

财务报表分析 与 证券投资

Financial
Statement
Analysis
and
Security
Investment

姜国华 著



北京大学出版社
PEKING UNIVERSITY PRESS

财务报表分析与证券投资

Financial Statement Analysis
and Security Investment

姜国华 著



北京大学出版社
PEKING UNIVERSITY PRESS

图书在版编目(CIP)数据

财务报表分析与证券投资/姜国华著. —北京:北京大学出版社,2008.9
ISBN 978-7-301-13798-7

I. 财… II. 姜… III. ① 会计报表-会计分析 ② 证券投资
IV. F231.5 F830.91

中国版本图书馆CIP数据核字(2008)第066484号

书 名: 财务报表分析与证券投资

著作责任者: 姜国华 著

策划编辑: 朱启兵

责任编辑: 朱启兵

标准书号: ISBN 978-7-301-13798-7/F·1917

出版发行: 北京大学出版社

地 址: 北京市海淀区成府路205号 100871

网 址: <http://www.pup.cn>

电 话: 邮购部 62752015 发行部 62750672 编辑部 62752926
出版部 62754962

电子邮箱: em@pup.pku.edu.cn

印 刷 者: 涿州市星河印刷有限公司

经 销 者: 新华书店

720毫米×1020毫米 16开本 16.5印张 304千字

2008年9月第1版 2008年9月第1次印刷

印 数: 0001—4000册

定 价: 35.00元

未经许可,不得以任何方式复制或抄袭本书之部分或全部内容。

版权所有,侵权必究

举报电话:010-62752024 电子邮箱:fd@pup.pku.edu.cn

序言

2008年是我国改革开放政策实施三十周年,如果我们历数这三十年中改革开放的成就,股票市场的建立和发展无疑应该是重大成就之一。截至2007年底,我国股票市场投资者开户数已经达到1.4亿户。千千万万个家庭把辛勤取得的储蓄投资到股票市场上去,希望能够取得良好的回报。

投资者购买股票,和购买其他任何商品一样,希望物有所值。那么,投资者买到的股票值多少?对于这个问题的回答显然决定了投资者能够取得的回报的高低。在我国的股票市场上,虽然我们一直强调价值投资的理念,但是现实却表现出价值投资理念的缺乏。2007年到2008年初,上证指数在一年左右的时间从3000点涨到超过6000点,然后又跌回3000点左右,而我们观察上市公司的基本面,在这个期间看不出大幅的变化,那么,到底是3000点代表了上市公司的价值,还是6000点代表了上市公司的价值呢?离开一套科学的价值评估方法,我们很难回答这个问题。

股票的价值取决于它未来能够产生的现金流和它的风险水平,而会计信息是投资者预测未来的基础。资产负债表反映了未来现金流产生的资源基础,损益表和现金流量表反映了企业过去使用这些资源基础产生现金流的能力。以价值评估为目标的财务分析就是要用科学的方法把会计信息利用起来,产生出可靠的未来盈利能力预测,并通过合理的评估模型把预测转换成评估价值。姜国华博士所著的《财务报表分析与证券投资》系统地讲解了基于财务报表分析的价值评估,为投资者投资决策提供了一个科学的基础。

国内外业已出版的财务报表分析类书籍不少,但不同作者的写法差异甚大。究其原因,主要有二。一是为了适应不同的细分读者群的学习之需要:有的主要为股票投资分析者而写,有的主要为信贷分析者所写,有的主要为财务管理分析者所写。二是不同作者对财务报表分析侧重点存在认识上的差异:财务报表分析包括两个环节,即解读财务报表信息和利用财务报表信息进行决策分析,有些作者认为应该侧重于前者,而有些作者则更强调后者。和以往的大部分财务报表分析书籍相比,本书的主要特色是它从始至终把读者放到证券分析师的角色中去,把三大报表分析、其他信息分析、盈利能力分析、风险

分析、盈余质量和盈余管理分析放到预测未来盈利能力的框架中去,章节之间相互联系,不脱离主线,一步一步达到价值评估的目标。这样的目标定位和结构安排给财务报表分析注入了鲜活的生命力。学习完本书之后,读者能够对基于财务报表分析的证券投资有一个清晰的框架和路线图,能够比较容易地在自己的投资活动中应用起来。

中国资本市场的投资者,当然也包括潜在的投资者,不能总是只从“深度套牢”和“无奈割肉”的教训中汲取经验,这样做的成本实在太大。花一些时间,花一些精力,学一些财务报表分析的基本原理和方法,不仅能使自己更为理性,也能因此而间接推动我国资本市场的理性和健康发展。相信本书的出版一定能够在这个方面产生积极的作用。

陆正飞

北京大学光华管理学院会计学教授、
博士生导师,党委书记、副院长

前言

本书的出发点

两个朋友去森林里打猎。突然，一只黑熊从树丛中窜出来，开始追这两个人。A说：“快跑！”B说：“不用跑，跑也没用，我们不可能比黑熊跑得快。”A说：“我不需要比黑熊跑得快，我只需要比你跑得快。”

同样，基于财务报表分析的证券投资决策可以帮助你比其他投资者领先一步！

随着我国资本市场，尤其是股票市场的发展，财务报表信息在投资决策中的作用越来越重要。如何通过财务报表分析评估企业的价值，并进而把价值评估作为投资决策的基础，成为会计学、投资学科研、教学和实践的重要问题。

本书的目的是在这一方向上做出一定的努力和贡献。具体来讲，虽然会计信息的使用者类型有很多，但是本书的出发点是以其中的股权投资者作为服务对象。我们把财务报表分析统一在股权投资的分析框架之内，从理解、分析财务报表出发，到预测企业未来盈利水平，到利用未来盈利预测进行股票定价，最终做出投资决策。

基于财务报表分析的投资决策研究、教学和实践对提高我国证券投资行业的专业水平，对投资者降低投资风险、提高投资回报，对促进我国证券市场的效率都具有重要的意义。在证券市场上，和企业价值相关的信息来源多样、形式多样，但是，所有的价值相关信息最终要经过财务报表，通过会计盈余和现金流的信息表现出来。因此，财务报表信息是价值判断和投资决策的基础。

但是，财务报表体系是一套复杂的汇报系统。这个系统汇报信息的方法和效果不仅取决于一个国家的会计准则，还取决于一个国家的经济特征和会计从业人员的能力、习惯和判断方法。所以，没有系统的训练和实践，一个投资者正确、充分理解财务报表中揭示的价值信息是比较困难的。因此，证券分析师(securities analyst)成为证券市场发展的一个重要组成部分。证券分析师对财务报

表分析具有良好的把握,对企业、行业和宏观经济有充分的了解,因此他们对企业价值的判断更加准确。他们的分析报告成为投资者进行投资决策的重要参考依据。在发达的证券市场上,证券分析师对于一个企业股票的意见可以左右这个股票价格的涨跌,可以决定一只新股发行的成败。这样的影响力就来源于他们分析企业财务会计信息、判断企业价值的卓越能力。正是由于证券分析师的工作,投资者才可以在缺乏财务分析专业能力的情况下做出比较正确的投资决策,从而降低错误判断企业价值的可能,整个证券市场的效率也因此得到提高。

我国的证券市场,尤其是股票市场,发展的历史还比较短。各种证券交易、市场监管机制还在逐步完善之中。投资者群体的信息分析能力、理性投资能力都还有大幅提高的必要。这些不完善的特点表现在市场上就是价值投资理念的缺乏,股票市场波动幅度巨大,投资活动的系统性风险过高。这种情况呼唤证券分析师行业的大发展。但是,我国的证券分析师行业和我国的证券市场一样,还处于起步发展阶段。打造一个成熟、理性、具有专业精神和专业能力的投资分析师群体是一项十分紧迫的任务。

本书的第一个特色即是它紧密围绕证券分析师分析股票投资价值的工作,把读者置身于证券分析师的角色之中。把三大报表分析、行业和经济形势分析、企业盈利能力分析、风险分析、盈利预测和基于盈利预测的价值评估统一在价值判断和投资决策的框架之内。使读者在学习完本书之后掌握一套逻辑严密、结构合理、方法科学的证券投资分析方法,并可以比较容易地应用到实际的投资工作中去。

这套分析方法不仅对希望从事证券分析师工作和证券投资工作的专业人士有帮助,对自己进行投资活动的投资者同样是适用的。同时,这套分析方法不仅适用于分析上市公司,它同样适用于分析非上市公司。

本书的内容、结构和特色

在确定了本书的出发点,即基于财务报表分析的股票价值评估与投资决策,把读者置身于证券分析师的角色以后,本书的内容即围绕这个出发点展开。

在这个出发点的框架下,财务报表分析的第一个核心问题是对企业未来盈利能力的预测。预测未来给本来“死板”的财务报表分析注入了新鲜的生命力。针对这个核心问题,本书特别重视财务报表分析中两个比较重要的任务。第一,盈余操纵。准确的未来盈利预测必定是建立在准确的历史会计数据上的,而盈余操纵则导致作为预测基础的历史会计信息的可靠性下降,即历史信息没有真实反映企业过去的盈利能力。根据可靠性低的历史数据来预测未来必然造成较大的预测偏差。第二,会计数据特性。会计学已经发现会计数据有一些基本的时间序列特征。例如,企业的盈利能力(资产回报率、股东权益回报

率等)具有均值回归的特征,即企业很难长期保持很高的盈利水平,竞争会导致高盈利企业向行业平均水平靠拢;同样,企业也不会长期处于很低的盈利水平,管理层更换、行业竞争减弱会提高这些企业的盈利水平。这些特征,如果没有在未来盈利预测中加以注意,也会影响预测的准确性。因此,本书将以重大篇幅探讨盈余操纵和会计数据特性对盈余预测的影响,以及如何调整它们对历史会计数据的影响,以使未来盈利水平预测更准确。

财务报表分析的第二个核心问题是如何将对未来盈余的预测转换为对企业价值的评估。价值评估的模型很多,本书将对这些模型加以介绍。更重要的,本书将分析、比较这些模型之间的优点和缺点,并进而分析、讨论如何根据被分析企业的具体情况选择合适的定价模型。

所以,本书的章节都是围绕企业未来盈余预测和根据预测进行价值评估展开的。在第一章中,本书介绍证券市场的背景和财务会计的基本特点及其在证券市场中的作用。这一章的目的是增加读者对证券市场及会计信息的了解,提高读者对财务报表分析的兴趣,尤其是给财务报表分析赋予一个目的,即证券投资。

本书第二章到第四章分别介绍会计三大报表:资产负债表、损益表和现金流量表。学习本书的读者应该对财务会计的基本知识有一定的掌握,因此,本书对三大报表的介绍着重强调如何挖掘三大报表中汇报及隐藏的价值信息,以及这些信息对未来盈利预测的影响。第五章介绍宏观经济信息、行业信息和企业非财务信息对企业价值的影响。理解企业财务报表信息一定要放到宏观经济和行业态势的大环境中去看,否则我们在未来盈利预测中可能只见树木、不见森林。第六章是企业盈利能力分析。盈利能力分析是对企业过去经营业绩的分析,其目的是在分析过去的基础上更好地预测未来。第七章是风险分析。价值评估的一个决定因素是未来盈利能力,另一个因素是通过折现把未来盈利预测转化成价值评估。风险分析介绍了如何确定折现率。第八章介绍一些会计数据的基本特征。这些特征对我们预测未来有很大的影响。第九章是盈余操纵分析。如上所述,企业面临着各种各样的动机操纵会计数据,汇报的信息不一定是符合经济现实的信息。在分析企业价值的过程中,如果我们不能够发现这些操纵问题,我们对企业未来盈余的预测和价值的判断就会发生误差。第十章是本书的目的地之一,通过前面章节的学习,本章介绍我们如何在前面章节的基础上预测未来盈利。第十一章是本书的目的地之二,如果通过价值评估模型把未来盈余预测转化成价值评估,并比较评估价值和市场价格的关系,做出买入、卖出或继续持有的投资决策。

因此,本书的第二个特色是在内容安排和结构上目标明确、章节间逻辑性强以及整本书具有鲜活的生命力。

本书的第三个特色是实用性比较强。每一个读者都可以把自己想象成一

个投资银行或投资基金的证券分析师。你的工作是分析一家企业的投资价值,写出投资报告供投资银行推荐企业上市、供投资基金选择投资对象使用。这样,学习完本书后,读者可以有二个产品在手里。

第一个产品是一个针对分析对象公司的基于 Excel 的证券价值评估产品。这个产品由多个 Spreadsheet 组成。不同的 Spreadsheet 包含了三大会计报表信息作为评估的原始数据,以后的 Spreadsheet 分析盈利能力、风险水平、会计数据特性、盈余质量、盈余操纵等问题,然后是基于这些分析的盈利预测和价值评估的 Spreadsheet。设计良好的证券价值评估 Excel 产品可以保证我们只要更换三大会计报表数据和做一些微小的调整,就可以评估另外一家企业的价值。

第二个产品是关于对象公司的分析师投资分析报告。在学习本书的过程中,读者自始至终都分析同一家公司,每一个章节结束后,本书都布置了作业,读者需要针对该内容就分析对象公司写一个章节报告。全书学习结束后,作者需要写一个总的分析师报告。分析师报告的内容包括公司背景介绍、经营分析、战略分析等内容,但是核心内容是对企业未来盈利的预测和价值评估,Excel 产品则提供了这两部分内容。这个报告是分析师报告的核心内容和投资者进行投资决策的基础。

这两件产品是证券分析行业的核心产品和核心竞争力所在。本书在最后收录了上海申银万国证券研究所有限公司提供的对宇通客车公司的分析师报告,供读者参考和借鉴。

本书的读者对象和读者服务

本书适合 MBA、MPAcc 和管理学院、经济学院的普通硕士生或高年级本科生的财务报表分析课程使用,也适合投资、证券及其他金融方面的从业人员自我学习使用。当然,任何对证券投资有兴趣或进行投资活动的读者都可以从中学学习财务报表分析和证券投资知识。

在很长的历史时期内,会计工作被社会认为是一项烦琐、枯燥、单调、无聊、机械的低层次工作,虽然任何单位都离不开会计。在英文中,会计是 accounting,即 account(账户)加 counting(数数)。也就是说,大家认为会计工作就是设立账户,然后往里面 1、2、3、4、5 地数数。现代经济活动的国际化、市场化和复杂化使会计工作和会计信息的作用有了空前的提高。会计信息汇报和分析成了现代企业管理和证券投资决策的重要基础。本书的内容正是因应这种经济形式的变化,充分发挥会计信息在投资决策中作用而发展起来的。

需要强调的是,本书的目的不仅仅是传授知识,更重要的是在提供一套分析方法的基础上协助读者提高分析和决策能力。所以,只有读者真正地在学习本书过程中边学边做,通过分析真正的上市公司的投资价值,才能锻炼自身的分析和决策能力。就像练武功一样,大部分人练武功都是老师教方法、自己练

武功。像《天龙八部》里面虚竹那样由师傅直接把武功注入体内的机会太少了。

为了读者更好地学习本书,也为了教师更好地使用本书从事课堂教学,作者为本书制作了读者服务的网站(www.gjiang.gsm.pku.edu.cn)。网站上除了提供各个章节的教学讲义外,还提供了配合各个章节的阅读资料。这些阅读资料从财务会计、证券投资、证券市场、经济与行业等方面提供了出现在主要财经报刊的财经报道,从这些方面丰富读者对本书内容的理解、扩大读者的知识面。同时,本书还将就布置的作业提供一套答案范例,供读者参考,尤其是一些投资银行或投资基金提供的真实的研究报告,可以进一步帮助读者掌握证券分析行业的最新发展。

姜国华

北京大学光华管理学院

致谢

本书是我独自著作的第一本书籍,我借此机会向一些对我的学习、工作给予了帮助的师长、朋友和学生表示谢意。

我感激我的小学老师姜兰坡、翟明海老师,和北京大学光华管理学院董文俊、方薇、曹凤岐教授,如果不是他们的帮助,我的事业道路将完全不同。

我的学术素质的培养得益于以下这些教授,对他们我既景仰,又感谢:Barclays Global Investors (BGI) Charles M. C. Lee(李勉群),哥伦比亚大学 Stephen H. Penman,加利福尼亚大学洛杉矶分校 Brett Trueman(博士导师),加利福尼亚大学伯克利分校 Xiao-Jun Zhang(张晓军),以及杜兰大学 Jevons Lee(李志文)。

感谢北京大学光华管理学院王立彦、陆正飞教授对我数年来工作的支持和鼓励。在认识中国资本市场的问题上,我也从两位师长身上获益良多。感谢同事岳衡和张然教授,在财务报表分析与资本市场的研究上我们相互启发、相互挑战、共同探索。

感谢从2003年以来我在北京大学教过的历届学生,他们对知识的渴求和对问题的挑战不仅丰富了我的思考,而且直接引发了我写作此书的想法。本书使用的一部分案例来源于我指导论文的学生,对他们的贡献给予感谢。同时感谢樊铮对本书的部分图表制作的帮助,和闫瑾、薛世坤对本书校对提供的帮助。

感谢上海申银万国证券研究所有限公司及中金公司分析师王智慧允许本书收录了其对于通客车的分析报告。

最后,谨以此书追念我的良师和益友,原美国纽约州立大学布法罗分校、香港科技大学及香港大学 Jerry C. Y. Han(韩季瀛)教授。

目录

第一章 会计信息与证券市场	/1
第一节 引言	/1
第二节 企业、投资者与资本市场的关系	/2
第三节 中国股票市场介绍	/4
第四节 企业定价的信息基础及会计信息在企业定价中的地位	/9
第五节 证券分析师与分析师预测	/13
第六节 本书的定位、目标和内容结构	/15
第七节 本章小结	/19
本章作业	/19
第二章 基于价值评估的资产负债表分析	/21
第一节 资产负债表介绍	/21
第二节 资产的价值决定因素	/23
第三节 会计的稳健性原则与资产的定义	/25
第四节 资产项目的价值低估与隐性资产	/27
第五节 负债项目的价值评估与隐性负债	/29
第六节 同比分析方法	/34
第七节 本章小结	/36
本章作业	/39
第三章 基于价值评估的损益表分析	/41
第一节 损益表介绍	/41
第二节 现金制会计方法与应计制会计方法	/43
第三节 应计制会计方法与收入确认	/43
第四节 配比会计原则、稳健性原则与费用确认	/47
第五节 支出的费用化与资产化	/50
第六节 证券分析师与盈余预测	/54
第七节 本章小结	/55
本章作业	/57

第四章 基于价值评估的现金流量表分析	/59
第一节 现金流量表介绍	/59
第二节 准备现金流量表的意义	/61
第三节 现金流量表和资产负债表、损益表的关系	/62
第四节 从现金流量表分析企业发展周期	/65
第五节 本章小结	/66
本章作业	/67
第五章 基于价值评估的非财务信息分析	/69
第一节 非财务信息概述	/69
第二节 宏观信息	/70
第三节 行业信息	/74
第四节 企业非会计信息	/80
第五节 本章小结	/82
本章作业	/82
第六章 盈利能力分析	/83
第一节 盈利能力分析基本框架概述	/83
第二节 资产回报率分析	/84
第三节 股东权益回报率分析	/90
第四节 资产周转率和销售利润率分析	/94
第五节 我国上市公司盈利能力分析	/96
第六节 本章小结	/98
本章作业	/98
第七章 投资风险分析	/99
第一节 什么是风险?	/99
第二节 证券投资风险与资本成本	/101
第三节 投资风险的衡量	/106
第四节 风险溢价和资本成本的衡量	/108
第五节 基于财务报表的风险分析	/110
第六节 本章小结	/112
本章作业	/112
第八章 盈余特征、盈余质量与盈余预测	/114
第一节 盈余特征与盈余质量问题概述	/114
第二节 应计盈余、现金盈余与盈余的持续性	/116
第三节 稳健性原则与盈余的持续性	/120
第四节 盈余的均值回转特征与盈余的持续性	/124
第五节 本章小结	/129

本章作业	/129
第九章 盈余操纵分析	/131
第一节 盈余操纵问题概述	/131
第二节 盈余操纵的基本手段与发现盈余操纵的基本方法概述	/135
第三节 以增加收入为目的的操纵	/139
第四节 以减少费用为目的的操纵	/143
第五节 以增加费用为目的的操纵(洗大澡)	/146
第六节 综合案例	/149
第七节 本章小结	/154
本章作业	/157
第十章 盈余预测	/158
第一节 盈余预测问题概述	/158
第二节 结构化盈余预测	/160
第三节 基于盈余时间序列的简化预测	/164
第四节 盈余操纵影响的调整	/167
第五节 盈余特征和盈余质量的影响	/171
第六节 行为偏见对盈余预测的影响	/172
第七节 本章小结	/175
本章作业	/175
第十一章 基于盈余预测的价值评估与投资决策	/177
第一节 价值评估与投资决策概述	/177
第二节 起点	/180
第三节 股利折现模型	/183
第四节 现金流折现模型	/185
第五节 剩余收益定价模型	/189
第六节 对比定价法	/193
第七节 价值评估与投资决策	/196
第八节 结束语	/198
本章作业	/203
附录	/205
附录一 数量化证券投资策略设计	/205
附录二 上海申银万国证券宇通客车投资分析报告	/212
附录三 现值表和终值表	/239
词汇表	/247
后记	/249

第一章

会计信息与证券市场

第一节 引言

中国人寿保险股份有限公司(股票代码:上海 601628;香港 2628)是我国位居前列的人寿保险公司之一,其个人业务、团体业务、短期险业务均处于行业领先地位,同时还是国内最大的保险资产管理者和最大的机构投资者之一。中国人寿 2005 年和 2006 年上半年总保费收入分别为 1 609 亿元和 1 113 亿元,占市场份额的 44.1% 和 49.4%;2006 年 6 月底,中国人寿总资产达到 6 169 亿元,每股净资产为 2.52 元,总资产占整个保险行业总资产的 35.58%。2003 年,中国人寿 H 股股票在香港上市流通。

2007 年伊始,中国人寿在上海证券交易所登陆,发行 A 股,发行价为每股 18.88 元。中国人寿 A 股于 2007 年 1 月 9 日在上海证券交易所开始交易,当天收盘价格为 38.93 元,较发行价上涨了 106%。

在中国人寿 A 股股票上市流通之前,证券研究机构对其价值的评估有很大的分歧。例如,银河证券估值为每股 20.22—23.12 元,中金公司为 23.65—29.42 元,长江证券为 23.7—29.58 元;东方证券和申银万国证券则比较乐观,申银万国认为中国人寿合理市场定价在 30 元左右,东方证券把六个月的目標价格区间定为 26.43—36.15 元,而招商证券将一年目标价定为 35 元、三年定为 90 元。专业投资机构的预测结果相差这样大,普通投资者应该相信哪个数字呢?^①

果然,普通投资者对中国人寿 A 股的价格的判断也表现出了很大的差别。新浪财经网站在 2007 年 1 月 9 日以前开展了一个网上调查。在回答调查的 11 705 人中,22.51% 认为中国人寿 A 股上市首日将涨 100% 以上,29.93% 认为

^① 证券分析机构评估的是股票的内在价值,股票价格短期内和价值不同并不意味着价值评估不准确。

会涨 50% 到 100% 之间,22.8% 认为会涨 20% 到 50% 之间,14.72% 认为会涨 20% 以内,还有 10.04% 的人认为会跌破发行价。

在投资界对中国人寿 A 股价值观点不一的同时,中国人寿 H 股价格和 A 股价格之间还存在着巨大的差异。1 月 9 日,中国人寿 H 股以 25.60 港元收盘,和 A 股收盘价 38.93 元,相差达 13.33 元。^① 这又是一个比较令人迷惑的事情,为什么同股、同权、同利的 H 股和 A 股价格差别会这样大?

第二节 企业、投资者与资本市场的关系

从中国人寿 A 股上市前后股票定价^②中存在的巨大差异可以看出,评估企业的价值是一件相当困难的工作。这些著名的证券研究分析机构都拥有一批受过良好教育、享有长期从业经验的分析人员,这些分析人员以完备的历史数据库为基础,运用最前沿的证券定价理论和方法,对上市公司股票的价值做出评估和预测。但是,中国人寿和许多类似的例子表明,提高投资界对企业内在价值评估的准确性是我国资本市场发展中一个不可忽视的重要问题。

证券定价在资本市场的发展中具有举足轻重的作用。资本市场是一个资本需求者和资本供给者交汇的场所。一个有投资想法的企业或创业者,如果投资想法实现了,其生产和经营可以满足消费者需求,提高消费者的生活质量;同时,这个投资项目还可以为社会提供就业机会,为政府提供税收,从而促进经济的发展。但是,要使这个投资想法成为真正的投资行为,企业或创业者必须拥有足够的资金。当自有资金不能满足投资需要时,到资本市场上进行融资就成为必需的步骤。

在资本市场上,资本的需求者(企业或创业者,以下统称企业)向资本供给者(投资者)融资,实际上是在购买资本供给者的资金的使用权。如果是股权融资,购买的使用权理论上没有期限;而如果是债权融资,购买的使用权则有一定的使用期限,到期投资者要收回资金的使用权。

既然融资是一种购买行为,作为购买方的企业就必须向出售方支付资金使用价格,即我们常说的资本成本。根据传统的金融理论,资本成本是由投资者评估的企业的风险水平决定的。企业的风险水平越高,投资者出售资金使用价格越高,即企业支付的资本成本越高。企业的风险水平越低,其支付的资本成本越低。

和任何购买行为一样,当企业或创业者有投资想法,需要从证券市场融资的时候,他们也要评估购买价格是否合理,即资本成本是否过高的问题。只有当投资项目的预期回报率等于或大于资本成本的时候,企业才会融资;而当预

^① 2007 年 1 月,港元对人民币汇率基本是 1 比 1。

^② 在本书中,我们把股票定价、证券定价、资产定价、企业定价都作为相同的概念来使用。

期投资回报率小于资本成本的时候,企业就会退出资本市场,不在资本市场上融资。这种情况的后果是企业或创业者的投资想法无法取得足够的资金,不能实施。对于社会和经济来说,这样的结果是一种净损失,因为本来可以创造出来的财富由于资本成本过高而丧失掉了。

金融理论认为,决定企业资本成本的因素是系统性风险,即投资者不能够通过持有多家企业股权而分散掉的风险。间接或直接影响一个市场上企业系统性风险的因素有若干,比如经营风险、公司治理、投资者保护水平、行业特征等。除此以外,资本市场的效率程度也是影响资本成本的一个重要因素。

资本市场的效率程度是指投资者是否完全、充分理解和企业内在价值有关的信息,并据此为企业正确定价。金融学里的一个重要研究流派认为资本市场是完全有效的,即投资者的定价是在现有所有信息基础上的对企业价值的最准确估计。在这种市场上,资本使用权交易的双方各得其所,交易是一种“公平合理”的交易。企业支付的资本成本完全是由其自身的风险水平决定。

但是,近年来,大量的学术研究表明资本市场并不是完全有效的,在现有信息的基础上,错误的证券定价是一个普遍存在的现象。例如,Sloan(1996)^①研究发现,投资者甚至不能充分理解盈余对企业价值的影响,并因此造成对企业股票的错误定价。企业盈余可以分解为现金盈余和应计盈余。平均来讲,现金盈余对企业价值的贡献高于应计盈余。但是投资者往往高估了应计盈余对企业价值的贡献,因此,盈余中应计盈余比例高的企业的价值往往被投资者高估,导致未来一年中投资者遭受4.9%左右的超额投资损失。同时,盈余中应计盈余比例低(现金盈余比例高)的企业的价值往往被投资者低估,导致投资者减持或没有购入这些企业的股票,从而丧失了未来一年中5.5%左右的超额投资回报^②。

当错误定价存在时,投资者往往错误解释了有关企业价值的相关信息,过高或过低地估计了企业的价值。此后,随着更多信息的逐渐披露,企业股票的价格发生变动,朝着真正的价值靠拢和回归。在这个过程中,投资者因为原来对信息的错误解释而承受投资损失。

在一个证券市场上,投资者对有关企业价值的信息的理解偏差越大,市场对证券的错误定价越严重,用金融学的语言来讲,这样的市场效率越低。低效率的市场为融资企业和投资者都带来严重的不良后果。

错误定价的大量存在和持续,提高了投资者在投资中面临的不确定性和风险。因此,要使投资者留在这样的证券市场上继续为企业融资,投资者就要提

^① Sloan, R., 1996, "Do Stock Prices Fully Reflect Information in Cash Flows and Accruals about Future Earnings?" *The Accounting Review*, 71, 289—315.

^② 超额投资回报是指某个股票的回报率超过正常回报率的部分。正常回报率的衡量一般可以根据企业风险水平确定的回报率、市场指数的回报率或同等规模企业的回报率。