

# 股权分置改革方案中非流通股估价方法评析

张玉珍

(西安交通大学管理学院 西安 710061)

**【摘要】** 本文分析评价了90家股权分置改革公司的股权分置改革方案中非流通股估价的方法,并计算了其中77家公司的股权分置改革方案中非流通股估价的折扣率,结果表明这77家样本公司的非流通股估价明显偏高。

**【关键词】** 股权分置改革 非流通股 估价

## 一、研究背景与意义

在我国证券市场上,国家股、法人股、公众股、外资股四种股权形式并存。国家股和法人股属于公有股份,为非流通股,股权分置改革前约占上市公司总股权的2/3(股权分置改革前,非流通股比例约为68.5%);公众股和外资股可以上市流通,称为流通股。流通股和非流通股两类股票的权利和义务被人为地分割,导致同一市场内同股不同权、同股不同价,即所谓股权分置。股权分置是我国特有的问题,它伴随着我国证券市场的产生而产生,在此期间,股权分置已成为我国证券市场诸多问题产生的制度性根源。

股权分置改革的过程就是一个利益调整的过程,非流通股定价将直接关系到股权分置改革过程中各类股东利益的得失,关系到股权分置改革方案能否顺利实施。因此,非流通股的定价问题是制定股权分置改革方案的核心。本文正是基于此进行分析的。

## 二、国内外有关非流通股估价折扣率的研究成果

股权缺乏流动性对其本身价值有减值影响这一结论已被一些国外著名研究结论所证实。国外研究结论为:若用有流通限制的股票的成交价格与自由流通股票的成交价格之比来确定缺乏流动性折扣率,则上市公司缺乏流动性股票的价值平均折扣率在23%~45%之间。目前,国内评估界对企业价值评估的研究刚刚起步,对评估中的折价与溢价的研究更是凤毛麟角。根据我国一些学者的研究表明,上市公司缺乏流动性股票的价值平均折扣率在15.4%~24.6%之间。

## 三、提出假设

目前参与股权分置改革的公司,在其股权分置改革说明书中都直接或间接地对其非流通股进行了估价,进而计算出非流通股股东应向流通股股东支付的对价水平(非流通股股东为取得股票流通权而向流通股股东支付的股票对价数),然后再请股东们对股权分置改革方案进行投票表决,一般都由于股权分置改革方案不能被表决通过,从而就一次或多次地修改方案,即提高对价,直到流通股股东基本满意为止,股权分置改革方案才能得以表决通过。所以,从逻辑上讲,通过股权分置改革的公司,其股权分置改革说明书中最终的对价水

平应该是合理的,那么其股权分置改革说明书中对非流通股的估价是否合理呢?本文将就此问题进行分析,并作如下假设:股权分置改革方案中的非流通股估价是合理的。

## 四、选取样本并搜集资料

本文选取的样本为参与股权分置改革的公司,选取的样本需同时满足下列条件:①样本的研究期限为股权分置实施股权公告日(股权分置实施股权登记日),在2006年1月1日~2006年8月31日之间;②同时属于制造类行业中只发行A股的公司;③剔除ST公司、PT公司、深圳中小板公司、每股收益小于0.1元的微利或亏损公司以及数据不全的公司。最后选出沪深两市共计90家公司作为本文的研究样本。

笔者从90家样本公司的股权分置改革说明书中搜集到了其对流通股和非流通股的估值情况的资料,这些数据用于计算股权分置改革公司的非流通股估价折扣率(非流通股估价折扣率=非流通股估价/流通股估价),并用非流通股估价折扣率评价其非流通股估价的合理性。样本公司各指标、数据主要来源于中国股权分置改革专网。

## 五、股权分置改革方案中的非流通股估价方法

笔者通过阅读90家公司的股权分置改革说明书了解到,这些公司在确定对价安排时,均采用了在股权分置改革前后公司总价值不变的原理,即股权分置改革不会改变公司的总价值。具体测算对价的方法有五种,从其中四种方法中可直接或间接得到股权分置改革公司对非流通股的估价。

1. 企业价值不变法。该方法通过测算股权分置改革前公司价值总额来计算全流通后的理论股价,并以此计算流通股的价值,从而确定对价安排。在这种方法中,为了测算股权分置改革前公司价值总额,首先要对流通股和非流通股进行估价,所以在该方法中可以直接取得非流通股的估价。股权分置改革公司对非流通股估价的方法有以下三类:①直接以每股净资产值作为非流通股的估计值。②以每股净资产为基础再考虑相应的溢价来对非流通股进行估价。即:非流通股价值=每股净资产值×(1+每股净资产溢价率)。其中,每股净资产溢价率的取值有七种,分别为10%、15%、25%、30%、35%、40%和70%。③以流通股股价为基础再考虑相应的折扣来对

非流通股进行估价。即：非流通股价值=流通股股价×流通股折扣率。其中，流通股折扣率的取值为 65%和 67.5%。

2. 全流通市盈率法。该方法借鉴国外同行业上市公司的市盈率，结合公司特点及经营业绩，估计公司股票在全流通状态下的市盈率水平，从而计算出全流通股票价格，目前二级市场价格（流通股价格）与测算的全流通价格之差是流通股股东受到的损失，即流通权价值，从而据此确定对价安排。在这种方法中，可得到股权分置改革前流通股的价格（ $P_{流}$ ）和全流通后的价格（ $P_{全}$ ），然后按照在股权分置改革前后公司总价值不变的原理，采用公式： $P_{非}=(P_{全}-P_{流} \times d_{流}) \div d_{非}$ ，可以得到非流通股的估价。其中： $d_{流}$ 为流通股占总股数的比例（流通股比例）， $d_{非}$ 为非流通股占总股数的比例（非流通股比例，下同）。

3. 全流通市净率法。该方法根据国外同行业上市公司的市净率和国内同行业已完成股权分置改革公司的市净率，测算出股权分置改革方案实施后公司股票的理论市场价格（ $P_{全}$ ）。然后根据在股权分置改革前后公司总价值不变的原理，测算出股权分置改革方案实施前后公司股票的差价，并以此为基础确定对价安排。在这种方法中，也可以得到股权分置改革前流通股的价格（ $P_{流}$ ）和全流通后的价格（ $P_{全}$ ），然后按照在股权分置改革前后公司总价值不变的原理，采用公式： $P_{非}=(P_{全}-P_{流} \times d_{流}) \div d_{非}$ ，可以得到非流通股的估价。

4. 全流通市销率法。该方法用类比公司的“总市值÷销售收入”来评估本公司与同类公司相比的投资价值，从而测算股权分置改革方案实施后公司的理论股价（ $P_{全}$ ），据以计算流通股股东应得的对价。在这种方法中，同样也可以得到股权分置改革前流通股的价格（ $P_{流}$ ）和全流通后的股票价格（ $P_{全}$ ），然后按照在股权分置改革前后公司总价值不变的原理，采用公式： $P_{非}=(P_{全}-P_{流} \times d_{流}) \div d_{非}$ ，可以得到非流通股的估价。

5. 发行超额市盈率法。该方法以股票发行时的发行市盈率超过全流通发行时市场市盈率的倍数为基础计算流通权的价值，从而确定对价安排。在这种方法中，无法得到股权分置改革前流通股的价格（ $P_{流}$ ）和全流通后的股票价格（ $P_{全}$ ），所以也就无法得到非流通股的估价。

从以上方法可以看出，股权分置改革公司在测算股权分置改革方案中的对价时，主要采用了两大类方法：第一类方法是，通过直接估算股权分置改革前的流通股价格、非流通股价值和全流通后的股票价格来确定对价安排；第二类方法是，主要借鉴国外同行业上市公司和国内同行业已完成股权分置改革的公司的市盈率、市净率和市销率，并结合公司自身的特点及经营业绩估计公司股票在全流通状态下的市盈率、市净率和市销率水平，从而计算出全流通股票的价格。目前二级市场价格（流通股价格）与测算的全流通价格之差是流通股股东受到的损失，即流通权价值，从而据此确定对价安排。可见，股权分置改革公司在确定对价方案时直接借鉴

国内外同行业公司的相对比率的较多，而具体考虑公司的基本财务信息指标的较少。笔者认为，公司的基本财务信息指标毫无疑问地决定着本公司的各项相对比率，所以有必要对股权分置改革方案中确定的理论对价水平以及从方案中直接或间接获得的非流通股的估价水平的合理性进行分析。

## 六、分析样本公司股权分置改革说明书中的非流通股估价的合理性

从上述 90 家样本公司的股权分置改革说明书中，可以找到 77 家样本公司为进行股权分置改革而确定的流通股的价格和对本公司非流通股估价的数据（由于另外 13 家样本公司在计算对价水平时，采用的是发行超额市盈率法，所以无法直接或间接找到这些公司对非流通股的估价），将 77 家样本公司的非流通股估价除以其确定的流通股的价格，即可得到各样本公司的非流通股估价的折扣率。这 77 家样本公司的非流通股估价的折扣率的描述性统计结果如下表所示：

项 目	非流通股估价折扣率
平 均	0.758 325 24
标准误差	0.009 823 99
中 值	0.748 696 52
样本方差	0.007 431 32
最小值	0.570 760 46
最大值	0.976 225 66

从上表可见：这 77 家样本公司的非流通股估价的折扣率的平均值约为 0.758 3，中位数约为 0.748 7，这一结果与前述的国内外关于非流通股估价折扣率的研究成果相比明显偏高，说明这 77 家样本公司对非流通股的估价明显偏高。若将这 77 家样本公司作为股权分置改革公司的代表，则可认为在股权分置改革中，股权分置改革公司的非流通股估价偏高。可见本文的假设不成立。

但是这里要说明的是，按上述股权分置改革公司的非流通股估价确定的对价水平只是理论对价水平，一般都不能按其表决通过，一般都要在理论对价水平上调高一次或调高多次才能表决通过。所以，最终通过的股权分置改革的对价水平要比理论对价水平高，流通股股东可能也是进行了测算才对对价方案投赞成票的。所以可以说，每个公司股权分置改革的成功都是该公司的流通股股东与非流通股股东进行利益博弈的结果。

### 主要参考文献

1. 王俊英,潘淑娟,文忠桥.股权分置改革中的非流通股估价研究——基于市盈率模型的分析. 贵州财经学院学报, 2006;1
2. 王少豪. 企业价值评估. 北京: 中国水利水电出版社, 2005
3. 严绍兵.上市公司国有股流动性折价研究.中国资产评估, 2005;1