

关于国有股股权、社会法人股股权转让价格的实证分析

周子元

(对外经济贸易大学金融学院 北京 100026)

【摘要】 本文对上市公司股权转让价格进行了分析并提出相应的假设,同时用股权协议转让的数据进行了实证分析,发现国有股股权和社会法人股股权的转让价格存在显著区别,股权分置改革提高了股权转让价格。

【关键词】 股权分置改革 股权转让价格 每股净资产

一、研究假设

根据经典的金融学理论,股权的价格取决于公司未来为股东创造现金流的能力;而净资产反映的是账面价值,即公司以前的投资及盈余的积累。二者既不相等,也没有一个固定的比例关系。潘琰(2004)认为,不分转让公司的资产质量优劣,不论转让比例大小,不计盈利前景好坏,一律以公司净资产为定价依据是不科学的。因此,国有股股权转让相关规定中的净资产收益率、市场表现是对每股净资产的补充,代表公司的盈利能力以及市场对公司前景的预期。笔者提出以下假设:

假设1:公司盈利能力是决定股权转让价格的因素。

假设2:流通股市场行情是决定股权转让价格的因素。

除公司价值因素之外,非流通股转让价格还受到非流通性折价等因素的影响。尽管非流通股股东和流通股股东按照各自的持股比例分享公司未来创造的股东价值,但由于非流通股不能在证券交易所自由买卖,因此其价格与流通股价格相比有所折让。汪昌云(2004)指出,证券受到流通限制意味着证券持有人将失去有利的交易时机,投资者自由调整资产组合的空间缩小,投资的机会成本上升。因此,投资者将会要求价格折扣。根据以上分析,股权分置改革给国有股和法人股带来了流通权,因此从理论上讲,股权分置改革后的股权转让价格应当有所提高。笔者提出第三个假设:

假设3:股权分置改革提高了股权转让价格。

股权转让价格可能含有控制权溢价。按照产权理论的分析框架,企业所有权包括剩余收益索取权和公司控制权。其中,剩余收益索取权是指扣除其他要素所有者的报酬后的剩余索取权;而公司控制权是对公司的业务经营和决策的主导权,它源于股东拥有的投票权。当大股东拥有公司控制权后,就有机会获得控制权收益。Grossman和Hart(1988)指出,控制权收益是控制性股东通过对控制权的行使而占有的全部价值之和,包括进行自我交易、对公司机会的利用以及进行内幕交易所获得的全部收益、超额报酬和在职消费等。我国上市公司高度集中的股权结构使控股股东获得一种超强的控制权,大股东侵占小股东利益从而获取控制权收益的现象并不鲜见。

笔者提出第四个假设:

假设4:股权转让价格中包含控制权溢价。

二、研究设计

1. 变量设计。具体如表1所示:

	考虑的因素	代理变量	符号	理论关系
解释变量	政策规定	每股净资产	Net_asset	+
	盈利能力	每股收益(摊薄)	Earnings	+
		每股经营净现金流	Cashflow	+
	市场行情	市场指数	Market_Indx	+
	流通股溢价	虚拟变量	Reform	+
控制权溢价	转让股数占总股本比例	Ratio	+	
被解释变量	-	股权转让价格	Trans_Price	-

注:Reform是虚拟变量,用于度量股权分置改革对股权转让价格的影响;市场行情以A股指数替代。

2. 数据及预处理。本文的数据来自于RESSET金融研究数据库。样本选取的时期为2001年年初至2006年年末。本文对数据进行了以下预处理:①财务数据来自于年报数据,为保证其真实、可靠,剔除每股净资产为负的异常公司样本,剔除财务报表被会计师事务所出具非标准审计意见的公司样本,剔除在转让年度及前后有财务舞弊行为的公司样本,剔除被中国证监会认定有通过财务造假骗取上市资格行为的公司样本。②选择股权转让方式为协议转让的公司为研究样本,对于同一时间、同一公司有多笔股权转让交易并且价格相同的,对“转让股数占总股本比例”进行加总。③剔除在股权转让之前有增发、配股、转增、送红股的公司样本。④剔除发行B股的公司样本。

选取深圳A股指数(取对数)作为市场行情的代表。考虑到从股权转让谈判到签署协议有一段时滞,选取协议签署日之前1个月的指数值(取对数)作为参考值。在对虚拟变量Reform进行取值设定时,由于本文的样本中只有5例的股权转让发生在公司股权分置改革之后,样本过少易影响结论的可靠性,因此笔者考察的是股权分置改革预期对股权转让价

格的影响。以2005年9月中旬作为分界点,如果协议签署日在2005年9月15日之前,那么令Reform=0;如果在2005年9月15日之后,令Reform=1。

三、实证分析

为消除异方差的影响,以每股净资产为权重,采用加权最小二乘法进行回归分析,结果如下:

表2 国有股股权转让价格因素回归分析

回归模型 被解释 变量	模型 1		模型 2		模型 3		模型 4	
	Trans_Price		Trans_Price		Trans_Price		Trans_Price	
	回归系数	P 值	回归系数	P 值	回归系数	P 值	回归系数	P 值
Net_asset	1.115 ***	0.000	1.093 ***	0.000	1.089 ***	0.000	1.096 ***	0.000
Earnings	-	-	0.124	0.674	0.137	0.749	0.244	0.422
Cashflow	-	-	0.065	0.532	0.057	0.749	0.031	0.770
Ratio	-	-	-0.534	0.350	-0.473	0.557	-0.481	0.400
Market_Indx	-	-	-	-	-0.515	0.392	-	-
Reform	-	-	-	-	-	-	0.342 *	0.102
截距	0.016	0.927	0.177	0.434	3.277	0.379	0.080	0.733
样本数	189		189		189		189	
调整后的 R ²	0.937		0.936		0.937		0.937	
模型 F 值	877.07 ***		218.95 ***		176.74 ***		177.23 ***	

注:*** 表示在1%的水平上显著,* 表示在10%的水平上显著。

表3 社会法人股股权转让价格因素回归分析

回归模型 被解释 变量	模型 1		模型 2		模型 3		模型 4	
	Trans_Price		Trans_Price		Trans_Price		Trans_Price	
	回归系数	P 值	回归系数	P 值	回归系数	P 值	回归系数	P 值
Net_asset	0.798 ***	0.000	0.753 ***	0.000	0.746 ***	0.000	0.766 ***	0.000
Earnings	-	-	0.414	0.206	0.432	0.191	0.438	0.179
Cashflow	-	-	0.190 ***	0.017	0.188 **	0.018	0.147 *	0.073
Ratio	-	-	1.779 *	0.053	1.762 *	0.060	1.791 **	0.050
Market_Indx	-	-	-	-	-0.143	0.626	-	-
Reform	-	-	-	-	-	-	0.392 *	0.062
截距	0.658 ***	0.001	0.408 *	0.063	1.298	0.481	0.299	0.186
样本数	258		258		258		258	
调整后的 R ²	0.853		0.859		0.858		0.86	
模型 F 值	449.21 ***		119.68 ***		95.51 ***		97.40 ***	

注:*** 表示在1%的水平上显著,** 表示在5%的水平上显著,* 表示在10%的水平上显著。

1. 国有股股权转让协议转让。表2的模型1~4中每股净资产的回归系数大于1且高度显著,并且模型1中的“调整后的R²”达到0.937;模型2~4中代表公司盈利能力的每股收益和每股经营净现金流的系数符号虽与理论分析相符,但不显著,不支持假设1;模型3中的市场指数的系数不显著,不支持假设2。由上述分析可知,国有股股权转让价格在很大程度上是依照“不得低于每股净资产”的规定确定,没有考虑公司盈利能力及资产质量,不受流通股市场行情影响。模型2~4中的转让股数占总股本比例的系数为负,与理论分析不相符,且不显著,不支持假设4。模型4中股权分置改革的虚拟变量的系数为正,且在10%的水平上显著,说明获得流通权的预期提高了股权转让价格,从而支持假设3。

2. 社会法人股股权转让协议转让。表3的模型1~4中每股净资产的回归系数

高度显著,模型1中的“调整后的R²”达到0.853,说明每股净资产是社会法人股股权转让价格的重要基础,但是转让价格中有每股净资产不能解释的部分。模型2~4中每股收益和每股经营净现金流的系数符号与理论分析相符,每股收益不显著,而每股经营净现金流显著,支持假设1,说明股权转让价格确定过程中考虑了公司的盈利能力和资产质量,并且更注重公司创造的收益转化为现金的能力。模型3中市场指数的系数为负,与理论分析不相符且不显著,不支持假设2。模型2~4中的转让股数占总股本比例的系数为正,符合理论分析,并且显著,支持假设4,说明股权转让价格包含控制权溢价。模型4中股权分置改革的虚拟变量的系数为正,且在10%的水平上显著,支持假设3。

笔者认为,国有股股权转让行为体现的是政府的意志,并非市场化的运作,转让主体更多地考虑了非经济因素;社会法人股股权转让行为体现的是股东作为经济人的经济利益,转让主体更多地考虑了经济因素。从根本上来说,政府主体及非政府主体的成本和收益目标不同,从而导致两类股权转让价格具有显著差异。

四、结论

根据以上分析,笔者发现国有股股权和社会法人股股权的转让价格存在显著区别:每股净资产几乎是国有股股权转让价格的唯一决定因素,说明国有股股权转让在很大程度上是依照行政规定进行的,而不是由市场机制决定,缺乏价值发现功能。每股净资产是确定社会法人股股权转让价格的重要依据,但也考虑了公司的盈利能力和资产质量,特别考虑了公司创造的收益转化为现金的能力,这时市场机制发挥了价值发现功能。此外,社会法人股股权转让价格包含控制权溢价,而国有股股权转让价格不包含控制权溢价。股权分置改革提高了股权转让价格,这与“流动性溢价”理论相符。笔者认为,管理部门应当加强国有股股权转让的市场化机制建设,切实保证国有资产的保值增值,杜绝国有资产的流失。就理论研究而言,由于国有股股权和社会法人股股权的转让价格存在显著区别,所以在研究相关问题时应当区别对待。

【注】本文系云南省教育厅科研基金项目(项目编号:07C40653)研究成果。

主要参考文献

1. 赵永伟. 我国上市公司股权转让定价的实证分析. 南方金融, 2003; 6
2. 唐宗明, 蒋位. 中国上市公司大股东侵害度实证分析. 经济研究, 2002; 4