

浅谈我国创业板市场泡沫化问题

朱珊珊

(上海财经大学会计学院 上海 200433)

【摘要】2009年10月30日我国首批28家创业板公司在深交所上市以来,相关数据表明,创业板市场出现了高发行价、高市盈率和高超募比例的“三高”现象。许多专业人士认为,创业板市场存在泡沫积聚的趋势。本文将运用PEG指标说明创业板市场的泡沫化问题,进而分析创业板市场形成泡沫的原因及应对措施。

【关键词】创业板市场泡沫化 PEG指标 市盈率 年盈利增长率

2009年10月30日创业板在深交所开盘。创业板市场对于我国资本市场的有效发展具有积极而深远的作用,截至2010年底,我国已有153家公司先后在创业板市场上市,这无疑有助于推动科技创新和产业技术的进步,有助于中小企业的发展。然而,如今创业板市场的“三高”问题突出,面对正在堆积的创业板市场泡沫,人们不禁要问,创业板市场中所谓高成长的公司,其业绩是否能够支撑住股民的极大热情?可见,深思泡沫形成背后的原因以及如何抑制泡沫的进一步扩大具有积极的现实意义。

一、如何判断市场是否泡沫化

在资本市场上,判断一家公司有没有产生泡沫以及泡沫化的严重程度,主要是通过两个指标加以反映和衡量:一是市场对该公司的估值,即通常而言的市盈率;二是企业的业绩增长能力,主要是指企业的盈利能力。将两者相除,便得到PEG指标,其计算公式为:PEG(市盈率相对盈利增长比率)=公司的市盈率/公司的年盈利增长率。

PEG指标是彼得·林奇发明的一个股票估值指标,使用这个指标较单纯比较企业的市盈率指标更为合理。PEG指标同时考虑了股票的市盈率及其成长性。一般而言,PEG值>1时,股票就存在泡沫;PEG值<1时,股票的价值被低估。如果一家公司的业绩增长能力不足以支撑其市场估值,那么就可以判断该公司价值存在泡沫。

二、创业板上市公司年报数据的PEG分析

本文引用《浙商》杂志通过对134家创业板上市公司的考察而制作的榜单。根据相关数据的统计,2009年10月30日至2010年10月30日,创业板总市值为5441亿元,平均每家市值在40.6亿元。在计算每家公司的PEG时,由于未来存在不确定性,未来三年的盈利情况很难预测,榜单没有采用未来三年净利润复合增长率,而是选用了过去三年净利润复合增长率,其计算式为:(2009年利润/2007年利润) $\times(1/3)-1$ 。这样能够更加准确地判断一家公司的合理价值区间,尤其适用于创业板上市公司。根据PEG指标的范围,本文把134家公司的泡沫程度分成了5大档,如下表列示:

档级	PEG范围	泡沫严重程度	相应比重(X/134)
第一档	PEG>10	超级泡沫	7.46% X=10
第二档	5<PEG<10	严重泡沫	17.16% X=23
第三档	2<PEG<5	较大泡沫	45.52% X=61
第四档	1<PEG<2	较小泡沫	20.90% X=28
第五档	PEG<1	无泡沫	8.96% X=12

整体而言,第一、二、三档是高泡沫区,第四档是理性价值区,第五档是价值低估区。也就是说,在134家上市公司中仅有40家企业没有泡沫存在,剩余的94家企业都存在着严重的泡沫,比例高达70%。

三、泡沫形成的原因

通过分析PEG指标不难看出:目前我国创业板市场的泡沫很大。这种泡沫的日益形成将给我国创业板市场的未来发展带来诸多弊病:其一,高市盈率会导致未上市的企业无法实施有效的产业组合重组,资本市场优化配置存量资源的作用将日趋减弱;其二,大规模的超募资金加大了上市公司的运营风险,如何运用募集来的资金是上市公司面临的一大难题;其三,高市盈率的诱惑使上市公司的原管理人员纷纷离职,一定程度上削弱了公司的核心竞争力。

从PEG指标的计算公式来看,造成PEG指标偏高的原因要么是分子偏高,要么是分母偏低。而从目前数据分析来看,我国创业板上市公司呈现的是高估值、低增长的趋势,也就是说,不仅分子过高,而且分母过低。

1. 市盈率过高的原因。截至2010年第三季度,创业板的平均静态市盈率高达84.35倍。2009年末清科集团针对创业板合理市盈率的调查显示,50%的受访者认为30~50倍是创业板的合理市盈率。对于投资者来说,创业板的过高市盈率其实是“纸上黄金”,而公司的基础面是不是扎实才是他们关注的重点。笔者认为我国创业板上市公司市盈率过高,主要有以下三点原因:

(1)宏观层面的原因。股票市场是宏观经济的晴雨表。为应对百年不遇的金融危机,我国实施了适度宽松的货币政策

和积极的财政政策,2010年GDP同比增速达10.3%,再加上国外对人民币升值的预期,人民币流动性充足,资金面宽裕;同时,我国开始更多重视走高科技发展路线的中小企业,诸如新能源、信息技术、通信、新传媒等领域,产业结构的调整使创业板市场获得追捧。

(2)市场机制的原因。从以前的定价围绕窗口价格确定到现在的市场定价,股票发行价格机制发生了很大变化。由于在我国最终上市的创业板公司都是经过精挑细选的,因此在投资者看来极具吸引力。另外,一些机构投资者利用创业板高成长的光环恶意炒作,这一轮的炒作势必会直逼一级市场价格的升高,给新股带来估值的压力。

(3)投资者的认知原因。目前投资创业板的大多为散户,几乎没有机构投资者,相对于专业的投资机构来说,散户大多缺乏专业投资知识和分析能力,习惯于用投资主板市场股票的经验来投资创业板市场;面对国家的产业政策,投资者认为即使创业板公司出现问题,政府也会采取救市政策,全然忽视了创业板公司的高风险性。

2. 公司年营业增长率低的原因。Wind资讯统计数据显示,截至2011年3月17日,在47家已公布的2010年业绩的创业板上市公司中,净利润较2009年增长50%以上的共13家,占已公布业绩的创业板上市公司总数的28%。而较2009年下降的有两家,且两家公司业绩分别下滑19%和25%。从已公布的2010年业绩来看,创业板净利润同比平均增速远落后于主板,业绩相对主板并无优势。分析其原因,有以下几点:

(1)创业板上市公司本身的特点。创业板上市公司相对于主板上市公司,主营业务单一,大多规模较小,抵抗市场风险和行业风险的能力相对较弱;上市时发审委重点关注公司的成长性,而成长性是对公司未来发展的预测,往往伴随着高风险。我国创业板市场主要吸纳新能源、新材料、生物医药、电子信息、节能环保等领域的企业和其他领域成长性特别突出的企业。这些企业极易受到市场大环境的影响,同时高新技术研发应用的效果和效率存在极大的不确定性,容易引起企业盈利情况的波动。

(2)巨额超募资金的使用问题。截至2010年12月23日,2010年上市的114家创业板公司共募集资金超过900亿元,而其首发预计募集资金不到300亿元,超募资金是预计资金的2倍。然而,创业板上市公司大都处于创业后期阶段,即已经到了发展成熟期,在成熟期企业对资金的需求量并不是很大。数据显示,在创业板上市公司超募资金的使用用途中,尚未规划用途暂时处于存款获取利息的部分占到了总量的74%,被投资于新项目或企业并购的占12%,有些公司甚至尝试将资金用于计划之外的投资,这种情况对于上市公司的经营稳定和投资者的投资安全来说都存在着一定的风险。有关调查表明,导致上市公司严重亏损的原因中70%以上是募集资金使用不当。

(3)许多管理人才从创业板市场上流失。根据Wind资讯此前发布的一份专题报告,2010年以来,共有41位创业板高管与奋斗多年的老东家分道扬镳,选择辞职。这是因为过高的

市盈率使管理人员感到担忧,他们知道公司短时间内不会创造出那么好的业绩。于是公司高管的创业激情受到影响,失去了把企业做大、追求企业成长带来收益的动力,最终选择退出创业板市场。好的管理人才原本就是市场上的稀缺资源,而创业板上市公司的高成长与管理人才的作用密不可分,高管人才的流失必将对创业板上市公司的盈利能力造成很大影响。

四、防止创业板泡沫积聚的对策

1. 适当放宽创业板上市公司审核标准,增加创业板上市公司数量。证券市场可以适当接纳一些优质的、控制风险和管理风险比较低的企业,使公众投资者可以参与其成长收益的分配,这样既可以减少创业板上市公司超募资金的情况,也可以将资金用到有需求的地方,将证券市场的定位从对上市公司的“锦上添花”转为“雪中送炭”。

2. 建立完善的退市制度。纽约纳斯达克的创业板市场有着活跃的优胜劣汰机制,退市机制是纳斯达克一条主要的生命线。由于我国创业板市场退市制度的缺失,投资者丧失了最基本的风险意识。建立退市制度可以使那些不顾风险提示的非理性投资者不再存有幻想;对于创业板上市公司来说,可以时刻提醒公司将精力放在提高公司的竞争力上,真正实现公司的快速成长。

3. 建立创业板保荐人对公司业绩负责制度。目前,从我国创业板新股发行上看,发行价格越高,承销商收入也越高,缺乏对承销商的管理机制。倘若实施保荐人对上市公司业绩负责制度,把责任主体明确到中介机构,将对创业板市场上的风险分担、专业定价及流动性起到积极作用。

4. 适当延长创业板上市公司原始股东的解禁期。为了防止有关管理人员辞职买股票套利的行为,需要出台相关规定,在创业板市场价格体系未理顺之前,创业板原始股东应当暂停其股票大幅度的流通。

5. 创业板公司应建立长期有效的风险应对管理方法。为应对投资风险,创业板公司在投资方向的决策上应面对主业发展,着力增强成长性、增进自主创新能力、提升核心竞争优势等,最大限度地降低投资风险,实现预期投资效果,提高企业盈利水平。

6. 投资者要学会合理地投资创业板市场。投资者要提高投资的风险意识,不要盲目跟风。通过各种渠道了解公司的业务模式;在分析公司财务报表数据的同时,时刻关注国家的产业政策和发展战略;在明确公司对市场依赖程度的基础上,注意考察公司的稳定性和持续盈利能力。

主要参考文献

1. 刘娟.创业板公司高超募率的原因分析及对策思考.财会月刊,2011;5
2. 石五学,武鹏.我国股市市盈率变动区间的合理性考虑.财会月刊,2011;6
3. 王东辉.创业板上市公司财务风险的应对探讨.商业会计,2011;4
4. 林禄生.浅谈创业板企业三高发行下财务风险应对策略.新会计,2010;1