

■困学集

基于模型的估值不过是幻觉

经济学毕竟不同于自然科学。任何所谓科学的估价模型其实都存在各种各样的不足,而核心都在于轻视或者忽略人为因素。其实任何估价模型,最终都取决于估价者的主观判断,而恰恰是这一点带来了估值的错误。有谁能准确估算出一家公司未来永续的现金流?谁又能准确估计贴现率会随时间发生怎样变化?如果市盈率是正确的估价指标,为什么全球市场市盈率差异没有通过套利活动实现趋同?所谓的一价律为什么没有在全球经济一体化的过程中实现?

◎周业安
中国人民大学经济学院教授、博士生导师

A股市场的持续暴跌再次引发了估值之争。究竟是前期泡沫导致估值过高,从而现在表现出理性的回归;还是次贷危机和反通胀的潜在紧缩效应触发了投资者的神经,从而产生非理性的恐慌?随便翻翻财经类的报纸杂志或者上网浏览相关的评论,都可以看到各自的支持言论。经济学家向来很难达成观点的一致性,经典的评价是:十个经济学家可能出现十一种观点!这当然不是说经济学家缺乏严谨的科学研究态度,而是经济问题背后实际上是人的行为,而人的行为又取决于人本身和社会的互动关系,这要比通常的自然现象复杂得多,易变得多。最难理解的就是人本身,相信大多数人会赞同这个说法。

既然经济问题本质上还是人自身的问题,那么估值也不例外。这个判断恐怕会引起很大争议,通常的理解是,估值是基于公司价值的影响因素展开的,或者说基于公司的基本面,包括盈利能力、风险、成长性等等。表面上看,净现值法则作为估值的最基本的法则,用最简洁的模型说明了最核心的内容。无论是未来的现金流,还是贴现率,似乎都和人本身无关。许多经济学家还幻想,若能找到一种科学的方法,构建出正确的估值模型,那么就可以给估值建立一个类似自然科学所采用的客观基础,无需考虑人为的因素。许多学者坚信市盈率,坚信定价模型的底气,就是这里。

然而,经济学毕竟不同于自然科学。笔者在以前的文章中也讨论过,任何所谓科学的估价模型其实都存在各种各样的不足,这些不足的核心都在于轻视或者忽略人为因素,而恰恰是这一点带来了估值的错误。或者准确地说,基于模型的估值不过是个幻觉而已。当然,很多人会反对笔者的看法,不如让我先来剖析一下估值所依赖的两大要素吧。

首先,对未来自流现金流的估计。无论是学者还是市场人士,有谁能准确估算出一家公司未来永续的现金流?恐怕没有谁敢肯定回答。未来是不确定的,公司的发展也自然是未知的,我们只能估摸一个大概的现金流,或者能估计出近期的现金流,但谁也无法保证未来的现金流是准确的。其次,对贴现率的估计。贴现率本质上是人们对现在和未来的权衡。教科书上我们都是按照一个一成不变的贴现率来计算。但一些经济学家发现,贴现率会随时间发生变化。贴现率是个主观变量,和自身的主观偏好有关。结果我们看到,任何一个估价模型,最终都取决于估价者本人的主观判断,它可以针对公司现金流,也可以针对贴现率。

正因为如此,同样的市盈率差距,如果解读方式不同,就会得出不同的结论。而学者们又会仅仅寻找对自己观点有利的证据来推波助澜,结果就是让普通投资者无所适从,反而加剧了所谓的羊群效应。单从市盈率的国际差距看,2005年以来美国、我国香港特区和台湾地区的市盈率在18倍左右;英国和新加坡等在13倍左右;泰国在8倍左右;韩国在11倍左右;日本则在15倍以上。单凭这几个数字,能说明哪个市场的公司更具投资价值吗?假如你有一笔钱可以在国际上自由流动,你首选泰国市场还是其他市场?很多学者动辄用国际惯例来说事,判断A股市场市盈率时,总是说国际上通行18倍,要知道这仅仅是少数市场的市盈率数值,怎么能用来指代国际市场!如果按照这些学者的逻辑,那全球股市都应该向泰国靠拢才是,因为泰国股市的市盈率最低。

仅仅通过市盈率简单类比的方法显然有断章取义之嫌,并非科学的表述。正因为如此,一些公司金融学家才主张适度修正市盈率法,比如纽约大学斯特恩商学院的达摩特兰教授在其名著《投资价值(第二版)》中特意引入了PEG的概念,通过市盈率和每股盈利增长率的比例来度量那些不同成长率公司的价值。如果按照这个概念,成长率较高的公司就应该获得较高的PE。仅仅根据PE的大小来判断一个公司的价值肯定是错误的。所以我们才看到,即使在美国,不同类型的公司和行业的市盈率也不同。单看中美两国的经济增长率的差异,平均来说,为什么两国的证券市场市盈率不能有相应的差异?那些总是拿美国市场市盈率说事的学者要么是出于某种目的,要么就是忽悠国内投资者。

实际上,直到现在还极力证明A股市场上市公司价值高估的学者,基本上都是通过市盈率这种近似的估价方法来说事的,并没有真正按照现金流模型来计算。而在采用市盈率的时候,也往往忽略了增长率的差异,而仅仅比较横向的静态差距。这些学者可能从未思考过这样的问题:如果市盈率是正确的估价指标,为什么全球市场市盈率差异没有通过套利活动实现趋同?所谓的一价律为什么没有在全球经济一体化的过程中实现?想想看,日本市场和其他市场的市盈率差距多大!

我个人理解,由于国内的一些公司同时在香港市场或者美国市场上市,相应就产生了比价效应,投资者和专家学者也就自然把这两个市场的估价水平作为参照点,并假定这两个市场的估价就是正确的,那么相应的A股市场对该估值水平的偏离就是错误的。问题在于,如果说对于海外上市的大蓝筹因其成长性有限、加上所有制现状,可以给出一个相对较低的市盈率的话,那么这个参照点显然不适用大多数具有高成长性的企业。除非有谁能确定,这些高成长性的公司都和大蓝筹一样缺乏真正的成长性。而这样一来,也就相当于说中国经济未来缺乏成长性。但我想,无论是投资者还是那些专家学者,都不会下此断语。看到内在的矛盾了吧?这恰恰说明,即使是专家学者,理性总归是有局限的!他们今天可以把美国市场作为参考点,来证明唱空的合理性;兴许过段时间又可以日本市场作为参考点,转而唱多了。普通投资者不妨冷静想想,这种参考点的转换意味着什么?

■不拘一格

金融二元结构下 央行调控高难度

◎曹军新
中国人民银行南昌中心支行 高级经济师

目前,央行对银行性金融机构的资产的宏观调控变得越来越复杂和困难的一个现实背景,是在中央——地方分税制结构下,国有商业银行与地方中小金融机构因相应的政府分别对其拥有一定比例的所有权而呈现出中央——地方的金融二元结构。

改革开放以来,地方政府除了取得一定程度的财政权,还通过金融业的地方分权与中央政府分割金融租金。所谓金融租金,即政府垄断金融活动而得到的超过社会平均盈利水平的收益。中央与地方政府在处理与银行等金融关系上,大致经过了三个阶段:地方干预商业银行业务和贷款发放、大量自办投资信托、城市信用社等金融机构阶段、自办发展城市商业银行、整合信托投资公司 and 国有商业银行与地方性银行上市阶段。自此,原先高度集中的货币控制权由地方强有力的参与而出现区域金融化特征。

在当前这种二元金融结构格局下,由于各自掌握的资源权限(包括政府对银行所有权、对银行的政治与行政的管理权等)程度不同,中央、地方政府参与金融市场,尤其管理和控制银行性金融机构运行的方式和程度不同,或者能估计出近期的现金流,但谁也无法保证未来的现金流是准确的。其次,对贴现率的估计。贴现率本质上是人们对现在和未来的权衡。教科书上我们都是按照一个一成不变的贴现率来计算。但一些经济学家发现,贴现率会随时间发生变化。贴现率是个主观变量,和自身的主观偏好有关。结果我们看到,任何一个估价模型,最终都取决于估价者本人的主观判断,它可以针对公司现金流,也可以针对贴现率。

董事会是银行治理结构的核心,但随着国有商业银行上市和规模的扩大,工、中、建三家国有商业银行由国家独资变为70%至90%控股,在股权多元化、分散化趋势下,股东大会权力旁落,董事会成为公司权力中心,同时因公司经营分工不断细化和专业化,职业经理人地位不断上升,大股东与中小投资者利益冲突现象遂日益严重,公司内部人控制问题越来越突出。董事会变得越来越关注短期股价波动,而忽视宏观环境片面追求利润最大化影响银行的长期战略。

在经济内外失衡,经常项目和资本项目双顺差,流动性偏多的背景下,2003年以来,央行几乎每个季度都要对银行实行窗口指导,但随着央行不再监管银行,窗口指导的力度在下降,如央行几年来一直提出银行要均衡放款,而银行却始终在年初多放贷、集中放贷,年末少放贷、或无贷。同时,商业银行也缺乏一定的社会责任。从一些分支行的情况看,近年急剧减少和停止对弱势群体的信贷支持,如小额再就业贷款和助学贷款等的减少和停顿。

自1998年以来,许多地方政府抓住中央整治金融秩序和金融改革的时机,以增资、重组等方式整合地方性金融机构,参与、控制地方性金融机构经营管理,以实现符合本届政府区域发展的经济目标和政治目标。

随着地方“金融强省”意识的不断强化,一些地方不顾客观发展规律而片面追求规模最大,有些地方“小舢板拼成大桥”,重组中小金融机构;有些地方将地方部门资金“集中”到地方金融机构,创造条件扶持农信社升格为银行。就在地方强大的驱动以及行政级别”的激励下,不少地方中小金融机构甚至无视经营风险违规经营,如吸存指标任务与员工工资绩效挂钩、高息揽储等,在信贷投放上,逐步强化经营目标利润最大化和短期化。

在相当一段时期里,中央政府金融管理部门分支机构执行货币金融政策时要时时考虑支持地方经济发展的效果,其效果受制于地方政府某种政治上的评估。加之近几年各省(市、区)纷纷成立金融办,管理和协调其所属金融和行政辖区的金融部门,形成区域金融的行政管理中心,以及地方掌握着各种政治荣誉的授予权。因此,中央政府金融管理部门分支机构在执行货币金融政策时往往存在某种博弈的心态和行为。尤其随着央行监管职能的分离,中央在区域金融管理体系的重心出现分散和转移,群龙无首、空心化,形成以金融办为平台的区域货币行政控制中心,央行分支机构的实际地位下降,基层央行对其窗口指导的有效性被严重削弱。

如何改进央行宏观调控的外部机制,笔者今天想在此谈一点初步的思索。

首先,进一步从宪法意义上完善和明确中央政府与地方政府间处理利益冲突的规则,强调中央政府执行宪法经济规则的权威性。在更多情况下,地方政府利益及其行为有相当多是

出于本地区或集团利益而迫使他人不得不承担成本的做法。因此,每一轮宏观调控必然演变为中央与地方政府的艰难协调。要协调这种利益冲突性的矛盾,就需要依据宪法进一步协调市场经济下的中央与地方政府间的包括人事管理关系、财政金融关系、国防与治安关系和社会保障关系等在内的各种利益关系,清晰划分政府间事权财权,相应建立一系列处理各种利益关系的规则和制度,从而为中央政府独立裁决对立利益和宏观调控创造制度性基础。

其次,建立和规范监督机制。良好的机制取决于对地方官员的政治和经济激励。这要建立在和规范上级政府对下级政府的行政考察和监督机制,包括综合的政绩考核体系,强制性的信息披露和法制上的奖惩制度等人事管理和问责制度,有助于规范地方政府行为,遏制其追求只对本选区负责的而对其他地方具有负外部性的政策和行为。

其三,妥善处理好党管干部原则与尊重投资人权利的关系。在完善和明确商业银行法人治理结构中董事会、高管层、监事会、股东和利益相关人之间的关系,建立有效的激励约束机制和信息披露机制的同时,加强和完善董事会成员的培训制度和议事规则,真正把公司的经营管理权交给出资人和出资人代表。设法逐步形成职业经理人市场和相应的制度,以与未来经营收益挂钩的薪酬激励改变金融企业内“行政级别”的激励方式,肩负更大的社会责任,从而使宏观经济运行具有良好的微观基础。

■边上人语

20余年“暂行”终于行不通了

◎胡飞雪
职业投资人 自由撰稿人
现居河南平顶山市

中国30年改革开放迈向现代化的进程可谓一波三折,上升前进的主旋律中夹杂着回调反复。当个体、民营经济取得长足进展,改革重点转向国有经济领域的时候,旨在限制个体、民营经济发展的《投机倒把行政处罚暂行条例》便应运而生,时间是1986年。这个条例的出台让人们领悟到:原来对个体、民营经济,是只允许它存在而不希望它发展壮大,个体、民营经济原来还是只允许“拾遗补缺”,而不希望它去“争气”。这与国有企业争原料、争市场、争人才,这刚好反映了当时的思路仍有一半陷于僵化,思想深处还远未获得解放。

所以,当国务院不久前痛下决心废除《投机倒把行政处罚暂行条例》这一已经“暂行”了20多年的“恶法劣规”,而工商部门迫不及待地要求制定《市场违法行为处罚办法》的呼声不断高涨的时候,反对工商部门重走回头路的声音更强更多更广泛更理直气壮。最终,这一曾列入2007年国务院立法计划的项目,在今年2月出台的2008年国务院立法计划中没能出现。

笔者赞同多数法学界人士的观点,也衷心希望国务院及工商部门暂时别去制定这个《市场违法行为处罚办法》,而且至少也“暂”它个20年以上。

笔者之所以不希望出台《市场违法行为处罚办法》,其一是因为以前的《投机倒把行政处罚暂行条例》弊端太多,造成了许多负面后果。事实证明,这个条例既不利于个体、民营等弱势经营主体的正常、正当经营活动,也不符合社会主义的公平正义价值原则。其二是担心一旦出台这样的《办法》,还会造成许多新的难以预料的后果,有违建设和谐社会的战略目标。其三,政治经济学理论也不支持政府、法规对个体自由和市场自治的限制。

经济全球化以及中国的现代化进程,说到底,也就是“人类合作秩序的扩展”过程,其前提条件是人的自由的扩展。人,有法人(称谓集体、阶级)、个人之分,马克思主义政治经济学既是制度经济学,也是发展经济学,它开宗明义就表明了对制度面的关注、分析和批判,马克思主义尤其是马克思关于“人的全面发展”的精辟论述,当前尤其值得国人重新再三研读。当然,限于十九世纪的历史条件,马



别了,贝尔斯登

◎陆志明
金融学博士,独立撰稿人

创立达85年之久的贝尔斯登终难逃脱穷途末路的厄运。在宣布向美联储求援注资之后仅隔两日,摩根大通即于3月16日宣布2.36亿美元收购贝尔斯登剩余资产。这桩“闪电联姻”可能会给美国、乃至全球经济与证券市场走势带来极为深远的影响。

美联储闪电注资,旋即摩根大通闪电并购,其后所蕴藏的经济金融危机即便是局外人亦不难看出。Hinsdale Associates机构投资部门负责人保罗·诺尔特(Paul Nolte)的讲话充分披露了这一观点:大家都还记得,就在前几天贝尔斯登还宣称一切正常。因此,为什么这家公司在两天之后就表示需要联储和JP摩根提供救援融资?贝尔斯登公司如此,那么美林和Thornburg Mortgage的真实状况又会如何?

究竟是否“冰山一角”,在次贷危机尘埃远未落尽之际恐难得到明确答案。但是深入剖析贝尔斯登从荣耀到败落的过程,对未来证券市场的发展认识还是大有裨益的。

将会被作为历史名词 记录到金融教科书中

古语云:成也萧何,败也萧何”,用在贝尔斯登身上当真太贴切不过。在房地产兴盛、次级抵押贷款及其相关衍生产品风行的时期,贝尔斯登无疑是市场最为风光的宠儿,曾被投资者誉为“聪明的交易者”。作为全美第五大投资银行,贝尔斯登

在债券市场,尤其是抵押贷款相关金融产品交易方面可谓声名卓著。

作为美国债券市场的优先级交易商,贝尔斯登在抵押证券市场上扮演着“做市商”的角色。不仅自身管理大量客户的投资资产,从事大量抵押担保证券交易,同时也为大批中小型证券商提供担保和清算服务。

惜乎次贷危机爆发,公司往日引以为傲的资产迅即转化为沉重负担。先是2007年旗下两大直接投资于次贷产品的基金遭遇清盘,200亿相关资产灰飞烟灭。从而不得不寻求外部支援,其与中信证券的合作意向也就源于此。此后,虽然在美联储屡次降息与注资的刺激下,金融市场上调的速度有所放缓,但是伴随着整个金融体系对抵押贷款类、尤其是次级抵押贷款类产品的谨慎性提升,贝尔斯登的情况不断恶化。

根据美国证券交易委员会的规定,从事资产清算的公司必须要拥有足够的现金作为保证金。到3月中旬,贝尔斯登最终以应付短期流动性急剧下降的影响,不得不向美联储提出短期融资的要求。信息一公开即引起了市场恐慌性抛售,当日贝尔斯登股价收盘暴跌47%。截至摩根大通提出收购计划之际,贝尔斯登的股价已跌至4.8美元左右,距离其创下历史纪录的170美元可谓天差地别。

如果说股价的高低仅仅代表了公司的辉煌与挫败,那么摩根大通的并购计划可谓贝尔斯登的终结。用美国财长保尔森的话说:贝尔斯登将会被作为历史名词记录到金融教科书中。

三方闪电合作 将带来相当大的不确定性

正是由于贝尔斯登在抵押债券市场特殊的“做市商”地位,美联储才不得不施以援手。而贝尔斯登作为非银行类金融机构,本身无法直接从美联储那里获得短期直接融资,因而美联储不得不通过摩根大通银行间接融资。这也是美联储近年来首次向深陷危机的非银行类金融机构注资,即便是此前账面出现巨额资产减记的美林、花旗集团也主要是通过自身寻求外部战略投资者来解决流动性紧缩问题的。

虽然贝尔斯登的首席执行官在一个电话会议中曾经表示:公司管理层正在和内部投行等相关部门权衡有无其他可兼顾全盘的替代方案。然而仅仅时隔两天之后,摩根大通的超低价并购计划就付诸于世。这其中既有贝尔斯登回天乏术,更有摩根大通身兼其最大债权人、美联储为避免金融市场恐慌的“多米诺骨牌”效应而积极推进合并事宜。

然而,贝尔斯登、摩根大通与美联储之间的休戚相关带来三方未经深入思考和磨合的闪电合作,同样也为未来三方均带来相当大的不确定性。虽然摩根大通的收购价仅为每股2美元,但据相关人士分析,未来如果次贷危机进一步深入,贝尔斯登必定将出现资不抵债状况。不过,根据24日达成的新协议,摩根大通公司同意将收购价由每股2美元调高到10美元。

而对于摩根大通而言,在美林、花旗等金融巨头纷纷宁可壮士断腕,也要断然剥离与次贷相关资产之际,主动购进贝尔斯登在未来面临着相当大的风险和不确定性,所以谢国忠在接受媒体采访时预测,贝尔斯登的相关资产可能会成为未来摩根大通在抵御经济衰退时最大的隐患。而从撮合方及真正的“最终贷款人”——美联储的角度来说,它一直在扮演着市场“救火队员”的角色,其中屡次突破许多以往的监管常规限度,包括此次注资贝尔斯登。然而如此大胆连续的救市行动却并未获得市场的认同,往往降息和注资仅能应付短期流动性不足,而长期的经济状况仍处于不断恶化的状态。美国官方的言论也不断在拒绝承认衰退到认可即将衰退,再到目前的讨论衰退期将会延续多长。

至少从目前的情况来看,美联储的一系列“大胆”行动并未为其获得相应的经济政治回报。长此以往,产生不利于美联储的思想言论自然在所难免。3月18日,格林斯潘的前任、美联储前主席保罗·沃尔克(Paul Volcker)在一个谈话节目上说:美联储史无前例的举措,不仅给美联储及其声誉本身引发了真正的问题,更重要的是改变了金融系统的结构。美联储在过去从来就不是一个存放过期食物的垃圾桶,甚至潜在的不良资产都不会有,不会为了借出流动性而承担风险。