

国有银行出让股权定价估值问题研究

王园园

(厦门大学金融系 福建 厦门 361005)

摘要】2005年以来,外资入股中国银行业的势头较猛,且成为最为引人注目的市场动向之一。中行、建行、交行、工商银行目前都已引进了战略投资者。并且2005年建行在香港成功上市后,其IPO价格大大高于其转让给境外战略者股权的价格,从此揭开了国有银行股权“贱卖贵卖”之争的序幕。本文分析了关于建行股权“贱卖贵卖”的争论,并认为在中国银行业开放的过程中,不应当局限在银行贱卖贵卖之争,而应当在此基础上深入思考整个经济金融体系的改革问题。

关键词】建设银行; 外资银行; 股权定价; 监管

从1996年亚洲开发银行首次入股光大开始,至2005年外资入股中资银行历经了10个年头,其间有16家中资银行接受了19家外国金融机构不同程度的入股。并且外资入股中国银行业在2005年以来的中国金融市场开放中,成为最为引人注目的市场动向之一。在2005年一年中进入中国银行业市场的外资,几乎是此前10年的总和。2005年下半年,建行、中行和工行几家国有银行引进战略投资者投资总额约为100亿美元,超过自1996年至2005年上半年10年时间里中资入股中国银行业总额的1.5倍,加速趋势显著。这促使中国的银行市场日益成为一个开放的、并且经营管理能力正在与国际接轨的市场。不过,在中国银行业开放的过程中,如同韩国和日本等国的银行市场开放中所遇到的一样,中国银行业的开放同样遇到是否“贱卖”、是否威胁到民族金融业安全等一系列的质疑。

2005年6月17日,建行首先与美国银行举行签约入股仪式确定了第一个战略投资者,之后7月1日正式与新加坡淡马锡控股有限公司签署了投资入股协议。淡马锡成为建行的第二个战略投资者。2005年10月27号建行在香港成功上市,建设银行的IPO价格为2.35港元。在上市后的一年时间里,其股价节节攀升,股价几乎涨了一倍,其IPO价格大大高于其转让给境外战略者股权的价格。由此造成了社会舆论的一片哗然。众说纷纭。

国内银行	时间	外资股东	引资金额	持股比例	每股价格
中国建设银行	2005.6	美洲银行	25亿美元	9.10%	1.169736元
	2005.7	新加坡淡马锡公司	14亿美元	5.10%	1.252305元

1. 建行股权被“贱卖”?

对于银行股权转让的溢价没有成熟的参考标准。银行股权出售价格受卖方策略,买方自身特征和市场定位的影响,差异性很大。很多学者以建设银行上市后的股价来比照战略投资者入股定价,来确定建行股权被“贱卖”。同时指出国有商业银行的价值不仅要考虑净资产,更要考虑其无形资产和品牌价值,并通过公司比较法,指出转让给外国战略投资者的股份偏低。从现有的交易情况看,外资入股中资银行市净率整体在1.1~1.8倍之间,其中最低的是美国银行入股建行的1.15倍,最高的是恒生银行入股兴业银行的1.8倍。

2004年建设银行的每股净资产是1.01元,每股盈利是0.26元。2005年的每股净资产是1.28元,每股盈利是0.24元。对于如此优质的资产,按照发行价格=每股净资产×溢价倍率的净资产倍率法,比净资产只溢价了17%,大大低于我国大部分城市商业银行的转让价格。2004年9月,不良资产缠身的深圳发展银行依然卖了个好价钱,新桥投资出资12.35亿元购入其17.89%的股份,溢价达到2.38倍;2005年4月,澳洲联邦银行没有要求做国际审计就以溢价方式投资6.25亿美元购入杭州银行19.9%的股权,每股净资产溢价都在1.7倍以上,且谈判时间仅花了三个月;2004年,第五大银行交通银行向汇丰银行出售19.9%股权,作价人民币144.61亿元,溢价86%。从已经引进外国战略投资者的城市商业银行来看,其出售给境外战略投资者的股权价格普遍高于国有商业银行,有的甚至高出一倍。但我国城市商业银行无论是资产质量、盈利能力,还是其无形资产,都不可能与国有商业银行同日而语。(1)国有商业银行有国家信用的强大支撑,获取了来自于政府的巨大利益和支持,在与其他商业银行的竞争中具有先天的优势;(2)国有商业银行的品牌是中国商业银行中最有价值的品牌,其家喻户晓的品牌认知

度是其他商业银行无法比拟的;(3)国有商业银行掌握了绝大多数的中国最主要的客户资源和大量优秀的人力资源,而这是商业银行创造能力的核心因素,据统计,四大国有商业银行掌握着中国60%的金融资源;(4)国有商业银行拥有巨大的体系完备的销售网络,其网点遍布全国城乡,具备了在全国所有地区开展各种业务的物质条件,而且,这些网点大多占据了各商业中心的黄金地段,这些资源享有独占的性质,其本身就具有极大的升值潜力和空间。

2. 建行股权被“贵买”?

从市场演变的趋势看,交行、建行IPO市净率高于上市前对外资银行招股市净率引发了“贱卖”的争论;也有一些海外媒体认为中资银行机制多弊,不良贷款率高,提出了截然相反的外资入股中资银行是一场新的“豪赌”的观点。尽管国有商业银行的网络、品牌和信用度的价值未体现在股权溢价之上,而对等的外资战略者的无形资产价值也没有计算。按照规定,外资入股上限不可超过25%,相对而言是小股东对公司控制力较弱,根据国际经验,收购少数股权是应该享受折价的。投资者入股面临三年的战略锁定期,比IPO低的进入价包含了对流动性风险的补偿,同时,在外国投资者看来,中国银行业的一些制度性的缺陷导致中国的银行业在估值时面临诸多“制度性折扣”,以银行上市后的股价来比照战略投资者入股定价是否过低并不科学。

另外,对于资产流动性强的金融业定价时,一般参考境外银行上市与股权并购价格,对市净率(P/B)做横向比较,但是作为定价依据的尺度,包括会计准则、会计信息的准确性等方面国内外是不同的,因此,由于对于净资产的核算方法不同,导致估值缺乏直接比较的基础。外资银行通常依据的是国际会计准则(IAS或GAAP),和国内会计准则的差别体现在不良资产分类、拨备等多个方面,而原来中国的银行并未严格建立起以风险为基础的五级贷款分类制度,亦往往没有严格进行相应的拨备提取,因此账面净资产往往并不能反映银行的真实财务状况。受历史影响,诸多的中国银行一般仅对贷款和应收账款的1%提取一般准备金,对不良资产的拨备远低于国际标准。虽然中资银行已经在不良贷款、资本充足率上有所改善,但有些会计信息的处理还是不准确。在尽职调查时,外资银行要求会计人员对银行的资产进行核实,对存在风险的资产要严格计提准备金,这使得中资银行在会计制度上一度存在的缺口,造成中资银行估计的定价高于外资银行。

3. 结论与建议

根据以上的分析可以看出,建设银行股权“贱卖贵买”之争实质上是监管制度和金融市场差异所致,因此我们应该超越贱卖论,把重点放在推进金融改革的深化上。

对中国建设银行而言,引进境外战略投资者,不仅可以增强资本实力,改善股权结构,支持公开发行顺利上市,更重要的是,有助于加速中国建设银行的经营机制转变,有助于引进先进的经营方式和金融产品,有助于提升核心竞争力,有助于加快实现与国际金融市场接轨,完善治理结构,实施股权多元化。在建行的这次引资过程中,曾先后与十几家潜在战略投资者谈判。据建行行长郭树清称,在选择战略合作伙伴时,他们把握了这样几个原则:首先是这些投资者要有足够的诚意和建行合作,有长远打算;其次要足够大,否则可能无法满足投资建行的资金要求;第三是在业务领域具备专长和领先优势,愿意向建行转让技术和分享管理经验;第四,这些外资机构与建行没有利益冲突。

建行是引进外资的第一家国有大型银行,因此对于国家和整个金融市场,都有着很重要的意义。这对以后的银行股权(下转第658页)

春季麦田生产, 管理最关键

王玉刚¹ 任秀玲²

(1.武城县滕庄镇政府农技站 山东 武城 253300; 2.武城县广运街道办事处农技站 山东 武城 253300)

摘要】本文对春季麦田生产管理技术措施进行了总结。

关键词】春季麦田生产; 小麦生产; 管理

当前小麦已进入拔节期, 正是加强麦田管理的关键季节, 最近天气复杂多变, 气温忽高忽低, 对小麦生长极为不利。由于受去年秋种期间持续阴雨天气影响, 小麦播种普遍推迟十天左右。从冬前小麦苗情调查看, 小麦苗情总体与常年相比属于偏弱年份, 主要表现在: 一类苗面积明显减少, 二、三类苗面积增加, 群体不足, 个体发育偏弱。春节过后, 农民迅速行动起来, 加大了田间管理力度, 掀起以划锄保墒, 促弱转壮为重点的麦田管理高潮。

目前, 随着天气逐渐转暖, 春季小麦生产进入了关键时期, 针对今年小麦苗期特点, 麦田的后期管理(从抽穗开花一直到成熟, 在山东除胶东半岛以外, 这一时期大约从5月初—6月上旬, 即从立夏到芒种)是极其重要的, 因为这一时期管理好坏直接影响到经济产量的高低, 有人认为抽穗以后成熟在即, 在管理上可以松口气了, 这是错误的。实践证明, 丰产麦田由于后期管理不好, 病虫害严重, 受干旱风的影响甚至倒伏, 使粒少粒秕, 减产达40%以上。因此麦田后期管理的主要任务是: 根据气候、土壤及群体、个体情况进行管理, 使植株能更多合成光合产品, 并向穗部输送, 以增加粒数、粒重, 提高经济产量, 可归纳为二保(保叶、保根)和二防(防病虫害、防倒伏)

麦田后期管理的主要措施:

(一) 浇好水 麦田后期管理水当先, 一般麦田在常年浇过挑旗水后再在开花后浇一次水。干旱年份浇2次水, 一次在扬花后, 一次在乳熟后。这样不仅能满足小麦对水分的需要, 还可为套种下茬作物创造良好的墒情。试验证明, 于5月10号在开花后浇水, 比对照不浇水的提高千粒重4克, 亩增产小麦50公斤以上。

小麦后期浇水要注意二点: 第一应注意防止倒伏, 要做到无风天抢着浇, 白天有风夜间浇, 预报有风停止浇, 防止浇后遇雨造成倒伏。第二浇水不要过晚, 或者说不要浇麦黄水, 要在麦收前10天停水。以防止土壤空气不足影响根系早衰死亡, 降低千粒重, 影响经济产量。结

合

(二) 巧追肥 小麦抽穗开花一后, 一般不再追肥了, 但在缺肥条件下, 还是可以追肥的。结合浇水巧追速效氮肥和磷肥, 也有延迟次生根早衰, 使叶片维持较长时期功能的作用, 有利于增加千粒重。

(三) 及时防止病虫害 抽穗以后, 每年经常发生粘虫、锈病和蚜虫等的危害, 必须积极主动防治。

(四) 防止倒伏 小麦倒伏大体有两种: 第一种是植株生长正常, 灌浆后穗部重量增加, 受到大风大雨的侵袭, 或浇水不当引起的根倒伏或茎倒伏, 要注意有风不浇, 防止倒伏。第二种是植株生长不正常而发生的倒伏, 引起这种倒伏的原因也有两种: 一种是丰产麦田, 由于群体过大, 生长不正常, 根系不够发达, 易发生倒伏。防倒的方法就是要解决群体发育与个体发育的矛盾, 使个体健壮些。另一种是播种晚或其他原因, 发生了生长过旺与有机养料供应不足的突出矛盾, 根系发育不好, 抗倒伏能力差。防止倒伏的方法是: 在春季促进麦苗生长时, 不要过猛, 要采用控促结合“少吃多餐”分次施肥的方法。

(五) 受雹灾后及时补救 受雹灾后由于地温低, 要先松土提高地温, 然后及时追肥、浇水和锄地, 加强管理, 使新生分蘖发的快、发的多, 成穗率高, 幼穗发育好, 一般比管理不好的可提高产量30—40%。由于雹灾后小麦成穗是“老少三辈”, 成熟期极不一致, 应分两次收割而不可“一刀收”。否则老穗熟过了, 幼穗还不熟, 一次收割能使产量损失四分之一。

(六) 适时收获 小麦适时收获是蜡熟期, 此时穗下节间呈金黄色, 穗下第一个节呈微绿色, 籽粒内部呈蜡质, 能被指甲切断, 收获过早、过晚均会降低粒重, 影响产量。科

[责任编辑: 翟成梁]

(上接第644页) 转让起到很好的示范作用, 以低价的市净率转让很大程度上增强和鼓励外资的进入的决心和力度。在以后的转让中可以看出, 市净率都是要高于建行的市净率的, 外资入股中资银行市净率整体上在1.1倍到1.8倍之间, 逐渐的趋于市场价格。

无论是中国改革开放的经验, 还是经济全球化的经验都表明, 以开放推动改革往往在内部相互制衡改革难以深化时, 能够取得令人满意的效果。在入股逐渐成为外资进入中国银行业主要路径的环境下, 外资银行在中国金融市场中由装点式的角色升级为市场的参与者、竞争者, 真正有价值的问题是如何对外资持续、有效地进行监管。解决国有商业银行存在的问题, 同时还是应从制度层面深化改革, 通过政府职能转换、干部人事制度改革、社会信用制度建设、银行监管制度以及商业

银行市场准入、退出制度的完善等, 为国有商业银行创造良好的经营环境, 也给她提供经营和发展的压力和动力。科

参考文献】

- [1] 李子白. 投资银行学[M]. 北京: 清华大学出版社, 2005.
- [2] 巴曙松. 外资入股中国银行业: 如何超越“贱卖”的争论与分歧[J]. 广东金融学院学报, 2006(2).
- [3] 史建平. 国有商业银行改革应慎重引进外国战略投资者[J]. 财经科学, 2006(1).
- [4] 阎庆民. 银行业市盈率问题研究[J]. 国际金融研究, 2006(7).

[责任编辑: 田瑞鑫]

(上接第561页) 识自己角色转变, 并尽快地融入新的教学模式, 才能充分发挥网络的作用, 让它真正为英语教学工作服务。科

参考文献】

- [1] 张芳. 运用多媒体及网络技术在 新视野大学英语 的教学中实施大学英语改革[J]. 中国英语教学, 外语教学与研究出版社, 2006.3.
- [2] 张瑞明, 徐延, 徐穗. 基于网络的英语教学模式及效果研究[J]. 中国英语教学, 外语教学与研究出版社, 2006.5.

- [3] 刘润清. 论大学英语教学[M]. 外语教学与研究出版社, 1999.6.
- [4] 胡壮麟. 大学英语教学的个性化、协作化、模块化和超文本化——教学要求的基本理念[J]. 外语教学与研究, 2004.5.
- [5] 宋玉琳, 肖杰. CALL 在大学英语精读课上的应用[J]. 中国英语教学研究, 2003.12.

[责任编辑: 汤静]