

从市盈率与财务杠杆系数的相关性角度 分析我国债券市场的发展

刘希成

(中央财经大学会计学院 北京 100081)

【摘要】 本文从财务杠杆系数的角度来审视我国上市公司的市盈率偏高的现象,分析市盈率指标和财务杠杆系数之间的关系,并根据美国有效市场的检验结果提出通过提高财务杠杆水平来降低市盈率的方法,以指导企业的再融资行为。

【关键词】 P/E DFL 相关性 债券市场

一、问题的提出

市盈率也称本益比,用公式可表示为: $P/E=P/EPS$ 。其中, P/E 为市盈率, P 为每股市价, EPS 为每股收益。市盈率是被广大投资者所熟知的一个财务指标,它体现了公司外在的市场价值和内在收益的比较,既体现了风险性,也反映了收益性。它是投资者用于辨明投资风险、衡量股票投资价值、选择恰当的投资策略的重要财务指标之一,是判断股票市场能否健康持续发展的重要标准,也是政府监管部门制定合理调控措施的一个重要依据。

财务杠杆系数(DFL)是衡量企业负债比率高和财务风险大小的重要指标,财务杠杆水平可以用DFL来表示。公式为: $DFL=EBIT/(EBIT-I)$ 。其中: $EBIT$ 为息税前利润, I 为债务利息。负债比率越高,DFL越大。当企业的股票预期报酬率大于债务资本成本时,负债比率越高,DFL越大,财务杠杆水平越高,给企业带来的杠杆收益越大,但同时财务风险也越大。所以财务杠杆是企业判断筹资风险的依据,企业必须安排适当的负债比率,使风险和收益保持在合理的水平。

为了更好地分析市盈率和财务杠杆之间的关系,我们建立以下假设:①资本市场是有效的,过高的市盈率不利于资本市场的健康发展;②股票预期报酬率(市盈率的倒数)大于债务资本成本,则企业通过举债能够获得财务杠杆正效应;③当股票市场的市盈率非常高时,企业在再融资过程中愿意提高负债比例,而不是通常意义上偏好股权筹资,换句话说,就是企业的再融资行为是理性的。

我国大陆地区股票市场与其他国家股票市场相比,市盈率明显偏高,其原因有很多,如资本市场的弱式效率、违规行为、股权结构不合理、供需矛盾、投资渠道单一等。

不少学者对市盈率发表了不同的看法。现代证券分析理论奠基人本杰明·格雷厄姆最早在《证券分析》一书中对市盈率作过较为正式的表述,他总结其数十年的股市投资经验后指出,一般好的股票的市盈率在15倍左右,那些高成长性股票的市盈率更高一些,大约在25~40倍之间。Nicholson(1960)提出,低市盈率的股票能带来较高的收益。Basu(1977)也发现低

市盈率的股票能比高市盈率的股票带来更高的收益,即“P/E”效应。李渊科(2004)对中外证券市场的风险与收益进行了比较研究,他认为牛市是通过各个板块的轮番炒作使市盈率上升到一个不可思议的水平,而在熊市中市盈率有所下降并且下降程度与股指的跌幅基本相当,市盈率在评价股票市场的泡沫程度方面还是比较有效的,我国股票市场的市盈率处于一个不合理的水平。根据我国2007年上市公司年报业绩测算的A股平均市盈率为40倍,而参照成熟的美国股市,其整体市盈率自1871年至今平均值为14.5倍,市盈率在绝大部分时间处于25倍以下。由此可见,我国股市的市盈率偏高。但是我国股市是弱式有效的,且投资者的投机行为较普遍,高市盈率是显而易见的,所以怎样才能降低市盈率、逐渐规范股票市场是一个热点和难点问题。

二、市盈率与财务杠杆系数的相关性

市盈率主要是被外部投资者所利用的指标,是外部投资者进行风险判断的重要依据;而DFL是企业管理者判断筹资风险的重要工具。两者虽各有侧重,但也存在相关性。

负债比率作为公司的一个重要财务指标,对公司的每股收益及风险水平有重要影响。一方面,债务融资可以避免股权融资过程中发行新股造成的利润稀释,因而可以使每股盈余增加,从而使得市盈率水平下降;另一方面,当企业借入资金时,承诺将其不确定的营运利润中的一部分用于支付相对固定的利息,而可以分配给股东的剩余利润的波动性就变得更大,同时更加难以预测。当企业的债务比例越来越大时,利润也会在商业周期内出现更大幅度的波动。而对投资者而言,利润波动性的提高就增大了他们所面临的风险,这样他们将会以更高的资本成本对每股盈余进行折现,从而会相应地调低他们愿意接受的市盈率水平。由此来看,负债比率可能会对市盈率产生影响。

根据上述分析可以得到以下结论:企业提高资产负债率可以适当降低市盈率。李社环和林琼慧(1998)通过比较美国制药业、采矿业、电子工业、食品制造、化学工业、纺织工业、食品销售、电力工业、银行业等行业的平均股票市盈率和平均负

债比率后指出:企业合适的负债比例与其股票市盈率负相关,即当企业的股票市盈率较高时,应采取低负债比率;市盈率较低时,应采取较高的负债比率。

美国股票市场是有效市场,市盈率一般能真实地反映风险与收益之间的关系。既然市盈率与财务杠杆水平负相关,那么财务杠杆水平(负债比率)越高,市盈率越低;财务杠杆水平(负债比率)越低,市盈率越高。过高的市盈率不符合资本市场健康发展的需要,所以从企业的角度来说,要加大债务融资的力度,提高财务杠杆水平,降低市盈率;从政府的角度来说,要大力发展债券市场,提高债券市场在整个资本市场中的比重,实现良性互动。

三、大力发展债券市场

从外部监管者(政府)的角度来讲,我国股票市场泡沫程度过重、市盈率过高与我国没有及时发展债券市场有关。我国政府已采取了一些措施来发展债券市场,证监会2007年8月发布的《公司债券发行试点办法》标志着我国公司债券发行已具备可操作的标准。公司债券这一融资工具为我国企业融资提供了广泛的渠道。大力发展债券市场,对企业资本市场来说是有利的。

1. 从公司(融资者)角度来讲。首先,债务融资有助于提高公司价值,这一点可用修正的MM理论来解释。作为现代资本结构理论的基石,MM理论的基本结论是:负债会因利息的抵税作用而增加公司价值,这是因为考虑所得税因素后,尽管股权资本成本会随负债比率的提高而上升,但上升速度却会慢于负债比率的提高速度。因此,公司的负债比率越高,其加权平均资本成本就越低,公司收益乃至价值就越高,反映到融资方式上,公司中自有资本和借入资本的结构及其相互之间的比例关系就构成了公司的资本结构。融资方式决定了公司的资本结构,债务融资的抵税作用有助于提高公司价值。

其次,债务融资具有正的信息效应。优序融资理论是当前国外公司财务学界主流的资本结构理论,它承认了信息不对称和财务困境成本的存在。该理论的创始人梅耶斯认为,投资者之所以对公司的资本结构感兴趣,是因为当公司公布其所选定的资本结构时,股票的价格会发生变化,这种变化可以被解释为信息效应,从而致使投资者形成一种认识模式。即当公司发行新股时,投资者会认为是利空消息,而发行债券则被认为是利好消息。因此,梅耶斯得出了以下结论:公司在融资顺序上首先应考虑内源融资,如果需要外源融资,则应优先考虑债务融资,最后才考虑股权融资。优序融资理论在西方发达国家得到了普遍验证。以美国为例,自1960年以来美国大部分公司已基本停止股票融资,并通过发行债券来回购自己的股票,由此,新股发售对新资本来源的贡献出现负值。

再次,债券融资体现的是债权债务关系,因而融资公司不存在股权被稀释或被收购的风险。

最后,债券融资成本较股票融资成本低,这是由于债券的要求权在股票之前,而与低风险相匹配的是较低的回报率。

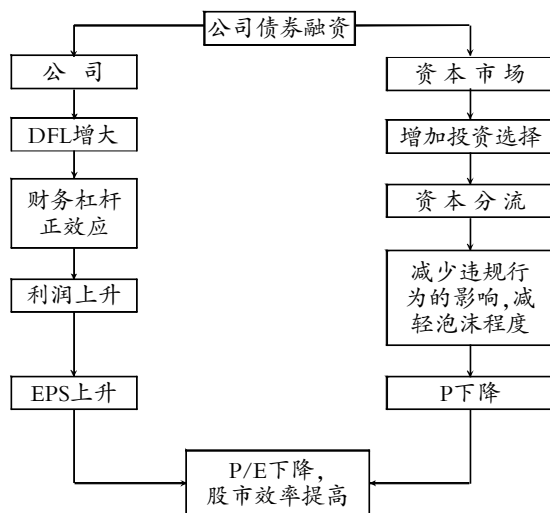
2. 从投资者角度来讲。公司债券可以丰富资本市场产品从而增加居民投资选择,降低流动性过剩的程度。由于公司债

券自身的属性,如固定到期日、偿还的强制性以及清偿顺序的优先性,使得公司债券的投资风险低于股票,而收益高于储蓄和国债,因此能为普通投资者提供更加多样化的选择。投资公司债券的收益由两部分组成,即利息收入和资本利得,也就是票面价格(持有到期)或转让价格(到期前转让)与购买价格之间的差额。因此,尽管利息收入固定,如果在到期日之前出现市场利率突然下降或者因供求变化而导致的债券价格上涨,此时投资者可提前转让而获得额外收益。

3. 从资本市场角度来讲。我国经济总体发展较快,连续多年GDP增长率超过9%,股票市场的市值也突破20万亿元大关,与2006年GDP基本持平。但我国债券市场发展缓慢,目前我国债券市场总市值仅占GDP总额的27%。据2006年统计资料显示,我国去年债券市场市值仅占股票市场的2/3(目前约1/3),是国内银行贷款的1/5。而在成熟市场中,债券市场市值一般是大于股票市场市值的。以美国为例,2005年其债券市场市值已经达到26万亿美元,是其股票市场市值的1.6倍,是其国内银行贷款余额的5倍,占同期美国GDP比重的210%。

因此,发行公司债券能有效改善我国股票市场和债券市场不匹配的现状,有利于建立高效平衡的多元化资本市场。同时,在当前流动性过剩的形势下,大力发展债券市场将成为减少流动性过剩、增加资本市场供给、抑制资产泡沫的一项重要市场化手段,有利于整个资本市场的稳定。

通过发行公司债券,可以实现公司和资本市场的双赢,其原理如下图所示:



主要参考文献

1. 龚浩成,戴国强.中国金融发展报告.上海:上海财经大学出版社,2000
2. 吴晓求.中国上市公司资本结构与公司治理.北京:中国人民大学出版社,2003
3. 韩立岩,熊菲,蔡红艳.基于股市行业市盈率的资本配置评价研究.管理世界,2003;1
4. 黄少安,张岗.中国上市公司股权融资偏好分析.经济研究,2001;11