

# 股权分置改革中 上市公司价值评估问题研究

长沙理工大学管理学院 张鼎祖

**【摘要】** 股权分置改革方案可根据公司实际情况采取一系列具体措施,但这些具体措施的正确、有效实施必须以对上市公司市场价值的正确评估为基础,这已成为股权分置改革的一个重要环节。本文建议采取流通股与非流通股价值分估加总的方法对上市公司市场价值进行评估,并对流通股与非流通股价值的具体评估方法进行了探讨。

**【关键词】** 股权分置改革 上市公司 价值评估

## 一、我国股市的股权分置问题

非流通股的存在,是我国股市独有的现象,它已经制约了我国资本市场的规范发展和国有资产管理体制的根本性变革,影响了资本市场的改革开放和稳定发展,具体表现为以下三点:①扭曲了证券市场定价机制。由于我国上市公司近 2/3 的股票不能上市流通,导致上市时股本规模过小,从而激发了股市的投机行为。②股东对公司的管理缺乏共同的利益基础。非流通股股东关心的是每股股权的净资产,而流通股股东关心的则是二级市场股票价格。③不利于上市公司的并购重组,制约了资本市场的国际化进程和企业产品的创新。

为了消除股权分置对我国股市的负面影响,在国务院《关于推进资本市场改革开放和稳定发展的若干意见》发布一年后,证监会推出了“三一重工”、“金牛能源”、“紫江企业”和“清华同方”四家上市公司作为试点开始进行股权分置改革。为进一步贯彻落实《关于推进资本市场改革开放和稳定发展的若干意见》和《关于上市公司股权分置改革的指导意见》,规范上市公司股权分置改革工作,中国证监会制定了《上市公司股权分置改革管理办法》(以下简称《办法》)。《办法》指出,改革方案可根据公司的实际情况,制定控股股东增持股份、上市公司回购股份、预设原非流通股股份实际出售的条件、预设回售价格和认沽权等具有可行性的股价稳定措施。而这些具体措施的正确、有效实施,必须以对上市公司市场价值的正确评估为基础。因而选择恰当的方法来正确评估上市公司市场价值成为股权分置改革的一个重要环节。

## 二、国外常用的上市公司价值评估方法

国外用于上市公司价值评估的方法较多,其中最为常用的是折现现金流量法和相对估价法。下面作一简要介绍。

**1.折现现金流量法。**折现现金流量法是最具理论意义的价值评估方法。按照折现现金流量法的界定,价值是期望现金流量的现值。该方法的一般模型是:

$$FV = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{CF_t}{(1+r)^t} \quad (1)$$

式中:FV 为被评估公司的价值;CF<sub>t</sub> 为第 t 期的现金流量;r 为能够反映各期现金流量风险的折现率。

该方法在具体运用时的关键是要合理地确定与配比各

期的现金流量及其折现率,折现现金流量法是以预期的现金流量和折现率为基础的。考虑到获取这些信息的难易程度,适合用折现现金流量法来评估市场价值的公司应满足的条件是:公司目前的现金流量为正,而将来一段时间内的现金流量和现金流量风险也能可靠地估计,并且可以根据风险得出现金流量的折现率。公司越不能达到上述理想状态,用折现现金流量法进行价值评估就越难。因此,以下几种公司难以运用折现现金流量法进行价值评估:①处于困境中的公司;②周期性公司;③拥有闲置资产的公司;④拥有专利或者产品期权的公司;⑤处于资产重组过程中的公司;⑥被收购中的公司。

**2.相对估价法。**相对估价法是通过参考“可比企业”的价值 V 与某一变量 X(如收益、现金流量、账面价值或收入等)的比率而评估公司价值的方法。相对估价法的关键假设前提是评估对象的 V 与 X 的比率与可比企业的 V 与 X 比率相同。用数学模型来表示相对估价法,得出被评估公司价值:

$$V_1 = X_1 \times \frac{V_2}{X_2} \quad (2)$$

式中:V<sub>1</sub> 为被评估公司的价值;V<sub>2</sub> 为可比企业的价值;X<sub>1</sub> 为与被评估上市公司价值相关的可比指标;X<sub>2</sub> 为与可比企业价值相关的可比指标。

相对估价法的特点在于:它不是像折现现金流量法那样,直接从公司股权价值的内在驱动因素出发来进行价值评估,而是从价值驱动因素对公司未来获利能力(未来股权价值增长的能力)的反映程度出发,间接评估公司的价值。但相对估价法的前提假设是被评估公司与参照企业具有可比性,并且市场对这些企业有比较正确的定价。而企业间不可避免地存在差异,且我国目前股票市场定价机制扭曲,这使相对估价法的应用受到了一些限制。

但是,由于国外的资本市场发达,上述方法在我国的应用环境与国外相比差别很大,应用时不能完全照搬。因此,探索适用于我国股权分置改革的上市公司价值评估方法具有一定的现实意义。

## 三、适用于我国股权分置改革的上市公司价值评估方法

由于我国上市公司近 2/3 的股票是非流通股,这种同时存在流通股和非流通股的情况,造成了我国 A 股市场流通股

的流通权具有与全流通股的流通权不同的价值。实际上,目前我国 A 股市场流通股的流通权价值可以分为两部分:一部分是正常流通权的价值,这一价值纯粹是由股票的流通性提供的,股票只要有流通性,这一价值就存在;另一部分是同时存在的非流通股给予流通股的特殊流通权价值,暂时称之为流通权的特权价值。这种特权价值的存在,使 A 股流通股的流通权价值远高于一般全流通公司股票的流通权正常价值,更高于非流通股的正常价值。

因此,在我国特殊的背景下,对股权分置改革中上市公司的价值采取流通股与非流通股价值分估加总的方法进行评估较为合理。

### 1. 流通股价值评估方法。

(1) 现行市价法。在证券市场比较完善的条件下,股票的市场价格基本上是对公司内在价值的一种客观反映,在某种程度上可以将市场价格作为股票的评估价值。在正常情况下,对于公开上市的股票一般采用现行市价法进行价值评估。这里的“正常情况”是指股市发育正常、股票能自由交易、有较完备的相关法规体系、有健全的信息网络与管理体制,不存在非法炒作现象。这时市场价格可以代表评估时的股票价值。用现行市价法评估上市公司股票价值的公式是:

$$\text{流通股评估值} = \text{流通股股数} \times \text{该股票评估基准日每股价格} \quad (3)$$

由于股票买卖的行情价格有开盘价、收盘价、最高价、最低价、成交价,股市行情波动较大时这些价格之间的差异也较大。从公平合理的角度考虑,股票评估基准日每股价格应采用该股票的收盘价。该方法的关键在于判断同一时期股票的市场价格是否代表股票的内在价值。如果同一时期股票的市场价格能够代表股票的内在价值,则可采用现行市价法;否则,应采用折现现金流量法。

(2) 折现现金流量法。股票带给持有者的现金流入包括股利收入和出售时的资本利得两部分。股票的内在价值由一系列的股利和股票售价的折现价值所构成。如果股东永远持有股票,则其获得的股利是一种永续的现金流入,这个现金流量的现值就是股票的价值。但是,在运用该方法时,由于受较强的主观判断和未收益不可预见因素的影响,现金流量和折现率的预测难度较大。因此需要将公司未来的发展前景及各种因素对公司未来现金流量的影响进行全面分析,模拟出企业未来的经营状况和经营业绩。

2. 非流通股价值评估方法。非流通股因缺乏流通性而使其价值减值,这一结论在国外已被许多研究证实。国际上在此领域进行的研究主要包括两类:一类是通过比较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来确定股票缺乏流通性的价值减值;另一类是通过公司股票在上市前的交易价格和上市时的发行价格之间的差异来确定股票缺少流通性的价值减值。

国内赵强、苏一纯等人自 1999 年以来对我国上市公司中法人股的拍卖、转让案例进行了跟踪研究,他们通过分析同一个上市公司流通性受到限制的法人股和流通股之间的价格差异,来依次确定股票缺少流通性的减值折扣率。该研

究证明,缺少流通性对股票价值有减值影响这一结论在我国也是适用的,并且表明非流通股价值只有流通股价值的 20% 左右。

鉴于上述研究成果,对于股权分置改革中的非流通股的价值,笔者认为应以实证研究为基础采用以下几种方法进行评估。

(1) 流通性折扣率法。流通性折扣率是指上市公司发生国有股、法人股转让时,其公告的交易价格(指有偿协议转让价格)与公告日的流通股价格的百分比。流通性折扣率应根据最近一段时期内非流通股交易案例的相关资料通过统计分析来确定。

以案例流通性折扣率的平均值为基础,结合被评估公司在评估基准日的流通股收盘价,便可得出被评估公司非流通股的评估值。其计算公式为:

$$\text{非流通股评估值} = \text{评估基准日的流通股收盘价} \times \text{流通性折扣率平均值} \quad (4)$$

(2) 净资产溢价率法。净资产溢价率是指转让价格与每股净资产间的溢价比率。通过分析研究案例公司非流通股转让价格与每股净资产之间的关系来确定非流通股的价值。

$$\text{净资产溢价率} = (\text{每股转让价格} - \text{每股净资产}) / \text{每股净资产} \times 100\% \quad (5)$$

式中:每股净资产为上市法人股成交日前最近财务报告调整后的每股净资产。

采用回归分析的方法确定净资产溢价率后,将其代入公式(6)即可计算出非流通股的评估值:

$$\text{非流通股评估值} = \text{被评估企业调整后净资产} \times (1 + \text{净资产溢价率}) \quad (6)$$

(3) 转让价格回归分析法。《股份有限公司国有股股东行使股权行为规范意见》规定,股权转让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。这一规定为非流通股价值评估提供了相应的技术思路。因此,在进行股权转让评估时,应通过对企业股权结构、主营业务及行业前景、竞争地位、历史收益情况、未来盈利能力、股权转让时间、股权转让条件、法人股总量、流通股市盈率、公司效率、公司规模大小等影响法人股股权价格的因素进行深入分析,调整确定股权转让价格。

按照这一思路,可以对市场上上市公司非流通股转让案例的有关数据进行多元回归分析,确定目前市场上股权转让价格的回归方程。然后将被评估公司的相应数据代入回归方程,便可计算出被评估公司非流通股的评估价值。

### 主要参考文献

- ①何君光,张天强.股权分置改革试点中上市公司估值的研究.中国资产评估,2005;7
- ②刘力,王汀汀.不应忽略股票的流通权价值——兼论中国股票市场的二元股权结构问题.管理世界,2003;9
- ③赵强,苏一纯.企业价值评估中股权缺乏流动性减值折扣研究.中国资产评估,2002;1
- ④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