

Financial Analysis Method Required of Investment

投资必修的财务分析方法

郭恩才◎著

· 谨将此书献给那些怀揣梦想、孜孜以求、艰难跋涉、痛并快乐着的投资者们。
· 站在投资者的角度分析拟投资公司的财务状况和判断有无投资价值。



中国金融出版社

投资必修的财务分析方法

Financial Analysis Method Required of Investment

郭恩才 著



中国金融出版社

责任编辑：张哲强

责任校对：刘 明

责任印制：丁淮宾

图书在版编目（CIP）数据

投资必修的财务分析方法（Touzi Bixiu de Caiwu Fenxi Fangfa）/郭恩才
著. —北京：中国金融出版社，2015.9

ISBN 978 - 7 - 5049 - 8008 - 3

I. ①投… II. ①郭… III. ①财务分析 IV. ①F231.2

中国版本图书馆 CIP 数据核字（2015）第 146281 号

出版 **中国金融出版社**
发行

社址 北京市丰台区益泽路2号

市场开发部 (010)63266347, 63805472, 63439533 (传真)

网上书店 <http://www.chinafph.com>
(010)63286832, 63365686 (传真)

读者服务部 (010)66070833, 62568380

邮编 100071

经销 新华书店

印刷 北京松源印刷有限公司

尺寸 169 毫米×239 毫米

印张 12.25

字数 220 千

版次 2015 年 9 月第 1 版

印次 2015 年 9 月第 1 次印刷

定价 45.00 元

ISBN 978 - 7 - 5049 - 8008 - 3/F. 7568

如出现印装错误本社负责调换 联系电话 (010) 63263947

目 录

00 投资是苗 财务分析是土	1
----------------------	---

导读：任何投资都有风险，要想不断提高投资的成功率，必须有科学的投资理论作指导，在这一点上，价值投资理论是不二之选。价值投资的核心是要事先评估投资对象的内在价值，当内在价值与其市场价格有差距时，你的机会就来了。那么如何估计投资对象的价值呢？估值离不开财务分析，投资与财务分析之间具有不可分割的联系。所以说，“投资是苗，财务分析是土”。

0.1 怎样才能成为富人	1
0.2 实业投资 PK 财务投资	3
0.3 起底投资理论流派	6
0.4 投资与财务分析的内在联系	11
专栏 1：美国人致富解密：靠工资发不了财	13

01 三张财报洞悉企业的“超级机密”	15
--------------------------	----

导读：如果你在搜寻一批宝藏，你最需要的是一张“藏宝图”；如果你身临宝库坚不可摧的大门前，你最需要的是打开宝库大门的钥匙。无论是实业投资还是财务投资，你的投资对象都离不开企业。那如何才能洞悉企业的秘密呢？你的“藏宝图”、你的钥匙就是企业的财务报表。在本章，作者将带你“透入骨髓”地了解企业的三张基本财务报表。原本你可能对这一堆堆数字望而生厌，现在你会觉得看财务报表像逛迪斯尼乐园一样有趣。

1.1 财务报表的产生与发展	15
1.2 解读资产负债表	18
1.3 解读利润表	26
1.4 解读现金流量表	32
1.5 财务报表间的钩稽关系	37
专栏 2：彼得·林奇：财务报告的妙用	40

02 透析企业经营失败的财务因素	46
------------------------	----

导读：企业经营失败的原因很多，但临“咽气”之前有一个共同的特征：

资金枯竭或称“资金链断裂”。资金是企业肌体的血液，正是资金的正常循环和周转，给企业带来源源不断的利润。资金问题是一个“财务问题”，所以说企业经营失败在很大程度上是由财务失败导致的。正因为如此，我们才有必要探讨企业财务风险的各种表现，学会识别公司的财务风险，像远离毒品一样远离财务风险可能集中爆发的“地雷”企业。

2.1 企业经营为什么会失败	46
2.2 企业经营失败的财务因素	52
2.3 公司财务风险面面观	59
专栏3：为什么好公司还不起钱	63

03 财务分析的“武器库”——财务比率

导读：如果有人问笔者，你认为这一本书中那一章最重要？笔者会毫不犹豫地告诉他：本章最重要。这倒不是因为这一章理论水平有多高，或者是技术方法有多精湛，而是因为这一章最实用。财务分析方法大致可以分成比率分析、比较分析、趋势分析和因素分析等四种类型，但最重要、最基本的是比率分析，因为其他的分析都建立在比率分析的基础之上。本章聚焦比率分析，将财务比率划分成反映企业运营、获利、偿债和成长能力四个模块，深入剖析了十五大财务指标的功能、使用条件和计算方法。正文中使用了“观止”一词，说明笔者自信心“爆棚”。

3.1 财务分析方法概述	67
3.2 重要财务比率指标“观止”	69
3.3 科学使用财务比率指标	81
专栏4：巴菲特财务报表分析八法	82

04 企业财务状况的综合评价

导读：好，并不意味着没有缺陷，比如比率分析。比率分析的缺陷是“只见树木，不见森林”，鼻子、眼睛、耳朵长得都不错，但不知放到一起好不好看。要想避免“盲人摸象”，财务综合状况分析就要“粉墨登场”了。财务综合状况分析的目的是描绘企业财务状况的“全景图”，既可以对企业财务状况作综合诊断，又可以对不同企业整体财务状况作比较分析。沃尔比重评分法、雷达图法和Z分数法也蛮好玩的，我猜你会喜欢。

4.1 企业财务状况综合评价概述	85
4.2 沃尔比重评分法	88
4.3 雷达图法	92

4.4 Z 分数法	99
05 企业未来现金流预测	102
导读：正如本章第一节的标题：未来现金流预测——财务分析第一难。这个“第一难”并非财务分析所独有，所有涉及对未来的预测都难，这都是未来的“不确定性”闹的。但人类的使命就是探索未来，只有预知未来，我们才知道应该采取什么策略。本章所介绍的企业未来现金流预测方法可能并不完善，但却是迄今为止人们可以找到的最好的方法。	
15.1 未来现金流预测——财务分析第一难	102
15.2 未来现金流预测的方法	106
15.3 未来现金流预测的难点及对策	109
06 资产评估与企业价值评估	113
导读：你仔细想过没有，做投资最关键的是什么？四个字：预测、估值。如果你能正确判断投资品的真实价值，就可以知道它的价格是贵还是贱；如果你能预测投资品价格的走势，你就知道该买还是该卖。遗憾的是，预测和估值恰恰最难，这就是投资不易的原因之所在。本章所介绍的估值技术，说不定会令你“脑洞”大开。	
16.1 财务估值技术	113
16.2 财务估值技术在资产评估中的应用	119
16.3 财务估值技术在企业价值评估中的应用	122
16.4 公司内在价值的相对评估方法	130
专栏 5：做投资必须要懂的 12 道数学题	137
07 投资大师青睐的财务分析指标	140
导读：利用财务指标分析企业财务状况，进而作出明智的投资决策，是投资大师们不约而同的抉择。从格雷厄姆到彼得·林奇和巴菲特，都自觉不自觉地依据自己所钟爱的财务指标作出投资决策。他们的成功，说明这种模式是有生命力的，放之四海而皆准。所以你不要抱怨，把街谈巷议、小道消息、股市黑嘴当依据，必然会落得最悲惨的结局。	
17.1 格雷厄姆青睐的财务分析指标	141
17.2 巴菲特倚重的财务分析指标	146
17.3 彼得·林奇关注的财务分析指标	157

08 财务造假伎俩看通透	162
导读：理想很丰满，现实很骨感。真实的世界远不如人们想象的那么美好。在投资之前，我们想对所投资的公司进行“基本面”分析，我们依据公司所发布的财务数据作出了投资决策，然后我们发现自己错了，因为公司的财务数据是注过水的——这是每天都在发生的悲剧。歌手那英满世界呼唤——“借我一双慧眼吧”，结果不得而知，笔者却可以向你提供望远镜、显微镜和光谱分析仪，参透了本章的玄机，一切假的东西都无法在你面前遁形。	
8.1 公司财务造假的动机分析	163
8.2 财务造假的“重灾”科目	167
8.3 财务造假手段大揭秘	171
专栏6：达尔曼财务舞弊案例剖析与启示	179
参考文献	187
后记	188

00 投资是苗 财务分析是土

导读：任何投资都有风险，要想不断提高投资的成功率，必须有科学的投资理论作指导，在这一点上，价值投资理论是不二之选。价值投资的核心是要事先评估投资对象的内在价值，当内在价值与其市场价格有差距时，你的机会就来了。那么如何估计投资对象的价值呢？估值离不开财务分析，投资与财务分析之间具有不可分割的联系。所以说，“投资是苗，财务分析是土”。

投资是苗，财务分析是土。苗木只有植根于土壤，才能茁壮成长。本章要讲述的是此间的逻辑关系。

0.1 怎样才能成为富人

打开电脑，一则小故事引起了我的关注。《钱江晚报》2014年11月10日报道，绍兴诸暨的陈阿姨到新加坡旅游，却被新加坡警方遣返回国，原因是陈阿姨随身只带800元钱。因为根据新加坡方面的规定，入境时需要“拥有足够资金供在新加坡逗留期间使用”。这则故事令我心生感慨。

人生苦短。有谁不想“体面”？有谁不愿意过有尊严、有质量的生活？换句话说：有谁不想成为一个富有的人呢？但是，怎样才能成为一个富人呢？自从人类诞生以来，可以说人们一直都在探索这个问题的答案。

苏格兰记者B. C. 福布斯于1917年创办了美国第一本商业新闻杂志——《福布斯》。1982年，《福布斯》首次推出富豪榜。如今，一年一度的福布斯全球亿万富翁排行榜在全世界受到密切关注。微软创始人比尔·盖茨、“股神”沃伦·巴菲特、墨西哥电信大王卡洛斯·斯利姆·埃卢等都成为人们耳熟能详的亿万富翁。在2014年3月4日发布的榜单中，全球亿万富豪的队伍继续壮大，规模再次刷新纪录，而且全球覆盖范围延伸到新的角落。上榜人数多达1645人，净资产总额高达6.4万亿美元，较上年的5.4万亿美元出现大幅增长。由于科技出现繁荣以及强劲的股市表现，2014年美国富豪人数再

次遥遥领先（492人），其次是中国（152人），随后是俄罗斯（111人）。^①

在中国，敢于和福布斯叫板的是一个来自英国的小伙——胡润。胡润1970年出生于卢森堡，1993年毕业于英国杜伦大学，曾于中国人民大学学习汉语，通晓德语、法语、卢森堡语、葡萄牙语、日语等7种语言。英国注册会计师，有7年安达信伦敦分部和上海分部的工作经验。1999年，胡润开始利用业余时间和假期，查阅了100多份报纸、杂志及上市公司的公告报表，凭着兴趣和职业特长，经历了几个月的辛苦后，胡润终于排出了中国历史上第一份和国际接轨的财富排行榜——胡润百富榜。最初，胡润百富榜的传播要靠《福布斯》提携，但如今已成为《福布斯》不可小觑的竞争对手。由于胡润百富榜植根中国，所以一般认为胡润百富榜对中国大陆富翁的排名比《福布斯》更具权威性。

2014年9月23日，胡润研究院发布《2014雅居乐海南清水湾胡润百富榜》。2014年有1271位中国大陆企业家财富达到20亿元及以上，比上年增长254人。前10名的上榜门槛比上年提高20%，达到450亿元。前1000名的上榜门槛从去年的20亿元提高到24亿元。上榜百亿富豪人数已经达到176位，10年前只有1位。千亿富豪人数从去年的2位增加到6位。10亿美元富豪人数从去年的315位增加到354位。胡润百富董事长兼首席调研员胡润表示：“很难想到，中国1000多位上榜企业家的财富总和都超过了西班牙或韩国整个国家的GDP。10年前中国只有1个百亿富豪，今天都有176个了，其中6个都是上千亿的。更吓人的是，都有8位‘80后’的白手起家富豪出来了。”^②

根据《福布斯》的统计，不论是中国还是外国，大约有2/3的亿万富豪是白手起家，13%的富豪靠继承，还有21%的人是在继承财富基础上进一步发展。这些富翁的旗下几乎都有一个或数个庞大的产业帝国。《福布斯》分析指出，从全球范围内来看，零售是第一造富行业，不仅产生最多亿万富豪，这些富豪们的财富总值也远超其他行业。科技和能源分别排第2位、第3位，分别为53人和33人。房地产业贡献了亚太地区最多的富豪，为71人；多元化经营和制造业分别为52人和41人。从行业看，美国富豪最多从事财务投资，共有102人；欧洲富豪则最多来自时尚业，共有61人。

如果你把兴办实业看作是成为亿万富翁的不二法门，未免太急躁了一点儿。其实，几乎每一位亿万富翁的财富来源都体现出实业投资和财务投资相

① <http://www.chyxx.com/news/2014/0304/230416.html>

② <http://business.sohu.com/20140923/n404561363.shtml>

融合的特征。美国税务政策中心通过对各个阶层的收入资料进行汇集并利用数学模型得出的研究结果称,美国1%最富有人群的主要财富来自财务投资和商业收入,而非工资。美国收入最高的1%人群的收入39%来自工资,24%来自商业,29%来自财务投资;而在0.1%最富有人群中,工资收入只占总收入的34%,而财务投资收入占35%,商业收入占22%。因此在美国要想成为富人,开公司创业是一个起步,当资本积聚到一定程度时,依赖财务投资可以较快地迈入富人的行列。^①

0.2 实业投资 PK 财务投资

说到投资,你可能首先想到的是投资创业,这当然是投资,而且是投资的基本内涵。但投资的含义却比创业投资广泛得多。

从理财学的意义上说,投资指的是用某种有价值的资产,其中包括资金、人力、知识产权等投入到某个企业、项目或经济活动之中,以获取经济回报的商业行为或过程。但从经济学的意义上来理解,教育也是一种投资。与改革开放之初的中国社会截然不同,那种脑体倒挂,搞导弹不如卖茶叶蛋收入高、大学生收入比不过民工的现象在美国人眼里是不可思议的。美国教育部发布的报告显示,接受过高等教育的人群要比只有高中文化水平人群一生中收入多出上百万美元,以此论证高等教育的价值。美国人口普查局的数据显示,在美国年收入超过20万美元的人群中,78%的人接受过大学以上的教育,高中以下教育水平的人群在百万富豪中所占的比例只有9%。与此相对应,在低收入人群中,69%的人只有高中以下教育水平,当然也有接受过大学以上教育的人沦为低收入者,他们在低收入人群中所占的比例仅为8%。^②所以教育也是一种投资。

为了避免把问题复杂化,我们把讨论的范围局限于理财学意义上的投资。

投资大体上可以分为两类:实业投资和财务投资。前者是指创办实业,生产实体产品或提供服务;后者是指“以钱生利”的活动,投资股权、股票、债券、理财产品等,均属财务投资的范畴。实业投资和财务投资最明显的区别是:前者,由投资者直接掌控资本投向,通过改变物质形态取得价值增值;

① 乔磊:《美国人致富解密:靠工资发不了财》,新浪博客, http://blog.sina.com.cn/s/blog_5d8d68c1010102edk8.html, 2013-08-19。

② 乔磊:《美国百万富豪都是些什么人》,新浪博客, http://blog.sina.com.cn/s/blog_5d8d68c10102uzq6.html, 2014-08-01。

后者，把资本让渡给实业投资家使用，以生产要素所有者的身份分享实业投资所创造的剩余价值。实业投资和财务投资有主从关系，实业投资是“皮”，财务投资是“毛”，“皮之不存，毛将焉附”？所以实业投资的回报率应该高于财务投资，否则就是畸形的经济结构。

这样认识实业投资和财务投资的关系，并不意味着实业投资重要而财务投资不重要。恰恰相反，从改善民生的角度而言，后者的重要性也许高于前者。中国的企业数到底有多少，由于统计口径不一有多个版本。我们以最大估值4 600万家计，也只是13多亿人口的一个零头。而财务投资恰恰是涉及到接近半数中国人口生计的大事。

专家指出，以现行汇率水平计算，中国GDP在2014年有望达到10万亿美元，美国则将超过17万亿美元，中国的经济规模只相当于美国的58.9%。而具体到人均GDP上，两者大致为7 353美元与53 867美元，中国仅为美国的13.7%，与美国仍然具有相当大的差距。^①这个差距既是经济发展水平的差距，也有居民收入结构方面的原因。

光大证券分析师徐高认为，从占GDP的份额来看，中国居民消费比美国低了近40个百分点。其中一半来自于中国居民较低的财产性收入，另一半来自中国较高的居民储蓄。^②

由于有国家统计局相关统计数据为支撑，有关中国居民财产性收入占居民总收入或居民可支配收入的比例数据比较容易取得。2000年，我国城镇居民人均工资收入占居民收入比重为71.2%，财产性收入仅2%。2012年，城镇居民人均工薪收入占64.2%，与前几年基本持平；财产性收入比重只有2.6%，比2011年降低0.1个百分点，比重不升反降，在居民收入构成中所占比重最低，与其他三项收入的差距呈扩大趋势。从农村居民收入看，家庭经营纯收入比重由2000年的63.3%下降到2008年的51.2%，2012年为37.1%，仍是主要的收入来源。工资性收入比重由2000年的31.2%上升到2008年的38.9%，是第二大收入来源，也是增长最快的部分。转移性收入紧随其后，是第三大收入来源。财产性收入比重从2000年的2%上升到2008年的3.1%，2012年又回落到2.6%，在所有收入中所占比重最低。^③

相较中国，美国居民财产性收入比重的数据来源复杂，且差距较大。据

① 宣佳：《中国经济频繁“被第一”中美人均GDP差50年》，载《人民日报》海外版，2014-10-11。

② 徐高：《提升居民财产性收入是道待解难题》，载《中国经济导报》，2012-07-31。

③ 梁达：《多渠道提速居民财产性收入》，载《宏观经济管理》，2013（5）。

上海市经济管理干部学院王志平教授根据美国商务部经济分析局 (Bureau Economic Analysis) 发布的《国民收入和生产账户》(NIPA) 数据估算, 2008 年, 美国居民“财产性收入”(租金收入与资产收入合计) 占“个人收入”比重为 18.01%。^① 而清华大学魏杰教授的估值高达 40%。^② 国家统计局国际统计信息中心副主任余芳东于 2012 年 10 月发表的研究报告《世界主要国家居民收入分配状况》中披露, 2010 年美国居民的财产性收入占居民家庭收入的比重则为 15.5%。^③

尽管专家们的研究结论有差距, 但有一点不容置疑: 美国居民财产性收入占其总收入的比重比我国居民至少高出 10 个百分点。王志平教授在文章中特别申明, 无论是基于美国还是中国的研究, 都未见对“国民富裕程度越高、居民财产性收入占比越高”的观点的支持, 笔者却谨慎支持“居民财产性收入占比越高、国民富裕程度越高”的观点。道理很简单: 在其他收入类别收入水平、增长速度相同或等比例变化的情况下, 财产性收入的增加势必会加大收入总量, 进而影响收入结构。中美居民收入总量上的差异, 部分是由财产性收入的差异所决定的; 收入差异进而对消费差异产生了重要影响。

应当指出的是, 财产性收入的来源范围与财务投资的范围未必完全一致。按照中国国家统计局的解释, “财产性收入”一般是指家庭拥有的动产 (如银行存款、有价证券等)、不动产 (如房屋、车辆、土地、收藏品等) 所获得的收入。它包括出让财产使用权所获得的利息、租金、专利收入等; 财产营运所获得的红利收入、财产增值收益等。财务投资以盈利为目的, 将钱物转让与他人使用, 一般不参与对投资标的物的经营与管理, 其范围与财产性收入的来源范围基本一致。所以, 财产性收入基本上可以看成是财务投资的成果。

专家们为什么会认为“靠工资发不了财?” 第一, 工资收入是“涓涓细流”, 老板不会允许你赚得比他还多, 所以在现实生活中, 靠挣工资成为亿万富翁不是史无前例也是凤毛麟角; 第二, 工资是工作的报酬, 如果你停止工作, 工资也停止了。但财务投资不一样, 在你不工作的时候, “钱”依然在“埋头苦干”为你赚钱。

1987 年, 美国好莱坞著名导演奥利弗·斯通执导了一部商业大片——

① 王志平:《中美居民财产性收入比较及启示》, 载《上海市经济管理干部学院学报》, 第 8 卷, 2010 (4)。

② 魏杰:《30 年中国对外开放战略的变革——纪念改革开放 30 周年》, 载《理论前沿》, 2008 (10)。

③ 余芳东:世界主要国家居民收入分配状况, 2012 年 10 月 6 日国家统计局网站 (国家统计局科研所发布), http://www.stats.gov.cn/tjzs/tjsj/tjcb/dysj/201211/t20121106_38098.html。

《华尔街》，片中由著名影星迈克尔·道格拉斯饰演的股市大亨戈登·盖柯的一句经典台词“贪婪是好的”（Greed is good）一夜间成为经典。金融危机后的2010年，斯通与道格拉斯再续前缘，携手推出《华尔街2：金钱永不眠》（*Wall Street: money never sleeps*），再一次引起全球轰动，特别是深入浅出地揭示了财务投资赚钱效应的秘诀。

0.3 起底投资理论流派

提到投资理论，有的读者就会担心被作者引到千里雾霾中去了。但在此我向各位保证：作者绝不会如此“惨无人道”，我们所讨论的投资理论以“够用”为限度，以简明为约束，以有趣为原则，以“传道”为目的。看完后，你就会知道作者不得不讨论这一部分内容的苦衷。

投资理论极其复杂，这是因为人们从不同的角度讨论这一问题。比如，从创业投资的角度讨论，从直接投资的角度讨论，从跨国投资的角度讨论，从财务投资的角度讨论，从股票投资的角度讨论等，都会形成不同的理论体系。笔者的想法不是讨论特殊领域的投资，而是讨论一般意义上的投资（有点“形而上”，涵盖实业投资和财务投资）。

一般意义上的投资有多少种理论？笔者认为可以概括为四种：价值投资理论、趋势分析理论（技术分析）、有效市场理论（组合投资）和行为分析理论。^①

价值投资的代表人物是大名鼎鼎的美国著名投资家、“股神”沃伦·巴菲特。巴菲特生于1930年，一生钟爱投资事业，并执着地信奉、弘扬、传播和发展着价值投资理论，更为精妙的是，巴菲特用自己的投资实践和投资业绩，无可辩驳地证明了价值投资理论的科学性、实用性和可操作性。

那么，究竟什么是价值投资呢？价值投资理论认为，投资对象必须“物有所值”（并不是所有的投资理论都这样认为），投资者首先需要做的就是相对准确地确定投资对象的价值。价值投资者把投资对象的价值区分为内在价值和市场价格两种形式。前者代表了该投资对象客观、合理的价位，后者是该投资对象在交易中体现的价格。由于种种原因，市场价格会像猴子一样上蹿下跳，而内在价值则相对稳定。

市场价格的波动也不是毫无规律的，长期来看，市场价格要向其内在价

^① 郭恩才：《做巴菲特的研究生》，第七章“价值投资于其他投资理论比较研究”，中国金融出版社，2014。

值回归。这就给投资者带来了获利的机会：当市场价格低于其内在价值即投资对象被低估时，就出现了以低价买入，待价格上涨到内在价值附近即卖出的机会；相反，当市场价格高于其内在价值即投资对象被高估时，就出现了以高价卖出，待价格下降到内在价值附近再买入向卖方交付的机会（术语称“卖空”交易）。有人对价值投资的表述更简捷：就是用0.4美元的价格买入价值1美元的东西。价值投资的核心是“估值”，从而演化出价值投资的估值理论体系（如安全边际、护城河等）；由于市场价格向内在价值的回归需要一定的时间，从而演化出“长期持有”。由于价值投资需要全方位地评估投资对象，所以其分析方法被概括为“基本面分析”。

趋势分析理论是一种最古老的股票市场投资理论，该理论认为，一旦市场价格形成了下降（或上升）的趋势后，就将沿着下降（或上升）的方向运行，即市场价格有明显的“趋向”特质，且历史可以“重演”，投资者“温故而知新”，可以通过“掌控”各种趋势变化进而获利。从理论层面来看，趋势分析理论主要包括道氏^①趋势理论、艾略特^②波浪理论和江恩^③循环理论。在股价、交易量资料基础上进行统计计算及绘制图表，是趋势分析方法主要的手段，从具体操作方法来看，又可以区分为指标分析法、切线分析法、形态分析法和K线图法四种。也有人把趋势分析理论概括为“技术分析”，笔者觉得“技术分析”的概括比较模糊，未能体现出此类理论的共性与特点，故用“趋势分析理论”予以概括。

趋势分析理论恐怕是拥戴者最多同时也是受非议最多的一种投资理论。一方面，有人把技术分析比作“巫师”，有股市投资者调侃说，牛市中20%的技术指标正确，80%的技术指标不准确；而熊市中2%的技术指标正确，98%的技术指标不准确。另一方面，也有不少投资者沉迷其中，不仅对一众趋势大师顶礼膜拜，还企图归纳出自己的“独门绝技”，这也成为股市分析领

① 查尔斯·亨利·道（Charles Henry Dow, 1851~1902）出生于康涅狄格州斯特林，是道琼斯指数发明者和道氏理论奠基者，纽约道—琼斯金融新闻服务的创始人、《华尔街日报》的创始人和首位编辑。

② 拉尔夫·纳尔逊·艾略特（Ralph Nelson Elliott）1871年7月28日出生在美国密苏里州堪萨斯城，是波浪理论的创始人。艾略特早年是一名会计师。1939年，艾略特在《金融世界》（*Financial World*）杂志上发表了12篇文章宣传自己的理论。1946年，也就是艾略特去世前两年，他完成了关于波浪理论的集大成之作《自然法则——宇宙的奥秘》（*Nature's Law: The Secret of The Universe*），系统地阐述了一种观测股价变动趋势的理论系统，标志着波浪理论的正式诞生。

③ 威廉·戴尔伯特·江恩（William Delbert Gann）1878年6月15日生于美国得克萨斯州的路夫根市（Lufkin），其父母是爱尔兰裔移民。江恩著述丰富，主要著作有：《股票行情的真谛》《华尔街股票选择器》《新股票趋势探测器》和《华尔街四十五年》。江恩于1955年去世。

域的一道独特风景。趋势分析的要害是“择时”而不是“估值”，“投机”色彩浓郁，这为价值投资的信徒所不屑。但笔者认为，趋势分析有其合理成分。价值投资解决了“买什么”的问题，而没有解决“什么时候买”的问题，趋势分析恰恰要回答“什么时候买”的问题。如果把两者结合起来，投资效果可能会更好。

四个投资理论流派中，最风光、最“高大上”的当属有效市场理论（Efficient Markets Theory）。这个理论的奠基人和推手不是专家就是学者，绝大多数有博士头衔，有的还获得了诺贝尔经济学奖。如果说价值投资理论和趋势分析理论是“实战派”总结、归纳出来的理论，那么有效市场理论就是“学院派”的杰作。比如，用创始人费舍·布莱克（Fischer Black）和迈伦·斯科尔斯（Myron Scholes）两个人的名字命名的布莱克-斯科尔斯期权定价模型（Black Scholes Option Pricing Model，简称B-S模型），既涉及自然对数，又涉及累计正态分布，“文化”得不得了，一看就是象牙塔中的“艺术”珍品。

有效市场理论也称有效市场假说（Efficient Markets Hypothesis, EMH），这个假说的奠基人是一位名叫路易斯·巴舍利耶（Louis Bachelier, 1887 ~ 1946）的法国数学家。1900年巴舍利耶的博士论文《投机的数学理论》，开创了使用学术理论特别是数学工具研究股票市场的先河。但巴舍利耶的论文在当时并未能引起学术界的重视。直到50年后，美国著名经济学家保罗·萨缪尔森（Paul A. Samuelson, 1915 ~ 2009）发现了这篇论文，对其大为推崇。1965年，萨缪尔森发表了题为《预测价格随机波动的证明》的论文，充分肯定了巴舍利耶的成就，并得出“在股市上赚钱和在赌场上赚钱的难度相等”的结论。1970年，美国著名经济学家尤金·法玛（Eugene F. Fama）在最有声望的专业杂志——《金融》杂志上，发表了具有一篇关于EMH的经典论文——《有效资本市场：理论与实证研究回顾》。该论文不仅对过去有关EMH的研究作了系统的总结，还提出了研究EMH的一个完整的理论框架。因此，法玛获得了2013年诺贝尔经济学奖。

有效市场理论旁征博引，气势恢宏，但其结论却非常简单：股票市场价格“随机游走”，一切预测股市价格走势的努力都是徒劳的。有效市场理论认为，股票市场价格包含和反映了市场上所有已知和可知的信息，股票价值不存在高估或低估的问题，所以也不存在市场价格和内在价值的差异，人们常说的“股市泡沫”不过是人们的一种幻觉。在股票市场上盈利与否，与“估值”“预测”半毛钱关系都没有，投资者只能听命于大盘这个“命运之神”的安排。因此，股市投资的最佳策略是购买指数基金，与大盘指数共进退。理论是可以杀人的。按照有效市场理论的观点推论，价值投资理论就是一个

彻头彻尾的“错误”。第一，股票价格就摆在那里，“估值”问题不存在；第二，由于股票市场价格“随机游走”，所以“选股”（寻找股价有上升趋势的股票）是徒劳的。这两条就足以把价值投资理论打入十八层地狱了。巴菲特是价值投资的标签，而有效市场理论认为巴菲特不过是“偶然”成功，这使巴菲特怒不可遏，多次对有效市场理论反唇相讥。^① 趋势分析理论对有效市场学说也不会有多少好印象，趋势分析理论的全部方法都在孜孜探求股市价格变动的规律，可你突然说股市价格变动没有任何规律可循，这不是“掘祖坟”是什么？

读者您看到这儿，您知道这三大投资理论水火不相容。但吊诡的是，这三大理论都有众多的铁杆粉丝，而且投资实践中也都不乏成功的范例，这说明这些投资理论都有可取之处，简单地肯定和简单地否定都是没有道理的。

与价值投资理论、趋势投资理论和有效市场理论相比，行为金融理论则年轻得多。通过经年累月的经营，有效市场理论已经高居现代金融理论的正统地位。但这些承袭经济学分析方法与技术的经典理论，其模型与范式局限在“理性”的分析框架中，却忽视了对投资者实际决策行为的分析。随着金融市场上各种异常现象的累积，模型和实际的背离使得现代金融理论的理性分析范式陷入了尴尬境地。在此基础上，20世纪80年代行为金融理论悄然兴起，并开始动摇有效市场理论的权威地位。

有别于有效市场理论研究中“理性人”假设，行为分析侧重于从人们的心理、行为出发，来研究和解释现实金融市场中的现象。在现实的资本市场中，理性交易者和非理性交易者是并存的。理性的交易者在实施套利活动时要面临一系列的风险，这些风险包括基本面风险、噪声交易者风险、实施成本风险和法律风险等。由于这些风险而导致套利者套利活动受限的现象称为套利限制（或者称为有限套利），套利限制导致证券价格并不必然对信息产生适度反应，而且在这种情况下的套利活动也无法将非理性交易驱逐出证券市场，所以，噪声交易者能够长期存活下去，非理性会对股票价格的形成产生长期的实质性影响，使股票市场上错误定价不可避免，使资本市场难以达到有效状态。

根据行为金融学的上述理论，人们能够成功地解释有效资本市场理论所不能解释的大量“异象”。比如，行为金融学小数定律和过度自信理论可以解释波动性之谜。当投资者看到许多公司盈利时，小数定律引导他们相信公司

^① 郭恩才：《做巴菲特的研究生》，第七章“价值投资于其他投资理论比较研究”，中国金融出版社，2014。

的盈利会不断上升，于是投资者在交易活动中会盲目跟风，从而导致股票价格过度波动。另外，投资者往往对私人信息过度自信，这也会增加股价的波动性。

“理性人”假设是有效市场理论的基本假设之一——而且是最重要的假设。行为分析所采取的颠覆策略是，毫不留情地否定“理性人”的假设，这相当于挖掉了一座大厦的基础，大厦随之倾覆，所以行为分析理论对现代金融理论带有强烈的震撼力。也许是源于此，2013年的诺贝尔经济学奖在颁发给有效市场理论的代表人物尤金·法玛的同时，也颁发给了行为金融学的奠基人之一、美国耶鲁大学经济系的罗伯特·希勒（Robert J. Shiller）教授。但也许是产生较晚的原因，与前三大投资理论相比较，行为分析理论体系最不完善，甚至找不出像模像样的以行为分析理论为基础理论的投资技术方法。

回顾四大投资理论流派，在金融教学、金融理论研究中占统治地位的是有效市场理论，因为那里面有“严密”的理论和模型推导，有数不尽的数学公式和稀奇古怪的专业术语，教授和学者们觉得讲这些东西才带劲，否则无法体现“水平”，这有点像吸毒者迷恋毒品——尽管连他们自己都不知道自己讲的东西有什么用。但在投资实践中居于主导地位、体现“正能量”的却是价值投资理论。其原因有三：

第一，从哲学的角度看，价值投资理论体现的是唯物论，它认为世界是可以认识的。人类发展史可以证明，人类认识客观世界的深度和广度不断进化，许多事物不是不可以认识，而是受认识能力的局限；有效市场理论宣扬不可知论，认为人类只能依附自然，听凭市场“发落”，有其认识论局限。

第二，理论是来源于实践还是来源于书斋？价值投资理论是实践的结晶，有效市场理论则基本上是逻辑推理的产物。理论研究不是不可以采取假设的方法，但这种假设需基本上符合客观实际，或者是经过努力可以达到的一种状态，如果这种假设完全不可能发生，那么理论也就失去了存在的价值。有效市场理论中的“理性人”假设就是一个虚假的假设，由于投资者不完全理性，所以股票市场的价格就不会包含或反映所有有价值的信息，不同的投资者对同一只股票的估价就会有所不同，估值的不同导致股价频繁波动，于是市场无效的情况就发生了。有效市场理论宣称股价与其内含的价值一致，但股价“过山车”触目皆是，你能告诉我这都是该只股票的真实价值吗？

第三，趋势分析理论和方法应用于股票、期货、外汇市场行情分析，而有效市场理论主要应用于股票市场，行为分析理论也主要探讨股票市场上投资者的心理活动对股票价格波动的影响，只有价值投资理论是涵盖实业投资和财务投资两大领域的投资理论。巴菲特的名言是“买股票就是买下企业的