

公允价值在国有股权转让定价中的应用

刘秋明¹,陈嘉²

(1. 厦门大学 管理学院,福建 厦门 350001;2. 兴业证券投资银行总部,福建 厦门 350001)

[摘要]由于上市公司国有股权的不可流通性,其转让缺乏可观察的市场定价机制,现行的以历史成本为基础的定价模式存在明显的缺陷。文章提出以公允价值为基础的定价模式取代现行模式,弥补了历史成本模式的不足,并为公允价值模式在实践中的应用提供了一种思路。

[关键词] 历史成本; 公允价值; 现值技术

[中图分类号] F830

[文献标识码] A

[文章编号] 1007 - 9556(2004)02 - 0129 - 04

Application of Fair Value in the Transfer of State - owned Enterprise Equity

LIU Qiu - ming¹, CHEN Jia²

(1. Xiamen University School of Business Administration;

2. Xingye Investment Bank, Xiamen 350001 China)

Abstract: Because of its inability to circulate in the market, the state - owned enterprise equities lack perceivable valuation bases. The present practice of taking historical costs as the evaluation basis is apparently questionable. In their article, the authors suggest a replacement of the present pricing with fair value model, arguing that it may eliminate the defects exist with historical model and shedding some light on the pricing practice of state - owned equities.

Key Words: historical cost; fair value; present value technique; application

一、研究背景

党的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大幕。党的十六大报告中进一步提出:“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,积极推行股份制,发展混合所有制经济”,这预示着国有股权转让的力度会进一步加大。

1997年7月,国有资产管理局和国家体改委联合公布的《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,国有股权转让的定价多以每股净资产为基础。余玮(2002)以我国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,研究结果表明,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,转让价格的制订存在一定的随意性。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的案例越来越多,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

[收稿日期] 2004 - 02 - 17

[作者简介] 刘秋明(1973 -),男,河北唐山人,厦门大学会计系博士研究生,研究方向是会计理论;陈嘉(1973 -),女,山东荣城人,兴业证券投资银行总部,研究方向是证券市场。

增值和证券市场长期健康发展均具有重要意义。当前单纯以每股净资产、每股收益等财务会计指标为基础,确定股权交易价格的做法正在遭受广泛的质疑^[1]。本文首先分析了现行定价方法的缺陷,然后提出应以公允价值作为定价基础的观点,分析了公允价值模型对现行定价模式的改进,并提出了公允价值运用的一种思路。

二、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模式,存在诸多弊端,使最终的交易价格难以做到科学和合理。这些缺陷可以集中概括为两大方面。

(一)以历史成本为计价基础,无法反映资产的性质

会计理论界对资产性质的争论由来已久。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“经济利益”,而这种经济利益是可预期的。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5类计量属性。2000年2月,财务会计准则委员会(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)却依然规定资产计量大部分应采用历史成本,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^[2],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间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)以单项资产为计价基础,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,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,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,McConnell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,得出了两者之间在一定条件下显著相关的结论,即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,托宾 Q 值先是上升,至该比例达到 50%左右,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。

三、公允价值模式对现行模式的改进

改革现行的定价模式势在必行。我们认为,应以公允价值为基础的定价模式取代以净资产为基础的定价模式。何谓公允价值?葛家澍(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。IASB 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,只有通过现存计量属性

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可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一种单一的计量属性。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。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赢利能力,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完善。

四、公允价值模型的应用

经济学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响买方对公司的价值判断。

举例来说^[3],A公司是一家以经营百货行业为主营业务的上市公司,由于行业竞争激烈,公司近年来经营一直处于微利状态,国有股东准备将其持有的控股权进行转让。现有3个潜在的买家,其中,B公司拟进一步扩大百货业的经营规模;C公司收购完成后拟进行大规模资产置换,退出百货行业,进入其他行业;D公司的计划是保留部分经营业绩好的百货业务,将经营业绩不佳的部分进行出售,同时注

入部分新的资产和业务。

在公允价值模型下,对于B、C、D三家应使用不同的计量属性。对B公司^[4],整合百货业务可发挥协同作用,应使用现值计量属性,合理地预计现有业务未来的经营状况,综合各种因素估计现金流量,选择合适的折现率,计算公司的价值;对C公司,现有业务对其价值有限,应选择历史成本计量属性,使用可比公司法计算公司价值;对D公司,经营业绩较好的业务部分,应采用现值计量属性,而经营不佳的业务部分,可采用重置成本计量属性。

注释:

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年11月25日。

财务会计一直处在可靠性和相关性的难以“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。

在该例子中,未考虑地方政府对买方的产业偏好,如希望买方继续经营现有业务等,实际情况复杂的多。

即便是同属一类的收购,其定价的幅度变化也是很大的,这既体现公司的异质性,也体现了买卖双方对公司价值判断标准的不同。例如:A-B公司收购青岛啤酒(600600.SH)27%的股权,溢价率为66%;SAB公司收购哈尔滨啤酒(0429.HK)29.64%的股权,溢价率为130%;燕京啤酒(000729.SH)收购惠泉啤酒(600573.SH)38.15%的股权,溢价率为5.26%;纽卡斯尔收购重庆啤酒5000万股的股权,溢价率达到320%。

[参 考 文 献]

- [1] McConnell J. and Servaes, H. Additional Evidence on Equity Ownership and Corporate Value[J]. Journal of Financial Economics, 1990, (27).
- [2] 布瑞德福特·康纳尔. 公司价值评估——有效评估与决策的工具[M]. 北京:华夏出版社,2001.
- [3] 黄世忠. 公允价值会计:面向21世纪的计量模式[J]. 会计研究,1997,(12).
- [4] 刘 萍. 从经济学角度分析公允价值与市场价值[J]. 中国注册会计师,2002,(12).
- [5] 孙永祥,黄祖辉. 上市公司的股权结构与绩效[J]. 经济研究,1999,(12).
- [6] 汤姆·科普兰,蒂姆·科勒,杰克·默林. 价值评估:公司价值的衡量和管理[M]. 北京:中国大百科全书出版社,1998.
- [7] 徐 泓. 企业价值评估与财务会计报告改进[J]. 中国注册会计师,2002,(11).
- [8] 张为国,赵宇龙. 会计计量、公允价值与现值——FASB第7辑财务会计概念公告概览[J]. 会计研究,2000,(5).
- [9] 朱 曦,龙 帆. 上市公司国有股转让定价方法探讨[J]. 山西财经大学学报,2003,(5).

[责任编辑:郭小兵]