



我国 A 股市场估值体系构建研究

陈游

(湖州职业技术学院 浙江湖州 313000)

【摘要】 2008年,我国沪深股市的连续大跌使我国A股市场估值体系成了人们关注的问题。本文分析了我国以市盈率为主的相对价值法估值体系的弊端,指出要重建A股市场估值体系,不是在市盈率上向国外看齐,而是要在投资理念、估值方法上与国际接轨。

【关键词】 投资理念 估值方法 市盈率 相对价值法

2008年11月份,我国股市上证综合指数一度由2007年最高6120多点跌进1660多点,使人们对我国A股市场的估值体系产生了疑惑。究竟应如何看待我国A股市场的估值体系?本文专就投资理念和估值方法谈些看法。

一、股票市场估值体系的国际比较

1. 我国估值体系的理论与实践:相对价值法占据主导地位。股权分置改革之前,我国股市的估值体系构建在以“经济高增长的封闭市场、三分之二的股票不流通、股票发行实行审批制”为主轴的三维坐标系中。在这种估值体系下,投资者普遍遵循的投资法则是相对价值估值原理,股票的定价主要受供求关系影响。按照相对价值估值原理,股票的定价主要是基于不同股票的横向比较,如此,在一轮上涨的行情中,股价将螺旋式上涨;在一轮下跌行情中,股价将螺旋式下跌。因此,如果没有外力的作用,按内在机理,市场的主要运行趋势在逻辑上就只能是持续上涨或持续下跌;持续上涨与持续下跌之间的拐点则是受政府这只无形之手对市场供求关系调整的影响,投资者因此对政策产生了严重的路径依赖。

随着机构投资者力量的壮大,特别是高举价值投资大旗的基金规模的快速扩张,市场的估值体系已缓慢地开始了嬗变,比如宏观经济运行态势在股市估值体系中的权重越来越大。然而我国加入世贸组织后,资本市场与国际接轨的舆论以及让利启动的股权分置改革带来的巨大供给等,彻底打破了早期的估值体系嬗变格局,估值体系在阵痛中开始突变,投资者不再相信旧的估值体系,但新的估值体系是什么呢?至少目前没有任何一种估值理念得到证券市场的普遍认可,由此市场陷于因估值体系紊乱而产生的迷乱之中,并因此走出了一年多的下降之路。可喜的是,2009年伊始,我国股市连连飘红。或许市场经过剧烈的阵痛之后,与市场实际相吻合的、指导股票定价的新估值体系最终得以建立。

2. 海外股市估值的实践说明,国际上不存在统一的估值标准。这可以从以下三个方面来看:

第一,海外股市历史和现状说明,不同市场具有完全不同的市盈率水平。2001年以来,美国、日本股市平均市盈率水平

为22倍、韩国为9倍、香港地区为16倍、台湾地区为17倍、香港地区H股为13倍。美国、日本在上世纪九十年代后期,市盈率水平也有较大差异,美国平均22倍、日本平均42倍。由此可见,横向对比不同市场的估值水平缺乏实践依据。

第二,单一市场的市盈率历史差异也很大,不存在法定的合理标准。我国股市尚属新兴市场的范畴,因此,可以将新兴市场的估值水平作为主要的参考标准。而各个国家、地区股市的估值水平也不是恒定不变的,在不同的历史阶段,最高和最低的估值水平差别很大。1996年以来,美国股市最具代表性的道·琼斯指数市盈率1998年高达28.8倍,而最低点为1996年的16.5倍。日本股市市盈率历史差异更大,剔除异常因素,1996年以来,日经225指数市盈率最高为1996年初的58倍,最低为2005年的13倍,两者相差达到4倍以上。

第三,海外不同国家和地区股市行业构成存在较大的差别,不存在跨市场使用相对价值法的共同基础。美国股市的服务业、信息技术、个人消费和休闲类上市公司比例较大。日本股市电子设备、医药、零售、贸易、服务等行业上市公司市值较大。而香港地区市场金融业市值高达38%、服务业市值22%。对比我国A股市场,传统的石化、电力、钢铁、机械、化工、公路等行业占据较大的比例,与美国、日本股市的上市公司行业结构完全不同,具有鲜明的中国经济结构特点。

由此可见,国际上不存在一个统一的估值标准,所以不能简单地选择某一个海外市场的估值水平为标准,作为判别我国A股市场估值是否合理的依据。

二、建立 A 股市场科学合理的估值理念

1. 要正确使用估值方法,不能简单地拿国外的估值方法为我所用。很多人在讨论如何看待沪深股市的市盈率水平时总是拿成熟市场尤其是道·琼斯指数作比较。国际市场一体化和我国日益提高的市场开放度成为向成熟股市看齐的主要依据,这一讨论关注的只是表面现象,忽视了投资者价值评价行为的丰富内涵。现代微观金融理论提出企业所有权价值应该是未来预期收入的现值,预期收入越高其现值就越高。市盈率、价值投资法实际上就是运用了这一原理。然而投资者所考

虑的因素绝不限于公司预期收入的贴现,定价的依据包括多种因素。在新兴的我国股市,投资者所考虑的因素既不同于也远远多于成熟市场。国有股的锁定、对市场操纵行为的纵容等客观上提升了市场的价格水平,传统的定价依据不再灵验。以基金为代表的机构投资者开始倡导价值投资理念,而贴现估值法往往由于上市公司的非理性行为导致投资者的预期落空。如随意性很大的扩容节奏随时可能改变绩优公司股票供求关系,大量的替代品必然降低现有蓝筹股的价格水平。因此,要使我国股票市场的价格水平趋于公平合理,关键在于保障供求双方的对等权利,并通过制度建设降低市场相关各方行为的不确定性。目前困扰投资者的主要是对政策总体预期的不明朗,特别是对扩容和全流通问题的预期非常模糊。只有管理层有效解决这一问题,投资者才可能找到适合我国上市公司特点、稳定的定价方法。

2. 合理运用估值方法必须考虑宏观经济环境的差异。我国经济已经进入了新一轮景气增长周期,城市化和工业化是此轮经济增长的原动力。股票市场是国民经济的晴雨表,然而这一规律似乎正在被我国的资本市场所打破:A股市场与宏观经济背道而驰,股指屡创新低,市场处于低迷状态。我国宏观经济的持续快速发展是建立在以高资源消耗为显著特征的粗放式投资基础之上的,资源配置缺乏效率,企业难以形成内生的可持续发展模式,难以产生持续稳定增长的现金流回报,导致了我国A股市场和宏观经济背道而驰。

市盈率作为估值标准的理论前提就是一价定律。一价定律认为,在竞争性的市场上,如果两项资产是等值的,它们的市场价格应倾向于一致,否则就会产生套利,而套利的结果会导致等值资产价格不一致。一价定律被认为是金融市场上的基准点或收支平衡点,是衡量一项金融资产是公正地估价还是高估或低估的判断标准。然而在我国资本市场国际化进程的初期一价定律标准所起的作用并不明显。这是因为:首先,由于人民币不可完全自由兑换、资本输入限制以及其他金融管制政策的存在,投资者面对的并不是一个完善的资本市场,即使是在减少交易成本和税收的条件下,金融资产在全球主要资本市场和我国A股市场之间的套利机制仍不完善,一价定律难以发挥作用。其次,我国股市市盈率的内在结构差异很大,市盈率的业绩特征、规模特征、行业特征十分明显。一是由于业绩差异,绩差股的市盈率推高了市场整体市盈率;二是股权分置拉升了市场整体市盈率;三是市盈率具有明显的行业特征,通信、零售、社会服务、食品等行业市盈率较高,而采掘、电力、黑色金属等行业市盈率较低。

3. 合理估值还必须考虑不同国家的行业结构差异。世界上不存在股价水平完全一致的两个证券市场。由于经济基础、市场基础、投资成本以及投资偏好等方面的差异,国内证券市场的市盈率水平以及股价的结构并不见得一定要和哪个证券市场相一致。和美国等成熟资本市场相比,我国证券市场还存在一定的差异,主要体现在以下两个方面:

(1)经济基础不一样。美国成熟的市场经济体系经历了一个多世纪的发展,其经济整体运行的格局已经相对稳定,不同

行业之间所表现出来的周期特征也较为明显。同时,长时间的市场化竞争使得美国各个行业之间的竞争格局基本达到均衡,公司经营理念的不断成熟使得其盈利的波动性以及抵御风险的能力大大增强,那些在美国已经是进入衰退周期的夕阳行业,可能在我国正处于成长阶段。行业周期性和经济结构上的差异,使得两个市场的估值水平不可能完全一致,即使是不同市场上的基本面、盈利能力、成长性和风险特性等因素完全一致的两家公司,其估值水平也不一定完全一致。

(2)市场的机会成本不一样。根据现代所流行的公司价值评估理念,企业的价值与企业未来所取得的净现金流以及资金成本相关。抛开公司成长性不同所导致未来能够取得的净现金流存在的差异不说,仅仅从无风险利率、替代性投资品种和渠道来看,我国证券市场与美国等成熟资本市场的投资机会成本就存在着很大的差异,投资者对于投资回报的要求也不一样,从而带来了两个市场估值水平的不一致。

4. 接轨的应是投资理念、估值方法。国际化进程给我国证券市场带来的并不是市盈率与国际成熟资本市场的简单接轨。随着A股市场开放、资本在不同市场的自由流动以及投资群体的多元化程度不断提高,不同证券市场的投资理念和估值方法必将逐步走向趋同和融合。因此,作为A股市场走向国际化的一个结果将是估值方法和标准逐步与国际市场接轨,国内投资者的投资理念将会不断成熟。

但投资理念、价值评估标准和方法的趋同,并不意味着我国A股市场与国际成熟资本市场在股价和波动幅度方面的简单趋同。我国A股市场与国际证券市场接轨的应是市场估值的方法和标准,是国内投资者的投资理念不断成熟。我们要着力做好的工作是,通过引入成熟市场的价值评估标准和方法,结合我国证券市场自身的特性来构建属于本土市场的定价准则,并以此对我国证券市场的股价结构进行重新构建,而不应该是市盈率水平的简单趋同。

我国的大部分投资者并不全面了解国外资本市场的投资理念和定价方式,谈到接轨,就知道市盈率,只是想当然地认为国外的肯定更低,事实上即使按照国外成熟资本市场的标准,我国股票的市场定价也已经很低了。从我国证券市场2008年最末一个交易日A股的平均市盈率来看,已低于同期法国、日本等国的平均市盈率,部分行业低于美国、亚太地区的平均市盈率。当然,这种情况不会长期继续下去,随着我国经济越来越全球化、国际竞争力不断提高,我国市场经济地位最终会得到承认,低估我国企业的境外投资者还会错过分享我国经济增长成果的机会。因此,一方面我国应该接受国际化的投资理念,另一方面也不能完全丧失自我,而应该寻求国际化投资理念与本土实际情况的有机结合。

主要参考文献

1. 高山. 市场估值体系紊乱局面亟待扭转. 上海证券报, 2008-04-03
2. 杜丽虹. A股估值的国际比较: 1300点的中国股市何去何从. 新财经, 2004; 11
3. 刘文艺. A股估值向谁看齐. 上海证券报, 2004-11-02