

재정 조건은 3을 초과하여 셀 수 없습니다.

가격, 어떤 "조치"가 진행 중인 것으로 보이는 경우. 그것은 떨어질 것이다

"프랜차이즈"으로 식별되는 모든 회사, 컴퓨터, 전자 제품,

과학, 기술 또는 무엇을 가지고 있는지, 특정 패션이

성난. 우리 독자들, 현명한 투자자 모두는 물론 그러한 이상입니다.

어리석음. 그러나 질문은 남아 있습니다. 책임 투자 기관이 자신의 신원을 밝히지 않는 명예로운 의무가 있어서는 안 됩니다.

그러한 기업의 경우 10개 중 9개는

궁극의 실패? (실제로 글쓰기가 그랬던 상황입니다.

1914년에 월스트리트에 진입했습니다. 그에 비해

'거리'의 윤리적 기준은 진보하기보다는 오히려 떨어졌다.

모든 개혁과 모든 통제에도 불구하고 이어지는 57년.)

SEC는 제안 설명서에 있는 모든 중요한 관련 사실의 인색을 요구하는 것으로 제한되는 현재 권한 외에 대중을 보호하기 위해 다른 권한을 부여할 수 있고 또 부여되어야 합니까? 해야 한다

다양한 유형의 공모에 대한 일종의 상자 점수가 눈에 띄게 집계되고 게시됩니까? 모든 프로스펙터스와 아마도 원본에 따른 모든 판매 확인이 있어야 합니다.

제안, 제안 가격에 대한 일종의 공식 보증을 수행하십시오.

문제가 에 대한 판결 가격과 실질적으로 일치하지 않기 때문입니다.

시장에 이미 확립된 동일한 일반 유형의 문제? 처럼

우리는 이 판을 월스트리트의 개혁을 향한 움직임을 씁니다.

학대가 진행되고 있습니다. 가치를 부과하는 것은 어려운 것입니다

남용이 너무 많기 때문에 새로운 제안 분야의 변화

대부분 대중 자신의 부주의와 탐욕의 결과입니다. 하지만

문제는 길고 신중하게 고려할 가치가 있습니다.\*

---

\* Graham의 단락의 처음 네 문장은 공식으로 읽을 수 있습니다.

일찍 타진 인터넷과 통신 거품의 비문

2000. 담배 옆면에 있는 군의관의 경고처럼

팩은 모든 사람이 불을 밝히는 것을 막지 못합니다. 규제 개혁은 절대 없을 것입니다.

투자자가 자신의 탐욕에 과도하게 투여하는 것을 방지합니다. (공산주의도 시장 거품을 불법

화할 수 없다, 중국 주식 시장은 101.7% 급등

1999년 상반기에 파산했다.) 투자 은행도 결코

어떤 주식을 어떤 가격에 팔고자 하는 자신의 강박에서 완전히 벗어났습니다.

시장이 견딜 것입니다. 서클은 한 번에 한 명의 투자자와 한 명의 재무 고문만 껴 수 있습니다.

그레이엄의 원칙(특히 1, 8, 20장 참조)을 익히는 것이 가장 좋은 시작 방법입니다.

## 17장 주석

지혜의 신 Woden은 트롤의 왕에게 나가서 그를 팔걸이에 묶고 질서가 혼돈을 이길 수 있는 방법을 알려달라고 요청했습니다. "당신의 왼쪽 눈을 줘." 트롤이 말했다. 위든은 망설임 없이 왼쪽 눈을 포기했다. "지금 말해." 트롤은 "비밀은 '두 눈으로 보라!'"라고 말했다.

—존 가드너

더 많은 것 변경 E...

그레이엄은 네 가지 극단을 강조합니다.

• 값비싼 "거꾸러지는 거인" • 제국을 건설하는  
재벌 • 작은 회사가 큰 회사를 인수한 합병 • 기본적인  
로 무가치한 회사의 주식의 최초 공모

패니

지난 몇 년은 백과사전을 채울 만큼 충분히 새로운 그레이엄의 극단 사례를 제공했습니다. 다음은 샘플러입니다.

투명하지 않고 투명하다

2000년 중반에 Lucent Technologies Inc.는 다른 어떤 미국 주식보다 많은 투자자들이 소유했습니다. 시가 총액이 1,929억 달러로 미국에서 12번째로 가치 있는 회사였습니다.

그 엄청난 평가가 정당화되었습니까? 2000년 6월 30일에 마감된 회계 분기에 대한 Lucent의 재무 보고서에서 몇 가지 기본 사항을 살펴보겠습니다.

---

1 이 장에서 인용한 모든 재무 보고서와 마찬가지로 이 문서는 [www.sec.gov](http://www.sec.gov)의 EDGAR 데이터베이스를 통해 일반 대중이 쉽게 이용할 수 있습니다.

## 그림 17-1 Lucent Technologies Inc.

분기 종료 ...		
2000년 6월 30일 1999년 6월 30일		
소득		
수익	8,713	7,403
계속영업손익	(14)	622
중단영업손익	(287)	141
순이익	(301)	763
자산		
현금	710	1,495
미수금	10,101	9,486
채권	8,736	3,340*
자본화된 소프트웨어 개발 비용	576	412
총 자산	46,340	37,156

모든 숫자는 수백만 달러입니다. \* 영업권을 포함한 기타 자산.

출처: Lucent 분기별 재무 보고서(양식 10-Q).

Lucent의 보고서를 자세히 읽으면 알람 벨이  
응답이 없는 전화 교환대:

- Lucent는 광학 장비 공급업체인 Chromatis를 인수했습니다.  
네트워크, 48억 달러 - 그 중 42억 달러는 "영업권"(또는  
장부가보다 높은 비용). Chromatis는 직원이 150명이었고 고객도 없고  
수익도 없었기 때문에 "영업권"이라는 용어는 적절하지 않은 것 같습니다.  
아마도 "희망 상자"가 더 정확할 것입니다. 크로마티스의 경우  
배아 제품은 효과가 없었습니다. Lucent는  
영업권을 취소하고 미래 수익에 대해 상계합니다.
- 각주에는 Lucent가 자사 제품 구매자들에게 15억 달러를 빌려주었다고  
나와 있습니다. Lucent도 350달러에 팔렸습니다.  
고객이 다른 곳에서 빌린 돈에 대한 백만 달러의 보증. 이러한 "고객 자  
금 조달"의 총계는  
연도 - 구매자가 구매할 현금이 부족함을 암시  
루센트의 제품들. 지불할 현금이 바닥나면 어떻게 합니까?  
부채?
- 마지막으로 Lucent는 새로운 소프트웨어 개발 비용을  
"자본 자산." 자산이라기 보다는 수입에서 나와야 하는 일상적인 사업  
비 아닌가요?

결론: 2001년 8월 Lucent는 자사 제품에 단 두 명의 고객만 유치한 것으로 보고된 후 Chromatis 사업부를 폐쇄했습니다. 2001 회계연도에 Lucent는 162억 달러의 손실을 입었습니다. 2002 회계연도에는 119억 달러를 추가로 잃었습니다. 이러한 손실에는 "대손충당금 및 고객 자금 조달에 대한 충당금" 35억 달러, "영업권 관련 손상 비용" 41억 달러, "자본화된 소프트웨어 관련" 비용 3억 6200만 달러가 포함되었습니다.

2000년 6월 30일 51.062달러였던 Lucent의 주식은 2002년을 1.26달러로 마감했는데, 이는 2년 반 동안 시장 가치에서 거의 1,900억 달러의 손실을 입었습니다.

#### 획득 마술사

Tyco International Ltd.를 설명하기 위해 우리는 Winston Churchill을 의역할 수 있을 뿐입니다. 이렇게 많은 사람이 이렇게 많은 사람을 소수에게 판매한 적은 없었습니다. 1997년부터 2001년까지 버뮤다에 기반을 둔 이 대기업은 Imelda Marcos가 신발을 구매하는 방식으로 회사를 구매하는 데 총 370억 달러(대부분 Tyco 주식)를 사용했습니다. 연례 보고서에 따르면 2000 회계연도에만 Tyco는 "약 200개 회사"를 인수했는데, 이는 이들에 평균 1개 이상이었습니다.

결과? Tyco는 놀라울 정도로 빠르게 성장했습니다. 5년 만에 매출은 76억 달러에서 340억 달러로, 영업 이익은 4억 7,600만 달러에서 62억 달러의 이익으로 급감했습니다. 2001년 말에 회사의 총 주식 시장 가치가 1,140억 달러인 것은 놀라운 일이 아닙니다.

그러나 Tyco의 재무제표는 성장만큼이나 충격적이었습니다. 거의 매년 인수 관련 비용으로 수억 달러가 소요되었습니다. 이러한 비용은 세 가지 주요 범주로 나뉩니다.

- 1) "합병", "구조조정" 또는 "기타 비반복적인" 비용, 2) "장수명 자산 손상 비용", 3) "구매한 진행 중인 연구 개발의 상각".

간결함을 위해 첫 번째 종류의 요금을 MORON, 두 번째 요금을 CHILLA, 세 번째 요금을 WOOPIPRAD라고 합니다. 시간이 지남에 따라 어떻게 나타났습니까?

## 그림 17-2 Tyco International Ltd.

재정 년도	모론 칠라		우피프라드
1997	918	148	361
1998			0
1999	0	0	0
2000	1,183		0
2001		335	184
합계	4175 234 2,510	99 120 702	545

모든 수치는 원래 보고된 대로 수억 달러로 명시되어 있습니다.

"합병 및 인수" 총계에는 이해 통합 거래가 포함되지 않습니다.

출처: Tyco International 연례 보고서(양식 10-K).

보시다시피 MORON 요금은 다음과 같습니다.

비반복적 - 5년 중 4년 동안 나타나 총

25억 달러. CHILLA는 만성적으로 발생했으며

7억 달러 이상. WOOPRAD는 또 다른 5억 달러에 이르렀습니다.3

현명한 투자자는 이렇게 물을 것입니다.

- Tyco의 인수를 통한 성장 전략이 그렇게 깔끔했다면 어떻게 연간 평균 7억 5천만 달러를 지출해야 했는지 스스로 청소?
- 분명히 Tyco가 물건을 만드는 사업을 하지 않았다면—그러나 오히려 다른 회사를 인수하는 사업에서 그렇다면 왜 MORON 요금이 "반복되지 않는" 것이었습니까? 그들은 Tyco의 일반적인 사업 비용의 일부가 아니었습니까?
- 과거 인수에 대한 회계 비용과 함께 올해 수입, 누가 내년 수입을 장담할 수 있겠습니까?

3 인수를 계산할 때 WOOPRAD에 로딩 가능

Tyco는 구매 가격 중 영업권에 할당한 부분을 줄였습니다.

WOOPRAD는 선불로 지출할 수 있기 때문에 영업권(하

당시 시행 중인 회계 규칙)은 여러 해에 걸쳐 상각해야 했습니다.

이 기동을 통해 Tyco는 영업권 부담금의 영향을 최소화할 수 있었습니다.

미래 수익.

사실, 투자자는 Tyco의 과거 수입이 얼마인지조차 알 수 없었습니다. 1999년, 미국 증권 거래 위원회(Securities and Exchange Commission)의 회계 검토 후 Tyco는 1998년 비용에 MORON 비용 2억 5,700만 달러를 소급하여 추가했습니다. 동시에 회사는 원래 보고된 1999년 청구 금액을 재조정했습니다. MORON은 9억 2,900만 달러로 하락한 반면 CHILLA는 5억 700만 달러로 상승했습니다.

Tyco의 규모는 분명히 성장했지만 수익성이 더 높아졌습니까? 어떤 외부인도 안전하게 말할 수 없습니다.

결론: 2002 회계연도에 Tyco는 94억 달러의 손실을 입었습니다. 2001년 말에 \$58.90에 마감했던 이 주식은 \$17.08에 2002년을 마감했습니다. 이는 12개월 동안 71%의 손실을 입은 것입니다.<sup>4</sup>

미노우가 고래를 삼키다

2000년 1월 10일, America Online, Inc.와 Time Warner Inc.는 초기 가치가 1,560억 달러에 달하는 거래로 합병될 것이라고 발표했습니다.

1999년 12월 31일 현재 AOL의 자산은 103억 달러이고 이전 12개월 동안의 수익은 57억 달러에 달했습니다.

반면 타임워너는 자산 512억 달러, 매출 273억 달러를 기록했다. Time Warner는 주식 평가라는 한 가지를 제외하고는 모든 면에서 훨씬 더 큰 회사였습니다. America Online은 단순히 인터넷 업계에 있다는 사실만으로 투자자들을 현혹시켰기 때문에 그 주식은 수익의 164배라는 엄청난 가격에 팔렸습니다. 케이블 TV, 영화, 음악, 잡지가 든 가방인 Time Warner의 주식을 수입의 약 50배에 팔았습니다.

인수를 발표하면서 두 회사는 이를 '동등한 전략적 합병'이라고 불렀다. Time Warner의 회장인 Gerald M. Levin은 "AOL Time Warner와 연결된 모든 사람에게 기회는 무한하다"고 선언했습니다.

그들의 주식이 마침내 인터넷의 캐쉬를 얻을 수 있다는 사실에 황홀함

---

4 2002년에 Tyco의 전 CEO인 L. Dennis Kozlowski는 소득세 사기 및 Tyco의 기업 자산을 자신의 용도로 부적절하게 전용한 혐의(우산 스탠드에 \$15,000, 샤워커튼.

Kozlowski는 모든 혐의를 부인했습니다.

자기야, Time Warner 주주들은 거래를 압도적으로 승인했습니다.  
그러나 그들은 몇 가지를 간과했습니다.

- 이 "동등한 합병"은 비록 Time Warner가 5배 더 컸음에도 불구하고 America Online의 주주에게 합병된 회사의 55%를 제공하도록 설계되었습니다.
- 3년 만에 두 번째로 미국 증권 거래 위원회는 America Online이 마케팅 비용을 부적절하게 계산했는지 여부를 조사했습니다. • America Online의 총 자산 중 거의 절반인 49억 달러는 "매도 가능 지분 증권"으로 구성되어 있습니다. 공개적으로 거래되는 기술주의 가격이 하락하면 회사 자산 기반의 상당 부분이 사라질 수 있습니다.

결론: 2001년 1월 11일 두 회사는 합병을 완료했습니다. AOL Time Warner Inc.는 2001년에 49억 달러를 잃었고 2002년에는 기업 역사상 가장 큰 손실로 기록된 987억 달러를 추가로 잃었습니다. 대부분의 손실은 America Online의 가치를 기록하는 데서 발생했습니다. 2002년 말까지 Levin이 "무한한" 기회를 예측한 주주들은 거래가 처음 발표된 이후 주식 가치가 약 80% 손실되었을 뿐 아무 것도 보여줄 수 없었습니다.<sup>5</sup>

유치원 투자를 허비할 수 있습니까?

1999년 5월 20일 eToys Inc.는 주식의 8%를 대중에게 매각했습니다. 월스트리트의 가장 유명한 투자 은행 중 4곳인 Goldman, Sachs & Co.; BancBoston 로버트슨 스티븐스; Donaldson, Lufkin & Jenrette; Merrill Lynch & Co.—주당 20달러에 8,320,000주를 인수하여 1억 6,640만 달러를 조달했습니다. 주가는 폭등하여 거래 첫날 282.8% 상승한 \$76.5625에 마감했습니다. 그 가격에서 eToys(1억 2백만 주)의 시장 가치는 78억 달러였습니다.<sup>6</sup>

---

5 공개: Jason Zweig는 이전에 Time Warner의 한 부서였으며 현재는 AOL Time Warner Inc.의 한 단위인 Time Inc.의 직원입니다.

6 eToys의 설명서에는 Arthur Aradark, 만화 스타일로 그것이 얼마나 쉬울 것인지 보여줍니다.

구매자는 그 가격에 어떤 종류의 비즈니스를 얻었습니까? eToys의 매출은 전년도에 4,261% 증가했으며 지난 분기에만 75,000명의 고객을 추가했습니다. 그러나 사업 20개월 동안 eToys는 총 3,060만 달러의 매출을 올렸고 순손실은 3,080만 달러를 기록했습니다. 즉, eToys는 1달러 가치의 장난감을 판매하는 데 2달러를 지출하고 있었습니다.

IPO 안내서는 또한 eToys가 이전 연도에 480만 달러의 매출에 450만 달러의 손실을 입은 또 다른 온라인 사업인 Baby Center, Inc.를 인수하는 데 공모 수익금의 일부를 사용할 것이라고 밝혔습니다. (이 상을 받기 위해 eToys는 단 2억 500만 달러를 지불할 것입니다.) 그리고 eToys는 경영진에 대한 향후 발행을 위해 보통주 4060만 주를 "보유"할 것입니다. 따라서 eToys가 돈을 벌면 순이익을 1억 200만 주가 아니라 1억 4300만 주에 나누어야 하므로 미래의 주당 수익은 거의 1/3로 희석됩니다.

최대 라이벌인 Toys "R" Us, Inc.와 eToys를 비교하면 충격적입니다. 이전 3개월 동안 Toys "R" Us는 2,700만 달러의 순이익을 올렸고 eToys가 1년 동안 판매한 것보다 70배 더 많은 상품을 판매했습니다. 그러나 그림 17-3에서 볼 수 있듯이 주식 시장은 Toys "R" Us보다 eToy를 거의 20억 달러 가치로 평가했습니다.

결론: 2001년 3월 7일 eToys는 공개 회사로서의 짧은 생애 동안 3억 9,800만 달러 이상의 순손실을 기록한 후 파산 보호를 신청했습니다. 1999년 10월 주당 86달러로 정점을 찍은 이 주식은 마지막으로 1페니에 거래되었습니다.

---

전통적인 장난감 가게보다 eToys에서 어린이용 tchotchke를 구입하십시오. IPO Monitor의 분석가 Gail Bronson은 eToys의 주식 공모 당일 AP 통신에 다음과 같이 말했습니다. Bronson은 다음과 같이 덧붙였습니다. “성공적인 IPO, 특히 닷컴 IPO의 핵심은 훌륭한 마케팅과 브랜딩입니다.” Bronson은 부분적으로 옳았습니다. 그것이 발행 회사와 은행가를 위한 성공적인 IPO의 열쇠입니다.

불행히도 투자자들에게 성공적인 IPO의 열쇠는 eToys가 갖지 못한 수익입니다.



### 그림 17-3 토이 스토리

	이토이즈 회계연도 종료 1999년 3월 31일	토이즈러스 "R" Us, Inc. 회계 분기 종료 1999 년 5월 1일
순 매출액	30	2,166
순이익	(29)	27
현금	20	289
총 자산	31	8,067
보통주의 시가(1999년 5월 20일)		
	7,780	5,650

모든 금액은 수백만 달러입니다.

출처: 회사의 SEC 서류.

18장

## 여덟 쌍의 회사 비교

이 장에서 우리는 새로운 형태의 설명을 시도할 것이다. 증권 거래소 목록에서 서로 옆에 있거나 거의 비슷하게 나타나는 8쌍의 회사를 선택하여 성격, 재무 구조, 정책, 성과 및 다양한 유형의 일부를 구체적이고 생생한 방식으로 집으로 가져오기를 바랍니다. 기업 기업의 변천사, 그리고 최근 몇 년 동안 금융 현장에서 발견되는 투자 및 투기적 태도. 각 비교에서 우리는 특별한 의미와 중요성을 지닌 측면에 대해서만 언급할 것입니다.

Pair I: Real Estate Investment Trust(매장, 사무실, 공장 등) 및 Realty Equities Corp. of New York(부동산 투자, 일반 건설)

이 첫 번째 비교에서 우리는 다른 쌍에 사용된 알파벳 순서에서 출발합니다. 그것은 한편으로 다른 사람의 돈을 다루는 전통적인 방법에서 합리적이고 안정적이며 일반적으로 좋은 모든 것을 캡슐화하는 것처럼 보이기 때문에 우리에게 특별한 의미가 있습니다. 무모한 확장, 재정적 여유, 오늘날 기업 운영에서 흔히 볼 수 있는 롤러코스터 변화와 함께. 두 기업은 이름이 비슷하며 수년 동안 미국 증권 거래소 목록에 나란히 등장했습니다. 그들의 주식 시세 기호(REI 및 REC)는 쉽게 혼동될 수 있습니다. 그러나 그 중 하나는 세 명의 수탁자가 관리하는 안정적인 뉴잉글랜드 신탁으로, 거의 100년 동안 운영되고 1889년 이후로 배당금이 지속적으로 지급되었습니다.

적당한 비율로 확장하고 부채를 쉽게 관리할 수 있는 수치로. \* 다른 하나는 전형적인 뉴욕 기반의 급성장 벤처로, 8년 만에 자산을 620만 달러에서 1억 5400

만 달러로, 부채는 같은 비율; 경마장 2개, 영화관 74개, 문학 에이전시 3개, 홍보 회사, 호텔, 슈퍼마켓, 대형 화장품 회사에 대한 지분 26% 등 일반적인 부동산 사업에서 다양한 벤처 사업으로 옮겨갔습니다. 1970년 파산). † 이 사업 벤처의 집합체는 다음을 포함하여 해당하는 다양한 기업 장치와 일치했습니다.

1. 7달러의 연간 배당금을 받을 수 있는 우선주이지만 액면가는 1달러에 불과하며 주당 1달러의 부채로 취급됩니다.
2. \$2,500,000(주당 \$1)의 명시된 보통주 가치는 재취득된 주식의 209,000 주 비용으로 \$5,500,000를 공제하여 상쇄됩니다.
3. 총 1,578,000주를 살 수 있는 권리를 부여하는 3가지 일련의 스톡옵션 신주 인수권.
4. 모기지, 사채, 상장 어음, 은행 지급 어음, "어음, 대출 및 계약 미지급" 및 중소기업청에 지급할 대출의 형태로 최소 6가지 종류의 채무를 합산합니다. 1969년 3월에 1억 달러가 넘었습니다. 또한 일반 세금과 미지급 계정이 있었습니다.

먼저 두 기업이 1960년에 등장했을 때의 몇 가지 수치를 제시하자(표 18-1A). 여기에서 우리는 시장에서 주식 총 가치의 9배에 판매되는 신탁 주식을 찾습니다. 신탁 기업은 상대적 부채가 작았고

---

\* 여기에서 Graham은 1983년 샌프란시스코 부동산 투자자가 주당 50달러에 인수한 부동산 투자 신탁에 대해 설명하고 있습니다.

다음 단락은 New York의 Realty Equities Corp.에 대해 설명합니다. † 배우

Paul Newman은 1969년에 그의 영화 제작 회사인 Kayos, Inc.를 인수한 후 잠시 동안 New York Realty Equities Corp.의 대주주였습니다.

표 18-1A. 쌍 1. 부동산 투자 신탁 대.

## 1960년 부동산 주식회사

	부동산 투자신탁	뉴욕 부동산 주식 회사
총 수익	\$ 3,585,000	\$1,484,000
순이익	485,000	150,000
주당 순이익	.66	.47
주당 배당금	없음	.10
주당 장부가	\$20.	\$4.
가격 범위	20-12	53 8-43 4
총 자산	\$22,700,000	\$6,200,000
총 부채	7,400,000	5,000,000
공통 장부가	15,300,000	1,200,000
보통주 평균 시가 12,200,000		1,360,000

순자산 대비 순자산의 비율이 높지만 일반 자산의 가격은 주당 이익과 관련이 있습니다.

표 18-1B에서는 약 8년 후의 상황을 보여줍니다.

트러스트는 "무소유 원칙을 유지"하여 두 가지 모두를 증가시켰습니다.

수익과 주당 수익이 약 4분의 3 감소했습니다.\*

그러나 Realty Equities는 거대하고 취약한 것으로 변형되었습니다.

월스트리트는 이러한 다양한 발전에 어떻게 반응했습니까? 에 의해 Trust에는 가능한 한 적은 관심을, Realty에는 많은 관심을 기울입니다. 주식. 1968년에 후자는 10에서 373 4 로 급증 했고 상장되었습니다. 총 2,420,000주의 판매에 대한 6에서 361 2 까지의 신주인수권.

이런 일이 일어나는 동안 트러스트 주식은 적당한 볼륨에서 20 ~ 301 4. 1969년 3월 대차대조표

주식은 자산 가치를 주당 3.41달러로 낮추어야 했습니다.

그 해 높은 가격의 10분의 1보다. 신탁의 장부가 주가는 20.85달러였다.

\* 시의 열렬한 독자인 Graham은 Thomas Gray의 "Elegy Written"을 인용하고 있습니다. 시골 교회 마당에서."

표 18-1B. 페어 1.

	부동산 투자신탁	뉴욕 부동산 주식 회사
1968년 12월 31일 가격 261 2 보통주식수 1,423,000 보통 주 시가 \$37,800,000 \$75,000,000		321 2 2,311,000('69년 3월)
워런트의 예상 시장 가치 - 30,000,000a		
보통주 및 신주인수권의 예상 시장 가		
치 부채 우선주 총 자본금 보통주	— 105,000,000	
주당 시장 가치, 신주인수권 조정 시	9,600,000 100,800,000	
\$20.85(11월)	—	2,900,000
	\$47,400,000 \$208,700,000	
		45(추정)
주당 장부가		\$3.41
	1968년 11월	1969년 3월
수익	\$6,281,000 \$39,706,000	
순이자	2,696,000 11,182,000	
이자 비용	590,000 6,684,000	
소득세	58,000b 2,401,000	
우선배당		174,000
일반용 네트	2,048,000 1,943,000	
스페셜 아이템	245,000크론 1,896,000 박사	
공통용 최종 네트	2,293,000 47,000	
특별 항목 이전 주당 순이익		
	\$1.28	\$1.00
특별 항목 후 주당 적립		
	1.45	.20
보통주 배당금	1.20	.30
적립된 이자 비용	4.6	1.8

1,600,000주 이상을 다양한 가격으로 매수할 수 있는 신주인수권이 있었습니다. 나열된  
영장당 301 2에 판매된 발행.

<sup>b</sup> 부동산 신탁으로서 이 기업은 1968년에 연방 소득세의 대상이 되지 않았습니다.

이듬해 주식 시장에서 모든 것이 좋지 않다는 것이 분명해졌으며 가격은 912로 떨어졌습니다. 1970년 3월 보고서가 나왔을 때 주주들은 기업이 13,200,000달러 또는 주당 5.17달러의 순 손실을 입었다는 사실을 읽고 충격을 받았을 것입니다.

(이 비참한 수치에는 미래의 투자 손실에 대비한 8,800,000달러의 준비금이 포함되어 있습니다.) 그럼에도 불구하고 이사들은 회계 연도가 끝난 직후 5센트의 추가 배당금을 용감하게(?) 선언했습니다. 그러나 더 큰 문제가 눈앞에 있었습니다. 회사의 감사인은 1969-70년 재무제표 인증을 거부했으며 주식은 미국 증권 거래소에서 거래가 중단되었습니다. 장외 시장에서 입찰 가격은 주당 2달러 미만으로 떨어졌습니다. \* 부동산 투자 신탁 주식은 1969년 이후 전형적인 가격 변동이 있었습니다. 1970년 최저점은 161 2 이었고 1971년 초에는 265 6 으로 회복되었습니다. 최근 보고된 수익은 주당 1.50달러였으며 주식은 1970년 장부 가치인 21.60달러를 약간 상회하고 있었습니다. 이 문제는 1968년의 최고 기록에 비해 다소 고가였을지 모르지만 주주들은 그들의 수탁자로부터 정직하고 잘 봉사했습니다.

부동산 주식 이야기는 다르고 유감스러운 이야기입니다.

## 쌍 2: Air Products and Chemicals(산업 및 의료용 가스 등) 및 Air Reduction Co.(산업용 가스 및 장비, 화학 물질)

우리의 첫 번째 쌍보다 훨씬 더, 이 둘은 이름과 사업 분야에서 서로 비슷합니다. 따라서 그들이 초대하는 비교는 보안 분석의 전통적인 유형인 반면, 우리의 다른 쌍의 대부분은 본질적으로 더 이중성입니다. † "제품"은 더 새로운 것입니다.

---

\* Realty Equities는 1973년 9월 미국 증권 거래소에서 상장 폐지되었습니다. 1974년 미국 증권 거래 위원회는 Realty Equities의 회계사를 사기 혐의로 고소했습니다. Realty Equities의 설립자인 Morris Karp는 나중에 한 건의 대규모 절도 혐의에 대해 유죄를 인정했습니다. 1974~1975년에 그레이엄이 비판한 과도한 부채는 체이스 맨해튼을 비롯한 대형 은행들 사이에서 가장 공격적인 부동산 신탁에 많은 돈을 빌려준 금융 위기를 초래했습니다. † "Heteroclite"는 Graham이 사용하는 고전 그리스어의 전문 용어입니다.

### 1969년에는 "Reduction"보다

다른 사람의 거래량.\* 그럼에도 불구하고 자사의 주식은 2018년에 25% 더 비싸게 팔렸습니다. 에어리덕션 주식보다 합산. 표 18-2에서 알 수 있듯이, 이유는 Air Reduction의 더 큰 수익성에서 모두 찾을 수 있습니다. 그리고 더 강력한 성장 기록을 가지고 있습니다. 여기서 우리는 "품질"을 더 잘 보여 주는 전형적인 결과를 발견합니다. Air Products는 161 2에 판매됩니다. Air Reduction의 경우 최근 수입의 9.1배에 불과합니다. 또한 Air Products는 자산 지원을 훨씬 초과하여 판매되었지만 Air는 할인은 장부가의 75%에 불과합니다. † 항공 감소는 보다 자유로운 배당금을 지불했습니다. 그러나 이것은 Air Products가 수익을 유지하는 것이 더 바람직함을 반영합니다. 또한, Air Reduction은 보다 편안한 작업 자본을 가지고 있었습니다. 위치. (이 점에서 우리는 수익성 있는 회사가 영구 자금 조달의 형태로 항상 현재 위치를 구체화할 수 있습니다. 그러나 우리의 기준에 따르면 Air Products는 어느 정도 과도하게 결합되었습니다.)

분석가가 두 회사 중 하나를 선택하라는 요청을 받았다면 그는 잠재 고객이

Air Products의 제품이 Air Reduction의 제품보다 더 유망해 보였습니다. 그러나 이것이 Air Products를 상당히 높은 상대 가격으로 더 매력적으로 만들었을까? 우리는 이 질문이 단호하게 대답했다. 일반적으로 월스트리트는 생각에서 "양"보다 "질"을 설정 하며 아마도 대다수의 보안 분석가는 "더 가난하지만" 더 저렴한 Air Reduction에 대해 "더 나은" 그러나 더 소중한 Air 제품을 선택할 것입니다. 이든 이 선호는 옳고 그름을 증명하기 위한 것입니다. 입증할 수 있는 투자보다 예측할 수 없는 미래에 대해 원칙. 이 경우 Air Reduction은 다음 항목에 속하는 것으로 보입니다. 낮은 승수 클래스의 중요한 회사 그룹. 만약, 다음과 같이 위에서 † †에 언급된 연구는 해당 그룹 이

---

\* "볼륨"은 Graham이 판매 또는 수익을 의미합니다.

각 회사의 사업 금액.

† "자산 지원"과 장부가는 동의어입니다. 표 18-2에서 자산 또는 장부가에 대한 가격의 관계는 첫 번째 줄을 나누어 볼 수 있다.

("Price, 1969년 12월 31일") "주당 장부가".

† † Graham은 15장에서 논의한 가치주에 대한 자신의 연구를 인용하고 있습니다 (389페이지 참조). 그레이엄이 연구를 마친 이후로 방대한 양의 학술적 연구에 따르면 가치주가 수익률을 능가하는 것으로 확인되었습니다(453페이지에서 계속).

전체 가 높은 승수 주식보다 자체적으로 더 나은 설명을 제공할 가능성이 높으면 공기 감소가 논리적으로 주어져야 합니다.

기본 설정 - 그러나 다각화된 작업의 일부일 뿐입니다. (또한,

개별 기업에 대한 철저한 연구는

반대 결론에 대한 분석가; 그러나 그것은해야 할 것입니다

과거에 이미 반영된 것 이상의 이유)

속편: 에어 프로덕츠는 에어 리덕션보다

표 18-2. 페어 2.

	에어 프로덕츠 & 화학 1969	공기 감소 1969년
가격, 1969년 12월 31일	391	163 8
보통주 수	2	11,279,000
공통의 시장 가치	5,832,000a	\$185,000,000
빚	\$231,000,000	179,000,000
시가총액	113,000,000	364,000,000
주당 장부가	344,000,000	\$21.91
매상	\$22.89	\$487,600,000
순이익	\$221,500,000	20,326,000
1969년 주당순이익	13,639,000	\$1.80
주당순이익, 1964년	\$2.40 5	1.51
주당 순이익, 1959년	2.542 .	1.95
현재 배당률		.80
배당금		1917년
비율:		
가격/수익	16.5	9.1
가격/장부가	165.0%	75.0%
배당수익률	0.5%	4.9%
순 매출액	6.2%	4.25%
수입/장부가	11.0%	8.2%
유동 자산/부채	1.53	3.77
운전자본/부채	.32	.85
주당 이익 증가		
1969년 대 1964년	+59%	+19%
1969년 대 1959년	+362%	감소하다

우선주의 전환을 가정합니다 .



1970년에는 24%에 대해 16%가 감소했습니다. 그러나, 감소는 1971년 초에 더 나은 복귀를 하여 1969년 증가보다 50% 상승한 반면 제품의 경우 30%를 기록했습니다. 이 경우 낮은 승수 문제가 적어도 당분간은 이점을 얻었습니다.\*

쌍 3: American Home Products Co.(약, 화장품, 가정용품, 사탕)  
및 American Hospital Supply Co.(병원 용품 및 장비의 유통 및 제조업체)

이들은 1969년 말에 두 개의 "10억 달러 규모의 선의" 회사였으며, 빠르게 성장하고 막대한 수익을 창출하는 "건강 산업"의 서로 다른 부문을 대표했습니다. 우리는 그들을 각각 가정과 병원이라고 부를 것입니다. 두 가지 모두에 대해 선택된 데이터가 표 18-3에 나와 있습니다. 1958년 이후 차질이 없는 우수한 성장(즉, 100% 이익 안정성); 강력한 재정 상태. 1969년 말까지 병원의 성장률은 가정보다 훨씬 높았다. 반면에 Home은 매출과 자본 모두에서 훨씬 더 나은 수익성을 누렸습니다. † (사실, 1969년에 Hospital의 자본에 대한 수입의 상대적으로 낮은 비율(9.7%)은 당시 비즈니스가 실제로 과거 매출과 이익의 놀라운 성장률에도 불구하고 수익성이 높은 기업입니다.)

### 비교 가격을 고려할 때 홈 제공

(p. 451에서 계속) 장기간에 걸친 성장주. (현대 금융 분야의 최고의 연구 중 대부분은 Graham 이 수십 년 전에 입증한 것에 대한 독립적인 확인을 제공합니다.) 예를 들어 James L.

Davis, Eugene F. Fama 및 Kenneth R. French, "특성, 공분산 및 평균 수익률: 1929-1997", <http://papers.ssrn.com>.

\* Air Products and Chemicals, Inc.는 여전히 상장 주식으로 존재하며 Standard & Poor's 500-stock index에 포함되어 있습니다. Air Reduction Co.는 1978년에 BOC Group(당시 British Oxygen으로 알려짐)의 전액 출자 자회사가 되었습니다. † 매출 수익률과 자본 수익률로 측정된 수익성은 의 "비율" 섹션을 참조하여 결정할 수 있습니다. 표 18-3. "순/매출"은 매출 수익률을 측정합니다. "수익/장부 가치"는 자본 수익률을 측정합니다.

표 18-3. 페어 3.

	아메리칸 홈 제품 1969	미국 병원 공급 1969
가격, 1969년 12월 31일	72	451.8
보통주 수	52,300,000	33,600,000
공통의 시장 가치	\$3,800,000,000	\$1,516,000,000
빚	11,000,000	18,000,000
시가총액	3,811,000,000	1,534,000,000
주당 장부가	\$5.73	\$7.84
매상	\$1,193,000,000	\$446,000,000
순이익	123,300,000	25,000,000
주당순이익, 1969년	\$2.32 2	\$.77
주당순이익, 1964년	1.37 .94 .	.31
주당 순이익, 1959년		.15
현재 배당률		.24
이후 배당금		1947년
비율:		
가격/수익	31.0	58.5
가격/장부가	1250.0%	575.0%
배당수익률	1.9%	0.55%
순 매출액	10.7%	5.6%
수입/장부가	41.0%	9.5%
유동 자산/부채	2.6	4.5
주당 이익 증가		
1969년 대 1964년	+75%	+142%
1969년 대 1959년	+161%	+405%

현재 (또는 과거) 수입 측면에서 돈을 위해 훨씬 더  
그리고 배당금. Home의 매우 낮은 장부가액은  
보통주 분석의 모호성 또는 모순. 하나에  
즉, 회사가 높은 수익을 얻고 있음을 의미합니다.  
자본 - 일반적으로 힘과 번영의 표시입니다. 에  
다른 하나는 현재 가격에서 투자자가  
특히 중요한 불리한 변화에 취약합니다.  
회사의 수익 상황. 병원이 이상에 팔렸기 때문에  
1969년 장부가의 4배에 달하는 이 경고 문구는  
두 회사에 모두 적용됩니다.

결론: 우리의 명확한 견해는 보수적 선택에 대한 우리의 아이디어를 따르기로 결정한 투자자가 고려하기에는 두 회사가 현재 가격에서 너무 "부자"하다는 것입니다.

그렇다고 해서 회사가 약속이 부족했던 것은 아닙니다.

오히려 문제는 가격에 너무 많은 "약속"이 포함되어 있고 실제 성능이 충분하지 않다는 것입니다. 두 기업을 합친 경우 1969년 가격에는 약 50억 달러의 영업권 평가가 반영되었습니다. 배당금이나 유형 자산의 형태로 영업권 요소를 "실현"하려면 몇 년의 훌륭한 미래 수익이 필요합니까?

단기 후속편: 1969년 말 시장은 홈보다 병원의 수익 전망을 더 높이 생각한 것 같습니다. 1970년 호의를 받은 호는 수입이 미미 하게 감소한 반면 홈은 상당한 8%의 이익을 얻었습니다. 병원의 시장 가격은 이 1년 실망에 크게 반응했습니다. 1971년 2월 32에 팔려 1969년 종가 대비 약 30% 하락한 반면 Home은 해당 수준보다 약간 높은 가격으로 호가를 받았습니다.\*

쌍 4: H&R Block, Inc.(소득세 서비스) 및 Blue Bell, Inc.(작업복, 유니폼 등 제조업체)

이 회사들은 매우 다른 두 가지 장르의 성공 사례를 대표하는 뉴욕 증권 거래소에 상대적으로 새로 들어온 기업으로서 어깨를 들썩이고 있습니다. Blue Bell은 경쟁이 치열한 산업에서 어려운 방법으로 등장하여 결국 가장 큰 요인이되었습니다. 수입은 산업 상황에 따라 다소 변동했지만 1965년 이후의 성장은 인상적이었습니다. 회사의 운영은 1916년으로 거슬러 올라가며 지속적인 배당금 기록은 1923년으로 거슬러 올라갑니다. 1969년 말에 주식 시장은 이 문제에 대한 열의를 나타내지 않았고 S&P 복합재의 경우 약 17에 비해 PER이 11에 불과했습니다. 인덱스.

그에 반해 H&R Block의 부상은 가히 폭발적이었습니다. 처음

---

\* American Home Products Co.는 현재 Wyeth로 알려져 있습니다. 해당 주식은 Standard & Poor's 500-stock index에 포함되어 있습니다. American Hospital Supply Co.는 1985년 Baxter Healthcare Corp.에 인수되었습니다.

발표된 수치는 1961년으로만 거슬러 올라가며, 그 해에 \$610,000의 매출과 \$83,000의 수익을 올렸습니다. 그러나 8년 후 비교 날짜에 매출은 5,360만 달러, 순 수익은 630만 달러로 급증했습니다. 그 당시 이 훌륭한 성과에 대한 주식 시장의 태도는 그저 황홀해 보였습니다. 1969년 말에 55의 가격은 최근 보고된 12개월 수입의 100배가 넘었습니다. 물론 이는 현재까지 가장 큰 금액이었습니다. 주식 발행에 대한 3억 달러의 총 시장 가치는 주식 뒤에 있는 유형 자산의 거의 30배였습니다.\* 이것은 심각한 주식 시장 가치 평가 기록에서 거의 전례가 없는 일이었습니다.

(당시 IBM은 장부가의 9배, 제록스는 11배 정도에 팔리고 있었다.)

우리의 표 18-4는 블록과 블루 벨의 비교 평가에서 달러 수치와 비율로 엄청난 불일치를 나타냅니다. 사실, Block은 자본 1달러당 Blue Bell의 두 배의 수익성을 보여 주었고 지난 5년 동안의 수익 증가율(실제로는 거의 없었음)이 훨씬 더 높았습니다. 그러나 주식 기업으로서 Blue Bell은 Block의 총 가치의 3분의 1 미만에 판매했지만 Blue Bell은 4배의 사업을 하고 21 2 배의 수익을 얻었고 51 2 배의 수익을 냈습니다. 유형투자에 투자했고, 가격에 9배의 배당수익률을 주었다.

표시된 결론: 숙련된 분석가는 Block에 큰 추진력을 인정했을 것이며, 이는 미래 성장에 대한 탁월한 전망을 의미합니다. 그는 Block이 실현한 뛰어난 자본 수익률에 이끌려 소득세 서비스 분야에서 심각한 경쟁의 위험에 대해 다소 의아해했을 수도 있습니다. 영역에서 그는 블록 성장 곡선에서 빠른 평탄화를 예측하는 것을 주저했을 것입니다. 그의 수석

---

\* 표 18-4의 Ratios 부분의 "Price/book value" 항목에 2920% 입력 시 "거의 30배"가 반영됨. 그레이엄은 그의 마음을 흔들었을 것입니다.

1999년 말과 2000년 초에 많은 하이테크 기업이 자산 가치의 수백 배에 달하는 가격에 매각되었을 때 크게 놀랐습니다(이 장의 설명 참조). "심각한 주식 시장 가치 평가의 역사에서 거의 전례가 없는 일"에 대해 이야기하십시오! H&R Block은 상장 기업으로 남아 있고 Blue Bell은 1984년 주당 \$47.50에 비공개로 전환되었습니다.

표 18-4. 짝 4.

	H&R 블록 1969	블루 벨 1969
가격, 1969년 12월 31일	55	493 4
보통주 수	5,426,000	1,802,000a
공통의 시장 가치	\$298,000,000	\$89,500,000
빚	—	17,500,000
시가총액	298,000,000	107,000,000
주당 장부가	\$1.89	\$34.54
매상	\$53,600,000	\$202,700,000
순이익	6,380,000	7,920,000
주당순이익, 1969년	\$.51(10월) .07	\$4.47
주당순이익, 1964년		2.64
주당 순이익, 1959년	—	1.80
현재 배당률	.24	1.80
이후 배당금	1962	1923년
비율:		
가격/수익	108.0	11.2
가격/장부가	2920 %	142 %
배당수익률	0.4 %	3.6%
순 매출액	11.9 %	3.9%
수입/장부가	27 %	12.8%
유동 자산/부채	3.2 부	2.4
운전자본/부채	채 없음	3.75
주당 이익 증가		
1969년 대 1964년	+630%	+68%
1969년 대 1959년	—	+148%

우선주의 전환을 가정합니다.

3억 달러의 가치 평가 여부에 대한 우려는 단순히  
회사는 이미 충분히 평가하지 않았으며 아마도 과대 평가되었을 것입니다.  
이 우수한 사업에서 합리적으로 기대할 수 있는 모든 것.  
대조적으로 분석가는 Blue Bell을 상당히 보수적으로 가격이 책정된 훌륭한  
회사로 추천하는 데 어려움이 거의 없었습니다.

1971년 3월의 후속편. 1970년 거의 공황 상태에 빠진 1/4

Blue Bell의 가격에서, Block의 가격에서 약 1/3의 가격.  
그 후 둘 다 일반 3월의 놀라운 회복에 합류했습니다.

켓. Block의 가격은 1971년 2월에 75로 상승했지만 Blue Bell은 109(3:2 분할 후)에 해당하는 109에 상당하는 훨씬 더 많이 상승했습니다. 분명히 Blue Bell은 1969년 말 현재 Block보다 더 나은 매수를 입증했습니다. 그러나 Block이 분명히 부풀려진 가치에서 약 35% 상승할 수 있다는 사실은 분석가와 투자자가 좋은 회사를 공매도에 매도하는 것을 얼마나 경계해야 하는지를 나타냅니다. 또는 증서—인용이 아무리 높아 보일지라도.\*

쌍 5: International Flavors & Fragrances(다른 사업을 위한 향료 등) 및 International Harvester Co.(트럭 제조업체, 농기계, 건설 기계)

이 비교는 하나 이상의 놀라움을 수반해야 합니다. 다우존스 산업 평균 지수의 30대 기업 중 하나인 International Harvester는 누구나 알고 있습니다. † 뉴욕 증권 거래소 목록에서 Harvester 옆에 있는 International Flavors & Fragrances에 대해 들어본 독자가 얼마나 될까요? 그러나 1969년 말에 IFF는 실제로 Harvester보다 더 높은 총 시장 가치(7억 4,700만 달러 대 7억 1,000만 달러)에 판매되었습니다.

Harvester가 Flavors의 17배의 자본금과 27배의 연간 매출을 가졌음을 반영할 때 이것은 더 놀라운 것입니다. ~ 안에

---

\* Graham은 투자자들이 고평가된 주식이 순전히 고평가되어 있기 때문에 가격이 하락해야 한다고 믿는 "도박사의 오류"의 한 형태에 대해 독자들에게 경고하고 있습니다. 동전이 9회 연속 뒷면에 나왔다가 앞면이 나올 가능성이 높아지지 않는 것처럼, 과대평가된 주식(또는 주식 시장!)은 놀라울 정도로 오랫동안 과대평가된 상태를 유지할 수 있습니다. 그것은 공매도나 주식이 떨어질 것이라는 내기를 하는 것은 단순한 필사자에게 너무 위험합니다. † International Harvester는 중서부 주를 "세계의 곡창지대"로 만드는 데 도움을 준 McCormick 수확기 제조업체인 McCormick Harvesting Machine Co.의 상속인이었습니다. 그러나 국제 수확기

1970년대에 어려운 시기를 겪었고 1985년에는 농장 장비 사업을 Tenneco에 매각했습니다. Navistar로 이름을 변경한 후 나머지 회사는 1991년에 Dow에서 부팅되었습니다 (S&P 500 지수의 구성원으로 남아 있음). S&P 500의 구성요소이기도 한 International Flavors & Fragrances는 2003년 초 총 주식 시장 가치가 30억 달러였으며 Navistar는 16억 달러였습니다.

표 18-5. 쌍 5.

	세계 각국의 맛 & 향수 1969	국제적인 수확기 1969
가격, 1969년 12월 31일	651	243 4
보통주 수	2	27,329,000
공통의 시장 가치	11,400,000	\$710,000,000
빛		313,000,000
시가총액	\$747,000,000	1,023,000,000
주당 장부가	4,000,000	\$41.70
매상	751,000,000	\$2,652,000,000
순이익	\$6.29	63,800,000
1969년 주당순이익		\$2.30
주당순이익, 1964년		3.39
주당 순이익, 1959년		2.83
현재 배당률		1.80
이후 배당금	\$94,200,000	13,540,000 \$1.10 1.62 2.8 5.5
비율:		
가격/수익	55.0	10.7 1050.0% 59.0%
가격/장부가		
배당수익률	0.9%	7.3%
순 매출액	14.3%	2.6%
수입/장부가	19.7%	5.5%
유동 자산/부채	3.7	2.0 대 1.7 — (세금 전) 3.9
운전자본/부채		
적립된 이자		
주당 이익 증가		
1969년 대 1964년	+93%	+9%
1969년 대 1959년	+326%	+39%

사실, 불과 3년 전만 해도 Harvester의 순이익 은 Flavors 의 1969년 판매 보다 더 큼니다! 어떻게 이러한 비범한 격차가 생긴다? 해답은 두 가지 마법의 단어인 수익성과 성장에 있습니다. 맛은 두 가지 모두에서 놀라운 쇼를 보여주었습니다.

범주, 반면 Harvester는 원하는 모든 것을 남겼습니다.

그 이야기는 표 18-5에 나와 있습니다. 여기서 우리는 감각적 이익이 매출의 14.3%인 맛을 찾습니다(소득세 전 수치는 23%), Harvester의 경우 2.6%에 불과합니다. 마찬가지로, 품미

불충분한 5.5%에 대해 주식 자본으로 19.7%를 벌었습니다. Harvester가 획득했습니다. Flavors의 5년 순이익은 Harvester는 거의 두 배로 증가한 반면 Harvester는 거의 제자리에 머물렀습니다. 1969년과 1959년 사이에 비교하면 비슷한 결과가 나옵니다. 이러한 성과의 차이는 전형적인 주식 시장을 낳았습니다. 밸류에이션의 차이. 1969년에 마지막 55배에 팔린 맛 보고된 수입과 Harvester는 10.7배에 불과했습니다. 이에 상응하여 Flavors는 장부 가치의 10.4배로 평가되었으며 Harvester는 순 가치에서 41% 할인된 가격으로 판매되었습니다.

#### 논평 및 결론: 가장 먼저 언급할 것은

Flavors의 시장 성공은 전적으로 개발에 기반했습니다. 중앙 비즈니스의 일부이며 기업 유틸리티 및 거래, 인수 프로그램, 대규모 자본화와 관련이 없습니다. 구조 및 최근 몇 년간의 친숙한 월스트리트 관행. 회사는 수익성이 매우 높은 뜨개질에 집착했으며, 그것이 거의 모든 이야기입니다. Harvester의 기록이 올라갑니다. 완전히 다른 일련의 질문이지만 이 역시 관련이 없습니다. "높은 재정"으로. 왜 그렇게 많은 위대한 기업이 일반적으로 번영하는 여러 해 동안에도 상대적으로 수익성이 없습니까? 기업이 정당화할 만큼 충분히 벌 수 없는 경우 21 20 억 달러 이상의 사업을 하면 어떤 이점이 있습니까? 주주의 투자? 우리가 해결책을 처방하는 것은 아닙니다. 이 문제의. 그러나 우리는 관리뿐만 아니라 주주의 평원과 파일은 문제를 인식해야 합니다. 최고의 두뇌와 가능한 최선의 노력이 필요합니다.\* 보통주 선택의 관점에서 볼 때 두 문제 모두 건전한 기준을 충족하지 못했을 것입니다.

합리적으로 매력적이고 적당한 가격의 투자. 흥미  
일반적으로 훌륭하게 성공했지만 아낌없이 가치를 평가하는 회사였습니다.

---

\* 주주 행동주의에 대한 Graham의 생각에 대해서는 19장의 주석을 참조하십시오. 주주 가치 극대화를 거부하는 Harvester를 비판하면서 Graham은 기이하게도 회사의 행동을 예상했습니다.

미래 경영. 2001년에 주주 과반수가 해임에 투표했습니다. Navistar의 외부 인수 입찰에 대한 제한 - 그러나 이사회는 단순히 주주의 의사를 이행하는 것을 거부했습니다. 굉장하다  
일부 기업 문화의 반민주적 경향이  
수십 년을 견디십시오.



Harvester의 쇼는 할인 가격에도 불구하고 정말 매력적으로 만들기에는 너무 평범했습니다. (의심할 여지없이 합리적인 가격의 클래스에서 더 나은 가치를 사 용할 수 있습니다.)

1971년의 후속편 : 1969년 말에 Harvester의 낮은 가격으로 인해 1970년 의 나쁜 시기에 더 큰 폭의 하락을 막을 수 있었습니다. 단 10%만 더 잃었습니 다. 품미는 더 취약한 것으로 판명되었고 30%의 손실인 45로 감소했습니다. 후 속 회복에서 둘 다 1969년 증가를 훨씬 상회하는 수준으로 발전했지만 Harvester는 곧 25 수준으로 떨어졌습니다.

쌍 6: McGraw Edison(공공 설비 및 장비, 가정용품) McGraw-Hill, Inc.(도서, 영화, 교육 시스템, 잡지 및 신문 발행인, 정보 서비스)

매우 유사한 이름을 가진 이 쌍(때로는 Edison과 Hill이라고 칭함)은 매우 다 른 분야에서 두 개의 크고 성공적인 기업입니다. 우리는 비교 날짜로 1968년 12 월 31일을 선택했으며 표 18-6에 나와 있습니다. 발행물은 거의 같은 가격에 판 매되었지만 Hill의 더 큰 자본으로 인해 다른 발행물의 총 가치의 약 두 배에 달 하는 가치가 있었습니다. Edison이 약 50% 더 높은 매출과 1/4의 순이익을 냈 기 때문에 이러한 차이는 다소 놀라운 것처럼 보일 것입니다. 그 결과 핵심 비율 (수입의 승수)이 Hill의 경우 에디슨의 경우보다 두 배 이상 높았습니다. 이 현상은 주로 1960년대 후반에 공개 거래에 도입된 몇몇 책 출판 회사의 주식에 대한 시 장의 강한 열정과 편파성으로 설명할 수 있습니다.\*

사실, 1968년 말까지 이러한 열정이 지나쳤음이 분명해졌습니다. Hill의 주식 은 1967년에 56에 팔렸는데, 이는 1966년에 보고된 기록적인 수익의 40배 이 상이었습니다. 그러나 1967년에 약간의 하락이 나타났고 1968년에 추가 하락 이 나타났습니다. 따라서 현재의 높은 승수인 35가 적용되고 있었습니다. 그 회 사

---

\* McGraw-Hill은 BusinessWeek 매거진과 Standard & Poor's Corp.를 소유하고 있 는 상장 기업으로 남아 있습니다.

McGraw-Edison은 현재 Cooper Industries의 한 부서입니다.