

ACCOUNTING for VALUE

价值投资学派当代代表人物
助你成为“更聪明的投资者”
格雷厄姆《证券分析》实战版

投资中 最重要的事

股票估值与选股策略

斯蒂芬·彭曼 (Stephen Penman) 著
戴德明 周 华 等译



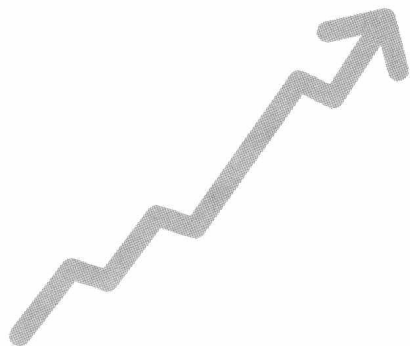
中国人民大学出版社

投资中 最重要的事

股票估值与选股策略

ACCOUNTING
for VALUE

斯蒂芬·彭曼 (Stephen Penman) 著
戴德明 周华等译



中国人民大学出版社

·北京·

图书在版编目 (CIP) 数据

投资中最重要的事：股票估值与选股策略/彭曼著；戴德明，周华等译. —北京：中国人民大学出版社，2015.11
ISBN 978-7-300-21175-6

I. ①投… II. ①彭…②戴…③周… III. ①股票投资 IV. ①F830.91

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2015) 第 082755 号

投资中最重要的事

——股票估值与选股策略

斯蒂芬·彭曼 著

戴德明 周华 等译

Touzi zhong Zuizhongyao de Shi

出版发行	中国人民大学出版社		
社 址	北京中关村大街 31 号	邮政编码	100080
电 话	010-62511242 (总编室)		010-62511770 (质管部)
	010-82501766 (邮购部)		010-62514148 (门市部)
	010-62515195 (发行公司)		010-62515275 (盗版举报)
网 址	http://www.crup.com.cn http://www.ttrnet.com (人大教研网)		
经 销	新华书店		
印 刷	涿州市星河印刷有限公司		
规 格	170 mm×230 mm 16 开本	版 次	2015 年 11 月第 1 版
印 张	20 插页 1	印 次	2015 年 11 月第 1 次印刷
字 数	197 000	定 价	49.00 元

版权所有 侵权必究

印装差错 负责调换

译者序

哥伦比亚大学商学院 George O. May 讲席教授、会计系主任斯蒂芬·彭曼 (Stephen H. Penman) 先生在会计学与投资学领域享有盛誉。本书是彭曼教授于 2011 年首版的最新著作。

彭曼教授在芝加哥大学获得博士学位，曾供职于加州伯克利大学，1991 年加入哥伦比亚大学。其研究兴趣主要集中在会计理论以及如何证券分析中使用会计信息等领域，他对公允价值会计的理论分析在学术界独树一帜。1991 年，彭曼教授被美国会计学会和美国注册会计师协会授予会计学杰出贡献奖。2002 年，彭曼教授撰写的《财务报表分析与证券定价》(*Financial Statement Analysis and Security Valuation*) 一书 (McGraw-Hill/Irwin 出版社出版) 荣获美国会计学会和德勤会计师事务所颁发的怀尔德曼勋章 (Wildman Medal)。2009 年，彭曼教授在斯德哥尔摩经济学院百年庆典上被授

予该校的荣誉博士学位。其论文频频见于 *The Accounting Review*, *Accounting Horizons*, *Contemporary Accounting Research*, *Review of Accounting Studies* 等学术期刊。

彭曼教授的这部《投资中最重要的事——股票估值与选股策略》(*Accounting for Value*) 用通俗易懂的语言, 阐释了运用会计信息进行价值投资的理论依据和操作方法。本书适于投资者研习价值投资方法使用, 对于金融、会计和企业管理领域的实务工作者和理论工作者具有重要的参考价值。我们有幸参与翻译这部佳作, 收获良多。

本书为投资者提供了很好的理论指导和实践指南, 具有鲜明的特色。

首先, 本书对基本面分析的价值投资理念和证券投资技术分析所运用的现代金融理论进行了系统的辩证分析, 详细阐述了二者的共同理念和分歧之处——这种高屋建瓴的分析尚属罕见。很多投资者常常在价值投资和技术分析两种策略之间的选择上感到迷茫。本书有助于证券投资者深入理解两种投资策略的理念差异, 从而能够帮助他们选择最适合自己的投资理念和投资策略。

其次, 本书给出了运用会计信息进行股票估值的具体模型。该模型以基本面分析为基础, 融合现代金融理论的可取之处, 还考虑了评估被投资企业的成长性和经营风险的操作思路。这些模型是彭曼教授数十年理论研究的结晶, 对投资实务具有较强的指导价值。投资者可以在进行价值投资时直接使用本书中分享的模型寻找具有增长潜力但却被市场低估的投资对象, 如此, 投资者可以从容地跟随被投资企业一起成长。

最后，本书还分析了股票估值对会计信息的要求，其中涉及争议颇多的公允价值会计。这部分内容不仅对于证券投资者、金融和会计领域的实务工作者具有一定的参考价值，对会计立法机关以及理论研究人员也有很强的启发性。例如，国际财务报告准则所倡导的将资产公允价值直接计入资产负债表的做法（即公允价值会计）真的比历史成本会计更有助于股票估值吗？一再弱化利润表的作用，转而依靠资产负债表进行投资决策的思路真的可行吗？关于这些前沿问题，读者也可以在本书中找到答案。

本书理论功底深厚，语言通俗易懂，举例生动简明，讲解深入浅出，既是一部优秀的学术著作，也是一部详尽的价值投资实务宝典。相信我国的股票投资者以及金融、会计和企业管理等领域的实务工作者和理论研究者都能从中获得新的启示。

本书由中国人民大学商学院的师生共同翻译，由戴德明教授和周华副教授主译。分工如下：

翻译：戴德明、周华、李阳、张姗姗、张卓然。

校对：戴德明、周华、李阳、张姗姗、张卓然、徐业帆、王超霞、莫彩华、吴晶晶。

这部佳作的英文原作相当精练，翻译难度较大，限于译者的见识和能力，译文若有不妥之处，敬请读者批评指正。

戴德明 周 华

于中国人民大学明德楼

中文版序

你捧在手中的这本书的主题，是基于基本面分析的证券投资（fundamental investing），这是哥伦比亚大学教授本杰明·格雷厄姆（Benjamin Graham）在大约 90 年以前率先倡导的投资策略。基于基本面分析的证券投资又称作价值投资（value investing），目前已经被广泛采用，格雷厄姆教授在哥伦比亚大学的学生沃伦·巴菲特（Warren Buffett）是当代价值投资的典范。价值投资理念认为，证券的市场价格常常会偏离其价值，因此，投资者面临的主要风险是出价过高的风险，而其主要任务，就是确定股价是否偏离了公司价值。

投资者可能已经发现，中国证券市场上的股票交易价格经常受到大众情绪、流行理念和过度投机等因素的影响。所以，我希望中国的读者能够将这本书的出版视为一场“及时雨”。中国的股市常常

在深度低迷之后演变为泡沫市场。这种剧烈的股价波动为那些注重潜在价值的价值投资者提供了绝佳的机会。价值投资者不会陷入泡沫价格的圈套，相反，他们往往会在市场低迷时，寻找那些市场价格低于其价值的股票，并及时抓住这种难得的投资机会。

然而，投资从来就不是一件容易的事，而且总是充满风险，因此，投资者如果想要战胜那种无节制的投机行为，就必须经过专业性的训练。本书就给出了这样的专业标准——一套结构化的、系统化的投资方法。这套投资方法的核心理念如下：首先，你必须明白你已经掌握的信息是什么，并且把你已经掌握的信息与证券市场上的推测性的信息区分开来。然后，你就可以运用你已经掌握的信息去战胜市场上的投机行为了。本书所提出的结构化方法能够帮助你掌握“我们应该掌握的信息”——即投资决策所需要的那些事实。基于这些事实，投资者就可以以专业化的投资手法战胜市场投机者。这一专业化的投资手法的首要信条是，要采用防御性的姿态，竭力避免出价过高的风险。反过来看，这种防御性的姿态又能够帮助人们在公司价值高于股票市价时识别购入的良机。当然，没有什么投资是无风险的，但是这一专业化的投资手法能够帮助投资者更加从容地应对风险。用一种更积极的方式来说，借助这一专业化的投资手法，投资者不仅能够评估股票的下行风险，还能够评估股票的升值潜力，从而获得更多的保障。

尽管价值投资在实务界备受尊崇，但在学术界，它最近 50 年却被横空出世的“现代金融学”夺去了光芒。现代金融理论的基本信

条是“无套利”均衡理论，即证券市场的信息传递是有效率的，从而使得股票的价格等于其价值。这种金融理念与价值投资理念显然是冲突的。因此，本书从回顾现代金融理论入手，阐述它是如何帮助或妨碍积极的投资方法的。本书检讨了现代金融理论的部分缺陷，同时，更多地阐述了现代金融理论积极的方面。本书将价值投资理念与现代金融理论融合起来，为价值投资理念的实践者提供了更具现代性的、更为实用的投资方法。真的，它的确更为有效。

可以说，理性的投资出自于理性的头脑。所以，我希望本书的内容不仅能够帮助你“战胜市场”，还能够帮助你改进思维方式。例如，投资者常常谈及计算公司的内在价值。但实际上，对于股票投资来说，精确的估值并不是必须的。投资者必须做的事情，是弄明白股价是否合理。这就要求投资者清楚地知道当前股价的形成机制（即了解证券市场上投资者的思维模式），从而决定是接受还是拒绝这种思维模式。本书明确阐释了如何根据市场价格信息评价其中所蕴含的投机性的思维模式。又如，标准的估值模型要求人们使用必要报酬率（即资本的成本）对股票进行估值，那么问题就来了：现代金融理论历经百般努力，也没能找到一个能够可靠地用于估计资本的成本的方法。本书给出了一个能够巧妙地解决这一难题的办法。再如，估值模型往往要求人们对公司的长期增长率进行估计，但人们往往拿不准怎么去估计。这些增长率都是猜测性的，而基本面分析的基本信条是，不要借助于猜测性的因素去进行股票估值。本书也给出了这一问题的解决方案。

类似地，本书还探讨了如何使用杠杆进行投资以及如何通过基本面分析识别经营风险等问题。

总之，贯穿本书的一个关键理念是：把股票估值与会计信息联系起来，运用会计信息去进行股票估值。价值投资者仅仅在全面分析能够解释企业价值的信息之后，才会动手去投资。其基本信条是“忽视信息，后果自负”。然而，投资者所面对的企业信息常常是相当庞杂的，所以，投资者必须掌握一些能够整合和归纳信息的方法。这就需要借助会计技能。投资者对股票进行估值的过程，也就是利用会计信息发现企业价值的过程——这正是本书书名（Accounting for Value）的含义。你可能会问：如何利用会计信息进行股票估值呢？本书给出了一套方法，并深入探讨了投资者运用国际财务报告准则（International Financial Reporting Standards, IFRS）和美国证券市场上的公认会计原则（Generally Accepted Accounting Principles, GAAP）进行股票估值时常常感到困惑的一些疑难问题。我希望这些深入探讨在中国同样对投资者有很大帮助，毕竟，中国的企业会计准则正在努力寻求与国际财务报告准则的持续趋同。更一般地，我希望本书对现行会计规则的批评，能够对制定更加完善的、对投资者更有助益的会计准则具有积极的推动作用。

我很高兴看到本书的中文版顺利地与读者朋友见面。我希望读者朋友们在阅读本书时也一样开心。我希望读者接着读本书的引言，那里更为细致地归纳了本书的思想，然后，你就可以以缜密的、专业的方式细细研读本书各个章节了——这种研读方式就像价值投资

的实践者进行股票投资时所采取的方式一样。

斯蒂芬·彭曼

哥伦比亚大学

2014年6月12日于纽约

目 录

CONTENTS

引言 1

会计的重要性 3

会计与估值 8

现在的和未来的会计 10

致读者 14

本书阅读指南 15

第一章 回归基本面 17

基本面原则 22

现代金融学原理 31

现代金融学的成果 43

基于会计信息的估值 56

第二章 立足于基本面的估值 69

一个会计原型 70

	基于现金流会计信息进行估值	78
	基于应计会计信息进行估值	83
	在账面价值中增加推测性因素	87
	基于利润的分析：市盈率	95
	基于会计信息进行估值分析	101
第三章	使用基本面分析识别市场误定价	109
	投资博弈	109
	识别市场的误定价	111
	确定评估成长性的基准指标	118
	使用会计信息为成长性定价并估值	127
第四章	避免为成长性出价过高 I	132
	注意源自投资的成长性	133
	警惕利用杠杆构造的收益增长和盈利能力	139
	基于会计信息评估企业的杠杆率	147
	股票回购与成长性	155
	利用会计信息理解财务杠杆带来的成长性	156
第五章	避免为成长性出价过高 II	160
	警惕会计构造的盈利能力	161
	警惕会计构造的成长性	173
	利用会计信息理解成长性和价值	185
第六章	对资本成本的考虑	188
	文艺式阐述：资本资产定价模型的挽歌	189

	资本成本改善策略	191
	风险会计	200
	利用会计信息估计价值	208
第七章	为成长性定价	214
	成长性与价值	215
	收益市价比、账面市值比与成长性的定价	220
	回归“价值”投资与“成长性”投资	229
	利用会计信息估值	233
第八章	公允价值会计与证券估值	239
	历史成本会计与公允价值会计	241
	基于公允价值的会计信息	243
	公允价值会计在何时是合适的？一对一原则	249
	公允价值会计与风险	253
	自由市场的教训	255
	关于历史成本会计的谬误	256
	利用会计信息估值：资产负债表中心还是利润表中心	264
第九章	增强会计信息的估值作用	272
	贯穿会计信息的报酬率	272
	什么是好的会计？	278
	购者自慎：GAAP 怎么了？	283
	简单是一种美德，复杂是一种警示	293
第十章	聪明的投资者和聪明的会计师	298

引 言

当手中拿着一本会计学书籍的时候，你的心中可能百感交集。也许你会感到担忧：会计那么复杂，能说得清吗？也许你会感到灰心：会计那么乏味，有什么可说的呢？也许你会感到可笑：有关会计的笑话还少吗？只有当会计遭受质疑，比如当初的安然倒闭和最近的金融危机爆发之时，你的兴致才会被偶尔吸引过来。在危机之后，相关方迅速展开了关于收入确认、公允价值和可变利益实体等的讨论，但这些讨论所涉及的技术细节已无法为普通人所理解。更糟糕的是，你也许会感到混乱和迷惑，大嚷着：“让那些书呆子去读这本书吧，我才不去读呢。”

而我希望能够从另一个视角说服你来读这本书。

首先你要知道，虽然这是一本有关会计的书，但更重要的是，

它还是一本有关估值的书，其目标读者是投资者和那些受托管理投资者储蓄的人，包括投资顾问、分析师和投资组合经理等。本书阐释了如何利用会计信息去估计股票价值，不仅囊括了本杰明·格雷厄姆（Benjamin Graham）的基本面投资法，也融合了现代金融的相关理论。原教旨主义者认为价格和价值是不同的。而在分析价格 and 价值的差异时，投资者们依靠的正是会计这一独立于价格形成机制的信息运作系统。本书讲述的就是投资者应如何根据会计处理方法和会计信息来估计公司的价值并识别股票的误定价。

在本书中，投资者会看到会计和估值是多么紧密地联系在一起，也就是说，估值实质上就是一个会计问题。估值需要对一家公司实施一种会计程序，即一种以估值为目的的会计程序。估值的成败就取决于这个潜在的会计程序。因此，会计师们需要回答一个问题：如果以估值为目的，什么才是好的会计？公认会计原则（GAAP）能满足这一需要吗？或者说，投资者还需要寻找其他的会计程序吗？本书就估值问题与投资者展开对话，但我们也非常欢迎会计师们，尤其是会计监管部门和准则制定者参与到我们的讨论当中。和投资顾问、分析师和投资组合经理一样，会计监管部门和准则制定者也是服务于投资者的。正如粗陋的估值程序会损害投资者的利益，粗陋的会计程序同样也会损害投资者的利益。本书认为，现行会计程序还有很大的提升空间。

会计的重要性

如果你曾买过股票，就会理解估值的重要性，下面暂且让我来告诉你会计的重要性。

不管是家庭、俱乐部、公司还是政府，在大多数人付出劳动的时候，都需要进行记录。实际上，我们一直在出于本能地不停记账。在私人关系中，我们也经常本能地在心中记录着赞成和反对的一本账，这就是私人关系中的资产和负债、借方和贷方。在正式的契约中，我们只不过是在更为正式地记账。在企业会计中，所有者记录着自己的投资和管理者的受托责任。在政府会计中，市民们记录着政治家们的活动。如果没有会计告诉我们各种行动的进程，我们能知道些什么呢？

为了保障经济的良好运行，市场经济体系要求独立法庭严格执行产权制度，同时最小化契约的限制条款；与之类似，高度完整的会计制度同样很重要。我们需要会计制度去记录经济行为主体之间的权利和义务。从全社会财富的角度来说，会计的重要性体现在它能够引导资本流向最具生产效率的企业，使资本市场有效运行——正是在这个市场上，我们用自己的储蓄投资，并需要对企业进行估值。1929年的经济崩溃、20世纪60年代的宾州中央运输公司倒闭和最近的安然公司破产、金融危机，几乎在每一次危机中都有人将矛头指向会计（从会计的重要性来看，这并不奇怪）。当一切经济体