1926 年 4 月 1 日期间为 80 美元；1923 年 4 月 1

^① 这种评论并不适用于 1933 年至今所发行的可转换债券，其中大部分都符合我们的投资标准。

日至1926年4月1日期间为90美元；1926年4月1日至1936年4月1日期间为100美元。

1924年末，债券还可以接近平价（即，毋须为转换特权付出溢价）买入。具体来说，1924年11月28日，债券的卖出价为101美元，股票价格为91美元。当时显示该公司的收益持续增长，表明债券有充分的安全性。（1924年的固定利息保障倍数为2倍。）第二年，股票卖出价达到131美元，债券价值相应地达到145美元。这一事实表明了转换特权的价值。

3. 兰德·卡德克斯衣柜公司债券，利率为5.5%，1931年到期

该债券于1925年12月首发，价格为99.50美元，附有认股权证（1927年1月1日后股票与认股权证分离），使持有人在1926年有权以每股40美元的价格买入A类普通股22.5股；1927年认购价为每股42.50美元；1928年每股45美元；1929年每股47.50美元；1930年每股50美元。（A类股票实际上是一种参与优先股。）认股权证规定，购买股票时，债券可以平价折算支付价款，此规定实际上使债券可以兑换成股票。

债券的安全性似乎很充分。以前的资料（根据被接管公司的收入计算）显示新发债券的利息保障倍数如表22—1所示。

表 22—1 新发债券的利息保障倍数	
年份	利息保障倍数
1921（萧条年）	1.7
1922（萧条年）	2.3
1923	6.7
1924	7.2
1925（9个月）	12.2

流动资产净值超过债券面值的两倍。

当债券向公众发行时，A类股票报价约为42美元，说明认股权证具有直接价值。第二年，股价上涨到53美元，债券价格达到130.50美元。1927年，当兰德·卡德克斯公司兼并了雷明顿打字机公司时，股票价格上涨至76美元，债券价格也涨至190美元。

没有吸引力的证券举例

与这些例子相对照，我们给大家举一个例子，这只证券表面上很吸引人，但本质上是不安全的可转换新股，这也是1928—1929年这一时期的特点。

国内贸易杂志公司，年息为6%的可转换债券，1938年到期

该公司组建于1928年2月，收购并发行大约12种贸易杂志。1928年11月，该公司出售总额为280万美元的上述债券，发行价为97.50美元。最初直到1930年11

月 1 日前该债券可转换为 27 股普通股（价格为每股 37.03 美元）；1930 年 11 月 1 日至 1932 年 11 月 1 日可转换为 25 股（每股 40 美元）；在债券有效期的最后两年中，股价逐渐提高到每股 52.63 美元。

在发行时及随后数月间，这些债券的买入价仅略高于其相应股票的市场价值。具体来说，11 月 30 日，当股票售价为 34.125 美元时，可以以 97.50 美元的价格购得该债券，也就是说该股票只需要上涨 2 个点，就可以通过转换获利。

但是，尽管发行说明书给大家描绘了一幅动人的图画，这只债券的安全性却似乎总是不够充分。发行说明书列出了被接管公司在之前 3 年半的“估计”收益，平均起来有发行债券费用的 4.16 倍之多。但这些估计收益中有将近一半来自减薪等盘整手段所带来的预期收益。保守的投资者不会认为这些“收入”是理所当然的，尤其是在这种有风险、竞争激烈、有形资产相对较少的企业更是如此。

排除上述估计“收入”，债券发行时及之后的数据如表 22—2 所示。

表 22—2		债券发行时及之后的数据			(单位：美元)
年份	债券的价格范围	股票的价格范围	现行转换价格	利息保障倍数	普通股每股收益
1925				1.73 ^I	0.78 ^I
1926				2.52 ^I	1.84 ^I
1927				2.80 ^I	2.20 ^I
1928	100 ~97.50	35.875 ~30	37.03	1.69 ^{II}	1.95
1929	99 ~50	34.625 ~5	37.03	1.86 ^{II}	1.04
1930	42 ~10	6.375 ~0.50	37.03 ~40	0.09 ^{II}	1.68
1931	10.50 ~5	1	40.00	破产管理	

I 被接管前企业。前期股价的数字扣除了估算的联邦税税额。

II 1928 年后 10 个月及随后几年采用实际收益数字。

1931 年 6 月涉讼财产管理人被任命。当年 8 月公司财物被出售，后来债券持有人每 1 美元面值的债券只得到约 8.50 美分的补偿。

由此得出的原则

从这些对比鲜明的例子可以得出一个对于指导如何选择附权高级证券很有价值的投资原则。这个原则就是：以接近或高于面值的价格销售的附权高级证券，必须要么符合纯粹固定价值投资的要求，要么符合纯粹普通股投机的要求，必须明显具备两者之一才可以购买。

这两种选择给出了购买附权证券两种不同的方法。可以将其作为可能有机会通过本金价值的增加而获利的可靠投资来购买，也可以将其主要当做普通股投机一个有吸引力的形式来购买。一般来说，不应该有任何中间立场。对本金的安全性感兴趣的投资者不应降低要求，以换取转换特权；投机者也不应被债券合同所提供的安全的假象所吸引而投资一个预计获利不高的企业。

我们之所以反对任何在纯粹投资和彻底投机之间做出妥协的态度主要出于主观理由的考虑。因为如果采取中间立场，那么其结果通常是混乱、模糊和自欺欺人。那些放松了安全性的要求以获取分享利润的特权的投资者，一旦时运不济遭受了不可避免的损失，他们在财政上或精神上往往都没有做好准备。而那些希望通过操作可转换债券以降低风险的投机者，则很可能会发现他主要的兴趣分散到了企业本身和特权条款两个方面，结果可能连自己也不知道自己究竟是股票持有人还是债券持有人。（以大幅度折扣低于面值销售的附权证券一般不受这一原则约束，因为它们属于我们将在下文中讨论的第二类投机性高级证券。）

回到前面的例子，立刻就可以看出即使不考虑任何可转换特征，联邦爱迪生公司利率为 3.5% 的公司债券都可以作为一种投资来购买。这种特权很可能会有价值，这使得该债券一发行就十分抢手。切萨皮克与俄亥俄公司和兰德·卡德克斯公司的债券也是同样的情况。对那些坚信相关的普通股必然会升值的投机者来说，这三只债券中的任何一只也都很有吸引力。

另一方面，国内贸易杂志公司的债券无法通过严格的对安全性的定性和定量检测。因此，只有对该股票的未来价值充满信心的人才会对它感兴趣。但是，多数国内贸易杂志公司债券的购买者不太可能都是出于投资或投机的目的，他们在更大程度上是受到转换特权条款的吸引，觉得该证券作为一种债券投资“相当安全”。我们反对的正是这种真正的投资与纯粹的投机之间的妥协，这主要是因为购买者对于他进行投入或承担风险的目的并不明确。

持有或卖出的原则

我们已经讨论了如何选择附权证券的指导性原则，接下来大家会问购买了一只附权证券之后有关持有与销售有哪些原则呢？将可转换证券主要当做对普通股的一种投资形式而购买的人比那些出于投资的目的而购买的人可通过持有获得更高的利润。如果前一种债券的价格从 100 美元涨到 150 美元，这种大幅度的溢价本身并不会成为将其卖出的主要理由。持有人更应当考虑的是他认为普通股是否已达到足够涨幅，足以获利。但是，当将其主要作为一种安全的债券投资而购买时，那么，关于可达到的利润额限度的保守估计会直接发挥作用。出于上文详细解释过的原因，保守的附权证券购买者通常持有这些证券的升值空间不会超过 25% ~ 35% 的幅度。这意味着，在可转换债券领域，一个真正成功的投资运作持有时间不会很长。因此，购买这种证券时，应当想到有可能需要长期持有，但也要抱有潜在利润将很快实现的希望。

上述讨论带领我们发现另一个投资原则：

一般情况下，投资者不应转换可转换债券，而应将其持有或出售。

的确，转换特权的目的是在看上去有利的时候实现这种转换。如果债券价格大幅度上涨，其当前收益率将减少到一个毫无吸引力的水平，而此时将其转换为股票则通常会有较高的收益。然而，当投资者确实将债券转换为股票时，他就放弃了可转换债券对本金及利息的优先权和无条件要求权，而这正是他起初购买这些债券的前提。如果转换后的情况变糟，他的股票价值可能跌落至远远低于原来购买债券

的费用，这时他损失的不仅是利润，还包括部分本金。

此外，他还冒着改变自己角色的风险——一般情况下是这样，在特定情况下也是这样，他会从一名债券投资者变成一名股票投机者。必须承认，即便是良好的可转换债券也存在潜在的风险；它对于粗心大意的人来说很容易成为代价高昂的圈套。为了避免这种危险，投资者必须坚持保守的观点。当所持债券价格已超过投资的价格波幅时，他必须将其卖出；最重要的是，即使债券的价格随后上升到高得多的水平，他也不能怀疑自己的判断。一旦这只证券进入投机性价格波幅，其市场表现就与任何投机性股票的价格波动一样，由于投资者对这种价格波动的规律一无所知，这也就与他们无关了。

如果投资者一般都按照这里提出的建议行事，那么债券的转换将只能通过那些自主决定要出于这一特定目的而收购股份用于投机或假定投资的人来实现。^① 反对投资者行使可转换债券的转换权的论据同样适用于反对他出于投资目的而购买债券所附的认股权证。

持续投资于附权证券的方针，在有利的条件下，要求频繁地获取利润，不断更换售价超出票面价值不多的新证券。更具体地说，买入价为 100 美元的债券将以，比如说，125 美元的价格出售，然后再换成其他可以按接近平价的价格购得的优良的可转换债券。很可能不是随时都有这样令人满意的机会，投资者也不一定有办法找到所有这样的机会。但是，近几年的金融趋势说明一定会有相当多的真正有吸引力的可转换债券再次出现。1926—1929 年间出现了大量的附权证券，但一般质量较差。1930—1934 年间，对安全性的重视造成可转换债券几乎从新发行的债券中消失。之后，钟摆又摆回中间位置，股票持有人有权分享利益的特征有时又重新采用，以促进新发行优良债券的销售。^② 1934—1939 年之间出售的债券多数票息极低，否则就是立即跃升至令人望而却步的溢价水平。但是，我们倾向于认为，有鉴别能力又认真仔细的投资者可能会在这一领域再次找到适量有吸引力的机会。

① 在实践中，购买债券，同时以略高于“转换平价”的价格出售股票的价格套利操作往往也导致转换权的实现。

② 1925—1939 年期间发行附权证券的相对频率的数据，见附录注释 35，以及美国证券交易委员会 1939 年 2 月 16 日 208 号文件中的统计数据。

附权高级证券的技术特点

上一章就其与投资和投机的广泛原则之间的关系对附权高级证券进行了探讨。为了从实际的角度对该类证券有一个充分的认识，现在，我们需要更深入地讨论它们的特点。这种讨论可以从三个方面逐次展开：(1) 三种类型的特权——可转换权、参股权和认购权（即“认股权证”）共同的考虑因素；(2) 与其他类型的特权相比，每种特权的相对优点；(3) 单独考虑每种特权本身所具有的技术特点。^①

附权证券普遍适用的考虑因素

分红制特点的吸引力取决于两个主要的，但完全不相关的因素：(1) 安排的条款；(2) 可以分红的前景。举个简单的例子（见表 23—1）：

表 23—1 决定分红制特点吸引力的因素	
A 公司	B 公司
售价为 100 美元，利率为 4% 的债券可以按 50 美元的价格转换成股票（即每 100 美元的债券可转换为 2 股股票）股票售价为 30 美元	售价为 100 美元，利率为 4% 的债券可以按 33.33 美元的价格转换成股票（即每 100 美元的债券可转换为 3 股股票）股票售价为 30 美元

^① 有关这个题目的内容篇幅长度可能不足，这是因为附权证券的重要性越来越高，同时标准的说明性教材对这一问题并没有深入的论述。

特权条款与企业前景

显然，B 公司债券的转换权条款更吸引人。因为股票的售价只需上涨略高于 3 个点就可以保证获利，而 A 公司的股票必须上涨 20 个点以上才有可能获得转换利润。然而，购买 A 公司的债券结果却很可能是更好的选择。因为 B 公司股票的价格可能根本就不会上涨，而同时 A 公司的股票价格却已经翻了一番甚至两番。

在这两个因素之间，毫无疑问，更有利可图的选择是选择正确的公司，而不是选择更令人满意的条款。当然，关于企业的吸引力如何抵消特权条款，以及如何平衡这两个互不相干的价值因素，并没有什么确切的计算方法。但在对投资等级的附权证券进行分析时，特权条款必须得到更多的关注，并不是因为这个因素更重要，而是因为可以对此进行更加确定的分析。判断一个企业比另一个更有前途似乎相当容易。但确定在某一特定价格下购买一只普通股股票是否比时价购买另一只股票更合适，这绝不是那么容易的事。

回到我们的例子中来，如果相当肯定，甚至非常有可能认为较之于股票 B 涨到 33 美元，股票 A 涨到 50 美元的可能性更大，那么这两只股的报价都不会是 30 美元。当然，股票 A 的售价将会更高一些。我们想说的是，一般来说股票的市场价格已经反映了一个企业比另一个企业所表现出的优势。如果投资者选择债券 A 的原因是希望与债券 A 对应的股票价格上涨速度大大超过股票 B，那么他就是在在一个缺乏确定性、必然错误频出的领域做出自己独立的判断。出于这个原因，购买者主要根据自己对企业今后扩大利润前景的看法来决定是否出于投资目的而购买附权证券，我们表示怀疑。（对这一点的论述其实只是在重复前文已经总结的固定投资价值领域的一个原则。）

如果采用的是投机的做法，即如果购买证券的目的主要是想要从股票中获益，那么主要根据购买者对公司未来的判断做出决定当然就是合理的了。

3 个重要的因素

1. 特权的范围

在考察分红特权的条款时，应当注意 3 个组成要素。它们是：

- A. 每一美元股票的分红或投机获利的多少；
- B. 购买时特权与可实现利润的关系密切程度；
- C. 特权的存续期。

可转换债券或附有认股权证的高级证券所带来的投机获利的数额等于享有该特权的股份当前的市场价值。在同等条件下，每 1 美元投资的投机收益越多，特权的吸引力就越大。

例如：前文曾提到过的兰德·卡德克斯公司利率为 5.5% 的债券，附有认股权证，可以购买 22.5 股 A 股，原始价为 40 美元。A 股的时价为 42 美元。“投机收益”的数额达到 22.5×42 ，也就是说每 1 000 美元的债券获利 945 美元。

可靠百货商店公司 1927 年发行的利率为 6% 的债券，所附认股权证只能购买 5 股普通股，原始价为 10 美元。普通股的时价为 12 美元。因此，“投机收益”额为 5×12 ，也就是每 1 000 美元的债券获利只有 60 美元。

洲际橡胶制品公司发行的利率为 7% 的债券是一只获得巨额投机收益的债券。根据 1922 年该债券发行前后的特殊规定，每 1 000 美元的债券可兑换成 100 股股票，并有权以每股 10 美元的价格额外购买 400 股。1925 年，当股票以 10 美元的价格出售时，每 1 000 美元债券的投机收益额达到 500×10 ，也就是 5 000 美元。假如此时以 120 美元的价格卖出该债券，那么所获得的投机收益就会高达债券投资额的 417%——相当于可靠百货商店公司债券收益的 70 倍。表 23—2 所示的比较涵盖了上面举出的 3 个例子，可以说明投机收益数额的实际重要性。

表 23—2 3 个例子的比较

项目	可靠百货商店公司利率 6% 的债券	兰德·卡德克斯公司利率 5.5% 的债券	洲际橡胶制品公司利率 7% 的债券
每 1 000 美元债券对应的股数	5	22.50	500
底价（美元）	10.00	40.00	10.00
当股票价格上涨时债券价值增加：			
高于底价 25% 时	12.50	225.00	1 250.00
高于底价 50% 时	25.00	450.00	2 500.00
高于底价 100% 时	50.00	900.00	5 000.00

对于可转换债券来说，当股票以转换价格出售时，投机收益总是债券面值的 100%。因此，对这些证券而言，我们所说的第一个和第二个组成因素表达的是同样的事实。假如一只平价出售的债券以 50 美元的价格兑换为股票，而该股以 30 美元的价格出售，那么投机收益就达到投资额的 60%，换个说法就是股票时价是可以使转换获利的价格的 60%。对于附有认股权证的证券来说，在投机收益的数额与此收益与利润实现的接近性之间，没有这种固定的联系。在可靠百货商店公司利率 6% 的债券的例子中，投机收益非常少，但发行时该债券表明有实际利润，原因是股票的售价高于认购价。

低价大量购买股票的重要性

可以附带说明，大量、低价卖出股票的投机收益，从技术上说比少量、高价卖出股票更具吸引力。这是因为价格低廉的股票比高价股更容易出现大幅度的价格波动。因此，如果一只债券安全性高，同时又可以低价兑换成大量股票，那么，它很有可能通过价格波动进行短期的投机性操作而不必承担平仓或更大损失的风险即可获得高额利润。

例如：俄亥俄铜业公司 1931 年到期，利率为 7% 的债券，可以 1 美元的价格兑换成 1 000 股股票；艾奇逊－托皮卡－圣达菲铁路公司利率为 4.5% 的债券，1948 年到期，可兑换成 6 股普通股，售价为 166.67 美元。从特权的形式上来说，前者比后

者获利机会更大，虽然两种债券的投机收益额都是每张债券获利 1 000 美元。事实上，俄亥俄铜业公司的股票价格 1928 年每股不足 1 美元，到 1929 年就涨到 4.875 美元，债券价值达到了接近面值的 500%。艾奇逊公司利率 4.5% 的可转换债券要想获得同等的利润，股票价格就必须从 166 美元涨到 800 美元才行，但该股 1929 年的最高价还不足 300 美元。

在参与分红的证券中，分红收益的多少通常要考虑通过使用特权而有可能得到的额外收入的数额。有限度的额外支付（例如，贝尤克雪茄公司利率为 7% 的优先股，额外收益不得超过 1%）当然不如没有限度的分红有吸引力（例如，白岩矿泉公司利率为 5% 的第二优先股，1930 年获利总额达到 26.25%）。

2. 接近程度和 3. 特权的期限

第二和第三个因素评估特权价值时的含义是显而易见的。从期限这方面来说，一项有效期较长的特权比短期特权更为可取。股票的现价越接近通过转换或认购可以获利的水平，该特权的吸引力就越强。说到参股权，同样的，普通股当前的股息或收益越接近优先证券开始分配额外股息的数字越好。

“转换价格”指的是当可转换证券的价格为 100 美元时与之相应的普通股的价格。因此如果一股优先股可以兑换成 1.67 股普通股，那么普通股的转换价格就是 60 美元。术语“转换平价”或“转换水平”可以用来说明普通股的价格相当于可转换债券的某一特定报价，反之亦然。它可以通过将可转换债券的价格乘以普通股的转换价格以求得。如果刚才提到的优先股售价为 90 美元，则普通股的转换平价就是 $60 \times 90\% = 54$ 。这就是说对以 90 美元的价格买入该优先股的人来说，只要普通股的价格涨到 54 美元以上，即可获利。反过来说，如果普通股售价为 66 美元，那么该优先股的转换平价就是 110 美元。

特权的“接近程度”用算术方法来表述就是市场价格和普通股转换平价的比。在上例中，若普通股售价为 54 美元，优先股售价为 110 美元（相当于普通股为 66 美元），那么“接近指数”等于 $54/66$ ，也就是 0.82。

三种特权的相对优点

从理论上说，可以分红（在时间和数额上都没有限度）是最理想的一种利润分享特权。这种安排使投资者可以不需要改变他原来的高级证券持有人的身份就可以参与利润分配而获得具体收益（即增加的收入）。这些收益可能在很长一段时期内都可以获得。相比之下，转换特权只有通过确实将附权证券转换为股票并随之放弃高级债券持有人的身份才可以带来更高的收益。因此，它真正的优势只有一个，即在恰当的时机出售可兑换证券以获利。同样，认购特权只有通过出售认股权证（或认购并即时出售股票）才可以实现。若为了获取长期收益而购买并持有普通股，则这一操作将给追加投入的资金带来风险，这与起初购买该高级证券的出发点完全背道而驰。

无限分红特权优越性举例

西屋电气制造公司的优先股是一个绝佳的例子，说明稳定的、持有人有权分享利益的证券在理论上的优点。该证券有权累积每年 3.50 美元的红利（票面值 50 美元，利率 7%），此外，若普通股股息超过 3.50 美元，还可以平等地参与超额股息的分配。早在 1917 年，西屋优先股本来可以以 52.50 美元的价格购买。这是一个吸引人的直接投资，而且通过参与分红还有额外的盈利机会。随后的 15 年期间，直到 1932 年，除了 7% 的底息之外还支付了总数大约每股 7 美元的额外股息。同时有机会售出股票以获取高额利润（最高价是 1929 年的 284 美元），这说明可转换或附有认股权证的证券有可能获利。若股票没有卖出，那么在随后的股市下跌中利润自然也就丧失了。但投资者的原有立场没有损害，因为在 1932 年的最低点该证券仍然支付着 7% 的股息，售价仍有 52.50 美元——虽然当时普通股已停止支付股息，股价也跌到了 15.625 美元。

在这种情况下，投资者能够在股市的好年景参与普通股剩余利润的分配，同时又能保持优先地位，这样，当年景不好的时候，他损失的只是暂时的利润。如果该证券不是参与分红的证券而是可转换证券的话，投资者将只有通过转换才可以获得较高股息，以后他会发现普通股的股息停止支付，其价值也远远低于他原来的投资额了。

从市场看参与分红证券的缺点

虽然从长期购入股票投资控股的立场来看，参与分红证券从理论上说是最可取的，但他们在牛市中的表现可能没有可转换债券或附有认股权证的证券那么令人满意。在这种时候，参与分红的高级证券经常可能会以低于其适当比价的价格售出。例如，西屋公司的优先股在 1929 年间的价格通常会比普通股低 5 ~ 10 个点，虽然其每股的内在价值并不低于低级股票。^①

产生这种现象的原因是：普通股的价格在很大程度上是由那些主要对快速获利感兴趣的投机者决定的，而他们需要有一个活跃的市场才能做到这一点。优先股常被坚定持有，相对来说没那么活跃。因此，投机者愿意多支付几个点的费用购买普通股，原因只是普通股买卖更为便利，而且其他投机者也很可能愿意花更多的钱购买。

在拥有表决权并因而常被长期持有的普通股与同一家公司市场表现更为活跃的无表决权的普通股之间，也出现同样的异常现象。美国烟草公司 B 股和利格特与迈尔斯烟草公司 B 股（二者均无表决权）多年来售价均高于有表决权的股票。类似的

^① 在 1929—1930 年期间，白岩矿泉公司的可分红优先股及普通股之间存在比这更大的价格差异。由于这一市场情况，几乎所有可分红优先股的持有人都接受兑换成普通股的要约，即使这样做并不能获得收益，还损失了自己的优先权。

情况以前在伯利恒钢铁公司和泛美石油公司的两只普通股中也存在。^① 这一自相矛盾的原则一般都适用于证券市场，就是说在没有特殊需求的情况下，相对稀缺很可能导致较低，而不是更高的价格。

对于像西屋和美国烟草这样的公司来说，恰当的公司政策应当是赋予持有人特权，使其可将内在价值更高的证券兑换为更加活跃，但内在价值较低的证券。白岩公司其实就采取了这一做法。虽然可分红优先股的持有人接受这样的条件可能是犯错误，但他们不会反感别人向他们提出这种交换，而普通股持有人在这种交易中可能会有所收益，而不会有什么损失。

可转换证券与附有认股权证证券的比价变化

从有利行情条件下的价格变化情况来看，附有可分离认股权证的高级证券持有人可以得到最佳回报。

为了说明这一观点，我们可以比较一下 1929 年 4 只附权证券及其相应普通股之间的一些价格关系。这些证券包括：

- 1. 莫霍克·赫德森能源公司利率为 7% 的第二优先股，附有认股权证，每股优先股可以按 50 美元的价格购买 2 股普通股。
- 2. 怀特缝纫机公司利率 6% 的公司债券，1936 年到期，附有认股权证，每 100 美元的债券可购买 2.5 股普通股。
- 3. 中州电气公司利率 6% 的优先股，可按每股 118 美元的价格转换为普通股。
- 4. 独立石油和天然气公司利率 6% 的公司债券，1939 年到期，转换成普通股的股价为每股 32 美元。

表 23—3 令人吃惊地说明，在投机市场上，附有认股权证的证券容易以高于普通股的价格售出，其溢价大大高于同样情况下的可转换证券。

表 23—3 4 只附权证券及其相应普通股之间的价格关系 (单位：美元)

高级证券	普通股的 市场价格	普通股的 转换价格 或认购 价格	高级证券 的价格	高级证券基于 特权的变现价 值（转换或 认购平价）	高级证券售 价高于平价 （“溢价”） 的点数
莫霍克·赫德森能源公司第二优先股	52.50	50	163 ^I	105	58
怀特缝纫机公司利率 6% 的债券	39	40	123.50 ^{II}	97.50	26
中州电气公司优先股	116	118	97	98	-1
独立石油和天然气公司利率 6% 的债券	31	32	105	97	8

I 由优先股不包括认股权证的价格 107 美元，加上认股权证的价格 56 美元组成。

II 由债券不包括认股权证的价格 98.50 美元，加上认股权证的价格 25 美元组成。

^① R. J. 雷诺兹烟草公司的普通股和 B 股之间持续存在较大差异，原因是持有普通股的公司管理人员和员工所享有的某些红利与 B 股持有人不一致这一特殊情况。纽约证交所将不再列出无投票权的普通股，根据 1938 年颁布的《破产法》第 5 章的有关规定，重组时也不得发行此类股票。

附认股权证证券的第一个优点

附认股权证的证券之所以具有这个优势，在很大程度上是由于它们的投机成分（即认股权证本身）可以从其投资部分（即不带认股权证的债券或优先股）完全脱离。投机者总是在寻找一本万利的机会，而这正是股票认股权证一个显著的特点。关于这一点，在我们稍后关于这些工具的讨论中会有详细的介绍。因此，在牛市中，投机者出价购买附加在这些特权证券上的认股权证，所以即使它们不是立刻就有可操作价值，仍能以可观的价格单独销售。这些投机者十分倾向于购买认股权证而不太愿意购买相应的可转换债券，因为后者要求每股普通股投入更高额的现金投资。^①因此，顺理成章地，债券单独的市场价值，加上认股权证的价值（二者相加得到“附有认股权证的”债券的价格）其结果可能会大大超过条件十分相似的可转换证券的单独报价。

附认股权证证券的第二个优点

关于可赎回条款，附认股权证证券还有第二个优越性。公司保留到期前提前赎回所发行的债券的权利，一般来说这对持有人不利；因为大概只有在对发行人有利的时候他们才会这样做，这通常意味着证券的卖出价本应高于赎回价。^②除非提前赎回的溢价很高，否则可赎回条款可能彻底损害可分红特权的价值。因为有了这样的条款，一旦公司兴旺到证券快要额外派息的时候就会出现提前赎回的危险。^③有时候参与分红的证券可提前赎回，也可兑换，目的是让它们直到赎回以前都有机会从普通股的任何一次市场价格大幅上涨中获益，例如：国家酿酒产品公司年利 2.50 美元的累积分红可转换优先股；^④凯尔斯-海斯轮胎公司年利 1.50 美元的参与分红可转换 A 类股票。可分红债券参与盈余收益分配一般都有额度限制，而且通常都是可以提前赎回的，例如怀特缝纫机公司利率 6%，1940 年到期的公司债券；联合钢制品公司利率为 6.5%，1947 年到期可参与分红的 A 系列债券，二者均不可转换。有时，可以制定很高的赎回价格以保护可分红证券，使其不因提前赎回而丧失分红特权。旧金山收费桥公司所发行的利率 7%，1942 年到期的参与分红债

① 注意，独立石油和天然气公司的债券使持有者可以按每股 33.60 美元的价格购买普通股，而怀特缝纫机公司的认股权证提供的是仅以每股 10 美元的价格购买普通股的权利。但前者意味着要么是一项固定债权，要么是一股股票的所有权，而后者只意味着拥有以不受市场价影响的价格购买一股股票的权利。

② 可赎回的功能可以是（而且最近一直是）一个重要的不利因素，即使对“直接”不可转换的债券也是如此。在有些情况下，可提前赎回的特点促成新的融资行为，要求以高于市场的价格赎回旧的证券，这对持有人有利。但是如果没有提前赎回的权利的话，通过提出“大宗买进”该证券也可以得到同样的结果。美国钢铁公司利率 5%，1951 年到期的债券就是这样，该债券不能提前赎回，但以 110 美元的价格被公司购回。

③ 杜因举的例子是联合太平洋铁路公司-俄勒冈短线 1903 年发行的利率为 4% 的可分红债券，由北方证券公司的股票作为担保。只要抵押债券获得股息超过 4%，债券持有人都有权参加额外股息的分配。眼看就可以参与分配额外利息了，债券却被提前以 102.5 的价格赎回了。

④ 1933 年普通股股价从 16.875 美元涨到 124.875 美元的同时，所有的国家酿酒公司的优先股都在这一年内实现了转换。几乎所有的转换都是由 1933 年 6 月 30 日之后转换率的改变促成的。8 月，证券以 40 美元的价格被赎回，达到一个小小的平衡。

券显然就是这种情况。这只债券于 1933 年 11 月 1 日以 120 美元的价格被赎回，此后价格一直低于这个水平。赛璐珞公司参与分红的第二优先股是以 150 美元的价格赎回的，而塞拉尼斯公司的参与分红第一抵押债券不可提前赎回。

使提前赎回无法损害分红特权的另一个手段是使证券可赎回的价格直接与分红特权的价值挂钩。例如，西门子公司和哈尔斯科公司发行的 2930 年到期的可参与分红的公司债券，于 1942 年 4 月 1 日后可以赎回，赎回价格等于赎回通知发出前 6 个月间该证券的市场平均价格，但不得低于其原始发行价（这一价格超过了该证券票面价值的 230%）。克鲁伊格和托尔公司利率为 5% 的参与分红公司债券也有类似的规定。

即使是可转换证券，可提前赎回的特征从技术上讲也是一个严重的缺点，因为它会缩短特权的存续期。可以想象，当转换特权即将实现真正价值的时候可转换债券才是物有所值。^①

但如果是附有认股权证的证券，即使该高级证券本身尚未到期即被赎回，它的认购特权也总是有效的。若认股权证可以分离，则权证在其到期日之前干脆就可以一直独立存在。认购特权常常是“不可分离的”即只有同时使用高级证券才可以行使这一特权。但即使如此，如果该证券在购买选择权到期之前要被提前赎回，习惯上也会另外为持有人提供一个独立的认股权证，其有效期与原先规定的时间相同。

例如：1934 年 1 月 1 日前，联合飞行器和运输公司有 15 万股利率为 6% 的累积优先股尚未偿付。这些股份附有不可分离的认股权证，每持有两股优先股有权以每股 30 美元的价格购买 1 股普通股。认购特权至 1938 年 11 月 1 日截止，有一项保护性条款，规定若 1938 年 11 月 1 日前公司提前赎回该优先股，则发行可分离的认股权证，每股所附有的特权与原优先股相同。1933 年 1 月 1 日，部分优先股被提前赎回，此后面向持有人发行了相应的分离式认股权证。（一年后，其余的证券也被赎回，公司又增发了这种权证。）

附认股权证证券的第三个优点

附认股权证证券还有优于其他特权证券的第三个优点，这从实践意义上说可能是这种证券最重要的一个优点。让我们考虑一下，当具备有利条件，公司兴旺发达，普通股股息丰厚，普通股股价高企时，每种附权证券的持有人都可以选择哪些做法。

1. 参与分红证券的持有人：

a. 可出售获利。

^① 艾奇逊-托皮卡-圣达菲铁路公司利率为 4.5%，1948 年到期的债券，避免了这种情况的发生：该证券在 1938 年转换特权到期之前都不允许提前赎回。另一方面，关联基金有担保的可转换公司债券在任何时间都可在提前 30 天公告后以面值提前赎回，这实际上等于允许公司破坏任何通过行使转换特权而牟利的机会。

最近采用的另外一个保护措施是在提前赎回证券时将认股权证赠与可转换证券的持有人，这样，持有人就可以购买该高级证券未被提前赎回时可通过行使转换权而得到的同等数量的普通股。例如自由港得克萨斯公司 1933 年 1 月发行的利率 6% 的参与分红可转换优先股。联合饼干公司利率 7%，可兑换成 2.5 股普通股的优先股，赎回价为 110 美元；但若在 1935 年 12 月 31 日以前赎回，则持有人可选择在 1936 年 1 月 1 日以前接受 100 美元的现金，外加认股权证，可用来以 40 美元的股价购买 2.5 股普通股。

- b. 可持有该证券并得到分红收益。
- 2. 可转换证券的持有人：
 - a. 可出售获利。
 - b. 可持有，但无法得到普通股的高额股息。
 - c. 可以转换，以获取更大的收益，但需要牺牲自己的优先地位。
- 3. 附认股权证证券的持有人：
 - a. 可出售获利。
 - b. 可持有，但无法得到普通股的高额股息。
 - c. 可以认购普通股以获取高额股息。认购普通股的资金可以是新投入的资本金，也可以是出售自己不带认股权证的证券所获取的资金。两种情况下都要承担普通股持有人所需承担的风险以获取高额股息收入。
 - d. 可卖出认股权证，获取现金利润，同时保留不带认股权证的原始证券。（认股权证可直接出售，也可认购股票，然后立即卖出以获取股票时价与认购价的差额利润。）

上面列出的最后一种选择是附认股权证证券所特有的，可转换证券或参与分红证券无同等选项。它允许持有人将来自证券投机成分的利润兑现，同时仍然保持其原有的投资地位。由于典型的附权高级证券购买者感兴趣的主要是可靠投资——他们想要得到从特权中第二次获利的机会，因此这种操作选择可能带来很大的方便。他不必如同持有可转换证券时那样必须将股票与所附特权一同出售，然后只能设法为手中的资金寻找新的投资渠道。不愿出售一个好的投资再去购买另一个，这是典型投资者的特点，也是高价可转换证券的持有人往往倾向于将其转换为股票而不是卖出的原因之一。参与分红的证券也是如此，持有人只有将其全部卖出才能保护自己的本金收益，这就带来了重新投资的问题。

例如：附有认股权证证券在这方面的理论和实践优势可由商业投资信托公司利率 6.5% 的优先股的例子说明。该股发行于 1925 年，附有认股权证，可以按每股 80 美元的价格购买普通股。1929 年，认股权证的售价高达每股优先股 69.50 美元。因此该证券的持有人能够高价出售证券的投机部分，同时继续持有其原有的优先股，在整个经济萧条期间保持自己的投资地位，直到 1933 年 4 月 1 日该证券最终被以 110 美元的价格提前赎回。赎回时，公司普通股售价相当于每股旧股 50 美元。如果该优先股不是附有认股权证，而是可转换证券，那么许多持有人无疑会将其转换并继续持有普通股。如此一来，他们将无法净赚高额利润，而是面临严重亏损。

小结

总结以上内容，可以说，对长期购入股票来说，一只可靠的参与分红证券是分享特权利润的最佳形式。从有利的市场条件下价格涨幅最大值的角度来看，附有可分离认股权证的高级证券很可能带来最好的结果。此外，认股权证证券作为附权证券的一类无疑具有优势，因为该特权期限通常不因证券提前赎回而缩短，从而得以在保留原来的投资持有量的同时实现投机利润。

可转换证券的技术问题

有关附权证券论述的第三个部分分别讨论每种证券的技术特点。首先讨论可转换证券。

转换特权的有效条款在证券存续期内经常发生变化。这些变化有两种类型：

- 1. 降低转换价格，以保护持有人免于“股权稀释”；
- 2. 为公司利益而提高转换价格（通常以“按比例增减”的方式进行）。

股权稀释与防稀释条款

当股份数增加，但其资产和盈利能力却没有相应增加时，可以说普通股的价值被稀释了。当出现拆股、派息、派发低价认股权、为财产和服务目的而低估股票价值发行股票这些情况时，就会出现股权稀释。可转换证券标准的“防稀释”规定的目的是在出现股权稀释情况导致每股股票价值降低时，按照比例降低转换价格。

这种方法可用下面的公式来表达：假设 C 是转换价格，O 代表尚未偿付股票的股数，N 代表即将发行的股票股数，P 则是拟发行股票的股价。则，

$$C' \text{（新的转换价格）} = \frac{CO + NP}{O + N}$$

附录注释 36 以切萨皮克公司利率 5%、1947 年到期的可转换抵押债券为例说明了这一公式的应用。上文提到的中州电气公司利率 6% 的可转换优先股是应用防稀释条款进行调节的一个更简单的例子。1928 年该债券发行之后，普通股股票连续获得 100% 和 200% 的股息。相应地，转换价格先降低了一半（从每股 118 美元降到 59 美元），后再次减少三分之二（降至 19.66 美元）。

另外一种条款的使用频率要低得多，这种条款只能将转换价格降低至新股发行

价。这当然对可转换证券的持有人更为有利。^①

防稀释条款的保护尚不完善

虽然现在几乎所有的可转换证券都有防稀释条款，但也有例外情况。^② 自然，有购买意向的话，应确定所欲购买的证券是否具备这种保护性条款。

应当铭记的是，这些规定的作用仅仅是保护特权证券的本金或票面价值不受股权稀释的影响。如果转换售价大大高于票面值，则溢价价值仍然会因股票增发或额外派息而受到损害。一个简单的例子可以说明这一点。

一只债券可以转换成股票，转换价是平价对平价。具备通常的防稀释条款。债券和股票售价均为 200 美元。

股票持有人有权以票面价格（100 美元）购买新股，数量与旧股相同。每股的购股权价值 50 美元，新股（或“除权”旧股的）价值就是 150 美元。转换方面不会带来什么变化，因为新股的发行价不低于原来的转换价格。但是，提供这些权利势必迫使债券持有人立即实行转换，否则他们将损失 25% 的价值。随着股票价值将降为“除权”后的 150 美元，而不是原来的 200 美元，未转换债券的价值也将按比例下降。

上述讨论表明，当一只特权证券出现大幅溢价或市场利润时，证券的行情很容易受突发变化的损害。尽管迅速采取措施总是能够防止这种变化导致的损失，结果却总是提前终止特权的有效期。^③ 当然，以低于当时转换价值的价格提前赎回附权证券，也会出现同样的结果。

当股票的数量由于资本结构调整而减少时，习惯上转换价格会按相同比例提高。这种资本结构调整措施包括提高面值、“并股”（例如，发行无面值股票，1 股替换 5 股旧股）、通过与另一家公司的合并以旧股交换较少的新股等。^④

为加速转换而制定的滑动比率

制定上述条款的目的是在以后的股本变化中合理保持转换原有的基础。另一方面，安排“滑动比率”的目的无疑是随着时间的推移降低特权的价值。还有一个潜在目的是加速转换，换言之，即缩短有效期限从而降低转换权的真正价值。显然，任何降低接受特权的价值的行为必然相应地对特权授权人，即公司的普通股股东有利。

滑动比率更常见的条款是制定一系列在连续时期内调高转换价格的规定。最近

① 例子见附录注释 37（统一纺织品公司发行的利率 7%，1923 年到期的债券）。

② 例子见附录注释 38（美国电话电报公司发行的利率 4.5%，1933 年到期的可转换债券）。

③ 为了防止出现这种形式的稀释，可转换证券的持有人有时被赋予一种权利，使其有权以相当于将其所持有的可转换证券转换为普通股后所得认股权规定的价格认购新发普通股。例如：纽约—纽黑文—哈特福德铁路公司所发行的利率 6%、1948 年到期的可转换信用债券，以及商业投资信托公司所发行的利率 5.5%、1949 年到期的公司债券。

④ 见附录注释 39，道奇兄弟公司利率 6%、1940 年到期的可转换债券。

出现的一种条款是，一旦证券转换达到一定的量，转换价格立即提高。

例如：美国电话电报公司 10 年期，利率 4.5%，1929 年到期的公司债券，1930 年转换为普通股的转换价为每股 180 美元；1931—1932 年是每股 190 美元；1933—1937 年则为每股 200 美元，首尾两年都包括在内。后来，公司以 100 美元的价格增发新股，根据标准防稀释条款，这些转换价格随之降低。

阿纳康达铜矿开采公司利率 7%，1938 年到期的公司债券，发行总价为 5 000 万美元。第一批，总值 1 000 万美元的债券转换成普通股时，每股股价 53 美元；第二批总值 1 000 万美元的债券转换价为 56 美元；第三批为 59 美元；第 4 批为 62 美元；最后一批为 65 美元。海勒姆·沃克 - 古德汉和沃兹酿酒公司利率 4.25%，1945 年到期的可转换债券转换价为：第一批价值 200 万美元的债券转换价为每股 40 美元；第二批价值 200 万美元的债券转换价为每股 45 美元；第三批为 55 美元；最后一批为 60 美元。

基于时间间隔的滑动比率

前一种类型的滑动比率，基于时间间隔，是一个容易理解的减少转换特权获利的方法。其效果可由波多黎各 - 美国烟草公司利率 6%，1942 年到期债券的例子加以说明。这些债券可以兑换成作为抵押的国会雪茄公司的股票，转换价在 1929 年 1 月 2 日之前是每股 80 美元，其后 3 年间转换价为每股 85 美元，此后为 90 美元。1928 年间，国会雪茄公司股票的最高价为 87.25 美元，这只是一个比转换价格高出不多的溢价。但由于转换价格即将提高，仍然诱使许多持有人于年底前实施了转换。后来证明这种转换是非常不明智的，因为 1929 年，普通股的价格跌至 43 美元，而债券价格最低价尚有 89 美元。在这种情况下，转换条件的不利变化不仅意味着迟至 1928 年之后才进行转换的持有人获利更少，还意味着他们需要承担在错误的时机实行转换会导致严重损失的风险。

基于权限行使范围的滑动比例

然而，第二种根据转换量来确定转换价格的方法，其含义却并非如此简单。因为它使第一批被转换的债券较之其后转换的债券具有优势，显然造成了一种促使尽早转换的竞争性刺激。这样一来，持有人心中产生冲突，一方面希望保留其高级证券持有人的地位，另一方面又害怕其他债券持有人领先一步采取了行动，导致自己丧失更为有利的条件。这种被别人捷足先登的担忧通常会导致股票价格涨到略高于原始转换价格的水平，即当债券的价值略高于原始成本，持有人就开始大量实施转换。因此，当普通股价格不断上涨时，高级证券的价格会在一个相对狭窄的范围内振荡，同时，连续不断地有债券被转换。

例如：通过前面提到的海勒姆·沃克 - 古德汉和沃兹酿酒公司利率 4.25% 的债券的市场表现，就可以对将会发生的事情的先后顺序看得很清楚。该债券于 1936 年平价发行，在 1936—1939 年之间，交易区间为 100 ~ 111.25 美元。同期股票价格介于 26.125 ~ 54 美元之间。如果该股在整个时期内保持 40 美元的最初转换价格，则股票售价 54 美元时债券售价至少应为 135 美元。但与此同时，随着价格的上涨，连续

不断有债券被转换（不断有部分证券被提前赎回一事也是部分原因），从而暗示转换价格将会继续上涨，直至达到 1937 年 55 美元的支撑。因此债券的价格并不会与股票的价格一起上涨。

当最后一批未转换的债券按照这种滑动比率进行转换时，这种竞争性因素就消失了，该债券或优先股就相当于一只普通的可转换债券，可以随股票一同上涨到任意价位。

应当指出，具有这样的滑动比率条款的证券不一定总是遵循这种理论行为模式。例如，阿纳康达铜矿开采公司利率 7% 的债券，在第一批债券转换完毕之前，1928 年的销售溢价就达到了很高的水平（30%）。这似乎是当时高度投机气氛下出现的反常事件之一。^① 从评论分析的观点来看，应当认为直至普通股接近最终也是最高的转换价格之前这种类型可转换债券的上涨空间都十分有限。^②

以转换“批次”为基础的滑动比率特权属于遭到非议的手段类别，往往会误导证券持有人，使他们不能正确认识其所持证券的真实性质和真正价值。充分利用有限机会的竞争压力使人一时冲动地行使转换权利，而这完全背离了该特权自由选择合理时间进行交易的重要价值。投资银行家似乎没有理由将如此令人困惑和矛盾的特征注入证券之中。明智的做法应当是将其完全抛弃，聪明的投资者在任何情况下都应当避免染指此类证券。

可转换为优先股的证券

曾经有许多债券可转换为优先股。通常为增加吸引力会制定一些提高收入的规定，例如，美国密苏里-堪萨斯-得克萨斯铁路公司利率 5%，1967 年到期的调整债券，在 1932 年 1 月 1 日之前可转换为股息 7 美元的优先股；中州电气公司利率 5%，1948 年到期的债券，可转换为股息 6 美元的优先股；G. R. 金尼公司利率 7.5%，1936 年到期的担保证券，可转换为股息 8 美元的优先股；美国电气能源公司利率 6%，1957 年到期的债券，可转换为利率 7 美元的优先股。

另外有的时候，通过对这种权利实施转换已经实现一定的利润，但由于普通优先股市场价值存在上限，使用这种特权所能获得的最大利润也不会太多。此外，由于最近几年的事态发展使优先股一般远不如以前可取。转换权，比如说，可以从利率为 4% 的债券转换为利率为 5% 的优先股的转换权，对粗心的投资者构成危险远比对警惕的投资者形成诱惑的可能性更大。如果是后者正在寻找合适的可转换证券，他应该对市场进行彻底调查，努力找到一个合适的可转换成普通股的有保障的证券。有些情况下，债券可转换为优先股，随后优先股又可转换为普通股或参与分红股，这种双重安排亦相当于可将债券转换为普通股。例如，国际水电系统公司利率 6%，1944 年到期的债券，可转换为 A 类股票，而该股实际上是一只可参与分红的第二优

① 高溢价的部分原因是高息率。然而，该债券的赎回价为 110 美元，市场对此并未做出反映。

② 在某些情况下，比如前文提到的波多黎各-美国烟草公司利率 6% 债券，以及国际纸业和电力公司的第一抵押债券，在一定比例的部分证券已实施转化之后，转换特权即完全停止。这种规定使得竞争性因素贯穿整个特权存续期，且在理论上不具任何实质性价值。

先股。也有些债券可转换为优先股或普通股中的任一种，或者可转换为两种各一部分。^① 虽然任何个别的这种债券都有可能令人满意，但一般可以说，这种复杂规定应当避免（发行公司和证券买家两者皆如此），因为他们往往会令人困惑。

公司具有选择权的可转换债券

20 世纪 20 年代展开的转换条款及其他特权无止境的变化浪潮使未经训练的投资 者难以区分有吸引力的、单纯无害的和极其有害的证券，因此他很容易成为一个不健全融资行为的受害者。而这种行为放在以前会因为偏离标准而较易识别。我们可以举出一个例子，联合煤气电气公司“可转换的债务”可按规定由公司选择转换成优先股或 A 类股票。这种新规定只不过是 将优先股伪装成债券而已。如果购买者完全意识到这一事实，并愿意投资于优先股，那么他们大概没有理由抱怨。但毋庸置疑，这种诡计完全是蓄意隐瞒、颠倒是非。^②

可转换为其他债券的债券

有些债券可以转换为其他的债券。通常情况下是一个短期证券，其持有人有权将其转换为同一家公司的长期债券。这些长期债券常常会成为中短期票据的抵押债券。例如，城际高速运输公司利率 7%，1932 年到期的债券，就是由同一家公司利率 5%，1966 年到期的第一替续债券提供担保的。每价值 1 000 美元的短期债券得到价值 1 736 美元的长期债券的存款担保。同时这种短期债券还可以转换成作为担保的长期债券，最终转换比为每价值 1 000 美元 5% 的债券可兑换价值 900 美元 7% 的债券。如此，持有人就可以选择想要早日收回债务还是长期投资于该企业。实际上，这仅仅意味着如果该公司兴旺，或利率下降，或两者兼而有之，则持有人在债券到期时或到期前有机会适度获利而已。

与可转换为优先股的债券不同，当短期债券转换为长期债券时，票息率通常会 有所降低。原因是短期债券发行时，通常都是人们认为利率——无论是普遍利率还是特定公司的利率，高得离谱的时候，因此，公司不愿承担长期债券这样高的利率。所以他们预期，当情况恢复正常时，长期债券的利率会在一个低得多的水平上浮动。因此，将短期债券转换为长期债券的权利，即使要求减少利息收入，也可能

^① 例如，芝加哥 - 密尔沃基 - 圣保罗 - 太平洋铁路公司发行的利率 5%，2000 年 1 月 1 日到期的公司改组过程中的抵押债券，可转换成 5 股优先股加 5 股普通股。

^② 这些反常的证券被冠以不同的名称，包括“投资证书”、“可转换债券”、“利息分配证书”和“可转换债务”等。1932 年，公司迫使其中多数债券实施转换，但持有人有权（除证券条款已授予持有人的权利之外）选择将债券转换成同样反常的“可转换债务，系列 A 和 B，2022 年到期”，该债务同样可以由公司选择兑换成股票。1933 年 11 月 15 日之后公司无法迫使价值约 1 700 万美元，“利率为 5.5% 的投资证书”实施转换，这是因为双联合同中有一项条款，规定若股息为 5.50 美元的分红系列优先股拖欠分红时，禁止公司选择实施转换与否。（自 1932 年 6 月 15 日后就没再支付股息。）

有趣的是，宾夕法尼亚州证券委员会于 1932 年 12 月宣布禁止出售这些“可转换的债务”，原因是这些规定令人非议。公司抵制委员会的命令，并就此向费城联邦地方法院提起诉讼，但后来放弃了诉讼。

是有价值的。^①

原始市场价值超出票面价值的可转换债券

在1928—1929年间，金融领域一个惊人的发展就是以大大高于面值的原始市场价值发行可转换证券。由艾奇逊—托皮卡—圣达菲铁路公司发行的利率为4.5%，1948年到期的可转换债券，和美国电话电报公司利率4.5%，1939年到期的可转换债券两个例子都可以说明这一点。在纽约股票证券场外交易市场中，前者于1928年11月进行初始交易（指发行后立即交易）时价格在125美元上下，后者于1929年5月1日在纽约证券交易所进行的初始交易价格是142美元。显然在这些价格水平上投资这些债券主要意味着购买普通股，因为若股市衰退，它们会立即遭受本金价值出现重大亏损的危险。此外，收入回报率实在是太低了，无法达到我们投资定义的要求。虽然可能有人认为，被收购公司股票持有人通过行使其认购权以购买与票面价值相等的证券，而得到正常的投资机会，其行为的本质特点取决于他们所认购证券的初始市场价值。出于这些原因，我们认为这种融资形式应当谴责，因为在吸引人投资的幌子下，它使得投资证券从本质上来说已成为一种投机行为。

一些转换证券的技术特征

美国电话电报公司可转换证券的技术特点值得一提。其债券转换价为180美元，但是，持有人也可以不拿出价值180美元的债券，而是拿出价值100美元的债券和80美元的现金以换取一股股票。做出这种选择的后果是只要股票售价高于180美元（即每当债券的转换价值超过100美元时），债券就会更有价值。说明如下：

如果股票售价为360美元，按照180美元价格完全转换的话，债券价值将达到200美元。但是根据以每股80美元现金承兑的合同条款，债券的价值成为 $360 - 80 = 280$ 美元。

这种安排可说是将价格为180美元的可转换特权和价格与100美元的股票购买权结合在一起了。

延期的可转换特权

债券发行后，可转换特权有时并不能立刻起作用。

① 参见下列1920—1921年发行的证券：沙威尼根供水和能源公司利率7.5%的金券，发行于1920年，1926年到期，可转换为利率6%，1950年到期的B系列第一替续债券，后者被作为抵押债券；圣华金照明和能源公司于1920年发行了利率为8%的可转换抵押信托债券，1935年到期，该债券可转换成可作为抵押的第一替续债券，其利率为6%，1950年到期；加利福尼亚州大西部能源公司1920年发行利率为8%的金券，1930年到期，可转换为作为担保的利率为7%，1950年到期的第一替续债券。

另一种类型的债券对债券转换的代表是道森铁路和煤炭公司发行的利率为5%，1951年到期的债券。这种债券可以转换成艾尔帕索和西南铁路公司发行的利率5%，1965年到期的第一抵押债券（其母公司又是南太平洋公司的子公司）。这种例子非常罕见，无需归纳。

例如：布鲁克林联合煤气有限公司利率 5.5% 的可转换债券的情况就是这样，详情见附录注释 38。虽然它们在 1925 年 12 月就发行了，但直至 1929 年 1 月 1 日，转换方才生效。同样，纽约 - 纽黑文 - 哈特福德铁路公司利率 6%，1948 年到期的可转换公司债券，虽然 1907 年就发行了，但是直到 1923 年 1 月 15 日，才可自由转换；切萨皮克公司利率 5%，1947 年到期的可转换债券是 1927 年发行的，但直到 1932 年 5 月 15 日之前都不可转换。

通常转换特权暂停的时间不会像这些例子中那么长，但无论如何这种做法表明还有另外一个不确定因素，而且往往会降低特权价值。这种特点或许可以部分说明为什么会存在附录注释中提到的，即 1926、1927 和 1928 年初期布鲁克林联合煤气公司利率为 5.5% 的债券与其相关普通股之间差价逐渐扩大的现象。

带有认股权证的高级证券、参与债券、掉期与对冲

几乎所有的可转换债券的变化形式都可以在认股权证的条款中找到其对应形式。股票的购买价格通常会根据调整兑换价格的标准规定而上下浮动。

例如：白鹰石油和炼油公司 1937 年到期的利息率为 5.5% 的信用债券发行于 1927 年 5 月，该债券带有认股权证，因此持有人有权利在 1932 年 3 月 15 日之前以下列价格购买 10 股公司的普通股。

- 截至 1928 年 3 月 15 日（包括该日）每股认购价格为 32 美元；
- 截至 1929 年 3 月 15 日（包括该日）每股认购价格为 34 美元；
- 截至 1930 年 3 月 15 日（包括该日）每股认购价格为 36 美元；
- 截至 1931 年 3 月 15 日（包括该日）每股认购价格为 38 美元；
- 截至 1932 年 3 月 15 日（包括该日）每股认购价格为 40 美元。

1930 年 1 月 27 日纽约标准石油公司收购了白鹰公司的资产，承担白鹰公司所有的负债，并以每 8.5 股纽约标准石油的股票交换白鹰公司 10 股的股票。根据契约中保护认股权证不受摊薄影响以及不受出售公司资产或是公司合并时调整认购价格影响的条款规定，认股权证持有人有权在 1930 年 3 月 15 日之前包括当天以每股 42.35 美元的价格认购 8.5 股纽约标准石油的股票（现纽约美孚石油公司）；第二年的认购价格为每股 44.71 美元；第三年为每股 47.06 美元。

两种类型的认购比率

两种类型的认购比率在认股权证债券中都可能存在。

例如：州际百货公司 1928 年发行的股息率为 7% 的优先股附有不可拆分的认股权证，持有人有权以下列价格按 1 比 1 的比例认购普通股：

截至 1929 年 1 月 31 日每股认购价格为 37 美元；

截至 1931 年 1 月 31 日每股认购价格为 42 美元；

截至 1933 年 1 月 31 日每股认购价格为 47 美元。

中州电力公司 1954 年到期的股息率为 5.5% 的认股权证信用债券带有不可拆分的认股权证，持有人有权在 1934 年 9 月 15 日之前（包括该日）以下列价格按每 1 000 美元债券兑换 10 股普通股的比例进行认购：

首先行使认股权的 25% 认购价为每股 89 美元；

其次行使认股权的 25% 为每股 94 美元；

再次行使认股权的 25% 为每股 99 美元；

最后行使认股权的 25% 为每股 104 美元。

与可转换债券一样，分批认购的认股权价值会大受减损，只有最后一批认股权才会达到最高价，此时认股权就成为普通认购权。

支付方式

债券或是优先股所附有的认股权证往往规定认购普通股以现金支付或是以票面价值计算的高级债券支付都可以。这种规定与可转换债券完全相同。例如，美国国内外电力公司发行的第二优先股每股附有的权证规定以每股 25 美元的价格认购 4 股普通股。持有人可以按每股 100 美元的价格使用优先股代替现金进行支付。在这种情况下，他其实是将带有认股权证的优先股转换为普通股。

同样，第 22 章中提到的兰德卡迪斯股息率为 5.5% 的债券可以按票面价值来代替现金行使认股权。由于每 1 000 美元的债券所附的认股权证所需的认购款为 900 美元（22.5 股，股价为 40 美元），那么每 1 000 美元的债券持有人在以此方式支付后手中还有 100 美元的债券剩余。因此这种条款相当于将 90% 的债券转换为普通股。

这种做法比较近期的例子是斯卡林钢厂 6% 的债券和认股权证及商业麦凯 4% 的债券和认股权证。

以现金支付认股权的优势

以现金支付认股权代替转换高级债券的方式比直接转换债券更有优势。首先，由于债券或优先股的“前认股权证”价值可能会超过票面价值，因此能够增加收益；其次，正如上文所述，持有人可能希望通过实现投机部分的现金利润的同时保留其投资；再次，相对于转换债券来说，单独出售认股权证所实现的价值其溢价更大。第 23 章莫霍克哈德森电力公司带有认股权证的第二优先股的案例充分说明了上述优势。该股以票面价值的股票代替现金支付形式行使认股权，从而与可转换债券享有相同的权利，但实际上认股权证比同样的可转换债券更加有利可图。

可拆分性

认股权证分为可拆分、不可拆分或是一段时期不可拆分之后可拆分三种。可拆

分认股权证行权时可以只提交权证本身。因此这种权证出售时可以脱离其发行时所依附的债券；而不可拆分认股权证或认股权只有依附于高级债券才能行权，即认购普通股时必须同时提交债券或优先股。因此，这种认股权证无法单独交易。例如，蒙特卡蒂尼 1937 年到期的股息率为 7% 的债券所附认股权证和菲亚特 1946 年到期的股息率为 7% 的信用债券所附认股权证在发行后立即成为可拆分权证。1927 年 12 月发行的洛伊斯公司股价为 6.50 美元的优先股所附权证直到 1928 年 7 月 1 日后才可拆分；而洛伊斯公司 1941 年到期的股息率为 6% 的信用债券所附认股权证直到 1926 年 10 月 1 日才可拆分，距债券发行 6 个月。泽勒巴克公司 1940 年到期的股息率为 6% 的信用债券所附权证和州际百货有限公司 7% 的优先股所附权证在债券到期之前都不可拆分，除非其所依附的高级债券被提前赎回。

在活跃的股市中，可拆分权证为投机者们所青睐（正如上文所述），这些权证比起自身行权价格有很高的溢价。因此在其他条件相同的情况下，带有可拆分认股权证的债券的售价要高于带有不可拆分认股权证的债券。考虑到这一点，可能会产生这样的疑问，既然在市场上出众的吸引力可以使持有人收益，为什么不是所有的认股权证都是自发行时就是可拆分的呢？认股权证不可拆分的原因是无论是证券发行公司还是证券承销商都不希望债券价格过低。如果买入大量带有认股权证的债券是不折不扣的投机者，那么就很有可能导致这样的低价。这些投机者对债券本身并没有兴趣，因此可能会将权证与债券剥离开来并不计后果地卖出债券。来自于此的卖出压力加上此类债券因没有“知名度”而缺乏稳定的需求就可能会导致股价偏低，这种低价所表现出的公司信用度看起来显然是差强人意的。

而较为折中的方式，即债券发行一段时间之后认股权证才具有可拆分性，就是基于这样的假设，即债券发行一段时期之后会在投资界广为人知，因此债券的价格会更加合理，即使持有者从权证获益之后会抛售债券。

认股权证一旦与相关债券拆分，就必须独立存在并具备自身的特点。1928—1929 年间，这种权证从依附于债券的附属物转变为独立的债券行使并成为投机的主要手段。下面一家公司的案例十分惊人，美国国内外电力公司发行的认股权证在 1929 年市值超过了 10 亿美元，超过了 1932 年 7 月（不到 3 年之后）所有在纽约证券交易所上市的铁路类普通股的总市值。

因此在下面的章节里将认股权证作为独立的投机手段来分析其特点是十分必要的。届时我们将讨论这些认股权证及优先股价格和同一公司的普通股价格之间的关系。

参与债券

这种债券的大多数特点在之前与其他形式债券的比较中已经提到过。我们应该将两种类型的参与债券区分开来。较为常见的安排取决于普通股的股息支付情况；不太常见的安排规定利润的分享只是取决于收益状况，而与股息率无关。

例如：之前提过的西屋电气制造公司的优先股就是第一种类型典型的例子；而巴德车轮公司的优先股则是第二种类型的典型代表。巴德公司的优先股基本股息率为 7%，具有累积性，但是净收益比上一年分别上涨 600 000 美元、800 000 美元和

1 000 000美元后，股息率分别上涨至 8%、9% 及 10%。塞拉尼斯公司可参与第一优先股和赛璐珞公司可参与第二优先股的股息率为 7% 的基本股息率加上普通股收益的 10%。

优先股是参与债券的主体。参与债券并不常见，并且在其他方面与标准债券形式大不相同。例如，克鲁格和托尔公司的参与型信用债券虽然名义上为债券，但在本质上属于无投票权的普通股。绿湾和西部铁路（参与型）信用债券的 A 系列和 B 系列在现实中分别相当于优先股和普通股。西班牙河纸浆和造纸厂有限公司 1931 年到期的股息率为 6% 的第一优先股在 1928 年被赎回，该股是为数不多的几只带有参与特权的投资型债券。^① 西门子和哈尔斯克股份公司（德国企业）发出了参与债券，由于 2930 年到期，这些债券享受的利息率与普通股利息率相同，但不低于 6%。

参与型优先股原本有标准的模式，例如西屋电气制造公司的优先股。股息的支付顺序为首先是高级债券的固定优先偿付，接下来是数额相当的普通股股息，最后是每股同等参与权的额外股息支付。这种模式的依据是各类股票的普通法权利，即各类股票有权平等地分享收益和资产，除非是另有协议规定。此类股票的其他例子有芝加哥 - 米尔沃基 - 圣保罗 - 太平洋铁路公司的优先股、瓦巴什铁路公司股息率为 5% 的 A 类优先股和综合电影工业公司的优先股。

然而近年来参与型债券的形式变化多端，因此现在已经无所谓标准模式了。

参与债券需要进行两种类型的计算：一种表明了固定利息或股息收入的比率；另一种表明了每股所带参与权可供分配的数额。

例如：

美国塞拉尼斯公司，1938 年		(单位：美元)
用于股息分配的净收益	2 479 749	
第一优先股股息（7 美元）	1 153 726	
以 7 美元股息率计算的第一参与优先股股息	1 037 253	
第一参与优先股：额外参与股息	28 877	
可用于普通股股息的余额	259 893	
第一优先股收益	2.15 倍	
第一优先股和参与优先股（7 美元）的股息收益	1.13 倍	
参与优先股收益：参与基数	每股 7.19	

含权债券与相关普通股的比较

在上文中我们提到含权债券的优势，并且指出这些债券因安全性高、获利机会大而十分具有吸引力。更常见的情况是，比起企业的普通股来说人们可能更倾向于选择含权高级债券。因为这种结论仅仅是相比较而言，因此比直接断言某种债券绝对具有吸引力要稳妥得多。

例如：派拉蒙电影公司 6 美元的第一优先股在任何时候都可以兑换为 7 股普通股。

① 见附录注释 40。

在 1936 年年底，该股股价刚好约为普通股股价的 7 倍，尽管该股的累积股息接近每股 12 美元并且这些股息在支付任何普通股股息之前必须全部支付。例如，1936 年 10 月 17 日，优先股股价为 113 美元而普通股股价为 15.875 美元。

显然把普通股兑换为优先股是明智之举。优先股的价值不能低于普通股股价的 7 倍；尤其是普通股股价下跌时，优先股股价比率可能高于这一倍数。在支付任何普通股股息之前，优先股肯定会获得丰厚的股息收益结果。1936 年 12 月之前累积的优先股每股 12 美元的股息全部得以支付。在 1937 年 11 月优先股股价为 92.25 美元，而普通股股价仅为 10.25 美元，差额点为 20.5 点。加上至此支付给优先股的 4.50 美元的额外股息，优先股收益共计比普通股每股高出整整 35 美元。

1936 年史蒂倍克公司 1945 年到期的股息率为 3% ~ 6% 的债券与普通股几乎是同样的情况。该债券可以转换为 80 股普通股；债券拥有 3% 的固定股息率和 3% 的偶生累积股息率，股息率在 11 月 18 日前已累计 5.725%。当时该债券的价格为 120.5 美元，按平价转换相当于普通股股价为 15 美元。之后不到一年，债券价格为 59.75 美元，而普通股股价仅为 3 美元，因此除去债券自身 3% 的固定股息率，债券与普通股之间按照 35.25% 转换获得了“差价”或是利润。

“平价”、“溢价”和“折价”

当可转换债券或优先股的价格刚好相当于普通股的当前价格时，我们说这两种股票是以平价出售的。当高级债券的价格高于平价时，我们说高级债券是以溢价售出的，而这种价格与转换平价的差额称之为“溢价”或是“差价”。相反，如果债券价格低于平价进行转换，那么这种差额有时也被称为“折价”。

通过可靠的分析可获得丰厚利润的案例

派拉蒙和斯图德贝克的例子并不常见，两个例子通过证券分析都可以得出绝对可靠的结论。普通股股东将股票转换为可兑换债券时不可能蒙受损失，其前景收益极为可观，实际上这种收益来自于收益的增加和更高的市场价值。从这种角度而言，含权债券使更加科学地运用技术分析卓有成效。上述例子也反映了活跃市场中上涨行情所建立的典型价格关系。高级债券转换为普通股时，投机者的兴趣往往集中在普通股上，这使普通股的价格几乎等同于（甚至有时高于）高级债券的价格，而这一点往往很少引起公众的注意。

以上得出的结论

很显然，可转换债券以平价转换为普通股是更为可取的，除非债券的价格远远高于投资价格，那就会使债券仅仅是普通股的一个契约形式。（布鲁克林联盟煤气公司 1936 年到期的利息率为 5.5% 的可转换债券就是第二种情况的例子。这些债券从 1929 年 1 月 1 日起可转换为 20 股的普通股，1927—1932 年间，包括首尾两年，其售价为 147 美元甚至更高，1929 年为 489 美元。）一般来说，以适当的溢价来获得安全性较高的高级债券是值得的。当可转换债券可以带来更大收益时，这一点是千真万确的，甚至某种程度而言即使收益稍低，持有可转换债券也是值得的。

转换

因此，普通股持有人如果希望保留公司的利益，只要公司的高级债券价格处于可投资区间并且接近转换平价，那么就应把股票转换为公司的可转换高级债券，这是比较实用的原则。一个普通股股东究竟愿意以多大的溢价来进行转换是个见仁见智的问题。如果他对公司的前景充满信心，那么他通常是不愿意付出任何代价来确保手中股票的价值。但是经验表明，以付出看似得不偿失的代价来换取可靠的转换债券相对于普通股来说更具有战略性优势，这种做法是比较明智的。

对冲

市场下跌时可转换债券比普通股更具优势就变得更为明显。高级债券价格下跌程度通常没有普通股股价下跌的程度那么严重，因此可能会产生很大的转换差价，而不是之前的平价转换。这种可能性是市场运作的一种特殊形式，也就是“对冲”，即投资者买入可转换债券并以接近平价卖空其对应的普通股。市场长期上升时，投资者可以转换高级债券，以轻微损失完成交易，这种损失包括原有的差价加上交易费用。但是市场大幅下跌时，投资者可以“撤销”上述交易而获得高额利润，即卖空高级债券并回购普通股。

下面是对冲操作的一个实例，即基思－阿尔比－奥芬厄姆以 7 美元的优先股转换为瑞迪欧－基思－奥芬厄姆 A 股的例子。对冲设立于 1929 年 3 月 1 日，并于 1929 年 3 月 26 日反转或撤销对冲，如下所示：

项目	(单位：美元)
1. 1929 年 3 月 1 日卖空 300 股瑞迪欧－基思－奥芬厄姆 A 股	
每股 39.825	11 962.50
减去佣金（45 美元）和税（12 美元）	57.00
卖空所得收益	11 905.50
2. 1929 年 3 月 29 日买入 300 股瑞迪欧－基思－奥芬厄姆 A 股	
每股 26	8 700.00
加上买入所需佣金	45.00
轧平头寸成本	8 745.00
卖空所得利润	3 160.50
3. 1929 年 3 月 1 日买入 120 股基思－阿尔比－奥芬厄姆优先股	
每股 120	12 000.00
加上佣金（25 美元）	25.00
做多时买入股票成本	12 025.00
4. 1929 年 3 月 26 日卖出 100 股基思－阿尔比－奥芬厄姆优先股	
每股 98	9 800.00
减去佣金（20 美元）和税（4 美元）	24.00
做多买入股票所得收益	9 776.00
加上买入股票所得股息	175.00
（1929 年 3 月 19 日以除息价售出优先股）卖出做多时买入的股票加上股息	

所得净收益	9 951. 00
做多损失	2 074. 00
3. 卖空所得利润	3 160. 50
做多损失	2 074. 00
对冲所得净利润	1 086. 50

上述交易中的资金所得利润约为 9%，而且因为它整个交易期为 26 天，因此每年的收益率超过 100%。由于交易中没有损失的可能性，所以可以适当地借款来获得优先股成本中相当大的一部分，这样就在很大程度上增加了投资者所提供资金的利润率。在周边环境有利的条件下，这种操作能够在获得最大收益的同时将损失降低到最小。这种操作特别适合作为一种防御其他金融契约风险的方式，因为这样做可以在市场下跌导致其他债券持有有可能遭受损失时获得对冲利润。

对冲的若干技术问题。对冲的技术问题不胜枚举，因此这种方式不向我们描述的那样简单有效。本书篇幅有限，因此无法详尽地分析对冲的各种技术问题，我们只分析下面列出的深谙此道者做此操作时会考虑到的若干问题：

- 1. 借用卖空股票的能力以及长期保持空头的能力；
- 2. 投资持有量的原始成本，包括差价和佣金；
- 3. 保持投资持有量的成本，包括做多时的利息费用、做空时的股息、借用股票可能产生的额外费用以及再次借入股票产生的印花税——减去做多时所得股息或利息以及做空时利息减免；
- 4. 如果有机会出现，操作对冲可获得的盈利额。最大利润和潜在最大损失之间的关系。

应该记住的是，像证券中所有其他操作一样，这种操作所考虑到的潜在收益并非是在市场上可以获得的最大收益，而仅仅是投资者平仓之前可能获得的最大收益。一旦平仓实现了利润，之后可能获得的额外利润仅仅带有研究价值。

对冲的一种中间形式。对冲的中间形式包括买入可转换债券并卖出部分相关普通股，比如通过转换可获得的普通股总数的一半。以此为基础操作，在普通股大幅上涨或大幅下跌时都可能获得利润。这可能是对冲最科学的方法，因为这样做无须考虑价格的未来走向。这种方式的一个理想情况需要符合以下两个条件：

- 1. 表现极其稳健的高级债券，即使普通股暴跌时该债券价格依然可以在保持面值上下。期限较短且质地优良的可转换债券就是该类型债券的典范。
- 2. 普通股带有极大的投机性，容易上下大幅波动。

1918—1919 年间对皮尔斯石油 1920 年到期的利息率为 6% 的债券和该公司的普通股的操作就是这种对冲形式的一个例子。^①

参与型债券和含权债券也带有以上分析的可转换债券所拥有的优势。当然，含权债券也可能作为对冲操作的媒介。同样，我们会发现最理想的是将普通股转换为含权债券。上文提到的兰德卡迪斯 5.5% 的债券不仅在发行时就是非常吸引人的交易

^① 见附录注释 41。

品种，而且也是 A 股的最佳替代品种。此外，该债券还提供了利益丰厚的对冲机会。同样，对于西屋电气制造公司的长期投资者来说，明智的做法应该是在 1929 年或 1930 年公司参与型优先股股价低于普通股时把普通股转换为参与型优先股。但是在这种情况下优先股和普通股之间的对冲操作会面临特殊的风险，因为该优先股不能转换为普通股。

存在安全问题的高级证券

在 1932 年证券市场处于低点时，至少有 80% 的公司债券和优先股的安全性令人存疑。^① 即使是在 1929 年股市大崩盘之前，投机性高级证券就数不胜数，这一数字今后几年必然还会继续增加。因此，金融界面临着一个令人不快的情况，即美国证券中有相当大的比例属于所谓不适合的类别。低级债券或优先股形成一个相对不受欢迎的投资形式。投资者肯定不会购买它们，而投机者一般更愿意关注普通股。有一个看法似乎很有道理，那就是：如果一个人决定要投机，那么他就应当选择一个纯粹的投机手段，市场价值和收益回报没有上限，也不会将投机和投资混为一谈，而低价债券和优先股正是如此。

低价债券的利润有限并不是一个真正的缺点

但无论对这些低级证券的异议多有说服力，事实上这些证券大量存在，无数的证券持有人持有这种证券，因此，进行任何证券分析都必须认真对待此类证券。可以得出这样的结论：此类证券大量存在，加上对它们缺乏一种自然需求，将使其价格水平低于其内在价值。即使我们承认这种证券的形式本来就缺乏吸引力，但它们令人心动的购买价格足以弥补这一缺陷。此外，低价债券与普通股相比，其本金利润的局限性实际意义不大，因为普通股购买者实际实现的利润通常不比投机性高级证券多。例如，让我们假设一只利率为 4% 的债券售价为 35 美元，其最大的可能升值约 70 点，或 200%。而一般情况下，若不受危险的“牛市心理”影响，35 美元购买的普通股持有获利也不会比这个数多。

^① 见附录注释 42，1931—1934 年和 1939 年债券价格的有关数据。

有关投机性债券的两种观点

关于投机性债券有两种截然相反的考察角度。可以考察其投资标准和收益率，这时首要问题是低廉的价格和更高的收入回报率是否可以补偿在安全系数方面做出的让步。也可以将其当做一只普通股对待，这时会出现一个相反的问题。即“与普通股相比，这种低价债券所承担的遭受损失的风险较低，这是否可以补偿其获利可能也较小的缺点？”债券越满足投资的要求——其售价越接近投资价，人们越有可能从投资的角度对它进行分析。在债券违约或以极低价格出售时，显然人们会采取相反的做法，这时我们面临着一种常见的由于缺乏明确分界线而产生的分类上的困难。在毫无价值到绝对安全之间任何可以想象的位置，总有一些债券可以代表。

普通股分析法更为可取

无论如何，我们认为，在投机性高级证券领域，更健全、更有成效的做法来自普通股方面。这种方法可以使人对所承担的风险了解得更为透彻，因此更能坚持要么保证安全性，要么带来特别令人动心的获利机会，要么两者兼顾。它还能让人比从投资角度更加深入地研究公司现状，至少对聪明的证券购买者来说是这样。

这种方法显然不适用于购买不太符合标准、售价略低于平价的债券。这些债券，还有二流的高票息债券，都属于我们前面已经讨论并否定过的“商人投资”的类别。可能有人会反对说，普遍采取这种态度将导致许多证券突发的大幅度价格波动。假设有一只利率为4%的债券，只要符合严格的投资标准，它就应该按面值出售，那么一旦降至稍低于这些标准，它的价格就会出现急剧下降，比如说，降到70美元；反之，情况略有改善，其价格就会突然跳回到票面值。表面上看不太可能出现70~100美元之间的中间价格。

但实际情况并非如此简单。投资者的意见可能存在分歧，不知某一证券的安全性是否足够，主要是因为判断的标准既有算术的、客观的，也有定性的、主观的。因此，出现70~100美元的不同价位不足为奇，这反映了人们对该证券安全性高低的不同判断。意思是说，如果投资者通过深思熟虑的判断认为以——比如说85美元的价格购买一只债券是可靠的，那么他就可以在此价位购买债券。但他也承认，其他投资者心中可能对此价格尚存疑问，这正说明为何该证券价格会比原有投资价格低这么多。按照这一观点，在证券地位的分析中，70~100美元的价格区间可以被称为“主观差异”区。

因此适当的投机价值会在70美元稍多一点的价格上开始出现（对票息率为4%或更大的债券而言），其最大的升值空间至少是成本的50%。（至于其他的高级证券，正常价值的70%可作为分界线。）在进行这样的投资时，建议采取与谨慎购买普通股时同样的态度。换句话说，对损益表和资产负债表应当进行相同的深入分析，无论未来是好是坏，都应同样努力做出评估。

普通股和投机性高级证券之间的重要区别

因此，我们不应试图建立任何相当于固定价值证券定量分析的选择投机性高级证券的标准。另一方面，尽管最好用选择普通股的方法和技术来考虑对投机性高级证券的选择，但是了解普通股和投机性高级证券两种类型证券之间存在哪些重要差异仍然是必要的。

低价债券与企业的弱点相关

前文已经提到了高级证券可能利润的局限性。在不同的案例中，其重要性也各不相同。但一般来说，我们不认为这是一种特别重要的缺陷。针对低价债券和优先股有一个更有力的反对意见，其理由是它们与企业的薄弱、衰退或萧条有关。显然，这种证券背后的企业不是特别成功，而且，既然该证券的原始售价比现价高得多，企业肯定是在走下坡路。1928—1929 年间，这种想法足以使一般公众对此类证券不屑一顾。当时企业分为两类：兴旺发达、不断上升的公司和每况愈下或停滞不前的公司。第一种企业的普通股，无论价格多么高昂，人们都争相购买；但属于第二类的证券，不论售价多么低廉，人们都不屑一顾。

这种对公司强者恒强、弱者恒弱的看法很快就被随后的大萧条打破了，人们又回到从前的认识，认为时间会给企业的命运带来难以预测的变化。^① 盈利减少导致低价债券或优先股的产生，但这并不一定说明该公司的前景毫无希望、一片黯淡。1931—1933 年间许多公司的表现非常糟糕，后来它们恢复了部分良好的盈利能力，其高级证券也从极其低廉的价格恢复到投资水平。因此，事实证明，期待经历萧条的高级证券市场行情大幅度回升和普通股价格全面上涨，理由同样充分。

许多证券的状况及合同立场被低估

我们已经提到，投机性的高级证券不得人心，这往往使它们的售价从内在价值上看低于普通股。站在聪明的购买者的立场，这一点肯定对他们有利。就其固有立场而言，投机性债券（优先股也是这样，不过程度较轻）从其合同权利中获得重要的益处。支付债券利息的固定债务通常促使公司尽可能进行支付。如果我们假设，一组精心挑选的低价债券中的很大一部分不会违约拖欠的话，那么一段时期内从这一组债券身上获得的收入无疑将远远超过同样价格普通股的股息回报。

优先股在这方面的地位远不如债券，但即使在这种情况下，在股息支付暂停时将表决控制权转向高级股票的规定有时也会促使公司继续支付。如果有充足的现金资源，那么即使收益不佳压低了市场价格，为了希望保持一个完好的支付记录，避免债务堆积，公司也往往会按时支付优先股股息。

例如，世纪条板制造厂有限公司在 1926—1938 年首尾年限都包括在内的 13 年

^① 可以参考后来于 1939 年出版的米德（Mead）和格罗丁斯基（Grodinski）所著《投资价值的起起落落》（*The Ebb and Flow of Investment Value*），该著作有力支持上一段的论点。（还可见附录注释 71。）

中，有 8 年都未能赚得其 7% 的优先股股息，其价格一再下降到约 50 美元。但其优先股股息在整个时期内都未中断支付，而其普通股总收益却只有 50 美分。同样，1929 年以 30 美元的价格购买环球影片公司第一抵押债券的购买者在 3 年大萧条期间在股息支付最终中止之前也会获得 8% 的股息收入。

投机和投资合同条款的意义对比

在按期支付股息方面，读者应当了解优先股投资性和投机性两种特征之间的区别。从投资的角度，即从股息的可靠性方面来看，与债券相比，没有可强制执行的要求权是优先股的一个缺陷。从投机的角度来看，也就是说，在不利条件下优先股也可能按时支付股息。优先股对董事的决策有一定半合同性的要求权，这无疑使其具有优于普通股的有利条件。

营运资金和偿债基金因素对投机性高级证券安全性的影响

大笔的营运资金——在过去的几年中即使是不景气的企业也曾经具有这样的特征——对高级证券来说，比对普通股股票更直接有利。它不仅使企业能够按时支付利息或优先股股息，对本金收回也有着重要的意义，无论是到期收回还是通过偿债基金业务或自愿回购都是如此。债券以及优先股的偿债基金条款，既有助于提高市场报价，也有助于改善证券的内在状况。这种优点是普通股所不具备的。

例如：弗朗西斯·莱格特公司——一家制造商和食品批发商，发行了价值 200 万美元，利率 7% 的优先股，附有偿债基金条款，规定每年偿还证券总数的 3%。到 1932 年 6 月 30 日，未付清金额已减少到 60.85 万美元，而且由于剩余余额较少，在经济萧条处于谷底的时候，该证券被以 110 美元的价格提前赎回。同样，1922—1938 年，世纪条板制造厂有限公司的优先股从 200 万美元减少到 54.4 万美元；劳伦斯—波特兰水泥公司利率 5.5% 的债券，到 1938 年 12 月 31 日，从 200 万美元减少到 65 万美元，余额于 1939 年 4 月 1 日被赎回。

高额流动资产净值的重要性

当流动资产净值高出低价债券数倍时，就会出现一种特别的机会，因为经验表明在这种情况下，即使收益不高或不稳定，也很可能实现本息偿付。

例如：电气冷藏公司（凯尔文特公司）发行的利率 6%，1936 年到期的债券，到 1929 年 11 月时还有价值 2 528 500 美元的债券尚未偿付。根据公司当时最新结算清单，其流动资产净值达到 6 008 900 美元，这时，这些尚未偿付的债券被以 66 美元的价格出售。诚然，1927 年和 1928 年该公司已出现营业亏损，但在截至 9 月 30 日的 1929 年财政年度中，其固定费用赚得其债券市场价值的近 9 倍，流动资产净值也达到近 4 倍。该债券价格于 1930 年回升至接近票面值，并于 1931 年以 105 美元的价格被提前赎回。同样，电气冷藏建筑公司利率 6%，1936 年到期的第一抵押债券，实际上是以一纸租约由凯尔文特公司提供担保的。该债券于 1932 年 7 月以 70 美元的价格售出，当时其母公司的流动资产净值约达其未偿付债券总值 107.3 万美元的 6

倍，证券市场总值的 8 倍多。1933 年，该债券被以 101.50 美元的价格提前赎回。

其他这方面的例子还有默里公司利率 6.5%，1934 年到期的第一抵押债券。该股 1932 年售价仅为 68 美元（由于当年出现经营赤字），尽管该公司流动资产净值超过证券票面价值的 2.5 倍，是当时股票市场价值的近 4 倍；西德尼·布卢门撒尔公司利率 7%，1936 年到期的证券，1926 年售价为 70 美元。当时该公司的流动资产净值是证券面值的两倍，总市场价值的近 3 倍（后来债券于 1930 年以 103 美元的价格被提前赎回）；贝尔丁－海明威公司利率 6%，1936 年到期的债券 1930 年售价为 67 美元。公司当时的流动资产净值接近证券面值的 3 倍，达到市场价值的 4 倍以上。在后一个例子中，1930 年和 1931 年公司彻底清理库存，所得收入用于以市场购买的形式收回约 80% 的债券。1934 年，剩余证券以 101 美元的价格被提前赎回。

在这种情况的典型例子中，获利机会将超过亏损的机会，可能的利润额将超过可能的亏损额。每个个案所涉及的风险仍然不容忽视，使我们无法将其称为“投资”。尽管如此，我们建议，如果遵循分散风险的保险原则，同时购买数种此类证券，其最终结果应充分可靠，使我们可将组合购买称为投资性操作。这是根据我们前面对投资所下的扩展定义而想象出来的各种可能性之一。

流动资产头寸重要性的限制

显然，选择债券时营运资金意义相当重要。不过，这种重要性绝不能夸大，不能认为只要流动资产净值大于债券总值，其安全性就有保障（见表 26—1）。随后的营业损失可能使任何资产负债表中所显示的流动资产大幅度降低；更重要的是，出现资不抵债时，往往会证明资产的宣称价值根本靠不住。^①

有许多例子可以证明这一点，比如说霍伊公司利率 7% 的债券和阿贾克斯橡胶公司利率 8% 的第一抵押债券等。虽然 1929 年这些债券的营运资金都超过债券价值，但后来其售价低至 2 美分。（也可参见附录注释 34 中提到的威利斯－奥弗兰公司所发行的利率 6.5% 的第一抵押债券和伯基－盖伊家具公司利率为 6% 的第一抵押债券的讨论。^②）

表 26—1 流动资产净值超过债券总值的低价工业债券的例子（1932 年）¹

证券名称	到期日	1932 年最低价	资产负债表日期	流动资产净值 (千美元)	长期债务 平价 (千美元)	正常利息保障倍数	
						时期	利息保障倍数 ^{II}
美国座套公司利率 6%	1936 年	17	1932 年 9 月	3 826	3 056	1924—1930	5.2
克鲁斯博钢铁公司利率 5%	1940 年	39	1932 年 6 月	16 163	13 250	1924—1930	9.4

① 现金资产数据（现金资产、应收款、库存）中的不同部分的相对可信度将在下一部分的讨论中进行详尽的论述。

② 或许应该补充的是，本段提及的 4 只证券中有 3 只都从萧条时期的低价位有大幅度回升，如霍伊公司利率 7% 的新股用于兑换利率 7% 的旧股，其 1937 年的售价为 100 美元。

(续前表)

证券名称	到期日	1932 年 最 低价	资产负 债 表日期	流动资产 净值 (千美元)	长期债务 平价 (千美元)	正常利息保障倍数	
						时期	利息保障倍数 ^{II}
迈克森和罗宾斯公 司利率 5.5%	1950 年	25	1932 年 6 月	42 885	20 848	1925—1930	4.1
马里恩蒸汽挖掘机 公司利率 6%	1947 年	21	1932 年 6 月	4 598	2 417	1922—1930	3.9
国民顶点公司利 率 6%	1942 年	54	1931 年 12 月	4 327	1 963	1922—1930	5.5

I 见附录注释 43。

II 1931 年费用的保障倍数，在必要处进行了调整。

因此，我们必须区分两种情况，一种情况是，报表显示营运资金数额高于融资债务这一纯粹事实；另一种情况更为重要，即营运资金超过债券价值许多倍。前者总是对公司有利的，但绝不是决定性因素。如果还有其他有利因素，如正常年份良好的收益覆盖率和总体上令人满意的质量表现，那么这只证券可能会相当有吸引力，但人们更愿意将其当做组合购买证券的一个组成部分来对待。

投机性优先股

价格历史记录各个阶段

操作投机性优先股比投机性债券更容易受非理性行为支配，因此在股市中，这种优先股的价值时常像普通股一样被高估。结果在优先股的价格历史记录中就可能出现三个阶段，每个阶段的市场报价往往都与其价值不符。

- 1. 第一个阶段是原始发行期，这时投资者被劝说以不符合其内在价值的充分投资价格购买新股。
- 2. 第二个阶段，缺乏投资价值的事实已很明显，其价格下跌到投机性水平。在此期间出于前文讨论过的原因，很可能出现价格超跌现象。
- 3. 有时出现第三个阶段，证券价格像普通股一样经炒作上涨。在这种情况下，证券的某些重要而令人怀疑的因素——如累积股息的金额——被过分强调了。

关于第三阶段或可称为非理性阶段，稍后我们会举例说明。

下列证券分析的原则既可保护证券购买者不被第三阶段所特有的各种宣传误导，也可作为操作投机性高级证券的总体指导。我们将其称为“高级证券最高估价原则”。

在没有未偿付的初级证券的情况下，一只高级证券的内在价值不可能超过占据该高级证券位置的普通股的价值。

这种说法通过举例可能会更容易理解。

X 公司与 Y 公司都具有相同的价值。X 公司发行了 8 万股优先股和 20 万股普

通。Y 公司只发行了 8 万股普通股，未发行优先股。那么，根据我们的原则，X 公司一股优先股的价值不可能高于一股 Y 公司普通股。这是因为 Y 公司普通股所代表的价值相当于 Y 公司优先股和普通股两者所代表的价值。

我们也可以不比较像 X 和 Y 这样两个条件相当的公司，我们可以假定 X 公司经重组取消了旧的普通股，从而使优先股成为公司唯一发行的股票，即新普通股。（我们可以为此造一个新词，将这样的变化称为优先股的“普通股化”。）那么，我们的原则仅仅说明一个明显的事实，即这样一个假设出现的普通股的价值不可能低于它所取代的优先股价值，因为它的价值等于优先股价值与旧普通股价值之和。同样的想法也适用于只有相关普通股或既有相关优先股又有相关普通股的投机性债券。若该债券被“普通股化”，即假设它在取消旧股票时被转化为普通股，则由此产生的新普通股价值不可能低于债券现值。

无论优先证券的票息率、股息率、票面价值或赎回价有多高，特别是无论已累积多少未付利息或股息，这种关系都存在。因为如果一只优先股每股累积股息 1 000 美元，该证券价值也不可能大于代表了公司完全所有权的普通股（不包括累积股息）。未付股息不能为公司的证券创造任何额外的价值，只能影响公司总价值在优先股和普通股之间的分配。

对累积股息的过度重视

虽然稍加分析即可说明上述观点几乎可以说是一个不言自明的真理，但一旦公众怀有赌博心理，就难以遵守这一最简单的逻辑原则。因此拥有大量累积利息的优先股成为市场炒作的对象，其积累的利息成为优先股和普通股价格大幅上涨的基础。有一个极好的例子可以说明这一点，那就是美国锌铅冶炼公司股票在 1928 年的表现。

1916 年，该公司的优先股是作为普通股股息而出现的。因此，该交易相当于将旧的普通股分割为优先股和新的普通股两部分。其中优先股的规定面值为 25 美元，但具备 100 美元面值股票的所有属性（6 美元的累计分红、赎回和清算价值为 100 美元）。这一安排显然是一种策略，使列入资产负债表的优先证券负债显得比实际负债额小得多。1920—1927 年公司报告持续出现赤字（除 1922 年有微不足道的盈利之外）。优先股股息支付于 1921 年中止，到 1928 年每股累积未付股息大约达到 40 美元。

1928 年，该公司受之前市场普遍繁荣的影响，其优先股每股收益勉强达到 6 美元。然而，该公司的证券价格经炒作，其优先股价格由 1927 年的 35 美元一路飙升至 1928 年的 118 美元，同时其普通股股价涨幅更为可观，从 6 美元暴涨至 57 美元。伴随股价暴涨而来的是计划付清累积股息的传闻，究竟如何付清，却语焉不详。自然，这种前景并未实现。^①

荒谬地将未付优先股股息当做优先股和普通股的价值来源，这种做法充分显示

^① 但几年后，在 1936 年，累积优先股股息的问题终于由一个重组计划解决，该计划将扩大规模的普通股大部分都给了优先股股票持有人。

了赌博心态的不合理性。对普通股进行投机性操作的论点是：“累积的优先股股息即将偿付，这会对普通股有利，所以赶紧买入普通股吧。”根据这种荒谬的推理，如果普通股之前没有未偿付的优先股股息，该股就不那么令人心动（即使价格相同），因为那样就没法指望会有付清累积利息的美好计划了。

美国锌铅冶炼公司的例子可以说明我们的“高级证券最高估价原则”的实际应用。假设优先股持有人完全拥有该公司，这就意味着于 8 年的亏损之后，1928 年每股收益为 6 美元的普通股，价格达到 118 美元。即使是在 1928 年最紧张兴奋的时候，投机者也不会被这只普通股那样高的价格所吸引，因此，应用我们的规则就不会购买价值膨胀的优先股。

美国锌铅冶炼公司普通股高达 57 美元的报价显然荒谬透顶，因为这一价格代表了对公司的如下估价：

优先股，80 000 股，售价 118 美元	9 440 000 美元
普通股，200 000 股，售价 57 美元	11 400 000 美元
总价值	20 840 000 美元
收益，1928 年	481 000 美元
平均收益，1920—1927 年	188 000 美元

为与美国锌铅冶炼公司的上述估价相符，假定普通股的（以 8 万股为基准）售价必须达到每股 260 美元才行。可这种股票每股收益仅为 6 美元，还不支付任何股息。这一数字说明了在这种情况下别有用心的人通过利用未付股息可以将鲁莽的公众误导至何种程度。

美国皮革公司提供了另外一个例子，但不如上面这个例子惊人。1922—1928 年首尾两年都包括在内的任何一年，该公司优先股的收益都不超过 4.41 美元，平均利润也非常低。然而，在这 7 年中的每一年，优先股的售价都高达 66 美元或更高。这种情况一再发生的主要原因是该股巨额的累积优先股股息。在此期间，其累积股息从每股 120 美元增长到 175 美元，吸引人们对该股进行投机性操作。

应用我们的规则，可以认为美国皮革公司优先股代表对该公司的所有权，实际上它的确如此。那么我们所拥有的就是一只多年未支付任何股息，年平均收益最高（使用 1922—1927 年的数据）才勉强达到每股 2 美元的普通股。显然，对这样一只普通股来说，65 美元以上的售价确实太高了。因此这个价格对美国皮革公司的优先股来说过高，无论存在的累积股息有多么高，也丝毫不影响这一结论。

资本结构变化影响证券的总市值

从上述讨论中可以推断，单一股本证券的价值必须始终相当于其被分割成的优先股和普通股证券价值之和。理论上，这样说完全正确，但实际上情况可能根本不是这样，因为将资本总值分割成高级证券和普通股两部分，与只有普通股这一个形式的证券相比，可能确实具有优势。对于这个问题，我们将在后面展开进一步论述。

上述观点与我们的“最高估价原则”之间的区别，可说明如下：

- 1. 假设 X 公司 = Y 公司

2. X 公司发行有优先股 (P) 和普通股 (C); Y 公司只发行有普通股 (C')

3. 然后似乎应当是

$$P \text{ 的价值} + C \text{ 的价值} = C' \text{ 的价值}$$

因为等式的两边代表的是相等的东西, 即每家公司的总价值。

但是这种表面的关系在实践中不一定成立, 因为优先股加普通股的资本构成方式可能确实比只有单一普通股的方式具有优势。

另一方面, 我们的“最高估价原则”仅仅说明 P 单独的价值不能超过 C' 的价值。这种说法在实践中和理论上都应当成立, 除非炒作行为或头脑发热的投机活动使人将所有理性的思考抛在脑后。

我们的原则是以否定形式表述的, 因此在应用时也主要是否定形式。这种原则在判断优先股或债券价值是否低于其市场价时最为适用。若要正面应用该原则, 就必须首先在“普通股化”的基础上确定优先股的价值 (即让优先股代表企业的完全所有权), 然后确定从这一价值中应当扣除哪些部分才能反映可归于现有普通股的部分所有权的价值。有时通过这种方法可以发现某种高级证券的价值超过其市场价格, 但这样的程序使我们远远超出数学公式的范围, 进入普通股估价这一难以判断、模糊不清的领域, 后面的章节我们将探讨这一问题。

SECURITY ANALYSIS

「第四部分」

普通股投资理论股息因素

通过审查企业资产及其盈利（或现金流）能力，格雷厄姆和多德认为，未来回报的价值可以相当准确地计算出来。一旦计算清楚，这个值可以帮助投资者决定是否购买某一股票。

导读

随波逐“流”

布鲁斯·伯考维茨

费尔霍姆资本管理公司创始人

我是在城里各色人种混杂、像是大熔炉一样的地方长大的。我们那儿谁想买东西，都爱去街角的杂货铺。住在附近的人经常到杂货铺去买些普通的日常用品，比如一份报纸杂志或一夸脱牛奶。我们这些小孩子也经常光顾，手里拿着刚从家人那里甜言蜜语哄来或替人跑腿挣来的零钱，

急着去买糖果和汽水。

那儿的老板有一台收银机，就放在门口的柜台上。有人买东西，他就把钱放进去。当老板需要进货、交租、维护店面或者给店员发那点微薄的薪水的时候，就从里面拿钱。要是所有的钱都付过之后里面还能有所剩余，老板就可以看看是用那些钱扩大店里的经营，还是偿还债务，还是用在个人生活消费上。

许多年后，当我开始从事投资业时，才读到伯克希尔·哈撒韦公司董事长沃伦·巴菲特撰写的年度报告，里面提到了本杰明·格雷厄姆和戴维·多德的著作。读了这本书，我很快意识到，那家不起眼的小杂货铺的财务运作就是自由现金流一个典型的例子。格雷厄姆和多德将那些余下的现金称做“盈利能力”（earnings power）或“所有者收益”（owner earnings），这是一笔业主在支付了所有费用，投入了维持生意必要的各种投资以后可以落袋为安的现金。这种自由现金流是一口井，所有的回报都是从井里提出来的水。无论是股息、股票回购，还是能够提高未来回报的投资，都来源于此。

格雷厄姆和多德是最先将细致的财务分析应用于普通股的人之一。在此之前，最严肃的投资分析主要侧重于固定收益证券。格雷厄姆和多德认为，股票和债券一样，具有基于源源不断的未来收益的明确价值。债券的收益由按照合同承诺所做出的具体支付组成。股票的收益包括从企业收益中支付的股息，或本来可以用来支付股息而改为投资于企业的现金。

通过审查企业资产及其盈利（或现金流）能力，格雷厄姆和多德认为，未来收益的价值可以相当准确地计算出来。一旦计算清楚，这个值可以帮助投资者决定是否购买某一股票。如果一只交易价格为每股 10 美元的股票，计算出的未来回报价值是 20 美元，购买这只股票就可以盈利，即使你的估计差了几美元也没关系。但如果一只交易价格为每股 10 美元的股票，你估算出的未来回报价值是 12 美元，这只股票就不应当出现在你的买入名单上；即使它的股票价值有点低估，也不会有足够的误差容许量。

削尖“铅笔”

股票投资的根本问题是如何判断一家公司的价值。20 世纪 30 年代，公司价值是通过衡量有形资产来判断的。原因在于，在那个时代，股市总市值的大部分建立在原材料（主要是采矿公司）、运输（铁路）、公用事业和制造业的基础上。所有这些行业都拥有大量的厂房、设备和库存。如今，服务性企业在经济中占主导地位，而且即使在制造业中，公司资本的大部分也来自于无形资产，包括软件、收购的品

牌、客户、产品组合等。这些无形资产在资产负债表中似乎都没有明确的显示。例如，对甲骨文和微软这样的软件公司，或自动化数据处理公司（Automated Data Processing）这样的商业服务公司来说，公司价值中有形资产所占的部分微乎其微。

在估算股票的价值时，我们费尔霍姆资本管理公司（Fairholme Capital Management）的做法是首先计算自由现金流。我们以一般公认会计原则（Generally Accepted Accounting Principles, GAAP）所界定的净收入为起点。然后再将折旧和摊销这样的非现金费用加回去。这些费用都是基于历史成本（有形资产折旧、无形资产摊销等）根据公式计算的，可能无法反映出这些资产真正价值的减少。

即便如此，大部分资产价值会随着时间的推移而降低，我们必须考虑到这一点。所以我们减去该公司维护办公室、厂房、库存和设备等有形资产的费用估值；还有像客户流量和品牌识别这样的无形资产。企业在维护有形资产和无形资产上的投资，若妥善配置，则应使企业盈利保持一个稳定的状态。

这仅仅是一个开端。比如说，企业经常谎报雇员养老金和退休后医疗福利的费用。他们也会过高估计自己福利计划的未来投资收益或低估未来的医疗费用，因此对自由现金流进行分析时，你需要调整这些数字，以反映这种偏差。

公司常常少报他们所支付的管理人员工资。例如，直到最近几年，多数公司并没有将职工优先认股权看做雇员报酬，这笔费用也没有出现在任何其他项目中。有些企业甚至试图通过在公开市场回购大量股票，从而抵消雇员行使股票期权的影响，以掩盖这一期权开支。问题是：企业在公开市场付出的金额常常要比几年前他们的雇员行使股票期权时所收回的多得多。这种差异很少作为正式的经营成本列入报表。

另一个从账目得出的利润来自于长期供货合同。例如，当现已不复存在的安然公司缔结一个长期贸易或供货协议时，该公司非常乐观地估计该交易未来利润的净现值并将其列入本年度的收益，即使没有收到现金也是这样。安然已经消失了，但这种做法仍然存在。保险公司和银行在如何估计未来由于发生保险事故或贷款违约所造成的损失方面仍然有相当大的回旋余地。对任何公司来说，衍生产品合约所造成的收益和损失都难以精确确定，因为此类金融工具市场薄弱。

有些公司低估了其自由现金流，因为他们将企业成长中真正的投资成本花掉了。例如，增加新的汽车保险客户所花费的金额比新的保险客户第一年参保所付的现金多出高达 20% ~ 30% 以上。有些这种额外费用转嫁给没有续保的客户。但如果投保人的数量增长，则一份这样的费用就说明投资额增加了一部分。伯克希尔·哈撒韦公司的子公司，政府雇员保险公司（GEICO）正是这样做的，因此，其会计盈余低估了业务发展平稳的公司的自由现金流。当微软推出了一种 Windows 程序时，该公司承认，未来的服务费用是其销售额中的一部分。微软解释这些费用为若干年中摊销的收入和支出。结果是将利润推迟到未来时期，并为公司未来不利的事态发展提供一个缓冲。

所有这些非现金会计惯例表明算出一个公司当前的自由现金流有多么困难。尽管如此，我们的工作还远远没有完成。我和我的同事下一步想知道的是：（a）当前的现金流如何代表过去的平均现金流？（b）它正在增加还是减少？也就是说，这家公司正面临迎面吹来的逆风还是从后面吹来的顺风？

最意想不到的现金流

当然，2008 年有一家公司面临强烈的阻力，那就是莫霍克工业公司（Mohawk Industries），我们在 2006 年曾以 60 美元的低价首次购买这家地毯和地板公司。当时，该公司报告每股 6.70 美元的 GAAP 收益，但我们的分析显示自由现金流只折合为每股 9 美元。为什么自由现金流比利润多这么多？首先，莫霍克不断发展，其手段是通过收购一些较小的企业，进行行业整合，因此获得规模经济的优势，减少资本支出，降低其周转资金的需要。更重要的是，会计准则要求莫霍克对其收入交付高额费用来分期偿还其在收购狂潮中增加的无形资产（公司为收购所支付的费用和已收购公司的账面价值的区别在资产负债表上显示为被称为“商誉”的无形资产）。这些费用减少净收入值，但并不从企业中提走任何现金。合起来，我们计算出莫霍克所出售的债券不到其现金流的 7 倍，这是一个很有吸引力的估值。这类似于购买一只收益率为 14% 的债券，其支付的利息很有可能随时间而逐步上升。

2008 年，当新房地产市场严重低迷时（许多地毯和地板业的资金都涌入新建工程），莫霍克工业公司的债券每股仍能产生 6~7 美元的自由现金流。股票以每股 75 美元的价格交易，是自由现金流的大约 11~12 倍，对于一个收入周期性下滑的公司来说仍然很有吸引力。诚然，收入是在下滑，但行业整合在很大程度上消除了制造商中曾一度无法控制的降价竞争。事实上，制造商能够将增加的原材料成本转嫁给客户。这有助于维持利润率和现金流。虽然地毯和地板业将继续随经济波动，但莫霍克的管理层一直能够保持其相当稳定的自由现金流。

不足为奇的是，投资者寻求具备良好自由现金流的公司时，经常会在成熟的产业中发现它们的踪影，如地板行业。这种行业增长所需的资本是有限的，融资的要求又不大，因此自由现金流很充裕。高增长公司的情况通常不是这样，但有时通过细致的分析也能发现一家，艾科斯塔公司（EchoStar Corp.）就是一个这样的例子，它是 DISH 卫星电视公司的母公司。

该公司于 1995 年 6 月首次公开上市，认为美国还有收费电视供应商存在的空间。到 2000 年，当华尔街对高科技的痴迷达到顶峰的时候，艾科斯塔已拥有 340 万用户，其企业价值（股票市值加上净债务）约为 300 亿美元，报告年度损失近 8 亿美元。更糟的是，该公司疯狂消费现金，因为它试图建立自己的基础设施和客户群，单单这一点就会使许多价值投资者将其剔除于自己选股的雷达之外。

很快 5 年过去了，艾科斯塔用户数超过 1 200 万。背后有大笔启动成本的支持，自由现金不断流动、日益增加——每月订户费是一个相当可靠的收入来源。然而直到 2005 年，艾科斯塔公司的企业价值仅有 170 亿美元。显然，市场并不怎么信任该公司的现金制造能力。这使费尔霍姆公司得以购买一个极好的自由现金流收益率达两位数的特许经营授权公司的股票，而无风险投资才支付 5%。

一些公司其实有充裕的现金流，但他们的公司结构将其隐藏起来。卢卡帝亚国际公司（Leucadia National）的情况就是如此。这是一家兼营各种业务的控股公司。卢卡帝亚所经营的产品组合类似于巴菲特的伯克希尔·哈撒韦公司。虽然这些公司加起来不一定能为控股公司产生稳定的现金流，但子公司的现金流的状况可能非常

好，最终该价值将对母公司有利。卢卡帝亚公司的自由现金流是变化多端、不可预测的，主要是因为其管理者总是在买卖其投资组合的产品。但其管理人员已经证明自己善于部署公司的现金。近30年来，其资产净值一直以每年接近25%的速度增加。如果你投资于一家像卢卡帝亚或伯克希尔·哈撒韦这样的公司，你就是在依靠公司管理人员识别具有高现金流的投资对象的能力。

卢卡帝亚和伯克希尔·哈撒韦表明判断自由现金流价值的另一个重要的方面：管理人员如何部署现金，以及这些决定是否提高股东价值。如前所述，自由现金流可以通过股息或股票回购的形式返还给股东，也可以再投资于企业。格雷厄姆和多德认为给股东的现金回报等同于股息。在资金划拨方案中几乎没有考虑到股票回购的有利税率，事实上，主宰当今市场的机构投资者对这些事没什么兴趣。

如今，以优惠价格进行股票回购显然比股息更为有利。决定资格的因素是价格。如果公司回购的股票价值被低估，那么卖出这些股票的股东受损而长期持有该股的股东获利。如果公司购买它的股价过高，则卖家获利，长期持有人受损。价值投资者有一个长期的方向，他们一般寻找一贯在价值低估期间回购股票的公司。

管理人员必须决定何时将现金回报给股东，何时将其用于投资。进行明智投资的盈利未来将产生更高水平的自由现金流。另一方面，对盈利投资不佳会损坏价值。50多年来，沃伦·巴菲特在资产配置方面一直是无可争议的天才。没有人在乎他的伯克希尔·哈撒韦公司不支付股息。再一方面，对一些管理人员，特别是那些处境艰难的产业的管理人员来说，对他们的投资者更有利的做法是将资本返还给投资人，而不是以低回报率对企业进行再投资。

股息是一种信号

在传统意义上，公司董事会往往将股息支付率设置得远远低于收益水平。如此一来，好年景的收益有更大一部分都能保住。经济不景气的时候，即使股息超出自由现金流，也能维持原有的水平。董事会可能会这样做，以表达其对企业的长期信心。如果收入有所增长，董事会将稳步增加股息，但通常比收入增长的速度要慢。

现在，投资者仔细研究公司的分红政策，将其当做一个窗口，从中窥测管理人员对自由现金流耐久力的看法。如果认为现金流的变化是暂时的，公司大概不会调整股息。如果管理人员认为变化有可能是永久性的，他们就会对股息做出相应的调整。如果管理人员认为新的投资机会风险相对较低，那么投入这些机会的资金可以举债筹得，从而使股息保持不变。如果认为新的机会风险相对较高，那么可能就需要通过降低股息来提供资金。如果这些战略确实得到执行，就可以帮助投资者从目前的情况推断未来可能的现金流，并从而判断资产价值。在这种情况下，高股息水平将成为资产估值的积极因素。

这里有一个危险，那就是管理层可能会被诱使操纵股息以创造一幅远比现实美好的有关未来现金流量的图画。压力下的公司，如通用汽车或花旗集团，几乎总是过晚削减股息。像这种情况，投资者若购买股息收益率异常高而基本面却日益恶化的股票就是在自找麻烦。这些股息很可能被削减。用新发行股票的收益而不是现金流来支付股息的公司也同样可能通过发出虚假信号以操纵投资者。不动产投资信托

公司和收益型信托机构必须将他们几乎所有的收入支付给股东，也同样不愿意减少他们的规定股息分配。

另一方面，有现金可分配且投资前景不佳的公司应当提高股息支付率。此外，像戴尔电脑和亚马逊公司这样具有高额负营运资金的公司，他们先从买家那里收费，然后再付款给供应商。这种公司的固定投资几乎没有必要将收益进行再投资。然而他们顽固不化，不肯支付股息，而是积累大量的现金。

究竟是谁的现金

识别一家有大量现金储备并有能力创造更多财富的公司是一个极好的开端。但有了现金，除非管理人员用来进行聪明的投资，通过股息的形式回报股东，或者进行股票回购，否则现金对股东来说没有任何益处。管理人员的才能和意图是至关重要的。

有时，只是现金太多了，即使是那些不愿意投资或派发的人也无法忽视。在这种情况下，活跃的投资者的常常收购大量股权，迫使管理人员来“释放公司的价值”，管理人员做不到这一点，他们就试图取而代之。无论如何，如果收银机里有足够的钱，总有人会找到办法把它取出来。

在导言的讨论中，我们提出了试图将分析技术应用于投机情况时的固有困难。由于在普通股中投机因素变得越来越重要，因而对这类证券的分析往往得不到确定的结论，不能令人满意；甚至在它看起来言之凿凿的时候，也有可能存在误导的危险。这时候就有必要更详细地考察普通股分析的功能。我们必须从三个现实的前提出发：第一，普通股在我们的财政计划中具有根本的重要性，许多人都对此抱有极大的兴趣；第二，普通股的持有者和购买者一般都急于对它们的价值有一个正确的判断；第三，即使购买普通股的根本动机仅仅是出于贪婪而投机，人类的天性也要求用表面的逻辑与理性来掩盖这一不那么美好的冲动。这里可以借用伏尔泰的名言，稍加改动，我们可以说，即使世界上没有普通股分析这回事，人们也有必要造一个出来。

普通股分析的主要价值

因此，我们面临一个问题：“在何种程度上普通股分析是切实有效、真正有价值的，在多大程度上它又是对企业及股市的未来下注时毫无意义却不可或缺的仪式？”我们最终将找到这样的答案：“就典型的普通股而言——随便从各种上市证券中挑一只即可，无论对其吸引力或其真正价值进行多么复杂的分析，都不大可能得到一个可靠的结论。但在某些个别情况下，通过一系列的分析处理，可能达到一个合理、可信的结论。”因此可以说，只有在特殊情况下，普通股分析才有积极、科学的价值，对一般的普通股来说，进行分析要么就是对投机性判断的一种令人存疑的辅助方法，要么就是一种高度虚幻的方法，旨在处理某些无法计算，而又必须以某种方式计算的价值。

也许阐明这个问题最有效的方法是从历史的角度进行考察。这种考察不仅将揭示普通股分析正在变化的地位，而且还有助于弄清一个与其密切相关的意义重大的问题，即普通股投资的理论。我们将首先邂逅一套早已确定、看似合理的普通股投资原则。随着新情况的出现，我们将发现这些原则的有效性正在削弱。有效性不足将导致关于普通股选股所谓“新代理理论”的完全不同的概念，其表面上似乎言之成理，其实却有可能造成无尽的损害。随着战前理论陈旧过时，新代理理论大量涌现，最终我们必须尝试建立一套新的合乎逻辑、基本可靠的普通股投资原则。

普通股分析的历史

首先看看普通股分析的历史，我们会发现在过去的 30 年中，两个互相矛盾的因素一直在起作用。一方面普通股作为一个投资种类的名声越来越响，主要原因是收入丰厚、持续分红、财务状况优良的数字被扩大了。紧随这一进展而来的是企业报表公布的频率和充分性有了长足的进步，从而向公众和证券分析师提供了大量的统计数据。最后，建立了一个引人注目的理论，主张普通股是长期投资的最佳选择。但当人们对普通股的兴趣达到顶峰时，在 1927—1929 年期间，购买股票的人们所采用的价值判断的基础距离实事求是的方法和证券分析的技术越来越远，对潜力和预言能力因素的关注越来越多。此外，工业企业和企业集团的不稳定性加剧，从总体上破坏了债券的投资品质，当然对保持普通股纯粹的投资品质更为有害。

普通股分析受两类不稳定性的危害

普通股分析受到两种新事态的危害：

(1) 有形资产的不稳定性；(2) 无形资产压倒一切的重要性。通过将特定普通股 1920 年之前和近期的表现进行对比，可能更容易理解这种危害。让我们看看四个典型的例子：宾夕法尼亚铁路公司 (Pennsylvania Railroad)；艾奇逊 - 托皮卡 - 圣达菲铁路公司 (Atchison, Topeka, and Santa Fe Railway)；纳贝斯克饼干公司 (National Biscuit)；和美国制罐公司 (American Can)，分别见下表 27—1、表 27—2、表 27—3、表 27—4。

表 27—1		宾夕法尼亚铁路公司		
年份	股票价格范围 (美元)	每股收益 (美元)	每股股息 (美元)	
1904	70 ~ 56	4. 63	3. 00	
1905	74 ~ 66	4. 98	3. 00	
1906	74 ~ 61	5. 83	3. 25	
1907	71 ~ 52	5. 32	3. 50	
1906	68 ~ 52	4. 46	3. 00	
1909	76 ~ 63	4. 37	3. 00	
1910	69 ~ 61	4. 60	3. 00	
1911	65 ~ 59	4. 14	3. 00	

(续前表)

年份	股票价格范围 (美元)	每股收益 (美元)	每股股息 (美元)
1912	63 ~60	4. 64	3. 00
1913	62 ~53	4. 20	3. 00
1923	48 ~41	5. 16	3. 00
1924	50 ~42	3. 82	3. 00
1925	55 ~43	6. 23	3. 00
1926	57 ~49	6. 77	3. 125
1927	68 ~57	6. 83	3. 50
1928	77 ~62	7. 34	3. 50
1929	110 ~73	8. 82	3. 875
1930	87 ~53	5. 28	4. 00
1931	64 ~16	1. 48	3. 25
1932	23 ~7	1. 03	0. 50
1933	42 ~14	1. 46	0. 50
1934	36 ~20	1. 43	1. 00
1935	33 ~27	1. 81	0. 50
1936	45 ~28	2. 94	2. 00
1937	50 ~20	2. 07	1. 25
1938	25 ~14	0. 84	0. 50

表 27—2 艾奇逊 - 托皮卡 - 圣达菲铁路公司

年份	股票价格范围 (美元)	每股收益 (美元)	每股股息 (美元)
1904	89 ~64	9. 47 ^I	4. 00
1905	93 ~78	5. 92 ^I	4. 00
1906	111 ~85	12. 31 ^I	4. 50
1907	106 ~66	15. 02 ^I	6. 00
1908	101 ~66	7. 74 ^I	5. 00
1909	125 ~98	12. 10 ^I	5. 50
1910	124 ~91	6. 89 ^I	6. 00
1911	117 ~100	9. 30 ^I	6. 00
1912	112 ~103	8. 19 ^I	6. 00
1913	106 ~90	8. 62 ^I	6. 00
1923	105 ~94	15. 48	6. 00
1924	121 ~97	15. 47	6. 00
1925	141 ~116	17. 19	7. 00
1926	172 ~122	23. 42	7. 00

(续前表)

年份	股票价格范围 (美元)	每股收益 (美元)	每股股息 (美元)
1927	200 ~ 162	18.74	10.00
1928	204 ~ 183	16.09	10.00
1929	299 ~ 195	22.69	10.00
1930	243 ~ 166	12.66	10.00
1931	203 ~ 79	6.96	10.00
1932	94 ~ 18	0.55	2.50
1933	80 ~ 35	-1.03	0
1934	74 ~ 45	0.33	2.00
1935	60 ~ 36	1.38	2.00
1936	89 ~ 59	1.56	2.00
1937	95 ~ 33	0.60	2.00
1938	45 ~ 22	0.83	0

I 截至6月30日的财务年度。

美国制罐公司是战前投机性股票的一个典型例子。有三个合理、充分的理由使其具有投机性：

- 1. 它不支付股息；
- 2. 其收益较低且无规律；
- 3. 该股“注水了”，也就是说，其宣称的价值很大一部分并不是对企业的实际投资。

相比之下，宾夕法尼亚铁路公司、艾奇逊铁路公司和纳贝斯克饼干公司的股票被视为投资性普通股——也有三个合理、充分的理由：

- 1. 它们在持续支付股息方面的记录令人满意；
- 2. 收益相当稳定，且平均收益大大高于股息支付；
- 3. 每1美元的股票背后都有1美元或1美元以上对企业的实际投资。

表 27—3 纳贝斯克饼干公司

年份	股票价格范围 (美元)	每股收益 (美元)	每股股息 (美元)
1909	120 ~ 97	7.67 ^I	5.75
1910	120 ~ 100	9.66 ^I	6.00
1911	144 ~ 117	10.05 ^I	8.75
1912	161 ~ 114	9.59 ^I	7.00
1913	130 ~ 104	11.73 ^I	7.00
1914	139 ~ 120	9.52 ^I	7.00
1915	132 ~ 116	8.20 ^I	7.00

(续前表)

年份	股票价格范围 (美元)	每股收益 (美元)	每股股息 (美元)
1916	131 ~ 118	9.72 ^I	7.00
1917	123 ~ 80	9.87 ^{II}	7.00
1918	111 ~ 90	11.63	7.00
	(按拆股前计算) ^{III}	(按拆股前计算) ^{III}	(按拆股前计算) ^{III}
1923	370 ~ 266	35.42	21.00
1924	541 ~ 352	38.15	28.00
1925	553 ~ 455	40.53	28.00
1926	714 ~ 518	44.24	35.00
1927	1 309 ~ 663	49.77	42.00
1928	1 367 ~ 1 117	51.17	49.00
1929	1 657 ~ 980	57.40	52.50
1930	1 628 ~ 1 148	59.68	56.00
1931 年	1 466 ~ 637	50.05	49.00
1932 年	620 ~ 354	42.70	49.00
1933	1 061 ~ 569	36.93	49.00
1934	866 ~ 453	27.48	42.00
1935	637 ~ 389	22.93	31.50
1936	678 ~ 503	30.28	35.00
1937	564 ~ 298	28.35	28.00
1938	490 ~ 271	30.60	28.00

I 截至 1917 年 1 月 31 日的收益。

II 截至 1917 年 12 月 31 日的 11 个月。

III 1922 年，每 1 股拆为 4 股，股息也随之减少至原来的 75%。1930 年再次拆股，比例为每 1 股拆成 2.5 股。新股票公布的数字是上面给出的 1923—1929 年数字的 1/7。同样，前面提到的 1930—1938 年的数字是那些年公布数字的 17.5 倍。

如果我们研究一下战前 10 年间这些证券市场价格的波动范围（或 1909—1918 年间纳贝斯克饼干公司的股价变动情况），我们会注意到，美国制罐公司股价每年波动很大，符合投机媒介的规律。但宾夕法尼亚铁路公司、艾奇逊铁路公司和纳贝斯克饼干公司的股价变化幅度则小得多，明显倾向于在基价上下浮动（也就是，艾奇逊铁路公司 97 美元上下、宾夕法尼亚铁路公司 64 美元上下、纳贝斯克饼干公司 120 美元上下），这似乎代表着对他们的投资或内在价值一个明确的看法。

表 27—4 美国制罐公司			
年份	股票价格范围 (美元)	每股收益 (美元)	每股股息 (美元)
1904	.....	0.51 ^I	0
1905	.....	-1.39 ^{II}	0
1906	.....	-1.30 ^{III}	0
1907	8 ~3	-0.57	0
1908	10 ~4	-0.44	0
1909	15 ~8	-0.32	0
1910	14 ~7	-0.15	0
1911	13 ~9	0.07	0
1912	47 ~11	8.86	0
1913	47 ~21	5.21	0
1923	108 ~74	19.64	5.00
1924	164 ~96	20.51	6.00
1925	297 ~156	32.75	7.00
	(按拆股前计算) ^{IV}	(按拆股前计算) ^{IV}	(按拆股前计算) ^{IV}
1926	379 ~233	26.34	13.25
1927	466 ~262	24.66	12.00
1928	705 ~423	41.16	12.00
1929	1 107 ~516	48.12	30.00
1930	940 ~628	48.48	30.00
1931	779 ~349	30.66	30.00
1932	443 ~176	19.56	24.00
1933	603 ~297	30.24	24.00
1934	689 ~542	50.32	24.00
1935	898 ~660	34.98	30.00
1936	625 ~660	34.80	36.00
1937	726 ~414	36.46	24.00
1938	631 ~425	26.10	24.00

I 截至 1905 年 3 月 31 日的财务年度。
II 截至 1905 年 12 月 31 日的 9 个月。
III 不包括每股 58 美分的火灾损失。
IV 1926 年，股票进行了每 1 股拆成 6 股的拆股。新股的公布数字是 1926 年—1938 年的 1/6。

战前的普通股投资观念

因此在战前，普通股分析和投资之间，以及价格变化和投机之间的关系可归纳如下：普通股投资局限于那些股息支付稳定，收益相当可靠的股票；而反过来人们又期望这些证券能够保持一个相当稳定的市场水平。分析的作用主要是从中寻找薄弱的因素。收益是否没有适当说明；资产负债表是否显示公司财务状况不良，或融资债务增长过快；物资设备是否未得到妥善保养；是否有危险的新竞争对手，或者该公司是否正在失去该行业中的有利地位；企业管理状况是否恶化或有可能变糟；是否有理由担忧整个行业的未来——这些缺陷中的任何一种或某种其他缺陷对谨慎的投资者来说，可能就足以使其放弃该股。

从积极方面来说，分析所关注的是找到那些满足所有投资要求，并为未来的发展提供最好机会的证券。这个过程在很大程度上是对相似的投资类证券进行比较，例如，几只支付股息的西北铁路公司的股票。分析重点将放在过去几年的相关表现，特别是联系价格考察平均收益水平、稳定性以及盈利趋势等方面的情况。在较小的层面上，分析师寻求面向未来，选择有可能出现最快增长的行业或个别公司。

以强调未来前景为特征的投机

在战前，有一个备受推崇的观点，认为当人们将首要重点放在对未来的预期，而不是过去的成就时，就会采取投机的态度。投机，从词源上说，意思是期待；而投资则与“既得利益”相关——也就是与从过去得到的财产权利和价值相关。未来是难以确定的，因此具有投机性；过去是众所周知的，因此是安全性的源泉。让我们假设 1910 年有一个美国制罐公司普通股的购买者。他买入股票时可能认为其价格将上涨或被“拉高”，或者该股的收益将有所增加，也许他认为该股很快即将支付股息，也可能注定要发展成为全国最强的工业股之一。从战前的观点来看，虽然其中有些原因可能更有道理、更可信，但只要其中有一个成立，就足以形成买入的投机性动机。

普通股投资的技术与债券投资类似

显然普通股投资技术和债券投资技术极其类似。普通股投资者也想要投资于一个稳定的企业，希望该企业有一个超过股息要求的充足的盈利空间。当然他所要求的安全边际比投资债券的要求要小，这一劣势被收益率高的优势抵消（优良普通股的收益率一般标准为 6%，而优质债券只有 4.5%），产生高收益率的原因是企业持续繁荣而带来的股息增加，以及盈利的可能性——后者在普通股投资者眼里通常是最无关紧要的事情。一个普通股的投资者可能会觉得自己的情况与二流债券购买者没有什么不同；从本质上说他的冒险投资相当于牺牲了一定程度的安全性，以换取更大的收益。1904—1913 年的 10 年间，宾夕法尼亚铁路公司和艾奇逊铁路公司普通股的例子可以为上述说法提供具体的例证。

购买普通股被视为拥有企业的部分股权。另一个理解战前普通股投资者态度的

有效方法是从对私有企业感兴趣的观点出发。典型的普通股投资者应该是一个实业家，对这样的人来说，以评价自己企业的方法来评价任何公司的价值似乎是合情合理的做法。这意味着他对股权所代表的资产价值的重视程度至少和对公司盈利记录的重视程度相当。必须铭记这样一个事实，即对私营企业的评价总是主要建立在其报表所显示的“资产净值”的基础上。一个人在考虑购买合伙人身份或将个人利益与一家私有企业联系起来时，总是先从“账面上”显示的该利益的价值（即资产负债表）着手，然后再考虑其盈利记录和前景是否足以使该股票诱人购买。私营企业权益的售价当然可以高于或低于其相应的资产价值；但账面价值仍是必然的计算起点，而交易终于达成后，合算与否要看相关账面价值的溢价或折价情况。

一般说来，以前的投资者在投资购买上市普通股时也采用了同样的态度。第一个出发点是面值，大概代表着原先投入企业的现金或财产数额；第二个基本的数字是账面价值，相当于面值加累积盈余中的估计权益。因此，在考虑购买一只普通股时，投资者问自己：“以市场价格所代表的高于账面价值的溢价，或低于账面价值的折价购买这只证券值得吗？”“注水股票”一再受到猛烈的抨击，原因是这是对购买股票的公众的一种欺骗，大家被报表中有关权益背后存在的资产价值的虚假数字误导了。因此，证券分析的安全保护功能之一就是，发现企业资产负债表中公布的固定资产的价值是否公平地代表了该资产的实际成本或合理价值。

基于三重观念的普通股投资

至此，我们看到以前的普通股投资基于三重观念：（1）有适当和确定的股息回报；（2）有稳定和足够的收益记录；（3）有令人满意的有形资产支持。这三个要素每个都可以成为细致的分析研究的课题，同时既从证券本身进行分析，又将该证券与同类产品进行比较。任何出于其他动机购买股票的行为都是投机性的。

新代理理论

在一战后，特别是在1929年达到高潮的牛市后期，公众对普通股的投资价值有了完全不同的态度。上述三个因素中有两个失去了几乎所有的意义，而第二个收益记录的因素，也有了全新的性质。新代理理论或原则可以归纳为一句话：“普通股的价值完全取决于未来它将要获得的收益。”从这一断言可以得出以下推论：

- 股息率对价值的影响微不足道。
- 由于在资产和盈利能力之间显然没有关系，因此资产价值毫无意义。
- 历史收益的意义只在于，它们表明收益数额的变化未来也有可能发生。

这种普通股投资理念的彻底变革发生时，购买股票的公众几乎没有意识到。即使是金融观察家对其也只有最肤浅的认识。必须努力全面理解这种观念变化的真正意义是什么。为了做到这一点，我们必须从三个角度加以考虑：原因、后果及其逻辑有效性。

产生这种观念变化的原因

为什么广大投资者将注意力从股息、资产价值和平均收益几乎全部转移到收益趋势方面，也就是说，只关心未来预期收益的变化？答案是：第一，事实证明过去的记录并非可靠的投资指南；第二，未来所提供的回报令人难以抗拒。

新时代理论的产生根源首先在于历史悠久的陈旧标准已经过时。过去几十年，经济转变的步伐日渐加速，长期的既定事实已不再像以前那样，因为长期存在就能保证稳定。也有繁荣了十几年的公司在几年之内陷入破产的困境。而其他一些原本规模很小、经营不善、默默无闻的公司，也同样在短时间内摇身一变成为规模庞大、收入丰厚、数一数二的大公司。以前投资兴趣集中的主要领域，即铁路部门，明显没有参与到增加国家财富和收入的行列，而且一再显示出倒退的迹象。有轨电车公司是 1914 年之前另一个重要的投资手段，如今由于新型运输机构的发展，其价值也迅速丧失过半。在此期间，电力和燃气公司的状况参差不齐，因为战争和战后的通货膨胀对它们来说是危害，而不是帮助，其大幅增长是一个相对较新的现象。工业企业的历史交织着各种激变，在这个过程中经济繁荣的好处如此不均，带来最耀眼成功的同时也带来最意想不到的失败。

面对这一切不稳定的形势，无可避免地，关于普通股投资的三重观念也不再适用。过去的盈利和股息不能再继续充当判断未来收益和股息的指数。此外，影响这些未来收益的决定因素也不再是对企业的实际投资数额，即资产价值，而是完全取决于有利的产业地位以及有能力的或幸运的管理政策。在无数破产管理的案例中，流动资产减少，而固定资产几乎变得一文不值。由于在资产和收入之间以及资产和清算价值之间都没有任何联系，因此无论是财经作家还是一般公众，对以前非常重要的企业“资产净值”，或“账面价值”都越来越不重视了。可以说，到 1929 年，在判断一只证券是否值得投资时，已经完全不考虑账面价值的因素了；还有一个现象也能很好地说明这一点，那就是“注水股票”曾经引人争议，如今却已被人们日渐淡忘了。

注意力转向收益趋势

这样，战前基于过去记录和有形事实的投资办法，已变得陈腐过时而被人们丢弃。有什么办法能代替它的位置呢？一个新的概念受到高度重视——即收益趋势的概念。过去记录的重要性仅仅在于它能够显示未来可能的发展方向。持续增长的利润证明公司正处于上升阶段，并预示着未来的发展会比至今已取得的业绩更好；相反，如果盈利下降，或是在繁荣时期仍然止步不前，那么未来就不甚光明，对该公司的证券当然应该退避三舍。

普通股长期投资的原则

随着普通股选股基础的形成，同时出现了一种理论，认为普通股最为有利可图，

因此它是长期投资的最佳方式。这种信条是在一定研究的基础之上建立起来的。这些研究表明，各种各样的普通股在过去多年中按照一定的时间间隔，其价值有规律地增长。相关数字表明，持有多样化的普通股股票，所获得的收入回报和本金利润都比购买质量一般的债券要高。

这两种想法结合起来，就形成了“投资理论”，在此基础上，1927—1929 年的股票市场蒸蒸日上。将前面提出的原则展开，即可得到如下理论：

- 普通股的价值取决于其未来所能获得的收益。
- 好的普通股就是那些收益趋势处于上升阶段的普通股。
- 好的普通股最终会证明是安全可靠、有利可图的投资。

这些说法听起来没有恶意、合情合理。然而，它们掩盖了两种能够而且确实带来了不尽危害的理论缺陷。第一个缺陷是，它们抹煞了投资和投机之间的根本区别；第二个缺陷是，它们在决定该股是否值得购买时忽略了股票价格的作用。

新时代的投资相当于战前的投机

稍加思考即可明了，公众和投资信托公司所进行的“新时代的投资”，几乎与大繁荣时期以前人们通常界定的投机概念完全一致。这种“投资”指的是购买股票而不是债券，强调本金而不是收入的增加，强调未来的变化，而不是过去的既定事实。我们完全可以说，新时代的投资只不过是旧式的投机操作范围限定于收益趋势令人满意的普通股而已。史上最大的股市繁荣时期，令人印象深刻的新概念似乎只是以前冷嘲热讽的警句稍加掩饰的新版本：“投资就是成功的投机。”

认为有吸引力的股票与价格无关

认为普通股可取与否完全与其价格无关的看法简直荒谬得令人难以置信。然而新时代的理论直接导向这一论点。如果一只公用事业股售价达到其最高收益记录的 35 倍，而不是大繁荣期之前售价为平均收入 10 倍的标准，得出的结论不是该股现在的售价过高，而只是说明价值判断的标准已经提高了。新的时代不再以既定的价值标准来判断股票的市场价格，而是将其价值判断标准建立在市场价格的基础之上。因此，所有的价格上限都消失了，不仅股票实际售价没有上限，甚至股票应当售出的价格也没有上限。这种荒诞的推理导致人们确实会以每股 100 美元的价格，去购买每股盈利只有 2.50 美元的普通股。同样的推理将支持人们以每股 200 美元、1 000 美元或任何想得出的价格购买这些同样的股票。

这个原则导致的一个诱人的推论就是，如今在股市里赚钱是世界上最容易的事。只要购买“好”的股票，价格高低都无所谓，然后等着就行了，它的价格自然会涨上去的。奉行这种理论的结果不可能不是悲剧性的。数不清的人问自己：“在华尔街不用干活就能赚大钱，为什么还要辛辛苦苦工作维生呢？”随之而来的是工商从业者纷纷转移到金融领域，他们前赴后继，使得华尔街简直就像当年著名的淘金热时的克朗代克一样。唯一的不同是，黄金是被带到华尔街来，而不是从这儿带走。

投资信托公司采用这样的新学说

投资信托公司的做法是这一 1928—1929 年间的理论具有讽刺性的例子。成立投资信托公司的目的是使未受过训练的公众通过委托专家管理基金而受益。这个想法似乎很合理，而且在英国也一直实行得相当不错。最早的美国投资信托公司相当重视某些经时间检验的成功投资的原则，他们实践起这些原则来比典型的个人投资者更为得心应手。其中最重要的原则是：

- 在市场萧条、价格低迷时买进，在市场繁荣、价格高企时卖出；
- 所持股份要有多样性，涉及多个领域，也可能分散在多个国家；
- 通过全面、专业的统计调查，发现并购买价值被低估的个别证券。

这些传统的投资原则如此迅速、彻底地从信托投资手法中消失，是这一时期许多奇景之一。在市场萧条时买入的想法显然不适用。它的致命弱点是投资信托基金只有在经济繁荣时才会成立，所以他们事实上被迫在牛市中进行第一笔投资。在世界各处分散投资的想法从来就不会吸引本土思想严重的美国人（他们在这方面的做法可能是正确的），而且国内的情况比国外好得多，放弃这一原则成了大家的共识。

被投资信托公司丢弃的分析

但最为荒谬的是，投资信托公司早早地就丢弃了指导投资信托政策的研究和分析工作。然而，由于这些金融机构的存在都得归功于这种新时代的哲学，所以他们会紧紧跟在这种哲学身后也就是自然而然，甚至也许是别无选择的事了。根据这种哲学的原则，投资现在已变得如此简单美妙，研究工作不必再做，复杂详细的统计数据也只是一种累赘而已。投资过程只需要找到盈利呈上升趋势的知名公司，然后购买他们的股份即可，不必考虑价格高低。因此，安全的做法就是只购买别人都在买入的股票——整个选股清单上都是广受欢迎、极其昂贵的证券，也就是通常被称为“蓝筹股”的证券。寻找被低估和忽视的证券的最初构想完全消失在九霄云外。投资信托公司竟然吹嘘说，他们的投资组合只包括活跃和标准的（即最受欢迎、价格最高的）普通股。稍微夸张一点，也许应该说，采用这种便利的投资技术，1 000 万美元投资信托基金的所有事务，只要有一名周薪 30 美元的职员付出其才智、专业知识和实际劳动就可以一手包办了。

大街上的普通人，被人怂恿着将资金委托给具有高超技能的投资专家——这种专业的服务可是收取了可观的报酬的，而且很快就被再三保证说信托基金将会十分小心，却只用来购买大街上的普通人自己正在买入的股票。

提出的辩解理由

非理性的状况已是登峰造极，然而，必须指出的是，大规模的投机只有在不合逻辑、不切实际的气氛中才能够蓬勃发展。但是，参与到这种大规模投机中的自欺欺人的投资者必须有理由为此辩解。其理由通常是一些笼统的说明，本身在适当的

领域内毋庸置疑，但被稍加扭曲以适应投机热潮。在房地产繁荣时期，“推理”通常是根据土地价值所固有的耐久性和成长性。在新时代的牛市中，“合理”的基础是多样化的普通股票持有所表现出的长期增长的记录。

正确的前提被用来支持错误的结论

然而，在新时代对这一历史事实的应用中有一个根本的谬误。只要稍微翻看下一本粗略的小册子所载的数据，这个谬误就应该很明显地看出来。这本书的标题是《用普通股进行长期投资》(Common Stocks as Long Term Investments)，埃德加·劳伦斯·史密斯(Edgar Lawrence Smith)著，出版于1924年，据说新时代理论就是从这本书发端的。书中显示，普通股均具有一种一年年升值的倾向，原因很简单，就是它们的收益超过所支付的股息，因此，再投资收益增加了自己的价值。在一个有代表性的案例中，某公司平均收益率为9%，支付股息6%，增加盈余3%。凭借良好的管理和适当的运气，该股票的公平价值将随其账面价值而增长，以复利计算，其年增长率为3%。当然，这是一个理论上的模型，但许多结果低于“正常”水平的实例可以被增长更迅速的例子抵消。

因此，长期持有普通股的吸引力主要在于，相对于成本来说，它们的收益高于债券利率。对一只盈利为10美元，售价为100美元的典型的普通股来说，情况就是这样。但一旦价格相对于收益来说涨得太高，这种优势就消失了，随之消失的是投资购买普通股的整个理论依据。当1929年投资者为一只每股盈利仅为8美元的股票支付200美元时，他们所购买的盈利能力并不比债券利率强，还不包括优先要求权所提供的额外保护。因此，当新时代的倡导者用普通股过去的表现，说明应当为该股票支付其收益20~40倍的价格时，他们就是从正确的前提出发，将其扭曲成严重错误的结论。

事实上，他们急于要利用普通股本身所固有的吸引力，这种行为也产生了与那些造成这种吸引力并使其赖以存在的条件(即收益平均约为市场价格的10%这一事实)完全不同的结果。正如我们所见，埃德加·劳伦斯·史密斯振振有词地解释说，普通股票价值的上升是因为通过将盈余收益再投资而得到的资产价值的增长。自相矛盾的是，新时代理论利用了这一研究结果，却拒绝给予它所青睐股票背后的资产价值丝毫的重视。此外，史密斯先生结论的有效性有一个必要的前提，即假定普通股的未来表现应当与过去相仿。然而，新时代的理论除了认为它可以指示未来的趋势之外，并未考虑企业的过去盈利。

强调收益趋势的例子。以下列3家公司为例，见表27—5。

表 27—5		3 家公司每股收益的比较		(单位：美元)
年份	A 公司 (电力与照明公司)	B 公司 (班戈和阿鲁斯图克 铁路公司)	C 公司 (芝加哥黄色 出租车公司)	
1925	1. 01	6. 22	5. 52	
1926	1. 45	8. 69	5. 60	
1927	2. 09	8. 41	4. 54	

(续前表)

年份	A 公司 (电力与照明公司)	B 公司 (班戈和阿鲁斯图克 铁路公司)	C 公司 (芝加哥黄色 出租车公司)
1928	2.37	6.94	4.58
1929	2.98	8.30	4.47
5 年平均	1.98	7.71	4.94
1929 年最高价	86.625	90.375	35

这 3 家公司股票 1929 年的最高价表明，新时代理论的态度是狂热追捧 A 公司；对 B 公司不为所动；绝对敌视 C 公司。市场认为 A 公司股票的价值是 C 公司股票的两倍多，尽管后者 1929 年的每股收益比 A 公司高 50%，其平均收益比 A 公司高 150%。^①

平均收益与收益趋势

1929 年价格与收益之间的关系明确表明，公司的过去表现已不再是衡量其正常盈利能力的标准，而仅仅是一个风向标，说明利润的风在朝哪个方向吹。必须承认平均收益已不再是一个可靠的衡量未来收益的标准，原因是我们先前已经提到的典型行业的不稳定性加剧。但这根本不能说明因此收益趋势就一定是一个比平均收益更可靠的指标；即使收益趋势确实更可靠，也不一定只靠它本身就能为投资提供一个安全的基础。

目前普遍接受的假设是，既然过去几年间收益一直在朝某个方向变化，那么未来它仍将继续朝着这个方向发展。这种理论与过去那种已被丢弃的认为过去的平均收益达到一定数额，因此未来也会继续维持这一数额的假设基本上没什么不同。与平均收益相比，收益的趋势对未来发展所提供的线索或许更为可靠。但再怎么讲，这种未来发展的迹象远不是确定无疑的，而且更重要的是，在趋势和价格之间无法建立符合逻辑的关系。^② 这意味着对令人满意的趋势的价值判断完全是任意的，因此具有投机性，因而不可避免会被夸大，直至崩溃。

预测未来趋势的危险性

有多种原因使我们不能确保过去的收益趋势今后仍将持续。从广泛的经济意义上讲，有一种收益递减和竞争日益激烈的法则，这将抚平任何急剧增长的上升曲线。

① 有关这 3 家公司随后表现的讨论，见附录注释 44。
② 新时代的投资理论在精确性方面明显有所保留。价格和收益之间，或价格和收益趋势之间的关系，市场想怎么说都行（注意表 27—5 中电力与照明公司价格与收益的比较）。如果试图将基本价值观念用数学方式表达出来，可以说，它依据的是在规定时间衍生的收入。近年来，人们越来越认真地努力建立预期未来收益贴现或红利的数学基础。后者的前提是普通股的价值相当于所有未来股息的现值。根据这一原则，一系列数学等式被精心设计出来，用以计算假设存在某些重要事实、未来收益、分配政策和利率的条件下，一只普通股的精确价值。

还有商业周期的潮涨潮落，其中特别危险的是最令人振奋的收益曲线往往出现在严重倒退的前夕。以 1927—1929 年为例，我们看到，因为收益趋势的理论实际上只是假投资之名行投机之实的一个借口，因此疯狂追逐利润的公众为了证明存在良好的趋势，连最站不住脚的证据也愿意接受。收益的上升势头保持了 5 年，或 4 年，甚至只有 3 年，都被视为未来收益不间断增长的保证和收益曲线向上无限发展的担保。

例如：在此期间，不计其数的普通股竞相上市，这明显地说明了当时的人们普遍对这一点不以为意。对上升利润的追捧导致许多只是临时好运，且即将或已经达到兴旺顶峰的工业企业得到青睐。施莱特和赞德公司（Schletter and Zander, Inc.）优先股和普通股的新股发行，就是这种做法的典型例子。这家公司生产丝袜（公司名后来改为 Signature 袜业公司），组建于 1929 年，当时是继承了一家 1922 年成立的公司，其融资方式是以每股 50 美元的价格出售 44 810 股面值为 3.50 美元的可转换优先股，和以每股 26 美元的价格出售 261 349 股普通股表决权信托证书。其发行说明书公布了以下资产收益，见表 27—6。

表 27—6		施莱特和赞德公司资产收益		(单位：美元)
年份	联邦税后净收益	优先股每股收益	普通股每股收益	
1925	172 058	3.84	0.06	
1926	339 920	7.58	0.70	
1927	563 858	12.58	1.58	
1928	1 021 308	22.79	3.31	
1929—1930	812 136	18.13	2.51	

1931 年公司资产开始清算，到 1933 年底，已支付清算优先股股息总计每股 17 美元（其后所剩无几的可清算资产可忽略不计）。其普通股已被完全消除。

这个例子说明了金融史上一个矛盾的现象，即在个别公司的不稳定性日益增强，从而导致购买普通股远不如以前可靠的同时，对普通股是安全可靠、令人满意的投资对象的大力宣扬却被美国广大公众热切接受。

普通股投资的新原则

我们对普通股投资理论的长篇讨论迄今只能得到负面的结论。旧方法以稳定的平均收益能力为中心，似乎已经由于典型企业与日俱增的不稳定性而宣告失效。至于将收益趋势作为唯一价值标准的新时代观点，无论在这一论断之下隐藏着多少真相，不经深思熟虑、毫无约束地盲目采用这种观点作为购买普通股的基础，都必然导致骇人听闻的彻底失败。那么，究竟还有没有健全的普通股投资理念呢？

仔细回顾上述评论，可以发现，普通股投资并不像我们想象中的那么糟糕。个别公司的不稳定性也很有可能被彻底的分散投资抵消。此外，虽然将盈利趋势作为唯一的选择依据十分危险，但它仍然可能是判断投资价值的一项有效指标。如果这种方法是正确的，就可能制定一组可以接受的普通股投资原则，包括下列因素：

- 投资被视为一种组合操作，操作中依靠分散投资风险而得到良好的平均结果。
- 通过与选择固定价值投资时相应的定性与定量检验措施选定具体证券。
- 预测备选证券的未来前景时，要比选择债券时付出更大的努力。

基于上述原则的普通股购买策略是否能被称为投资，无疑是一个仁者见仁、智者见智的问题。这一问题的重要性，以及在这方面缺乏完善界定和权威观点的现状，迫使我们仔细权衡赞成和反对这一主张的论点。

3 种一般方法

以世俗扩张为基础

以合理价格组合购买一组精挑细选、多种多样的普通股，是否可以说是一种可

靠的投资策略呢？对这一问题的肯定回答可能基于下列有关美国工商业未来的假设以及随之采取的相应选择策略之一。第一个假定是，某些国家经济事务中基本的、久负盛名的要素至今仍然可靠。这些要素是：

1. 我们国家的财富和盈利能力将会增加；
2. 这种增长将反映在重要企业资源和利润的增长方面；
3. 这种增长将主要通过新资本投资和未分配收益再投资的正常过程实现。

该假设的第三部分意味着在累计盈余和未来的盈利能力之间存在着明显的因果关系，因此，普通股的选择不是纯粹靠运气或猜测，而应当根据对过往记录与当前市场价格的分析。

如果这些基本条件仍然通行，那么总的来说，未来条件合适的普通股应与几十年前一样，能够提供有利的机会。因此，可以不将不稳定性的根本缺陷当做威胁普通股获得长远发展的因素。随着经济周期的变化，不稳定性确实对所有行业都施加了强大的暂时影响，并对个别企业和单个产业造成了永久性的负面作用。但是在这两个危险之中，后者可能会通过精心挑选股票，主要是广泛的分散投资而被部分抵消；而前者也可以通过坚持每笔买入交易的价格都公平合理而加以防范。

只有鲁莽的作者才会毫不含糊地表达自己对美国企业的未来发展将会像过去一样这一基本假设的看法是支持还是反对。在导言中我们指出，过去 15 年来的经验不支持这一论点。不去试图预言未来，这是否足以断言，投资者依靠总收益的增长就无法提供长期的安全性和盈利呢？在这方面看来，我们似乎又回到了 1913 年投资者的态度，区别是那时投资者的谨慎使他们看不到当今经济所固有的长期增长的强大证据。我们今天的谨慎至少看起来是建立在痛苦的经验，以及对整个经济情况中一些较新且不太有希望的因素的认识的基础之上。

以个别增长作为选股的基础

那些排斥在长期增长期可以找到安全的普通股投资机会这一说法的人可能会受到第二种方法的吸引。这种方法强调选择性因素，其所依据的前提是，某些受青睐的公司可能会稳步增长。因此一旦发现这类公司，就可以作为长期投资坚决购买。这种投资理念是在一家投资信托公司——国家投资公司（National Investors Corporation）1938 年的年度报告中相当详尽地提出来的。下面的文字就引用于这份年报：

本公司的研究，特别指向对改良的选择程序，提供的证据表明，增长企业的普通股——也就是说，盈利循环上升且上升周期只被周期性商业萧条打断的公司——可以提供普通股领域最有效的投资手段，从股息回报和长期资本增值方面看都是如此。我们认为，这一大致结论可以通过统计证明，并得到经济分析和实际推理的支持。

用批评的眼光考察这一说法，我们必须首先提出一个毋庸置疑然而又是显而易见的断言，即能够成功地识别此类“成长性公司”的投资者，当可以按合理价格买入这些公司的股票时，肯定能对自己的资本进行最佳的处置。也不能否认，曾有能够高度准确地做出这样选择的投资者，他们依靠自己的远见卓识和良好的判断能力

获得了巨大的收益。但真正的问题是，是否所有认真仔细、聪明机智的投资者都可以采取这一策略，获得较大成功。

问题的三个方面

其实这个问题可分为三个部分：首先，“成长性公司”是什么意思？其次，投资者能否较为准确地识别这种公司？最后，为这些股票付出的代价在何种程度上影响计划的成功？

1. 什么是成长性公司？

国家投资公司的讨论将成长性企业界定为“盈利呈周期性循环上升的公司”。需要多少个周期才能满足这一定义？事实似乎是，1930 年之前，所有美国公有企业中有很高比例都是周期性循环成长的。成长性企业的区别性特征，按照现在的理解，只在 1929 年和 1936—1937 年间才得到发展。就在这单独的一个循环周期中，我们发现，多数企业都没能恢复萧条期的全部损失。少数具有这样特征的公司从其他公司中脱颖而出，正是这些公司现在被赋予了“成长性公司”这样有赞赏意味的称号。但既然这种区别实际上建立在一个单独周期的表现的基础之上，投资者又如何能够确定这种情形能一直维持到久远的未来呢？

从我们之前所说的来看，的确有许多 1929—1937 年间扩大了规模的公司都名列 1929 年之前普遍成长的记录中，从而将自己长期建立的优势，和过去 10 年中不断发展的杰出能力结合起来。以下列举的就是这一类大型知名企业：

空气整复公司	孟山都化学公司
艾利斯·查默斯能源公司	欧文斯—伊利诺伊玻璃公司
可口可乐公司	J. C. 彭尼公司
商业信贷公司	宝洁公司
陶氏化学公司	宣威—威廉姆斯涂料公司
杜邦公司	新泽西美孚石油公司
国际商用机器公司	史古脱纸业公司
国际镍业公司	联合碳化物公司
利比—欧文斯—福特公司	

2. 投资者能否识别这些成长性公司？

但是，我们对拥有如此优秀记录的公司自然而然产生的热情，因为一个使人清醒的考虑而缓和了。也就是这一事实，即，从历史上看，最成功的公司都维持着一个清晰可辨的生命周期，周期中首先出现一系列的斗争和挫折，其次是一段兴旺发达、持续增长的太平盛世，然后进入一个超级成熟的最后阶段——其特点是发展速度减缓，有可能实际损失领导权，甚至是盈利能力。由此得出结论，“已实现了长时间收益增加”这一事实本身就可能意味着该公司已接近自己的“饱和点”。因此，寻求成长性企业的人所面临的真是个两难的选择。如果选择那些扩张记录较短的新公司，就得承担被临时繁荣欺骗的风险；如果选择那些已经发展了几个商业周期的企业，又可能会发现这个表面上的长处预示着未来的弱点。

因此我们看到，辨识成长性的公司并不是起初看上去那么简单的事。不能光靠

审查统计数据和记录，还需要进行相当多的特别调查和商业判断来补充。成长性公司投资原则的支持者目前惯于特别重视产业研究因素。没有总体的业务扩张，公司有可能获得特殊收益以供应新产品或工序的需要。这些步骤在研究实验室里也可能会依次出现。从玻璃纸、四乙基铅和各种塑料，以及从广播、摄影、制冷、航空等技术进步而实现的利润，自然而然引起了人们将研究当做商业资产，将拥有研究设施当做工业发展的必要条件的一片热衷之情。

虽然如此，在这个时候，谨慎的态度也是必要的。如果单纯拥有一个研究工作实验室就能够保证会有一个成功的未来的话，这个国家的每一家公司都会建设一个这样的实验室。因此，投资者必须留意公司拥有的设施性质、研究人员的能力和所研究领域的潜力。成功研究这些问题不是不可能的，但这项任务并不容易，而犯错误的可能性非常大。

3. 价格是否低估了潜在的增长？

困难的第三个来源也许是最大的。假设成功企业的部分投资者有很强的信心，相信公司未来会有发展，那么，他为这个有吸引力的因素付出什么样的价位是合理的呢？显然，如果他不必为一个美好的未来付费，也就是说，如果价格只反映过去的记录，那么他就是做了一个健全的投资决策。但当然，如果市场本身就期望未来的增长，那么情况就不是这样了。市场的特色是，认为发展前景良好的股票，售价相对较高。那么投资者怎样才能确定该售价是否过高了呢？我们认为，对这个问题没有很好的答案——实际上我们倾向于认为，即使确定无疑地知道一个公司多年长期注定要赚取的金额，也仍然不可能说清今天为其股票支付多高的价格是公平的。由此可知，一旦投资者为成长因子支付了不菲的金额，他必然要承担某些各种各样的风险：增长低于他所预期幅度的风险；长远来说，与收益相比他的付出太多的风险；在相当一段时期内，市场对股票价值的判断不如他乐观的风险等等。

另一方面，假设投资者极力避免为公司未来前景支付高额溢价。他的做法是选择自己个人看好，但不是股票市场最中意的股票。毫无疑问，这种判断如果成功，最终将获利最多。但是，从这种做法的性质来说，它代表的肯定是意志坚强、勇敢无畏的个人行为，而不是符合公认规则和标准的投资行为。^① 这样的购买能否称为投资呢？这是一个略长的讨论，因为这个问题非常重要，而在华尔街人们对此也不是十分的理解。我们的重点放在投资于未来的增长的陷阱上，而不想多谈它的优势。但是我们重申，如果应用时能够做到巧妙、智慧和勤奋的话，这种方法有可能获得成功。如果是这样，将这种购买称做“投资”是否合适呢？我们的答案是“是的”，只要具备两个因素即可：第一，如前所述，影响未来的要素已经做过非常仔细的研究，同时持有适当的怀疑态度，而不是通过一些简单的归纳就迅速接受；第二，支付的价格不能与一名谨慎的商人为他所遇到的向一个他可以行使控制权的私人企业投资这样类似的机会所愿意付出的金额相差太大。

我们认为，第二个标准将提供一个有益的试金石，以确定买方是正在向一家拥有诱人未来的企业做出深思熟虑、合理合法的承诺，还是相反，他其实是在“投资”

^① 普通股投资的“扩张产业”标准在引人注意的《投资价值的潮涨潮落》一书中得到大力拥护。该书1939年于纽约出版，著者是米德和格罗丁斯基。关于他们观点的详细讨论见附录注释71。

的幌子底下，冒险购买热门股票，要不然就是让自己的个人热情战胜了理性的判断。

或许有人会说，我们一直在讨论的这种普通股投资，如果对象是私营企业的话，真正付出的价格可能会比合理的价格高出不少。原因是：第一，上市股票具有可以销售的巨大优势；第二，因为公有企业规模较大、财大气粗，所以其固有的吸引力不是任何私营企业可比拟的。至于第二点，支付的价格应适当反映由于规模和资金实力而增加的所有优势，但这一标准并不真正取决于该公司究竟是公有还是私有。关于第一点，关于控制私营企业的能力是否能够（在价值分析中）全面抗衡上市股票可进行交易的优势，有存在不同意见的余地。对于那些认为可交易性比控制权更宝贵的人，我们可以建议：在任何情况下，为这一优势所付出的溢价不能超过明确投机性的因素没有进入这一画面的危险时合理的价值的，比如说，20%。

基于安全边际原则的选择

第三个普通股投资的方法建立在安全边际原则的基础上。如果分析师确信，股票的价值超过他所支付的价格，而且如果他对该公司的未来相当乐观的话，他会将该证券当做一组普通股组合投资的一个合适的组成部分。对这一问题的尝试可能用到两种技术。一种是当大势低迷时买入。市场是否低迷有一套定量的价值衡量标准。那时购买的股票可能会局限于有代表性且相当活跃的证券。另一种技术将被用来发现被低估的个别普通股，这种技术大概即使在大势不是特别低迷时也可以用。在这两种情况下，“安全边际”都是股票的售价低于其最低内在价值时的折价，分析师就是这样衡量的。但说到风险和有关心理因素，这两种方法差异很大。让我们按照次序来看。

使利用共同市场波动的努力复杂化的因素

回顾一下本书第一部分显示1900年以来普通股价格波动的图表，我们会发现价格呈周期性反复出现过高和过低现象，因此应该有多次机会以低于其价值的价格买入股票，过后再以公平的或更高的价格卖出。这样做有一种粗略的方法，只要在过去的市场价格波动图上在近似中点的位置画一条直线，然后计划好在低于此线的某个位置买入，再在高于此线的某处卖出即可。

也许这种“方法”跟任何其他做法同样实用，但分析师很可能会坚持采用一个更加科学的方法。一个可能的改进方法运作如下：

- 选择一些位居前列的工业普通股，拟定一个多元化的名单。
- 为该组股票确定一个基础或“正常”价值，方法是根据现行的长期利率将他们的平均收入转化为资本，得到某个合适的数目。
- 确定一个低于这一正常价值一定百分比的买入点和高于这一正常价值一定百分比的卖出点，或者买入和卖出可采取跌出某一“固定差价”时买入，高出某一“固定差价”时卖出的方式。

这种方法在逻辑上似乎很合理，值得推荐，一个古老的传说也支持这种方法，那就是股市上的成功是通过在市场低迷时买入股票，而人人都买入股票时择机卖出。

获得的。但读者马上就会开始怀疑，在这种说法中似乎有些蹊跷。它有什么缺点呢？

在我们看来，这种想法的实施有三个困难之处：第一，虽然对市场行为的一般模式可以有正确的预期，但具体的买进和卖出点的选择却可能会出现严重错误，而操作者可能会在一头或另一头错过机会。第二，市场的行为特征总是有可能发生重大变化，因此过去行之有效的操作方案将会不再可行。第三，这种方法本身需要操作者意志坚强。这种做法通常要求买入卖出时都与市场的普遍心理相反，买入之后看着自己的股票价格继续下跌，卖出后却继续上涨，而且当大多数人都积极关心股市的时候却往往需要长期置身于市场之外（例如，1927—1930年）。我们并未低估这些缺点，但尽管如此，我们仍然认为，对那些性情适合的人来说，这是一种十分值得推荐的方法。

投资个别价值低估证券的方法

另外一种对价值被低估的普通股进行投资的原则所针对的是那些经分析，其价值大大超过售价的个别证券。一只从每一个质量角度都表现得令人满意，同时从某些收益、股息和资产等量化标准来看，其售价又比较低的普通股是非常罕见的。这种证券，无疑非常有资格被选入我们的购买组合，这种组合形式满足我们在第4章给出的“投资”的补充标准——“投资活动是一种在定性和定量方面都合乎情理的活动。”

更有实际意义的问题是，购买一只从定量的角度看价格低廉，而且经研究似乎未来前景平平的普通股票，是否是一项成功的投资。这种类型的证券数量相当大，这是由于股市痴迷于成长前景异常良好的企业。因为如此强调经济增长的因素，有许多久负盛名、资金充足的企业，它们在各自行业领域举足轻重，大概注定要在生意场上继续存在并在未来创造无限的利润，但它们没有任何投机性或成长性的魅力，往往受到股票市场的歧视，在利润低于正常的年份尤其如此，它们的售价往往大大低于该企业对私人业主的价值。^①

我们强烈倾向于认为这最后一个标准——比企业对私人业主的价值低得多的价格——将是发现普通股真正投资机会的一个安全的试金石。这个观点与大多数寻求投资于股票的人的信念和实践背道而驰，几乎所有的投资信托公司都包括在内。它们关注的重点主要是长期增长、第二年的前景或股票市场本身所表明的发展趋势。毫无疑问，对那些具有特别丰富的经验和天生有能力加以利用的人来说，应用这三个观点中的任何一种都有可能获得成功。但我们并不确定这些方法中的任何一种可以发展成为一个让每个拥有健全理智的人经过认真学习就可以满怀信心地遵循的体系或技巧。因此，我们必须提高我们孤独的声音，反对使用“投资”一词来称呼这些对普通股的操作方法，无论它们对于真正熟练的人来说是多么的有利可图。在市场中交易、预测各企业明年的走势、选择最佳长期增长的媒介——所有这些在华尔街都

^① 注意，我们已应用“对私人投资的价值”检验标准来证明两种不同类型的普通股投资的合理性：（1）以不高于愿意为私人企业中相应的权益所支付的价格购买被认为前景特别光明的证券，和（2）以比企业对私人业主的价值低得多的价格购买拥有良好记录、前景一般的证券。见附录注45，有一个属于后一类的证券的展示 [斯威夫特公司 (Swift and Company)]。

有用武之地。但我们认为，如果给主要基于这些因素的操作一个其他的名称而不是称其为“投资”的话，投资者和整个华尔街的利益都将得到更好的满足。

我们自己关于普通股投资的概念是否有效，在我们对证券统计分析所考虑的主要因素进行进一步加工之后，可能就能更理智地对此加以思索了。进行这种分析的需要完全独立于我们的投资理念之外。毕竟，普通股确实存在，并正被公众积极地买卖。那些买卖普通股的人应当设法用足够的金融实务知识以及对企业报表进行智能分析所必须的工具和技术武装自己。

这些普通股投资者需要的信息和技能，就是下一章要讨论的主要内容。

普通股分析中的股息因素

普通股评价过程中所涉及的因素自然分为以下 3 类：

股息率及其记录。

收益账户因素（盈利能力）。

资产负债表因素（资产价值）。

股息率是一个简单的事实，不需要分析，但其确切意义是极其难以评价的。从某个角度看，股息率是非常重要的，但是从另一个同样符合逻辑的角度来看，又必须将其当做偶然和次要的因素。公司管理人员和股票持有者一样，对于什么是适当的股息政策的问题，心中的想法十分混乱。结果是在普通股所有权的两个方面之间出现了一个明显的冲突：一方面是拥有可上市交易的证券，另一方面是得到企业合伙人的利益。让我们详细考虑这种双重态度的问题。

作为普通股投资因素的股息收益

直到最近几年，股息回报率在普通股投资中一直是压倒一切的因素。这种观点的基础是一个简单的逻辑。企业的主要目的是要给其所有者分红。一家成功的企业可以定期支付股息，而且其股息率可能随着时间的推移而逐渐增加。由于投资的概念与可靠的收益息息相关，因此，普通股投资，一般局限于那些能够按时支付股息的公司。同样，为普通股投资支付的价格将主要由股息的数额决定。

我们已经看到，传统的普通股投资者尽可能将自己放在接近债券或优先股投资者的立场。他的主要目标是稳定的收入回报，一般要比良好的高级证券所能提供的回报更高，也更不确定。表 29—1、表 29—2 列出的是美国糖业公司（American Sugar Refining）1907—1913 年和艾奇逊 - 托皮卡 - 圣达菲铁路公司 1916—1925 年收益、

股息和年股价变动的记录，对这种态度对普通股价格的影响是一个很好的说明。

表 29—1	美国糖业公司		(单位：美元)
年份	股票价格范围	每股收益	每股股息
1907	138 ~ 93	10. 22	7. 00
1908	138 ~ 99	7. 45	7. 00
1909	136 ~ 115	14. 20	7. 00
1910	128 ~ 112	5. 38	7. 00
1911	123 ~ 113	18. 92	7. 00
1912	134 ~ 114	5. 34	7. 00
1913	118 ~ 100	-0. 02	7. 00

表 29—2	艾奇逊 - 托皮卡 - 圣达菲铁路公司		(单位：美元)
年份	股票价格范围	每股收益	每股股息
1916	109 ~ 100	14. 74	6
1917	108 ~ 75	14. 50	6
1918	100 ~ 81	10. 59 ^I	6
1919	104 ~ 81	15. 41 ^I	6
1920	90 ~ 78	12. 54 ^I	6
1921	94 ~ 76	14. 69 ^{II}	6
1922	109 ~ 92	12. 41	6
1923	105 ~ 94	15. 48	8
1924	121 ~ 97	15. 47	6
1925	141 ~ 116	17. 19	7

I 这几年的结果基于实际操作。联邦运作的结果是：1918 年 9.98 美元；1919 年 16.55 美元；1920 年 13.98 美元。

II 包括非经常性收入。除去后者，1921 年的数字将为 11.29 美元。

考虑到同时期股市走势持续不断的波动情况，两只证券的市场价格波动范围都小得惊人。表格展示出的最显著的特点是，无论是美国糖业高低起伏的收益情况还是艾奇逊保持稳定，且稳中有升的盈利能力，对股价的影响都微不足道。显然，美国糖业的股价自始至终都取决于其 7 美元的股息率，而艾奇逊则是靠它 6 美元的股息率，即使盈利记录显然说明相关市场价值的变化范围与此完全不同。

预扣股息的既定原则

因此，我们一方面有一种将投资兴趣集中在当前及过去股息率的根深蒂固、力量强大的传统。但另一方面，我们有同样权威和既定的企业管理原则，使当前股息从属于公司及其股东的未来福利。一般认为恰当的管理策略是从股东手中预扣当前

收益，原因可以是以下任何一项有利因素：

增加财务（营运资金）头寸；

提高生产能力；

消除原始资金过剩。

当管理部门预扣利润并将其用于再投资，从而使累积盈余增加时，公司振振有词地声称自己的做法是出于对股东最佳利益的考量。因为执行这一政策，既定股息率的延续无疑得到更好的保证，此外，逐渐稳定增加的股息定期支付也从而成为可能。普通股东将支持这种政策，要么是因为他们每个人都深信这种做法对自己有利，要么是因为他们毫无保留地接受推荐这一做法的管理部门和银行家的权威。

但是股东同意这种所谓“保守的股息政策”有其特有的敷衍，甚至是勉强的意味。典型的投资者肯定更愿意今天就得到股息，明天的事明天再说。没有任何记录显示为确保未来收益而预扣股息的做法得到股东的热烈欢呼能比得上股价上涨的时候。反之亦然。倘若两家公司大体情况相同，具有相同的盈利能力，那么支付较高股息的公司股价总是会比较高。

预扣股息的政策令人生疑

这是一个引人注意的事实，它应该能使人质疑传统的企业财务理论，这种理论认为用以支付股息的收入比例越小，对公司及其股东就越有利。虽然投资者已学会在口头上支持这一理论，但他们的直觉（也许是他们的明智判断）在反抗它。如果我们试着用一个新的批评性的观点来考虑这个问题，我们会发现可以对美国企业普遍采用的股息政策提出重大异议。

更仔细地审查这一政策，我们看到它依靠的是两个截然不同的假设。第一个假设是，将非常大的一部分年收入留给公司对股东有利；第二个假设是，面对利润的波动，能够保持稳定的股息率是令人满意的。至于第二点，完全没有任何问题，只要股息率的稳定不需要以牺牲太多股息金额为代价即可。假设数年间每股年收益为5~15美元不等，平均为10美元。毫无疑问，最有利于股东的做法是将股息率稳定维持在8美元的水平，有时需要借助于盈余来保持这一水平，但平均起来每年每股盈余增加2美元。

这将是理想的安排。但实际上很少有公司会采用这样的做法。我们发现，股息的稳定性通常是通过支付一小部分的平均收益这一简单的权宜之计而得来的。通过反证法很容易证明，任何平均每股收益10美元的公司，都可随时将其股息稳定在1美元。这时自然会出现一个问题，那就是，股东难道不想要一个即使有时不很规律，但数额却大得多的累计分红吗？艾奇逊公司的情况可以充分说明这一点。

艾奇逊公司的案例

艾奇逊公司在1910—1924年的15年间年股息率一直维持在6美元的水平。在此期间，其平均收益超过了每股12美元，因此，稳定性是通过预扣股东超过一半的收益实现的。最终，这项政策取得了成果，其股息率提高至10美元。

10美元的股息率从1927年一直保持到1931年，其间股价不断上涨，到1929年

涨至每股接近 300 美元。在最后一次按 10 美元的股息率支付股息后的 6 个月内 (1931 年 12 月), 股息完全停止支付。用批判的眼光来看, 艾奇逊公司 1910—1924 年间股息率的稳定性对股东的好处肯定是令人怀疑的。在稳定股息率持续期间, 与公司的收益相比, 股东所得到的回报少得可怜; 当股息率终于被提高时, 这一举措的重要性引起了对该股的过度投机; 最后, 从收益中拿出巨大的数额进行再投资也未能在 1932 年保护股东免受损失全部收入的遭遇。当然, 1932 年的大萧条是史无前例的, 这一特点也应当考虑在内。但事实上, 与前些年从利润中提出积累的盈余相比, 由于停止支付股息而导致的每股实际亏损金额完全是微不足道的。

美国钢铁公司

艾奇逊的案例说明了对广为接受并被称为“保守股息政策”的做法有两个反对意见。第一个反对意见是, 与股东所持有股票的盈利相比, 他们目前及最终所得到的回报率太低。第二个反对意见是, “将利润节省下来未雨绸缪”的做法一旦真遇到“阴雨天”, 往往甚至连普通的股息率都无法保障。位居前列的工业企业——美国钢铁公司的情况是关于积累巨额盈余无法产生预期效果的一个同样突出的例子。

下面的数字讲述了一个不寻常的故事:

	(单位: 美元)
可供普通股之用的利润, 1901—1930 年	2 344 000 000
股息支付:	
现金	891 000 000
股票	203 000 000
未分配收益	1 250 000 000
1931 年 1 月 1 日—1932 年 6 月 30 日优先股股息分配后的亏损	59 000 000
1932 年 6 月 30 日普通股股息停止支付。	

一年半的企业下滑足以压倒 30 年几乎持续的利润再投资的有利影响。

“利润再投资”的优点

这些例子有助于将我们的批判目光导向另一个作为美国股息政策基础的假设, 即, 如果有很大一部分的年收入留在公司手里的话, 对股东是有利的。很可能确实是这样, 但在确定其真实与否之前, 必须先考虑若干通常被忽略的因素。关于这一点惯常的推理会采用三段论的形式, 内容如下:

- 大前提——任何有利于公司的事情都对股东有利;
- 小前提——保留收入而不是将其用于支付股息对公司有利;
- 结论——预扣企业盈利对股东有利。

上述推理的问题显然出在大前提。任何有利于公司的事情都对其业主有利, 条件是这些利益不是以牺牲股东利益为条件而赋予公司的。从股东手中把钱拿走, 再将其交给公司无疑将巩固企业的力量, 但这种做法究竟是否对股东有利, 则是一个完全不同的问题。习惯上总是赞扬管理层“将盈利重新投入公司财产”的做法; 但

在衡量这种策略的益处时，时间因素通常被排除在外。显而易见、顺理成章地，如果企业只将盈利的一小部分用于支付股息，那么其股票的价值在若干年中将会增加，但绝不能肯定地说这种增加能够补偿股东被预扣的股息，特别是如果将这些款项的利息以复利计算的话更是如此。

归纳研究无疑将表明，企业的盈利能力并不总是随累积盈余的增加而按比例增强。假设报告盈利确实可供分配，那么一般股东如果能将这些收益以股息的形式真金白银地拿到手中肯定觉得更好。慷慨地付出股息的普通股与另外一些盈利能力相同，但只从中拿出一小部分用以支付股息的普通股相比，前者的售价更高。这与人们意识到这一事实有很大关系。

制定股息政策时是任意的， 甚至有时是自私的

股东理智地理解股息问题的一个障碍是人们普遍接受的一种观念，即认为股息政策的确定完全是一种管理职能，就跟公司的整体运作一样。法律上这样说是没错，法院不会干预股息是否分配的行为，除非有非常令人信服的证据证明存在不公平现象。但是，如果股东的意见是在了解真实情况后才形成的话，他们定将坚持要求在股息政策问题上减少赋予公司董事会的专制权力。经验表明，这些不受限制的权力很可能会被滥用，原因是多方面的。公司的董事会通常主要由高级行政主管和他们的朋友组成。这些官员自然希望将尽可能多的现金保留在公司的金库中，以使其财务问题变得简单。他们出于个人发展的目的，为争取更高的薪水，也倾向于持续拓展公司业务。这是导致不明智地增加生产设施的一个主要原因。而这种做法已被反复证明是我们的经济形势中主要的不稳定因素之一。

关于股息政策的酌情权也可能会以一种更为险恶的方式被滥用，有时被用来允许某些人以过分的低价收购股份，有时也被用以便于他们高价出货。对高收入所收取的沉重附加税往往使大股东不甚欢迎以股息支付的形式所获得的收益。因此股息政策有时也可能是站在能控制理事会的大股东的应税地位的立场上决定的。当这些主要股东同时又作为高级行政人员从公司支取高薪时，情况尤其如此。在这种情况下，他们十分愿意将自己的一份收益留在公司的金库中，因为后者就归他们管，而且这样做，他们就将应当分配给其他股东的收益的控制权也留在自己手里了。

对股利政策的随意控制使普通股分析复杂化

将美国企业股息政策当做一个整体来看，不能说在股息问题上赋予管理层的几乎无限的权力对股东有利。决定究竟是将收益用于支付股息，还是将其扣留的权利被以愚蠢或不公正的方式滥用，这种情况实在是太多了。股息政策往往被如此任意决定，这在普通股分析中又引入更多的不确定性。除难以判断盈利能力之外，还有第二个困难，就是很难预测董事会认为将多大部分收入用于支付股息合适。

应当注意，这是美国企业财务所独有的特征，在其他重要国家没有相应的现象。典型的英国、法国和德国公司除了用于准备金之外，几乎每年都将所有的收益用于

股息支付。^① 因此他们不像在美国常见的那样在盈亏账目上积攒巨额的盈余。在国外，企业扩张所需资本不是通过未分配的利润，而是通过增发股票的方式获得。从某种意义上说，或许，国外企业资产负债表中的准备金账户具有与美国的盈余账户同样的用途，但这些准备金账户极少达到可与美国的盈余账户相提并论的规模。

由于“注水股票”而产生的利润转为再投资

美国公司将盈利转为“再投资”的理论似乎是由战前的公司注水行为中产生的。我们的许多大型工业企业创立之初在其普通股背后没有有形资产的支持，其优先证券也得不到充分的保护。因此管理层会设法用随后的收益来弥补这些缺陷，这也是很自然的。尤其是因为增发股票不能按面值出售，因此除了未分配利润，公司很难通过其他途径获得扩张所需的新资本。^②

例如：伍尔沃斯公司（Woolworth）和美国钢铁公司的未结案件提供了资金过剩和股息政策之间关系的具体例子。

1911 年，当伍尔沃斯公司的股票首次公开发行时，该公司发行优先股以代表所有的有形资产，发行普通股以代表商誉。资产负债表相应地也在各资产中标出商誉这一项目，价值 5 000 万美元，以面值为 100 美元的 50 万股普通股抵消了相应的负债。^③ 随着伍尔沃斯日渐兴盛，从收益中积累了大量盈余，公司从这些盈余中反复提款用以冲抵商誉账户，直至最终该账户价值降至 1 美元。^④

在美国钢铁公司的案例中，原始资本值超过有形资产多达 76 800 万美元，代表所有的普通股和一半以上的优先股。这种在资产负债表中“注水”的行为不是像伍尔沃斯公司那样单列了一个商誉项目，而是由对固定资产（即对“财产投资账户”）的过高估价而掩盖起来。然而，通过各种会计方法，管理层将运营收益用于注销这些无形的或虚构的资产。截至 1929 年底，总共从收益或盈余中提取了 5.08 亿美元——相当于原始发行的全部普通股证券——用以降低财产投资账户金额。2.6 亿美元的余额在 1937 年的报告中被单独列为无形资产，到 1938 年通过降低普通股设定价值的方式完全注销。

上面提到的一些会计政策在我们有关收入账户分析和资产负债表分析的章节中将再次讨论，主要与他们对投资价值的影响有关。从股息的角度来看，很清楚，在这两个例子中，保留大量盈余，而不是将其支付给股东，部分原因都是由于希望从资产账户中消除无形资产项目。

① 相关讨论和实例见附录注释 46。

② 无面值手段主要是 1918 年后发展起来的。

③ 多年来这都是工业企业融资的标准计划。采取这种方法的有西尔斯罗巴克百货公司、克卢特皮博迪公司（Cluett Peabody）、全国斗篷与套装公司（National Cloak and Suit）等。

④ 应该指出的是，在伍尔沃斯的资产负债表上最初列出的商誉价值是 5 000 万美元，当时其实际价值（以股票的市场价格衡量）只有大约 2 000 万美元。而当 1925 年该商誉价值被降至 1 美元时，其实际价值却显然已是 5 000 万美元的数倍。

上述讨论的结论

从上述讨论中可得出某些结论。这些结论与几个问题有关：首先是一个非常实际的问题，与报告收益相比，应当赋予股息率多大的重要性；其次是一个理论性更强的、极为重要的问题，即从股东利益的角度考虑，何种股息政策最为可取。

经验会证实，既定的市场裁决认为，对股东来说，1 美元的收益用于股息支付比进入盈余账户更有价值。普通股投资者通常应当既要求公司具备足够的盈利能力，又要求得到充足的股息。如果股息少得不成比例，那么只有在收益特别高的情况下（或特殊情况下流动资产特别充足时）投资购买才是合理的。另一方面，当然，特别慷慨的股息政策不能弥补收入不足的缺陷，因为在这种情况下股息率肯定也不可靠。

为了从定量方面完善这些看法，我们提出以下定义：

股息率 (dividend rate) 是指每股每年支付的股息额，既可用美元数额表示，也可对应每 100 美元票面价值的股票，用百分比的形式表示。如果票面价值低于 100 美元，则不建议采用百分比的方式，因为这可能会导致混乱。

收益率 (earnings rate) 指的是每股每年的收益数额，可用美元或 100 美元面值百分比的形式表示。

股利率 (dividend ratio)、**股息回报率** (dividend return) 或**股息收益率** (dividend yield)，是指相对于市场价格所支付的股息比率。例如，一只股票每年支付 6 美元，售价为 120 美元，则其股利率为 5%。

收益率 (earnings ratio)、**收益回报** (earnings return) 或**盈利率** (earnings yield)，是指年收益额与市场价值的比率。例如，一只盈利为 6 美元，售价 50 美元的股票，其盈利率为 12%。^①

让我们假设有一只普通股 A，前景一般，收益为 7 美元，支付股息 5 美元，售价为 100 美元。这种情况收益率为 7%，股息回报率为 5%。再来看一只相似的普通股 B，收益为 7 美元，但只付 4 美元股息，售价低于 100 美元。其价格显然应该在 80 美元（相当于 5% 的股息收益率）和 100 美元（相当于 7% 的盈利率）之间。一般来说价格往往会接近下限而不是上限。公平合理的相对价格估计应当是 90 美元上下，这时股息收益率为 4.44%，而收益率为 7.78%。如果投资者在股息收益率方面小让一步接受其低于标准的话，他就有权要求盈利能力方面增加超过相应幅度，达到标准以上。

在相反情况下，类似的股票 C，可能收益 7 美元但支付 6 美元股息。这时投资者支付超过 100 美元的一定溢价是合理的，因为它的股息较高。当然，其上限将在 120 美元，该价格的股息率将为标准的 5%，但收益率将只有 5.83%。这时，适当的价格应该更接近于下限而非上限，比如说，108 美元，在这一价格上股息收益率将为

^① 收益基准 (earnings basis) 一词含义与收益率相同。然而，股息基准 (dividend basis) 一词的含义模棱两可，因为它有时用来指数额，有时指比率。

5.56%，而收益率为 6.48%。

股息支付的推荐原则

虽然这些数字是任意假定的，但它们相当符合目前看来股市中合理正常情况下投资价值的现状。除盈利之外，一般认为股息率很重要，这不仅是因为投资者自然希望投入资本能得到现金收入，而且还因为不用于股息支付的收益对股东而言往往会损失其部分有效价值。由于存在这一事实，美国的股东在有关企业股息政策方面采取与迄今为止不同的态度是正确的。我们推荐以下原则作为对传统观点的理想修订：

原则：股东有权获得来自其资本的收益，除非他们决定将其再投资于企业发展。管理层只有在股东明确批准的情况下才能保留收益或将其用于再投资。那些必须保留用以维护公司地位的“盈利”根本就不是真正的收益。他们不应作为利润列入报告，而应在损益表中作为必要的准备金而从盈利中扣除，并加以充分的说明。强制性盈余是一种虚构的盈余。^①

如果这一原则得到普遍接受，预扣收益的做法就不会被认为是理所当然的，也不会成为管理层可以任意决定的事情，而是像现在当资本总额发生变化以及需要增发股票时一样，需要有合理的解释，其结果是，股息政策将受到比现在更严格的审查和更明智的评论，从而对管理层轻率的扩张和积累过多营运资金的行为实施有益的约束。^②

如果将每年收益的一大部分用于支付股息的做法成为一项通行的政策（正如国外那样），那么，股息率将随公司经营状况的变化而波动。这显然会将一个额外的不稳定因素引入股票价值中。但对现行做法的反对意见是，它未能产生稳定的股息率，而这正是其公开宣布的目的和解释其强加给股东的牺牲的理由。因此我们并没有得到一个减轻盈利不确定性的可靠的股息，取而代之的经常是一个任意和不负责任的股息政策，加剧了收入的风险。明智的补救办法是将平均每年收入回报的任务移交给股东自己来完成。由于普通股投资者对于平均盈利能力问题必须形成一些比较符合要求的意见，这种平均盈利能力也超越了年度波动，因此他可以很容易就在平均收入问题上也形成类似的概念。实际上这两个概念基本上是相同的，这种股息波动对普通股投资者来说，不会使情况变得更加困难。最终，与试图（但通常并不成功）通过将大笔金额投入盈余账户的方式来稳定股息的现行做法相比，这种股息波动的结果对股东将更为有利。采用股息波动的方法，股东的平均收入可能会高得多。

① 我们这里指的是必须将其累积，以维持公司地位的盈余，而不是管理公司所需积累的盈余。

② 1929 年《英国公司法》（*British Companies Act*）的建议程序要求，股息支付办法需经股东在年会上批准，但不得高于董事们推荐的比率。不考虑后一个限制条件，股息政策交由股东具体核准或批评这一事实本身就有极其宝贵的价值，它在股息这一重要问题上提醒管理人员自己的责任是什么，提醒业主自己的权利又是什么。虽然公司法并不要求在所有情况下都必须采用这一程序，但在英国它得到了人们的普遍遵循。

一个悖论

虽然我们已得出结论，认为将大部分收益用于支付股息肯定会增加普通股的吸引力，但必须承认，这一结论有难以理解的自相矛盾之处。那就是通过减少价值的方式增加了价值。股东从资本金和盈余资金中扣除的股息越多，他对于剩余部分价值的评价就越高。这就像著名的《西卜林书》(Sibylline Books) 中的传奇故事，但这里是剩余部分的价格因为一部分被取走而提高。

对艾奇逊公司和联合太平洋公司 (Union Pacific) ——两家情况相似的铁路公司——从 1915 年 1 月 1 日至 1924 年 12 月 31 日 10 年间的比较可以很好地说明这一点，见表 29—3。

表 29—3 艾奇逊公司和联合太平洋公司的比较

项目	每股普通股	
	联合太平洋	艾奇逊
收益，1915—1924 年 10 年间 (美元)	142. 00	137
盈余账户净调整	1. 50 ^I	13
可向股东支付的总额 (美元)	140. 50	150
已付股息 (美元)	97. 50	60
市场价格上涨 (美元)	33. 00	25
股东可变现的总额 (美元)	130. 50	85
1924 年比 1914 年收益增加 (%)	9 ^{II}	109 ^{II}
1924 年比 1914 年账面价值增加 (%)	25	70
1924 年比 1914 年股息率增加 (%)	25	无
1924 年 1914 年市场价格提高 (%)	28	27
1914 年 12 月 31 日市场价格 (美元)	116	93
1924 年 12 月 31 日市场价格 (美元)	149	118
截至 1914 年 6 月 30 日的年度收益 (美元)	13. 10	7. 40
1924 年日历年度的收益 (美元)	14. 30	15. 45

I 扣除大约每股 7 美元从准备金向盈余账户转移的款项。
II 1924 年日历年度与截至 1914 年 6 月 30 日的会计年度的数据比较。

应当注意到，因为艾奇逊公司未提高股息，其股票的市场价格未能充分反映其在盈利能力和账面价值两方面的大幅增长。而联合太平洋公司更为慷慨的股息政策则造成相反的结果。

股票市场产生这种不正常现象的相当一部分原因在于本章讨论的有关股息的两种普遍看法之间潜在的冲突。在下面对形势的简要总结中，我们将努力说明股息问题在理论和实践方面的关系。

总结

在某些情况下，股东从极端保守的股息政策中获得积极的利益，即：通过最终获得多得多的收益和股息而得利。在这种情况下，市场因其股息率低而压低股价的判断被证明是错误的。这些股票的价格应该更高，而不是更低，原因是利润用来增加了盈余，而不是支付了股息这一事实。

然而，更常见的现象是，股东从股息支付中获得的利益远远超过从公司盈余增加中得到的好处。这是因为：

1. 用于再投资的利润无法成比例地使盈利能力得到提高；
2. 这根本不是真正的“利润”，而是为维护企业运行而必须保留的准备金。

在这种多数情况下，市场强调股息而无视盈余增加的观点证明是合理的。

思维的混乱源于这样一个事实，即股东赞成第一种假说，却根据第二种假说进行投资。如果股东能明智地坚持自己的权利，那么这一矛盾将趋于消失。因为那样一来，预扣很大比例收益的做法将成为一种例外，受到股东的严格审查。或许股东会表示同意，因为经考虑他们确信这种保留将有利于股票持有人。较低的股息率经过这样一个正式的认可，可能适当消除股市对这一点的怀疑，允许价格除反映用于支付股息的部分收益之外，也反映累积起来的盈余。

上述讨论可能似乎与我们在前一章提出的意见有些冲突，当时我们的说法是普通股价值的长期增加往往是由于未分配利润的再投资造成的。在这里，我们必须区分这两种论点。再来看一下盈利为每股 10 美元，并支付股息 7 美元的标准公司的例子，我们已经指出，每年 3 美元的每股盈余一再累加，应当有助于在几年内使股票价值逐渐增加。很可能确实如此，同时，其价值增加的速度可能大大低于每年 3 美元按复利计算的水平。如果看一个相反的例子，即 3 美元用于支付股息，而 7 美元添加到盈余，区别就更明显了。毫无疑问，大量的盈余将增加股票的价值，但这个价值也很可能会无法以每年 7 美元计入复利的速度增长。因此，反对将大比例年度盈利用于再投资的观点仍然保持完全有效。我们的批评是针对后一种政策提出的，例如，保留 70% 的收益，而不是将 30% 左右的利润用于再投资的正常做法。

1934 年以来的股息政策

如果美国企业的股息分配办法完全根据 1934—1939 年的记录来评判的话，本章做出的批评将不得不温和很多。近些年来，出现了一个明显的趋势，股息分配更加慷慨，特别是那些没有肯定有利可图的扩张机会的企业。迅速增长的企业，例如飞机制造商，它们保留收益用于再投资很少遭到反对。另一方面，自从 1932 年年底以来，一直到 1939 年，通用汽车公司已向普通股持有人支付了约 80% 的收益，其中任何一年的偏差都不大。1939 年，美国财政部宣布，它将采用 70% 的比例作为一种粗

略或初步的测试，以决定是否因公司不当累积盈余而课以惩罚税。

就股票价格而言，很难说最近这些年他们已经受到任意股息政策的过分影响。因为不仅政策本身已远不如昔日那么独断专行，而且股市中出现了股息因素服从于报告收益和未来收益的明显倾向。

未分配利润税

近年来更为慷慨的股息分配趋势部分是因为饱受争议的对企业未分配利润所征收的惩罚税。这是美国国会于1936年起征的，从7%~27%分不同级别征收。受到猛烈批评之后，1938年税收幅度减少至仅余2.5%，第二年完全废除。其主要目的是迫使公司将收益进行分配，以便于向股东征收个人所得税。次要目标似乎是限制企业的盈余积累，有些人认为这很有害，不是因为它们抑制了个人购买力，就是因为它们容易导致企业的轻率扩张。但这一税种受到广泛和强烈的谴责，主要理由是它妨碍了创造盈余或准备金，而这些对满足未来损失或紧急情况或企业扩张的需要是至关重要的。据说这对节俭和谨慎的企业是一种严厉的惩罚，对那些成长必须主要依赖保留利润的小型或新建企业尤其严重。

应当反对，但批评理由错误的法规

以我们的观点看，这一法规也非常糟糕，但它受到批评的主要理由是错误的。它的目的，如同起初宣称的那样，是将企业当做合伙经营的公司向企业征税，从而赋予法人企业和非法人企业同等的税收基础。对这一目的已经有许多肯定意见。不过，当该法案最终通过时，它实际上将合伙企业税叠加到企业增值税之上，从而严重歧视公司形式，特别是小股东。就富裕的股票持有人而言，这也不是一项可行的税收，因为非常高的个人所得税税率，再加上企业增值税（州和联邦两级），造成了一个无疑对个人主权极为敌视的全面的负担。同样糟糕的是该税法的技术细节，它们迫使分配超过实际会计利润，忽视实际资本损失，在对待库存价值的问题上不允許有任何灵活性。

不考虑几乎可以说是普遍的相反意见，我们也不认为未分配利润税真的阻止了收益再投资，只是由于个人所得税的征收而在一定范围内减少了再投资的数额——就像非法人企业的情况一样。法人公司已经提供了一些方法，以保留或恢复这些收入，使他们不必交惩罚税。这些手段包括：（1）申报应税股息（例如，优先股股息）；（2）支付“选择性”股息，人为促使股东接受股票而非现金；（3）在应支付现金股利时，以优惠条件增发新股。对该税收的批评已经断言，这些方法都不方便或不切实际。我们的意见是，这些方法相当可行，并于1936年和1937年被许多公司采用，但是，多数人都避开这些做法，有些人是因为不熟悉，有些人是因为想让该法令显得尽可能严厉。

恰当的股息政策

由于我们已经表达了对于股东是否真正从预扣股息的政策中获利的怀疑，可能

会有人认为我们支持通过采取惩罚性税收的方法防止利润再投资。这远非事实。股息和再投资的政策应当由股东理智决定而不是由法律控制。个别情况下可能有理由要求保留数额远超过一般需要的收益。实际做法应根据不同的情况而有所不同；具体政策应首先由管理部门提出；但应由股东为了自身的利益进行独立的审议和评价，股东权益应与作为一个单独实体的公司或作为一个特殊群体的管理层有所区别。

以股票而不是以现金形式进行的股息分配有两种类型，可称做特别股息和定期股息。特别股票股息可以定义为一种将往年累积盈余的一部分资本化而发放的股票股息，即它将累积盈余中的大量资金转移到设定资本账户中，并给股东配送额外的股票，以体现这部分转移的资金。

定期股票利息可以定义为一种仅将本年度收益的一部分资本化的股息。因此，它的数额往往相对较小。之所以称做定期，是因为这些股息发放通常按照既定的政策持续若干年。

特别的股票股息

特别的股票股息是合理合法的，但总的来说，其效果则是不合宜的。这样的股息唯一看起来合理和实用的理由是它会将股票的市场价格调整到一个便于交易的水平。公众的广泛关注和活跃的市场是普通股吸引人的特征。而当正常的价位攀升到很高的水平，比如说，每股 300 美元或 400 美元，普通股也就风光不在了。因此，通过大量的股票股息来增加股数和减少每股的价值将是合乎逻辑的步骤。

例如：1917 年伯利恒钢铁公司每股售价高于 500 美元。一次 200% 的股票股息分配（另外加上一批按面值出售的股票），使市场价格下降到 150 美元左右。

拆股

通过降低股票的票面价值可以获得完全相同的结果，这种做法被通俗地称为

“拆股”。在 20 世纪 20 年代的牛市时，降低票面价值的做法比采用按票面价值发放大比例股票股息的做法更为常见。因为股票市场价格的增长远远超出了剩余累积，对后者的分配已不足以达到预期的目的。

例如：1926 年，通用电气公司股票售价为 360 美元。4 股无票面价值的股票用来替换 1 股面值 100 美元的股票，从而使股票的市场价格降到 90 美元左右。如果通过发放 300% 的股票股息来达到同样的结果，则需要将 5.4 亿美元的盈余转化为资本，但盈余当时只有 1 亿美元。类似的情况出现在 1930 年，通用电气又一次以 4 拆 1 的比例实施拆股。

对于伍尔沃斯公司，50 万股原始股通过以下方法增加至 97.5 万股。这些方法包括股票股息和拆股。

在外流通的总股数

1920 年：发放了 30% 的股票股息，将价格	
从约 140 美元降到了 110 美元	650 000
1924 年：票面值从 100 美元降低至 25 美元	
将价格从 320 美元左右降至 80 美元左右	2 600 000
1927 年：发放了 50% 的股票股息，将价格从	
180 美元左右降至 120 美元左右	3 900 000
1929 年：票面值从 25 美元降低到 10 美元，将价格	
从 225 美元左右降至 90 美元左右	9 750 000
1926 年美国制罐公司将两种方法结合起来，将股票面值从 100 美元减至 25 美元，并同时支付了 50% 的股票股息。因此，6 股股票替换了原来的 1 股，价格从 300 美元减少到 50 美元。	

无面值股票的拆股和股票股息

对于无面值普通股票而言，拆股或发行股票股息会带来完全相同的结果，其实用性的目标也无区别。虽然股票股息要求在账面上从盈余向资本转移一定的资金，但无票面价值股票所允许的财务上的自由度使这种转移变得有名无实。例如：中州电气公司 1926 年支付了 900% 的股票股息，将股票（无票面值）的数量从 10.9 万增至 109 万。在 1925 年年底旧股票每股账面价值约 44 美元，但是新股票冲减盈余的幅度仅为每股 1 美元。

于此相似，可口可乐公司 1929 年以无票面价值 A 股的形式支付了 100% 的股票股息。这些股票的价格登记为每股 5 美元（低于普通股的设定价值），尽管 A 股除了被设定这样票面值数额以外，还具有票面值 50 美元、股息率 6% 的优先股的所有特征。（另见该公司 1927 年普通股 100% 应付股票股息的会计方法，以及第 42 章中我们对其回购 A 类股的讨论。）

对特别股票股息和拆股的异议

特别股票股息和拆股都受到了严肃的质疑。因为它们会对市场价格产生不宜的

影响，从而使内部人有机会进行操纵并以不当方式获利。显然，从理论上来说，大比例的股票股息并没有给股东带来任何原本不属于他们的东西。他手中的两张纸现在代表的不过是原先一张纸代表的所有权而已。根据这一逻辑，美国最高法院裁定股票股息不属于收入，因此不需要交纳所得税。但是在实践中，股票股息具有特殊的投机意义。股票投机主要就是这样一种活动，即 A 想要弄清楚 B、C 和 D 可能会怎么想，而 B、C 和 D 也是在做同样的事情。因此，股票股息即使没有任何实际意义，可以而且确实能够刺激人们试图利用他人的动机，这常常是投机行为的基础。

对现金股息率的影响

如果不是因为具有重要意义投资因素引人注目，大比例股票股息不确定的根本属性会变得更加明显。特别的股票股息的支付通常是常规现金股息率增加的前奏。由于投资者会很自然地对现金股息感兴趣，他们也一定会对各种股票股息有意，因为这会跟有可能获得的现金股息产生关联。这样问题就变得复杂了，股票股息公告里的操纵成分就不那么突出了。

一个成功的工业企业股息分配史呈现出以下的顺序：

1. 与收益相关的小额股息时期，时间长，会积累大量盈余；
2. 大比例股票股息的快速支付；
3. 常规现金股息支付随即增加。

没有什么政策能更有利于使投资和投机的态度变得模糊，或使当权更加容易获得不公平的优势。

定期的股票股息

与我们一直在讨论的一些随意而往往是不公平的做法相比，这一政策在健全、合理性方面代表着一个巨大的进步。这种做法首先包括在盈余账户中存在大量未分配收益的积累，然后最终在任意时间将资金的任意部分通过股票股息的方式实现资本化。假设在很多情况下企业暂时保留了每年收入的一大部分是合理的，那么给股东们一个明确的证明，声明他们对这部分再投资所获得的利润的所有权，将使他们的利益得到很好的保障。

如果一家企业每年稳定赚取每股 12 美元的收益，只发放 5 美元的现金股息，那么股东们每年将获得体现被转入公司资源的 7 美元中的大部分的股票股息，从而大大受益。当然，从理论上讲，额外的股票凭证不会给他带来任何东西。换句话说，如果没有股票股息，他原来持有的凭证仍能充分体现他对每股 7 美元增值的所有权。但实际上，定期股票股息的支付会带来重要的利益。其中包括：

1. 股东可以出售股票股息凭证，这样他就可以选择用现金或更多的股票来体现被用于再投资的收益。如果没有股票股息，从理论上说，也可以通过出售他原有凭证代表的一小部分股权来达到同样的目的。但实施起来，这种做法存在计算上的困难，而且不便于操作。

2. 在这种政策下，股东可能会获得较多的现金股息。因为既定的现金股息率常常会保留下来应用于新增的股票。例如，如果一个公司的收益为 12 美元，现金股息为 5 美元，股票股息为 5%。第二年该公司很可能对新股票也支付 5 美元的现金股息。相当于原有的股票股息增加到了 5.25 美元。没有股票股息，公司可能不会改变 5 美元的股息率。

3. 通过将再投资的利润转入设定资本（而不是盈余），企业管理层有直接的义务运用这些新增资源赚钱，并支付股息。对于损益盈余项目的资金则没有这样的要求。股票股息的支付过程对于管理者的工作效率是一个挑战，同时也是对再投资资金运作水平的一个恰当的检验。

4. 支付定期股票股息的证券与同类不支付股息的股票相比，其市场价值要高。

定期股票股息的各种实际支付方式

从大约 1923 年起，定期股票股息的发放保持着非常快速的发展，一直到后来的大萧条时期。主要有 3 种不同的支付形式，如下：

1. 标准的方法是在常规的现金股息之外，支付一定的股票股息。这些股票股息可以每月、每季度、每半年或每年发放一次。

2. 有时，定期股票股息用做常规现金股息的一种替代。股东有权在一定数量的现金和股票之间进行选择。

例如：西格雷夫公司在 1925—1929 年间（包括首尾两年）每季度支付年股息率为 1.20 美元现金或 10% 股票的股息。

3. 在某些情况下，股票股息是唯一的股息形式，不发放现金股息，也没有选择余地。关于定期股票股息最典型的例子是北美公司，它在 1923—1933 年间采取这种方式每季度发放 2.2% 的股票，季度，其中有一年股息率减少到了每季度 2%（1935 年，该公司放弃了股票股息政策，重又回到了现金股息的方式）。

定期股票股息遭非议的一些特征

几乎所有的金融实践都不是无懈可击的，定期股票股息也不例外。这种股息遭到批评的一点是它规定了一个市场价值超过被转入盈余的收益的常规股票股息率。这种做法似乎会误导一些缺乏审慎辨别力的购买者，他们被当前股票股息的高现金价值所蒙蔽。这就需要洞察一些企业的会计方法，以了解这种股票股息支付的真正意义。

让我们以北美公司这个典型为例做个说明。正如我们所指出的，这家公司连续 10 年向普通股支付每年 10% 的股票股息。从账面上看，在这一时期的大多数时间里，10% 的股票股息代表的只是每股 1 美元的支付额。这种做法的根据是，在 1927 年以前，该股票的面值为 10 美元，后来股票被定为无票面价值股后，账面上的设定价值仍为每股 10 美元。因此，10% 的票面价值或设定价值仅相当于每股 1 美元。但是从投资者的角度来看，他获得的股息要比每股 1 美元值钱得多，因为北美公司普通股的市场价格远远高于其账面价值或设定价值。

这个情况如表 30—1 所示：

表 30—1 北美公司普通股市场价格和账面价值 (单位：美元)

年份	每股收益 ^I	市场价格范围	10% 股票股息的价值	
			公司账面每股	对于股东 (平均市场价值)
1932	2. 01	43 ~ 14	1. 47	2. 85
1931	3. 41	90 ~ 26	1. 23 ^{II}	5. 80
1930	4. 53	133 ~ 57	1. 00	9. 50
1929	5. 03	187 ~ 67	1. 00	12. 70
1928	4. 68	97 ~ 56	1. 00	7. 65
1927	4. 06	65 ~ 46	1. 00	5. 55
1926	4. 05	67 ~ 42	1. 00	5. 45
1925	3. 74	75 ~ 41	1. 00	5. 80
1924	3. 32	45 ~ 22	1. 00	3. 35
1923	3. 59	24 ~ 18	1. 00	2. 10

I 根据当年流通在外的平均股数计算。

II 1931 年前两个季度股息在账面上计为 1 美元，后两个季度的股息对应着转入股本的 1 美元和转入资本盈余的 46.8 美分。

应当注意到，从 1931 年第三季度的支付开始，因发放股票股息而冲抵收益的金额每年从每股 1 美元提高到了每股 1.468 美元。此前纽约证券交易所要求，对应于股票股息发放所进行的对收益或收益盈余的冲抵额，必须同时反映出新股在资本盈余以及设定资本中的权益。尽管公司根据这个要求进行了调整，但一直到后来市场价格暴跌前，股息的账面价值和股票市场，也就是股票持有人，对这些股票的价值的评价之间仍存在巨大的差距。

恶性循环的危险

这样的安排可能发展成为一种恶性循环。市场价格越高，股票股息表面的价值也就越大，这反过来又给更高的市场价格提供了理由。(在股票股息为 10% 的情况下，无论市场价格攀升到多高，股息回报率显然仍是 10%。) 这样的结果具有欺骗性，而且会刺激不受约束的投机以及轻率的投资。实际上，这和多年前美国制罐公司、纳贝斯克饼干等的做法相反，当时由于这些公司采取的过于“保守”的股息政策，市场价格远远低于股票的真正价值。当然，刻意追求一种政策，旨在形成一个高于收益和其他因素保证的价格水平，也是完全错误的。这种不合理的价格必然是暂时的，并可能给（如同其他所有不恰当的会计方法）实施者带来一种超越投资大众的优势。

历史发展

从历史的角度来看，有趣的现象是，北美公司开始实施股票股息政策时，这种政策的始创者已经决定要放弃它。这就是美国照明和公共运输公司，在 1910—1919 年间，该公司每年支付 10 美元的现金股息和 10% 的股票股息。1916 年当股票售价约为 400 美元时，股东每年获得股息价值的可实现价值为 50 美元，尽管收益只有约每

股 25 美元。只有公司不断将增长的利润用于再投资，并反过来又增加每年 20% 的利润时，这种股息政策才能将获得长期的成功，但收益递减法则（以及急速增长的复利利息）将明确地否定这种可能性。在 1920—1921 年的大萧条中，美国照明和公共运输公司认为有必要大幅削减股息率。市场报价随即跌于 80 美元以下，这在当时是一个令人瞠目结舌的跌幅。（艾奇逊公司在 1916—1921 年间的价格范围是 109 ~ 76 美元之间。）这一教训迫使董事会在 1925 年放弃定期股票的想法，而在当时，该做法在其他公共事业控股公司中深受欢迎。10 年后北美公司放弃了股票股息，成为一个金融史上历史重演的鲜明案例。

股票股息产生恶性连环膨胀的案例

在经济繁荣时期，定期股票股息被用做上报利润恶性连环虚胀的工具。一家正常经营的公司可以发放市场价值高于现期收益的股票股息，接着一家投资信托公司或控股公司可以按照市场价值将这些股票股息作为收益对外公布。例如，中州电气公司是北美公司普通股的大股东，它在 1928 年公布的总收益是（不包括出售证券所得利润）7 188 178 美元。这些收益中，6 396 225 美元是当年获得的北美公司的股票体现的，它们在股票持有人的账面上是按照季度股息发放登记日的后一天北美公司股票市场价值登记的。其中有一年，账面所记录的作为收益的这些股票股息的平均价格为每股 74 美元，10% 的股息的价格就是 7.40 美元。根据流通在外的股票平均数量计算，这一年北美公司每股收益为 4.68 美元。然而，股市将中州电气公司的这些虚假收益作为资本看待，并依此形成对该公司的股票价值的评估。

股票股息的支付需考虑股票的市场价格

纽约证券交易所终于通过了一项新的上市规定，这项规定要求公司保证，在将其所获股票股息计入损益账户时，这些股票股息的估计价值应不高于它们所冲抵的“有关发行公司的收益、盈余或未分配利润”的价值。尽管这个条例是经过充分酝酿的，但它并未触及问题的核心。一个简单的规定就可以防止定期股票股息的程序被滥用，即发放定期股票股息的市场价值不得超过用于发放股息的收益额。股息发放可以依照以下形式公布：“特此公布将发放 5% 的股票股息。这些股息的市场价值大约为每股 6 美元，它代表了每股 10 美元的当前收益中，被企业留存用于资本化的每股 7 美元。”

以优先股形式支付股票股息的优点

股息可以以优先股的形式，而不是以普通股的形式进行发放。使用这种方法的典范是通用电气公司，它在 1922—1925 年间，每年除了常规的 8 美元现金股息，还发放了 5% 的额外股息。这些额外股息以 6% 的特别股的形式发放，票面价值为 10 美元，这实际上是一种优先股。S. H. 克雷斯公司和哈特曼公司也采取了类似的做法。这种方法在理论上的优点是支付的股息金额明确地固定在所配送优先股的有效票面价值上，从而避免了由于账面价值和市场价格之间的差别所带来的复杂问题。当一

家公司没有高级证券，或数量较少时，发行优先股来代表再投资收益的做法将不会削弱资本结构。

1934 年，通用电气公司决定，因其运营资金的状态良好，可以允许特别股票退股，随后于 1935 年 4 月赎回。从股东的角度看，这可以说是处理未分配收益的理想安排。这种安排包括两个步骤，如下：

1. 在经济繁荣的年份，收益由公司留存，用于公司业务扩展或增加流动资金，股东则定期获得体现这些收益中一部分优先股。
2. 如果随后的业务发展表明企业不再需要额外的资本，公司可以通过赎回优先股的方式将它们还付给股东。

上述讨论的总结

我们对于恰当的股息政策的观念已经在本章和上一章进行了详细的讨论，可以总结为以下 3 点：

1. 将收益中的相当大的一部分提留或再投资的做法必须有明确的理由，在确保对股东有利的基础上实施。其基础就是股东能够从中获得的利益要超过他们可能获取的现金收益。所以这样的提留必须得到股东的明确批准。
2. 如果利润留存在任何意义上都是一种必需，而不是一种选择，股东必须知情，被留存的资金应划为“储备”而不是作为“盈余利润”。
3. 自愿保留在企业中的收益应通过定期配送股票的方式将其中的大部分资本化，其目前的市场价值不应超过这种用于再投资的资金额。如果后来发现这些新增资本不必要保留在企业中，必须通过赎回先前发行的用以体现这些资本的证券的方式，将它们分配给股东。