

KONGZHIQUAN
LIUDONGXINGYUDINGJIA

控制权

流动性与定价

——中国上市公司国有股股权转让问题研究

林 鹏 / 著



中国财政经济出版社

控制权、流动性与定价

中国上市公司国有股股权转让问题研究

林 鹏 著

中国财政经济出版社

图书在版编目 (CIP) 数据

控制权、流动性与定价：中国上市公司国有股股权转让问题研究/林鹏著. —北京：中国财政经济出版社，2006.6

ISBN 7 - 5005 - 9124 - 1

I. 控… II. 林… III. 上市公司 - 股份制 - 研究 - 中国
IV. ①F279.246②D922.291.914

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2006) 第 052198 号

中国财政经济出版社出版

URL: <http://www.cfeph.cn>

E-mail: cfeph@cfeph.cn

(版权所有 翻印必究)

社址：北京市海淀区阜成路甲 28 号 邮政编码：100036

发行处电话：88190406 财经书店电话：64033436

涿州市新华印刷有限公司印刷 各地新华书店经销

850 × 1168 毫米 32 开 7 印张 163 000 字

2006 年 7 月第 1 版 2006 年 7 月涿州第 1 次印刷

定价：18.00 元

ISBN7 - 5005 - 9124 - 1 / F · 7934

(图书出现印装问题，本社负责调换)

内 容 提 要

伴随经济体制转轨,中国国有经济正进行战略性调整。与国外民营化相类似的是,这种调整也引起关于国有资产流失的争论,集中体现于定价问题。国有股流通问题一直是困扰中国证券市场的系统性风险,国有股长期未流通的关键在于还未找到为各利益相关者所接受的定价方法。国内外理论界虽对国有股权定价问题进行过一定程度的研究,但尚未形成统一的定价政策,理论研究无法指导实践,造成对国有股权定价的随意性。

以股权价值定义和构成为研究起点,本书认为股权价值体现在股票背后的权利束,主要是剩余索取权、控制权和流通转让权。理论界缺乏一个完整的股权价值评估体系,从而忽视股权流动性(流通权)、控制权这两个重要属性的价值评估。这种缺陷在上市公司国有股权中得到集中体现。与流通的社会公众股相比,上市公司国有股权事实上处于非流通股地位,与此同时大多数国有股权在上市公司处于控股股东地位从而具有控制权。

理论分析揭示控制权价值的存在以及表现。第二章采用大宗股权交易法,以2001—2004年中国上市公司国有股权转让为例量化控制权价值。国内实证研究多以净资产值代替现行市价,这一做法并不合理,本书所提出的公式对此问题修正。回归分析表明,控制权私有收益与资产规模、并购方式呈显著负相关关系,而与资产负债率呈显著正相关关系。

在不确定性背景下才能合理分析流动性偏好,流动性偏好虽

是一种心理动机，但包含理性与非理性。这一两分法批判了流动性偏好非理性的偏见，为流动性和流通权价值的存在提供了有力证据。第三章量化 A 股流通权价值，回归分析表明，流动性折价与股权转让金额、净值市价比呈显著负相关关系，而与企业收益水平呈显著正相关关系。

对于剩余索取权价值的分析及量化，可以主流企业价值评估理论为基础。理论和实证研究表明在评估中国上市公司国有股权时，同时使用资产途径和收益途径。将三种权利的评估置于一个合理的框架，才能准确评估股权价值，这是企业价值评估的一个发展方向。本书在借鉴价值层次体系的基础上构建中国上市公司国有股权价值评估框架。在着重研究上市公司国有股权价值之后，本书考虑影响价格的相关因素基础上进行合理定价。在剖析低定价动机和理清低定价与国有资产流失关系后提出低定价实施方法。



第一章 导 言	(1)
一、选题背景及研究意义	(1)
二、上市公司国有股权转让的历史回顾	(3)
三、国有股权转让定价相关文献综述	(5)
四、论文思路、理论背景和概念界定	(10)
五、本书结构	(19)
第二章 控制权收益的理论与实证研究	(29)
第一节 控制权收益的理论分析	(29)
一、公司控制权内涵及变迁	(29)
二、控制权公共收益	(31)
三、控制权私有收益	(33)
四、控制权公共收益与私有收益的关系	(36)
五、控制权私有收益与股权结构的选择	(37)
六、控制权私有收益与股权融资	(38)
第二节 控制权价值实证研究综述	(40)
一、投票权溢价测算法	(40)
二、大宗股权交易溢价法	(44)
第三节 我国上市公司国有股权控制权价值实证	

研究·····	(49)
一、样本选取及设计·····	(49)
二、研究方法的选择·····	(51)
三、描述性统计结果·····	(53)
四、控制权溢价的影响因素·····	(56)
本章小结·····	(61)
 第三章 流动性的理论与实证研究·····	(69)
第一节 流动性偏好和流通权价值·····	(69)
一、流动性定义·····	(69)
二、流动性偏好理论述评·····	(70)
三、流动性与流通权·····	(77)
第二节 流动性与资产定价实证研究综述·····	(79)
一、股票市场内流动性与资产定价·····	(79)
二、股票市场内外流动性与资产定价·····	(81)
第三节 我国 A 股流通权价值实证研究 ·····	(89)
一、样本设计与选取·····	(89)
二、研究方法的选取·····	(90)
三、描述性统计结果及验证·····	(91)
四、流动性折价的影响因素：企业个体特征·····	(95)
本章小结·····	(99)
 第四章 剩余索取权价值的理论分析与实证研究·····	(108)
第一节 剩余索取权价值分析：企业价值评估理 论的视角·····	(108)
一、剩余索取权·····	(108)
二、企业价值评估途径及方法比较研究·····	(110)

第二节 民营化进程中的企业价值评估比较研究·····	(114)
一、民营化机构的比较·····	(114)
二、评估方法的比较·····	(115)
三、评估模式的比较·····	(118)
第三节 三种评估途径的实证研究·····	(119)
一、相关文献简要回顾·····	(119)
二、方法、样本设计和评估方法选择·····	(120)
三、统计检验结果·····	(123)
四、灰色关联度分析·····	(124)
五、结论与不足·····	(125)
本章小结·····	(126)
第五章 我国上市公司国有股权价值评估框架·····	(130)
第一节 企业价值评估框架的整合与发展·····	(130)
一、企业价值评估发展趋势·····	(130)
二、企业价值评估的整合·····	(133)
第二节 价值层次·····	(135)
一、线性价值层次图·····	(135)
二、非线性价值层次图·····	(138)
第三节 控股股权的流动性折价·····	(144)
第四节 股票交易价格与控制权价值·····	(149)
第五节 我国国有股权转让定价的价值层次图选择 ·····	(151)
一、价值层次图的选择·····	(151)
二、价值层次与企业价值评估模型的整合·····	(155)
三、价值层次与评估途径·····	(159)
本章小结·····	(163)

第六章 我国上市公司国有股权转让定价方法	(168)
第一节 国外民营化股权转让定价趋势	(168)
第二节 不同于 IPO 低定价的国有股权转让低定价分析	(170)
一、IPO 低定价分析	(170)
二、民营化的低定价分析	(171)
三、中小投资者保护与低定价	(173)
第三节 我国上市公司国有股权转让的低定价实施方法	(176)
一、低定价与国有资产流失	(176)
二、低定价实施方法	(179)
三、低定价实施方法的可行性分析	(183)
四、低定价实施方法的不足之处	(185)
本章小结	(185)
 第七章 案例分析——宝钢股份国有股权转让定价模拟	
.....	(189)
第一节 公司背景介绍	(189)
第二节 属于股东的剩余索取权价值评估	(190)
一、收益途径	(190)
二、资产途径	(195)
第三节 控制权与流通权价值评估	(196)
一、控制权溢价分析	(197)
二、流动性折价分析	(198)
第四节 从价值层次进行定价模拟	(199)
本章小结	(200)

附 录.....	(203)
----------	-------

后 记.....	(212)
----------	-------



第一章

导 言

一、选题背景及研究意义

国有企业的效率难题在于其封闭性，而并不在于其非私有性，^① 通过产权制度改革使封闭式的国有制转变为开放性、社会化的国有制（周立群 2003，第 353 页）。国有资本分散于过多企业和产业在加大国有资产管理成本和难度、耗费过多财政支出的同时，也不利于发挥对国民经济的控制和引导作用。包括资产重组、产权转让在内的国有经济战略布局调整成为一种内在必然趋

① 关于国有企业与私有企业的效率比较，从理论上产权理论（例如 Vicker, 1996, 荣兆梓, 1996 等等）认为私有企业的产权人享有剩余利润占有权，从而有较强激励动机提高企业的效率。刘芍佳和李骥（1998）认为“改变产权不等于企业治理方法向促使企业效率提高的方面转换，利润激励只有在市场竞争前提下才能发挥激励经营者增加投入的作用”。代理理论对国有企业的治理结构做了细致分析，对其内部行为如隐瞒产量、内部人控制等做了令人信服的解释。但张宇燕和何帆（1996）认为“委托代理关系是任何组织都存在的普遍现象，不是国有企业之所以与其他类型企业不同的某些方面”。从实证研究上看也无法得出肯定的答案，不同学者基于各自观测指标和样本得出不同结论，例如 Djankov 和 Murrell（2002）以前苏联和东欧为研究样本，认为如果是民营化后控制权由外部人持有则效率得到提高。Kole 和 Mulherin（1997）的结论是民营化前后不存在显著的效率变化。

势。^① 新型国有资产管理体制的基本特征是实行分级行使所有权，地方政府对国有资产拥有更大的处置权。在这一体制下，如果没有一个相对合理的定价政策，国有资产流失风险将较以往大得多。“郎顾之争”已引起理论界关于国有资产流失的大辩论，近期一些地区为急于将国有资产变现而以不合理价格出售的案例也屡见报端。

包括国有股在内的非流通股流通问题一直是困扰我国证券市场的系统性风险。黄松琛（2002）所构建的理论模型表明我国上市公司大股东通常持有大量非流通股而获得控制权，^② 由于非流通股巨大的折价，进一步减少了掏空行为导致的股票价值损失，从而强化大股东转移上市公司资产和利润的动机。王汀汀等（2003）对我国 A 股市场增发的市场反应和原因进行了实证研究与分析，指出股权分置使非流通股股东具有利用增发为自己谋利的动机^③，从而使增发并非建立在真正的经济价值之上。非流通股尚未流通的关键问题在于还未找到为各利益相关者所接受的定价方法。

理论应该能够用来解释和预测现象，若不能如此，则说明这个理论存在缺陷（Friedman, 1953）。理论界缺乏一个完整的股权价值评估体系，这使在具体实践和理论研究中仅以相关理论进行

① 国内理论界对国有经济调整必要性进行了充分研究，吴敬琏等（1997，第 3 页）从“有限的国有资本难以支撑庞大的国有经济的盘子”角度。张春霖（1999）从一个理论模型入手考察国家所有制所面临的融资问题，说明这种调整并非由政策因素引起的暂时现象。从市场失灵理论可论证国有经济的边界。

② 如无特别说明，本书的控制权均仅指股东所拥有的控制权，主要是决策控制权（或剩余控制权）。

③ “股权分置指目前我国上市公司股权结构中，流通股与非流通股分离的现象，解决股权分置的本质是解决资本市场的制度性问题，把不可流通的股份变成可流通的股份”（谢庚，2005）。

替代,然而这些理论却无法解释“具有相同剩余索取权的股票在不同市场流通转让其交易价格存在的差异具有显著性和持续性”现象,显示股权价值评估忽略了股权其他重要属性。这在相当程度上解释了国内外理论界虽对国有股权定价进行了一定程度的研究,但尚未形成统一定价政策的原因。理论研究无法指导实践,造成对国有股权定价的随意性。

二、上市公司国有股转让的历史回顾

国有股权是国家股和国有法人股的统称。所谓“国家股”,是指有权代表国家投资的政府部门或者机构,向股份制企业出资形成或依法定程序取得的股份。所谓“国有法人股”,是国家直接投资设立的国有企业以其依法占用的法人资产向独立于自己的股份制企业出资形成或依法定程序取得的股份,因该股份属法人股性质且持股单位系国有性质,故称国有法人股^①。

1994年4月,珠海恒通集团收购棱光实业35.5%的股权,这是中国证券市场上第一例国有股转让,同年9月陆家嘴以每股2元的价格协议回购国有股2亿股,开国有股回购的先河^②。《公司法》第148条规定:“国家授权投资的机构可以转让其持有的股份,也可以购买其他股东持有的股份。”但当时有关国有股权转让法规没有给出明确定价标准,例如1994年发布的《关于在上市公司送配股时维护国家股权权益的紧急通知》和《股份有限公司国有股权管理暂行办法》,其中前者规定“国有股配股权宜采

① 财政部注册会计师考试委员会办公室:《经济法》,中国财政经济出版社,2001年3月,第183页。

② 资料来源: <http://business.sohu.com/68/91/article201819168.shtml>。

用协议转让，配股权之转让停留在一级市场”；后者第 29 条仅规定“国有股转让由持股单位提出申请，说明转让目的、转让收入的投向、转让数额、转让对象、转让方式和条件、转让定价、转让时间以及其他具体安排”。直到 1997 年发布的《股份有限公司国有股股东行使股权行为规范意见》明确规定股份公司国有股权转让价不得低于每股净资产值。这一规定使我国上市公司国有股权协议转让定价以净资产价为基础。十六大报告提出将“建立中央政府和地方政府分别代表国家履行出资人职责，享有所有者权益，权利、义务和责任相统一，管资产和管人、管事相结合的国有资产管理体制”。这与以前“国家所有、分级管理、授权经营、分工监督”的国有资产管理体制存在明显的区别，它标志着我国国有资产管理体制大变革的到来。《关于规范国有企业改制工作的意见》（2003 年发布）规定上市公司国有股转让价格在不低于每股净资产的基础上参考盈利能力和市场表现等因素合理定价，这表明单纯以净资产作为转让定价标准的做法不仅在理论研究而且在具体实践中已受到质疑，如何对上市公司国有股权合理定价进入理论探索阶段。

回顾我国上市公司国有股权转让历程，股权转让包括以下几种形式：协议转让、无偿划拨、司法裁决、国有股回购和通过证券市场（主要是国内 A 股市场）转让国有股即国有股减持与流通。关于“国有股减持”的提法最早出现在《关于国有企业改革和发展若干重大问题的决定》。该决定明确指出：“选择一些信誉好、发展潜力大的国有控股上市公司在不影响国家控股的前提下，适当减持部分国有股，所得资金由国家用于国有企业的改革和发展”。1999 年 12 月进行国有股配售试点和 2001 年 6 月进行存量发行减持国有股，前者配售价在净资产值之上、10 倍市盈率之下区间内确定，后者直接以发行价作为减持价，这两次国有

股减持实践均未取得预期效果^①。与此同时理论探讨并未因存量发行停止而终结^②。

三、国有股权转让定价相关文献综述

由于目前我国上市公司国有股权具有非流通的异质性,因而对此问题的研究可从两方面展开,其一是场外(即证券市场外)转让定价,其二是场内转让即国有股减持与流通定价。目前国内理论界对场外转让定价研究较少,原因在于一方面相关政策做了明确的规定即以净资产为基准;另一方面理论界认为通过场外转让的国有股权最终还要在场内流通,因而借助流通定价的研究一定程度上也弥补了场外转让定价研究的不足。国内为数不多的场外转让定价研究是与企业价值评估相结合,即在企业价值评估理论基础上结合国有股权特点进行研究。例如武德昆、王庄华(1999)分析了影响国有产权交易价格的各种因素及其作用,提出我国规范发展国有产权交易的政策建议;高清海(2001)则比较目前企业价值评估方法的优劣,并认为定价方法取决于投资者偏好,交易双方谈判能力对交易价格的最终确定起重要作用。邓学衷和范小勇(2004)针对国有股转让定价公允性问题,运用谈判与拍卖模型进行分析,发现谈判与拍卖都可以产生国有股转让的市场公允价格,但谈判与拍卖相比是一种低效率的交易方式,引入利益相关者进行评标规则的国有股拍卖机制是国有股转让定价的可行方法。冯花兰(2003)也认为拍卖机制是合理的定价方

① 原因可见林鹏(2002,第15—18页)。

② 关于理论界提出种种国有股减持与流通的方案,具体可见于宝东(2004)、叶祥松(2003)等综述文章。关于国有股减持与流通区别、目的、原则等基本理论分析,本书沿续笔者硕士论文的观点。

法。赵永伟(2003)对我国上市公司1997—2002年的股权转让进行实证分析,研究价格基础及影响定价的相关财务因素。

国内理论界对国有股减持与流通定价进行充分的研究。在理论界提出的种种定价方法中,可归结为以下几类:

(一)净资产基础定价法。刘纪鹏(2003)将净资产定价与按现行市价定价进行对比,认为“如果非流通国有股按照流通股价格定价,必将影响整个证券市场,国资部门和财政部门为防止国有资产流失,从历史发生的角度明确规定国有股在转让流通中不能够低于净资产,这实际上形成市场规定,构成了准法律”。由此他认为净资产定价是在我国市场不充分情况下迫不得已的选择。刘纪鹏这种定价思路过于简单,即“非此即彼”,而没有比较其他路径。韩志国(2001)提出以每股净资产为轴心来定价,即以上市公司净资产值作为基本依据,再综合考虑企业盈利能力和行业景气程度等各种因素,再根据这些因素确定一个权数,并用净资产值来乘以这个权数,进而确定减持价格。该定价方法实施的难点在于如何合理确定权数。尹忠(2002)认为“国有股减持价格要以发展的目光来看待,未来有良好发展预期的企业和发展前景看淡的企业,减持价格要区别对待,同时根据每股净资产、市场供求状况来综合考虑”。其他主张采用净资产基础定价法还有杨承和胡运权(2003)、陈蛇等(2002)、覃怀勇和刘剑(2001)等以及只重视方案设计而简单以按净资产定价的部分学者。但是以净资产作为定价标准存在明显缺陷,这也是不争的事实。以巴曙松(2003)、刘秋明和陈嘉(2004)分析为例,其认为净资产未能反映企业价值,每股净资产是一个会计概念而不是一个企业市场价值的概念,但是目前的会计准则强调的是企业的有形资产,相应的忽视了企业的品牌等市场运营中相当重要的无形资产。此外作为会计指标的每股净资产,显然存

在一个被有关方面利用会计操纵手法、进而操纵每股净资产的可能性。

(二) 市场化定价法。这种方法主要包括市盈率法和存量发行方式,但这两种方式均在实践中未能取得预期成果。伍中信(2004)主张国有股减持的定价原则是价格在单位净值以上、不超过10倍的市盈率之间,并认为这种市场化模式既能确保国有资产的安全与增值,又能调动投资者的积极性,具有现实的可操作性。刘波(2001)总结市场方式主要有:拍卖竞价法、上网竞价法、网下询价法。这一方式的优点在于引入供求关系实现市场化定价,但这些方法除网下询价法外也同样存在如何合理确定底价的问题。

(三) 同股定价模式。刘宏(2004)从同股同权同利思路认为应使社会公众股价格赢利倍率与国有股价格赢利倍率相等来确定国有股转让价,即 $(\text{当前股价} - \text{发行价}) / \text{发行价} = (\text{国有股减持价} - \text{净资产折股价}) / \text{净资产折股价}$ 。本书认为除了同股同权在事实上并不成立外,^①还存在以下问题:一是否认社会公众股东的动态变化,现有公众股东大多数不是当初按发行价购买的股东,因而不存在所谓的“使两个投资主体赢利倍率相等”;二是该等式表明减持价取决于市价、发行价、净资产价,实际上是这三者的权衡定价;三是忽视货币时间价值在资产定价中的重要性。此外其他同股同权同利定价模式还有齐春宇(2001)、赵振全和丁志国(2000)等,根据各部分投资者股权的入股资金、送配股情况、红利发放情况,按照“同股”原则进行股本数量调整,由于我国上市公司近年来融资活动频繁,股价波动较大,因而每次融资成本差异较大,加之要考虑资金时间价值的影响,使

^① 具体见本章下面有关部分。