

GUOYOU GUQUAN
ZHUANRANG YANJIU
CAIWU YU KUAIJI SHIJIAO

国有股权转让研究

——财务与会计视角

潘 琰 等著



 科学出版社
www.sciencep.com

国有股权转让研究

——财务与会计视角

潘 琰 等著

科学出版社

北 京

内 容 简 介

国有股权转让是中国国有企业改革、国有资产管理、上市公司和证券市场健康发展过程中备受关注的重要问题。本书涉及国有股权转让的主要领域,并试图从新的视角,对国有股权转让定价、国有股权协议转让溢价、中国国有股权转让模式、国有控股权转让绩效、国有股权转让对公司治理的影响、国有股权与债务杠杆和投资行为之间的关系,以及国有股权转让的会计处理和相关信息披露等重要问题进行了系统的论述。在规范分析的同时,大量运用中国资本市场国有股权转让的经验数据以及典型案例对论题进行验证和剖析,并提出政策建议。

本书有助于人们深入理解该领域的理论与实践问题,为中国国有企业改革,尤其是国有股权转让的理论研究工作者和实务工作者提供理论指导和参考。

图书在版编目(CIP)数据

国有股权转让研究:财务与会计视角/潘琰等著. —北京:科学出版社, 2007

ISBN 978-7-03-020499-8

I. 国… II. 潘… III. 国有企业-股份制-研究-中国 IV. F279.241

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2007)第 173105 号

责任编辑:林 建/责任校对:李奕莹

责任印制:张克忠/封面设计:耕者设计工作室

科 学 出 版 社 出 版

北京东黄城根北街 16 号

邮政编码:100717

<http://www.sciencep.com>

双 青 印 刷 厂 印 刷

科学出版社发行 各地新华书店经销

*

2007 年 12 月第 一 版 开本: B5(720×1000)

2007 年 12 月第一次印刷 印张: 15

印数: 1—3 000 字数: 283 000

定价: 33.00 元

(如有印装质量问题, 我社负责调换<路通>)

前 言

国有股权转让一直是中国国有企业改革、国有资产管理、上市公司和证券市场健康发展过程中备受关注的重要问题。由于其涉及的问题复杂而敏感，如国有资产是否流失、国有股权交易的活跃程度、转让方与受让方之间的利益公平、证券市场的稳定与发展等诸多方面，尤其是国有股权转让定价、转让比例和转让模式等更是牵一发而动全身，所以，其变革状况成为衡量中国构建社会主义市场经济体制成功与否的关键。

中国共产党第十六次全国代表大会报告指出，“继续调整国有经济的布局 and 结构，改革国有资产管理体制，是深化经济体制改革的重大任务”，“除极少数必须由国家独资经营的企业外，要积极推行股份制，发展混合所有制经济”。这指明了中国国有企业改革、国有资产管理创新、国有资本在部分领域中退出的战略发展导向。

此后，在国有企业改革的探索过程中，中国政府为国有股权转让打开了新的政策通道，允许民营企业、外资受让竞争性行业的国有股权，并希望通过产权交易市场的国际化实现国内资本与国际产权资源的结合。近几年，国家有关部委先后出台一系列相关法规，试图规范与约束国有股权的转让行为，其中既包括《关于向外商转让上市公司国有股和法人股有关问题的通知》、《利用外资改组国有企业的暂行规定》、《外国投资者并购境内企业的暂行规定》等针对向外资转让国有股权行为的相关规定，也包括《国有股东转让所持上市公司股份管理暂行办法》、《国有单位受让上市公司股份管理暂行规定》和《上市公司国有股东标识管理暂行规定》等旨在促进国有产权有序流转，防止国有资产流失，防止“大非”通过减持操纵股价，保护各类投资者合法权益的规定。这些规定有助于建立企业国有股权交易控制机制和新秩序，在拓展产权市场合作新空间的同时，促进企业国有资产保值增值。

国有股权转让问题非常重要，而这方面的理论研究则相对薄弱。本书涉及国有股权转让的主要领域，并试图从新的视角，对国有股权转让定价、国有股权协议转让溢价、中国国有股权转让模式、国有控股股权转让绩效、国有股权转让对公司治理的影响、国有股权与债务杠杆和投资行为之间的关系，以及国有股权转让的会计处理和相关信息披露等重要问题进行探讨并提出政策建议。现将研究心得呈现给读者，希望我们的研究和探索能够在总结国有股权转让的实践经验、探索其发展规律，帮助人们深入理解该领域的理论与实践问题，进一步推动这方面的研究工作有所裨益；能够为中国国有企业改革，尤其是国有股权转让的实践提供

理论指导和参考。同时，也希望就此求教学界同仁，恳请读者提出批评和建议。

全书共七章，由本人负责研究总体设计、初稿修改和总纂定稿。初稿撰写分工如下：第一章由潘琰、李燕媛、刘秋明和黄小榕撰写；第二章由陈剑、潘琰撰写；第三章由潘琰、黄玲萍撰写；第四章由潘琰、陈罡撰写；第五章由陈雄、潘琰撰写；第六章由辛清泉撰写；第七章由潘琰、毛丽娟撰写。

另外，科学出版社的编辑同志在本书的出版过程中付出了辛勤的劳动，在此深表谢意。

潘 琰
2007年8月

目 录

前 言

第一章 国有股权转让定价方法研究	1
第一节 国有股权转让定价的基本方法及其应用	1
第二节 公允价值在国有股权转让定价中的应用	6
第三节 国有股权转让定价困惑之辨析	11
主要参考文献	17
第二章 国有股权协议转让溢价影响因素研究	18
第一节 国有股权协议转让溢价研究综述	18
第二节 国有股权协议转让溢价影响因素研究	22
第三节 实证结果分析及偏差解释	42
主要参考文献	45
第三章 中国国有股权转让模式研究	47
第一节 “深发展”的外资并购模式	47
第二节 “科龙电器”的民营化模式	54
第三节 “美的电器”的管理层收购模式	61
第四节 “TCL”的整体上市模式	68
第五节 理论解释与政策建议	75
主要参考文献	79
第四章 国有控股股权转让绩效研究	82
第一节 控股股权转让的基本理论及文献综述	82
第二节 综合评价模型的构建	85
第三节 实证研究的结果	91
第四节 实证结果的成因分析	109
主要参考文献	116
第五章 国有股权转让对公司治理的影响	119
第一节 公司治理与国有上市公司股权结构	119
第二节 国有股权转让对公司治理影响的实证研究	130
第三节 国有股权转让前后公司治理状况分析	146
第四节 实证结论与政策建议	154
主要参考文献	158
附录 1 信息披露综合指数的计算	160

附录 2	2002 年样本公司公司治理因子得分·····	162
附录 3	2001 年样本公司公司治理因子得分·····	166
附录 4	2002 年和 2001 年公司治理综合得分·····	170
第六章 国有股权、预算软约束、债务杠杆与企业投资		
——来自中国上市公司的经验证据·····		174
第一节	制度背景和假说发展·····	176
第二节	数据样本和研究变量·····	180
第三节	回归结果及分析·····	183
第四节	研究结论和政策含义·····	188
主要参考文献·····		189
附录	敏感性检验结果·····	192
第七章 国有股权转让的会计信息披露 ····· 198		
第一节	国有股权转让概述·····	198
第二节	国有股权转让的会计处理·····	204
第三节	国有股权转让的会计信息披露·····	217
第四节	国有股权转让的会计监管·····	226
主要参考文献·····		229

第一章 国有股权转让定价方法研究

在国有股权转让活动中,转让价格始终是一个高度敏感的问题,也是交易各方关注的焦点。它不仅是股权转让成功的前提和基础,而且直接涉及国有资产保值增值还是流失,转让方和受让方之间的利益是否公平合理,资本市场股价是否稳定等一系列问题。如果控制得不好,国有股权转让就可能成为民营资本暴富和外资“兵不血刃”割据国内市场的契机。

但是,国家国有资产管理局和国家经济体制改革委员会关于《股份制试点企业国有资产管理暂行规定》和中国证券监督管理委员会(以下简称中国证监会)《上市公司收购管理办法》都没有明确规定国有股转让价格确定的具体方法。虽然《股份有限公司国有股股东行使股权行为规范意见》第十七条规定“转让股份的价格必须依据公司的每股净资产值、净资产收益率、实际投资价值(投资回报率)、近期市场价格以及合理的市盈率来确定,但不得低于每股净资产值”。2001年6月12日公布的《减持国有股补充社会保障资金暂行办法》规定,国有股定价以市场方式为主。2006年底,国务院国有资产监督管理委员会(以下简称国资委)和国家财政部联合发布《关于企业国有产权转让有关事项的通知》,划定了企业国有产权挂牌交易价底线不得低于评估价格的90%。总之,无论采用哪一种方法,目前都还缺乏可操作的实施细则或标准化、量化的匡算模式。

另外,股权定价本身具有较强的复杂性、模糊性和不确定性,加上中国国有股产生的特殊背景,使得国有股权转让定价问题研究似处于“山穷水尽”之状况。为了澄清国有股权转让定价中的认识误区,减少国有股权转让定价的盲目性、限制转让交易中的价格操纵行为、保证中国国有股权转让的顺利进行,本章对国有股权转让定价方法问题进行讨论。

本章的讨论涉及国有股权转让定价的基本方法、公允价值在国有股权转让定价中的应用、国有股权转让定价中存在的误区及辨析等相关问题。

第一节 国有股权转让定价的基本方法及其应用

当前,中国国有股股权转让实践中存在多种定价方法,主要有市盈率法、净资产法和市场定价法。这些方法各有特点,但是在实际运用中又存在一定问题。

一、现行定价方法之评析

(一) 市盈率法

市盈率法是通过每股收益乘以市盈率而获得的股票价格。1999 年中国嘉陵和黔轮胎国有股配售定价采用此方法,但以失败告终。市盈率法的关键在于选定合理的市盈率和确定每股收益,如果我们对这两项指标略加分析,即可发现其存在的问题。

首先,市盈率为市价与每股收益之比,其实质是对公司未来收益能力的预期。一般情况下,收益能力强、成长性好,市盈率就高,反之市盈率就低。但究竟什么水平的市盈率算是合理的,目前并无一致的标准,即使在国外成熟的资本市场中,合理的市盈率水平也不一致。如在美国和西欧,合理市盈率水平较低,而日本合理市盈率水平较高。在中国,对于合理市盈率水平的认识至今未达到统一。中国嘉陵和黔轮胎在国有股配售定价中市盈率取的是 10,至于为什么取 10,既缺乏论证,也无理论依据。

其次,每股收益指标一般是取最近三年的平均值,但是取平均值在一定程度上会扭曲公司的盈利能力,尤其是那些收益波动比较大的公司。有学者指出,在计算每股收益平均值时,可以赋予每一年不同的权重,过去的时间越长,权重越低。虽然赋予权重在一定程度上弥补了取平均值的缺陷,但权重如何确定也缺乏依据。

此外,采用市盈率法对不同类型的公司进行评估,还会产生一定的价值偏离:对于收益成长型公司,由于该类公司初期盈利小,后期盈利大,通常会低估其股权价值;而对于收益衰退型公司通常会高估其股权价值。

(二) 净资产法

净资产法是指通过资产评估和相关会计手段确定每股净资产值,然后根据证券市场状况将每股净资产值乘以一定的倍率来确定股票价格。这种方法的优点是操作简单方便,公司每股净资产值可以从公司财务报告中取得,只要财务报告是合规的,那么就可以用当期(或前期)的每股净资产作为国有股定价的基准。由于每股净资产一般低于市价,所以按净资产定价有利于降低整体市盈率水平,降低市场风险,有利于市场承接更多的国有股,从而加快国有股转让的进程。但也应当注意到,该法在应用中,根据不同的计算依据,净资产值可分为账面价值、重置价值和清算价值。选择不同的计价基础时,可能产生不同的问题,主要有:

首先,账面价值是历史成本,反映的是公司以前投资及盈余的积累,而公司的真实价值却体现在未来盈利即创造现金流的能力上。两者既不会相等,也不会

有一个固定的比例关系。此外,账面价值通常不包括公司的各种无形资产,对于一个现代公司而言,其拥有的品牌、技术、竞争能力等,通常比有形资产更为重要,历史成本作为计价基础的局限性显而易见。

其次,重置价值和清算价值通常通过资产评估来确定,以现有评估方法和程序产生的结果作为现实产权交易定价的基础或依据,其合理性也值得推敲,主要原因是:

(1) 从评估方法层面上看,重置成本通常表示在本期重置或重建(Reproducing)持有资产的成本,严格说它有五种不同的涵义^①,现实生活中很难找到与原持有资产完全吻合的重置(或重建)成本,在计算上也缺乏足够可信的证据。

(2) 清算价格法是一种能根据不同市场交易状况决定价格的评估方法,它在正常情况下没有多大的现实意义,只能表示转让方在非自愿或被迫处置资产情况下转让资产的价格。在实务中,这种方法的应用受到严格限制。

(3) 由于每种评估方法都有其自身无法克服的缺陷,加上评估本身带有一定的主观性,它取决于评估者的预期和判断,个人的思维方式、知识结构以及所掌握的信息等,即使是同一评估机构,不同的评估人员对同一评估对象的评估结果都有可能存在很大差异。

(4) 资产评估本身存在这样一个前提:评估是应市场厚度较小、缺乏所需要的资产交易信息之需而产生的。但在实际评估操作中,往往又假定了一定的市场厚度,在此基础上“模拟”市场从而得出交易双方均可接受的公允价值^②,这种“模拟”结果必然难以适应各种不同的市场情况,也是评估本身无法逾越的局限。

再次,净资产可以反映历史和现状,却不能反映未来。简单规定以净资产作为交易基准,实际上兼有行政定价和垄断定价的双重色彩,可能违背市场规律。市场成交价应该是转让方与受让方讨价还价的结果,虽然公司净资产值是转让定价所要考虑的基本因素,但并不是唯一的因素,转让应该结合资产的优劣、公司目前的经营状况及业绩增长能力、无形资产、市场因素等综合考虑,而不是事先人为决定。任何人为的定价方式都可能导致寻租、腐败和不公正。

此外,如果上市公司国有股转让都按净资产定价,结果可能造成大量国有资产流失,从政府方面来看也是很难接受的。

(三) 市场定价法

市场定价方式主要有三种:拍卖定价法、上网竞价法和网下询价法。国有股

^① 葛家澍,林志军.现代西方财务会计理论.厦门:厦门大学出版社,2001:121

^② 公允价值是指:一项资产或负债在自愿双方之间,在现行交易中,不是强迫或清算销售所达成的购买、销售或结算的金额。

的定价目前已倾向于按市场方式进行。2001年6月公布的《减持国有股补充社会保障资金暂行办法》规定，国有股的定价以市场方式为主。但其后在具体实践中，采用的并不是真正意义上的市场定价，而是按市场流通股的价格定价。然而，这是两个截然不同的概念。按流通股价格定价无视“国有股和社会公众股的本质和形成成本不同”这样一个基本事实，其实质仍是一种行政定价，在一定程度上造成了当时股市大跌，被迫暂停实施。因此，我们不能混淆这两个概念，或因《减持国有股补充社会保障资金暂行办法》第五条停止执行就否定市场定价的原则。市场定价法仍是必须坚持的。

二、国有股权转让定价存在的问题

中国国有股权转让定价存在的问题主要有两方面：

第一，定价方法单一、趋同。2000年以来，中国上市公司国有股或法人股转让价格基本上都是以净资产值作为定价依据。这种不分转让资产优劣、不论转让比例大小、不计盈利前景好坏、不看进入门槛高低统统都以企业净资产作为定价依据的做法，显然不够科学。

第二，无论是市盈率法还是净资产法，对于公司价值的内涵都缺乏足够的认识。它们一般只考虑资产，而忽略公司的整体价值和内在价值，所以缺乏科学的价值理论依据。根据系统论的整体性原理，系统的整体价值大于各组成要素的价值的代数和，公司作为一个系统，其整体价值要大于各项资产评估值相加的代数和。此外，股票价值的核心在于公司的内在价值。内在价值是以公司持续经营为前提的；在资产价值的基础上，综合公司未来盈利能力和发展潜力，以动态的眼光评价得出公司价值。从财务角度，内在价值是以公司未来经营中的现金流量折现值衡量的。国有股转让的价格应该体现出公司的整体价值尤其是其内在价值。

三、国有股转让定价的基本原则

基于上述分析，我们认为国有股权转让定价应该坚持以市场定价为主的原则，这是一个方向。价格和市场是相互依存的，根据供求原理，供给曲线和需求曲线相交的价格为均衡（Equilibrium）价格或市场出清（Market Clearing）价格，在这一点上，既不存在短缺的现象，也不存在供给过剩的现象，因此也就不存在使价格进一步变化的压力^①。在股权转让中，股权作为一种交易标的或商品，其均衡价格就是转让方与受让方双方力量均衡的结果，只有这样形成的价

① 平狄克，鲁宾费尔德：《微观经济学》，第4版，张军等译，北京：中国人民大学出版社，2000

格,才是符合“公开、公平、公正”原则的价格,才是转让双方没有理由抱怨的价格。

但是,在现实市场中普遍存在着信息不对称和相应的道德风险,再加上国有股是一种特殊的交易标的,在这个过程中,交易主体不仅仅包括转让方和受让方,还包括政府。因此,该交易就构成了一个多方博弈。能否转让,以及以什么价格转让,是政府、转让方和受让方共同博弈的结果。根据公共选择理论,政府也是具有自己独立利益的理性经济人。在转让价格博弈中,它总是希望能得到较高的转让价格。转让方是交易信息最充分的主体,由于管理者可以从企业的控制权中获得巨大好处,包括来自组织一个大型的或不断发展的企业王国的满足感和利用职权获得的货币和非货币利益。而股权转让就意味着现有控制权的丧失和相继而来的货币和非货币收益损失。在国家财政不能对其损失进行有效补偿的前提下,转让方利益保证的基本经济来源就是转让收入。毫无疑问,他们希望价格越高越好。而受让方关心的则是如何以最低的价格成交。因此,政府和转让方都倾向于把那些亏损严重、前景不好的劣质企业推向市场,因为其机会成本低。经过各方博弈,最终形成的价格必然很低。

由于单纯转让劣质企业难以得到受让方的积极响应,势必影响转让进程,所以政府也会把一些资产质量较好或前景看好的中等企业和部分优质企业推向市场。这样一来,优质企业和劣质企业同时进入市场,转让方与受让方的信息不对称所导致的“柠檬”问题就出现了。受让方会假定面对的都是劣质企业,从而尽量压低价格。另外,受让方也会利用国有企业改革的弱势地位来压低价格,使得最终成交价格往往低于评估价格,或偏离其内在价值,从而在一定程度上造成国有资产的流失。

此外,中国国有股的特殊背景以及中国证券市场的弱势有效性,也决定了国有股转让不可能像普通股那样表现出股权本身应有的较强的市场属性,更不可能像西方成熟股市那样完全由市场供求关系决定其价格。因此,完全由市场决定转让价格,在中国现阶段仍有问题。我们只能尽可能提高“市场化”的程度,坚持以市场经济的观念为基本出发点,坚持市场定价的大方向。正是基于这些原因,我们认为,当前中国国有股转让定价方法的选择不能笼而统之,应该遵循“市场为主,分类择法,适当修正”的原则,这是一个方向。

四、国有股权转让定价方法的应用

为弥补市场定价带来的弊端,“分类择法,适当修正”应当如何实施?我们认为,在坚持以上原则的基础上,仍然应该确定一个底价。同时,对不同状态下的公司应该采用不同的方法确定底价。

第一,对于主业更新、资产换血型转让可以更多地考虑以每股净资产为底价。因为此类公司通常是转让方已经濒临破产,受让方主要通过买壳上市的手段,将自身主业注入原转让方公司,因此原有公司的价值主要体现为净资产的价值。

第二,对于转让后仍维持主业类的转让,可采用收益现值法。因为此类公司一般前景广阔,收益稳定,能够比较准确地估计出未来收益。

第三,对于业绩优良、股利分配规范类的转让,可选择股利折现法。因为受让方选择此类公司,主要是看中其优良的质地和持续的融资能力,因此通过把未来红利按资本成本折现是较为合适的。

第四,对于生物技术、电信、金融等门槛高、垄断性强的行业的转让,可以在现金流量折现法基础上,适当考虑控制权溢价,因为受让方主要是被其丰厚的利润和垄断性所带来的高收益所吸引,由于有未来高收益做保证,因此适用于用现金流量折现法。但需注意的是,此类转让由于牵涉到专有技术、特许经营权转让,因此要充分考虑转让方无形资产的价值,适当提高转让的控制权溢价。

总之,国有股转让是一个特殊的问题,只有采用科学的分类定价方法,才能体现出转让股权的真正价值。同时,国家有关部门要抓紧加强相关立法和建章立制工作,使国有股权转让定价逐步走上合法、规范、透明、公允的轨道。此外,还要充分发挥现有社会中介机构的专业审计、评价作用和媒体的第二监督作用,以促进中国国有股权转让的良性发展。

第二节 公允价值在国有股权转让定价中的应用

中国共产党第十五届中央委员会在《中共中央关于国有企业改革和发展的若干重大问题的决定》中提出:“从战略上调整国有经济布局,要同产业结构的优化升级和所有制结构的调整完善结合起来,坚持有进有退,有所为有所不为”,为国有资本在部分领域中退出打开了政策通道,掀起了国有股权转让的序幕。党的第十六次代表大会报告中进一步提出:“继续调整国有经济的布局和结构,改革国有资产管理体制,是深化经济体制改革的重大任务”,“除极少数必须由国家独资经营的企业外,积极推行股份制,发展混合所有制经济”,预示着国有股权转让的力度会进一步加大。

国有资产管理局和国家经济体制改革委员会联合公布的《股份有限公司国有股东行使股权行为规范》第17条规定:上市公司国有股股权转让股份的价格必须依据公司的每股净资产值、每股收益、净资产收益率、实际投资价值(投资回报率)、近期市场价格以及合理的市盈率等因素来确定,但不得低于每股净资产值。实践中,国有股权转让定价多以每股净资产为基础。余玮(2002)以中国

1997~2001 年间发生的 153 次上市公司股权转让为样本进行回归分析, 研究表明, 在协议转让方式下, 交易价格基本以净资产、每股收益作为参照, 转让价格的制定存在一定的随意性。朱红 (2003) 的统计数据表明, 从 2002 年 6 月 23 日至 12 月 20 日发生的上市公司国有股权转让的案例中, 已明确转让价格的 67 家公司的平均转让价格为 2.516 元/股, 与这些公司加权平均净资产 2.36 元/股相比仅仅高出 0.16 元/股, 溢价率约 6.8%。

随着上市公司国有股权转让案例越来越多, 转让定价问题逐渐成为人们关注的焦点。定价方法的科学性和合理性, 对国有企业改革、国有资产保值增值和证券市场长期健康发展均具有重要意义。现行的以每股净资产为基础的股权转让定价模式, 以每股净资产、每股收益等财务会计指标为基础, 确定股权交易价格。这种做法存在诸多弊端, 受到广泛质疑^①。在本节中, 我们将进一步分析现行定价模式的缺陷, 讨论公允价值模型对现行定价模式的改进, 并阐述公允价值在实践中应用的基本思路。

一、现行定价模式的缺陷

现行的以每股净资产为基础的股权转让定价使最终的交易价格难以做到科学合理, 其主要缺陷可集中概括为以下两大方面。

(一) 以历史成本为计价基础, 无法反映资产的本质

会计理论界对资产本质的争论由来已久。20 世纪 80 年代以来, 美国财务会计准则委员会 (FASB) 将资产定义为“某一特定主体由于过去的交易或事项而获得或控制的可预期的经济利益”。这一定义虽主要是为财务会计确认和计量服务的, 但也反映了资产在本质上是一种“未来经济利益”, 而且这种经济利益是可以预期的。会计准则制定机构对此做出了积极反映。1984 年 FASB 发表了第 5 号财务会计概念公告 (SFAC No. 5) 《企业财务报表项目的确认和计量》, 提出了历史成本 (历史收入)、现行成本、现行市价、可实现 (结清) 净值、未来现金流量的现值五类计量属性。2000 年 2 月, FASB 在第 7 号财务会计概念公告 (SFAC No. 7) 中又推荐了公允价值这一计量属性, 这些反映出财务会计已不再强调历史成本是唯一的计量属性。但在实践中, 美国公认会计原则 (GAAP) 却

^① 例如, 巴曙松 (2003) 把以净资产为基础的计价缺陷归纳为两个方面: 未能准确反映企业价值和流通股股东财富进行掠夺。具体分析见: 巴曙松. 国有股定价靠市场机制. <http://www.my0578.com>. 2003-11-25

依然规定资产计量大部分应采用历史成本^①，这一脱节导致财务报表中的大多数项目的计量属性仍然是单一的历史成本，而历史成本的计量属性只能反映资产的取得或存在曾经耗费多少，不能正确计量未来的经济利益。这样，在现行财务会计体系中，资产的质和量的规定性就产生了矛盾。

作为上市公司的国有股东，其股权投资的价值在理论上等于被投资企业未来的盈利能力，这种能力由未来经营状况决定，是一个动态的概念，被投资企业未来的经营状况不同，股东所持有的股权价值也有所不同。净资产在量上等于组织在某一特定时点的资产值减去负债值，作为财务会计系统的输出物，它是一个以历史成本为主要计量基础的静态概念，几乎不考虑未来因素。因此，以净资产为定价底线，势必带来两方面的问题：一是目标公司处于经营困境，所处行业竞争激烈，经营业绩不佳，经营前景不乐观，对这类企业若过分强调转让价格不能低于净资产，可能使购买者望而却步；另一种情形是目标公司经营状况良好，行业地位突出或具有一定的行业竞争优势，经营前景持续看好，对这类企业只要求转让价格不低于净资产，则可能导致国有股权价值被低估，造成国有资产流失。

(二) 以单项资产为基础，无法反映企业整体和控制权价值

以净资产为定价基础的另外一个缺陷是在理论上混淆了资产和产权的概念。股权转让交易的对象是上市公司的产权，购买者所购买的是公司的控制权，而非上市公司本身拥有的资产，两者的差别在于，是把上市公司当作不同生产要素的简单堆积，还是当作一个有机的整体或运转着的组织。显然，应当把企业当成一个有机的整体，除了那些可以体现在会计报表上的“显性”资产，企业内部还存在着资源与资源、人与人、人与资源之间的整合关系和能力，这种知识管理能力是一个企业区别于另一个企业的重要标志，也使企业价值大大高于“显性”资产价值的总和，而这些“隐性”资产并未体现在会计报表之中。有人把购买产权和资产的差别比喻为“买猪”和“买猪肉”的关系，这是十分形象的。由此可见，企业价值不是单项资产简单组合，而是各项单项资产的整合，如果整合成功，可以产生“1+1>2”的效果，即企业价值可能大于单项资产的组合。因此，仅仅通过会计报表各单项资产、负债简单计算得出的净资产值，无法反映企业整体的价值。

通过购买上市公司的国有股权，购买方获取了上市公司整体或部分的企业法人权利，可以通过股东大会和董事会的决策程序来影响企业行使它的法人权利，

^① 财务会计一直处在可靠性和相关性难以“两全”的境地。激进的观点认为现行历史成本信息的相关性极差，必须进行改革，而主流的观点认为可靠性是相关性的基础，财务会计信息若不可靠，相关性便无从谈起。

这也意味着购买方对企业全部资产有着部分的支配权或控制权。研究表明,公司的价值与控制权有直接关系,Mc Connell 和 Servaes (1990) 认为公司价值是公司股权结构的函数,他们通过对 1976 年 1173 家样本公司以及 1986 年 1093 个样本公司 Tobin Q 值与股权结构关系的实证分析,得出两者之间在一定条件下显著相关的结论,即 Tobin Q 值与公司内部股东所拥有的股权之间具有曲线关系。当内部股东所拥有的股权从 0 开始增加时,曲线向上倾斜,当这一比例达到 40%~50% 之间时,曲线开始向下倾斜。孙永祥和黄祖辉 (1999) 以国内上市公司的数据对股权比例与 Tobin Q 值之间的关系进行了检验,研究结果表明,随着公司第一大股东占有公司股权比例的增加, Tobin Q 值先是上升,至该比例达到 50% 左右, Tobin Q 值开始下降。以净资产为定价基础未考虑现有股东的控制权与公司价值之间的关系,对不同比例股权定价一视同仁,缺乏科学性。

以净资产为基础的定价模式存在的上述缺陷,使得上市公司国有股权定价的合理性和科学性面临巨大挑战,其经济后果表现为交易过程中存在大量腐败和寻租现象。在证券市场上,买方通过权钱交易等不法手段,轻而易举地低价获取上市公司控制权,然后制造各种“题材”、“概念”炒作股票,再将控制权转让,“资本运营”模式风行一时。这种行为不仅给国有资产保值增值造成了威胁,还损害了中小投资者的利益,买方的短期投机行为,使它们不把改善企业的经营管理作为重点,也不利于国有企业的改革。

二、公允价值模式对现行转让定价模式的改进

如何对现行的股权转让定价模式进行改革? 我们认为,采用公允价值为基础的定价模式具有其客观必然性。何谓公允价值? 葛家澍教授 (2001) 认为,一项资产或负债的公允价值是“在自愿交易的双方之间进行现行交易,在交易中所达成的资产购买、销售或负债清偿的金额”。这就是说,这项交易不是被迫的或清算的销售,交易金额是公平的,双方一致同意的。国际会计准则委员会 (IASC) 第 32 号准则《金融工具:披露与列报》认为,公允价值是“指熟悉情况并自愿的双方,在公平交易的基础上进行资产交换或债务结算的金额”。FASB 第 133 号 SFAS 认为,公允价值是“在自愿的交易者间的当期交易中,资产买卖、债务发生或结算的金额,而非强迫或清算的出售价格”。刘萍 (2002) 对公允价值的性质进行了深入分析,得出的结论包括:①公允价值是公平交易中的双方交换资产或者清偿债务的依据;②公允价值反映了一种信仰、一种信条,因而“公允价值”定义的基础是基于一系列的假定,在充分有效的理想市场状态下,供给与需求的均衡点的价格最完美地表现价值的全部经济内涵,换言之,均衡的市场价格等于“公允价值”;③公允价值并非也无法局限于某单一计量属性、单一计量标

准，因为均衡总是动态的，现实市场也并非充分有效，公允价值若要成为一种现实的可操作的计量属性，它必须解决不同市场情形下市价如何运作以及在缺乏公平市价的情形下，如何通过现存计量属性和恰当的计量估价技术的选择与替代来表现。

公允价值的这些性质恰恰可以弥补净资产模式的缺陷。首先，公允价值并不是一种确切的计量模式，而是对应着不同的会计计量属性，不拘泥于使用历史成本的一种计量属性。如果交易双方觉得采用历史成本原则作为计量属性比较公允，则公允价值就是历史成本；如果交易双方觉得采用重置成本能够反映资产的真实价值，则重置成本就可以看作是公允价值。这使买卖双方能够综合考虑各种因素，估计公司未来的经营状况和盈利能力，确定股权价值。这种定价模式可避免原有模式下的两个极端：一是把净资产当作“挡箭牌”，但求在净资产之上，不问公司价值的情形；另一种是一味强调国有资产保值而不考虑公司经营实际，抱残守缺，非得在净资产之上才能转让的情形。其次，使用公允价值不再把企业当作资产的简单堆积，可以从整体上评估公司的价值。FASB 在确定公允价值时，推荐使用现值技术，为整体评估企业价值提供了有效的工具。买卖双方从公司的经营时间、品牌、管理团队、劳资关系、客户服务、产品质量和股权结构等方面全方位地考察企业，评估这些因素对企业未来经营的影响，预测未来公司的现金流量，然后使用现值技术估计公司的价值。这种模式将大大改进不考虑“隐性”资产的缺陷，使股权定价更为科学。

现值是任何一种现金流量和利率的结合，仅仅使用某个随意的利率对一系列现金流量进行折现，得到的现值不可能代表公允价值。要正确计算企业的公允价值，应把握下列要素：①对未来现金流量的估计，或者在更复杂的情况下，是对一系列在不同时点发生的未来现金流量的估计；②对这些现金流量的金额和时点的各种可能变动的预期；③用无风险利率表示的货币时间价值；④内含于资产或负债价格中的不确定性；⑤其他难以识别的因素，例如变现困难和市场的不断完善。

三、公允价值模式的应用

经济学家们认为，交易价格很难依靠计算得出，商品最终交易价格取决于买卖双方的主观意见，即双方是否同意按照谈判的价格交易，这不仅由上市公司预期的投资价值决定，还受双方讨价还价能力的影响。在公允价值模式下，卖方应详细考虑买方股权收购后的整合方案，针对不同的方案，采用不同的计量属性。卖方应着重分析买方对现有业务的经营思路，是进一步发展壮大现有业务？是完全退出现有业务？还是保留部分业务，增加部分新业务？不同的经营思路直接影