

投资分析偏差与投资项目的后续分析

刘 宏

(桂林电子科技大学管理学院 广西桂林 541004)

【摘要】 在投资前一般需要对投资项目进行可行性分析,但在项目实施后由于种种原因实际结果与投资前所作的分析往往存在不同程度的偏差。本文分析了产生投资分析偏差的几个主要原因,并通过举例说明了如何进行投资项目的后续分析以及如何根据后续分析的结论进行相应的决策。

【关键词】 投资 分析 偏差

在投资某个项目之前我们应该对该投资项目进行可行性分析。由于各种原因往往会出现可行性分析中的预测数据与投资后的实际情况不相符合的情况,严重的偏差还会导致投资决策失败。

一、产生投资分析偏差的几个主要原因

1. 错误理解现金流量导致的偏差。进行投资分析时最主要的工作是对该投资项目所产生的现金流量进行预测和分析。所谓的现金流量,在投资中是指一个投资项目引起的投资者现金支出和现金收入的增加量,包括现金流出量、现金流入量和净现金流量三个部分。在现金流量分析中,很多情况下现金流量都被错误地估计了,其原因往往是对现金流量理解上的错误。例如,在对投资项目现金流出量的分析中,一些投资者往往忽视投资项目给其营运资本变动带来的影响,从而导致在投资项目实施时出现财务上的问题。

2. 忽视投资项目对企业总现金流量的影响导致的偏差。在确定投资方案的相关现金流量时,应遵循的原则是:只有增量现金流量才是与投资项目相关的现金流量,即采纳某个投资方案所引起的现金流量的增加才是该投资项目产生的现金流量。例如,当我们分析一个投资方案时,应考虑该方案的实施是否会给企业的相关部门造成影响。当采纳一个方案会对企业相关部门的业绩产生不利的影响时,应该将这个方案产生的现金流入量减去其因给相关部门造成不利影响而导致的现金流入量的减少部分,才是这个方案产生的净现金流量。如果不考虑这个因素,将有可能导致投资决策失败。

3. 没有考虑税后现金流量导致的偏差。由于所得税因素的影响,企业所获得的营业收入有一部分会流出企业,企业得到的只是税后收入部分,即税后收入=收入 \times (1-所得税税率)。相反,企业的成本费用由于所得税因素的影响实际上比名义支出的要少些,即税后成本=付现成本 \times (1-所得税税率)。另外,固定资产可以计提折旧,从而减少企业的利润,即有着“税收挡板”的效用。我们在研究企业现金流量的时候应考虑这几个因素的影响,我们称这种现金流量为营业现金流量,即营业现金流量=收入 \times (1-所得税税率)-付现成

本 \times (1-所得税税率)+折旧 \times 所得税税率。如果我们在进行投资分析时不考虑税收因素,则可能导致投资决策失败。

4. 对投资项目存在的风险估计错误导致的偏差。风险与收益应该是对等的,一个投资项目如果风险很大,则投资者会希望该项投资能给其带来高收益,在分析这个投资项目时,投资者往往会调高贴现率来计算净现值。但在实际工作中,收益与风险对等的原则常常会被违背。

5. 现金流量估计偏差。在对一个投资项目的分析中,由于预测值都是在一定的假设条件下估计出来的,难免会出现估计偏差。例如,对一个投资项目未来若干年所产生的现金流量的估计值要根据一定条件计算出来,当这个条件与实际情况不符时,估计值就会出现偏差。预测的期间越长,这个估计值往往与实际值相差越大。

二、对投资项目的后续分析

1. 对投资项目的实施情况进行分析和评价。对投资项目实施情况的分析和评价主要是通过比较实际业绩与预测业绩来进行的。通常有两种方法:一种是绝对值对比法,即将实际业绩与预测业绩的总量进行比较,如果存在差异,甚至差异很大,则应该分析原因,以便采取相应的措施解决投资项目实施中存在的问题;另一种方法是将投资项目的实际回报率与期望回报率或投资者所要求的最低回报率进行比较,看该项目是增加了企业的价值还是侵蚀了企业的价值。在实际工作中,我们可以将两种方法结合使用。

例1: X公司在2002年年初投资了一个项目,当时预计该项目投资年限为10年, X公司所要求的必要投资回报率为12%。表1列出的是X公司在投资前对该项目的现金流量情况所作的一个预测。

从投资前的初始投资分析来看,该投资项目是可行的,以X公司所要求的12%的必要投资回报率来计算,该投资项目的净现值为49 982元。但实际运营中,该投资项目的现金流量状况并不理想,截至2006年12月底,除2002年以外,其余四年的实际净现金流量均低于预测值,见表2。

根据X公司该投资项目实际运营中的有关数据,可计算

表 1 投资项目的现金流量预测表 单位:元

年份	预测净现金流量	净现金流量现值	累计净现金流量现值
2002	-950 000	-950 000	-950 000
2003	100 000	89 286	-860 714
2004	125 000	99 649	-761 065
2005	138 000	98 226	-662 839
2006	150 000	95 328	-567 511
2007	172 500	97 881	-469 630
2008	215 600	109 230	-360 400
2009	263 060	118 995	-241 405
2010	342 000	138 128	-103 277
2011	425 000	153 259	49 982

表 2 投资项目前五年实际净现金流量与预测值比较 单位:元

年份	预测净现金流量	实际净现金流量	实际值与预测值的差异	预测误差
2002	-950 000	-945 000	5 000	0.5%
2003	100 000	88 000	-12 000	-12%
2004	125 000	106 000	-19 000	-15.2%
2005	138 000	119 000	-19 000	-13.8%
2006	150 000	126 000	-24 000	-16%

出该项投资2002~2006年各年的会计投资收益率和现金流量资本收益率,见表3。

表 3 投资项目收益率情况表 单位:元

年份	投资期初账面价值	会计利润	会计投资收益率	现金流量资本收益率
2002	900 000	-45 000	-5%	-4.46%
2003	855 000	5 000	0.58%	7.79%
2004	770 000	18 000	2.34%	8.38%
2005	698 000	32 000	4.58%	8.40%
2006	640 000	43 000	6.72%	7.94%
平均值			1.84%	5.61%

从表2和表3可以看出,除2002年以外,X公司该项投资在运营期间的实际净现金流量均低于预测值,且预测误差随着时间的推移有增大的趋势。由于净现金流量实际值低于预测值,且误差比较大,导致该投资项目前五年的收益率情况很不理想,平均会计投资收益率为1.84%,平均现金流量资本收益率也只有5.61%,这样的投资回报率远低于投资者所要求的必要投资回报率。为此,X公司应该对该项投资决策进行检讨,找出投资分析偏差产生的原因,以便为下一步的决策提供依据。

2. 对投资项目的未来运营情况进行预测和分析。对投资项目的未来运营情况进行预测和分析是投资项目后续分析中另一项重要的工作。在对投资项目未来运营情况进行预测和

分析时,应该在对投资项目实施以来的情况进行分析和评价的基础上进行,即以投资项目实施以来已经取得的信息为基础对其未来净现金流量情况进行预测和分析,以判断应该继续还是中止经营该投资项目。一般来说,根据对投资项目未来的净现金流量现值预测的不同情况,可以分别做出以下几种不同的决策:①如果预计该投资项目未来净现金流量现值为负值,则应该做出剥离或中止的决策,停止实施该投资项目;②虽然预计投资项目未来净现金流量现值为正值,但其小于当前中止该投资项目所能得到的残值收入,则该投资项目应该被中止;③当该投资项目未来净现金流量现值为正值,但第三方收购价大于未来净现金流量现值,则应该将该投资项目出售给第三方;④当该投资项目未来净现金流量现值为正值,而第三方收购价小于未来净现金流量现值,则应该继续实施该投资项目。

例2:在例1中,从对投资项目的分析来看,其实际业绩与预期值相差很远,且从这几年的实施情况分析,其收益率远低于投资者所要求的必要投资回报率,X公司面临继续经营还是中止经营的问题。恰好此时P公司对该投资项目感兴趣,并愿意以650 000元的价格购买其全部产权。X公司是应该中止经营该投资项目将其出售给P公司还是继续经营下去,这要先对该投资项目预计未来净现金流量的现值情况进行分析。

根据目前的市场情况,X公司对该投资项目剩余五年中的现金流量预测情况进行了调整,具体见表4(对该投资项目净现金流量现值进行估算时仍然取12%的折现率):

表 4 投资项目的现金流量预测调整表 单位:元

年份	预测净现金流量	净现金流量现值	累计净现金流量现值
2007	152 000	135 714	135 714
2008	182 500	145 488	281 202
2009	223 000	158 727	439 929
2010	272 500	173 179	613 108
2011	305 000	173 065	786 173

根据预测,该投资项目在未来五年中可为X公司带来约1 135 000元的净现金流量,折算成现值为786 173元。由于该投资项目在未来五年中可带来的净现金流量现值大于P公司给出的650 000元的购买价,所以X公司应该继续经营该投资项目。除非该投资项目可变现价值高于786 173元,否则都应该继续经营下去。

主要参考文献

1. 爱斯华斯·达莫德伦.公司财务——理论与实务.北京:中国人民大学出版社,2001
2. 杨显英,邓德军,秦少卿等.财务分析理论与实务.上海:立信会计出版社,2006
3. 中国注册会计师协会.财务成本管理.北京:经济科学出版社,2006