

厦门大学新世纪教材大系

投资估价原理

- 黄良文 主 编
- 高鸿桢 副主编
杜兴强

新

世

纪

教

材

大

系

科学出版社

厦门大学新世纪教材大系

投资估价原理

黄良文 主 编
高鸿桢 杜兴强 副主编

科学出版社

2002

内 容 简 介

本书主要介绍投资估价的理论和方法论基础,深入探讨了估价的主要要素和信息渠道,并提供了基本的估价模型,在学术上有所创新。另外,书中介绍了主要专业的投资估价方法,如房地产估计、股票估价、无形资产估价等,对投资估价实践具有重要的指导意义。

本书可作为全国经济、管理类本科高年级学生和研究生教材或参考书,也可供实际经济管理部门及科研机构的研究工作人员参考。

图书在版编目(CIP)数据

投资估价原理/黄良文主编. —北京:科学出版社,2002

(厦门大学新世纪教材大系)

ISBN 7-03-010471-4

I. 投… II. 黄… III. 资产评估—高等学校—教材 IV. F20

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2002) 第 039949 号

科学出版社出版

北京东黄城根北街16号

邮政编码:100717

<http://www.sciencep.com>

源海印刷厂印刷

科学出版社发行 各地新华书店经销

*

2002年7月第一版 开本:720×1000 1/16

2002年7月第一次印刷 印张:22

印数:1—3 000 字数:385 000

定价:30.00元

(如有印装质量问题,我社负责调换〈新欣〉)

前 言

在市场经济社会里,投资估价是寻找商机、规范市场、引导经济的一项基础工作,逐步受到人们的重视。随着市场经济的发展,特别是资本市场、技术市场、人才市场、劳动力市场等纷纷出现,投资估价的对象不断扩大,既有实物资产的估价,又有无形资产的估价;既有传统产品的估价,又有金融产品的估价;既有劳动产品的估价,又有知识产品的估价;既有经济产品的估价,又有资源、环境的估价等等。投资估价又使人们感到困惑。在纷繁的估价中有没有共同的理论依据,有没有自己的方法论?在我国长时期的经济体制过渡阶段,确实存在两种极端的认识。一种思想总认为土地、资金、人才本身没有价值,不计成本,可以无偿使用,不付代价,甚至把它作为廉价资源优势,可以任意践踏。另一种极端思想则认为价格总是市场形成的,客观存在的,不是投资者所能左右的,价值不可认识,也无需认识,幸运者是上帝恩赐的,估价是徒劳无功的事。在我国证券市场上,证券价格长期与公司经营基本面严重脱节,也许不仅与监管力度有关,还与投资理念有密切联系,这也阻碍着这门科学的发展。

我们认为,市场价格是客观存在,人们参与市场固然是价格的接受者,但需要怎样的投资组合,人们参与市场却是积极的主导者。投资价值评估正是在市场的风险中找机遇,因势利导争主动的有力手段。在纷繁的估价中,有它应遵循的原则和基本的理论依据,有适用的公共方法论。本书努力探索投资估价的一般理论,包括价值的内涵、投资估价特点、投资估计市场环境和定价的一般方法论。然后比较系统地总结带有通用性质的各种投资估价模型和方法,包括红利和现金流估价模型、比例估价模型和期权定价模型等等。最后研究这些模型和方法在各项资产、资源估价中的应用,以及企业整体价值的评估。

本书是大家共同努力的研究成果。由黄良文教授担任主编,由高鸿楨教授、杜兴强博士担任副主编。各章编写分工如下:黄良文:第一章投资估价概论;林嘉永:第二章投资估价的信息基础;戴平生:第三章资本的时间价值与风险溢价;朱小斌:第四章资本资产定价与套利定价理论;王若平:第五章红利贴现模型;王学军、戴平生:第六章现金流估价模型;陈建明:第七章比例估价模型;李少斌:第八章期权定价理论;杜兴强:第九章资源与环境估价;张金明:第

十章房地产估价;杜兴强:第十一章无形资产估价;黄瑞庆:第十二章债券投资估价;江晓东:第十三章期货合约定价;宋建彪:第十四章公司整体价值评估。在编写过程中得到厦门大学教务处领导的关心和支持,我们在此表示衷心的感谢。

由于水平所限,书中存在不妥之处,殷切希望同行专家和广大读者不吝指教。

黄良文

2002年阳春于厦门大学白城新村

目 录

前言

第一章 投资估价概论	1
第一节 估价的意义和作用	1
第二节 投资估价的特点	3
第三节 投资估价的市场环境	9
第四节 投资估价的方法	14
思考与练习	18
第二章 投资估价的信息基础	19
第一节 主要的会计报表	19
第二节 基本的财务指标	30
思考与练习	39
第三章 资本的时间价值和风险溢价	42
第一节 资本的时间价值	42
第二节 投资的风险溢价	57
思考与练习	76
第四章 资本资产定价与套利定价模型	78
第一节 风险与收益的一般模型	78
第二节 资本资产定价模型	80
第三节 套利定价模型	87
思考与练习	92
第五章 红利贴现模型	94
第一节 红利贴现估价模型概述	94
第二节 红利贴现模型中应注意的问题	109
第三节 红利贴现模型估价的实证研究	112
思考与练习	115
第六章 现金流估价模型	118
第一节 股权估价——股权资本自由现金流估价模型	118
第二节 公司估价——公司自由现金流估价模型	128
第三节 贴现现金流估价的若干技巧	140

思考与练习	145
第七章 比例估价模型	148
第一节 市盈率估价模型	148
第二节 价格与账面价值比例估价模型	158
第三节 价格/销售收入比例估价模型	167
第四节 其他比例估价模型	171
思考与练习	175
第八章 期权定价理论	179
第一节 期权概述	179
第二节 期权价格分析	181
第三节 期权定价模型	188
第四节 期权定价理论在权益资本估价中的应用	201
思考与练习	206
第九章 资源与环境估价	208
第一节 自然资源与环境估价	208
第二节 人力资源估价	212
思考与练习	225
第十章 房地产估价	226
第一节 房地产估价的基本理论	226
第二节 房地产估价的基本方法	230
第三节 城市地产价格评估	242
第四节 房产租金评估	254
思考与练习	257
第十一章 无形资产估价	258
第一节 无形资产概述	258
第二节 可辨认的无形资产估价	264
第三节 商誉估价	270
思考与练习	278
第十二章 债券投资估价	279
第一节 利率和收益率	279
第二节 债券的定价	289
第三节 债券价格的外部影响因素	299
思考与练习	303
第十三章 期货合约定价	305
第一节 期货与期货市场概述	305

第二节 期货合约定价方法	311
思考与练习	318
第十四章 公司整体价值评估	319
第一节 公司整体价值概述	319
第二节 公司整体价值评估的一般方法	323
第三节 边缘企业定价	337
思考与练习	341
参考文献	342

第一章

投资估价概论

第一节 估价的意义和作用

一、估价的意义

在市场经济中,合理的价格是规范市场运营,保证社会经济安全、有序、健康和持续发展的重要基础,而商品的内在价值则是判断价格是否合理以及合理程度的标准。因此,首先需要对价值的内涵以及估价的对象有个明确的认识。

商品价值是社会商品生产的产物,而且在市场交换中获得实现。人们很自然地从事生产的劳动耗费来考虑价值量的大小,马克思论证了商品生产的平均必要抽象劳动量决定着商品的价值量。这就是从生产的投入方面来衡量价值的大小。将商品的价值量作为变量,其前提必须假定商品的使用价值是确定不变的。例如一尺布的价值,一斤米的价值,一台电视机的价值等等,这里布、米、电视机的品种、规格、质量都是固定不变的。在交换过程中,正是由于商品异质使用价值的确定性才使商品之间异量的价值有可能建立起等价的方程。例如一尺布的价值等于两斤米的价值等等。

但是,在现实生活中,商品使用价值体现它可供满足社会某种需要的效用,也是可变的。一种商品的价值和使用价值同是商品的属性,它们互相依存、互相制约,而且在量上也是相互影响的。使用价值是劳动价值的结果,而价值则是创造使用价值的条件。也可以说使用价值是价值实现的载体,而价值则是形成使用价值的前提,但是并不能说价值与使用价值按同一比例变化。如果生产一种过时的商品,积压在仓库里,没有使用价值,那么再大的价值也实现不了,不能实现的价值等于没有价值。要想在经济市场上提高竞争力、占领市场份额、创建新增长点,尽可能减少劳动耗费、降低成本固然重要,但更重要的却在于质量上提高档次、技术上更新换代、创造名优品牌。由此可见,从使用价值的角度,也即从产出的角度来考虑商品价值的实现程度,也是一个很现实、很重要的问题。

进入知识经济时代,知识经济产品形态以及它的价值和使用价值表现发生了深刻的变化。知识经济的形成是社会经济发展和科学技术进步的结果。人类社会在农业经济以及以前的自然经济阶段,劳动只是适应自然力的过程,劳动力和土地作为两大生产要素,进行着简单的或原始的生产劳动,当时知识

只是少数有闲阶级的特权或享受,游离于生产过程之外,谈不上知识经济。在工业经济阶段,劳动成为改造自然界的能力,劳动力、劳动资料和劳动对象是生产的三大要素,而知识则是人类与自然界变换的中介,劳动力掌握知识,运用知识提高劳动技能、改进劳动工具、开发劳动资源,促进生产效率的提高,推动物质资料生产的发展,从而凸显经济知识的重要作用。但这时知识从属于资本,为资本所雇用,知识被吸引到资本的生产过程,所以知识的创造性只作为资本创造性的一部分,归资本的所有者所有。随着知识经济威力的继续膨胀,特别是电子技术、信息网络的普遍推广,使生产、分配、交换、消费的时间、空间距离大大缩短,提高工作效率,调整经济结构,也改变了社会生产关系。知识产品,例如一个电脑软件,其磁盘的价值虽然只有3元、5元,而软体的价值却可达到成千上万元。因为人们购买软件就是为了获取知识和应用知识的能力。由此可见,知识产品的使用价值表现在技术创新、管理体制创新的能力上,而知识产品的价值不决定于产品的劳动耗费,而决定于产品价值的增值。在知识经济市场中,技术专利、技术入股,知识产权等知识资本则显示社会生产关系的变化。知识不再从属于资本,而成为独立的、关键的生产要素,不是资本雇用知识,而是知识雇用资本,从而成为知识产品生产的主体,并支配着产品的生产、分配、交换和消费,大大拓展了估价的内容。

任何商品都有价值和使用价值,但在市场交换中却代表不同方面的利益,有不同的期望。卖方要以使用价值去交换价值,而买方则相反,要以价值去交换使用价值,因而在市场议价中,卖方总是首先考虑劳动消耗,从价值上保证经营不亏本,然后在这个基础上尽量提高价格,以增加利润;而买方总是首先考虑商品是否满足需要,从使用价值上达到要求,然后在这个基础上尽量压低价格,以节省开支。从理论上说,当市场的供给与需求达到均衡时,价值与使用价值的矛盾就解决了,由供需交集所决定的价格应该是价值的表现。当然,市场实际的价格可能在价值的上方或下方,价格与价值的离差有时可能大一些,有时可能小一些,但从总体上说,价格的平均水平应该是价值的无偏估计。在一定条件下,根据市场价格的实际数据来评估推算该商品的价值,我们称它为价值评估,简称估价。

二、价值评估的作用

商品的内在价值是客观存在的,它通过交换来实现,由市场的供需均衡状况表现出来,个人的经济行为不能改变它的变动趋势。那么,为什么还需对它进行估价呢?价值评估的作用可以归纳如下几点:

1. 估价是测定资产价值的手段

不论实物资产和金融资产都有它的内在价值。资产内在价值是由劳动耗

费投入和使用价值产出综合决定的,它反映该资产的实际生产能力或使用效益。当资产的市场价格过分地高于价值,就表明价格被高估了。由此社会产生经济泡沫,形成虚假的繁荣景象,以至最终破灭,回归价值。相反,当市场价格过分地低于价值,就表明价格被低估了,经济便趋于紧缩,又会促使价格回涨,回归价值。价值是吸引价格偏离、使市场价格围绕价值变动的轴心力量,认识价值才能利用价值,但是资产的内在价值又是不能直接观察或计算出来的,它只能通过间接评估并加以推断,取得价值的近似值或理想值。估价为资产内在价值提供各种可行的定量方法。

2. 估价是投资决策的基础

资产价值与价格的离差给投资带来风险,也带来机遇。如果我们测定资产内在价值,又知道实际市场价格与价值的差异,这就存在套利机会,根据价格回归价值的原理,对价格被高估的资产作出做空的决策,对价格被低估的资产作出做多的决策,就可以获得利润甚至超额利润。当市场同时存在被高估和被低估资产,或高估、低估的程度不相同,做出空投和多投的投资组合决策,就可以在不增加资本也不承担风险的条件下获得超额利润的“免费午餐”。当然也要注意到市场价格是不断变化,而资产价值也不是固定不变的,所以投资决策也要适时相应变化。

3. 估价为经济结构调整提供条件

随着社会经济发展、科学进步、社会需求结构变化,以及市场的激烈竞争,优胜劣败,国民经济结构必须相应进行调整。企业通过重组、兼并、转让乃至破产达到新生的目的。经济结构调整意味着企业产权的更换,对企业的资产、资源以及技术、商誉等等的估价则是必要的条件,因为估价是反映当前某一时点的企业资产实际状况,它是以前存资产的实际能力,以及现存资产为基础预测的潜在能力为依据来计算,而不能用过期的资产价格记录资料来代替。

4. 估价是优化资源配置的导向

在市场经济活动中,价值规律的作用引导着社会劳动资源向最有利的部门流动,通过市场调节驱动不利的产业部门转向有利的产业部门,淘汰亏损的企业,扩大获利的企业,使社会劳动资源的配置趋向优化。但是不论单项资产或整体企业的价值都是不断变化的,原来有利的企业现在可能变为无利企业,原来亏损的企业现在却成为获利的企业,只有通过估价,测定资产或企业当前的价值,才能确定自己资本的投向和数量。

第二节 投资估价的特点

投资是一定的经济主体为了获得预期的、不确定的收益而将现期的收入

转化为资本的一种经济活动。由于投资自身的特点,使投资估价从市场平衡过程转入企业平衡过程,注入了投资目标、投资战略等新的因素,大大地扩充了估价的内容,并且丰富了相应的投资方法。

首先,一种投资总是有明确的产权关系,由投资的当事人为主体策划安排的活动。资本的产权关系在所有权和经营权相分离的前提条件下,形成各种金融产品,例如货币所有权与债权的关系形成支票债券产品,货币所有权与股权的关系形成股票产品,以及以这些金融产品为基础衍生出的许多金融衍生产品,例如期货、期权合约等等。虽然支票、债券、股票、合约本身并没有价值,但它们却代表一定的权利,所以金融产品和实物产品一样,可以在市场上买卖、交换、流通,因此也应该有自己的交换价值,例如债券、支票的利率、股票的股息、金融衍生产品的收益率等等都可以说是金融产品的交换价值的表现形式。

从经济学的角度来考察,金融产品的价值只是实物产品价值的派生价值,因为金融产品的交换、流通所起的作用只体现在社会资本的转移上,并不增加社会总资本,也不提高社会生产能力。金融产品价值并不构成社会产品总价值的一部分。金融产品对于实物产品生产的间接作用在于金融产品流通的资本市场为生产实物产品的公司、企业提供更有效的融资筹资渠道,创造更多的投资机会,促进社会经济的发展,所以金融资产对于实物资产所创的利润要求自己的回报。这就是说,利率、股息、红利等等是实物资产的利润派生的。如果一旦社会上停止了实物产品的生产,资本活动也就不存在,金融产品也就没有意义了。

从公司资产负债表的关系也可以体会到实物资产和金融资产的不同特点。将公司在某一时点的资产归纳为三大类,即:① 实物资产,包括固定资产和其他耐用性质的资产;② 无形资产;③ 金融资产,包括长、短期投资,资金贷款,应收预付账款等。另外,公司在某一时点的负债,包括长、短期借款、应付债券、应付预收账款等表明公司在该时点的金融负债。将公司在该时点的资产减去负债就是公司的净资产,净资产表示公司资产扣除金融负债以后的余额,属于公司所有的权益。从整个社会来看,一个公司发生金融资产,同时就有另外一个或几个公司(或个人)发生相同数额的金融负债,所以全社会资产负债加总等于实物资产与无形资产的总和,而金融资产则相互抵消。这也表明一个国家的资产是由实物资产和无形资产构成的。金融资产可以在经济商业活动中清除,例如偿还一笔债务,则债权人的金融负债和债务人的金融资产都不存在了,而实物资产和无形资产不存在这种特点,在没有耗用之前是不会消失的。

金融资产的流动,虽然并不直接生产实物产品,但对于社会资金的集中、

集聚,对于社会资金的分配都起着十分重要的作用,从而大大促进乃至改变社会经济的发展。在现代经济社会中,金融机构往往成为整个经济活动的中心,支配着经济。如果说一般商品生产是按货币—商品—货币'的模式,货币'是在投入货币资本的基础上增长,一元资本只能做一元钱的生意,那么金融产品生产则按货币—货币'的模式,货币'可以在投入货币资本的倍数基础上增长,一元资本可以做几十甚至上百元的生意。例如五元的保证金可以做一百元的期货,所以金融产品的增长速度要比一般商品快得多。再加上以基本金融产品为基础的衍生金融产品或经过金融工程设计的新金融产品不断涌出,产品品种和周转速度都迅速增加。随着各国的开放和世界经济一体化,这种变化趋势也更加明显。

正因为如此,金融产品有自己的生产、分配、交换和使用形式,而且有自己的流通渠道。金融产品有自己相对独立的价格体系,以及定价的决定因素。怎样对股票、债券、期货、期权等金融产品定价,是投资定价中一项新的研究课题。

其次,投资作为资本运动过程具有要求增值的属性,因此收益就成为资本价值的决定因素。在一般商品生产条件下,产品价值按所耗的劳动数量定价,这和金融产品按所使用资本的效益来定价是不同的。在一般商品生产情况下,一方面社会产品是社会劳动凝结的成果,所以劳动价值是社会产品在生产者与生产者之间分配的理论根据。但另一方面社会产品的生产又必须在一定生产关系中进行,其中最重要的是各种生产要素的所有权关系,特别是资本所有权的关系,资本所有者有权根据其所提供的资金对社会产品的再分配提出再分配的要求权,当然资本的使用者(经营者)也有权对社会产品的分配提出再分配要求权。所以资本定价是社会产品生产者与使用者之间或使用者与使用者之间再分配的理论依据。它要求按照提供资本的多少以及效益的高低再分配社会产品,资本的效益愈高,资本的价值也就愈大。

上一节已经说明,一般商品价值的定价是综合考虑生产商品劳动耗费和使用价值两个因素,在市场对该商品的供应和需求达到均衡点时所决定的价格就是该商品价值的表现。这种定价称为市场均衡定价。而投资则是有的经济活动,为了达到目的而估计资本的价值,所用的是企业均衡定价。事实上,作为定价决定因素的资本收益和商品价值一样也是综合考虑劳动耗费和使用价值两个因素,因为劳动耗费决定收益水平,而使用价值的社会认可则决定收益可能实现的程度。资本定价所用的企业均衡原则就是无套利均衡定价原则。

经济上无套利状态是指社会上所有的资本都只能获得平均水平的利润,不存在超额利润。如果不提供资本(0组合投资),也不承担风险(0组合风

险),并导致平均利润为0(0组合收益率),则资本收益率可以由无风险利率和风险溢价线性表示。在风险-收益率的坐标平面上,所有收益率都落在一条直线上,这表示没有收益率被高估或低估,处于无套利状态。

事实上无套利状态也是收益率均衡过程的结果。当市场上存在着不同资本资产组合的收益率差异,而且允许无限制地买空卖空时,市场就有可能存在套利机会。投资者可以卖空那些价格被高估从而收益率低的资产组合,同时买入那些价格被低估从而收益率高的资产组合,这样可以在不需要支付资本,也不承担风险的前提下取得超额收益。利之所趋,所有投资者都愿意竞相从事这种投资,则市场势必形成对高价资产的卖盘压力,因而价格下降,收益率上升;对低价资产形成买盘支撑,因而价格上升,收益率下降。这种投资反复波动,直到最后不存在套利机会,所有资产都有相同的收益率,所以无套利状态也就是资本收益波动的均衡点,无套利状态下的资产价格应该是最合理的价格,它可以作为资本资产价值的表现。

再次,投资估价是从资本的潜在能力出发,以预期的效益为基础的。过去和现在的收益虽然对未来的收益水平有影响,但未来收益的变化受多种因素的影响,归根结底要依据资本在未来所可能提供的效益来判断资本的价值,有些金融资产价值如期权价值则完全决定于未来标的资产的价值。

投资总是现在付出的资本价值,而收益则是将来甚至是远期的收入,怎样以未来收入估计现在的价值,这里存在价值上的时间差问题。例如今年的100元等于明年的105元,或明年的100元等于今年的95元等等。应该区别两种不同的收益。一种是资本经营的收益,这种收益称为利润,收益率称为利润率,例如100元资本经过一年的经营获得20元利润,年利润率为20%,另一种是资本让渡使用权的收益,这种收益称为利息,收益率称为利息率。例如,100元贷出让渡一年的使用权,获得5元利息,年利息率为5%。在所有权和经营权分离的情况下,前一种收益归经营资本所有,后一种收益归生息资本所有。这里所讨论的属于后一种情况,这就是时间价值问题。

时间价值问题也可以理解为现在消费与将来消费的交流问题。一个人今年有收入,本来今年就可以消费,但他将一部分乃至全部收入储蓄起来,以交换明年的消费,这种经济行为称为贷出。另一方面,资金使用者为了获取更大的利润,愿意将未来的一部分收益交换一定时间的资本使用权。这种经济行为称为借入。这是从现值到终值的交换。它的交换价格就是利息率。例如将100元的现在消费交换为105元明年的消费,则交换价值(利息率)为:

$$\text{利息率} = \frac{105 - 100}{100} = 5\%$$

投资也可以是将未来的消费与现在消费进行交换,即从终值到现值的交

换。这种经济行为称为贴现。它的交换价格为贴现率。贴现率的意义是求恰当的现值,使得用贴现率为利息率计算的终值等于已知的终值。例如给定年终价值为 100 元,用 5% 的贴现率推算年初的现值,应为:

$$\text{年初现值} = \frac{100}{1 + 5\%} = 95.238(\text{元})$$

利息作为资金使用的回报,不但和借出的时间长短有关,而且和借出期间所承担的风险有关。所谓风险指收益遭受各种损失的可能性,也可以理解为实际获得的收益低于预期收益的可能性,例如,借贷信用风险、经营风险、政策风险以及自然灾害风险等等。有些投资风险大一些,有些投资风险小一些,通常资本收益率(包括利息率)等于无风险利率与风险溢价之和。

$$\text{资本收益率} = \text{无风险利率} + \text{风险溢价}$$

无风险利率指单纯由时间因素决定的收益率,风险溢价则是资本总收益率扣除无风险利率,由风险因素决定的收益率部分。有些金融产品的收益率是以时间因素为主导,如国库券的收益率可视为无风险的利率。有些金融产品的收益率则以风险因素为主导,如期权、期货的收益率中风险溢价占最大的比重。有些金融产品收益率则同时受时间和风险因素的影响,如股票、债券等的收益率除无风险利率外,还要求追加适当的风险溢价。由此可见,承担风险愈大的金融产品,收益率也相对高,不愿承担风险的金融产品,收益率也比较低。至于怎样测度风险,怎样计算风险溢价则是本书要进行研究的课题。

最后,投资估价和人们的投资理念存在密切的关系。一切投资都是在投资主体的投资理念支配下进行的。投资理念不同就有不同的投资战略,从而投资估价的地位,以及它所扮演的角色也就有很大的差别。在西方国家比较成熟的证券市场,可以归纳出如下几种投资理念流派,即学术分析流派、技术分析流派、心理分析流派和基本分析流派。

(1)学术分析流派。这一派的投资理念认为市场总是有效的,相信市场对信息的反应是及时而准确的,边际投资者能够迅速挖掘出市场的任何无效部分并使之消失。市场中能够长期存在无效部分都是由于市场摩擦,如交易费用、税收等造成的,它们不能通过套利行为来消除。任何试图通过挖掘市场无效部分而获利的行为都是徒劳的。持有这种投资理念的投资者主要持长期持有的投资战略,否定技术预测的可靠性,否定对投资时期的判断,而强调对投资对象的选择,强调购入后长期持有。

对于坚持市场有效性理念的投资者,相信市场价格就是公司价值的最优估计,在这里投资估价发挥着辅助的作用,估价的目标不再是判断公司的价值是否被高估还是低估,而在于找出当前市场价格所隐含的公司增长率和风险

程度。

(2)技术分析型流派。这一派的投资理念认为证券市场的价格和交易量反映了该证券的所有信息,证券价格的变化存在着趋势,如果条件相同,证券价格变化的形态将重复出现。因此他们所采取的投资战略是以证券价格和成交量来分析、预测证券价格的波动,并充分利用这种波动来获得收益。他们强调对投资时机的判断,强调对市场价格波动的预测和对市场波动的充分利用。在技术分析中,估价并不具有重要的意义,但技术分析人员也从各方面利用估价模型研究价格的变动趋势,例如通过估价模型来确定价格曲线中的支撑线和阻力线等等。

(3)心理分析流派。这一流派的投资理念是以心理分析为依据,强调对市场进行心理评价,并对市场主流观点进行反向操作,反对对市场价格进行预测。他们的战略理论基础是所谓的“逆向思维理论”,认为流行的观点经常被历史经验证明是错误的,因此投资者应该判明社会或市场的主流观点,并采取与主流观点相对立的行动方向。持心理分析投资理念的投资者无需进行投资估价。

(4)基本分析流派。这一派投资理念在西方国家证券市场占主导地位。基本分析流派投资者认为证券的价值决定其价格,证券的价格对价值的偏离能在合理的时间内得到修正,价格在价值的周围波动,最终要回归到价值。基本分析型投资战略强调证券价格与价值间偏离的调整。因此通过一定估价方法测定出证券的内在价值,对于该投资战略的运用便是至关重要的问题。由于在估价时对于证券内在价值的决定因素侧重点不同,这一流派战略又分为三个分支:价值投资战略、增长投资战略和国际化投资战略。

价值投资战略着重研究企业规模经营能力和资金经营能力,通过红利贴现模型、现金流贴现模型测度证券的内在价值,或通过有关比率,如市盈率、价格与账面价值比率来推估证券的内在价值,并与证券市场价格对比,寻找那些价值被低估或高估的证券,获得套利的机会。

增长投资战略是以“增长性”公司的证券为投资对象,分析人员对企业分析重点放在企业技术创新和管理能力的研究上,而不再像价值投资战略那样着重规模经营能力和资金经营能力研究。因此,增长投资战略的关键是评估企业的增长动力。

国际化投资战略认为国际化的证券投资比在一国本土的证券市场条件下,更有可能实现投资收益最大化的目标。这个投资理念是建立在以下两个统计论断的基础上:①不同国家间证券市场上价格波动的相关性要低于同一国家证券市场价格波动的相关程度;②不同国家证券市场发展的历史差异性,必然导致国际间投资更有可能获得更高投资效益。

显然,不论价值投资、增长投资还是国际化投资战略都需要合理的估价方法,这也是本书所要逐步研究的内容。

我国证券市场发展很快,但历史短,经验不足,市场的制度建设和监管水平仍属初级阶段。由于股票市场供求关系严重失衡,导致超级大户联手操纵,过度投机,公司股价与公司基本面脱节,股价的升降仅仅是伴随着筹码的集中和扩散过程而变动,股票市场的价值与价格的均衡体系并不明显,基本分析流派的价值评估方法长期未受重视。

1996~1997年,以四川长虹和深发展为代表的绩优高成长股引发出市场对静态市盈率为标准的相对价值定价法的认同,可以说是券商以理性投资理念引导市场的启蒙阶段,至少使券商的投资目标选择开始有了自己的判断标准。随着我国证券市场法制化和市场化的推进,特别是加入WTO后国内与国际市场接轨,以及以基金为代表的机构专业投资队伍壮大,以价值为基础的投资理念必将为越来越多的证券公司、基金管理公司等机构投资者和个人投资者所接受,投资价值评估在证券投资决策中将发挥不可替代的作用。

第三节 投资估价的市场环境

一、投资估价与市场效率

投资估价的目的在于参与市场,针对市场的变化,制订更切实可行的投资策略,争取获得更高的回报。投资估价不但要注意自己方法的好坏,而且更要注意识别市场环境。其中市场效率便是投资估价应用中必须弄清楚的问题。

可以从多方面理解市场效率的涵义。市场效率可以分为市场内在效率和市场外在效率。所谓内在效率指市场的交易营运的效率,从一笔交易所需支付的时间和交易费用表现出来,所需的时间和费用愈少,内在效率越高。市场的外在效率指市场对资源(资金)配置的效率,从资金是否优化配置到了绩优公司表现出来,绩优公司股价高,劣绩公司股价低等等。由于科学技术的进步,特别是电子信息技术,包括信息收集系统、信息处理系统、信息传输和信息发布系统的完备,使世界上不同市场内在效率的差异逐渐缩小。大家所关注的便是市场外在的效率,也是估价要重点讨论的焦点。

市场有效性就是市场价格对市场信息反映的有效性。以证券市场而论,当证券的有关信息很快在证券价格中得到反映,随着新的市场信息的出现,证券价格会迅速、准确地调整,并且其变化程度完全地反映所有市场新的信息,我们称这种市场为有效的市场。市场不会自动地变为有效,而是投资者为了获取超过市场平均水平的收益,而不断改变交易策略,实施新的投资方案,导致市场价格变动的结果。在现实市场中,可以设想投资者总是不断地收集有