



汇添富基金·世界资本经典译丛

*Security Analysis: Principles and Technique*



(第二卷)

# 证券分析

——原理与技巧

(1951年经典版)

本杰明·格雷厄姆  
(Benjamin Graham)

[美]

戴维·L.多德  
(David L. Dodd)

著

上海财经大学出版社

McGraw Hill Education

《证券分析》一书，是现代证券分析之父、价值投资学派奠基人本杰明·格雷厄姆的代表性作品。在其1934年初版时立刻产生轰动性影响，并畅销70余年不衰！历史上，还没有一本投资类书籍像本书这样，具有如此

本书1951年经典版深入研讨现代价值投资提供的真知灼见和策略，在今天仍然与半个多量资产价值和现金流量的方法，至今在世界范

在目睹美国证券市场从大萧条谷底爬升至平静的和平时期和混乱无序的第二次世界大战期间的投资者行为后，格雷厄姆和大卫·多德在《证券分析》此前两个版本中所展示思想和洞见，在这本1951年经典版中达到了全新的高度！

多少年来，“落日楼头，断鸿声里”，证券市场潮起潮落，无数投资者以《证券分析》为圭臬，“把吴钩看了，栏杆拍遍”；但，深得其中真意者，有如晨星。也许，这就是所谓的，大音希声，大象无形……

作为本书1951年经典版的中文版策划人，我们深知对于这样一本经典著作，任何封底的文案，都是多余的。那么，还是让我们以格雷厄姆的学生、当代投资大师沃伦·巴菲特的话作为结尾——

“在许多投资人的罗盘上，格雷厄姆就是到达北极的唯一指针！”在深得格雷厄姆价值投资精髓后，巴菲特进一步指出：我们“没有理由再去寻找其他的引路明灯了”！

价值成就经典！

# Security Analysis

## Principles and Technique

网址：[www.sufep.com](http://www.sufep.com)

ISBN 978-7-5642-0480-8



9 787564 204808 >

定价：92.00元(全二卷)

McGraw-Hill  
全球智慧中文化



汇添富基金——长期投资致胜的选择


汇添富基金·世界资本经典译丛

# 证券分析

--原理与技巧  
(第二卷)

1951年经典版

[美] 本杰明·格雷厄姆  
(Benjamin Graham) 著  
戴维·L. 多德  
(David L. Dodd)  
崔世春 译

 上海财经大学出版社

## 图书在版编目(CIP)数据

证券分析:原理与技巧/(美)格雷厄姆(Graham, B.),多德(Dodd, D. L.)著;崔世春译. —上海:上海财经大学出版社, 2009. 4

(汇添富基金·世界资本经典译丛)

书名原文: Security Analysis

ISBN 978-7-5642-0480-8/F·0480

I. 证… II. ①格…②多…③崔… III. 证券投资—分析—基本知识 IV. F 830. 91

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2009)第 054258 号

责任编辑 黄磊

封面设计 张克瑶

版式设计 孙国义

ZHENGQUAN FENXI

证 券 分 析

——原理与技巧

(第二卷)

[美] 本杰明·格雷厄姆  
(Benjamin Graham) 著  
戴维·L. 多德  
(David L. Dodd)  
崔世春 译

上海财经大学出版社出版发行  
(上海市武东路 321 号乙 邮编 200434)

网 址: <http://www.sufep.com>

电子邮箱: [webmaster@sufep.com](mailto:webmaster@sufep.com)

全国新华书店经销

上海市印刷七厂印刷

上海远大印务发展有限公司装订

2009 年 4 月第 1 版 2009 年 4 月第 1 次印刷

787mm×1092mm 1/16 24.25 印张(插页: 3) 499 千字  
印数: 0 001—4 000 定价: 92.00 元(全二卷)

# 目 录

## 第四部分 普通股估价

第三十章 普通股投资理论,历史纵览 .....	373
第三十一章 普通股投资的当前模式 .....	381
三种基本方法 .....	382
概要 .....	390
第三十二章 估价方法利弊,估价因素 .....	391
第三十三章 收益与股息预测,收益记录的重要性,盈利能力的 概念 .....	398
收益预测 .....	398
盈利能力的概念 .....	405
股息预测 .....	414
第三十四章 普通股估价中的股息因素 .....	416
第三十五章 股息率的技术面,股票股息 .....	424
股票股息与拆股 .....	425
定期股息股票 .....	429
“替代”股票股息 .....	434
第三十六章 收益和股息的资本化比率 .....	438
收益乘数 .....	440

第三十七章 资本化结构 .....	447
第三十八章 普通股估价中的资产价值因素 .....	458
第三十九章 公用事业普通股的估价 .....	474
估计未来收益 .....	475
管制的影响 .....	485
第四十章 公用事业普通股的估价(续) .....	488
收益—资本化比率 .....	488

## 第五部分 具有投机特征的优先证券

第四十一章 特权证券 .....	503
第四十二章 特权优先证券的技术特征 .....	512
普遍适用于特权债券的考虑因素 .....	512
三类特权的相对优点 .....	515
第四十三章 参加证券和附认股权证证券, 特权证券与相关普通股 .....	523
第四十四章 安全性成问题的优先证券 .....	529
第四十五章 杠杆作用 .....	537
第四十六章 低价普通股, 选购权证 .....	544
低价股票 .....	544
股票选购权证 .....	551

## 第六部分 股东与公司管理层

第四十七章 研究股东与公司管理层关系问题的一般方法, 股东与公司管理层的效率 .....	559
一般方法 .....	559
股东与公司管理层的效率 .....	563
管理层的薪酬 .....	566



第四十八章 股东、公司管理层与股息政策 .....	569
第四十九章 股东及其资本 .....	580
不利的公司结构 .....	584
企业持续经营问题 .....	587
作为独立实体的公司 .....	589
第五十章 股东与公司管理层之间的争论 .....	592
第五十一章 美国证券交易委员会的管制,资本结构的调整与 重组 .....	599
美国证券交易委员会 .....	599
重组与资本结构调整 .....	609

## 第七部分 证券分析实践

第五十二章 价格与价值之间的差异 .....	615
价格与价值之间的差异 .....	619
第五十三章 市场分析与证券分析 .....	628
我们对投资策略的看法概要 .....	636
附 录 .....	639

注释 1:《战时经济与股票价值》摘录 / 注释 2:道一琼斯工业股票价格平均指数的构成和计算 / 注释 3:论证券分析的正确性;证券分析中的希波克拉底方法 / 注释 4:机构持有的证券和其他资产 / 注释 5:美国储蓄债券的官方说明 / 注释 6:利用 1924~1951 年道一琼斯工业股票价格平均指数中心值公式计算出来的结果 / 注释 7:根据《1933 年证券法》和《1934 年证券交易法》提交的财务报表所需提供的数据概要 / 注释 8:年度报告 / 注释 9:债券的要求权与全部的所有权 / 注释 10:库罗哥尔和图尔公司债券 / 注释 11:分析报告的两个实例: I. 一份经纪行“通告”;分析报告的两个实例: II. 一份投资服务机构的分析报告 / 注释 12:《会计研究公报》 / 注释 13:存货会计 / 注释 14:可以说明现在的存货和折旧会计离奇古怪的两个例子 / 注释 15:以 100% 的后进先出法和 100% 的先进后出法计算联合百货公司和国民百货公司截至 1948 年 1 月的年度收益 / 注释 16:存货正常库存量法说明 / 注释 17:分析师调整的一个实例 / 注释 18:无形资产的处理 / 注释 19:美国钢铁公司 / 注释 20:不同类型制造业 1936~1940 年销售利润和资本净值利润百分率;不同类型制

造业1947~1949年销售利润和资本净值利润百分率 / 注释 21: 一级铁路1937年和1948年铁路养护费用与总营业收入比率 / 注释 22: 一只投资评级的优先股 / 注释 23: 契约保护条款的缺乏 / 注释 24: 联邦税前与税后覆盖率 / 注释 25: 铁路信贷的两个“安全系数” / 注释 26: 符合债券最低定量检验标准的铁路公司 / 注释 27: 表 I. 债券品质比率; 表 II. 适用于特定分类的其他比率 / 注释 28: 用估价法挑选股票的实例及其三年的结局 / 注释 29: 正文中所举三例后续 / 注释 30: 投资公司的表现 / 注释 31: 米德和哥罗丁斯基的理论概要 / 注释 32: 高评级债券收益率与工业普通股收益率比较, 1926~1950年 / 注释 33: 美国塞拉尼斯公司刊登在1950年第2季度《分析师杂志》上的广告 / 注释 34: 当今市场估价中的有形资产和商誉因素 / 注释 35: 在1938年底或1939年挑选的两组估价过低证券后来的表现 / 注释 36: 通过特权证券融资 / 注释 37: 依据反稀释条款对转换比率作调整的实例 / 注释 38: 公用事业资本结构中的杠杆作用 / 注释 39: 低价股票比较 / 注释 40: 通用汽车公司总裁斯隆关于股息政策的声明 / 注释 41: 公司金字塔式控制股权的两个实例 / 注释 42: 小型纽约城市银行1948~1950年出售和合并给股东带来的结果 / 注释 43: 米申公司 / 注释 44: 累积投票制 / 注释 45: 在1944~1946年间新发行普通股的价格变化情况 / 注释 46: 一份《破产法》第10章“时间表” / 注释 47: 密苏里—太平洋铁路公司的托管和重组诉讼程序 / 注释 48: “特殊情况证券” / 注释 49: 道氏理论的主要信条 / 注释 50: 一只典型的估价过低普通股——1949年的吉肖尔特机器公司普通股 / 注释 51: 证券分析师们对股东—管理层关系的看法 / 注释 52: “公用事业公司当前的景象”演讲摘录





## 第三十章 普通股投资理论， 历史纵览

人们对作为投资工具的普通股的普遍看法，在过去的半个世纪中已经经历了若干阶段。作为证券投资历史发展专业学生基础训练的一部分，总结主流看法的这些变化是值得的。

**第一次世界大战前。**在当时，投资评级普通股和投机性普通股之间的区别，在有经验的投资者心目中是十分明显的。投资评级普通股的主要特征是具有稳定的、或许不断提高的股息率，即使在像 1907～1908 年这样的恐慌和萧条时期，这种特征也得以维持。作为先决条件，这种股息稳定性还伴随有相当稳定的收益、健全的资本结构和充足的营运资本。

投资评级的上市普通股主要存在于铁路公司领域。（也有许多不稳固的铁路公司——其特点是有着过于沉重的债券债务——这些公司的股票被认为是投机性的。）在公用事业公司和工业公司当中，这样的投资证券的比例无疑是比较小的。非上市证券包括了相当多的银行和保险公司股票，这些股票是富人们最喜欢的投资品种，他们预期，随着岁月的流逝，这类证券会有一个价值稳步增长的表现。

投资证券的可靠标志之一是市场价格接近于或者超过票面价值。人们推定，这些股票中的大多数都得到了等于它们的票面价值加累积盈余的实际资本投资（real capital investment）的支撑——这与许多投机性企业资产负债表上所列示的虚构资产或者说“掺水”资产形成了鲜明的对比。在表 30-1 中，我们列出了三只投资证券，它们在 1913 年均按接近于或者高于它们账面价值的价格出售；我们还列出了两只投机性普通股，它们的售价大大低于其票面价值或者其报告的账面价值。在后一种情况下，设定价值包含了大量后来被注销掉的无形资产或者说“水分”。

实例：

表 30-1 以票面价值百分率表示的 1913 年价格和账面价值

A 组——投资证券			(单位：美元)
	账面价值	平均价格	
联合煤气公司(Consolidated Gas) .....	129	134	
通用电气公司 .....	117	158	
宾夕法尼亚铁路公司 .....	128	115	

B 组——投机证券			(单位：美元)
	账面价值		平均价格
	报告数值	调整后数值*	
美国罐头公司 .....	110	1	34
美国钢铁公司 .....	141	赤字	59½

注：\* 扣除了后来注销的无形资产。

第一次世界大战及战后时期。1914~1923 年这 10 年的特点是，工业公司普通股的总体境况显著改善，而铁路公司普通股的总体境况则出现了至少是比较轻微的衰退。通过表 30-2 中的比较，可以说明这一点。

表 30-2 以票面价值百分率表示的年度最高价和最低价平均值（单位：美元）

	1913 年	1923 年
美国罐头公司(投机证券) .....	34	91
国民饼干公司(投资证券) .....	117	333(调整后)
宾夕法尼亚铁路公司(投资证券) .....	115	89

就在这 10 年之前和期间，已经有相当多的成功的工业和商业企业股票被推荐公开交易，而且它们中的许多很快就获得了投资声誉。表 30-3 展示了两个实例。

表 30-3 (单位：美元)

	上市年份	发行价	1923 年平均价格
五月百货商店公司(May Department Stores) .....	1911 年	70	160
伍尔沃斯公司 .....	1912 年	97	245



**大牛市。**现在我们要谈谈 20 世纪 20 年代末的“新时代”大牛市。毫无疑问，这是作为大规模群众性投机演变成大规模群众性狂热，造成远远超出金融界范围的灾难性后果的最著名的一个实例，这次大牛市将与 18 世纪的密西西比泡沫和南海泡沫一起被载入史册。

这一现象起先是缓慢地形成的。1924~1929 年最初几年的证券市场行情上涨与从前的牛市几乎没有什么显著的区别。当股价在 1926 年初遭受严重的挫折时，对许多人来说，正常的熊市后果似乎就在眼前。然而，与之相反的是，股价不久就重新恢复了上涨势头，而且这种上涨连续以日益加快的速度进行，直至 1929 年 10 月的爆发性上涨。

在这段时期内，商业进程与证券市场进程一点也不相一致。虽然繁荣的确存在，但是，相关指标显示，在 1929 年周期的最高峰，营业额未能达到先前繁荣的 1916 年和 1919 年（超出“正常”）的百分率水平。（直到 1926 年，在华尔街还有人抱怨说这是“徒劳无益的繁荣”。）

房地产领域在这些年构成了商业和金融之间的一种连接纽带。由于在 1922~1929 年这几年里，各种各样建设的速度达到了历史最高纪录，房地产业对一般工商业活动（general business activity）的贡献或许超过了其他任何行业。同时，房地产业本身也发展成为“高度融资”（high finance）的一个领先领域。这包括：（1）个人经营者（individual operators）进行的巨大规模的投机；（2）银行资源（banking resources）通过银行附属机构（bank affiliates）贷款和直接购置（direct acquisitions）的大规模卷入；（3）专门向“谨慎的投资者”出售房地产抵押债券或者参与权证（participation certificates）的无所不在的投资银行业务。这些当中，相当大一部分都具有灾害保险公司的保证。

**来自佛罗里达的先兆。**觉察到在证券市场行情上涨达到巅峰之前，新时代繁荣和萧条的完整景象的大规模预演，已经在佛罗里达房地产记录中发生，这是一桩很有意思的事情。到 1925 年为止，在佛罗里达房地产中已经创造了许多财富；第二年开始的一种常见类型的崩溃则把更多的财富彻底摧毁。有着那样一个足资教训的实例摆在眼前，人们可能会认为，公众应该已经对华尔街的类似冒险有所警戒了。但是，事实并非如此，因为投机狂热的一个最主要的特征就是，它与一切历史教训都是完全隔绝的，无论是遥远的教训，还是就在身边的教训，它都置若罔闻。

新时代繁荣最后 3 年的特点是出现了一些新的或者说极端的病态发展。随着经纪商贷款从 1921 年的大约 10 亿美元上升到 1929 年 9 月的 85 亿美元，利用银行信贷进行保证金交易（marginal trading）达到了前所未有的总量。交易所内的操纵，就其不择手段及明目张胆而言，也创下了新的历史纪录。经纪商们天天聚集在首要操纵者的办公室里，聆听哪些证券的价格第二天将要“变动”。投机者们渴望获得市场“内部情报”；反过来，这些情报又经常由经纪商雇员们转达给投机者，而基金经理们（pool operators）则向他们支付这项服务的报酬。



20 世纪 20 年代的繁荣在公司财务领域中主要通过两种与众不同的表现形式产生影响——公用事业控股公司和投资信托公司。几乎所有的公用事业控股公司结构在它们的底层都有一批稳健成长型公用事业运营公司。但是,在这类公司之上,却竖起了由多达连续 6 层控股公司组成的奇异的金字塔——每一层都有它自身的复杂的资本构成。这些永无休止的公司发展源源不断地给华尔街的投机火上浇油。它们还创造了数额巨大的担保不充足的债券和优先股,连同财务剥削和舞弊 (financial exploitation and malpractice) 的糟糕记录。

投资信托是从英国引入的一项制度,到 20 世纪 20 年代,这项制度在英国已经稳固地确立下来,并受到欢迎。它的理论始终是,非专业投资者 (lay investor) 将会明智地采取行动,把他的资金交给有能力的管理人投资于一组多样化的、可靠的、精明地挑选出来的证券。但是,在新时代的牛市气候下,这种合乎逻辑的观念却转变成了令人讨厌的肿瘤 (noxious growth)。美国的“投资”信托所起的作用是,充当盲目的投机性共同基金 (speculative pools)。虽然在许多情况下,这种基金由有名望有才干的人掌管,但是,这些人也被普遍的疯狂冲昏了头脑。这些新的“造物”在加剧投机狂欢方面扮演了双重角色,因为它们本身既是活跃的投机者,又是剧烈的投机工具。〔1〕

**陈旧的信条应当抛弃。**对我们目前的分析最重要的是,在新时代牛市期间逐渐形成的普通股投资的新概念。华尔街从未过多地关注理论思维。经济学家们的系统研究和错综复杂的争论很少致力于解决民间融资领域的问题,而为数相当少的投资原则方面的学术研究又通常被证券的实际购买者和出售者所忽略。尽管如此,但总是还有一些理论是华尔街假装信奉的,而且对投资者和投机者的行为施加了可以追溯的影响。

早期的牛市一直以它们的狂热不加掩饰地表现其投机性特点;这类早期的牛市绝不自吹它们有既定投资原则的支持。20 世纪 20 年代的狂欢成功地以无法解开的方式把投机和投资观点掺和在一起——到目前为止,我们也还不能把被如此难以察觉地结合在一起的两种方法分开来。普通股投资的新概念建立在“历史乐观主义”和“成长选择性”这一对相似的基础上。1924 年发表的一项对美国南北战争以来价格和股息记录的研究已经证实,如果把收入回报和价格变动都考虑进去,那么,在任何一个为期 10 年的期间内,具有代表性的普通股上市证券的市场表现都始终如一地胜过了标准债券投资品种。〔2〕

〔1〕 在这里,请允许我们强调指出,现在的、受到美国证券交易委员会严密监管的“投资公司”或者说“共同基金”,与 20 世纪 20 年代晚期它的早期雏形有很大的不同,并且比其早期雏形要稳健得多。

〔2〕 这项研究是埃德加·劳伦斯·史密斯 (Edgar Lawrence Smith) 撰写的书名为《作为长期投资的普通股》(Common Stocks as Long-term Investments) 并注定要成为新时代证券市场官方“教科书”的一本小册子中的一部分。

从这些数据诞生了新的福音，这就是，普通股作为一个整体，如我们常常被告知的那样，不是有风险的投资，而是不断增加的股息和最终股价增值的可靠的载体。

选择性原则(principle of selectivity)在华尔街是一项古老而容易理解的准则。它不过是一些公司好于另一些公司，因而在市场上一些股票的情况要好于另一些股票这样一种陈词滥调。然而，在20世纪20年代，由于更加强被看作有吸引力的投资首要标准的预期未来成长性，选择性呈现出新的特征。无意识推理(unconscious reasoning)很可能是采用如下顺序展开的：“既然我们由于作为一个整体的普通股具有充满活力的成长性品质而对它们给予厚爱，那么，我们就应该发挥我们作为投资者的聪明才智，挑选出那些最有可能迅速成长的单个公司，同时我们必须避开那些将止步不前或者倒退衰败的公司。”

**乐观主义与价格水平；互相证明彼此的正当性。**这两个概念本身完全没有任何问题，只是要它们不走向极端几乎是不可能的。在往昔表现和未来光明前景的鼓舞下，“成长股”的购买者一定会丧失分寸，从而支付过高的价格。因为根本就没有确定的运算方法，对持续增长的盈利能力的现值设定一个最高限值。<sup>[1]</sup>所以，这样的证券可能变得“值得”乐观的市场赋予它们任何价值。投机性乐观主义随着价格水平提升而增强，价格水平随着乐观主义增强而提高，这是所有牛市的特征。然而，在以前的情况下，当股票价格依照从前的标准开始变得明显高昂时，正是头脑冷静且精于算计的投资者们出售股票，从而把股价上涨控制在一定的范围内，最终促进了局势的扭转。在1928年，普通股“投资者”的想法已经变得与投机者的观点难以区别了；它们之间唯一的实际差别只是，对于同样的股票，前者可能是以现金支付的方式购买的，而后者则是以微薄的保证金进行交易的。

一直受到投资者青睐的股票种类，是那些“品质”已经得到过去的比较长时期的记录确认的股票。这些股票包括投资者特别喜欢的老牌公司——例如，通用电气公司和国民饼干公司——的股票，以及其他许多公司——例如，美国罐头公司、美国玉米制品公司——的股票，第一次世界大战期间出现的繁荣景象已经把这些公司从次评级企业转变成了地位稳固的企业。这些股票构成了股票的“贵族阶层”，人们赞赏地将之称作“蓝筹股”——这一用语恰如其分地借用了扑克牌游戏中或者说轮盘赌桌上的用语。<sup>[2]</sup>重申一下我们的观点，投资者和投机者两者都以同样的激情和热情——并以同样昂贵的价格购买这些股票。

[1] 在约翰·伯尔·威廉姆斯(John Burr Williams)著，由马萨诸塞州剑桥市哈佛大学出版社(Harvard University Press, Cambridge, Mass.)1938年出版的《投资价值理论》(The Theory of Investment Value)一书中，作者对这一点和其他有关根据未来预期对普通股进行估价的数学问题进行了详细阐述。

[2] 蓝筹股的英文“blue chips”原意是“蓝色筹码”的意思，即价值很高的蓝色扑克牌筹码。后引申为由于公众对其长期稳定收入很有信心而售价很高的股票。——译者注

在表 30-4 中,我们提供了关于 4 只这样的证券的资料。在这里,读者应该察觉到,1913~1923 年的价格上涨,尽管给人留下了深刻的印象,但与收益的增长相比,还是略微有些不成比例。但是,1923~1929 年,价格上涨比率却远远超过了收益增加的比率。请注意,在 1923 年,国民饼干公司的平均价格达到了它当时收益的 9 倍;在 1929 年的最高价位上(未在表中列示),这个比率为收益的 28.9 倍。

**表 30-4**                      **4 只普通股的成长性,1913~1929 年**  
(1913 年以后各年数据转换成 1913 年的资本总额基准)

	1913 年 (美元)	1923 年 (美元)	1929 年 (美元)
<b>美国罐头公司:</b>			
每股收益 .....	6.69	19.64	48.12
股息 .....	.....	5.00	30.00
平均价格 .....	34	91	810
<b>国民饼干公司:</b>			
每股收益 .....	9.59	35.42	57.20
股息 .....	7.00	21.00	52.50
平均价格 .....	117	319	1 316
<b>宾夕法尼亚铁路公司:</b>			
每股收益 .....	8.38	5.05	8.51
股息 .....	3.00	3.20	3.88
平均价格 .....	58	45	91
<b>西尔斯—罗巴克公司:</b>			
每股收益 .....	12.17	28.70	69.50
股息 .....	7.00	.....	26.30
平均价格 .....	185	210	1 370

高昂价格水平绝非只局限于蓝筹股贵族阶层。许多具有明确投机性质的普通股价格在这段时期内也有了惊人的上涨。在典型情况下,我们发现,受到操纵的价格变动——这种价格变动吸引了想一夜致富的交易人——从记录来看,有过去几年收益递增的粗略历史记录和将要发生更好事情的空洞允诺的支持。某些新近发行的证券,例如,公用事业控股公司证券,彻底地激起了有经验的投资者们的想像力。在当代的语义学中,这些证券容易被认为是“优质股票”(quality stocks),这个用语意味着,不管价格如何,它们都将被看作是可靠的、品质优越的投资品种。事实上,这些证券的投资品质通常是拙劣的,因为在它们的财务结构中的金字塔式层层加码的债务和优先股,使之稍微有点什么风吹草动就很容易受到侵害。

重新概括新时代证券市场的“投资理论”,我们可以将其浓缩为一句话:“具有良好长期前景的股票在任何情况下都是优质的投资品种。”这意味着未来预期因素已经成了投资选择的唯一标准。从前在审慎的普通股选择中



被滥用的定量保护性条款，就这样被抛弃了。它们的基本前提——投资应当有十足的实物资产(real assets)支持——完全失去了权威性。“足够的盈利能力”和“足够的股息回报”这两个相关概念——两者都要在过去的几年期间经受过检验——同样被抛弃。

唯一被保留下来的定量因素是特定的成长率，历史的或者预计的成长率。但是，尽管这个概念可能把投资者引向“最好的”公司，然而它无论如何也不能防止投资人付出过高的价格购买股票。相反地，把成长股原则当作唯一的投资指南，就使得支付过高的价格成为必然。

按照成长率的唯一估价标准，1928~1929年的证券市场非常容易作出明智的判断。在商情景气的当期内未能扩大它们利润的几乎所有公司，都被认为充其量只具有普普通通的前景，因此只能按相当于收益较低倍数的价格出售。表30-5所列举的3个实例，是1929年估价的相当典型的实例，这种估价一方面与收益趋势有关，另一方面与平均收益有关。

表 30-5 每股收益 (单位：美元)

年 度	公司 A(电力与照明公司)	公司 B(班戈—阿鲁斯图克铁路公司)	公司 C(芝加哥黄色计程车公司) <sup>[1]</sup>
1925	1.01	6.22	5.52
1926	1.45	8.69	5.60
1927	2.09	8.41	4.54
1928	2.37	6.94	4.58
1929	2.98	8.30	4.47
5年平均收益 .....	1.98	7.71	4.94
1929年最高股价 .....	86%	90%	35

这3家公司1929年的最高股价表明，新时代人们对它们的态度迥然不同，对公司A狂热地偏袒，对公司B则无动于衷，而对公司C则干脆地怀有敌意。市场认为公司A的股票价值应该是公司C股票价值的2倍多，尽管1929年后者的每股收益比公司A高出了50%，其5年平均收益比公司A多出了150%。<sup>[2]</sup>

**1929年以来的普通股投资理论。**众所周知，20世纪20年代空前的牛市之后，接着是20世纪30年代初期同样空前的证券市场崩溃和经济崩溃。报应规律(law of retribution)的效应非常灵验。许多普通股的价格被大大低估，就像它们在1929年被大大高估一样。陷于大萧条深渊之中的许多人都

[1] 表中首次出现公司中英文名称对照如下：电力与照明公司(Electric Power & Light)；班戈—阿鲁斯图克铁路公司(Bangor & Aroostook R. R)；芝加哥黄色计程车公司(Chicago Yellow Cab)。——译者注

[2] 至于有关这些公司后来的一些数据，请参阅本书附录的注释29。

认为,整个普通股投资的理念已经成了一种虚假的信念,而普通股就其本性而言,除了投机性之外不可能具有其他什么特性。<sup>[1]</sup>

通过对这一章先前提到的 8 只证券自始至终的跟踪分析,读者可以获得我们正在讨论的整个这段时期内股价盛衰变迁的具体印象(参见表 30-6)。

投资者的投资理念随他的心理状态变化而改变。在随后于 1936~1937 年出现的牛市的顶部,普通股的购买者又一次对“优质普通股”的长期投资价值充满了信心。这种信心至今一直保持着——虽然其强度有了某些变化。因此,我们就获得了可以称之为“现代”普通股投资观念的概念,这种观念已经流行了大约 15 年,对此我们大概只能概括地进行描述。

表 30-6 8 只领先证券的价格波动,1932~1946 年 (单位:美元)

	1932 年 最低价	1937 年 最高价	1942 年 最低价	1946 年 最高价
美国罐头公司 .....	29 $\frac{5}{8}$	121	56 $\frac{5}{8}$	106 $\frac{1}{2}$
联合煤气(爱迪生)公司 .....	31 $\frac{1}{2}$	49 $\frac{7}{8}$	11 $\frac{3}{8}$	36
通用电气公司 .....	8 $\frac{1}{2}$	64 $\frac{7}{8}$	21 $\frac{1}{2}$	52
国民饼干公司 .....	20 $\frac{1}{4}$	33 $\frac{3}{8}$	13	37 $\frac{3}{8}$
宾夕法尼亚铁路公司 .....	6 $\frac{1}{2}$	50 $\frac{1}{4}$	18 $\frac{7}{8}$	47 $\frac{1}{2}$
西尔斯—罗巴克公司* .....	7 $\frac{1}{2}$	24 $\frac{5}{8}$	10 $\frac{7}{8}$	49 $\frac{5}{8}$
美国钢铁公司* .....	7 $\frac{1}{8}$	42 $\frac{1}{8}$	14 $\frac{3}{8}$	32 $\frac{1}{2}$
伍尔沃斯公司 .....	22	65 $\frac{3}{8}$	21 $\frac{1}{2}$	62 $\frac{1}{2}$

注: \* 调整至 1949 年的资本总额基准。

**目前的看法兼收并蓄。**现今的普通股投资仍然把它的首要重点放在未来预期方面,而令人满意的是,过去更长时期的记录和公司的财务状况如今(与 20 世纪 20 年代相比)受到更多的关注。从理论上说,一家公司也许有不能令人满意的过去,可是仍然拥有美好的未来前景——反之亦然。但是,在实践中,普通股投资——像股票投机一样——几乎总是以过去的趋势来预测未来。因此,如今的普通股投资更喜欢享有良好声誉的公司,即具有长期股息派发记录,并且收益在过去呈整体上升趋势的公司。实际上,可以这么说,我们如此获得了由几乎把唯一重点放在过去记录上的旧时投资方法与仅仅展望未来的新时代看法混合而成的投资理念。

在下一章中,我们将更深入地考虑构成当前实践组成部分的各种类型的普通股投资。

[1] 这是劳伦斯·张伯伦(Lawrence Chamberlain)在张伯伦和威廉·W.海伊(William W. Hay)著,纽约 1931 年版《投资与投机》(*Investment and Speculation*)第 8 页所表达的观点。





## 第三十一章 普通股投资的当前模式

**投资中的普通股成分。**在这本书早期的几个版本中,我们纳入了对是否真正存在所谓的普通股有效投资这一问题的严肃的讨论。在这一点上的疑惑产生于1928~1933年的经历,它把几乎所有的普通股都卷入了疯狂的价格循环变动和公司盛衰变迁大漩涡之中。以更长远的眼光来看待,我们就有可能把喧闹的新时代证券市场视为独一无二的现象。虽然它还是带有宝贵的教训和警告,但是,大可不必听任其支配我们对股票投资的基本看法。当前时间毫无疑问是“二十年后”,因而像大仲马(Dumas)笔下的火枪手们一样,我们都能够更加成熟地审视那些喧嚣的事件了。〔1〕

当我们在1949~1951年重写本教科书时,我们发现普通股投资作为投资者投资策略的一个重要部分,比以往任何时候都更加根深蒂固。权威人士几乎没有人会建议投资者们100%地信奉债券和优先股,即使有的话为数也很少。之所以出现这种意见完全一致的现象,主要原因无疑是与两次世界大战相联系的实际的和潜在的通货膨胀、金本位制的废弃和财政程序(fiscal procedure)的新概念。虽然普通股可能不是理想的“通货膨胀保值手段”(inflation hedge),但是,它们比债务证券(或者现金)所代表的票据请求权(paper claims)更接近于不动产财富(real wealth)。此外,尽管许多不利的政治发展影响了股东的境况,可是,至今还没有证据表明,股东在金钱方面(dollars and cents)情况比以前更差,或者说他已经失去了E. L. 史密斯(E.

〔1〕大仲马(Alexandre Dumas, 1802~1870年),法国19世纪积极浪漫主义作家,著有《三个火枪手》(又译《三剑客》)、《基督山伯爵》等。《二十年后》是《三个火枪手》的续集,描写的是距离《三个火枪手》结束20年后的故事。

上文中的“二十年后”既是指《证券分析》1951年版写作时间或者上文所说的“当前时间”距离1928~1933年是“二十年后”,又借用《二十年后》中火枪手们理智审视错综复杂事件的表现来说明问题。——译者注