

沧州化工(600722)是河北省规模最大、工艺最先进的氯碱工业原料基地,曾连续十年保持了省利税超千万元大户和市第一利税大户的荣誉。公司还是国内第二大聚氯乙烯(简称PVC)树脂生产基地,被列为全国512家重点企业之一。但由于大股东沧化集团陷入担保泥潭,引发沧州化工股权拍卖和资产评估风波,“河北担保圈”问题也浮出水面。与此相关的核心问题是:资产评估结论是否合理?担保困境对股权定价的影响如何?股权定价的基准如何选择?担保困境如何避免?

担保困境与股权定价之惑

——沧州化工案例分析

■ 刘 华

一、资产评估的合理性问题

1、案情聚焦

2003年8月,沧化集团为广州阳江稀土厂2 200万元的华夏银行广州分行贷款提供信用担保,阳江稀土厂的控股股东广州富达以其持有的9 664 763股深赛格股票作为抵押。2005年8月,华夏银行广州分行向广州中院提出诉讼,要求主债务人阳江稀土厂承担还款义务,广州富达与沧化集团承担保证责任。广州中院的判决结果为:被告阳江市稀土厂向原告华夏银行清偿本金2 200万元及利息;被告广州富达、沧化集团对上述债务承担连带清偿责任;原告对广州富达提供的质押股权享有优先受偿权。2006年10月,中喜会计师事务所受广州中院委托进行资产评估,提交《关于广东省广州市中级人民法院冻结河北沧州化工实业集团有限公司持有的沧州化学工业

股份有限公司国家股的资产评估报告书》,认定评估范围内的1 200万股国家股在评估基准日2006年6月30日的评估价值为780万元,评估价格为每股0.65元。2006年12月,河北诚信拍卖公司以每股0.75元的价格,将沧化集团1 200万股国有股拍卖给了广州帆华投资有限公司。但中喜会计师事务所在2006年7月提交的《关于河北省高级人民法院冻结河北沧州化工实业集团有限公司持有的沧州化学工业股份有限公司2 700万股国家股的资产评估报告》中,列出了具体的评估估算过程,认定评估范围内的2 700万股国家股在评估基准日2006年3月31日的评估总价值为3 996万元,评估价格为每股1.70元(考虑股权分置改革因素的每股价格为1.48元)。与10月提交的《资产评估报告书》相比,缩水幅度超过50%,而且没有提供具体评估估算过程。在前后相差3个月的时间

里,同一家会计师事务所给出显著不同的评估价格,资产评估的合理性成为争论的焦点。

2、对评估价格合理性的争辩

中喜会计师事务所坚称评估过程合法合规,沧州化工国有股权的第二次评估价较低有理有据:一是两次评估的基准日不同,第一次评估以2006年3月沧州化工的财务状况为依据,而第二次评估则以2006年6月的财务状况为依据。其间沧州化工经营状况不断恶化,甚至出现部分停产,报表数据显示企业业绩疾速下滑,媒体还揭露出沧州化工陷入“河北担保圈”的情况,股权存在折价因素。二是在接受广州中院委托时,沧州化工股改停滞,甚至因此面临退市风险,故而选择了以净资产为估值依据。评估师综合分析认为,应进一步向下修正评估结果。事务所的负责人还称,详细的评定估算过程附在另一份评估说明里,事务所留

有底稿作审核、备案,这也符合有关评估规则的规定。

沧州化工则强调,中喜会计师事务所为公司进行第二次评估时,公司股改中所遇到的问题在省、市政府和公司第二大股东河北省建设投资公司的支持下已经得到了解决,所剩的只是再与其他各方重新签订协议和执行报批,并非公司股改停滞。第二次评估的基准日为2006年6月30日,报告提交日为2006年10月26日,但沧州化工通过自查披露对外担保日为2006年10月31日,是在中喜提交评估报告之后,担保影响评估结果之说不能成立。而且,第二次1200万股国有股权被拍卖所依据的评估报告未列示计算过程,公司未收到评估说明。针对12月8日的拍卖结果,沧化集团已经向广州中院发出传真,对拍卖结果表示异议,认为拍卖程序存在瑕疵,应该取消拍卖结果。沧化集团董事长周振德向最高人民法院提交的题为《全国人大代表关于广州市中级人民法院违法采用查封冻结手段严重侵害沧化集团利益的报告》的申诉材料中称,围绕广州中院对沧化集团相关资产的轮候冻结,该集团已多次向广州中院提出异议。沧州市国有资产管理委员会和河北省国有资产管理委员会分别发函和通知对评估报告提出意见,认定评估报告严重损害国有权益,有可能造成国有资产流失。另外,按照财政部《关于冻结、拍卖上市公司国有股和社会法人股若干问题的规定》,中介机构在对冻结股权进行评估后,应将评估结果报国资部门备案,而在沧州化工1200万股国有股被拍卖前后,中喜会计师事务所却并未履行这一程序。最终,河北省国资委通过沧州化工了解到评估结果,并在拍卖进行前向该机构发出了异议函,认为此次拍卖评估在程序、规则上存在问题,但拍卖仍然神秘进行。

3、质疑资产评估结论

沧州化工2005年年度会计报表被河北华安会计师事务所出具了带强调事项段的无保留意见审计报告。强调事项段内容显示,由于沧州沧骅化学工业有限公司(沧州化工的子公司)年产40万吨PVC项目工程、沧州沧骅化学品储运有限公司(沧州化工的子公司)化学品码头及灌区工程等非经营性占用过多挤占了沧州化工的流动资金,导致沧州化工经营资金周转困难,存在过度依赖短期借款筹资、经营亏损急剧增加等情况。如上述问题得不到解决,将对沧州化工的持续经营能力构成影响。据上证所查实,沧州化工于2004~2006年期间为宝硕股份、东盛科技等公司累计担保发生额共计243498万元,但上述担保事项既未履行相关的决策程序,也未在临时报告及以前期间定期报告中予以披露,直至2006年第三季度报告中才予以披露。可见,即使中喜的评估师选择以净资产为评估依据,由于两次评估期间公司处于停牌状态,没有重大股权转让和破产清算,持续经营问题一直存在,并没有发生财务突变,沧州化工国有股权评估价值出现重大差异是有悖常理的。再退一步讲,即便是新获悉沧州化工有巨额违规担保而低估每股价值,在具体的评估报告中也应该将评定估算过程很详细地公布出来,提供重大差异的解释说明,而不能笼统地得出评估结论。

惊人的历史巧合也让第二次资产评估结论的公正性存疑。2002年2月,深圳市赛格集团持有的深赛格国有法人股129968232股按每股人民币1.65元的价格抵偿给光大银行广州分行。2002年7月,广州福达通过竞拍取得上述深赛格股权,转让价为每股1.155元。本来赛格集团对广州福达的进入持排斥态度,但在广东高院的强制执行下完成过户。眼下深赛格的遭遇正在沧州化工身上重演:不变的是拍卖,不

变的是国有股,不变的是在广东执行,只不过光大银行广州分行变成了华夏银行广州分行,深赛格变成了沧州化工,广州福达变成其疑似关联方——广州帆华投资。1999年12月至2001年4月间,阳江稀土厂的控股股东广州福达在华夏银行广州分行办理过28笔总金额2.26亿元的无真实贸易背景的商业承兑汇票以及21笔总金额8000万元的无真实贸易背景的贴现,被查出后受到了经济处罚,华夏银行广州分行为什么还要“义无反顾”地为阳江稀土厂提供贷款?此外,沧化集团认为,对于诉讼及执行标的额2200万元,主债务人阳江稀土厂自身尚有价值6400万元土地使用权可供执行,以其9664763股深赛格的股票抵押物也可以清偿其债务,作为保证人的沧化集团根本无需承担责任。

二、担保困境对股权定价的影响

1、河北担保圈的形成

2003年6月,沧州化工成立子公司沧州沧骅,开始建设40万吨PVC项目。最初规划耗资约20亿元,其中4亿元由自有资金解决,其余16亿元由银行贷款解决。由于宏观调控收紧银根等原因,40万吨PVC项目的后续贷款支持未到位,导致资金链断裂。在银行资金无法落实的情况下,沧州化工除挤出自有资金不断投入项目建设外,将目光投向了连环担保。恰好宝硕股份(600155)及东盛科技(600771)也紧缺资金,有通过融资扩大生产的需要,三方负责人之间相互又比较熟悉,遂形成河北担保圈中“铁三角”的局面。2006年10月以来公告曝光的资料显示:沧州化工对外担保余额为22.26亿元,其中未披露担保余额为20.37亿元,为东盛科技提供担保8.41亿元,为宝硕股份提供担保7.13亿元;宝硕

股份对外担保总额为18.07亿元,其中16.79亿元未履行信息披露义务,为沧州化工提供担保7.7亿元,为东盛科技提供担保5.97亿元;东盛科技对外担保总额为11亿元,其中为宝硕股份提供担保3.62亿元,为沧州化工提供担保4.4亿元。

2、担保困境对股权定价的消极影响

2007年3月,沧州化工多次针对担保困境发布公告,对股权定价的消极影响显露无疑:一是由于宝硕股份近期已经宣布破产,公司对其担保所产生的或有负债将计提损失,2006年度业绩预告亏损,将被实施退市风险警示的特别处理。二是因宝硕股份4100万元承兑汇票逾期纠纷一案,公司为其提供了担保,锦州中院对公司持有的北京华夏新达软件股份有限公司2800万元的股权和沧州沧井化工有限公司4300万元的股权将于近期实施拍卖。沧州化工目前主导产品PVC的设计生产能力为29万吨/年,而沧井化工担负着23万吨的生产任务,一旦沧井化工股权被拍卖,生产的完整性将受到彻底破坏,生产经营能力将受到重大影响。华夏新达是一家高科技公司,市场盈利前景较好,一旦股权被拍卖,将对沧州化工的多元化发展产生重大影响。三是因公司股权一直被冻结和轮候冻结,购买协议的先决条件均未达到,曾于2005年12月13日签署协议受让公司股权的香港富新资源有限公司决定终止有关收购沧州化工已发行股份的收购协议(沧化集团拟转让股权占上市公司总股本的12%,每股转让价格为2.47元)。沧州化工有强大的PVC生产能力和颇具前景的在建项目,同时也有老厂区搬迁可能带来的土地增值收益的预期,但香港富新资源的退出表明,重组方最为焦心的是22.26亿元的或有负债。因为互保的企业负有同等偿还义务,担保圈中单个企业自身的努力,很

可能向债权人发出信号——向我开炮!

3、重组机会对股权价值的提升

我国资本市场的历史上,还没有上市公司破产的先例,郑百文、猴王股份、东北电、济南轻骑、ST宁窖、吉林纸业、圣方科技、ST中华、ST重实等被申请破产的9家上市公司最后都得到重整。尽管2007年1月保定市中级人民法院宣告先后受理债权人申请宝硕集团和宝硕股份破产的案件,但考虑到新《破产法》不仅是企业死亡法、淘汰法,也是企业恢复生机法和拯救法(规定债务人或管理人应当自法院裁定债务人重整之日起6个月内提交重整计划草案),这将给已被申请破产的宝硕集团和宝硕股份获得新生的空间,从而极大地减轻对沧州化工股权定价的消极影响。由于“河北担保圈”已引起河北省各级政府的高度重视,有望推出一揽子解决方案。沧州化工也表示,将与被担保方积极联系沟通,对到期和即将到期的担保督促其尽快还款;对未到期不能解除的担保,将考虑采取与被担保方和贷款银行协商,通过以债务人资产作抵押的方式解除公司担保责任或与对方签署反担保协议以降低担保风险。如果能摆脱连环担保的阴影,作为河北省规模最大、工艺最先进的氯碱工业原料基地,国内第二大PVC树脂生产基地,沧州化工的重组价值则会极大地提升公司的股权定价。

三、启示与反思

1、股权定价以什么为基准

2003年12月,国资委下发的《企业国有产权转让暂行办法》规定,转让价格的基准是资产评估价格。但评估机构在评估中往往遵照委托方的授意,粗评漏评现象严重,或只进行有形资产评估,不评估或低估土地使用权价值、资源价值和商誉等无形资产。如此

表面严格实则极不规范的资产评估操作,缺乏全面性、科学性和公正性,极易导致国有资产流失。沧州化工案例中,中喜会计师事务所做的两次资产评估,特别是第二次资产评估就涉嫌严重低估。2006年12月,国资委和财政部发布《关于企业国有产权转让有关事项的通知》,强调国有产权转让应不断提高进场交易比例,严格控制场外协议转让。但我国的产权交易市场发育并不完善,一个完全自由竞争的产权交易市场并不存在,股权定价仍存在偶然性。

在全流通的背景下,二级市场股价已经成为评判上市公司股权价值的基准。统计资料表明,无论是资产评估价格还是产权交易所的公开竞价结果都与二级市场股价相差不少,形成国有资产的流失。国资委正在征求意见中的《上市公司国有股权转让暂行办法》中最为核心的元素,就是以市价为基准形成国有控股上市公司的股权转让价格,充分利用证券市场对股权真实价值的发现功能。2007年2月,同方股份以5.60元/股向清华控股有限公司出让所持诚志股份的16.62%股份,转让价格就是根据公告前五个交易日股票收盘价均价确定的。从市价基准的角度看,沧州化工股价历史最低为1.80元,近期摸高至5.26元,中喜会计师事务所对沧州化工股权所做的两次资产评估均存在低估问题,尤其是第二次资产评估存在严重低估。市价基准不仅操作成本低,偶然性和随意性小,在本案中还可以清晰地向市场传递河北担保圈问题及沧州化工重组的预期信息,理应成为全流通背景下国有股权转让定价的首选。

2、如何避免担保困境

要避免类似沧州化工的担保困境,国有上市公司须按照2004年8月财政部发布的《内部会计控制规范——担保(试行)》的要求,加强对担保业务的内部控制。第一,对担保业务应建立

严格的岗位责任制,确保担保业务的评估、审批与执行等不相容岗位相互分离、制约和监督。第二,对担保业务建立授权批准制度,明确授权批准的方式、程序和相关控制措施,规定审批人的权限、责任以及经办人的职责范围和工作要求。第三,建立担保业务责任追究制度,对在担保中出现重大决策失误、未履行集体审批程序和不按规定执行担保业务的部门及人员追究相应的责任。第四,对符合单位担保政策的申请担保人,可自行或委托中介机构对其资产质量、偿债能力、财务信用及申请担保事项的合法性进行评估,形成书面评估报告;要求申请担保人

提供反担保的,还应对与反担保有关的资产进行评估。根据评估报告以及法律顾问或专家的意见,对担保业务进行集体审批。第五,建立担保业务执行情况的监测报告制度,加强对被担保人财务风险及担保事项实施情况的监测,发现异常情况应及时采取有效措施化解风险。第六,建立对担保业务内部控制的监督检查制度,定期或不定期地监督检查担保业务相关岗位及人员的设置情况、担保业务授权批准制度的执行情况、担保业务的审批情况、担保业务监测报告制度的落实情况 and 担保合同到期是否及时办理终结手续。

同时还应注意到,沧州化工之所以陷入担保困境,也有地方政府的责任。正是因为沧州化工400万吨PVC项目建设的后续贷款支持未到位,才导致其资金链断裂;同时由于宝硕集团在地方政府的授意下对11家中小国企进行承债式重组,才有了沧州化工后来的遭遇。“解铃还需系铃人”,河北担保圈问题需要一揽子解决方案,而这离不开地方政府的协助和统筹安排,否则企业间的博弈最终只会将担保圈的化解拖入僵局。

(作者单位:上海财经大学会计与财务研究院)

责任编辑 杨曼

● 链接

评估 通常是根据特定的目的和所掌握的资料,对某一事物的价值或状态进行定性定量的分析说明和评价的过程。从这个意义上来讲,评估结论是对评估对象的价值或所处状态的一种意见和判断。这种意见和判断是建立在对评估对象的技术可能性及经济合理性的充分的、客观的和科学的分析过程基础上的,因而能给相关部门或单位提供可靠的参考依据。

资产评估是由专门的评估机构和专门的评估人员,依据国家的法律、法规、政策以及有关的资料数据,根据特定的评估目的,遵循适用的评估原则、评估范围、评估程序和评估标准,运用科学的评估方法和统一的货币单位,对被评估资产的市场价值进行评定估算的过程。

资产评估包含有八个基本要素,即:资产评估的主体,指由谁来进行资产评估;资产评估的客体,指资产评估的对象;资产评估的依据,包括法律依据和数据资料依据;资产评估的原则,分别有工作原则(真实性原则、公平性原则、科学性原则、独立性原则)和经济原则(替代性原则和可行性原则);资产评估的范围,指对哪些资产进行评估;资产评估的标准,指对被评估资产进行价值估算时所采用的标准,包括收益现值标准、重置成本标准、现行市价标准、清算价格标准和规定的其他标准;资产评估的方法,指对被评估资产进行价值估算时所具体运用的方法,包括收益现值方法、重置成本方法、现行市价方法、清算价格方法和规定的其他方法;资产评估的目的,是指针对各种不同的经济行为的特定目的。

一般来说,评估目的不同,对被评估资产进行价值估算时所采用的评估标准和评估方法也不同,因而会产生不同的评估结果。