

□ 管洲海

## 国家股、法人股有偿协议转让的实证研究

### 一、问题的提出

实施股份制改革以来,我国按出资者的不同形成了特有的股权结构,其中包括国家股、法人股、社会公众股。为了保证公有制的主体地位,我国通过行政手段规定国家股、法人股不能上市流通。国家股是有权代表国家投资的政府部门机构以国有资产投入股份制公司形成的股份,其总量大致占非流通股的2/3。法人股是企业法人以自身资产投入股份制公司形成的股份,基本上不能上市流通,其总量大致占非流通股的1/3。目前国内有NET和STAQ两个系统在试行法人股的交易,但数量太小,难以形成规模。国家股和法人股的持有者不同,但两者都不能上市流通,且数量巨大。

事实证明,目前这种具有公有制特色的股权结构严重阻碍了国有企业的进一步改革。由于股权结构的多元化,我们无法建立彼此约束的产权结构,国有股权的控股地位是以国有股权的凝固化和国有资产的无限责任为代价的,这有违于通过股份制改革建立现代企业制度的初衷。

市场要求企业在变化的环境中不断调整自己的资产结构,从而获得持续的发展动力。然而国家股和法人股的不可流通性极大地阻碍了这一点。因此,股份制企业在实践中自发形成了一些卓有成效的国家股和法人股转让模式。国家股和法人股的可有偿协议转让就是

其中较有代表性的一种。顾名思义,这种模式是通过协议的方式进行国家股和法人股转让。它的适用范围较广,可以适用于上市公司与非上市公司之间、上市公司之间和非上市公司之间的国家股和法人股转让。同时这种模式不会对股市造成大的冲击,股市的兴衰也不会对它产生太大的影响。国家股和法人股的可有偿协议转让对于调整股权结构、盘活资金存量、取得和维持控股地位有着重要的作用。

然而有偿协议转让作为一种新生事物,有其自身的不规范性。尤其是转让价格的确定问题,作为国家股和法人股有偿协议转让的关键,价格定得太高会导致无人问津,价格定得太低则会直接导致国有资产的流失,但在实际操作中,转让价格的制订过程却不够规范,价格严重背离价值的情况大量存在。

为了规范国家股和法人股有偿协议转让,1997年7月国有资产管理局和体改委联合发布了《股份有限公司国有股股东行使股权行为的规范意见》(以下简称《规范意见》),其中第17条规定:“转让股份的价格必须依据公司的每股净资产、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”。那么我国目前股份制企业股权有偿协议转让的价格是否符合这条规定呢?如果存在问题,我们又该如何加以规范呢?本文试图从实证的角度对上述问题加以研究。

## 二、研究方法

### (一)样本的选择

出于两方面的原因,我们将以上市公司的国家股和法人股有偿协议转让案例作为实证研究的样本。首先,上市公司一般实力较雄厚,在本地区和本行业中都具有代表性。其次,上市公司的信息披露制度相对来说比较全面规范,有关资料的可靠性较好,且容易收集。

我们这里收集了1997年1月1日到1999年3月31日沪深两市公布了转让价格的143个上市公司国家股和法人股有偿协议转让案例。

这143个有偿协议转让案例可以分为四大类:第一大类是通过国家股有偿协议转让后,受让方取得上市公司控股权,我们称这种股权转让为国家股控股有偿协议转让。第二大类是通过法人股有偿协议转让后,受让方取得上市公司控股权,我们称这种股权转让为法人股控股有偿协议转让。第三大类是通过国家股有偿协议转让后,受让方并未取得上市公司控股权,我们称这种股权转让为国家股非控股有偿协议转让。第四大类是通过法人股有偿协议转让后,受让方并未取得上市公司控股权,我们称这种股权转让为法人股非控股有偿协议转让。

### (二)影响因素的选择

根据《规范意见》的规定,我们首先选取了每股净资产、每股收益、净资产收益率、市盈率、净资产倍率、每股市价等六个可以量化的因素,各因素的确切定义如下:

(1)每股净资产=年度末股东权益/年度末普通股股份总额,反映了每股股本的帐面净资产,是股权有偿协议转让价格的支撑点。

(2)每股收益=净利润/年度末普通股股份总额,反映了每股股本的获利能力。每股收益越高,表明每股股本的获利能力越强。

(3)净资产收益率=净利润/年度末股东

权益 $\times 100\%$ ,反映了上市公司资产的获利能力。净资产收益率越高,表明上市公司的获利能力越强。

(4)市盈率=每股市价/每股收益,反映了投资者对上市公司每股收益所愿意支付的价格。一般来说,市盈率越高,说明公众对上市公司评价越高。

(5)净资产倍率=每股市价/每股净资产,反映了二级市场上广大投资者用上市公司每股净资产多大倍数的成本对上市公司流通股进行投资。净资产倍率越高,二级市场上投资者对这种股票投资的意愿也就越强。

(6)每股市价,反映了上市公司流通股的转让价格。

对于1997年1月1日到12月31日进行的股权有偿协议转让,每股净资产、每股收益和净资产收益率采用上市公司1996年年报公布资料计算。对于1998年1月1日到12月31日进行的股权有偿协议转让,每股净资产、每股收益和净资产收益率采用上市公司1997年年报公布资料计算。对于1999年1月1日到3月31日进行的股权有偿协议转让,每股净资产、每股收益和净资产收益率采用上市公司1998年中报公布资料计算。

由于转让价格确定之后,要经过一段时间才发布公告,因此市盈率、净资产倍率和每股市价的具体数值以公告五个月前的最后一个交易日数值为准。

除了以上六个指标外,转让股权占总股本的比例、转让股性质(国家股或法人股)以及转让后受让方是否控股等情况都可能对转让价格的确定产生影响,因此有必要在分析的过程中考虑这三个因素。由于转让股性质和转让后受让方是否控股不是定量指标,因此采用以下方法处理。若转让股权是国家股,记为0;是法人股,则记为1。若受让方取得上市公司的控股权,记为1;反之,则记为0。

### 三、实证研究结果及分析

设转让价格为  $Y$ , 每股净资产为  $X_1$ , 每股收益为  $X_2$ , 净资产收益率为  $X_3$ , 市盈率为  $X_4$ , 净资产倍率为  $X_5$ , 每股市价为  $X_6$ , 转让股权占总股本的比例为  $X_7$ , 转让股性质为  $X_8$ , 转让后受让方是否控股为  $X_9$ 。取显著性水平为 0.2, 用前进法对全部样本进行逐步回归处理, 可得国家股和法人股有偿协议转让价格的回归方程如下:

$$Y = 0.92 + 1.03X_1 - 1.59X_2 - 0.02X_7$$

(4.78) (-3.49) (-2.49)

回归方程的  $F$  值为 9.85, 各自变量的  $t$  值如括号内所示。取显著性水平为 0.05,  $t$  检验和  $F$  检验均获得通过。根据回归结果可以得出以下结论:

(1) 每股净资产、每股收益和转让股权占总股本的比例对转让价格的确定有显著的影响。其中, 每股净资产对转让价格的影响是正的, 每股收益和转让股权占总股本的比例对转让价格的影响是负的。

(2) 每股净资产是上市公司每股股权的帐面净资产, 是采用历史成本计价的, 具有很强的稳定性和可信性。同时, 《规范意见》明确规定转让价格不得低于每股净资产。因此, 可以推知每股净资产应该是确定转让价格的重要因素, 而且其影响程度很大。实证分析的结果很好地证实了这一点。在逐步回归的过程中, 每股净资产是首先进入模型的, 它对于转让价格的影响程度最大。

(3) 毫无疑问, 对股权进行估价时每股收益和净资产收益率都是很重要的指标。而且一般认为, 两者对转让价格应该有着显著的正面影响。由于净资产收益率等于每股收益除以每股净资产, 所以在逐步回归过程中净资产收益率被剔除了。尝试用净资产收益率代替每股收益进行回归, 结果并无显著差别。回归表明每股收益对于转让价格有着较为显著的影响, 但令人费解的是每股收益对转让

价格的影响是负的。分析认为, 造成每股收益对转让价格负影响的原因是多方面的。首先, 目前的国家股和法人股有偿协议转让不够规范, 在转让价格确定的过程中存在着大量的非市场行为, 政府的介入、关联企业的内部交易等都在很大程度上影响着转让价格的确定, 每股收益的影响被相对扭曲。其次, 预期也在很大程度上影响着每股收益的作用。现阶段每股收益高表明企业获利能力较强, 但并不意味着企业有较大的发展潜力。另外, 我国现阶段上市公司信息披露的监督机制仍不太健全, 在利益驱动下, 企业管理当局和会计人员往往会在财务指标上大做文章, 导致财务报表提供的信息有很大的虚假性, 对转让价格的影响也就相应降低了。因此, 在诸多因素的综合作用下, 每股收益对于转让价格的影响被大大扭曲, 出现了不正常的情况。

(4) 买东西多了可以有折扣, 这一点对于国家股和法人股同样成立。回归表明, 转让股权占总股本的比例对于转让价格有较为显著的影响, 且影响为负。也就是说, 转让股权占总股本的比例较高, 则转让价格会相应低一些。

(5) 如果非上市公司通过有偿协议转让获得了上市公司的控股权, 那么受让的非上市公司就可以利用宝贵的“壳资源”借壳上市, 因此很自然地可以认为, 控股转让的价格应相对高一些; 反之, 若受让方受让国家股和法人股仅仅是出于资本运营的目的, 而不是控股, 则转让价格可以相应低一些。但实证结果表明, 转让后受让方是否控股对于转让价格的确定并没有显著的影响。这从一定程度上说明, 我国现阶段通过国家股和法人股有偿协议转让控股的做法还不完全是一种市场自觉行为。因为如果是市场在起作用的话, 控股转让的优点就必然应该在价格中得到体现。政府行为和关联企业内部交易是造成这一情况的主要原因, 而且恰恰是现阶段国家股和法人股有偿协议转让的重要特征。

(6)实证结果同时表明,转让股权的性质在有偿协议转让中,对转让价格并没有显著影响。转让的股权是国家股还是法人股对于转让双方而言并没有太大的区别。非流通股权的转让可能是行政部门干预的结果,也可能是出于企业自身的资产运营需要。但无论相对于何种目的,股权性质上的不同是无法通过转让价格来加以明确反映的。因为国家股和法人股都无法上市流通的共同点才是转让所面临的主要矛盾。另外,国家股和法人股本来就是两种相互渗透的股份。法人股中很大一部分是由国有企业拥有的,我们称之为国有法人股。因此在转让价格的确定过程中,国家股和法人股的影响相互混杂,难以区分。

(7)每股市价是二级市场上投资者对上市公司每股股权所认同的价值,是上市公司每股股权的公允价值。但由于国家股、法人股不上市流通,每股市价并不能真实地反映国家股、法人股的每股价值。导致这种现象的根源是我国特殊的股权结构。我们称这种现象为“同股不同价”。也正是由于这一点,每股市价对转让价格几乎没有影响。更为重要的是,由于政府行为和企业内部交易的存在,即便理论上每股市价应该对转让价格有所影响,这种影响也无法通过市场得以表现。同理,由于市盈率、净资产倍率的计算都离不开每股市价,因此它们对于转让价格也难以形成显著的影响。

#### 四、《规范意见》的局限性及其原因分析

从回归分析的结果来看,在国家股和法人股的有偿协议转让中,《规范意见》起着重要的作用。它规定的“转让股份的价格不得低于每股净资产”在实际操作中得到了很好的贯彻,在很大程度上防止了国有资产的大量流失,为国家股和法人股有偿协议转让模式的健康发展提供了坚实的基础。但是,《规范意见》中同时指出的“转让股份的价格必须依据公司的每股净资产、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”却未能在实际操作中得到较好的贯彻。除每股净资产外,以上因素对转让价格的影响都微乎其微,又或者是有违常理。

由此可见,《规范意见》虽然在有偿协议转让中起着不可或缺的作用,但它对转让价格的指导作用却有很大的局限性。其直接后果就是,国家股和法人股的转让价格无法合理体现其内在的价值,国有资产的流失虽然得到了控制,却依然存在。《规范意见》自身不够完善是直接原因,但政府的过多介入则是造成局限性的更深层原因,具体表现为企业法人财产权不完整;政府职能不明确;缺乏统一的国有资产管理部

门。在计划经济体制下实行的是国有资产部门所有制。在同一部门内,政府管理部门可以对不同企业的资产进行任意调配,不需要等价交换。而在不同部门间,资产的流动却极为困难。股份制改造后,由于没有形成统一的国有资产管理部

门,国家股和法人股又无法上市流通,因此原有的管理部门仍是最大的股东。企业并没有获得真正的法人财产权。因此,在国家股和法人股的转让过程中,市场的作用相对于政府部门个人的主观意志而言是微不足道的,这就是问题的根本。

#### 五、相应对策

要使国家股和法人股有偿协议转让的定价更为客观,首先就必须为它创造一个良好的环境。其必要的前提就是政企分开和健全国有资产管理部

门,两者是统一的。政企之所以难以彻底分开,其主要原因是没有健全的国有资产管理部

门来取代政府部门行使国有资产的保值增值职能,同时也未能建立起有效的国有资产管理考核制度。企业经过股份制改造后,法律上把国有股权界定给国家,由国家代为行使权利,但这种界定并没有落实到

一个具体的部门,因而有必要建立国有股

权的专职管理部门,明确该部门的权利和义务,从而对国有股权实施有效的管理。只有当政企真正分开时,市场机制才能在国家股和法人股的转让过程中真正发挥作用。

其次,在排除了来自政府的影响后,就应该运用合理的方法来确定国家股和法人股的转让价格。内在价值法与持有成本法是目前较为流行的两种方法。内在价值法是用贴现的方法把未来预期收益折现得出股权的价值。持有成本法是在国有资产初始评估值的基础上考虑历年的净资产收益率,从而得出股权的持有成本。如果仅考虑股权的内在价值,则无法客观反映出股权的历史成本,从而造成国有股的低价转让和国有资产的流失。如果仅考虑股权的持有成本,则可能导致转让价格过高,偏离股权的内在价值。因此,应该把内在价值法和持有成本法的优点相结合,在杜绝国有资产流失的前提下,客观地反映出股权的内在价值。

此外,对国家股和法人股的客观评价还必须有一个健全的资产评估机构。但目前我国的资产评估机构还没有一套系统的法律法规加以规范,在评估过程中往往缺乏独立性,使用的评估方法也不能很好地反映资产的真实

价值。因此为了国家股和法人股有偿协议转让的健康发展,资产评估机构的规范势在必行。

在国家股和法人股无法上市的情况下,有偿协议转让模式对股权结构一体化作出了有益的尝试,同时在很大程度上缓解了现有股权结构的矛盾。即使在股权结构一体化以后,有偿协议转让这一模式也将得到发展,因为上市公司毕竟只是少数,场外的证券市场将为有偿协议转让提供巨大的舞台。因此,如何在国家股和法人股有偿协议转让中合理确定转让价格有着重大的意义,应该引起社会的重视。

#### 参考书目:

1. 证券市场规范化建设研究:金德环;上海财经大学出版社。
2. 中国证券市场问题与对策:王亚泰、王洪林;中国城市出版社。
3. 中国证券市场研究与展望:曹尔阶;中国财政经济出版社。
4. 我国证券市场和期货市场发展研究:韩德宗;中国商业出版社。

(作者单位:上海财经大学统计系;邮编:200083)

---

(上接第44页)笔利润,而它的投资却是最低限度的,使公司保持了统一。当然,到了90年代,含铅汽油开始逐渐退出市场,则又是另一回事。

#### 注:

- ①引自王琪延:《世界名牌公司扩展史》,台湾出版社1998年5月第1版。
- ②《中国经营报》1998年11月24日。
- ③刘放桐:《现代西方哲学》,人民出版社1990年8月第2版。

#### 参考文献:

1. 彼得·德鲁克:《管理——任务、责任与实践》,中国社会科学出版社1975年8月第1版。
2. 威廉·大内:《Z理论》,中国社会科学出版社1984年3月第1版。
3. 刘放桐:《现代西方哲学》,人民出版社1990年8月第2版。
4. 卡尔·波普尔:《猜想与反驳》,上海译文出版社1986年8月第1版。
5. 王晖:《方法论新编》,上海财经大学出版社1997年3月第1版。

(作者单位:上海财经大学工商管理学院;邮编:200083)