

华普集团“垂钓”武昌鱼后的多重思考



□ 汤谷良 杜菲

一、华普“垂钓”武昌鱼始末

股票代码为“600275”的湖北武昌鱼股份有限公司(以下简称“武昌鱼”)是一家主要从事淡水鱼类养殖、牲畜养殖及蔬菜加工、储运与销售等业务的上市公司,原由湖北鄂州武昌鱼集团有限责任公司(以下简称“武昌鱼集团”)以68.69%的比例控股。2002年下半年以来武昌鱼在资本市场上新闻不断:先是大股东易主,随即又迅速进行一系列的资产重组。在这些交易背后是否大有玄机呢?让我们首先关注一下事件本身。

从2002年4月份起,北京华普集团产业有限公司(以下简称“华普集团”)即开始与武昌鱼集团进行股权转让谈判,而谈判之标的正是武昌鱼。武昌鱼集团隶属于湖北鄂州市政府,是一家主营农业的大型国有独资企业集团。华普集团是北京一家规模巨大、业务庞杂的民营企业,在百货业、房地产业、计算机软硬件、劳务服务、咨询业等领域都有所涉足。同时参与谈判的还有北京中联普拓技术开发有限公司(以下简称“中联公司”),该公司股权结构极为简单,股东仅有两个自然人。从中联公司在本次交易所起的作用来判断,应为华普集团的“一致行动人”。

2002年6月11日,三方签订协议,武昌鱼集团将武昌鱼27%的股权转让给华普集团,将13%的股权转让给中联公司。华普集团成为武昌鱼的第二大股东。7月25日又签订补充协议,华普集团受让的股权比例上升至29.00%,而中联公司受让的股权比例则降至11.50%。这样,华普集团一跃而为武昌鱼新的第一大股东。

| | 武昌鱼集团 | 华普集团 | 中联公司 |
|-----------|--------|--------|--------|
| 2002年6月以前 | 68.69% | — | — |
| 6月协议后 | 28.69% | 27.00% | 13.00% |
| 7月补充协议后 | 28.19% | 29.00% | 11.50% |

股权转让尘埃落定,武昌鱼董事会也随之进行了相应

的人事调整。新的董事会在8月22日通过决议:①聘任翦英海(华普集团董事长)为武昌鱼总经理。②审议通过了收购北京中地房地产开发有限公司(以下简称“中地房产”)51%股权的议案。中地房产的股东仅有华普集团和中联公司两家,其中华普集团以65%的股份控股。中地房产提供的账面净资产为19 152.55万元,而其评估值为71 691.66万元,增值率高达274%。武昌鱼与华普集团约定收购中地房产51%股权的总价款为人民币29 250.20万元。③审议通过了出售武昌鱼部分资产(武昌鱼肉禽蛋加工厂、武昌鱼加工厂、武昌鱼销售分公司、高密度流水养殖武昌鱼在建工程项目)给武昌鱼集团的议案。这部分资产经审计账面净资产12 316.08万元,评估值为12 196.22万元,公司与武昌鱼集团约定以评估价格作为资产的转让价格。

9月26日,武昌鱼召开2002年第二次临时股东大会,审议通过了以上事项。

截至2002年9月30日,武昌鱼已收到资产转让价款1.2亿元(该款项作为收购中地房产权的部分收购款)。武昌鱼收购中地房产之款项已向华普集团支付2.5亿元。

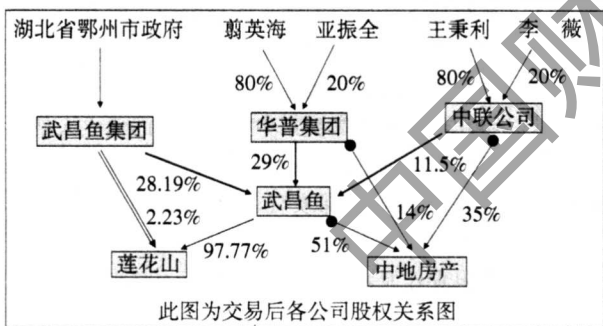
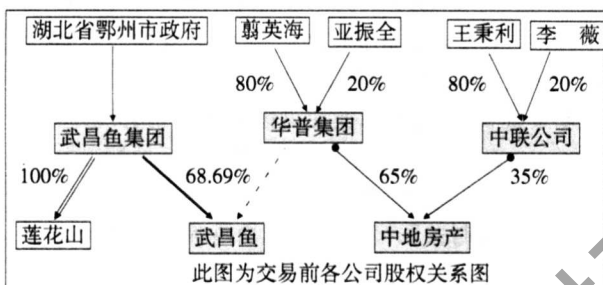
10月30日,武昌鱼集团分别与华普集团、中联公司签署了《股份托管协议》。10月31日,武昌鱼董事会发布公告,称武昌鱼将变更7 695万元募集资金用于收购鄂州莲花山康福旅游有限责任公司(以下简称“莲花山公司”)97.77%的股权。莲花山公司为武昌鱼集团直接控股的子公司。

12月13日,武昌鱼与武昌鱼集团就收购莲花山97.77%股权一事签订了《股权收购协议》,经双方协商约定收购价格为10 890万元。

至此武昌鱼将出售主营项目所得12 196.22万元用于收购中地房产,变更7 695万元募集资金用于收购莲花山,以及变更4 945万元募集资金用于增资另外一家名为“湖北武华电子科技有限公司”(与本文关系较小,不展开讨论),共计已有24 836.22万元募集资金变更用途,共占2000年武昌鱼上市募集资金49 000万元的50.69%。

2003年1月22日,华普受让武昌鱼部分国有股一事获财政部财企[2003]32号《财政部关于湖北武昌鱼股份有限公司部分国有股转让有关问题的批复》批准。根据批复意见,双方最终协商确定转让价格为3.07元/股,比原来转让协议及其补充协议约定的3.03元/股的转让价格略有上升。由此计算出武昌鱼40.5%股权的总作价为30409.96万元,与原来约定的30013.75万元的转让价格相比,更接近武昌鱼的账面价值(截至2002年6月30日)。华普集团方面已着手办理股份过户相关手续。

以下是交易前后股权关系变化示意图。重磅线:华普集团和中联公司向武昌鱼集团收购武昌鱼的交易。虚箭头:华普集团对武昌鱼潜在的控股关系。双层线:武昌鱼向武昌鱼集团收购莲花山公司的交易。圆箭线:武昌鱼向华普集团收购中地房产的交易。



二、重组的结果:两个集团双双套现与上市公司主业快速变更

纵览此次交易,不难发现整套收购、重组计划均是在华普集团、武昌鱼集团主导下完成。这一套交易过程似乎颇为复杂,但其结果十分明了。我们用下表分别表明华普集团、武昌鱼集团、武昌鱼在交易前后现金之“进”(+)与“出”(-):(见下页附表)

根据上图的情况,其结果可概括为:①华普集团在用约3亿元现金购得武昌鱼控制权后,短短两个月内,就通过武昌鱼对中地房产股权的购买收回了3亿元现金。它仅凭玩转股权收购就将一家质地不错的上市公司裹入囊中。②武昌鱼集团的收益颇丰,出售武昌鱼所得现金为其发放职工的安置费、偿还债务、解决债务纠纷提供了充裕的现金。③

武昌鱼原本主要从事淡水鱼类水产品养殖、牲畜养殖及蔬菜加工、储运与销售等业务的农业企业,主业十分突出,业绩也不算差。资产置换之后,它放弃了原主营业务,而新增业务则多元化且不相关,包括房地产业、旅游业、智能卡生产。④武昌鱼在股权收购完成之后,累计置换出四项资产,只有一项亏损,其它三项盈利,而换入的资产则为亏损资产。另外,换出资产溢价幅度远远低于换入资产的溢价幅度。⑤武昌鱼2002年三季度财务报告显示,它背的资金包袱可谓“沉重”:其货币资金在资产总额中所占比例与年初相比减少39.72%,其他应收款在资产总额中所占比例与年初相比增加380.11%,存货在资产总额中所占比例与年初相比增加5811.18%。而原因根据披露的信息均归结为“本期合并北京中地房地产有限公司报表所致。”

三、有关本案例的多重思考:对重组交易的监管任重道远

1、如何监督评估中介评估的公允性?

资产评估是上市公司资产重组中的必备环节。评估价格是重组价格的基本依据甚至是唯一依据。比如武昌鱼此次置入换出资产时转让价格依据均为评估价值,因此评估报告可以说对这些交易起了决定性的作用。高达5亿元的评估增值令人咋舌,因此评估报告一经发布,就引发了投资者及媒体的质疑,焦点集中在:中地房产的评估基础不用账面价值而采用调整后账面值;仅流动负债一项,调整后账面值为106093.60万元,比账面值少了36619.13万元;如此巨大的差异何以让人信服?对楼盘项目采用收益现值法是否合理?中地房产财务状况不尽如人意,它的持续经营能力是否有足够保障?对这些质疑,武昌鱼也有所回应,于2002年9月26日发布说明公告就相关问题作出了一定解释:比如对于楼盘项目的评估,用市场比较法进行评估的结果比收益现值法要高,因此采用收益现值法是合理的。又比如流动负债的调整要归因于中地房产将4.4亿元的公寓预售款列入预收账款而非销售收入当中,评估机构对此依销售合同做了调整云云。

联想到前些时候一些大股东将评估增值惊人的商标、品牌等无形资产注入上市公司以达到“套现”、还债目的的行为,争论的焦点变得很明显:即评估结果是否公允?大幅评估增值依据是否充分?又如何判定其公允性,如何判定评估机构是否勤勉尽责?据了解监管机构已经对本案例的评估问题进行过质疑,但以评估师出具的评估依据和独立财务顾问提交的认可书,作为大幅评估增值的依据,监管机构没有更多的办法来作为。也许可以由监管机构来指定独立财务顾问对评估依据发表财务意见。

另外,我们认为判断交易定价的公允性更应从交易的本质层面、整体层面去衡量,而不仅是从表面上孤立地去关

注各程序是否合规。比如,应该关注溢价收购形成的股权投资差额摊销对公司未来业绩影响,即通过该项被收购股权所创造收益与当初付出成本的比较来加以判断。如果收购股权所创造的投资收益小于其应摊销的股权投资差额,就说明资产或股权溢价超过了它所创造的价值,存在有失公允的可能。总之对评估中介的客观、公正、勤勉的监管必须加强、到位,以克服评估师的随意妄为,保持评估的本义,并保护投资者。

2、如何进一步监管上市公司重组的内容和节奏

本案例让我们再一次见识了当今资本市场上关联性资产重组的神奇。对一系列交易拆开来看时,我们只能是盲人摸象,但若对其进行整体考察,却又有不同的认识。

上市公司为了适应外部市场和内部战略的变化而进行业务变更重组是无可非议的。但是从更深层面来讲,一个出卖了其主业资产、变换了控股股东、公司董事的公司是否实质上变成了一家新公司,是否涉及到重新上市的概念?同时,出售主业资产涉及股东权益保护问题,资产置换处置了股东向公司投资时公司的主业资产,如何保护反对出售主

在看来应该反思一些新的问题:70%的比例界定是否过高?一次达到还是一定期间内累计达到?对重组的节奏是否应该有所调整?这些都为监管工作提出了新的要求。

我们认为,对于通过资产重组实现主业变更的公司,尤其是关联交易性质的资产重组,可以通过全程跟踪监管的方式,追踪考察重组后公司业绩水平和利润指标是否能与重组计划的预计基本吻合,并建立对有关人员、控股股东的责任追究机制,才能摒弃概念性、套现性重组。所谓全程跟踪监管的方式是指对于大股东主导下的关联交易,按照事前、事中、事后三个阶段可以加以监控。事前的控制,即通过制度严格控制和规范这类关联交易的发生。事中的控制要强调对公司有实质控制权的控股股东应为上市公司建立保险制度。譬如在本例中,华普集团控制武昌鱼迅速完成主业转换,转型至房地产业,它至少应保证中地房产的投资收益率不低于武昌鱼原来四个主营项目今年的投资收益率。若不能保证,且华普集团不能以充分的理由说明该后果是由系统性风险造成,则华普集团应对武昌鱼给予赔偿。赔偿的保证基金数额应等于华普集团出售中地房产给武昌鱼所得

(单位:万元)

| | 华普集团与中联公司 | 武昌鱼集团 | 武昌鱼 |
|----------------------|---------------|---------------|---------------|
| 华普集团与中联公司向武昌鱼集团收购武昌鱼 | 实际:-30 409.96 | 实际:+30 409.96 | |
| | 账面:-30 400.64 | 账面:+30 400.64 | |
| | 协议:-30 013.75 | 协议:+30 013.75 | |
| | +武昌鱼 40.5%股权 | -武昌鱼 40.5%股权 | |
| 武昌鱼向华普集团收购中地房产 | 实际:+29 250.20 | | 实际:-29 250.20 |
| | 账面:+9 767.80 | | 账面:-9 767.80 |
| | 评估:+36 562.75 | | 评估:-36 562.75 |
| | -中地房产 51%股权 | | +中地房产 51%股权 |
| 武昌鱼集团收购武昌鱼部分资产 | | 实际:-12 196.22 | 实际:+12 196.22 |
| | | 账面:-12 316.08 | 账面:+12 316.08 |
| | | 评估:-12 196.22 | 评估:+12 196.22 |
| | | +武昌鱼原主营项目 | -武昌鱼原主营项目 |
| 武昌鱼向武昌鱼集团收购莲花山 | | 实际:+10 890.00 | 实际:-10 890.00 |
| | | 账面:+10 039.46 | 账面:-10 039.46 |
| | | 评估:+10 910.77 | 评估:-10 910.77 |
| | | -莲花山 97.77%股权 | +莲花山 97.77%股权 |

业资产的中小股东利益?再说本案例大股东华普集团入驻后公司重组的事项是否太多?且是否过于频繁、节奏太快、给人眼花缭乱的感觉呢?证监会《关于上市公司重大购买、出售、置换资产若干问题的通知》中说明,“同时既有重大购买资产行为,又有重大出售资产行为,且购买和出售的资产总额同时达到或超过上市公司最近一个会计年度经审计的总资产70%的交易行为,应当提请证监会发审委审核。”现

款项减去中地房产账面值。事后的控制主要着重于诉讼原则、制度的健全,引入西方《公司法》规制关联交易的戳穿面纱原则(Piercing the Corporate Veil),即强调大股东的无限责任。一般情况下,公司的独立人格和股东的有限责任是为法律所确认和保障的,但当公司独立人格和股东有限责任被公司控股股东滥用时,法院将在特定的法律关系中无视公司的独立人格和股东的有限责任,而将其与该控股股东视为一体,共同承担连带责任,而不以出资额为限。揭开公司面纱原则是对公司独立人格制度和股东有限责任原则的一种有益补充,它将弥补信息不对称条件下,控股股东与少数股东利益不平衡的关系,以防止大股东掏空上市公司。

3、如何改进重组信息的披露方式?

在追踪该案例的进程中,我们发现在类似的重组中,信息披露存在两个特点:一是由于重组是分时段进行,信息披露上也只是披露某个时段事项。社会公众很难十分便利地获取重组的完整信息和整体情况,或者说大众获取完整信息的成本是高昂的。二是重组的信息披露几乎全部都是文字表达,缺乏本文中一目了然的图示。对于重组交易特别是关联性重组交易如果只有文字表达,很容易使人眼花缭乱,读者如果没有极强的耐心很难弄清重组实情。这两个特点的存在导致投资者产生雾里看花的感受,必须改进。

(作者单位:北京工商大学会计学院)

责任编辑 王教育