

新形势下股份缩水现象分析

丁 俭

(盐城工学院工商管理系, 盐城 224003)

摘 要 自1999年5月19日以来,中国股市经历了一段时期的恢复性上升,国家的宏观经济形势和经济政策也有了很大转变。就当前的新形势下,我国的新股发行过程中,究竟是存在“股份掺水”,还是存在“股份缩水”;其产生的原因是什么;有什么样的危害;以及如何治理等作了较为深入的分析研究。

关键词 股票 股份掺水 股份缩水 市盈率

分类号 F83

笔者曾于去年发表《如何对待股份掺水》一文^[1],分析了“股份掺水”产生的原因及其带来的危害,并提出了一系列的防治方法。时隔1年,国家的宏观经济形势发生了很大变化,货币政策和财政政策也有了很大的转变,人民币存贷款利率连续7次降低,最近全国人大通过了开征利息税的议案,不日将付诸实施,股票发行方法也进行了重大改革。在当前的新形势下,如何看待股份发行过程中的“股份掺水”现象,又是一个值得研究的课题。

1 目前我国新股发行价格的确定方法

目前我国的新股发行定价方法仍采用“市盈率乘法”,即:

发行价 = 每股税后利润 × 发行市盈率 (1)

但具体的定价方法,已经经历了多次变化。

对于每股税后利润的计算方法,中国证监会在证监[1996]12号文件中曾作出规定,要求用过去3年的平均税后利润除以总股本,作为每股税后利润,并据此确定新股发行价。这个规定排除了人工预测的主观不确定性,但毕竟这种方法与资产价值理论是不相符的^[2]。因为资产的价值取决于其未来的而非过去的获利能力,以过去代替未来,并不总是正确的。所以,证监[1997]13号文对股票发行定价方法又作出了新的调整,规定:每股税后利润 = 发行前一年每股税后利润 × 70% +

发行当年摊薄后的预测每股税后利润 × 30%,这是对过去的和未来的收益情况的折衷。证监[1998]8号文件改用发行当年的预测每股税后利润作为每股税后利润,计算方法为:每股税后利润 = 发行当年预测税后利润 ÷ 发行当年加权平均股本,这种方法与资产价值理论较为吻合。

对于发行市盈率,已经突破了“不超过15倍”的限制,目前的发行市盈率一般在18倍左右。

2 目前在股份发行过程中是否存在“掺水”现象

上述新股发行价格的确定方法,来自于资产价值理论的简化模型:

$$W = \frac{R}{r} \quad (2)$$

式中:W为资产的价值,R为资产的预计未来收益,r为市场利率。

若以市盈率K代替1/r,便可得

$$W = R \times K \quad (3)$$

这正是公式(1)的理论依据。

人民币连续7次降息以后,市场利率已从降息前的两位数,降到了目前的2.5%左右,虽然银行降息是政府行为,但基本反映了市场规律。因此,目前的股市平均市盈率在40倍左右,属于较为合理的范围。考虑到新股的顺利发行,防止承销商大规模被套,新股的发行市盈率为15~30倍应

属于合理的范围。

目前的新股发行市盈率一般取在上述区间的下限左右,属于比较保守的范围,远低于市场平均市盈率。因此,我们可以得出结论:目前的新股发行已经不存在“掺水”现象,相反,却存在着一定程度的“缩水”。

3 从“掺水”转变为“缩水”的原因

首先,人民币利率的连续降低是上述转变的主要原因。

公式(3)的成立,是以发行市盈率 K 代替 $\frac{1}{r}$ 才得到的结果。因此,按照资产价值理论,发行市盈率的取定,应当以市场利率为依据。在人民币降息以前,当时的市场利率水平为 12% 左右,而发行市盈率可以达到 15%,发行市盈率高出当时的市场利率标尺 $\frac{1}{r}$ 约一倍,而现在的发行市盈率却远低于市场利率标尺 $\frac{1}{r}$,只相当于其一半还不到。这样巨大的悬殊变化是造成新股发行市场从“掺水”转变为“缩水”主要原因。

其次,国家对新股发行工作进一步规范,提高了盈利预测的科学性和准确性,消除了过去存在的过高估计盈利预测的现象。

中国证监会在 1997 年 9 月发布的证监[1997]13 号文件中对新股发行的盈利预测工作进行了规范。要求坚持实事求是,不要过高估计预测利润,更不能弄虚作假,否则,凡年度报告利润实现数低于预测数 10%~20% 的,发行公司及其聘用的注册会计师应在股东大会及指定报刊上公开作出解释,发行公司应向投资者公开致歉;凡年度报告利润实现数低于预测数 20% 以上的,除要公开作出解释和致歉外,将停止发行公司两年内的配股资格。上述规定的实施提高了盈利预测的科学性和准确性,在很大程度上消除了过去在新股发行过程中的弄虚作假、过高估计盈利预测的现象。而过高估计盈利预测是导致“股份掺水”现象的重要原因之一。但同时也应当看到,由于上述文件规定,只对过高估计盈利预测作出处罚,而没有对过低估计盈利预测的处罚。因此,一些上市公司及其聘任的注册会计师,为了免遭处罚,在作盈利预测时偏于保守,从而过低地估计盈利预测。这种现象,也导致了发行价格定得过低,造成“股份缩水”现象的发生。

4 “股份缩水”现象的危害

“股份缩水”现象与“股份掺水”一样,如果任其在股票发行市场长期普遍存在,将对我国证券市场的长期稳定发展带来不利的影响,具体表现在以下几个方面:

首先,由于发行价格过低,使得一级市场与二级市场的价格差距过大,新股申购几乎稳赚不赔,从而造成一级市场的无风险、高回报,吸引大量资金参与其中,而大部分申购资金,上市即抛,很少回流二级市场,导致高达数千亿的巨额资金长期云集于一级市场,造成一级市场的虚假繁荣和二级市场资金严重“失血”,尤其在股市低迷时,有更多资金躲进一级市场这一避风港,造成二级市场资金更为严重的“失血”,加剧了股市动荡。这些资金只在金融市场之内空转,不能转化为生产建设投资资金,对国民经济的增长没有贡献。

其次,由于一级市场的无风险和高回报率,在一定程度上抵消了降息的作用。

为了刺激国民经济的发展,有效拉动国内需求,防止通货紧缩,中国人民银行已经连续 7 次降息。降息措施在一定程度上达到了储蓄分流的目的,缓解了银行存款余额不断上升的压力,对于促进消费、扩大内需起到了一定的作用。但是,由于一级市场“无风险、高回报”的特点,使其成为一个收益率远高于银行利率的“股市银行”,从而对冲了银行降息所期望达到的促进消费、扩大内需、拉动经济增长的作用。

第三,“股份缩水”损害了上市公司的利益。同时也侵害了投资者的利益。

过低的发行市盈率使得新股的发行价格远低于其价值,导致其所募集的资金大幅减少,直接损害了上市公司的利益,违反了公司法所确立的“公平”原则。而这些被损害的利益并没有转移到真正的投资者头上,而是被一级市场的申购专业户所吞食,从而助长了这种食利阶层的进一步发展。

5 提高发行市盈率是治理股份缩水的有效办法

价格必须以价值为基础,股票作为一种虚拟资本,其价值取决于其预期未来收益和市场利率。市场利率的高低,直接影响股票的价值。发达国家较为成熟的股市对于利率的变化都极为敏感,利率上升,则股市下跌;反之,利率下降,则股市上

涨。这对于公式(2)是个很好的验证。由于我国股票市场起步较晚,受长期的计划经济体制的影响,市场发育尚不成熟。股市的升与跌,主要受政策控制,对市场利率的变化则较不敏感。但是,随着我国市场经济体制的不断完善,股票市场的日臻成熟,股票价格对于利率的敏感性将越来越明显,这是由资本价值理论所决定的。因此,我们在确定新股发行价格时,应当依据公式(2),参照市场利率 r 来确定发行市盈率。具体地说,发行市盈率应当略低于市场利率标尺 $\frac{1}{r}$ 。高成长性的高科技公司,其发行市盈率可以定得略高一些,而对于成长性一般的公司,则可以定得略低一些。这是因为,资本的价格取决于其预期未来的收益,而不是过去的或现在的收益。公式(2)是一个简化的模型,它只在这样的假设下成立:未来每年的盈利能力都与现在的盈利能力相等。

以最近发行的新股云南红河光明为例,1999年该公司预测加权平均每股税后利润为0.324元。不考虑预测误差,在盈利能力不变的假设下,该股的价格约为 $p = \frac{R}{r} = \frac{0.324 \text{ 元}}{2.5\%} = 12.8 \text{ 元}$,考虑到新股的顺利发行,再考虑到各种风险因素,保守地说,该股的发行市盈率应当在20倍左右,这样,该股的发行价大约为6.48元。以发行新股2000万股计,公司可获募股资金1.296亿元。而在实际操作中,发行市盈率取为16.78倍,发行价为5.44元,实际获得募股资金1.088亿元,比前述可获募股资金少了2080万元,这对于一个资产总额只有9100万元的公司来说,无疑是一个不小

的数目。对于投资者而言,以发行成功后的总股本5056万股计,每股受到的权益损失为0.41元。

近一段时期以来,国家决定实施更加积极的财政政策和货币政策,连续出台了继续扩大政府投资、提高出口退税率、征收利息税、消费信贷等一系列利好措施。自证券法正式实施以后,我国证券市场进一步规范,为今后的大发展奠定了良好的基础。特别是中国证监会近日刚出台的《关于法人配售股票有关问题的通知》,使得法人参与一级市场配售和二级市场投资的行为合法化,进一步扩大了股市的资金面,解决了长期困扰我国股票市场的资金面不足的问题。一般法人和战略投资者参与超级大盘股的一级市场配售,为一级市场提供了较为充裕的资金保障,在一定程度上解决了超级大盘股发行困难的问题,这对于股市是一个重大利好,必将促使我国的证券市场迈入一个新的发展阶段。同时,随着股市规模的不断扩大、证券投资基金的逐步建立和券商规模的日渐壮大,我国股票市场已经初步进入了与市场经济体制相适应的发展阶段,股市行情基本能够反应宏观经济状况,股票的投资价值越来越被人们所重视,理性投资观念日渐深入人心。在此背景下,笔者认为,进一步提高发行市盈率的时机已经成熟。

当然,提高发行市盈率,并不意味着实行一刀切,提高所有新股的发行市盈率,而应当提高发行市盈率的上限。对于高科技、高成长性的股票,应当允许较高的发行市盈率,并且比一般的股票有一个较大的差距。这对于治理我国新股发行过程中的“股份缩水”现象,是一个行之有效的办法。

参 考 文 献

- 1 丁俭,赵敏,毛春梅. 如何对待股份掺水. 经济与管理研究, 1998(6): 55~58

Reconsideration on Mixing Water into Stocks

Ding Jian

(Department of Industrial and Business management Engineering
of Yancheng Institute of Technology, Yancheng 224003, PRC)

Abstract After the market of 5.19, chinese stock market experienced a period of rise. The status and policies of the micro economy have changed remarkably. In the process of new-stocks-publishing, are the stocks over-evaluated, or on the other hand, under-evaluated? What are the causes of it? What are the harms? How to prevent it? The article analyzed in details the problems mentioned above.

Keywords stocks; stocks-under-evaluated; price-to earnings ratio