

目次

訳書の 332 ページ
訳書の 335 ページ
訳書の 403 ページ
訳書の 767 ページ
訳書の 768 ページ
訳書の 807 ページ
訳書の 854 ページ
訳書の 867 ページ
訳書の 881 ページ
訳書の 898 ページ
訳書の 905 ページ
訳書の 942 ページ
訳書の 953 ページ
訳書の 1060 ページ
訳書の 1069 ページ
訳書の 1072 ページ
訳書の 1154 ページ
訳書の 1296 ページ
訳書の 1297 ページ
訳書の 1327 ページ
訳書の 1356 ページ
訳書の 1366 ページ
訳書の 1381 ページ
訳書の 1400 ページ
訳書の 1414 ページ

EXAMPLES OF NORMAL RELATIONSHIP BETWEEN INTEREST COVERAGE AND STOCK-VALUE RATIO

Item	North American Co.	Union Pacific R.R. Co.	United Biscuit Co. of America
Year ended	Dec. 31, 1938	Dec. 31, 1938	Dec. 31, 1938
Balance for interest charges	\$37,663,000	\$32,964,000	\$1,227,000
Interest charges	22,554,000*	14,263,000	297,000
Times earned	1.67	2.31	4.47
Balance for dividends	\$15,109,000	\$18,701,000	\$1,030,000
Preferred dividends	1,819,000	3,982,000	77,000
Balance for common	13,290,000	14,719,000	953,000
Per share	\$1.55	\$6.62	\$2.08
Average per share 1934-1938	1.53	6.82	2.00
Bonded debt	\$438,000,000*	\$355,000,000	\$6,150,000
Preferred stock at market	606,000 sh. @ 56 = \$ 34,000,000	995,000 sh. @ 83 = \$ 83,000,000	11,400 sh. @ 118 = \$1,345,000
Common stock at market	8,571,000 sh. @ 23 = \$195,700,000	2,220,000 sh. @ 98 = \$218,000,000	459,000 sh. @ 16 1/2 = \$7,570,000
Total stock at market	\$239,700,000	\$501,000,000	\$8,915,000
Ratio of stock to bonds	0.51 to 1	0.85 to 1	1.45 to 1

* Includes preferred stock of subsidiary companies and is quoted on bond record (see page 133)

図表11.1 支払利息に対するカバレッジと株式価値比率との通常の関係性の例

項目	ノースアメリカン	ユニオン・パシフィック	ユナイテッド・ビスケット・オブ・アメリカ
年の終了日	1938年12月31日	1938年12月31日	1938年12月31日
利息の支払いに充てられる収益残額	37,663,000ドル	32,964,000ドル	1,327,000ドル
支払利息	22,554,000ドル	14,263,000ドル	297,000ドル
収益の倍率	1.67	2.31	4.47
配当可能な収益残額	15,109,000ドル	18,701,000ドル	1,030,000ドル
優先株配当	1,819,000ドル	3,982,000ドル	77,000ドル
普通株に配当可能な残額	13,290,000ドル	14,719,000ドル	953,000ドル
1株当たり	1.55ドル	6.62ドル	2.08ドル
1934～1938年の平均1株当たり	1.53ドル	6.82ドル	2.00ドル
債券発行借入金	438,000,000ドル	355,000,000ドル	6,150,000ドル
優先株の時価総額	606,000株×56ドル = 34,000,000ドル	995,000株×83ドル = 83,000,000ドル	11,400株×118ドル = 1,345,000ドル
普通株の時価総額	8,571,000株×23ドル = 197,000,000ドル	2,220,000株×98ドル = 218,000,000ドル	459,000株×16.5ドル = 7,570,000ドル
合計株式時価総額	231,000,000ドル	301,000,000ドル	8,915,000ドル
債券に対する株式の比率	0.53対1	0.85対1	1.45対1

子会社の優先株とその要求分を含む（第13章を参照）

図表11.2

企業の種類	金融費用に対する収益の最低倍率（平均カバレッジ）	債券発行負債に対する株式価値の最低比率（株式価値比率）
公益事業	1.75	債券2ドルに対して株式1ドル
鉄道	2	債券1.50ドルに対して株式1ドル
工業	3	債券1ドルに対して株式1ドル

COMPARATIVE EXHIBIT OF TWO BOND ISSUES, SEPTEMBER, 1932

Item	Inland Steel 4 ¹ / ₂ s, due 1978 and 1981 Price 82, yield 5.6%	Crucible Steel 5s, due 1940 Price 60, yield 13.4%
Annual interest charge	\$ 1,890,000	\$ 675,000
Earned for interest by years:		
1932 (first half)	496,000(d)	1,348,000(d)
1931	3,126,000	1,339,000(d)
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 ¹ / ₂ -year average	\$ 7,595,000	\$ 4,400,000
Interest coverage	4.6 times*	7.1 times*
Bonded debt	\$42,000,000	\$13,500,000
Stock value:		
Preferred		250,000 sh. @ 30 = \$7,500,000
Common	1,200,000 sh. @ 20 = \$24,000,000	450,000 sh. @ 17 = \$7,650,000
Total stock value	\$24,000,000	\$15,100,000
Stock-value ratio	0.57 to 1	1.12 to 1

* Adjusted for changes in the funded debt during the period.

1932, the price of 82 for Inland Steel 4¹/₂s put them distinctly in the investment class.) This should be clear if we compare the exhibits of the Inland and Crucible issues. It will be seen that both the earnings coverage and the stock-value ratio were better for the Crucible issue, yet the yield on the latter was twice as high as for the Inland bond. The purchaser of the Inland Steel 4¹/₂s would have to assume not only that the 1932 conditions were transitory—a necessary assumption if there was to be *any* buying of securities—but also (1) that the price of Inland Steel stock was much too low and (2) that the price of Crucible Steel stock issues was much too high. For unless the Inland stock was selling too low, the Inland bonds could not be considered safe; and unless the Crucible shares were selling too high, he would have been much better advised to buy the lower priced Crucible bonds. This would seem to be entirely too complicated and doubtful a basis for a straight bond investment.

\$4,415,000

図表11.4 1932年9月の2つの債券の比較

項目	1978年と1981年が満期の利率4と2分の1%のインランド・スチール債 (価格82ドル、利回り5.6%)	1940年が満期の利率5%のクルーシブル・スチール債 (価格60ドル、利回り13.4%)
年間支払利息	1,890,000ドル	675,000ドル
利払いに充てられる収益		
1932年(最初の半年)	-496,000ドル	-1,348,000ドル
1931年	3,126,000ドル	-1,339,000ドル
1930年	7,793,000ドル	4,542,000ドル
1929年	13,042,000ドル	8,364,000ドル
1928年	10,569,000ドル	5,849,000ドル
1927年	7,482,000ドル	5,844,000ドル
1926年	7,851,000ドル	6,787,000ドル
6.5年の平均	7,595,000ドル	4,441,500ドル
利息のカバレッジ	4.6倍*	7.1倍*
債券発行借入金	42,000,000ドル	13,500,000ドル
株式価値		
優先株		25万株×30ドル = 7,500,000ドル
普通株	120万株×20ドル = 24,000,000ドル	45万株×17ドル = 7,650,000ドル
合計株式価値	24,000,000ドル	15,100,000ドル
株式価値比率	0.57対1	1.12対1

* 期間中の固定負債の変化を調整した。

かわらず、利回りはインランドの債券の2倍もある。インランド・スチールの債券の買い手は、1932年の状況が一時的なものだということだけではなく——これは証券を買おうとするのであれば必要となる仮定である——、①インランド・スチールの株価はあまりにも安い、②クルーシブル・スチールの株価はあまりにも高い——ということも仮定する必要があった。インランドの株式があまりにも安

selling at 125. In the one case the earnings are 25%, and in the other only 16%, on the market price. The dollars-per-share figure loses all comparative value when the par value is less than \$100, or when there is no-par stock with a low dividend rate per share. Earnings of \$18.60 per share in 1931 on S. H. Kress and Company 6% Preferred (par \$10) are of course far more favorable than earnings of \$20 per share on some 7% preferred stock, par \$100.

Calculation of the Stock-value Ratio. The technique of applying this test to preferred stocks is in all respects similar to that of the earnings-coverage test. The bonds, if any, and the preferred stock must be taken together and the total compared with the market price of the common stock only. When calculating the protection behind a bond, the preferred issue is part of the stock equity; but when calculating the protection behind the preferred shares, the common stock is now, of course, the only junior security. In cases where there are both a first and second preferred issue, the second preferred is added to the common stock in calculating the equity behind the first preferred.

EXAMPLE OF CALCULATION OF STOCK-VALUE RATIO FOR PREFERRED STOCKS
PROCTER AND GAMBLE COMPANY

Capitalization	Face amount	Low price 1932	Value at low price in 1932
Bonds	\$10,500,000		
8% pfd. (1st pfd.)	2,250,000	@ 140	\$3,150,000
5% pfd. (2d pfd.)	17,156,000	@ 81	13,900,000
Common	6,140,000*	@ 20	122,800,000

* Par value of shares.

A. Stock-value ratio for bonds	$\frac{3,150,000 + 13,900,000 + 122,800,000}{10,500,000}$	= 13.3	13.3:1
B. Stock-value ratio for 1st pfd.	$\frac{13,900,000 + 122,800,000}{10,500,000 + 3,150,000}$	= 10.4	10.0:1
C. Stock-value ratio for 2d pfd.	$\frac{122,800,000}{10,500,000 + 3,150,000 + 13,900,000}$	= 4.5	4.5:1

6,140,000 × 20 = 122,800,000

(typing mistake?)

図表15.5 P&Gの優先株の株式価値比率の計算例

資本	額面	1932年の安値	1932年の安値での価値
債券	10,500,000ドル		
8%の優先株(第1優先株)	2,250,000ドル	140	3,150,000ドル
5%の優先株(第2優先株)	17,156,000ドル	81	13,900,000ドル
普通株(株数)	6,140,000株	20ドル	122,800,000ドル

A. 債券に対する株式価値比率
 $(3,150,000 + 13,900,000 + 122,800,000) \div 10,500,000 = 13.3 : 1$

B. 第1優先株に対する株式価値比率
 $(13,900,000 + 122,800,000) \div (10,500,000 + 3,150,000) = 10.0 : 1$

C. 第2優先株に対する株式価値比率
 $122,800,000 \div (10,500,000 + 3,150,000 + 13,900,000) = 4.5 : 1$

証券である。第1優先株と第2優先株がある場合には、第1優先株の裏付けとなる資本を計算するときに普通株に第2優先株を足し合わせる。

普通株の市場価値は、優先株の額面と市場価値のどちらと比べるべきだろうか。ほとんどの場合は、どちらの値を使っても大きな違いは生まれない。しかし、額面のない優先株や、アイランド・クリーク・コール・カンパニーの優先株やレミントンランドの第2優先株のような実質的な額面が定められた額面とはまったく異なる株式が増えている(アイランド・クリーク・コールの優先株は額面1ドル、レミントンランドの第2優先株は額面25ドルとされているが、どちらも配当は6ドルであり、清算が発生する場合には1株当たりそれぞれ120ドルと100ドルの価値を持つ。これらの実質的な額面は100ドルだと考えられる。アメリカン・ジンク・リード・スメルティングの5ドルの第1優先株と、6ドルの第2優先株についても同

REPORT OF AMERICAN MACHINE AND METALS, INC., FOR 1931 AND 1932

Item	1932	1931
Income account:		
Net before depreciation and interest	Loss \$ 136,885	Profit \$101,534
Add profit on bonds repurchased	174,278	270,701
Profit, including bonds repurchased	37,393	372,235
Depreciation	87,918	184,562
Bond interest	119,273	140,658
Final net profit or loss	Loss 169,798	Profit 47,015
Charges against capital, capital surplus and earned surplus:		
Deferred moving expense and mine development	111,014	
Provision for losses on:		
Doubtful notes, interest thereon, and claims	600,000	
Inventories	385,000	
Investments	54,999	
Liquidation of subsidiary	39,298	
Depletion of ore reserves	28,406	32,515
Write-down of fixed assets (net)	557,578	
Reduction of ore reserves and mineral rights	681,742	
Federal tax refund, etc.	cr. 7,198	cr. 12,269
Total charges not shown in income account	\$2,450,839	\$20,246
Result shown in income account	dr. 169,798	cr. 47,015
Received from sale of additional stock	cr. 44,000	
Combined change in capital and surplus	dr. \$2,576,637	cr. \$26,769

372,235
(rounding half up?)

much corporate accounting, we reproduce herewith in full the income account and the appended capital and surplus adjustments.

We find again in 1932, as in 1926, the highly objectionable practice of including extraordinary profits in income while charging special losses to surplus. It does not make much difference that in the later year the

図表31.3 1931年と1932年のアメリカン・マシン・アンド・メタルズの報告書

項目	1932年	1931年
収益勘定		
減価償却と利息控除前の純収益	-136,885ドル	101,534ドル
買った債券による利益	174,278ドル	270,701ドル
買った債券を含む利益	37,393ドル	372,235ドル
減価償却費	87,918ドル	184,562ドル
債券利息	119,273ドル	140,658ドル
最終的な純損益	-169,798ドル	47,015ドル
資本金からの控除と資本剰余金、利益剰余金		
繰延移転費用と鉱山開発損失引当金	111,014ドル	
疑わしい手形とその利息、請求権	600,000ドル	
棚卸資産	385,000ドル	
投資	54,999ドル	
子会社の清算	39,298ドル	
予備鉱石の減耗償却	28,406ドル	32,515ドル
固定資産の正味評価損	557,578ドル	
予備鉱石と鉱業権の減少	681,742ドル	
連邦税還付金等	貸方7,198ドル	貸方12,269ドル
損益計算書に示されていない総費用	2,450,839ドル	20,246ドル
損益計算書に示されている業績	借方169,798ドル	借方47,015ドル
追加的な株式の売却による受取額	貸方44,000ドル	
資本金と剰余金の変化の合計	借方2,576,637ドル	貸方26,769ドル

nature of the special profit—gain through repurchase of bonds at less than par—is disclosed in the report. Stockholders and stock buyers for the most part pay attention only to the final figure of earnings per share, as presented by the company; nor are they likely to inquire carefully into the manner in which it is determined. The significance of some of the charges made by this company against surplus in 1932 will be taken up later under the appropriate headings.

Other Nonrecurrent Items. The remaining group of nonrecurrent profit items is not important enough to merit detailed discussion. In most cases it is of minor consequence whether they appear as part of the year's earnings or are credited to surplus where they properly belong.

Examples: Gimbel Brothers included the sum of \$167,660, proceeds of life insurance policies, in income for 1938, designating it as a "non-trading item." On the other hand, United Merchants and Manufacturers, receiving a similar payment of \$1,579,000 in its 1938 fiscal year, more soundly credited it to surplus—although it had sustained a large loss from operations.

Bendix Aviation Corporation reported as income for the year 1929 the sum of \$901,282 received in settlement of a patent suit, and again in 1931 it included in current earnings an amount \$242,656 paid to it as back royalties collected through litigation. The 1932 earnings of Gulf Oil Corporation included the sum of \$5,512,000 representing the value of oil previously in litigation. By means of this item, designated as nonrecurrent it was able to turn a loss of \$2,768,000 into a profit of \$2,743,000. Although tax refunds are regularly shown as credits to surplus only, the accumulated interest received thereon sometimes appears as part of the income account, e.g., \$2,000,000 reported by E. I. du Pont de Nemours and Company in 1926 and an unstated but apparently much larger sum included in the earnings of United States Steel for 1930.

2,744,000

(rounding half up?)

示談で受け取った90万1282ドルを1929年の収益に含め、1931年にも訴訟によって得た未収の特許使用料である24万2656ドルを当期の利益に含めた。1932年のガルフ・オイル・コーポレーションの利益には、かつて係争中だった石油の価値551万2000ドルが含まれていた。一時的とされたこの項目によって、276万8000ドルの損失が274万4000ドルの利益になった。租税還付金はいつも剰余金のみに加えられているが、累積受取利息は、例えば1926年にデュボンが200万ドルを報告したり、公表されていないがこれよりも大きいと考えられる金額をユナイテッド・ステーツ・スチールが1930年の利益に含めたように、収益勘定の一部として現れることがある。

involved in each instance. Like so many other elements in analysis, this point usually requires an investigation going well beyond the reported figures. The following examples will illustrate the type of situation and analysis with which we have been dealing.

Example A: Purity Bakeries Corporation. This large maker of bread and cake operates through a number of subsidiaries, of which one of the largest is Cushman's Sons, Inc., of New York. Cushman's has outstanding \$7 and \$8 cumulative preferred stock, not guaranteed by Purity. The annual reports of Purity are on a consolidated basis and show earnings after deduction of full dividends on those Cushman's preferred shares not owned by Purity, whether earned or paid. The separate reports of Cushman's reveal that between 1934 and 1937 its operations resulted in a considerable loss to Purity, on its accounting basis, viz.:

(000 OMITTED)

Year	Purity net income as reported	Loss of Cushman's after full preferred dividends	Purity earnings excluding Cushman's operations
1937	\$463	\$426	\$489
1936	690	620	1,310
1935	225 (d.)	930	678
1934	209	173	382
Average 4 years	278	537	815
Per share of Purity	0.36	0.71	1.06

The earnings are thus seen to be three times as large excluding Cushman's as they were including Cushman's. Could the analyst have reasoned that the former provides the truer measure of Purity's earning power, since the company can be expected either again to earn money from that subsidiary (as it had earned it in the past up to 1934) or to drop it? The question of inter-corporate relationships would have to be considered. A note in the 1937 report of Cushman's indicated that Purity was making a fairly large service charge in connection with its subsidiaries' operations, which suggests that Cushman's might be of some extra value in absorbing overhead. This matter would call for a careful inquiry.

252(d.)
(typing mistake?)

$$463 + 690 - 225 + 209 = 1137$$

$$1137 \div 4 = 284.2$$

$$463 + 690 - 252 + 209 = 1110$$

$$1110 \div 4 = 277.5$$

図表33.7

年	ビュリティーの報告純利益	優先配当をすべて差し引いたクッシュマンズの損失	クッシュマンズの業績を除いたビュリティーの利益
1937	463,000ドル	426,000ドル	889,000ドル
1936	690,000ドル	620,000ドル	1,310,000ドル
1935	-252,000ドル	930,000ドル	678,000ドル
1934	209,000ドル	173,000ドル	382,000ドル
4年平均	278,000ドル	537,000ドル	815,000ドル
1株当たり	0.36ドル	0.71ドル	1.06ドル

例B リーハイ・コール・アンド・ナビゲーション・カンパニー

この企業にはさまざまな収益源があったが、そのなかでも主要なのはセントラル・レールロード・オブ・ニュージャージーへの年間226万8000ドルでの鉄道資産のリースだった。2番目に大きな保有資産は無煙炭鉱山だが、これは1930年から損失を出している。1937年時点で、この損失はリーハイ株1株当たりおよそ90ドルに相当した。結果として、この企業はその年に連結で30万6000ドルの純損失を報告したが、これに対して親会社基準での利益は112万5000ドル、1株当たりでは64セントだった。

しかしこの事例では、アナリストはリーハイが鉱山資産を保有していることを理由に、その資産を保有していなかった場合よりもリーハイ株の価値が低くなっていると問題なく想定することはできなかっただろう。鉱山の経営によって、鉄道部門にかなりの重量が供給されていた。もし鉱山が閉鎖されれば、特に過去数年間において借り手路線の業績が悪かったため、ジャージー・セントラルの年間の賃料を支払う能力は大きく損なわれていただろう。実際、その後ジャージー・セントラルによって、リーハイ・コール・アンド・ナ

would such a conclusion be justified from a business standpoint? The question will turn, as in our hypothetical examples, upon the correctness of the depreciation charges. The following data will throw additional light upon this aspect of the Eureka Pipe Line's record (figures in thousands):

Year	Depreciation charged for cash	Actually expended for plant replacements, etc.	Depreciation charge assumed	Earnings after depreciation	Surplus adjustments	Total cash available for owner's operations	Dividend paid	Added to cash paid
1924	\$114	\$75	\$219	\$4,410	\$4,191	\$4,191	\$230	\$4,061
1925	98	111	240	4,240	4,000	4,000	270	3,730
1926	86	194	25	4,410	4,385	4,385	330	4,055
3-year average	97	126	161	4,353	4,192	4,192	276	3,916

437

$314 + 498 + 500 = 1312$

$1312 \div 3 = 437.33$

We find that the expenditures on property account averaged only \$73,000 per annum, so that there was available *in actual cash* the sum of \$368,000 per annum to be added to working capital or used for dividends (which were charged against previously accumulated surplus). It is clear that this business had been a producer of cash income for the owners, and for that reason it had substantial going-concern value, although the high depreciation charges made it appear that there was none.

How to Determine the Proper Depreciation Charge. In this case, therefore, as in our hypothetical example, the investor or the analyst must reject the company's basis for depreciation and endeavor to establish some other basis more consonant with the actual conditions of the business. How can the proper charge be determined? The answer was given without difficulty for the trucking companies, because we knew just what depreciation had to be allowed for in order to maintain these enterprises in operation. But in practice such exact knowledge is hardly ever available. We do not know how long the Eureka Pipe Line's fixed assets will last or how much it would cost to replace them. The best we can do is to formulate some rough estimates based on the discoverable facts. The only virtue of these estimates may be that they are in all probability closer to the mark than the company's figures, which we realize are untenable.

Concept of "Expended Depreciation." Taking a business attitude towards the Eureka Pipe Line's exhibit, it is evident at the start that the depreciation allowance should be *not less* than the average expenditures made on the property. The primary reason for reducing the company's

図表36.5

年	当期減価償却費	設備の交換などで実際に支出された費用	支出されていない減価償却費	減価償却後利益	剰余金の調整	当期の経営から得られる現金の合計	支払配当金	正味当座資産の増分
1924	314ドル	75ドル	239ドル	-14ドル	貸方38ドル	263ドル	350ドル	-87ドル
1925	498ドル	-51ドル	549ドル	43ドル	借方43ドル	549ドル	200ドル	349ドル
1926	500ドル	194ドル	306ドル	-14ドル		292ドル	200ドル	92ドル
3年平均	437ドル	73ドル	365ドル	5ドル	借方2ドル	368ドル	250ドル	118ドル

注＝単位は1000ドル

業の数字よりも望ましい水準に近いことだろう。

「消費された減価償却費」という考え方 ユーリカ・パイプラインの実績に対して事業としての考え方をを用いると、まずは減価償却引当金が資産に対する平均支出額以上になるべきだということが明らかになる。企業の減価償却費を減らす主な理由は、経営を通じて得られる現金を適切に反映していないからだ。新しい固定資産を含む資産勘定に対する支出は実質的に現金として得られない減価償却引当金の一部を表しているため、その部分は事業を行ううえで最低限考慮しなければならない金額だと考えるべきだ。この項目を消費された減価償却費と呼ぼう。資産勘定の増加が当期の減価償却費を上回っていれば、減価償却費がすべて「消費」されたと考える必要がある。ユーリカ・パイプラインの場合、この支出は1924～1926年の3年間で平均7万3000ドルだった。このことから結論を導くには、この期間はあまりにも短い。しかし、より長い期間で見ると、ユーリカの業績が偶然にもおよそ同じものであるため、1924～1926年の数字を計算の基準として使ってもよいだろう（「消費された減価償

[500] SECURITY ANALYSIS

HOMESTAKE MINING COMPANY

Item	1938		1925	
	Amount	Per share	Amount	Per share
Gross earnings	\$ 19,496,000	\$97.0	\$ 6,080,000	\$24.32
Net earnings before depreciation and depletion	10,605,000	53.0	1,894,000	7.58
Depreciation and depletion	3,664,000	18.3	1,330,000	5.32
Balance for dividends	6,941,000	34.7	564,000	2.25
Market price (in March of following year)	63		50	
Market value of enterprise*	\$126,000,000		\$12,500,000	
% earned on market value	5.5%		4.5%	

* 1925年株数に1938年株数を100%

The Purchaser's Amortization Calculation. The purchaser's amortization rate would therefore have to be somewhere between 5 and 9% annually on his \$10,000,000 cost price for the mine. How this would work out is shown in the table on p. 501, which includes a corresponding analysis of the March 1939 situation. The same maximum and minimum figures for expected life are used in both cases because the reported ore reserves continued to show a life of at least 11 years.

From the business standpoint, the showing for 1925 (assuming it could be expected to continue) would indicate a satisfactory return on the investment at \$50 per share. This is by no means true, so far as the available facts are concerned, when dealing with the 1938 earnings and the related price of about 63. The company's amortization charges for 1925 were considerably higher than required by a purchase of the shares at 50; but on the other hand the buyer at 63 could not be at all sure that the company's charges for 1938, even though increased over 1925, would be adequate to amortize his investment.⁸

⁸ In the 1934 edition we used here the 1933 earnings of Homestake and its price of 38 1/2 in March 1934 (equivalent to 45 after the 5 to 1 split-up in 1937). The rise of Homestake's price between 1933 and 1939 was somewhat less than that of industrial companies generally.

\$9.75

5.30

1.83

3.47

$$9.75 \times 2,000,000 = 19,500,000$$

図表36.10 ホームステーク・マイニング・カンパニー

項目	1938年		1925年	
	金額	1株当たり	金額	1株当たり
総利益	19,496,000ドル	9.75ドル	6,080,000ドル	24.32ドル
減価償却・減耗償却前純利益	10,605,000ドル	5.30ドル	1,894,000ドル	7.58ドル
減価償却費・減耗償却費	3,664,000ドル	1.83ドル	1,330,000ドル	5.32ドル
配当に充てられる残額	6,941,000ドル	3.47ドル	564,000ドル	2.25ドル
翌年3月の市場価格	63ドル		50ドル	
企業の時価総額*	126,000,000ドル		12,500,000ドル	
時価総額に対する利益の割合	5.5%		4.5%	

* 1925年の株数は25万株、1938年は200万株

を示していた。採掘されるのとはほとんど同じ量の新しい鉱石が継続的に開発されていたため、耐用年数が最低限の数字よりもずっと長くなると考える十分な理由があった。しかし、それが20年以上であるという考えは保守的ではなかった。この種の鉱山事業では、設備が鉱山と同じだけ持続して、その後解体されるという考えに基づいて、鉱山に関連する機械などの設備には通常、同様の償却率を適用するべきだ。

買い手による償却費の計算

したがって、買い手の償却率は鉱山の原価1000万ドルに対して5～9%の間とするべきだろう。これがどのような働きをするかということは、1939年3月の状況に関する同様の分析を含む図表36.11で示されている。埋蔵鉱石の可採年数が少なくとも11年あ

ADJUSTED EARNINGS PER SHARE 1923-1932

Year	S. H. Kress	Hudson Motors
1932	\$2.80	\$3.54(d)
1931	4.19	1.25(d)
1930	4.49	0.20
1929	5.92	7.26
1928	5.76	8.43
1927	5.26	9.04
1926	4.65	3.37
1925	4.12	13.39
1924	3.06	5.09
1923	3.39	5.56
10-year average	\$4.36	\$ 4.75

The average earnings of about \$4.50 per share shown by S. H. Kress and Company can truly be called its "indicated earning power," for the reason that the figures of each separate year show only moderate variations from this norm. On the other hand the Hudson Motors average of \$4.75 per share is merely an abstraction from ten widely varying figures, and there was no convincing reason to believe that the earnings from 1933 onward would bear a recognizable relationship to this average. A similar conclusion was drawn from our discussion of the exhibit of J. I. Case Company on page 65.

These conclusions, reached in 1933, are supported by the results of the six years following:

EARNINGS PER SHARE

Year	S. H. Kress ¹	Hudson Motors	J. I. Case
1933	\$4.23	\$2.87(d)	\$14.66(d)
1934	4.76	2.10(d)	7.38(d)
1935	4.63	0.38	5.70
1936	4.62	2.14	12.37
1937	4.62	0.42	19.20
1938	2.76	2.94(d)	8.89
1939	3.86	0.86(d)	1.87(d)

¹ Stated on basis of old capitalization, before 2-for-1 split-up in 1936.

図表37.1 1923～1932年の調整済みEPS

年	S・H・クレス	ハドソン・モーターズ
1932	2.80ドル	-3.54ドル
1931	4.19ドル	-1.25ドル
1930	4.49ドル	0.20ドル
1929	5.92ドル	7.26ドル
1928	5.76ドル	8.43ドル
1927	5.26ドル	9.04ドル
1926	4.65ドル	3.37ドル
1925	4.12ドル	13.39ドル
1924	3.06ドル	5.09ドル
1923	3.39ドル	5.56ドル
10年平均	4.36ドル	4.75ドル

予想を組み合わせたものだ。実績には、何年間もの収益が含まれなければならない。その理由は、第1に継続的だったり繰り返し起こったりする結果は1回の出来事よりも常に印象的であり、そして第2に長期の平均は景気循環によってゆがめられた影響を吸収して平準化する傾向があるからだ。

しかし、単に離ればなれの数字を寄せ集めたものを計算した結果である平均値と、毎年の業績が平均に近づく傾向があるという明確な傾向を示すという意味で「通常の」平均値や「最頻の」平均値とは区別しなければならない。一方の収益力ともう一方の収益力との対比は、図表37.1によって明らかになるだろう。

S・H・クレス・アンド・カンパニーのEPS（1株当たり利益）がおおよそ4.36ドルというのは、真に「示唆される収益力」と呼ぶことができるだろう。各年の数字がこの基準からわずかしき離れていないからだ。その一方、ハドソン・モーターズのEPSが4.75ドルというのは、単に10年分の大きく変動する数字から導き出されたもの

[478]

SECURITY ANALYSIS

Company	Earnings per share in successive years							Average of 7 years	Trend
	1st	2nd	3d	4th	5th	6th	7th (current)		
A	\$1	\$2	\$3	\$4	\$5	\$6	\$7	\$4	Favorable
B	\$1	\$1	\$1	\$1	\$1	\$1	\$1	\$1	Neutral
C	\$13	\$12	\$11	\$10	\$9	\$8	\$7	\$10	Bad

On the basis of these figures the better the trend, when compared with the same current earnings (in this case \$7 per share), the poorer the average and the higher the average the poorer the trend. They suggest an important question respecting the theoretical and practical interpretation of earnings records: Is not the trend at least as significant for the future as the average? Concretely, in judging the probable performance of Companies A and C over the next five years, would not there be more reason to think in terms of a sequence of \$8, \$9, \$10, \$11, and \$12 for A and a sequence of \$7, \$6, \$5, \$4, and \$3 for C rather than in terms of the past average of \$4 for A and \$10 for C?

The answer to this problem derives from common sense rather than from formal or *a priori* logic. The favorable trend of Company A's results must certainly be taken into account, but not by a mere automatic projection of the line of growth into the distant future. On the contrary, it must be remembered that the automatic or normal economic forces militate against the indefinite continuance of a given trend.³ Competition, regulation, the law of diminishing returns, etc., are powerful foes to unlimited expansion, and in smaller degree opposite elements may operate to check a continued decline. Hence instead of taking the maintenance of a favorable trend for granted—as the stock market is wont to do—the analyst must approach the matter with caution, seeking to determine the causes of the superior showing and to weigh the specific elements of strength in the company's position against the general obstacles in the way of continued growth.

Attitude of Analyst Where Trend Is Upward. If such a qualitative study leads to a favorable verdict—as frequently it should—the analyst's philosophy must still impel him to base his investment valuation on an assumed earning power no larger than the company has already achieved in a

\$3, \$4, \$5, \$6, and \$7

\$11, \$10, \$9, \$8, and \$7

³ See our discussions of the Schletter and Zander example in Chap. 27.

図表37.4

企業	各年のEPS						7年目 (現在)	7年間の 平均	トレンド
	1年目	2年目	3年目	4年目	5年目	6年目			
A	1ドル	2ドル	3ドル	4ドル	5ドル	6ドル	7ドル	4ドル	良い
B	7ドル	7ドル	7ドル	7ドル	7ドル	7ドル	7ドル	7ドル	中立
C	13ドル	12ドル	11ドル	10ドル	9ドル	8ドル	7ドル	10ドル	悪い

ドに基づいた価値評価が算術的な基準に従っていないためにあまりにも誇張されやすいことだった。利益の実績に適用するうえでは、平均とトレンドという概念の間には根本的な対立がある。このことを図表37.4の単純化された例によって示す。

この事例でEPSが7ドルで等しい企業を比べると、トレンドが良いほど平均値は低く、平均値が高いほどトレンドは悪い。これは、EPSの実績の理論的解釈と実践的な解釈について重要な問題を提示している。トレンドは、少なくとも平均と同じくらいには将来に対する重要性を持っているのではないだろうか。具体的に言えば、今後5年間に起こるA社とC社の業績を判断するとき、A社の4ドルとC社の10ドルという過去7年間の平均だけを取り上げるよりも、A社の3ドル、4ドル、5ドル、6ドル、7ドルと、C社の11ドル、10ドル、9ドル、8ドル、7ドルという一連のEPSから考えるほうが合理的ではないのだろうか。

この問題に対する答えは、秩序だった先見の論理ではなく常識から導かれる。A社の業績の優れたトレンドは考慮されるべきだが、成長を単に機械的に遠い将来へと直線的に投影してはならない。それどころか経済に働く自動的な力や正常な力は、所与のトレンドがいつまでも続くのを妨げるように機能するということを覚えておく必要がある（第27章のシュレッター・アンド・ザンダーの例に関す

dividends of \$2.50 per share, after which both classes share equally in further dividends. In addition, successive blocks of the restricted stock were to be released from the restriction according as the earnings for 1925 and successive years reached certain stipulated figures. (To the end of 1938, a total of 239,951 shares had been thus released.)

ADJUSTED EARNINGS: TRICO PRODUCTS CORPORATION¹

Year	Earnings for common	Earned per share on unrestricted stock		
		A. Ignoring restricted shares	B. Maximum distribution on unrestricted shares	C. Allowing for release of restricted shares (i.e., on total capitalization)
1929	\$2,250,000	\$6.67	\$4.58	\$3.33
1930	1,908,000	5.09	3.94	2.83
1931	1,763,000	4.70	3.72	2.61
1932	965,000	2.57	2.54	1.44
1933	1,418,000	3.78	3.21	2.10
1934	1,772,000	4.72	3.74	2.67
1935	3,567,000	9.84	6.52	5.38
1936	4,185,000	9.75	7.25	6.39
1937	3,792,000	8.97	6.82	5.99
1938	2,320,000	5.56	4.53	3.70
10-year average	\$2,394,000	\$6.17	\$4.69	\$3.64

¹ The calculations for the years 1935-1938 have been affected by repurchases of unrestricted shares by the corporation.

In the above table Column C supplies the soundest measure of the earning power shown for the unrestricted shares. Column A is irrelevant.

A situation similar to that in Trico Products Corporation obtained in the case of Montana Power Company stock prior to June 1921.

General Rule. The material in the last few pages may be summarized in the following general rule:

The intrinsic value of a common stock preceded by convertible securities, or subject to dilution through the exercise of stock options or through participating privileges enjoyed by other security holders, cannot reasonably be appraised at a higher figure than would be justified if all such privileges were exercised in full.

図表39.5 調整済み利益——トリコ・プロダクツ・コーポレーション*

年	普通株に充てられる利益	無制限株式の EPS		
		A. 制限付き株式を無視した場合	B. 無制限株式に対する分配の最大値	C. 制限付き株式の免除を考慮した場合 (資本すべてを考慮した場合)
1929	2,250,000ドル	6.67ドル	4.58ドル	3.33ドル
1930	1,908,000ドル	5.09ドル	3.94ドル	2.83ドル
1931	1,763,000ドル	4.70ドル	3.72ドル	2.61ドル
1932	965,000ドル	2.57ドル	2.54ドル	1.44ドル
1933	1,418,000ドル	3.78ドル	3.21ドル	2.10ドル
1934	1,772,000ドル	4.72ドル	3.74ドル	2.67ドル
1935	3,567,000ドル	9.84ドル	6.52ドル	5.38ドル
1936	4,185,000ドル	9.75ドル	7.25ドル	6.39ドル
1937	3,792,000ドル	8.97ドル	6.82ドル	5.99ドル
1938	2,320,000ドル	5.56ドル	4.53ドル	3.70ドル
10年平均	2,394,000ドル	6.17ドル	4.69ドル	3.64ドル

* 1935～1938年の計算は企業の無制限株式の買いの影響を受けている

を完全に認識しなければならない。投資信託の場合に存在するような、利益の大部分を報酬として払い出す経営契約の影響も同様に考慮する必要がある。配当が利益などの項目に左右される「制限付き株式」では、異例な状況となる場合がある。

例 自動車付属品の大手メーカーであるトリコ・プロダクツ・コーポレーションの資本は67万5000株の普通株からなり、そのうち社長が保有していた45万株は配当に関してもともと「制限」が付いていた。初めに無制限の株式が1株当たり2.50ドルの配当を受け取ることができ、そのあとに両種の株式がそれ以上の配当を等しく分け合う。さらに一連の制限付き株式は、1925年以降の利益が定められた水準に達した場合に制限を免除されることになっていた。1938年

to sell at relatively high values in the aggregate during good times or good markets. Conversely, of course, they may be subject to a greater degree of undervaluation in depression. There is, however, a real advantage in the fact that such issues, when selling on a deflated basis, can advance much further than they can decline.

AMERICAN WATER WORKS AND ELECTRIC COMPANY

Item	1921	1923	1924	1929	Ratio of 1929 figures to 1921 figures
Gross earnings*	\$20,574	\$36,380	\$38,356	\$54,119	2.63:1
Net tax charges*	6,892	12,684	13,770	22,776	3.44:1
Fixed charges and preferred dividends*	6,353	11,315	12,780	16,154	2.54:1
Balance for common*	339	1,369	990	6,622	19.53:1
1921 basis†					
Number of shares of common	92,000	100,000	100,000	130,000	1.41:1
Earned per share	\$3.68	\$13.69	\$9.90	\$51.00	13.86:1
High price of common	6 1/2	44 1/4	209	about 2500	385.00:1
% earned on high price of common	56.6%	30.6%	4.7%	2.04%	0.037:1
As reported:					
Number of shares of common	92,000	100,000	500,000	1,657,000	
Earned per share	\$3.68	\$13.69	\$1.98	\$4.00	
High price of common	6 1/2	44 1/4	41 7/8	199	

* In thousands.

† Number of shares and price adjusted to eliminate effect of stock dividends and splits.

The record of American Water Works and Electric Company common stock between 1921 and 1929 presents an almost fabulous picture of enhancement in value, a great part of which was due to the influence of a highly speculative capitalization structure. Four annual exhibits during this period are summarized in the table above.

The purchaser of 1 share of American Water Works common stock at the high price of 6 1/2 in 1921, if he retained the distributions made in

3.40:1

22776 ÷ 6692 = 3.403

0.036:1

2.04 ÷ 56.6 = 0.03604

図表40.3 アメリカン・ウォーター・ワークス・アンド・エレクトリック・カンパニー

項目	1921年	1923年	1924年	1929年	1921年の値に対する1929年の値の比率
粗利益*	20,574ドル	36,380ドル	38,356ドル	54,119ドル	2.63:1
固定費用に充てられる純利益*	6,692ドル	12,684ドル	13,770ドル	22,776ドル	3.40:1
固定費用と優先配当*	6,353ドル	11,315ドル	12,780ドル	16,154ドル	2.54:1
普通株に充てられる残額*	339ドル	1,369ドル	990ドル	6,622ドル	19.53:1
1921年基準**					
普通株の株数	92,000株	100,000株	100,000株	130,000株	1.41:1
EPS	3.68ドル	13.69ドル	9.90ドル	51.00ドル	13.86:1
普通株の高値	6.5ドル	44.75ドル	209ドル	約2500ドル	385.00:1
普通株の高値に対する利益の割合	56.6%	30.6%	4.7%	2.04%	0.036:1
報告された値					
普通株の株数	92,000株	100,000株	500,000株	1,657,000株	
EPS	3.68ドル	13.69ドル	1.98ドル	4.00ドル	
普通株の高値	6.5ドル	44.75ドル	41.875ドル	199ドル	

* 単位は1000ドル

** 株数と株価は株式配当と分割の影響を取り除くように調整

レクトリック・カンパニーの普通株の実績は、驚くべきとも言えるほど価値が増加する状況を示しているが、その大部分は非常に投機的な資本構成の影響によるものだった。この期間中の4年分の実績を図表40.3にまとめている。

アメリカン・ウォーター・ワークスの普通株を6.5ドルという1921年の高値で1株買った場合、株式の分配を持ち続けていれば、この普通株が199ドルの高値を付けた1929年にはおよそ12.5株を保有していたことになる。初めの6.5ドルはおよそ2500ドルへと増えた。普通株の市場価値がこのようにおよそ400倍になった一方、粗利益は2.6倍にしかっていない。このように普通株の価値が不釣り合

The position of this company on June 30, 1933, was evidently much less comfortable than a year before, and, judged by the usual standards, it might appear somewhat overextended. But in this case the increase in payables represented a return to the normal practice in the vegetable-oil industry, under which fairly large seasonal borrowings are regularly incurred to carry grain and flaxseed supplies. Upon investigation, therefore, the analyst would not consider the financial condition shown in the 1933 balance sheet as in any sense disturbing.

Contrasting examples on this point are supplied by Douglas Aircraft Company and Stokely Brothers and Company in 1936-1938.

A WORKING-CAPITAL COMPARISON (000 OMITTED)

Items	Stokely Brothers and Company			Douglas Aircraft Company		
	May 31, 1936	May 31, 1937	May 31, 1938	Nov. 30, 1936	Nov. 30, 1937	Nov. 30, 1938
Current assets:						
Cash and receivables	\$2,274	\$2,176	\$1,827	\$2,885	\$ 2,559	\$4,673
Inventories	5,282	7,323	6,034	6,392	12,240	4,084
Total	\$7,556	\$9,499	\$7,861	\$9,277	\$14,799	\$8,757
Current liabilities:						
Notes payable	\$2,000	\$2,000	\$2,500	\$1,390	\$ 5,230	
Other	1,527	1,286	1,320	1,179	3,183	2,129
Total	\$3,527	\$3,286	\$3,820	\$2,569	\$ 8,413	\$2,129
Bank loans due 1-3 years						
Total current liabilities plus 1-3 year notes	3,527	3,286	3,820	2,569	8,413	2,129
Net earnings for year	1,382	353(d)	713(d)	976	1,082	2,147

The situation in Douglas Aircraft in 1937 was not a seasonal matter, as in the case of Archer-Daniels-Midland, but grew out of the receipt of certain types of orders requiring considerable working capital. Upon inquiry the investor could have satisfied himself that the need for bank accommodation was likely to be temporary and that, in any event, the new business was sufficiently profitable to make any necessary financing an easy affair. The Stokely picture was quite different, since the large current debt had

\$7,861

$1,827 + 6,034 = 7,861$

\$14,799

$2,559 + 12,240 = 14,799$

図表45.2 運転資本の比較

項目	ストークリー・ブラザーズ			ダグラス・エアクラフト		
	1936/5/31	1937/5/31	1938/5/31	1936/11/30	1937/11/30	1938/11/30
流動資産						
現金と売掛金	2,274ドル	2,176ドル	1,827ドル	2,885ドル	2,559ドル	4,673ドル
棚卸資産	5,282ドル	7,323ドル	6,034ドル	6,392ドル	12,240ドル	4,084ドル
合計	7,556ドル	9,499ドル	7,861ドル	9,277ドル	14,799ドル	8,757ドル
流動負債						
手形借入金	2,000ドル	2,000ドル	2,500ドル	1,390ドル	5,230ドル	
その他	1,527ドル	1,286ドル	1,320ドル	1,179ドル	3,183ドル	2,129ドル
合計	3,527ドル	3,286ドル	3,820ドル	2,569ドル	8,413ドル	2,129ドル
1～3年のうちに返済する銀行借入金		3,000ドル	3,000ドル			
1～3年の手形を加えた総流動負債	3,527ドル	6,286ドル	6,820ドル	2,569ドル	8,413ドル	2,129ドル
1年間の純利益	1,382ドル	-353ドル	-713ドル	976ドル	1,082ドル	2,147ドル

注＝単位は1000ドル

る財務状況が気になりなものととは考えないだろう。

この点に関して対照的な例は、1936～1938年のダグラス・エアクラフト・カンパニーとストークリー・ブラザーズ・アンド・カンパニーである（図表45.2）。

1937年のダグラス・エアクラフトの状況は、アーチャー・ダニエルズ・ミッドランドの事例のように季節的なものではなく、相当の運転資本を必要とするような発注の収益から生じた。調査をした投資家は、銀行借入金が一時的なものである可能性が高く、新たな事業は必要な資金調達を容易にするのに十分なほどの収益性があると

earnings of American Commercial Alcohol Corporation for 1931 and 1932. As an example covering a larger stretch of years we submit the following contrast between the average earnings of United States Industrial Alcohol Company for the ten years 1929-1938, as shown by the reported per-share figures and as indicated by the changes in its net worth in the balance sheet.

U. S. INDUSTRIAL ALCOHOL COMPANY, 1929-1938

I. NET EARNINGS AS REPORTED

		*per share: \$12.63
1929	\$4,721,000	
1930	1,105,000	2.95
1931	1,834,000(d)	4.90(d)
1932	176,000	0.47
1933	1,393,000	3.56
1934	1,580,000	4.03
1935	844,000	2.15
1936	78,000	0.20
1937	456,000(d)	1.17(d)
1938	668,000(d)	1.71(d)
Total for 10 years	\$6,782,000	\$18.21

* As stated in the company's annual reports.

2. DISCREPANCY BETWEEN EARNINGS AS ABOVE AND CHANGES IN THE SURPLUS ACCOUNT

Net earnings 1929-1938, as reported	\$6,782,000
Less dividends paid	5,959,000
(A) Indicated balance to surplus	823,000
Earned surplus Dec. 31, 1928	14,214,000
Less charge @ write-down of plant account to \$1 in 1933	455,000
Earned surplus Dec. 31, 1928, as adjusted	13,759,000
Earned surplus and contingency reserve, Dec. 31, 1938	5,736,000
(B) Decrease in surplus on balance sheet	8,023,000
Discrepancy between earnings shown in income accounts and those indicated by balance sheets	\$ 8,846,000

3. EXPLANATION OF DISCREPANCY

Charges made to surplus and not deducted in income account:

from which earnings per share were computed by company:

Mark-down of inventory	\$4,500,000
Charge-off and write-down of various assets	3,969,000
Miscellaneous adjustments, net	377,000
	\$8,846,000

\$6,939,000

980,000

図表45.3 US・インダストリアル・アルコール (1929~1938年)

	1. 純利益	EPS*
1929年	4,721,000ドル	12.63ドル
1930年	1,105,000ドル	2.95ドル
1931年	-1,834,000ドル	-4.90ドル
1932年	176,000ドル	0.47ドル
1933年	1,393,000ドル	3.56ドル
1934年	1,580,000ドル	4.03ドル
1935年	844,000ドル	2.15ドル
1936年	78,000ドル	0.20ドル
1937年	-456,000ドル	-1.17ドル
1938年	-668,000ドル	-1.71ドル
10年間の合計	6,939,000ドル	18.21ドル

* 企業の年次報告書に記載されている数値

2. 上記の利益と剰余金勘定の変化の差異

報告基準の1929~1938年の純利益	6,939,000ドル
支払配当金の控除	5,959,000ドル
A. 報告書に示された剰余金に対する残額	980,000ドル
1928年12月31日の利益剰余金	14,214,000ドル
1933年に設備勘定を1ドルへと切り下げたことによる費用の控除	455,000ドル
1928年12月31日の修正後利益剰余金	13,759,000ドル
1938年12月31日の利益剰余金と偶発損失積立金	5,736,000ドル
B. 貸借対照表上の剰余金の減少	8,023,000ドル
損益計算書に示された利益と貸借対照表が示す利益の差異	8,846,000ドル

3. 差異の説明

剰余金からは差し引かれたが、企業がEPSを計算した損益計算書では控除されていない費用

棚卸資産評価損	4,500,000ドル
さまざまな資産の償却と評価損	3,969,000ドル
さまざまな調整の正味金額	377,000ドル
	8,846,000ドル

Chap. 43, in the comparison of the 1929–1932 balance sheets of Manhattan Shirt Company and Hupp Motor Car Corporation respectively. A similar comparison is shown below, covering the exhibit of Plymouth Cordage Company and H. R. Mallinson and Company during the same period, 1929–1932.

Examples:

Item	Plymouth Cordage Co.	H. R. Mallinson & Co.
Earnings reported:		
1930	\$ 288,000	\$1,457,000(d)
1931	25,000	561,000(d)
1932	231,000(d)	200,000(d)
Total (3 years) profit	\$ 544,000	\$2,218,000(d)
Dividends	1,348,000	66,000
Charges to surplus and reserves	2,733,000	116,000
Decrease in surplus and reserve for 3 years	\$4,001,000	\$2,400,000

\$7,293

$3,784 + 668 + 3,150 - 309 = 7,293$

COMPARATIVE BALANCE SHEETS (000 OMITTED)				
Item	Plymouth Cordage		H. R. Mallinson	
	Sept. 30, 1929	Sept. 30, 1932	Dec. 31, 1929	Dec. 31, 1932
Fixed and miscellaneous assets (net)	\$ 7,211	\$ 5,157	\$2,539	\$2,224
Cash assets	1,721	5,784	526	20
Receivables	1,156	668	1,177	170
Inventories	8,059	3,150	3,060	621
Total assets	18,147	12,759	7,302	3,035
Current liabilities	\$ 982	\$ 309	\$2,292	\$ 486
Preferred stock			1,342	1,281
Common stock	8,108	7,394	500	500
Surplus and miscellaneous reserves	9,057	5,056	3,168	768
Total liabilities	18,147	12,759	7,302	3,035
Net current assets	\$ 9,954	\$ 7,293	\$2,471	\$ 325
Net current assets excluding inventory	1,895	4,143	589(d)	296(d)

\$325

$20 + 170 + 621 - 486 = 325$

296(d)

$325 - 621 = 296(d)$

* Including \$12,000 of "deferred" liabilities.

図表45.4

項目	プリマス・コーデージ	H・R・マリンソン
報告利益		
1930年	288,000ドル	-1,457,000ドル
1931年	25,000ドル	-561,000ドル
1932年	-233,000ドル	-200,000ドル
3年間の合計利益	80,000ドル	-2,218,000ドル
配当	1,348,000ドル	66,000ドル
剰余金と準備金からの差引額	2,733,000ドル	116,000ドル
3年間での剰余金と準備金の減少	4,001,000ドル	2,400,000ドル

貸借対照表の比較

項目	プリマス・コーデージ		H・R・マリンソン	
	1929/9/30	1932/9/30	1929/12/31	1932/12/31
固定資産と雑資産（正味価額）	7,211ドル	5,157ドル	2,539ドル	2,224ドル
現金資産	1,721ドル	5,784ドル	526ドル	20ドル
売掛金	1,156ドル	668ドル	1,177ドル	170ドル
棚卸資産	8,059ドル	3,150ドル	3,060ドル	621ドル
総資産	18,147ドル	12,759ドル	7,302ドル	3,035ドル
流動負債	982ドル	309ドル	2,292ドル	486ドル*
優先株			1,342ドル	1,281ドル
普通株	8,108ドル	7,394ドル	500ドル	500ドル
剰余金とさまざまな準備金	9,057ドル	5,056ドル	3,168ドル	768ドル
総負債	18,147ドル	12,759ドル	7,302ドル	3,035ドル
正味流動資産	9,954ドル	7,293ドル	2,471ドル	325ドル
棚卸資産を除く正味流動資産	1,895ドル	4,143ドル	-589ドル	-296ドル

注＝単位は1000ドル

* 3万2000ドルの「繰越負債」を含む

value for the company's supervisory and construction business." The public did not stop to reflect that a considerable part of this "book value" was based upon an essentially fictitious market quotation for an asset that the company had received for nothing only a few years before (as a bonus with American and Foreign Power Second Preferred stock).

This exploitation of the warrants had a peculiar vitality which made itself felt even in the depth of the depression in 1932-1933. Time having brought its usual revenge, the once dazzling American and Foreign Power Company had trembled on the brink of receivership, as shown by a price of only 15 1/4 for its 5% bonds. Nevertheless, in November 1933 the highly unsubstantial warrants still commanded an aggregate market quotation of nearly \$50,000,000, a figure that bore a ridiculous relationship to the exceedingly low values placed upon the senior securities. The following table shows how absurd this situation was, the more so since it existed in a time of deflated stock prices, when relative values are presumably subjected to more critical appraisal.

(000 OMITTED IN MARKET VALUE)

Issue	Amount outstanding	Price Nov. 1933	Total market value, 1933	Price Dec. 31, 1938	Total market value, 1938
5% Debentures	\$50,000	40	\$20,000	53	26,500
\$7 First Preferred shares	480	21	10,100	19 7/8	9,500
\$6 First Preferred shares	387	15	5,800	15	5,800
\$7 Second Preferred shares	2,655	12	31,900	9 1/4	24,600
Common shares	1,850	10	18,500	3 1/2	6,500
Warrants shares	6,874	7	48,100	1	6,900

By the end of 1938, as the table indicates, a good part of the absurdity had been corrected.

Some Holding Companies Not Guilty of Excessive Pyramiding. To avoid creating a false impression, we must point out that, although pyramiding is usually effected by means of holding companies, it does not follow that all holding companies are created for this purpose and are therefore reprehensible. The holding company is often utilized for entirely legitimate purposes, e.g., to permit unified and economical operations of

9,500

$480 \times 19 \frac{7}{8} = 9,540$

24,600

$2,655 \times 9 \frac{1}{4} = 24,558$

図表48.3

証券	発行済み株式数 (申し込み単位)	1933年11月時点の価格	1933年の時価総額	1938年12月31日時点の価格	1938年の時価総額
利率5%の社債	50,000,000	40ドル	20,000,000ドル	53ドル	26,500,000ドル
配当7ドルの第1優先株	480,000	21ドル	10,100,000ドル	19 7/8ドル	9,500,000ドル
配当6ドルの第1優先株	387,000	15ドル	5,800,000ドル	15ドル	5,800,000ドル
配当7ドルの第2優先株	2,655,000	12ドル	31,900,000ドル	9 1/4ドル	24,600,000ドル
普通株	1,850,000	10ドル	18,500,000ドル	3 1/2ドル	6,500,000ドル
ワラント	6,874,000	7ドル	48,100,000ドル	1ドル	6,900,000ドル

して経済的に行ったり、投資とリスクを分散させたり、柔軟性や利便性という技術上の優位性を得たりするといった、完全に合理的な目的で利用されることが多い。堅実で有力な企業の多くが持ち株会社の形態をとっている。

例 ユナイテッド・ステーツ・スチール・コーポレーションは完全に持ち株会社となっている。当初は資本構成にピラミディングの要素がいくらかあったが、この欠点は数年後に消えた。AT&T（アメリカン・テレフォン・アンド・テレグラフ・カンパニー）は主に持ち株会社となっているが、その財務構造が厳しい批判にさらされたことはない。GM（ゼネラルモーターズ）は大部分が持ち株会社である。

したがって、持ち株会社についてはその利点に基づいて考える必要もある。アメリカン・ライト・アンド・トラクション・カンパニーは、完全に合理的な目的のために組織された持ち株会社の代表例

1939 jointly by Standard Statistics Company and the Bond Portfolio Committee of the New York State Bankers Association. Their proposed ratios for various groupings (except municipals) are summarized in the appended Tables I and II, reproduced by permission from an article entitled "How to Test Your Bonds," by E. Sherman Adams, which appeared in the Dec. 4, 1939, issue of *Barrois*.

An adequate critique of these ratios would require too much space. It is obvious that we consider nearly all of them either unnecessary or excessively severe, since otherwise we should have revised our own suggestions accordingly. It should be pointed out that the yardsticks presented in these tables "are not offered as a standard below which banks never should go" but seem rather to represent something between "an additional working tool" and a counsel of perfection. In our view the multiplicity of the standards proposed detracts greatly from the practical utility of these yardsticks. If all these tests must be met, the field of eligible bond investment is narrowed almost intolerably. If some may be waived, the investor is left pretty much at sea as to which are most important and how much latitude he may safely allow himself.

The actual application of these yardsticks to typical bond portfolios of savings banks or insurance companies would constitute a useful exercise in security analysis and would also shed some light on the practical implications of the tests suggested. *Standard Corporation Records* now compiles these ratios on leading companies.

NOTE 23 (PAGE 165 OF TEXT)

Ratios of railroad maintenance expenditures to gross operating revenues for Class I railroads, based on the five-year period 1926-1930, inclusive, and for 1937, are as follows by geographical divisions:³

Region	1926-1930			1937		
	Maintenance of way, %	Maintenance of equipment, %	Total, %	Maintenance of way, %	Maintenance of equipment, %	Total, %
Entire United States	13.7	19.5	33.2	11.9	19.9	31.8
New England	15.3	17.8	33.1	13.7	17.6	31.3
Great Lakes	12.5	20.9	33.4	10.7	20.9	31.6
Central Eastern	12.5	20.7	33.2	10.4	21.0	31.4
Piedmont	13.4	20.0	33.4	10.2	18.3	30.5
Seaboard	14.5	20.0	34.5	11.6	21.0	32.6
Northwestern	14.5	18.3	32.8	13.8	19.0	32.8
Central Western	14.0	18.1	32.1	13.1	19.5	32.6
Southwestern	15.9	18.0	33.8	14.0	18.3	32.3

32.6

$$11.6 + 21.0 = 32.6$$

³ *Statistics of Railways in the United States*, Interstate Commerce Commission, Washington.

図表A23.1

地域	1926-1930年			1937年		
	路線維持費用 (%)	車両維持費用 (%)	合計 (%)	路線維持費用 (%)	車両維持費用 (%)	合計 (%)
アメリカ全体	13.7	19.5	33.2	11.9	19.9	31.8
ニューイングランド	15.3	17.8	33.1	13.7	17.6	31.3
五大湖	12.5	20.9	33.4	10.7	20.9	31.6
中西部	12.5	20.7	33.2	10.4	21.0	31.4
ボコハンタス	13.4	20.0	33.4	10.2	18.3	28.5
南部	14.5	20.0	34.5	11.6	21.0	32.6
北西部	14.5	18.3	32.8	13.8	19.0	32.8
中西部	14.0	18.1	32.1	13.1	19.5	32.6
南西部	15.9	18.0	33.8	14.0	18.3	32.3

図表A23.2

年と路線	粗利益に対する 路線の維持費用 (%)	粗利益に対する 車両の維持費用 (%)	合計 (%)
南西部における1926-1930年の平均	15.85	17.97	33.82
アッチソン			
1929年	15.79	18.13	33.92
1932年	11.52	23.69	35.21
セントルイス・サウスウエスタン			
1929年	19.97	16.26	36.24
1932年	14.65	16.87	31.52
サザン・パシフィック			
1929年	12.63	17.46	30.09
1932年	11.86	18.57	30.43

図表A23.3

項目	総維持費用の比率 (%)		
	1928年	1934年	1938年
1938年に配当を支払った17路線	34.5	32.2	32.0
1938年の配当を支払わなかったが支払い能力のある23路線	32.2	30.0	29.8
1938年に支払い不能となっていた21路線	32.6	32.3	33.0
クラス1のすべての路線	32.8	30.7	30.7

(1296ページ)

NOTE 24 (PAGE 166 OF TEXT)

The Chesapeake & Ohio Ry. Co. between the years 1921-1929 furnishes an example of unusually heavy maintenance expenditures. This is reflected in the following figures, which may be compared with the standard maintenance ratios for the Pocahontas region given in the preceding note.

Year	Ratio of maintenance of way to gross, %	Ratio of maintenance of equipment to gross, %	Total, %
1921	14.31	23.87	38.38
1922	12.70	27.01	39.71
1923	12.60	28.10	40.70
1924	14.40	27.90	42.30
1925	15.20	25.30	40.50
1926	14.23	22.89	37.12
1927	14.37	22.38	36.75
1928	13.47	22.29	35.76
1929	13.19	22.36	35.55
1930	13.55	19.55	33.10
1931	12.88	18.99	31.87

40.50

15.20+25.30=40.50

The existence in the past of large current earnings of subsidiaries not paid over to the parent company is illustrated by the following figures with reference to Louisville & Nashville R.R. Co., 51% of whose common shares are owned by Atlantic Coast Line R.R. Co.

Year	Earnings per share	Paid per share	Balance after common dividends	Atlantic Coast Line's equity in L. & N.'s undistributed earnings
1922	\$14.72	\$7.00	\$5,558,019	\$2,834,590
1923	11.54	5.00	7,648,935	3,900,887
1924	12.08	6.00	7,112,794	3,627,325
1925	15.98	6.00	11,680,711	5,957,163
1926	10.60	7.00	11,232,111	5,728,377
1927	14.24	7.00	8,536,541	4,333,483
1928	12.24	7.00	8,133,220	4,127,942
1929	11.77	7.00	5,536,543	2,823,696

図表A24.1

年	粗利益に対する路線の維持費用 (%)	粗利益に対する車両の維持費用 (%)	合計 (%)
1921	14.51	23.87	38.38
1922	12.70	27.01	39.71
1923	12.60	28.10	40.70
1924	14.40	27.90	42.30
1925	15.20	25.30	40.50
1926	14.23	22.89	37.12
1927	14.37	22.38	36.75
1928	13.47	22.29	35.76
1929	14.39	22.36	36.75
1930	13.55	19.55	33.10
1931	12.88	18.99	31.87

きくする傾向にあることが分かる。

注24

非常に大きな維持費を支出した鉄道の例として、1921～1929年のチェサピーク・アンド・オハイオ・レールウエーがある。この例は図表A24.1に示しているが、図表A23.1のポコハントス地域の標準的な維持費の比率とこれを比べるのがよいだろう。

普通株の51%がアトランティック・コースト・ライン・レールロードに保有されているルイビル・アンド・ナッシュビル・レールロードに関する図表A24.2から、親会社に支払われていない多額の子会社の経常利益が過去に存在したことが分かる。

これほど著しくはないが同様の状況として、1922～1929年に配当として支払った金額よりもずっと多くの利益を上げたシカゴ・パーリントン・アンド・クインシーがある。特に1924年、1928年、1929

Low price for note, October 1918 to December 1919, was 99¹/₂.

These five transactions may be analyzed as follows:

1. Purchase of note and sale of half of related stock against it, at price not far from parity. This permitted a covering profit if the stock declined and a profit through sale of the other half if the stock advanced.
2. A decline in the stock permitted the covering profit.
3. Recovery of the stock permitted the original position to be restored.
4. Advance of the stock permitted sale of second half at price to assure profit on the operation.
5. Renewed decline in the stock permitted repurchase at profit of shares sold while note was disposed of at par.

Because the near maturity of the note issue (coupled with the reasonably strong financial condition of the company) could be counted upon fairly well to keep its price up, it was not necessary to sell out the note at Step 2. It could be held in the hope that the sale of the stock could be repeated.

NOTE 42 (PAGE 331 OF TEXT)

We have already indicated in Chap. 14 that 95% of all preferred stocks listed on the New York Stock Exchange failed to maintain an investment price level in 1932. A study by Adolph H. Graetz of large samples of bonds for each of the years 1931-1934 indicates the following distribution of annual low prices:

CORPORATE BOND PRICES AT THEIR ANNUAL LOWS, 1931-1934

Class (by price range)	1931		1932		1933		1934	
	Num-ber	Cumu-lative % ¹	Num-ber	Cumu-lative % ¹	Num-ber	Cumu-lative % ¹	Num-ber	Cumu-lative % ¹
0-9.9	245	5.69	623	13.82	683	14.78	555	12.32
10-19.9	334	13.45	562	26.29	507	25.75	459	22.50
20-29.9	335	21.23	419	35.59	438	35.23	370	30.71
30-39.9	380	30.06	388	44.20	418	44.28	333	38.10
40-49.9	296	36.94	364	52.28	403	53.00	331	45.45
50-59.9	319	44.35	426	61.73	381	61.24	372	53.71
60-69.9	377	53.10	384	70.25	384	69.55	340	61.25
70-79.9	461	63.81	417	79.50	405	78.31	409	70.33
80-89.9	571	77.07	406	88.51	399	86.94	435	79.98
90-99.9	835	96.47	450	98.49	467	97.04	568	92.59
100 and over	152	100.00	68	100.00	137	100.00	334	100.00
Total	4,305		4,507		4,622		4,506	

¹ Percentage of the total whose prices fell on or below the upper limit of the indicated class interval.

図表A42.1 社債の年間の安値（1931～1934年）

価格レンジの区分	1931年		1932年		1933年		1934年	
	数	累積 (%) [*]	数	累積 (%) [*]	数	累積 (%) [*]	数	累積 (%) [*]
0～9.9	245	5.69	623	13.82	683	14.78	555	12.32
10～19.9	334	13.45	562	26.29	507	25.75	459	22.50
20～29.9	335	21.23	419	35.59	438	35.23	370	30.71
30～39.9	380	30.06	388	44.20	418	44.28	333	38.10
40～49.9	296	36.94	364	52.28	403	53.00	331	45.45
50～59.9	319	44.35	426	61.73	381	61.24	372	53.71
60～69.9	377	53.10	384	70.25	384	69.55	340	61.25
70～79.9	461	63.81	417	79.50	405	78.31	409	70.33
80～89.9	571	77.07	406	88.51	399	86.94	435	79.98
90～99.9	835	96.47	450	98.49	467	97.04	568	92.59
100以上	152	100.00	68	100.00	137	100.00	334	100.00
合計	4,305		4,507		4,622		4,506	

* 価格の各区分の上限以下である社債の割合

この年のうちどこかの時点で70ドルを下回っていたことが分かる。

低価格証券のうちの多くが鉄道債だった。1940年1月6日のコマーシャル・アンド・フィナンシャル・クロニクルを参照。

注43

表中の債券のその後

1936年が満期の利率6%のアメリカン・シーティング債は10年延長され、1939年に104ドルという高値を付けた。

1940年が満期の利率5%のクルーシブル・スチール債は1937年に104.5ドルにまで上昇し、1938年9月に101ドルで償還された。

1950年が満期の利率5.5%のマッケソン・アンド・ロビンス債は、25ドルで買っていれば利益を得られたが、1935～1938年に価格が額面を上回ってからは、経営陣による不正行為の報道によって1938年

Sequel. The following summarizes the experience of a purchaser of each of the aforementioned groups, measured to the end of 1939 and assuming an equal dollar commitment in each of the common stocks listed.

	Price Dec. 31, 1939	Total dividend paid per share	Result per \$100 commitment		
			Dividends received	Value Dec. 31, 1939	Over-all change
Group A: National Biscuit Air Reduction Cons. Schools	22 1/2 170 1/2 14	\$10.80 35.50 2.35	\$20.6 10.2 9.5	\$42.9 189.0 46.6	+ 36.5% + 128.2 - 43.9
Average annual dividend return			\$33.1 3.65%	\$92.8 + 15.0%	
Group B: Goodrich Gulf States Steel Standard Oil of Kansas	19 1/2 3 1/2 48	2.00 3.54 10.00	\$11.3 146.4 50.0	\$31.0 146.4 200.0	+ 44.5% + 94.4 + 100.0
Average per \$100			\$21.1 3.53%	\$189.1 + 110.1%	
Average annual dividend return					
Group C: Kresc. Island Creek Coal Nash Motors	57 1/2 25 1/2 6 1/2	19.10 12.50 3.88	\$37.8 32.1 20.5	\$173.5 105.2 34.9	+ 151.3% + 57.3 - 244.6
Average per \$100			\$43.5 7.25%	\$104.5 + 44.5%	
Average annual dividend return					

* Adjusted for 1 share split up.
* Adjusted for exchange into Republic Steel and Inland companies.
* Adjusted for 2 for 1 split up.

The performance, as summarized above, suggests the following brief observations:

1. The best over-all result was shown by Group B, an obviously speculative selection. This must be considered an accidental outcome; another trio of such stocks might have behaved entirely differently during this period.
2. By far the best dividend return was realized on Group C. This is likely to be true generally for this type of issue as against the others.

$$+110.2\%$$

$$(44.3+96.4+190.0) \div 3 = 110.2333$$

$$-18.6\%$$

$$(131.3+57.3-244.6) \div 3 = -18.666$$

$$\$104.5$$

$$(173.5+105.2+34.9) \div 3 = 104.5333$$

図表A58.4

	1939年12月 31日の価格 (ドル)	1株当たり 合計支払 配当金 (ド ル)	100ドルの買い当たりの結果		
			受取配当金 (ドル)	1939年12月 31日の価値 (ドル)	総額の変化 (%)
A群					
ナショナル・ビスケット	22 5/8	10.80	20.6	42.9	- 36.5
エア・リダクション	170 1/4	35.50	39.2	189.0	+ 128.2
コマースヤル・ソルベンツ	14	2.85	9.5	46.6	- 43.9
100ドル当たり平均			23.1	92.8	+ 15.9%
平均年間配当収益			3.85%		
B群					
グッドリッチ	19 1/2	2.00	13.3	131.0	+ 44.3
ガルフ・ステーツ・スチール	55 ²			196.4	+ 96.4
スタンダード・オイル・オブ・カンザス	48	10.00	50.0	240.0	+ 190.0
100ドル当たり平均			21.1	189.1	+ 110.2%
平均年間配当収益			3.52%		
C群					
クレス	57 1/4 ^{1,3}	19.10	57.8	173.5	+ 131.3
アイランド・クリーク・コール	25 1/4 ¹	12.50	52.1	105.2	+ 57.3
ナッシュ・モーターズ	6 5/8	3.88	20.5	34.9	- 244.6
100ドル当たり平均			43.5	104.5	- 18.7
平均年間配当収益			7.25%		

注=単位のないのはすべてドル

1 1対3の分割を考慮している

2 リパブリック・アイロン・アンド・スチールの普通株との交換を考慮している

3 1対2の分割を考慮している

IV

Appendix

[807]

TABLE VI. — RANGE OF 1934–1938 EARNINGS ON INVESTED CAPITAL¹
WITHIN CERTAIN INDUSTRIAL GROUPS

Industrial group	Number of companies in group	% earned on invested capital			
		Individual members of group			Group total
		Maximum	Minimum	Median	
Soft drinks	3	59.4	5.3	5.5	39.8
Gold mining	6	33.4	9.8	15.4	21.1
Drug mfrs.	13	30.7	(d)	12.9	19.6
Confections	6	31.9	(d)	19.7	18.2
Misc. retailers	19	22.8	(d)	17.9	18.0
Soaps	3	34.0	5.2	14.4	11.9
Mining (except gold, iron and copper)	15	152.0	(d)	8.2	10.6
Light machinery	37	44.2	(d)	9.3	8.9
Misc. chemicals	19	42.3	(d)	9.9	9.9
Motion pictures	16	42.2	3.5	7.7	8.2
Trucks	8	17.4	(d)	0.7	1.5
Wool and carpet	5	14.7	(d)	3.2	1.5
Shipbuilding and operating	7	4.8	(d)	2.4	1.4
Engineering and building	4	2.8	(d)	0.8	0.7
Leather	5	6.1	(d)	1.5	(d)
Total of above	164				
All companies	648	152.0	(d)	6.3	7.0

166

¹ Invested capital is taken at the end of 1938 and represents net tangible assets available for bonds and stocks.

5. The amount of senior securities outstanding and the charges thereon.

6. Depreciation allowances in relation to sales and fixed assets.

In this Note the data collected have been grouped in accordance with two principles of division. On the one hand, we have a separation by industries, as in the tables supplied monthly in the *New York Stock Exchange Bulletin*. We have found it advisable to modify the bulletin's classifications somewhat, shifting a few individual companies and subdividing a number of groups which otherwise would be too inclusive to be really informing. We have also divided our total into

図表A61.4 業種内における1934～1938年の投下資本に対する利益の割合の範囲

業種	企業数	投下資本に対する利益の割合(%)			
		業種内の単一企業			合計
		最大値	最小値	中央値	
清涼飲料	3	59.4	5.3	5.5	39.8
金採掘	6	33.4	9.8	15.4	21.1
製菓	13	30.7	d	12.9	19.6
菓子	6	31.9	d	19.7	18.2
その他小売	19	22.8	d	17.9	18.0
石炭	3	34.0	5.2	14.4	11.9
採掘(除く金・鉄・銅)	15	152.0	d	8.2	10.6
軽機械	37	44.2	d	9.3	8.9
その他化学	19	42.3	d	9.9	9.9
映画	16	42.2	3.5	7.7	8.2
トラック	8	17.4	d	0.7	1.5
毛織物・カーペット	5	14.7	d	3.2	1.5
造船・運航	7	4.8	d	2.4	1.4
工学・建築	4	2.8	d	0.8	0.7
皮革	5	6.1	d	1.5	d
上記の合計	166				
全企業	648	152.0	d	6.3	7.0

d = マイナス

る。1つには、NYSEの報告書で毎月示される表のように、業種によって分類している。この報告書の分類を少し変更して、いくつかの個別企業の分類を移し、あまりにも多くの企業を含んでいて有用な情報が得られないようないくつかの企業群をさらに分割するのが望ましいことが分かった。また、企業の規模を、①投下資本、②すべての発行済み証券の総額——で測ることによって、全体をいくつ

1366

Note that a pyramided structure of six successive holding companies was built above the various operating companies in this system. The complete collapse of this structure is shown by the fact that every one of these six superposed holding companies was thrown into bankruptcy. For description, charts and discussion of the Insull Group see James C. Bonbright and Gardiner C. Means, *The Holding Company*, pp. 108-113, New York, 1932.

Second Example: The United States and Foreign Securities Corp. set-up provides a fairly simple demonstration of the workings of a pyramided structure in the general investment trust field.

This company was organized in 1924. The public bought \$25,000,000 of \$6 First Preferred at par (the company receiving \$24,000,000), and the organizing bankers bought \$5,000,000 of \$6 Second Preferred at par. The 1,000,000 shares of Common Stock, representing a purely nominal investment (10 cents per share), were divided: 25% to the public, and 75% to the organizers. Thus the latter supplied one-sixth of the capital, subordinated to the other five-sixths, and received a three-quarters interest in the surplus profits. Toward the end of 1928, the holding company form of pyramiding was utilized by the formation of a second company, U.S. & International Securities Corp., a \$60,000,000 enterprise. The public contributed \$50,000,000 of the capital, receiving \$5 First Preferred Stock at 100, plus one-fifth of the Common. United States & Foreign Securities Corp. contributed \$10,000,000, receiving \$5 Second Preferred at 100, plus four-fifths of the Common. This arrangement gave the organizers of the original company control over the additional funds subscribed without further investment on their part. Because of a \$30,000,000 appreciation in the resources of U.S. & Foreign Securities Corp., the end of 1928 found the contributors of the original \$5,000,000 now controlling \$110,000,000 of capital (including subscriptions callable) and entitled to about 78% of the surplus profits or enhancement thereof.

A. PERIOD 1924-1928

Item	Total	Public's	Organizers'
Original investment	\$30,000,000*	\$25,000,000	\$5,000,000
Book value, December 1928	60,000,000	32,000,000	27,000,000
% increase in book value	100%	30%	450%
Maximum market value of U.S. & Foreign capitalization†	100,000,000	42,000,000	57,000,000
% Increase in market value	233%	70%	1,040%

* Company received \$29,000,000.

† First Preferred @ 100; Second Preferred estimated @ 80; Common @ 70.

図表A64.2 A. 1924~1928年

項目	合計	一般投資家	機関投資家
当初の投資	30,000,000ドル*	25,000,000ドル	5,000,000ドル
1928年12月の簿価	60,000,000ドル	32,000,000ドル	27,000,000ドル
簿価の増加(%)	100%	28%	440%
資本の最大時価総額**	100,000,000ドル	42,000,000ドル	57,000,000ドル
時価総額の増加(%)	233%	68%	1,040%

* 企業は2900万ドルを受け取った

** 第1優先株の株価は100ドル、第2優先株の推定株価は80ドル、普通株の株価は70ドル

図表A64.3 B. 1928~1939年(自社株買いによって第1優先株が減少したため、当初の投資額100ドル当たりの数値を示している)

日付	一般投資家	機関投資家
1928年12月31日の簿価	130ドル*	550ドル
1932年12月31日の簿価	100ドル*	35ドル
1933年12月31日の簿価	100ドル*	96ドル**
1939年12月31日の簿価	108ドル*	215ドル

* 第1優先株の額面に付随する普通株の清算価値を加えた金額

** 累積した第2優先株の配当を除く

図表A64.4

日付	一般投資家*	機関投資家*	第1優先株	第2優先株(推定)	普通株
1929年の高値	170ドル	1,150ドル	100	80	70
1932年の安値	27 1/2ドル	11 1/2ドル	26	10	1 1/2
1933年12月	73ドル	170ドル	65	50	8
1939年12月	87ドル	165ドル	80	60	7

* 100ドル当たり

Earning Power. Particular interest attaches to the results during 1921 because they are the most recent available and also because they represent the first full year of independent operation. A summarized income account for 1921 follows.

INCOME ACCOUNT 1921 (IN THOUSANDS OF DOLLARS)				
Item	Achison	Southern Pacific	N.Y. Central R.R.	N.Y. Central System
Receipts	11,678	11,067	8,077	12,539
Costs	4,200.22	3,205.04	3,022.59	3,853.23
Net other gains	41.268	10,821	5,054.79	86,015
Other income	11,062	8,067	13,063	17,219
Total income	13,539	4,872.23	16,114	117,966
Fixed charges, etc.	13,018	22,800	50,000	71,119
Preferred dividends	5,200		300	300
Applicable to minority stock			22,296	4,307
Balance for common	53,123	24,072		21,661
Per share	14.09	7.22	8.46	12.65

^a Forwarded, see text.
^b Per share N.Y. Central stock.

ANNUAL EARNINGS PER SHARE OF COMMON STOCK 1914-1921

Company	Achison		Southern Pacific ^a		N.Y. Central R.R.		N.Y. Central System	
	Operating	Guaranteed	Operating	Guaranteed	Operating	Guaranteed	Operating	Guaranteed
Year	Rate	Rate	Rate	Rate	Rate	Rate	Rate	Rate
1921	14.09	13.53	7.22	6.07	8.46	6.07	12.65	12.65
1920	12.54	11.98	6.51	5.49	7.97	6.51	10.73	10.73
1919	15.41	14.85	8.40	7.03	10.73	9.03	13.39	13.39
1918	10.73	10.17	6.59	5.49	7.97	6.59	10.73	10.73
1917	14.50	13.94	11.08	9.03	11.08	9.03	13.80	13.80
1916	15.36	14.80	11.00	9.03	11.00	9.03	13.80	13.80
1915	10.99	10.43	8.90	7.03	8.90	7.03	13.80	13.80
1914	9.03	8.47	6.01	5.49	6.01	5.49	9.54	9.54
Average	12.89	12.33	8.83	7.46	9.54	8.46	12.88	12.88
Operating Rate	12.89	12.33	8.83	7.46	9.54	8.46	12.88	12.88
Guaranteed Rate	12.33	11.98	7.46	6.07	8.46	6.07	12.88	12.88

^a See text.
^b For total four co.

(This column should look like the table on the right.)

図表A66.11 1914~1921年のEPS

年	アチソン		サザン・パシフィック ^a		ニューヨーク・セントラル・レールロード		ニューヨーク・セントラル・システム	
	営業基準	保証基準	営業基準	保証基準	営業基準	保証基準	営業基準	保証基準
1921	14.09	13.53	7.22	6.07	8.46	6.07	12.65	12.65
1920	12.54	11.98	6.51	5.49	7.97	6.51	10.73	10.73
1919	15.41	14.85	8.40	7.03	10.73	9.03	13.39	13.39
1918	10.59	9.98	10.63	8.38	6.59	7.16	13.39	8.34
1917	14.50		13.96		10.24		13.25	
1916	15.36		11.00		18.26		23.50	
1915	10.99		8.90		11.08		13.80	
1914	9.03		6.01**		4.10		3.69	
平均	12.89	13.50	8.83	9.65	6.64	6.87	9.54	8.88
営業基準	12.89		8.83		6.64		9.54	
保証基準		13.50		9.65		6.87		8.88

^a 本文を参照
^{**} 6月30日までの1年間

図表A66.11 1914~1921年のEPS

年	アチソン		サザン・パシフィック ^a		ニューヨーク・セントラル・レールロード		ニューヨーク・セントラル・システム	
	営業基準	保証基準	営業基準	保証基準	営業基準	保証基準	営業基準	保証基準
1921	14.69		7.25		8.92		12.62	
1920	12.54	13.98	1.89	8.61	-12.34	5.49	-14.65	9.68
1919	15.41	16.55	7.03	8.40	6.23	7.97	10.73	8.62
1918	10.59	9.98	10.63	8.38	6.59	7.16	13.39	8.34
1917	14.50		13.96		10.24		13.25	
1916	15.36		11.00		18.26		23.50	
1915	10.99		8.90		11.08		13.80	
1914	9.03		6.01**		4.10		3.69	
平均								
営業基準	12.89		8.83		6.64		9.54	
保証基準		13.50		8.46		6.87		8.88

^a 本文を参照
^{**} 6月30日までの1年間

1921年の損益計算書を図表A66.10に要約している。

サザン・パシフィックの固定費用と非営業利益は、石油分野を分離したことを反映する調整のために、1920年の報告書に基づいて推定している。

EPSだけでなく利益に対する固定費用の割合の小ささでも、アチソンの成績がもっとも優れていることがすぐに分かるだろう。ニューヨーク・セントラルとその子会社を連結した損益計算書は非常に高いEPSを示しているが、ここでは債券と賃借契約に見られる総資本の割合の大きさを十分に考慮しなければならない。

1912年の統計から示唆される結論は、1914年以降の各社の実績を考察することで確かめられる。図表A66.11にこの期間のEPSを記している。1918年と1919年と1920年に対して、実際の経営と政府の賃借や保証に基づいた2つの結果を示している。サザン・パシフ

[842]

SECURITY ANALYSIS

Item	Baldwin Locomotive	Beatrice Creamery
A. Capitalization:		
Bonds at par	\$15,500,000	
Preferred stock at market	7,000,000	\$ 7,750,000
Total senior issues	\$22,500,000	7,750,000
Common stock at market	9,400,000	4,700,000
Warrants at market	3,400,000	
Total common-stock issues	12,800,000	
Total capitalization	35,300,000	12,450,000
B. Recent Income Account:		
	12 mo. ended Sept. 1933	12 mo. ended Aug. 1933
Sales	7,730,000	44,045,000
Net before depreciation and interest	1,000,000(d)	1,831,000
Depreciation	1,850,000	1,605,000
Interest	1,160,000	
Preferred dividend requirement	1,400,000	750,000
Balance for common	5,410,000(d)	524,000(d)

4,700,000
(The total number
should also be
included here.)

C. Earning Record (000 omitted):*

Year	Baldwin Locomotive			Beatrice Creamery			
	Sales	Earned on total capital	Earned for common	Sales	Earned on total capital	Earned for common	Earned per share of common
1933	\$ 7,730	\$2,850(d)	\$5,410(d)	\$44,045	\$ 226	\$ 524 (d)	\$ (d)
1932	10,579	2,941(d)	5,478(d)	46,264	434	323(d)	(d)
1931	20,436	2,982(d)	5,523(d)	54,059	2,101	1,363	\$3.54
1930	49,872	4,202	1,637	82,811	3,354	2,626	7.12
1929	42,797	3,093	900	83,682	2,489	1,971	7.31
1928	37,214	600	1,104(d)	53,307	1,523	1,103	6.31
1927	49,011	3,400	1,685	52,744	1,223	890	6.66
1926	65,569	5,800	4,049	33,974	1,006	735	5.97
1925	27,876	500(d)	2,225(d)	35,050	1,003	760	6.18

* Baldwin: Year ended Sept. 30, 1933, and calendar years preceding. Figures are on a comparable basis, except those for 1925. Figures for 1925-1928 are corrected to reflect the average depreciation of \$1,022,000 per annum, as discussed in Chap. 34. Earnings on total capital for 1928 are approximate.
Beatrice: 1933 means year ended Aug. 31, 1933. 1932 means year ended Feb. 28, 1933, and similarly for 1925-1931. Profit of \$389,000 on sale of securities made by Beatrice in 1928 is excluded.

図表A70.5

項目	ボールドウィン・ロコモティブ	ベアトリス・クリーマリー
A. 資本構成		
額面で評価した債券	15,500,000ドル	
時価で評価した優先株	7,000,000ドル	7,750,000ドル
上位証券の合計	22,500,000ドル	7,750,000ドル
時価で評価した普通株	9,400,000ドル	4,700,000ドル
時価で評価したワラント	3,400,000ドル	
普通株証券の合計	12,800,000ドル	4,700,000ドル
資本の合計	35,300,000ドル	12,450,000ドル
B. 直近のPL		
	1933年9月までの12カ月間	1933年8月までの12カ月間
売上高	7,730,000ドル	44,045,000ドル
減価償却費と利息控除前の純利益	-1,000,000ドル	1,831,000ドル
減価償却費	1,850,000ドル	1,605,000ドル
支払利息	1,160,000ドル	
優先株の支払配当金	1,400,000ドル	750,000ドル
普通株に充てられる残額	-5,410,000ドル	-524,000ドル

C. 利益の実績*

年	ボールドウィン・ロコモティブ			ベアトリス・クリーマリー			
	売上高	総資本に対する利益	普通株に対する利益	売上高	総資本に対する利益	普通株に対する利益	普通株 EPS
1933年	7,730	-2,850	-5,410	44,045	226	-524	d
1932年	10,579	-2,941	-5,478	46,264	434	-323	d
1931年	20,436	-2,982	-5,523	54,059	2,101	1,363	3.54ドル
1930年	49,872	4,202	1,637	82,811	3,354	2,626	7.12ドル
1929年	42,797	3,093	900	83,682	2,489	1,971	7.31ドル
1928年	37,214	600	-1,104	53,307	1,523	1,103	6.31ドル
1927年	49,011	3,400	1,685	52,744	1,223	890	6.66ドル
1926年	65,569	5,800	4,049	33,974	1,006	735	5.97ドル
1925年	27,876	-500	-2,225	35,050	1,003	760	6.18ドル

注 = EPS 以外の単位は1000ドル、d はマイナス
* ボールドウィン——1933年は9月30日までの1年間で、それ以前は暦年。数値は1925年を除いて比較可能な基準となっている。1925～1928年の数値は、第34章で議論したように、年間で平均102万2000ドルの減価償却費を反映するように修正している。1928年の総資本に対する利益は概算値
ベアトリス——1933年は8月31日までの1年間。1932年は1933年2月28日までの1年間であり、1925～1931年もこれと同様である。ベアトリスが1928年に証券の売却から得た38万9000ドルの利益は除かれている