

区分股市赢家与输家

Separating Winners from Losers

投资于账面价值高于市场价值的股票未必一定是坏的投资建议

介绍 Joseph D. Piotroski 教授的研究成果

高账面/市场价值比(book-to-market)的公司往往财务状况较差，其表现为公司的股价低、业绩差。但相关的研究一再显示，以这些“价值”股组成的投资组合的回报既高于股市的整体回报，也高于低账面/市场价值比的“魅力”股组成的投资组合。

出现这一现象的原因是，一小批高账面/市场比股票的优异表现足以提高整个投资组合的平均业绩，从而弥补了大多数高账面/市场比股票的不佳表现。因此，如果能把表现优异的股票和表现不佳的股票区分开来，岂不是更好？芝加哥大学商学院的一位教授也正是这么想的。

芝加哥大学商学院会计学助理教授 Joseph D. Piotroski 猜想，只要使用简单的财务报表分析技巧对高账面/市场比股票的投资组合进行分析，就能把绩优股和绩差股区别开来。

Piotroski 教授认为，这种方法可以使“投资者在投资组合中只选择盈利预期最好的股票”，这样的投资组合，“其回报理应高于普通的高账面/市场比的投资组合。”

他在题为《价值投资——使用财务报表历史数据区分赢家和输家》的论文中阐述了他的研究结果，并证实了他的推断的正确性。一名高账面/市场比股票的投资者如果采用他的投资策略，其年均收益会增加 7.5%。而当 Piotroski 教授把他的投资策略应用于 20 年的时间段(1976-1996)时，他每年可获得 23%的投资回报。

如何预测未来

Piotroski 教授写道：“这一策略的成功，在于投资者有能力预测企业未来的盈利水平，而市场却没有这种预测能力。”他认为，市场对高账面/市场比股票的态度基于以下几个因素。

首先，某只股票历史表现不佳会使投资者对其未来表现的预期过分悲观，从而导致该股票的市场价格暂时偏低。其次，这样的股票被投资者忽视：市场分析师通常不跟踪高账面/市场比的股票，很多投资者也对它们没有兴趣。分析师和投资者青睐低账面/市场比、拥有强劲上涨动量的“魅力”股。所以分析师通常不对高账面/市场比的股票提供盈利预测和选股推荐。最后，由于高账面/市场比股票近期表现不佳，它们既缺乏非正式的消息发布渠道，对未来业绩的主动批示

又缺乏可信度。

既然如此，Piotroski 教授是如何预测这些公司的未来业绩的呢？答案就在它们的财务报表之中。由于高账面/市场比的公司都面临财务困境，所以对它们的评估应该集中在一些基本的近期经济指标上，如杠杆比率(leverage)、资产变现率、现金流充足率和收益增长率等。对于这些公司，财务报告是反映其财务状况的最可信、也是最容易得到的信息来源。

其他学者曾经使用会计资料和市场数据预测公司的未来盈利和回报。Piotroski 教授相信，这些研究尽管成功，但却不无局限，因为其他学者在研究时使用了“复杂的研究方法和大量的历史信息”。相形之下，他的研究策略不但简单易懂，而且便于财务分析师和投资者采用。

相关的计算

Piotroski 教授没有检查特定的财务信号和未来回报之间的关系，而是建立了一个基于公司整体财务状况好坏的投资组合，称为 F_SCORE。他选择了九种基本财务信号来衡量每家公司财务状况的各个方面。

基于不同信号的实现方式，他规定用 1 作为公司业绩“好”的信号，用 0 作为“坏”的信号。这些信号数值的总和大小从 0 到 9，是公司整体的基本信号。这 9 种信号数值衡量一家公司财务状况的三个方向：收益率、财务杠杆率/资产变现率和运作效率。数值越高，公司未来获得正回报率的可能性也就越大。

测量收益率时，Piotroski 教授假设，如果公司的现金流量或净利润为正值，就意味着公司有能力从日常经营中获得资金。同样，呈正数的收益增长率说明公司未来获得现金流量的能力增强，而如果现金流量大于净利润，就说明公司的主要所得不是来自非现金项目的增值。

第二组信号衡量公司信贷风险的变化情况。Piotroski 教授写道：“因为大多数高账面/市场比的公司都面临财务困难，所以我假设财务风险的坏信号包括：杠杆率上升，资产变现率下降以及向外界融资。”

杠杆率是公司长期总负债和平均总资产比率的历史变化额，资产变现率则是指流动资产和流动负债比率的变化额。杠杆率增加代表长期偿付能力增强，资产变现率提高说明公司解决流动负债的能力增强。

最后，Piotroski 教授还假设提高股东权益是个坏信号，因为它显示公司需要运用外界的融资来支持其经营和投资。

最后的两个信号用于衡量公司运营效率的变化。第 8 个信号衡量公司毛利率的变化。Piotroski 教授认为，毛利率的提高是个积极的信号，表明要素成本有显著改善，库存成本降低，或是公司产品的售价提高。

第 9 个信号衡量公司资产周转率的变化。资产周转率提高意味着公司运营效率更高或市场销售需求增加，从而导致单位资产的生产力上升。

Piotroski 教授承认，这些经营业绩信号不一定是最佳的衡量方法，它们只是一套用于估计公司经济状况的测量工具而已。

他说：“这些信号不是‘最佳’的意思，是指它们不是通过一套数学模型或一个数学公式计算出来的，而是一套凭直觉得来的衡量公司业绩的标准。”此外，无论使用它们衡量一家公司还是一个投资组合里的所有公司，都是轻而易举。但最重要的是，Piotroski 教授的研究结果证明，这些衡量标准的确行之有效。

测试理论的正确性

为了开展研究，Piotroski 教授需要大量的数据。他使用的是 COMPUSTAT 标准普尔上市公司财务信息数据库。他先找出从 1976 年到 1996 年每年都有足够数据可以计算账面/市场比的公司，然后根据其账面/市场比将这些公司分为五组，结果发现，头一组公司的平均账面/市场比为 2.444，市值为 1 亿 8850 万。这些公司的经营业绩都很差，而且与之相吻合的是，它们的净利润、毛利润和资产变现率都下降，而杠杆比率却上升。

Piotroski 教授在最后的取样中只保留了五组中头一组的公司，因为这些公司的财务报表信息比较周全，用这些信息足够计算所有 9 个信号值。这样筛选下来的高账面/市场比的公司共计 14,043 家。然后 Piotroski 教授计算了每家公司的总 F_SCORE 信号值，结果，共有 396 家公司的总信号值为 0 或 1，说明这些公司的预期股票表现最差，而有 1,448 家公司的总信号值为 8 或 9，说明这些公司的预期股票表现最好。

他的计算结果证实了他的直觉判断。尽管所有高账面/市场比的公司投资组合建立后一年内的整体绝对回报率为 5.9%，但其中超过半数股票的实际收益绝对值为负数。用上述的基本信号把这些公司分组后，Piotroski 发现，总体信号最低的股票一年的绝对收益率为 -9.6%。与此相反，总体信号最高的股票一年的绝对收益率为 13.4%，比整体的高账面/市场比股票的投资组合高出 7.5%，比信号最低的股票高出 23%。

他还发现，这些高收益率赢家中的大多数股票换手率都很低，也没有分析师进行跟踪。进一步的分析结果表明，Piotroski 的投资策略最适用于中小规模、交易量稀少、缺乏分析师跟踪的公司。此外，该策略的成功似乎并不是依靠单纯购买股价低的公司股票。

另一项值得注意的发现是，低收益率公司被摘牌的可能性是高收益率公司的五倍多。Piotroski 教授写道：“这一结果令人感到惊讶。因为所观察到的股票回报和相关的财务表现特征不符合人们对风险的一般认识。”人们通常认为风险较高的公司应拥有更高的回报率。然而现有的证据似乎表明，市场对于高账面/市场比公司财务报表中的好消息反应比较迟钝。

最后，Piotroski 还找到其它证据，证明市场对先前财务报表信息的反应不够有力，尤其要指明的是，在这些信号值和市场对下一季度报表的反应之间有肯定的联系。高信号值的公司在下一季度报表公布期间平均上涨 5%，而低信号值的公司则在同一期间上涨不到 1%。

Piotroski 教授计划继续研究是否能利用财务报表的分析技巧来解释影响公司获利能力的因素以及如何量化公司的风险。此外，他还打算继续检验金融市场是如何解释和评估公司的经营数据的。同时他也表示，只要分析师和投资者能仔细分析公司财务报表中包含的信息，尤其是那些不为人所注意的公司信息，他们就能成为股市上的赢家。

Joseph D. Piotroski 是芝加哥大学商学院会计学助理教授。他的研究论文《价值投资——使用财务报表历史数据区分赢家和输家》获得了芝加哥大学商学院 2000-2001 年度 Ernest R. Wish 会计学研究奖。