

A股市场估值整体偏高 上市公司增减持脱离Q值

中国上市公司研究院

6月中旬股市暴跌以来,上市公司纷纷加大了股票增持的力度,与6月之前的减持潮形成了鲜明对比,这一现象与经典的托宾Q理论相吻合。然而,本文追溯A股市场近年来的股东行为和投资行为,发现这种吻合并不是常态。

“托宾Q值”是什么?

托宾Q值是美国经济学家、诺贝尔经济学奖获得者托宾在上世纪60年代提出的上市公司价值评判指标,在判断上市公司内在价值、分析股东行为方面有着重要应用。

Q值即为上市公司市场价值与资产重置成本的比值。在计算这个比值时,我们将公司看作一个包括负债在内的整体而非仅仅是权益资本。由于流通股与非流通股代表的价值不同,我们将其分开计量。此时,公司市场价值=期末流通市值+非流通股股数×每股净资产+负债。企业重置成本则用总资产代替。

托宾Q值大于1,说明公司创造的价值大于投入资产的成本,是“财富创造者”;反之,若Q值小于1,则表明公司是“财富缩水者”。随着股价上升,托宾Q值不断增加,表明投资者此时看好公司未来的发展前景,愿意支付高于公司资产的价格购买公司股票,认为公司未来具备更加良好的成长性。

从公司估值的角度看,托宾Q值的实质是金融资产与产业资产之间的一般均衡。当Q值大于1时,表示企业价值被高估,企业更愿意减持金融资产或发行股票进行融资,投资新设备也将增加,从而带来产出的增加,资金将从金融市场流向产业市场;当Q值小于1时,表示企业的价值被低估。此时,公司更愿意回购股票,投资金融产品。

A股市场中,由于对市场的成长性有普遍预期,溢价应该普遍存在,因此,Q值的均衡点通常大于1。但针对不同行业、不同市值的企业成长性预期的差异,Q值的均衡点也会不尽相同(见表1)。

以2015年10月14日为例,当日全市场整体Q值为1.086,其中日常消费、信息技术、医疗保健行业的整体Q值都在2倍以上。相比之下,金融、能源行业的Q值还不到1倍。金融、能源行业中不乏体量、市值高的大型国有企业,企业和行业规模已成熟稳定,成长空间有限,未来成长性不如新兴行业,其Q值偏低也在意料之中。

此外,金融和能源行业的资本结构也对Q值产生了影响。能源行业的固定资产高,而金融行业的资产和负债本身就具有特殊含义。以银行为例,资产中包含了吸收的贷款数量,负债中包含大量存款金额。资产负债的特殊性使金融行业的Q值与其他行业丧失了一定的可比性。加之金融股在A股市场权重较高,为不影响对A股市场整体规律的分析,下文分析中将排除在外。

主板创业板Q值边界反差大

界定Q值边界及合理位置有助于投资者对市场所处阶段做出判断和对股东行为做出解释。本文采用上证指数在2007年之后表现出极端值和特殊值的日期进行Q值边界的计量(见表2)。

在2007年10月和2015年6月上上证指数两次创下高点时,沪市非金融股市场的整体Q值介于1.6至1.7之间,仅比上证指数在2008年10月最低点时的Q值高出60%。由此看来,相比于指数的剧烈震荡,沪市非金融股市场Q值的变动显得相当稳定。深市主板的Q值变动区间略大于沪市,但Q值顶部最高值小于2.1,表明深市主板企业的估值同样没有随指数大幅波动。

相比之下,中小板和创业板Q值变动区间偏大,上限边界偏高。在本轮牛市的最高点6月12日,创业板的Q值已高达5.2,是2012年年底创业板行情刚刚起步时的5倍。

主板的Q值区间变动小,一方面反映出主板股票二级市场的估值水平

与产业估值没有过分偏离;另一方面也与主板股票的资本结构有关。而主板资本结构的显著特点在于,沪深主板市场的总体资产负债率高达61.9%。相对而言,创业板公司的平均资产负债率仅有35.75%。由于负债的市值相对稳定,所以二级市场的波动对主板企业价值的影响被降低,Q值的波动性也相应下降。

除了负债比例,限售股也是影响Q值计算结果的重要因素。按照Q值的计算规则,非流通股的价值主要取决于净资产,不受股票在二级市场市价变动的影响,从而使Q值变动的敏感性降低。

考虑到未来限售股解禁的情形,表4列示了市场全流通假设下的Q值边界。忽略限售股流通对股价带来的影响,在股份全流通情形下,主板的Q值上限达到3.1,而此时创业板的Q值上下限分别为8.0和1.9。根据格隆在《托宾Q的边界——一个判断A股与港股底部的好指标》一文中的测算,港股市场的托宾Q值的上下限分别在2.6倍和1.7倍。相比之下,A股市场Q值波动大,情绪化严重,二级市场高估值特征十分明显。

A股公司增减持与Q值背离

通常认为,由于信息不对称,产业资本对企业估值偏离的反应更为敏感。依照托宾Q理论的描述,当Q值偏高时,企业价值被高估,企业将减持金融资产,资金从资本市场流入产业市场。反之,当Q值偏低时,企业认为公司价值被低估,此时便会增持股票或进行股份回购,增加金融市场的资金,从而维持资本市场和产业市场的平衡。然而,通过对A股市场过去几个时期的增减持数据的统计,我们发现A股市场中大股东的增减持行为与托宾Q理论所描述的情形相去甚远(见表5)。

在对2007年以来的A股的三阶段暴涨、三阶段暴跌和一阶段持平时期的统计中显示,仅有在今年6月下旬开启的暴跌行情中,上市公司的增持事件数量和增持金额明显超过减持事件。这其中监管层鼓励上市公司大股东、董监高增持的政策功不可没。纵观其余各时期,上市公司减持事件的频率都明显高于增持。在2007年10月下旬开启的一年暴跌行情中,上市公司减持事件反而比增持事件多出一倍,金额高出4倍之多,托宾Q理论在A股市场的应用似乎受到了一定的挑战。

客观上,上市公司大规模减持的背后与中国资本市场的特殊国情有关。一方面,上市公司高管和大股东持有的限售股是分批逐渐解禁的,一到时间会引发部分股东套现的需要。而这种套现似乎与公司估值关系不大,而是否到解禁时间点成了最主要的考量因素。另一方面,2005年开启的股权分置改革也加速了国有股转让、减持与流通的过程,增加了上市公司股份减持事件的数量。

除开客观因素,A股市场长期大规模减持背后也折射出产业资本对于股票二级市场估值的悲观。总体而言,A股市场长期处于整体市盈率偏高、估值偏高的状态,即使是在指数徘徊于低点时,市盈率也高于同时点香港恒生指数水平(见表6)。过高的溢价使市场和产业资本对于股市的下行边界失去客观判断,过长的熊市周期也使得不少产业资本对股市失去信心,即使在低位减持也在所不惜。

随着股权分置改革的完成和 market 估值的理性回归,企业的增减持行为也势必会更加理性。理论上,企业的增减持行为代表着产业资本对二级市场估值的反应,产业资本的行为往往能更好地预示股票在二级市场的走势。但这些都是有条件的。而A股市场表现出的差异性正好说明了相关条件的缺乏。

A股公司投资变动不受Q值影响

A股市场上市公司决策的非理性也可从Q值和企业投资的关系中观察出来。托宾Q理论认为,当Q>1且不断增大时,企业的市场价值大于其

重置成本,企业通过发行股票的方式进行低成本融资购置新设备是有利可图的,此时企业会增加投资;当Q<1且不断缩小时,企业的市值小于其重置成本,企业通过收购兼并等方式直接获得资本更为有效,投资需求降低。

为验证Q值对上市公司投资行为影响理论在A股市场的有效性,我们选取2007年以来的沪指单向上升、下降以及横盘的时间区间来测算全市场投资变动情况,区间长度为1年。投资金额用固定资产投资期间变动值近似替代。

历史数据显示,A股市场上上市公司的投资需求与二级市场涨跌幅并无相关关系(见表7)。即使是在单边下跌行情中,投资支出依然在持续增加。在2014年7月至2015年6月间的牛市行情中,指数翻倍上涨,然而固定资产投资额仅上涨了10.43%,增幅尚不及熊市中的上涨比例。

投资行为的Q值失效在一定程度上是A股市场Q值整体偏高导致的结果。A股市场整体Q值长期以来大于1,二级市场估值高企,这使得无论在何种行情下发行新股都能获得不错的溢价,利用新股发行的融资额进行投资都变得有利可图。在这种情形下,企业进行投资决策将更多地依赖于业务实际需要,在时点的把控上对Q值依赖程度降低。

另一方面,中国上市公司的融资渠道并非完全依赖于股票融资,对于国有企业、高新技术企业、符合要求的特定行业企业等,政府都会给予一定的财政补贴。此时,二级市场的股价波动对企业的投资决策将不再产生影响。

结合上市公司增减持情况和投资情况来看,中国上市公司的股份变动以及投资行为都有非理性的成分。在过往的A股市场,减持大部分时期都占据主导,与Q值变动无关,低位减持后企业将获得的资金用于产业投资,进一步加剧了金融资本与产业资本的不平衡性。当股市下跌,Q值逼近下限临界点时,上市公司理性的做法应是增持股票,保持金融资本和产业资本的平衡,同时减少投资,以并购等方式代替,进而降低投资成本。

Q值边界的历史经验能很好地帮助我们判断市场所处的位置,对二级市场的投资具有指导意义。当Q值逼近上限边界时,产业资本减持行为加速,股票见顶信号明显,反之,Q值见底、产业资本纷纷增持是股市反转的重要信号。

虽然在现有的A股市场中,托宾Q理论对解释企业行为还有很大的局限性,但随着市场和企业行为日趋理性、企业投资效率的提高,上市公司的增减持行为会真正起到反映产业资本估值意愿的目的,对行情走势做更好的预判。

(助理研究员 范璐媛)

注:Q值边界基于2007年10月至2015年9月期间市场Q值变动估算。

表1: 2015年10月14日各行业Q值

全市场	1.086	可选消费	1.716
金融	0.992	能源	0.972
材料	1.409	日常消费	2.151
工业	1.42	信息技术	2.721
公用事业	1.225	医疗保健	2.945

图1: 上证指数走势图

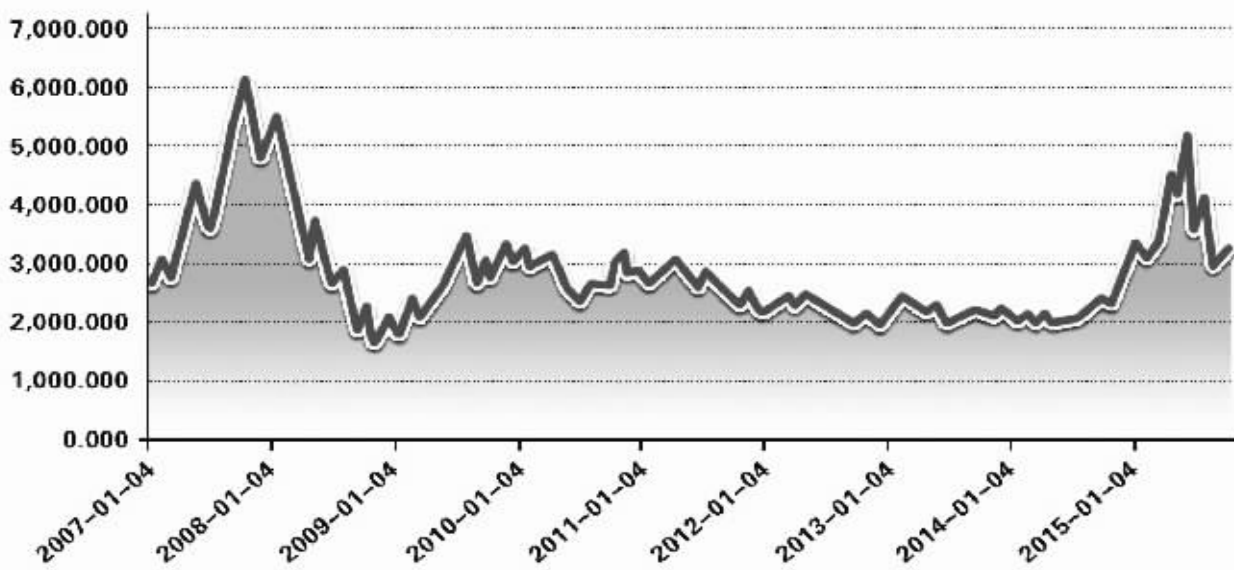


表2: A股市场托宾Q值

	2007/10/16	2008/10/28	2013/7/2	2014/7/21	2015/6/12	2015/10/14
上证指数收盘价	6092.06	1771.82	2006.56	2054.48	5166.35	3262.44
Q值-全市场非金融	1.795	1.04	1.131	1.159	1.935	1.477
Q值-沪市非金融	1.681	1.015	1.06	1.061	1.664	1.288
Q值-深市主板非金融	2.071	1.105	1.169	1.17	1.861	1.471
Q值-中小板非金融	2.187	1.215	1.538	1.699	3.402	2.388
Q值-创业板非金融	-	-	1.869	2.39	5.196	3.408

表3: Q值边界

	低值	高值
Q值-沪市非金融	1.0	1.7
Q值-深市主板非金融	1.0	2.1
Q值-中小板非金融	1.2	3.4
Q值-创业板非金融	1.1	5.2

表4: 股份全流通下A股市场Q值边界

	低值	高值
Q值-沪市非金融	1.0	3.1
Q值-深市主板非金融	1.2	3.1
Q值-中小板非金融	1.5	4.4
Q值-创业板非金融	1.9	8.0

表5: 不同时期A股增减持事件

	沪指区间涨跌幅 (%)	增持公司数量	增持市值 (万元)	减持公司数量	减持市值 (万元)
2015年7月-2015年9月	-38.34	1203	9,908,585.72	68	1,278,371.76
2015年3月-2015年6月	35.42	183	1,190,150.86	1073	36,386,124.32
2014年11月-2015年2月	36.21	194	4,584,780.04	841	16,400,600.54
2014年7月-2014年10月	18.05	102	974,147.40	725	7,444,213.87
2013年7月-2014年7月	2.76	348	6,116,004.73	983	14,080,680.24
2009年8月-2010年7月	-46.89	216	1,151,414.12	620	6,777,908.15
2007年11月-2008年10月	-71.63	243	804,818.38	490	5,315,922.66

表6: 上证综指与恒生指数市盈率对比

	2007/10/16	2008/10/28	2013/7/2	2014/7/21	2015/6/12	2015/10/13
上证综指	55.0264	13.4927	9.941	9.0986	22.9754	14.7492
恒生指数	22.2803	7.9482	8.8666	9.3604	11.0132	8.8221

表7: 不同时期A股固定资产投资变动

	沪指区间涨跌幅 (%)	固定资产投资额增加的企业数量	固定资产投资额减少的企业数量	固定资产投资总变动额 (元)	固定资产投资额变动比例 (%)
2014年7月-2015年6月	108.84	1500	1012	948,888,253,495.22	10.43
2013年7月-2014年6月	3.49	1599	860	936,360,455,765.37	11.63
2009年7月-2010年6月	-18.96	888	686	970,516,084,828.86	22.93
2007年10月-2008年9月	-58.69	789	675	414,022,838,571.31	14.43

数据来源:上市公司半年报和季报

范璐媛/制表 官兵/制图