

什么因素推动了创业板估值泡沫

董 灿 郝雯慧 伍小红

(北京工商大学商学院 北京 100048)

【摘要】本文分析了影响创业板估值泡沫的四个主要因素,包括政治关联、机构投资者参与、投资者情绪和相关制度,并指出影响创业板估值泡沫的根本因素在于我国相关制度的不完善。

【关键词】创业板 估值泡沫 影响因素

一、引言

我国创业板自2009年10月起正式推行,到现在已经4年多了。创业板自开板以来,一直存在着高发行价、高市盈率、高额募资的“三高”问题,严重损害了二级市场投资者的利益。IPO的估值泡沫一直困扰着我国资本市场的发展,同时备受社会各界的非议和谴责。独立投资分析人士丁峰在《上海证券报》的评论中谈到,截至2014年4月底,我国创业板整体的市盈率已经接近60倍;某些龙头股票

如乐视网、掌趣科技、智飞生物等估值已达100倍以上。基于PEG(市盈率相对盈利增长比率)理论,当一个公司的市盈率达到60倍的时候,其利润增长率不应低于60%,而去年这一数据仅为20%;对于市盈率为100倍的公司,其利润增长率就要翻倍,而就目前而言,这些公司很难达到这一增长率。创业板到了谈估值的时候了。

二、什么因素推动了创业板泡沫

创业板确实存在着很大的泡沫,那么究竟是什么因

$$17.7 \times (1 - 0.989) + 12.4 \times 0.989 = 12.4583$$

$$17.7 \times (1 - 0.989) + 23 \times 0.989 = 22.94$$

以此预测值即可以填补缺失的数据。

4. 算例结果分析。比较A组和B组的均值12.4和23,发现根据Buhlmann信度模型填补的A组的缺失数据12.4583和B组的缺失数据22.94分别与其均值非常接近,因此,缺失数据Buhlmann信度填补法与缺失数据均值填补法一样具有实际使用价值。

从以上计算过程可以看出,相对于全体数据而言,分组后的子样本由于选择了近似的观测数据导致数据组内部的差异降低了,即组内部数据的波动性减小了,相对于较大的波动性而言,较小的波动性意味着有助于做出更为准确的预测。另外,由于分组过程中增加了不同数据组之间的差异信息,将此信息引入了预测值的计算也是充分利用了原始数据的信息。综合分析可以认为,引入方差的信度因子的Buhlmann信度填补技术比单纯利用观测数据集中程度的期望类填补法更有效。

四、结论

数据缺失问题经常出现在调查研究中,但是作为管理信息系统的会计信息研究中数据缺失问题被忽略了。由于会计信息失真问题造成的潜在经济损失难以估量,因此,采用科学、合理的方法对失真会计信息进行修正具

有重要的实际应用价值。外国研究者对数据缺失问题的研究源于纠正美国的社会保险错误,此后,研究者们提出了最近似值替换缺失值的方法以及贝叶斯网络、神经网络、k-最临近分类、粗糙集等理论。

针对数据缺失类会计信息失真问题,本文提出使用Buhlmann信度思想把预测值作为缺失值进行缺失数据填补,相对于均值类数据填补技术而言,该方法由于使用了数据离散程度的信息而提高了填补精度,能够对数据缺失类会计信息失真问题产生有效的修正,丰富了缺失数据的填补技术。

【注】本文为江苏省高校哲社课题“江苏省建立符合公共财政体制和现代大学制度的高校财务管理体制和工作机制研究”(编号:2011SJA630013)的阶段性研究成果。

主要参考文献

1. 肖争艳.精算模型.北京:中国财政经济出版社,2010
2. 钟黄聪.会计信息失真的重新定义与分类.财会月刊,2011;2
3. 沐守宽,周伟.缺失数据处理的期望——极大化算法与马尔可夫蒙特卡洛方法.心理科学进展,2011;19
4. 武森,冯小东,单志广.基于不完备数据聚类的缺失数据填补方法.计算机学报,2012;35

素推动了创业板的泡沫呢?

1. 政治关联。企业政治关联是指企业高管与拥有权力的政府部门、军队、其他组织或个人之间的显性或隐性的关系,而这种联系对企业的经济活动会产生一定的影响,这是一种世界性的普遍现象。这些企业多集中在民营企业(目前我国创业板上市公司的绝对主流就是民营企业),政治关系对民营企业来说尤为重要,因为它可以作为不完善的正式制度支持的替代。民营企业高管如果具有一定的政治关系,则能够帮助民企打破政府管制壁垒,顺利进入政府管制行业,增强竞争力,成功实现经营扩张。此外,当民营企业拥有较强的政治背景时,股评分析师及社会一些媒体的言论也会受其影响。这些将最终推动创业板上市公司在IPO或上市后产生估值泡沫。同时,国外学者的研究证实,企业高管政治关系在全球企业中普遍存在。这些不得不让人联想到政治背景给企业带来业绩之外的好处。

2010年8月,深圳市大富科技通过首发申请,从股份制改造到上市只用了八个月时间,创造了从改制到成功过会的最短时间纪录,其发行市盈率为58.24倍;同年9月,深圳市瑞凌实业从上市申请到通过创业板发行审核仅用了4天,其发行市盈率为98.72倍。这两家企业的闪电上市和超高的发行市盈率皆得益于深圳市富海银涛创业投资有限公司董事长兼总经理武捷思的帮助。武捷思有很强的政商人脉,曾任深圳市副市长并主管金融机构,后任广东省人民政府省长助理,并被委派至香港进行粤海集团的债务重组。从这个事件中,我们看到民营企业高管的政治背景确实推动了创业板泡沫的形成。

2. 机构投资者参与。机构投资者主要是指一些金融机构,包括银行、保险公司、投资信托公司、信用合作社、国家或团体设立的退休基金等组织。机构投资者的性质与个人投资者不同,在投资来源、投资目标、投资方向等方面都与个人投资者有很大差别。我国曾希望通过机构投资者的介入改善股票市场的投资者结构和证券价值发现功能,从而起到有效配置资源、减少股市泡沫、增加市场稳定性的作用;与此同时,机构投资者倡导的投资理念极大地点燃了投资者的热情,壮大了基金的规模。但是很多文献表明,机构投资者的参与反而会推动估值泡沫的产生。我国创业板目前仅有不到400家上市公司,其总市值相对于主板市场也是很低的,因此一些基金的扎堆出现可以很容易控制股价,为其基金净值排名的提升创造条件。由于“盘子小”,不少基金经理利用熟人圈子,几个基金同时买入同一家公司的股票,然后就可以不断推高股价,以获得超额收益。

创业板市场的现状也证实了这一观点。2014年2月14日创业板指数达到了1540.03,其泡沫之所以汹涌,其中

一个原因是得到基金等大额投资者的青睐。我们可以看到,截至今年1月27日,基金重仓创业板个股的市值超过700亿元,占基金所有重仓股市市值的比例达到13.5%,而创业板流通市值仅为股市总市值的5%左右,很显然,基金重仓股对创业板偏爱有加。机构投资者将很大比例的资金押在了创业板这个赌注上,可能是因为他们能够把握或者在一定程度上操纵创业板上市公司股价,从中牟利。2013年5月28日创业板指数达到了1059.00,K线五连阳,呈明显上升趋势。这其中的疯狂表现与公募基金有很大关系。凡是上升较快的股票都是公募基金重仓持有的股票,有些股票的流通股中,公募基金占50%以上,筹码几乎全部在公募基金手里。统计资料显示,在1056只中小板和创业板股票中,截至去年5月17日涨幅超过5成的有110只,其中有17只股票涨幅超过100%,这17只股票都是基金的重仓股。这足以说明,基金在一定程度上是可以控制股价涨跌的,并且通过重仓持股、短期买卖,使股价大涨大跌,从而从中攫取利润。中小投资者只能随波逐流,这样即使赚到了钱也只是碰巧幸运而已,长期来看,这种充满估值泡沫的股票必定会使众多散户们损失惨重。

3. 投资者情绪。投资者情绪是由于心理或认知上的偏差而产生的一种“基于情感的判断”,这种判断将导致对风险资产未来收益分布的错误预期。投资者情绪反映了一项资产的当前价格对它内在价值的偏离,这种偏离可能是在不确定的环境下投资者心理因素导致,也可能是其他非理性因素导致。在我国资本市场大背景下,投资者情绪对于股价的估值影响还是十分明显的,尤其是创业板市场。我国创业板市场相对于主板市场来说算是新兴产物,目前市场充满了不确定性,众多中小投资者根据股票的基本面进行理性思考或者运用软件进行技术分析,都很难把握创业板的动态。因此,广大中小投资者只是简单地根据对市场前景的好坏判断或者基于一种从众心理而做出买卖股票的决策。在这种情况下,许多投资者可能会在价格高位买入,进而使股票价格进一步上升。这样,投资者情绪就催生了我国创业板市场的泡沫。这种泡沫可能会愈演愈烈,最终破灭,投资者的钱全部圈在了资本市场。

从去年年底到今年2月中旬,创业板指数一路飙升,最高达到了1558.62点。这时许多公司的财务报表还没有公布,广大投资者对这些成长型的公司充满了期待。去年从年初到当年10月,创业板上市公司的股价一直在争议声中上涨,凭借各类题材故事,催生出一大批牛股。在这种情绪化投资中,越减持越上涨,越争议越上涨,这成为创业板的共性。投资者情绪就像一个无形的助推器,将创业板市价拉向越来越远离其真实内在价值的方向。

4. 上市制度、退市制度与监管。十八届三中全会提出

股票发行要实行注册制。这意味着现行的施行十五年的核准制将退出历史舞台。创业板在最初上市之前,就有学者提议,在创业板直接推行注册制,时至今日,由于各方面条件还不成熟,我国的注册制还是没有展开。但是,注册制是一定要推行的,因为核准制的弊端太大。依照证券发行核准制的要求,证券的发行不仅要以真实状况的充分公开为条件,而且必须符合证券管理机构制定的若干适于发行的实质条件,一般都是盈利方面的要求。这样规定的目的是防止质量差的公司上市。然而我们发现这些都是利润指标,公司为了顺利上市,很可能会进行利润操纵,从而使得该公司的业绩表面上达到证监会的要求。而证监会在审核的时候不容易或者不能完全发现申请上市公司提交材料的操纵行为。而一旦公司上市,投资者很可能轻信这些公司的报告,因为投资者会认为这些公司的材料已经被证监会“核准”了,再加上承销商为了自身利益,哄然抬高发行价格,给投资者一种重大利好错觉,从而众多中小投资者大量购入公司股票。这样,就会导致创业板上市公司在IPO时,发行市盈率过高,出现估值泡沫。

制度的漏洞带来的监管不利也会造成创业板估值泡沫的产生。近年来,一些券商利用监管的空子作出的行为令广大中小投资者蒙受损失。创业板公司上市发行表面上是市场化的产物,但实际上容易成为各种潜规则下的利益集体联合操纵的对象。创业板公司发行价越高,IPO融资额愈大,保荐券商拿到的保荐费就越高,甚至比原先预计成倍增长。一些券商甚至与拟上市企业通过财务造假等手段,制造虚假的高成长和高科技光环,前者达到获取巨额保荐费的目的;后者则通过成功上市,为今后将巨额财富套现铺路。而这也成为推动创业板泡沫的因素之一。

创业板的退市规定没有“ST”制度,只要公司连续两年亏损就直接退市。表面上,我们看到这个退市制度比主板要严格,但是该考核仍然是利润指标。只要是利润指标,公司就很容易进行恰到好处的盈余管理或者财务造假,从而躲避退市的界限。因此,这种退市制度对于创业板上市公司并不具有威慑力,至今,创业板仍然没有一家公司退市。如此,创业板估值泡沫的现象就可能长期存在。

如果上市公司或者拟上市公司的财务造假行为仅仅依靠证监会去监督,而不是依靠市场的优胜劣汰,那么这些公司是很容易浑水摸鱼的。当市场中的舞弊行为不能被发现,或是有相当一部分公司均在造假,那么其他公司就面临“囚徒困境”。随着时间的推移,越来越多的公司就会参与到造假的行列之中。那时股票的估值就充满了泡沫。我们的制度应该给拟上市的公司一个较低的平台,证监会只负责审核上市公司提交材料的真实性,而不要用盈利指标限制公司上市。这样,公司也就没有必要对业绩

进行造假,那些有潜力的公司在未来定会在市场的选择中被发现,没有实力的公司也必然被淘汰。同时,我国的创业板也应该引入残酷的退市制度。纳斯达克市场当年成功的秘诀之一就是高淘汰率,优秀企业就像沙里淘金一样是被筛选出来的。早期纳斯达克市场的退市比例很高,统计数据证明,早期纳斯达克平均每个月退市的公司超过60余家。因此,上市和退市制度的变革迫在眉睫,虽然不能靠一朝一夕就能作出改变,但是我们要积极寻找逐步改变的出路。

5. 其他因素。推动创业板泡沫的因素有很多,除了上述列举的因素之外,还有其他一些因素,比如题材炒作、风投背景等。这些也都有实例证明,但是本文认为这不是主要因素。

三、总结

自创业板上市以来,估值问题就一直存在,而现在到了重视这个问题的时候了。在以上论述和分析中,我们看到推动创业板估值泡沫的因素有多个。在公司层面,公司的政治背景、风投背景会影响估值;在投资者层面,机构投资者参与、中小投资者的情绪会影响估值;在国家制度层面,股票发行与退市制度和监管会引起估值泡沫。

这些因素对于我国创业板市场泡沫影响的环节、机理和程度各不相同,至于到底是哪种因素对泡沫的影响最为深刻和直接还有待于广大学者进一步实证检验和理论逻辑推导。本文认为,制度是导致创业板估值泡沫最为根本的原因。我国创业板与美国纳斯达克最大的不同就是制度的不同。当然,制度的变革需要相应环境以及其他各方面的因素作为支撑。美国资本市场可以算作弱式有效市场,而我国的资本市场还不能称为有效市场。在我国这个大背景下,如何推进股票发行注册制是一个难题,也是一个挑战。这需要广大学者和实践者的共同努力,我们期待我国创业板早日成熟的那一天。

【注】本文系2012年度教育部人文社会科学研究规划基金项目“创业型经济 创新商业模式与创业板上市公司信息披露战略性重构”(项目批准号:12YJAZH152)的阶段性研究成果。

主要参考文献

1. 陈见丽. 政治关系如何推动创业板公司的IPO估值泡沫. 财经科学, 2014; 2
2. 丁峰. 那些被戴维斯“双杀”“双升”的股票. 上海证券报, 2014-04-29
3. 贾明琪, 朱建华. 创业板市场股票估值方法研究. 财会月刊, 2010; 21
4. 陈国进, 张贻军, 刘淳. 机构投资者是股市暴涨暴跌的助推器吗?——来自上海A股市场的经验证据. 金融研究, 2010; 11