

第一部分

金融的道德规范与企业



他永远是一个正直的人。

—— 罗哈德·萨娜特 (Rhoda Sarnet), 本杰明·格雷厄姆的侄女

当本杰明·格雷厄姆的三部分系列“美国企业是否值得存在下去？”发表在《福布斯》(Forbes)杂志上时，美国，实际上整个世界，已经经历了1929年和1930年惨重的股市崩溃，正处在大萧条的深渊中。尽管大萧条一直持续到这个年代的后期，格雷厄姆的文章给投资者的信号是，现在是安全地回到股市中去的时候了。格雷厄姆指出，当时在纽约证券交易所挂牌的公司中，超过30%的公司股票的价值低于其解散并清算出售的价值。在这一系列文章中，格雷厄姆指责公司管理者利用投资者，并将他们自己的利益置于股东之上。

不仅如此，格雷厄姆的文章还号召投资者回到证

券市场中去。格雷厄姆写这些文章需要巨大的勇气，因为他与合伙人杰洛姆·纽曼管理的基金在 1929 ~ 1930 年的股市崩溃中丧失了它 50% 的价值。尽管格雷厄姆在写这些文章时已经 38 岁，他还是一个相对年轻的人，但他已经是一个受人尊敬的投资思想家和作家。通过这些文章，他成为带领金融社会重新回到商业中去的领导者。

这部分的最后一篇，摘自格雷厄姆刚从职业投资业退休后在加利福尼亚发表的一篇演说。正如这篇演说所表明的，格雷厄姆从未失去过他对商业道德规范的热情。

第1章

美国企业是否值得存在下去[⊖]

本杰明·格雷厄姆发表在《福布斯》
上的三部分系列文章

膨胀的政府债券与萎缩的股东：公 司在欺骗其所有者吗？

从这篇文章开始，编者将介绍一系列文章。这个系列涉及企业和金融曾经见证的最引人注目、影响广泛和意义重大的情况，这个情况的解决影响到每个投资者的利益。

读到标题下面提到的要点，你很快将会发现，为什么这一系列文章是需要提倡的、最及时、最重要的文章之一。

这些文章的作者是哥伦比亚大学的讲师。他有多年的实际操作经验，而且系统学习过商业、金融和证券市场。他会引导你，

⊖ 摘自《福布斯》，1932年6月1日号，经《福布斯》杂志允许重印，版权所有
©福布斯公司，1932年。

对现实进行令人吃惊地思考，得出同样吃惊的关于你作为股东的权利和责任的结论。

这些事实的大部分，尽管是逻辑严密的和明显的，却很少受到公众的注意。《福布斯》很高兴能提供一个无畏的、坦诚的和有趣的系列文章，将股票市场和公司领域中存在的偏见和心理失调揭露出来。下面就是这个系列中的第一篇文章。

以50美分的价钱转让美国

公开市场上超过 $\frac{1}{3}$ 的工业股票，出售的价格低于公司净速动资产的价值。

大量的普通股以低于公司库藏现金的价格出售。

信贷风险小的公司不需要借取商业性贷款。他们仍然拥有大量未使用的现金余额，这些现金余额由新时代（ the New Era ）的股东提供。

当股东疲于奔命时，财务主管睡得正香。

银行不再直接借贷给大公司。他们借给股东，股东通过购买价格膨胀的股票，使公司过度融资。

公司、董事和股东，他们各自的责任是什么？怎样才是退出公司的适当方法？股东是其公司的所有者，或者只是受骗者？

小公司是否应该反转 1929 年的做法——给股东以权利售回其购买的股票，减少资本金以及平衡公司和股东之间的负担？

如果说，因为未来可能持续的损失，市

场行情对其巨额的现金资产打折扣，难道股东不应该在其资金被挥霍浪费掉之前要求清算吗？

公司是否公平地对待他们的股东呢？

假如你是一家大型制造企业的所有人，像许多其他人一样，你在1931年遭受了重大损失；当前的前景并不令人鼓舞；你对未来感到悲观，愿意将它出售——以低廉的价格。一个可能的买主会要求看你的账表。你展示给他一张真正健康的资产负债表。这张表展现出来像这样：

现金和美国政府债券	\$8 500 000
应收账款和商品存货	15 000 000
厂房设备，房地产，等等	14 000 000
	\$37 000 000
减流动负债	1 300 000
净价值	\$36 200 000

买主仔细检查这张表，然后给你的公司出价500万美元——现金，政府债券和其他所有东西都包括在内。你会卖吗？我得承认，提出这个问题好像在开玩笑。一个头脑清醒的人是不会将850万美元现金资产与500万美元钱相交换，更不用说还要加上2800万美元其他资产。尽管这样一笔交易听起来完全违背理性、荒谬可笑，但是那些以每股7至8美元的价格出售怀特汽车公司股票的所有者，在做的正是这样的事——或者说他们所可能做到的最接近这样的事。

以上给出的数字表示了怀特汽车公司去年12月31日的情况。按照每股7.37美元的低价，公司65万股出售的价格是480万美元——大约是现金及其等价

物单独一项价值的 60%，或者说只是净速动资产的 $\frac{1}{5}$ 。普通股之前没有资本性负债（capital obligations），惟一的负债只是上面表明的经常性应付账款。

一个大型的、历史悠久的公司在市场上以其一部分速动资产价值的价格出售，这毫无疑问是一个令人吃惊的场面。

但是当我们注意到，许多其他公司的行情牌价低于其在银行中的现金资产价值时，这个情景变得更加引人注目。更重要的是这个事实，所有工业公司当中，有令人吃惊的大比例，出售的价格低于其速动资产的价值——更不用说厂房和其他固定资产。

这意味着，大量的美国公司在市场上的行情牌价低于其清算价值；这也意味着，根据华尔街的最佳判断，这些企业没有存在的必要了。

在有秩序的清算中，大多数的工业公司至少应该产生与其速动资产相当的价值。当然应当承认，厂房设备、房地产等资产不能相当于其账面价值，但是其可实现的价值应该足以弥补应收账款和商品存货低于账面价值的缩水部分。如果这不是一个合理的假定，那么我们大公司的会计方法就有根本性的错误。

在作者的指导下，哥伦比亚大学商学院进行了一项研究。这项研究涉及在纽约证券交易所挂牌的 600 家工业公司。研究成果表明，超过 200 家公司——或者说接近 $\frac{1}{3}$ 的被调查公司——以低于其净速动资产价值的价格出售。

在被调查公司中，有超过 50 家公司，其股票出售的价格低于其现金和可转让证券单独一项的价值。

附表（表 1-1）列示了部分被调查公司，包括更具代表性的后一类公司。

表1-1 出售价格少于现金资产的部分股票
(单位：美元)

公司	1932年 市场 最低价	最低价时公 司的市场 价值/千美元	现金和可 转让证券 /千美元	现有资产 减全部 负债/千美元	每股 现金 资产	每股净速 动资产
美国汽车	20 ¹ / ₄	9 225	14 950	32 341	50	108
美国机车	30 ¹ / ₄	14 709	14 829	22 630	41	63
美国钢铁	60	8 021	8 046	11 720	128	186
美国羊毛	15 ¹ / ₄	8 354	14 603	40 769	30 ¹ / ₂	85
康格勒姆	7	10 078	10 802	16 288	7	12
豪威·桑德	6	2 886	4 910	5 254	10	11
哈德森汽车	4 ¹ / ₄	6 377	8 462	10 712	5 ¹ / ₂	7
休珀汽车	2	2 664	7 236	10 000	5 ¹ / ₂	7 ¹ / ₂
利马机车	8 ¹ / ₂	1 581	3 620	6 772	19	36
玛格玛铜业	4 ¹ / ₂	1 836	3 771	4 825	9	12
马林·洛克威尔	7 ¹ / ₂	2 520	3 834	4 310	11 ¹ / ₂	13
汽车产品	13	2 457	2 950	3 615	15 ¹ / ₂	19
缪什威尔	10 ⁷ / ₈	1 805	2 888	5 769	17	34
纳什汽车	10	27 000	36 560	37 076	13 ¹ / ₂	14
纽约空中刹车	4 ¹ / ₂	1 170	1 474	2 367	5	9
奥普·赫姆 ·科林斯	5	1 050	2 016	3 150	9 ¹ / ₂	15
利奥汽车	1 ¹ / ₂	2 716	5 321	10 332	3	5 ¹ / ₂
国有堪萨斯铁路	7	2 240	2 760	4 477	8 ¹ / ₂	14
斯蒂瓦·华纳	2 ³ / ₈	3 023	4 648	8 303	3 ¹ / ₂	7
怀特汽车	7 ³ / ₄	4 938	8 620	22 167	13	34

优先股

这种情况代表什么含义呢？经验丰富的金融家一定会回答说，在经济繁荣的泡沫崩溃之

美国企业是否值得存在下去

后，股票总是过度贬值。正如纽约证券交易所的主席所说，“这样的时代使美国人民对我们的股票感到恐惧，不敢轻易接近我们的股票。”

有一种不同的观点认为，事情发生的原因在于，当股票价格低迷时，那些有勇气购买的人没有资金，而那些有资金的人却没有胆量。但是，在上一个熊市——比如1921年，为什么没有出现同样的现象呢？

然而，当时的情况与现在不同。当时处在战后严重的衰退时期，股票以低廉的价格出售。但是在证券交易所，很少有股票能够以低于速动资产的价值出售，没有一支股票的价格低于公司可用现金的价值。

特别是当人们注意到，这些代表性的公司并未在1931年表现出比1921年更差的经营成果，这两个时期数字的对比尤其使人震惊。为什么现在这些公司出售的总价格是其运营资金（working capital）的一半？而在10年前，其运营资金仅为其底价的一半。以现金资产来衡量，当前的价格相当于1921年价格的 $\frac{1}{2}$ 。

因此，我们必须承认，当前存在的情形并不是所有熊市的典型情况。大体上说，这是一个崭新的、史无前例的情形。它是1928~1929年新时代的疯狂后产生的古怪的、具有讽刺性的后果。在那个时代，人们的金融观念和国家的金融结构都发生了深远但难以理解的转变，这个现象正是这一转变的反映。

市场上存在两个似有道理、似乎无害的观点——第一，好的股票是好的投资；第二，股票的价值取

决于其盈利能力。这两个观点被利用为一种狂热的信条，它将我们所有的投资者转变为投机者；它使我们的公司变得富有，使我们的股东变得贫穷；它倒置了商业性贷款与华尔街贷款两者的重要性；它产生了本末倒置的会计方针和完全非理性的价值标准；它在不小的程度上应当为我们正处在的似是而非的萧条负责。

大量的股票正在以比其运营资金价值低得多的价格出售。这个简单的事实后面隐藏着错综复杂的原因、结果和含义。这篇文章的剩余部分将要探讨造成现在这个独特情况的原因，而其他复杂的方面将在以后的文章中涉及。

股东通过行使认购权将大量的现金注入公司的保险柜，市场价格和流动资产价值两者之间的鲜明对比在很大程度上可以由它来解释。这个现象是1928~1929年大牛市与其他市场相区别的一个显著特点。它产生了两个截然相反的效果。一方面，多余的资金极大地增加了公司的现金和流动资金头寸；另一方面，多余发行的股票极大地增加了股票的供给，这反过来削弱了股票的技术价位，加速了其市场价格的下跌。因此，相同的条件既提高了股票背后的价值，又压低了它的价格。

然而，如果在20年代股东没有失去研究资产负债表的习惯，股票价格的下跌是否能够达到这种程度值得怀疑。过去一年中股票出售大多出于恐惧而非出于必要。如果这些胆怯的股票持有人完全意识到，他们出售股票的价格只是股票背后流动资产价值的一小部分时，他们中许多人可能会改变行动的方式。

但是由于股票价值已经变成单独与盈利能力联系在一起，股东不再关心其公司所拥有的——甚至不关心公司在银行里的资金。

毫无疑问，过去的投资者过于强调其公司的账面价值，而很少关注其资产的盈利能力。而现在，除非公司的资产表现出相称的盈利能力，投资者就会忽视其账面价值，这是有益的一步。

但是像华尔街的大多数观点一样，这个观点做得太过分了。这导致对报告利润地过分强调——这种利润可能仅仅是临时性的甚至是欺骗性的——它同样导致了对公司流动资金头寸重要性的掩盖，流动资金头寸曾经一直被认为是证券价值的决定因素。

华尔街评估企业价值的基础完全不同于私人企业运用的标准。在行情好的时候，股票交易的价格，以普通企业的标准来衡量，总是异乎寻常得高；而现在，根据补偿的原则，同样是这些公司，其资产却经历着一样荒诞的价值低估。

人们对这一现象的另一种解释是，股票以低于其流动资产价值的价格转让，是因为担心未来的经营损失。许多读者会声称，这正是当前低的市场价位被掩盖了的原因。行情牌价不仅反映盈利能力的丧失，也反映了“亏损能力”的存在。这种“亏损能力”预示将要耗费掉今天股票背后的流动资金。

难道真是这样吗？每三家美国企业中就有一家企业注定要不断亏损，直到股东手中没有股份剩余为止？这就是证券市场所确切表明的。

这种观点极有可能是错误的，正如它在对未来的判断中也是错误的一样。众所周知，华尔街的逻辑没有说服力。它在很少情况下是一致的。例如，一方面，华尔街因为卡车夺去了铁路的市场份额而对铁路感到绝望，另一方面，它又对卡车工业如此依赖，以至用最大数量的股票换取其流动资产一项的一小部分。

如果一家企业注定要亏损，为什么还要继续经营它呢？如果它的未来如此黯淡，已不再是一家活跃繁荣的企业，以至不如结束它的业务，为什么不清理业务并最终关闭它呢？

当然，在担心企业后来将被挥霍掉时，企业的所有者有更好的选择，而非浪费其当前的资金。让我们再来看看本文开始提到的怀特汽车公司，其股东与私人工厂主之间的和约。

这个问题纯粹是一个简单的逻辑关系。或者怀特汽车公司，作为一家活跃繁荣的企业，比其在银行中的现金更有价值，或者它不如这现金有价值。如果它更有价值的话，股东以比这现金价值低得多的价格出售其股票就是愚蠢的，除非他们被强迫这样做。如果它不如这现金有价值，企业应该被清算掉，每个股东被给付其在现金和其他资产中所占的份额。

显而易见，股东不仅已经忘记了如何观察资产负债表，他们也忘记了自己是企业的所有者，而不仅仅是股市行情的所有者。美国数以百万计的股东，你们早就应当将注意力从每天的市场行情报告中转移开，并关注企业本身。你们是这些企业的所有者，这些企业为了其股东的利益

而存在，并听从股东的安排。

当然，对这些企业的监督必须授权给董事，企业的经营必须委托给付薪的经理。但是，所有者的资金是否应该被经营损失挥霍掉，它是否应该无生产性的投放在资金表上无法动用，而所有者自己却急需现金？这些问题是方针政策问题，需要每个股东自己思考，做出决定。

这些问题不是管理问题，这些问题是所有权问题。管理部门关于这些问题的观点可能是重要的，但绝不是决定性的。

股东今天需要对资产负债表有意识，而且不仅仅是这样，他们还需要对所有权有意识。如果他们意识到其作为企业所有者的权利，我们面前就不会出现这样疯狂愚蠢的场面。公司的保险柜中塞满了现金，而他们的业主却以他们所能得到的任何条件疯狂地放弃他们的股份。当然，也可能是公司自己买回其在证券市场上的股份，具有一点讽刺意味的是，我们看到股东收到用其自己的资金支付的一点款项。

民间传说中诙谐的理发师在其招牌上印上：

你还在想什么呢？

我们为你免费理发，并给你一份饮料！

这句话，如果没有逗号，可以宣布为今天股票出售者的格言：他们无偿转让掉他们在存货和应收账款中的份额，而且抛掉房地产、建筑物、机器设备和所有不具有可转让特点的东西。

这种可笑的情况可以进一步挖掘，但是

现在需要的不是诙谐的言语，而是将股东、管理部门和银行家面临的重大问题直接展示出来。这些问题将在以后的文章中讨论。

富有的公司是否应该返还股东的现金？

在我们第一篇文章中，许多公司的现金资产头寸与其股票价格之间的差异，部分得被归咎于大量股份的发行。这些大量发行的股份将资金从股东的口袋转移到公司的保险柜。根据纽约证券交易所编辑的资料，在1926至1930年间，挂牌公司所吸收的资金一项就不少于50亿美元。

在这个时期，向公众发行的公司证券总的销售额超过290亿美元。这些资金中，只有一小部分转移给了私人，其主要的部分都给付了企业，或者用于厂房及附加设备的扩建，或者用于增加流动资金。

同时不应忘记的是，数额巨大的资金以未分配收益的形式积累起来。在这个巨大的现金流入之后，毫无疑问，公司的保险柜仍然在膨胀，尽管存在那些花费掉的、损失掉的或以红利分配掉的资金。

但是，那些供应这笔巨额资金、购买新发行股份的投资人，认购增发股份的股票持有人，他们怎样了呢？他们现在并没有很多财富，也并未为过多的资金所负担。他们拿出自己的资金来充实公司的保险柜，他们大量借贷为了这些公司能够清偿债务。

① 摘自《福布斯》，1932年6月15日号。经《福布斯》杂志允许重印。版权所有
©福布斯公司，1932年。

荒唐的结果是，那些拥有富有的美国企业的人自身却很贫穷。典型的股东背上了沉重的财务负担，而他的公司却拥有大量的现金。这些晚上，公司的财务主管睡得正香，而公司的股东却疲于奔命。

诚然，公众拥有更多的股票证书代表他们应该被给付的份额，同时每个证书又代表对公司持有现金的所有权。尽管这样，这并不能帮助我们的股票持有人。他们不能凭借股份背后的现金从银行借款，或者增加其现有的贷款。如果他想转让其股份的话，他必须接受股市行情所报出的价格；如果他请求公司的经理给他一些属于他自己的现金，经理们可能会挥手示意让他走开，并报以怜悯的微笑。也许他们会如此慷慨慈爱，以至以当前的市场价格购回他的股份——这相当于其公平价值的一小部分。

与此同时，新时代日子里现金从公众到公司的慷慨转移，不仅给证券持有人带来了无尽的烦恼，它也严重地削弱了我们的银行结构。商业性贷款一直是我们的信贷系统的核心和保障。相比较而言，证券业贷款规模更小，在地位上也居于次要位置。

但是，近年来公司和公众在这两项贷款之间做了些什么呢？他们已经清偿了商业性贷款的精华部分，用证券业贷款取代了商业性贷款的位置。银行不再直接借给大企业，而是被迫以股东的股份作为抵押品贷款给企业的股东，或者为银行自己的利益购买证券。

表1-2是联邦储备系统报告成员银行的商业性贷款和证券业贷款两者的比较数字，银行贷款投放的转变程度可以从
中看出。

表1-2 银行资源构成的变化（1920年～1932年）
（单位：百万美元）

	商业性贷款	证券业贷款	总计
1920年10月	9 741	7 451	17 192
1932年5月	6 779	12 498	19 277

整个事件的发展已经证明给股东造成了巨大的灾难，给银行造成了尴尬的局面。借贷最好的方式已经被最差的方式取代了。贷款的安全性和某种程度上发放贷款银行的偿付能力，已经变成受股票市场价格波动的控制，而不是取决于我们大公司的财务能力。

成千上万的股东——他们公司事业的所有者——发现自己今天处于一种荒唐的境地。他们股票的市场价值，例如只有1 000万美元，它的借贷价值最多为800万美元。然而这个公司不仅在其保险柜中有1 500万资金，还能用其数以百万计的其他速动资产作抵押借取更大数额的资金。如果公司的所有者能够真正控制这样一家公司，那么他们不仅能够取出1 500万美元现金，还能够从银行借取500万美元的贷款，同时伴随大量的普通股，拥有一个良好的营业情况。

同一家银行，对以每股10美元贷款给股东犹豫不决，却会很乐意贷款给公司，其所贷款项足以让公司给股东每股支付15美元。

想想两个巨大的反差吧。一方面，一个典

型的标准企业有着大量的现金和信贷资源；另一方面，拥有这家企业的人们将大量的现金注入企业的保险柜，他们却不能借取哪怕是他们所有企业的现金价值的一小部分。

在经济繁荣时期股东对其公司的过分慷慨，与今天公司对其股东的过分吝啬，造成了现在这个结果。

银行在这样一种情况下似乎像合谋作恶的人，但是事实上，他们也是这个环境的受害者——被一个充分构思的系统施加了不利条件，这一系统与当前的实际情况不协调。银行家们受过良好的教育，他们被指示要首先考虑商业性贷款。

但是现在谁是商业性贷款的借款人呢？拥有良好的以往的（如果不是最近的）信贷记录的大公司，他们会因为季节性的原因而要求借款吗？根本不会。这样的公司不需要银行的帮助，他们从股东手中融通资金，并且此时这是一种很好的融资方式。

现在只剩下了三种类型的银行贷款人：（1）规模小的或者私有的企业——其经营情况可能好，也可能不好；（2）在最近繁荣时期甚至还有不良信贷记录的大工业公司；（3）铁路和公用事业企业，他们需要临时性的（现金）融通，这种企业只有依靠永久的融资才能产生效益——这可是经常带来麻烦的源泉。

因此，我们必须认识到，好的商业性贷款将证券抵押贷款的替代既对我们的银行系统有害，也对大批的股东有害。那么这种情况是否有解救的方法呢？当然有解救的方法，而且是一个非常简单的方法。

让公司将其正常经营活动所不需要的多

余资金返还给他们的股东。

这种行动产生的当即效果有利于股东个人，它给付股东资金以满足他的紧急需要或用于他认为合适的用途。第二个结果是，在公众意识到美国企业背后强大的现金资产的同时，受影响股票的价格和证券市场总的价位都会提高。第三个结果是，改善了我们银行结构的平衡，补偿了一大部分好的商业性贷款（特别是当商业重新开始膨胀时），以及使得一定数量被冻结的证券业贷款得以偿还。

现金的返还怎样才能实现呢？更可取的方法是，沿着导致当前困境，在金融方面走过的道路返回。让公司给其股东提供以固定比例和标明价格出售股票的权利，而非提供购买股票的权利。这个价格应当高于当前市价，但是在大多数情况下应该低于每股净速动资产的价值，因此远低于其账面价值。从公司的角度来看，这样打折回购的结果是，盈余数额和剩余每股净资产价值都会提高。

一些公司已经按照这个程序行动，最早行动的一家公司是西蒙斯石油公司（Simms Petroleum）。最近，汉米尔顿羊毛公司（Hamilton Woolen）已经提出以每股65美元的价格购买其1%的外在股份，这一价格大约相当于每股净速动资产的价值，并且比当前市价高得多。这相当于将1929年股东给付的新资金的一大部分返还了。

其他公司已经以未注销股份的特殊方式，将多余的资金返还给股东。无敌汽车公司（Peerless Motors）就是一个典