

合理的市场估值不是由一种声音或者一股本力量所能决定的,它包含着一个国家从经济到文化以及市场本身方方面面的综合因素,应该由整个市场的智慧和资源所共同决定,其中本土投资者应具备足够的自信和能力来发挥应有作用,而任何缘木求鱼、生搬硬套的做法都只会带来市场扭曲和风险放大

树立科学估值观刻不容缓

□ 巨田证券研究所 姚欣东 唐凌昆

本文所称的全市场估值即指中国股市的整体估值水平,也是近期引起业界争鸣的话题。当前市场估值实践中表现出一种盲从的倾向,很大程度上来自于对全市场估值的困惑。我们认为,树立科学的估值观刻不容缓。

股票作为一种金融资产虽然从根本上依附于上市公司实体,但金融资产的投资价值除了实体本身的价值之外,还蕴涵了种种预期下的经过风险收益权衡后的虚拟价值,由于影响因素众多使预期本身存在着较大的不确定性,绝大部分时间还受到主观情绪的影响。股市与生俱来的波动性正是反映了这一点,即使成熟股市也存在较大的波动性本身说明了估值是在不断动态变化的。我们认为对于一个完整市场的估值应该是市场参与者不同思想碰撞的结果,能够融合一个市场各种特征从而最接近对这个市场合理预期的思想才是估值的基础。

目前困扰中国股市估值实践并形成广泛争议的问题主要集中在以下几个方面,如何正确认识这些问题,对于树立科学的估值观进而准确地合理地判断市场估值水平具有十分现实意义。我们的基本看法如下:

第一、中国股市的国际化进程不能简单等同于估值水平的国际接轨。

2001年6月中国股市开始了长达四年多至今仍未结束的向下调整,被市场所公认的原因是在经济全球化背景下,股市开放所必须经历的国际化进程,这个进程究竟带给中国股市什么?令人感受最深的当然是投机泡沫的破灭,根据可比样本统计,目前沪深两市的流通市值规模仅为最高值的53.9%,市场平均股价从13.63元缩水至5.89元,平均市盈率值由66.98倍下降到22.62倍,这是一个方面。在付出沉重代价的同时市场环境也发生了根本性的变化,公募基金规模不断壮大,理性的价值投资取代了投机式博弈,以集中控股为代表的庄股盈利模式退出历史舞台,上市公司造假合谋行为不断曝光,上市公司治理和信息披露要求日益严格,市场秩序秩序按照合理价值进行重塑等等,都显示出国际化是一个多层次的进程,归纳起来是一个双向进程,一方面市盈率水平的不断下降并向国际靠拢,是一个降价过程;另一方面股市投资环境不断良性发展,市场透明度和市场信誉在不断提高,是一个股市投资性能提高的过程。因此中国股市的国际化进程显然不单指估值水平的国际接轨,我们认为更为重要的是投资环境的国际接轨,这里面十分重要的是市场的制度设计与执行,即“游戏规则”的接轨。

第二、中国股市全市场估值不应盲目照搬

别国的估值标准。

明显的事实是全球主要股市的估值标准都不尽相同,成份股指数平均市盈率高的三十多倍,低的十几倍,中国股市估值水平向国际接轨只是站在三年前的历史角度看到的一个方向,而并没有明确的接轨标准。假设把相对估值体系放诸全球视野,那么在全市场估值之上还应存在一个全球估值标准。从不同层次的对应情况来看,全市场估值之下的类别资产估值应该根据类别资产之间的差异进行,那么不同市场间的相对估值就应当在全球估值标准下根据不同市场间的差异进行。首先,我们缺乏这样一个全球估值标准,全球估值水平只能由全球不同市场的实际估值水平反过来决定;其次,不同市场间肯定存在差异,因而不同市场间也不可能存在同一的估值标准。不同国家的经济增长率、生产效率、资源禀赋、经济增长方式、国家信用、货币政策、汇率水平等诸多因素差别巨大,因此估值标准不可能统一。

我们简单审视一下中国经济的情况:其一,中国的经济增长率处于全球领先地位,未来仍具有强劲的驱动力;其二,虽然目前的经济效益尚不理想,但有数据显示近年来上市公司的净利润正在不断上升,并与经济增长的相关性日益显著,同时宏观调控根本上致力于改变经济增长方式以提高经济效益;其三,中国的高储蓄率决定了资本供求关系,资本成本相对较低;其四,我们前面已经提到,中国股市的国际化进程不断降低着整个股市的投资风险,相应地风险折价应当降低;其五,人民币汇率的实际贬值也降低了国际投资成本,未来汇率的上升趋势将提高股市的潜在收益率。

我们探讨这个问题的目的是为了引示中国股市的估值应该具有中国特色,不能盲目照搬别国的估值标准,并强调预期对估值的重要影响,对此后文还将有所探讨。

第三、中国股票在国内外市场存在价格差异是正常现象。

中国上市公司的跨市场发行及交易似乎成为中国股市估值无法跨越的一道坎,A-H、A-N定价模式也很自然地成为估值接轨论最有力的依据,对此业界的有识之士进行了最激烈的交锋。那么同一股票在不同国别市场上究竟应不应该同价?如果是完全同价的,那么其惟一的差别将是 by 汇率引起的,只有两国间汇率变化才能导致价格的相对变化。我们先对比一下有形商品,大多数情况下,同一有形商品在世界不同市场上的价格是不同的,关税、商品运输成本、消费者的偏好和购买力的差异都将引起价

格差异。股票作为投资品,价格决定于投资回报的价值,投资回报是有相对成本的,这个成本包含了无风险成本和风险成本,不同市场投资成本是不同的,自然会引起投资回报率要求的不同,进而引起价格差异;同时不同市场投资者的投资偏好也有差异,一样会引起同一股票的价格不同。在国际资本市场上,即使资本完全自由流动,国内投资成本与国际投资成本即使相差很大,国内资本也无法公开越境购买股票,这种水坝效应导致同一股票在国际上的定价低于国内,现在的问题是市场看到了资本自由流动这一未来趋势,于是惊恐于当水坝消失之后会发生什么?我们认为即使水坝消失之后,国内价格也不会无条件地向国际低价靠拢,也有可能产生国际价格向国内高价靠拢现象。

解释其中原因,我们首先要理解国际低价的产生,受地域、文化、制度环境等多方面条件的影响,国际投资者对国内上市公司的了解受到局限,投资国内上市公司时缺乏足够的认知能力和信息渠道,尤其对于禀赋着浓郁文化色彩的企业战略和经营模式更是难以在掌握,这就导致国际投资者投资国内股票面临较大的投资风险或者需要投入很大的调研和认知成本,再加上国家风险这是形成国际低价的根本原因。当水坝消失后,国内资本可以向国际自由流动,国内资本首先会涌入国际低价的国内股票,因为国内资本对本土上市公司的认知成本或者投资风险要比国际投资者小得多,这种投资类似套利,认知成本差就是套利空间。

同时,国内资本也不会盲目投资国际股票,因为面临同样的认知成本或风险。这样,只要国内投资者认为国内股票的定价是合理的,就有足够的动力将国际低价推升到与国内价格接近的位置,价差就只剩下不同市场无风险成本的差异和国家风险所决定的那部分,因此,中国股票的最终价格应该由最了解它的国内投资者来决定,价格是否合理也不取决于是否存在国际低价,只要国内价格合理就不会因为国际低价的存在而改变,改变的只能是国际低价。目前已经有很多实证可以证明,比如部分H股价格通过大幅拉升向A股靠拢,而A股价格并未出现下跌,又比如海外上市的部分网络股原本长时间处于低价水平,直到国内资本进入后出现了大幅上涨等等。

第四、股权分置应当成为中国股市估值中

的溢价因素。

股权分置是中国股市遗留下来的根源性制度问题,在其彻底解决之前可以看作是一种有存续期的中国特色,存续期内其对市场估值必然产生影响而且不应被忽视。目前以流通股的估值水平与国际接轨从根本上割裂了股权分置与市场估值之间的内在关联,因此,有必要对股权分置的影响进行重新审视和理解。

以股权分置为制度基础的中国证券市场在短短14年间走过了发达国家初创证券市场三、五十年的路。然而这个奇迹的创造不是没有代价的,股权分置制度事实上是非流通股股东与流通股股东达成的一个约定,即未来这个市场上所有的融资活动和投资活动的价值判断都是建立在非流通股放弃流通权这样一个预期条件下的。流通股股东在IPO时以高溢价获得流通股的内在含义是用一部分收益权(其实还包括公司经营参与权和剩余资产分配权)来补偿非流通股所放弃的流通权,而再融资过程中的高溢价发行同样也是在进行这样的权利交换。已经有充分的数据表明,经过十几年的积累,非流通股所得到的收益补偿数倍于其常规收益所得,而流通股却因为收益权被转移掉了收益能力自然下降。

目前全市场估值的主要依据就是流通股的收益能力,如果不考虑虚股权分置而以全流通作为估值的预期条件,实际上是 with 最初的预期条件相违背的,主观上造成了预期混乱。正确的全流通逻辑应当是非流通股在获得流通权时给予流通股股东一定的补偿,补偿在量上应等于流通股历史上给予非流通股股东的补偿。从这个意义上说,流通股就是含有被补偿权的含股权。值得注意的是,近期国家发布实施《关于加强社会公众股股东权益保护的若干规定》其实就是非流通股东开始就公司经营参与权对流通股东进行补偿,这是在全流通暂时无法实现的状况下进行的制度创新,有助于提高流通股含权预期。除了全流通的补偿和含权预期之外,市场估值还可以选择股权分置作为预期条件,但维持这种预期条件的前提是流通股对非流通股的补偿应该停止,股权分置应当提出一个存续期,存续期内流通股与非流通股之间应当重新设置权利比例,比如每股流通股的分红可以是非流通股合理倍数的,特殊的制度下流通股可以是不同权的,而目前的估值水平根本没有包括这样的合理预期。此外股权分置存续期内,大部分股份不流通改变了股市的供求关系,客观上减少了供给,这与庄股锁仓的概念不同,庄股锁仓时并没有放弃股票流通权,一旦锁仓股票进入流通就会形成极大的流动性风险,导致股价崩溃,因此股权分置下的流通股同样应有

询价制成败关键在于是否尊重市场

□ 华夏证券博士后科研工作站 田红勤

询价制在我国成功的关键在于对市场主体和市场规律的尊重。这种尊重体现为市场自主权的归位,包括更多地让市场调节新股的供给,逐步地放宽新股锁定期的规定,渐进地赋予承销商自主配售新股的权力,有意识地指引发行人、投资银行和专业投资机构深入认知自身的权利和责任等等。市场自主权的归位并不意味着监管的弱化,相反,询价制的完善离不开严格的外部监管,只是监管的重心不再是对市场主体微观决策的干预,而是转向提高询价配售过程的透明度,强化承销商和机构投资者的信誉约束,防范合谋操纵等市场机会主义行为,保护市场主体自发形成的合作制衡机制等方面。只有在外部监管和市场自主之间形成平衡,才能使询价制的比较优势得以真正形成并发挥出来

个人投资者不参与定价过程。当前我国试行的累计投标询价制度,更接近此种混和定价方式。询价制何以主导全球资本市场IPO的定价?研究表明,仅从有形成本的角度分析,询价的发行总成本高于其它定价方式,询价制之所以受到市场青睐,是由于其在提升IPO定价综合效率方面所具有的独特优势。

询价制的比较优势何在

一是高效的信息双向传递机制。在股票发行中存在着双向的信息不对称,一方面投资者与发行人之间在企业的真实价值、发展前景等方面存在信息不对称,发行人更了解企业的真实质量,拥有投资者无法具备的信息优势。另一方面发行人与投资者之间在投资者对公司新股的真实需求方面也存在信息不对称,投资者了解自身的需求,拥有发行人所不具有的私人信息。双向的信息不对称同时增加了投资者和发行人在新股发行过程中的不确定性,制约了IPO定价反映企业内在价值和市场需求水平的准确程度,从而降低了IPO定价的效率。询价制则提供了确保信息在供求双方之间高效传递的机制。

一方面,询价制提供了信息在发行人与投资者之间双向传递、充分交流的渠道,使投资者与发行人都能够对对方有更深入的了解。询价过程中,承销商先要协助发行人确定一个合理的定价区间,这一定价区间要能够引起重要的目标机构投资者的兴趣,并将最终定价低于定价区间的风险降至最低。为此,承销商一般会先进行预营销,与投资者初步交流IPO信息,根据投资者意向确定定价区间。中国证监会日前发布的《关于首次

公开发行股票试行询价制度若干问题的通知》,也要求发行人和承销商先通过初步询价来确定发行价格区间。定价区间确定后,承销商再组织正式的路演,并建立账簿收集、记录投资者的认购意向。路演过程中,投资者可以和发行企业的管理层面对面接触,询问自己关心的问题,考察管理层素质与经营理念等无法在招股说明书中准确反映的重要信息,加深对发行人的了解。路演结束后,主承销商根据所收集的新股需求信息绘出新股需求曲线,再结合本次发行的具体情况确定最终的发行价格。可以看出,询价的过程是一个信息在融资双方之间反复传递交流,价格区间随信息量增多而逐渐收敛的过程,最终定价的信息含量有可能达到约束条件下的最大值。

另一方面,询价制提供了信息有价补偿的机制,保证了信息传递的质量。发行人都希望获得真实的投资者需求信息,对投资者需求的准确了解,可以帮助发行人在控制发行风险的基础上以尽可能合理的价格出售新股,但提供需求信息的投资者必须对IPO的公司进行深入研究和价值评估,以报出合理的买入价格和数量,这就需要付出一定的成本。如果对投资者的信息成本不存在补偿机制,投资者传递真实需求信息的激励就会不足,所传递信息的质量和可信度都难以保障。实际上,固定价格定价和竞价方式下都存在由于缺乏激励而使投资者真实需求信息供给不足的问题。而在询价方式下,机构获配新股数量的多少完全由承销商自主决定,因而承销商可以利用这一自主配售权“引导”机构投资者提供真实的估价与需求信息,承销商根据机构投资者提供信息的质量进行差别配售,以此激励机构投资者对新股进行深入的研究和价值评估,并向发行人提

供真实准确的需求信息,从而提高新股定价对市场供求关系的准确反映程度。实证研究也证明,询价制下承销商的配售通常会偏向于那些被其视为提供了有价值信息的投资者,“倾向性”的配售内会对投资者提供高质量信息的有价补偿,有助于提高投资者真实需求信息的供给水平。

第二、发行人与投资者的“正向选择”机制。与其它定价方式相比,询价制为询价机构提供了全面、深入、详细考察发行人状况的机会,参与询价的专业投资机构具有较强的研究和估值能力,发行人及其承销商传递模糊或虚假的信息,更容易受到询价机构的质疑,导致机构投资者报价水平下移,甚至是询价的最终失败。虚报信息还会使作为代理人的承销商的市场信誉受损,由于承销商与询价的投资机构之间通常存在着长期的业务合作关系,信誉下降的承销商将面临失去业务合作的惩罚。因此,询价制下发行人或承销商虚报发行企业信息的机会主义行为受到了相对而言更加严厉的约束。同时,高质量的、盈利前景良好的发行人及低质量的发行人更乐见公司价值被投资者深入发掘,因而更愿意向投资者传递企业的真实信息,当这种情况逐渐被投资者所认识后,询价制就演进成为发行人质量的信号传递机制和发行人的“正向选择”机制,从而有助于降低低投资者与发行人之间的信息不对称,促进上市公司质量的提升。

另一方面,与其它定价方式相比,询价制下承销商一般拥有选择投资者的权利。研究表明,出于自身利益的考虑,承销商更倾向于选择那些“高质量”的投资者,厌恶上立即抛售的短线投资者。承销商会付出相当的时间与精力,判断投资者类型,努力将短线投资者从其“投资者池”中剔

除。

股权分置作为中国股市最大的特色,给予其怎样的预期对于市场估值有着重大影响,我们认为,无论从尊重历史的角度还是从判断未来趋势的角度,应当给予股权分置适当的溢价预期而非折价预期。

第五、中国股市投资价值体现应呈现多元化特征。

除了少量大盘蓝筹、高收益、高成长、稳定收益、稳定成长等价值投资的典型代表之外,中国股市中绝大部分是中小盘股、低收益甚至负收益的股票,如何看待这些股票也直接影响着全市场估值的结论。

我们认为,处于高速发展的新兴市场中有不少公司是十分可能获得跳跃式成长甚至公司再造,从而适合于高风险高收益偏好的投资者,这和实业领域的风险投资是可比的概念。一般认为小公司的经营风险要比大公司来得大,应该有风险折价,但在世界股市上,小盘股的估值水平却往往高于大盘股,美国股市代表小公司的罗素2000指数成份股平均市盈率为61.89倍,而道琼斯指数成份股平均市盈率为17.83倍,其中的道理何在?由于股票是虚拟资产,在对未来价值的预期作用下,上市公司的股东价值通常是公司当前业务价值的倍数,这就是资本市场的乘数效应。营业收入是公司业务价值的发动机,对于小盘股来说,当前业绩即使较差,但只要主业健康、营业收入保持稳定,就拥有提高公司业务价值的潜力,比如周期性的增长,或者通过成本管理、提高财务杠杆等等方法,实践中上市公司增加债务通常都会带来股价上涨是一样的道理。由于小公司业务价值提高的弹性大,股东价值提高的弹性也大,而且还拥有乘数效应,因此进取型的投资者愿意给予小盘股溢价。同样道理,有些暂时亏损的小公司通过资产重组、业务整合一样能获得业务价值的快速提高,而且由于股价低廉股东价值的提升空间巨大。即使是完全丧失主业的公司因为有力地方政府的扶持、可能获得资源输送、以及保留的上市资格、渠道资源和无形资产也存在重置成本或者说壳价值。实践中,对于这些公司的投资确实应当谨慎,但只要不是造假操纵等违法行为,也不能因为其高风险高收益的特点而将之排斥于价值投资之外。

此外价值的体现是相对价格而言的,我们考察了A股价格的状况,在近三年的熊市中,中小盘、低收益股票的跌幅是最大的,目前这个群体的股票数量众多、价格集中在3至5元之间,虽然市盈率水平仍然相对较高,但反映公司业务

价值驱动力的市销率指标已经处在较低水平为0.94倍,而市场平均市销率是1.29倍,显示出潜在的股东价值提高能力,随着价格的下跌这些股票的投资价值正在显现。因此,站在价值投资多元化的角度,对于目前市场上的“仙股论”和“中国股市只有一小部分股票被低估,具有投资价值”的说法,我们不能认同。

除了厘清目前市场估值中遇到的一些思维困扰之外,正确认识中国股市当前所处的历史发展阶段,尤其是市场机制与政策机制之间的关系,对于判断中国股市的估值水平同样具有深远意义。

中国的经济改革是渐进式改革,中国经济向市场经济过渡是在社会主义制度基础上进行的,这从根本上决定了中国市场化模式和道路,也规定了中国市场化的可能性边界。建立社会主义市场经济不能简单照搬某种抽象理论或者某一国家的体制模式,而只能有条件地借鉴国际经验,并与我国具体国情相结合,在实践中逐步形成适合中国国情的社会主义市场经济模式,这是中国市场经济所处的历史发展阶段。中国股市是建立在中国经济制度基础之上的,是服务于市场经济发展的,因此不可能脱离中国经济的历史发展阶段。同时中国股市作为新兴加转轨市场,市场机制本身也有缺陷,会发生市场失灵,有时还会被有形之手所操纵,并因此给市场带来巨大的系统风险、对投资者造成沉重的伤害。政策机制对于股市的重要作用在于消除市场失灵、恢复正常的市场机制、平抑过大的股市波动,使股市更好地发挥资源配置功能、定价功能和投资功能。

去年以来,国务院对资本市场进行了重新定位,推出“国九条”,并成立六个专题工作小组,从解决股市根源性问题、市场主体融资、合规资金入市、降低交易成本等多个角度对中国股市进行扶持,客观上改善了股市的投资环境,提高了股市的投资价值,尤其在市场关键位置不断提出要坚定信心、加快贯彻落实相关政策,从侧面反映了政府决策层对当前股市估值水平的认识。

因此作为市场估值的实践者必须认清中国股市所处的历史发展阶段,重视当前政策所指引的股市发展方向。

总之,合理的市场估值不是由一种声音或者一股本力量所能决定的,它包含着一个国家从经济到文化以及市场本身方方面面的综合因素,应该由整个市场的智慧和资源所共同决定,其中本土投资者应具备足够的自信和能力来发挥应有作用,而任何缘木求鱼、生搬硬套的做法都只会带来市场扭曲和风险放大。

进一步探究其比较优势的形成,以下两个基本条件需要具备。一是承销商的自主配售权。承销商能够按照自己的意志向不同的询价机构配售不同比例的新股,这一点是询价制与其它定价方式最重要的区别。正是承销商的自主配售权使其能够以配售股份的数量作为补偿,激励投资者深入研究IPO公司,提供真实的、有价值的需求信息,从而激励了基于公司价值的定价和高质量发行人对IPO的参与;自主配售权还使承销商能够区别对待不同类型和质量的投资者,从而使投资者的分类筛选和正向选择成为可能。可以说,对于询价制比较优势的形成,承销商的自主配售权发挥了最为关键的作用。

二是内在的合作制衡机制。IPO过程就是发行人、承销商和机构投资者之间博弈的过程。与其它IPO定价方式相比,询价制下,承销商拥有更多的定价和配售自主权,发行人与投资者在IPO中也各拥有较多的主动调节权力,这些在赋予询价制更多灵活性的同时,也为博弈各方滥用权力、损害他人利益的机会主义行为创造了空间,如果这类机会主义行为不能被遏制,询价制的优势将不复存在,询价制本身也会失去意义。全球资本市场的实践表明,询价制下机会主义行为的有效约束依赖于博弈各方当事人之间内在的合作制衡机制的建立。询价制下,博弈各方有可能形成长期的业务合作关系,各方的重复博弈预期增强,因而合作策略更容易成为三方博弈的主导策略;信誉对各方约束都得到了强化,各方在重复博弈中逐渐形成一种基于合作需求的多边制衡机制。例如,尽管承销商拥有强大的自主权,但承销商之间的激烈竞争加之重复博弈的预期,使承销商更注重信誉的建立和维护,以保障其后续业务的开展,这种对长期合作关系和信誉的重视使承销商的定价、配售等行为均受到有力的约束和制衡,一定程度上削弱了承销商滥用权力的动机。这种内生于博弈的制衡机制,对于约束复杂的市场环境和利益关系中的当事人行为,比单纯依靠外部监管或各方当事人的道德约束要更有效率,也更持久(尽管监管与道德约束同样是必不可少的)。