

做一个聪明的投资者

邢伯春

当一个普通读者手捧一本会计学书籍时，可能心中会百感交集。会计那么乏味、复杂、琐碎而难以理解，怎么读得下去。但作为一个理性投资者，却又不得不对会计学做一些必要的研究，对繁杂纷乱的会计信息做出必要的分析判断，因为按照价值投资的一般原则，我们不是购买股票，而是购买了一家企业。这个原则提示我们，在购买股票时，我们并不是购买了一张证券，而是购买了对企业的权力，我们需要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。那么，如何才能掌握运用会计信息进行价值投资的理论依据和操作方法？美国哥伦比亚大学商学院教授斯蒂芬·彭曼(Stephen Penman)的研究给我们提供了一些启示。

2011年，彭曼撰写了《投资中最重要的事——股票估值与选股策略》(Accounting For Value)一书。在书中，他首先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。基于基本面分析的证券投资即价值投资认为，投资不仅是股票买卖，更要关注基于生产经营层面的公司价值；控制投资风险，格外注意避免出价过高；充分解读市场信息是非常必要的；投资于你所熟知的领域，避免跟风投机；切忌为被投资方的成长性出价过高；股票价格

终将回归由其基本面决定的公司价值。然而，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，从而使股票的价格等于其价值。其中包含的理性假设、效率市场、无套利理论都有一定的可取之处，但直到现在，我们仍没有找到完美的估值方法，其原因又何在？对此，彭曼给出了这样的解释：第一，现代金融理论没有系统地探讨人类对信息的处理过程。第二，现代金融理论使用的是相对价格定价法，定价非取决于企业的基本面。第三，资产定价模型等现代金融学等成果的失败可能是源自计量和实施的困难。因为这些模型都是建立在回避和推测的基础上的，没有区分事实和推测，必须通过处理信息降低不确定性。第四，金融学已经陷入了故弄玄虚的泥潭，“贴标签”现象严重，进而诱导投资者去推测。鉴于此，彭曼在书中将价值投资理念与现代金融理论融合起来，从而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。

在彭曼看来，理性的投资出自于理性的头脑。所以投资者更需要做到的是改进思维方式。例如，对于股票投资来说，精确计算公司的内在价值并不是必须的，投资者必须做的事情是确定股价是否合理。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

投资者的思维模式，从而决定是否接受这种思维模式。彭曼在书中即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，估值模型往往要求投资者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。对于这些，彭曼都给出了巧妙的解决方案。类似地，彭曼在书中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，彭曼提出的股票估值与选股策略的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。价值投资者应在全面分析能够解释企业价值的信息后才会动手去投资，然而企业信息常常是相当庞杂的，所以投资者必须掌握能够整合和归纳信息的方法，这就需要借助于会计技能。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。

中国资本市场建立几十年来获得了长足的发展，但仍很不成熟，其中一个重要原因就是投资的非理性化。相信彭曼的这一研究成果对于帮助中国投资者充分认识价值投资的真谛并进行理性投资是大有裨益的。■

(作者单位：中国人民大学出版社)

责任编辑 李卓