



正确认识我国股票市盈率

——从市盈率之争说起

东北财经大学会计学院 宋海霞

市盈率,即股票价格与上市公司每股税后盈利的比值。其分子是上市公司的股票价格,分母是上市公司全部股权的每股净利。国外股市普遍实行同股同价、同股同权制度,用市盈率指标来判断股市整体水平具有一定参考价值。我国股市实行的是部分股权(平均约 1/3 股权)上市流通的制度,股票价格只代表少数流通股股权的价格,而且同种股票在不同市场的价格各不相同,甚至相差很大。从这个意义上说,我国股市不存在国际意义上的市盈率,因此也无法进行国际比较。

现在人们所讲的市盈率,是假定非流通股等也会以与 A 股一样高的价格流通,而事实上这是根本不可能的。如果占全部股份约 2/3 的非流通股全部上市流通,则股市的整体价格水平至少要下跌一半。

我国股市中垃圾股的价格很高,这是因为我国的政策给予了壳资源过高的价值,而又迟迟没有出台和推行正常的退市制度,这造成垃圾股股价被扭曲拉高,从而夸大了股市的整体价格水平。欧美股市长期以来一直维持着 20 倍左右的市盈率,这是与其几十年来的经济增长速度(一般为 2%~3%)、长期利息率水平(一般为 5%左右)和约定俗成的分红比率(一般为 50%左右)相联系的。离开了可比性、经济增长率和利息率水平的变化而泛泛地谈多少倍市盈率比较合适,多少倍市盈率有没有投资价值是没有经济学依据的,只会对投资者产生误导。

笔者认为,我国股市目前并不存在与国际上可比的市盈率,换句话说,我国与国际可比的综合市盈率或真实市盈率并不高,但这绝不意味着我国股市没有高市盈率的危险。除

了垃圾股股价高、股价水平被不正常地抬高了之外,我国 A 股市场的高股价主要以分裂的股权结构为支撑。我国股市终究会走向高市盈率还是低市盈率,关键取决于占我国股市比重最大的非流通股以什么样的价格和比率流通。如果非流通股按照 1:1 的比例与 A 股进行合并,则非流通股走分布减持的路径,在减持中动员更多的保险基金和社会资金托市,那么目前虚假的高市盈率就会变成真实的高市盈率,就会出现所谓的“高市盈率套牢整个社会”的现象。如果非流通股按照每股净资产的价值流通,我国股市就没有高市盈率的危险。如果非流通股在大比例缩股的基础上进行流通,股价水平可能就会大致维持不变,即使每股盈利上升,盈利水平也不会很高。

对市盈率认识的另一个误区是人们谈论的往往是历史的、静态的市盈率,而实际上对股票价格真正起作用的是未来的、动态的市盈率。同样是在美国,为什么纳斯达克市场的市盈率要比纽约股市的高很多倍?这是因为在前者上市的公司多是具有巨大增长潜力的。人们购买一只高市盈率的股票当然不是准备一直持有它,而是预期未来可能的高增长率和高盈利能力会把高市盈率扭转过来,如微软公司在短短的十几年中给投资者带来几千倍以上的收益就是证明。这是从历史的市盈率中根本看不到的投资机遇。反过来也是一样,低的市盈率只能说明公司过去的业绩,这些公司可能正在走下坡路,其经营状况一旦恶化,上一年的低市盈率就会迅速变成下一年的高不可攀的“市梦率”。纳斯达克市场 2000 年年底盈利水平一下降,平均市盈率马上从 100 多倍跳到 800 多倍。这种“变脸”在我国股市上出现的次数就更多了。买股票就相当于

去。因为博弈论告诉我们,一次性博弈的最优解是欺骗对方,而重复博弈的最优解是选择诚信。当被监督单位预见到会计监督的延续性时,也同时会意识到诚信带来的预期价值将远远大于一次性欺骗带来的眼前利益。这也表明被监督单位要有足够的耐心,只有这样其才会建立起诚信机制并获得长远利益。

第二,被监督单位的不诚信行为能被及时观察到。一般而言,信息观察越滞后,诚信机制的建立就越困难。因此,会计监督的及时性对企业诚信机制的建立至关重要,而公众监督最能体现会计监督的及时性要求,因为它是对企业会计信息生产全过程的全时段监督。一旦被监督单位生产低质量的会计信息,公众监督的及时性就意味着这一消息能够迅速地被传递,这对企业建立诚信机制起到了良性的促进作用,同

时企业诚信机制的建立又有利于改善整个会计监督的环境。

第三,会计监督主体必须有足够的积极性和可能性对被监督单位的不诚信行为进行惩罚,惟有如此才能增强会计监督的威慑力。而且我们必须认识到,过分原谅不诚信行为本身就是不道德的,为了使诚信机制发挥作用,必须对不诚信行为进行惩罚(Abreu, 1988)。在这里,国家监督的支持作用至关重要。

笔者认为,公众监督的有效性建立在市场诚信机制建立健全的基础上,而整个市场诚信机制的建立反过来又依赖于公众诚信意识的觉醒。因此,加强公众会计监督非常必要,这不仅能以非正式的合约形式弥补国家、社会和企业内部监督的不足,而且能倡导社会诚信之风,使被监督单位有动力自觉生产出高质量的会计信息。○



浅谈作业成本法对我国管理会计的影响

西安市财政局 韩朝晖

知识经济对我国管理会计理论的研究和发展提出了挑战。而作业成本法作为一种全新的成本计算及管理系统,彻底改变了传统成本核算制度对间接费用的分配方法,建立了一套与成本核算同步进行的更为全面、及时的成本管理体系,形成了成本核算及控制的新观念。

一、作业成本法对管理会计的影响

1.作业成本法对变动成本法的影响。变动成本法以传统成本性态分析为前提,将与产量变动无关的固定成本归为期间成本,与产量成正比例变动的变动成本归为产品成本。但在作业成本法下,由于非产量基础变动成本概念的提出,使许多不随产量变动的间接成本可以明确地归属于各产品。产品成本不仅随产量变动,而且随相关作业变动,这就动摇了变动成本法的基础。特别是在适时制条件下,单元式制造使大量的制造费用由间接成本变为直接成本,而零库存意味着产品成本和期间成本趋于一致,这些都对变动成本法造成了巨大的冲击。同时,作业成本法的采用在一定程度上避免了完全成本法的缺陷,使完全成本法有可能取代变动成本法。

是买企业的未来,正是因为人们难以预测未来的市盈率,因此人们会在一个相对稳定的市场环境和比较规范的制度框架内去借鉴过去的市盈率。但是,即使是在这样的条件下,它的局限性,特别是将其用于投资分析的局限性仍是显而易见的。

从这个角度看,市盈率只是入门的向导,真正需要的是通过静态市盈率去看真正支撑股市投资者的东西。我国B股市场在相当长的一段时间内按其价格计算的所谓市盈率都在10倍以下,但西方成熟的机构投资者仍然认为它不具备投资价值。那么,什么才是真正规范市场中支撑股市的投资价值呢?对股票投资者来说,它只能来自两种回报:一是稳定的现金分红预期;二是由企业的利润增长潜力带来的股票价格升值的预期。我国B股上市公司长期不分红,企业经营的滑坡和不透明以及政策环境的不确定性,使境外投资者无法对企业的长期发展充满信心。因而,尽管市盈率很低,其仍然被判定为不具有投资价值。

因此我们看到,在西方国家股市行情的大众媒体上,除了市盈率指标以外,一般都有股息率指标,即当日股票价格除以每股现金红利的百分比,从而给人们提供在现行价格下,投资于该种股票与投资于银行储蓄、债券等的收益率比较。由于股票分红具有不确定性,过去分红的红利水平只能作为对未来的一种参考,因此在比较专业的财经报刊上,还

2.作业成本法对本量利模型的影响。成本、数量、利润分析是进行成本决策分析的基础。由于本量利分析的基础是成本性态分析,作业成本计算既然发展了成本性态分析,那么对本量利分析也必然产生影响。在原本量利分析模型基础上引入作业变量,改变原总成本仅与固定成本及单位变动成本相关的模式,建立起总成本与产量、单位产品变动成本、作业量、单位作业成本及固定成本的关系,并以此作为本量利分析的基础。修正后的公式如下:

$$Y = \sum_{i=1}^m b_i x_i + \sum_{i=1}^m \sum_{j=1}^n y_i z_j + a$$

其中:Y为总成本; b_i 为第i种产品的单位成本; x_i 为第i种产品的产量; y_i 为第i种产品所耗的作业量; z_j 为第j种作业的单位作业成本;m为产品总数;n为作业总数;a为总固定成本。

当单位产品售价为S时,目标利润P的表达式为:

$$P = \sum_{i=1}^m S_i x_i - \sum_{i=1}^m b_i x_i - \sum_{i=1}^m \sum_{j=1}^n y_i z_j - a$$

要进一步刊登股息、利润股息覆盖率等信息。在我国,由于分红水平极低,这些信息几乎还没有人去关注。

指出这一点并不是说我们应该强制性地要求上市公司实行现金分红,分红政策的灵活性原本是直接融资相对于通过银行进行间接融资的特色和优点,它增加了企业抵御市场风险的能力。用行政性干预强迫企业分红的做法弊大于利,并且会造成企业进一步的造假。按照目前同股同利的分配原则,即使把上市公司的所有股票都拿出来分红,其他股东的股息率也许合适了,但A股股东的股息率还是很低,这是因为在目前股权结构不合理和产权不清晰的情况下,用不同的筹资成本发行同一企业的股票或派发相同的股利,是对A股股东利益的侵害。这种情况说明,我国股市缺乏投资价值有着更多、更深刻的原因。

因此,用降低市盈率的办法来解决我国股市价格过高的问题,其结果不仅会事倍功半,甚至会适得其反。特别是在当前高市盈率还只是潜在的结构性问题时,用股市大缩水的办法来消除所谓的高市盈率泡沫,受害的最终还是广大中小投资者。

我国股市并不存在与西方可比的市盈率,因此用市盈率来判断我国股市是否具有投资价值是具有误导性的。我国股市真实市盈率的走向主要取决于非流通股恢复流通权的比价。○