

我国股市市盈率变动区间的合理性考察

石五学(教授) 武 鹏

(河南师范大学经济管理学院 河南新乡 453007)

市盈率(P/E),是指股票的每股购买价格与公司的每股税后利润的比率,全称为“市价盈利比率”,是股票市场基本分析法中用于衡量股票投资价值的重要指标之一。其经济涵义是:按照公司当前的经营状况,投资者通过公司盈利要用多少年才能收回自己的投资,在投资者眼中,50 倍的市盈率意味着要用 50 年才能从回报中收回投资。市盈率的计算公式为:市盈率(P/E)=股票市场价格 P/每股税后盈利 E。

一、我国市盈率的变化及国际对比分析

1. 我国市盈率的变化。从 1992 年股票市场正式建立以来,市盈率偏高已成为我国股市的一个重要特征。在将近 20 年的时间里,具有代表性的上证市盈率平均都处于 30~40 倍之间,有些年份随着股市泡沫的急剧膨胀,更是达到了 50~60 倍,紧接着就是泡沫破裂后的极度萎缩:市盈率降到了 15 倍左右。这种大起大落情况极大地挫伤了投资者的投资热情,加上中国股市只能通过买涨才能赚钱,投资者在这样的投资思维理念束缚下出现了巨大亏损。

2. 与国际市场的市盈率进行对比分析。在国外的市场上,市盈率通常保持在 20 倍左右,详细见表 1。

从表 1 可以看出,我国股票市场从 1995 年到 2009 年年平均市盈率达 33.53 倍,不仅高于市盈率 15~20 倍的国外发达国家,而且高于新兴市场国家的股市市盈率,因此多年来众多学者对我国股市市盈率偏高的指责成为了惯例。

利性干预,上市公司受到股权结构以及政策环境等诸多因素的影响,我国上市公司融资行为表现出了上述特征,并造成了投资活动的低效率。

从中我们可以得出几点启示:①上市公司普遍存在的融资约束问题充分反映了金融体系对投资活动的抑制。因此,推进我国金融体系的市场化改革,缓解公司融资约束是提高公司业绩,促进经济发展的重要保证。②上市公司银行债务比重高,债务融资治理效率欠佳,以及负债无法起到约束投资过度行为,甚至加剧国有控股上市公司的投资过度等现象,充分反映出地方政府、国有商业银行和国有上市公司之间形成的预算软约束。因此,完善国有银行商业化经营,避免政府的行政干预,优化上市公司的债务结构都是未来改革的重点内容。③控股股东为谋取私利而侵占公司资产和我国金融市场不发达导致的融资难度较大等是导致上市公司做出过度股权融资决策的重要影响因素。因此金融市场的发展,多种融资渠道的

表1 1995~2009年我国与国外股市市盈率统计

年份	中国	纽约	伦敦	香港	韩国	台湾
1995	15.70	13.89	15.6	11.4	16.6	21.3
1996	31.32	15.71	16.2	16.7	18.0	29.0
1997	39.86	18.58	19.2	12.1	9.8	27.0
1998	34.38	21.88	23.3	10.7	27.8	26.1
1999	38.13	25.13	30.5	26.7	34.6	47.7
2000	58.22	22.85	23.3	12.8	15.4	14.8
2001	37.71	31.06	20.3	12.2	29.3	41.6
2002	34.43	29.00	17.7	14.9	15.6	41.8
2003	36.54	27.88	18.3	19.0	10.1	24.8
2004	24.23	20.44	14.7	18.7	15.8	12.6
2005	16.33	18.85	14.0	15.6	11.0	17.6
2006	33.30	18.16	13.4	17.4	11.4	19.0
2007	59.24	25.48	11.8	22.5	16.8	15.3
2008	14.85	16.13	6.3	7.3	9.0	9.8
2009	28.78	18.73	16.8	18.1	23.7	110.5
均值	33.53	21.58	17.43	15.74	17.66	30.59
标准差	13.19	5.16	5.66	4.96	7.81	24.81

笔者对我国市盈率偏高的现象进行了微观方面的分析,计算了 2001 年到 2008 年不同行业的市盈率变化情况。其中

平衡发展对规范上市公司融资行为有重要意义。④对集团化企业内部资本市场运作导致的大股东掠夺效应反映出现行法律对中小股东的保护不足。另外,内部资本市场运作造成的投资过度、多元化折价等资源配置效率下降,以及企业财务风险放大的现象,为金融监管部门对资金的监控提供了依据,同时还反映出内部资本市场的组织边界合理确定的重要性。

主要参考文献

1. 屈耀辉,傅元略.优序融资理论的中国上市公司数据验证——兼对股权融资偏好再检验.财经研究,2007;2
2. 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
3. 陆正飞,叶康涛.中国上市公司股权融资偏好解析——偏好股权融资就是缘于融资成本低吗.经济研究,2004;4
4. 郑祖玄,周晔,李达等.非流通股与过度股权融资.世界经济文汇,2004;4

各行业的平均市盈率通过去掉最大值和最小值用剩下年份取均值表示,得到各行业市盈率都很高,流通市值最大的制造业(37.04%)、金融保险业(24.49%)和采掘业(19.08%)(2009年计),从2001年到2008年平均市盈率分别达到了37.94、37.15倍和24.15倍;其他流通市值比较大的行业市盈率更是偏高,像建筑、房产和文化传播业,分别达到了38.47倍、46.45倍和68.28倍。从微观程度上很好反映了我国市盈率历年偏高的具体情况。

就全球范围而言,我国股市的市盈率高于大部分成熟市场甚至新兴市场国家。不过随着股市非流通股的逐渐流通、股本规模的扩大、创业板的推出和国际版的加入,再加上股指期货的风险对冲效应,股市市盈率会适度向下调整,并逐渐向发达国家标准靠拢。

二、我国市场市盈率合理变动区间

1. 把无风险利率的倒数作为市盈率变动区间的上限。

(1)无风险利率的确定。国外学者都是以短期国家债券率作为无风险利率。但是具体到我国情况则有很大不同,短期国家债券发行量少,大众投资者很少以市场短期国债收益率作为无风险收益率来考虑。由于我国中长期国债交易不活跃,市场具有分割性,购买国债来获取收益都为机构所为,普通投资者很少参与,因此本文不把国债利率作为无风险利率。我国是一个高储蓄的国家,在其他金融投资工具不发达的情况下,居民和一般的企业投资者把银行存款作为一种重要的投资手段,而且我国的商业银行以国有银行为主,违约风险较小,银行市场不存在分隔现象,在我国几种具有无风险特性的利率中,一年期存款利率最具代表性。而且,央行把银行一年期定期存款利率作为基准利率,其他资产的利率根据其具体的风险进行贴水。因此,本文选择一年期银行存款利率作为我国的无风险利率。

(2)市盈率变动区间上限的计算分析。1993~1995年我国属于恶性通货膨胀时期,高的存款利率是为了对付通货膨胀。并且这一段时期我国股票市场刚刚建立,投机气氛严重,对股市有重大影响作用的是国家对股市建设方面的相关政策,因此本文对这几年来利率对股市影响不予考虑。经过对1996~2009年的一年期银行存款利率(见表2)取平均值可得我国一年期存款利率为2.91%,考虑现在利息税率为5%,那么实际一年期存款利率为2.76%。这样把一年期存款利率的倒数36.2作为我国股市市盈率合理变动区间的上限。

表2 1992~2009年一年期存款利率

年份	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000
利率(%)	7.56	10.98	10.98	10.98	7.47	5.67	3.78	2.25	2.25
年份	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009
利率(%)	2.25	1.98	1.98	1.98	2.25	2.52	3.60	4.14	2.25

2. 把投资者的预期回报率的倒数作为市盈率变动区间的下限。根据股利无关论的相关观点:投资者并不关心公司的股利分配,公司留存较多的利润主要用于再投资,这样会导致公司股票价格上升,尽管上市公司股利较低甚至没有,但需用

现金的投资者可以出售股票换取现金来获取收益;如果公司发放较多的股利,投资者又可以用现金再买入一些股票以扩大投资。总之,我国股票投资者很大程度上是通过价差来获得收益,在这里就可以认为股票投资者的预期回报率 k 完全和再投资利润率 r 相等。

考虑下一年利润收益就可以用以下公式表示:

$$E_t = E_{t-1} + rI_{t-1}$$

由 $I_{t-1} = fE_{t-1}$,代入上述公式得:

$$E_t = E_{t-1}(1 + fr)$$

其中: E 为收益, f 为公司再投资分配率, I 为再投资额, t 是时间。

$$g = (E_t - E_{t-1}) / E_{t-1} = fr$$

固定股利增长模型变为:

$$P_0 = D_1 / (r - g) = D_1 / (r - fr), r = D_1 / (1 - f) P_0 = E_1 / P_0 = k$$

其中: g 为收益增长率, D_1 为第一年股利, P_0 为目前股价。

从上式可以看出,市盈率可以用股票持有者预期的回报率的倒数表示。由于为来年收益,包含了再投资收益,而为目前股价,所以通过投资者预期回报率的倒数计算的市盈率只能作为合理变动区间的下限。

股票市场作为一个风险市场,投资者要求的报酬率绝不是无风险的利息率。投资者除了要求得到无风险收益率外,还应包括风险报酬率。按照资本资产定价模型(CAPM),证券收益率等于无风险收益率加上一定的风险溢价率。考虑陈李通过计算得到我国的风险溢价率大致为4.59%,加上2.76%的无风险利率,可得我国投资者预期回报率为7.35%,对应的市盈率为13.6,作为我国股市市盈率合理变动区间的下限。

三、我国股票市场的市盈率合理性判断

1. 通过市盈率的国际比较,得出我国股市多年来市盈率偏高的结论。我国股市市盈率偏高主要由于我国股市流通股少,大量资金推动的结果。像很多学者一味地追求市盈率的国际接轨,要求市盈率达到20倍才是健康的,很大程度上没有考虑到造成我国市盈率偏高的具体原因。从长远来看,中国证券市场需要做的是各种相关投资品种的建设以及通过扩大流通股的数目来稀释源源不断的资金投入,使我国股市供需平衡,以股票价值决定股价高低,而不是股票的稀缺性造就高昂的股价。

2. 我国股市市盈率仍在合理的范围内波动。本文通过对无风险的一年期存款利率取平均值,求其倒数得出我国股市市盈率上限为36.2。考虑我国投资者的投资理念,由符合我国投资者投资理念的股利无关论的相关观点计算出我国市盈率下限为13.6,从而得出我国市盈率合理变动区间为[13.6,36.2]。由表1知,我国市盈率1995~2009年平均值为33.53接近于合理变动区间的上限36.2,从另一方面表示出我国股市长期供不应求的情况,使市盈率长期处于高位,但仍然在合理范围内。不过,随着我国上市公司的增多、股市规模的扩大和股市相关制度的完善,市盈率降低并向成熟市场靠拢也是必然的结果。○