国企混合所有制改革中的资产定价问题

—— 以中石化销售公司混合所有制改革为例

王 储　王峰娟

混合所有制经济是指产权分属于不同性质所有者的经济形式，从微观企业的角度来看，混合所有制经济主要是指单一企业内部投资主体的多元化。在对国有企业进行混合所有制改革、推动民营资本进入国有企业的过程中，如何防止国有资产流失成为一个非常重要的问题，并引起了社会各界的广泛关注。而资产定价作为资产转让双方利益的协调机制，在这一过程中将发挥重要作用。合理的资产定价体系和定价方式是保障国有企业混合所有制改革过程中不同参与主体利益不受侵害的关键所在。中国石油化工股份有限公司（以下简称中石化）是国内较早尝试混合所有制改革的企业之一。2014年9月12日，中石化旗下的全资子公司中国石化销售有限公司（以下简称中石化销售公司）与25家境内外投资者签署了《关于中国石化销售有限公司之增资协议》，以增资扩股的方式实现了国有股权的转让，并将中石化销售公司由国有独资企业转变为国有控股的混合所有制企业。笔者认为，在国有企业混合所有制改革尚缺乏顶层设计的背景下，中石化销售公司的混合所有制改革是一次有意义的尝试。系统梳理和解读中石化销售公司混合所有制改革过程中资产定价的机制设计并总结相关启示和问题，有助于更为深入地理解国有企业混合所有制改革中利益相关方的行为和动机，同时也可以为其他国有企业的混合所有制改革以及相关决策制定者提供有价值的参考。

一、案例背景介绍

中石化销售公司主要负责中石化所属生产企业成品油（汽油、柴油、煤油）资源的统一收购、调拨、配送、结算和优化等工作。2014年2月19日，中石化第五届董事会第十四次会议审议并一致通过了《启动中国石化销售业务重组、引入社会和民营资本实现混合所有制经营的议案》，同意中石化销售公司引入社会和民营资本参股，实现混合所有制经营，并授权董事长在社会和民营资本持股比例不超过30%的情况下确定投资者、持股比例、参股条款和条件方案，组织实施该方案及办理相关程序。

中石化销售公司引入社会资本主要通过增资扩股出让股权的方式实现。在具体确定中石化销售公司股权转让价格方面，中石化首先将所属销售业务板块的资产整体注入到中石化销售公司，随后启动子公司的资产评估和审计工作；同时，中石化积极为引资项目聘请财务顾问，由公司部分独立董事、独立监事及公司有关部门负责人组成的评委通过量化考核的方式确定了由中国国际金融有限公司等4家大型境内外投资银行组成的财务顾问团队，通过其专业化的知识背景和投资经验保障项目的顺利进行；在最后的引资对象选择以及确认股权转让定价过程中，中石化采用多轮评选、竞争性谈判的方式，由潜在投资者对中石化销售公司的价值进行独立判断，并根据本次引资的进展先后提交非约束性报价及约束性报价，中石化和中石化销售公司共同成立由独立董事、外部监事和内外部专家组成的独立评价委员会，根据报价、拟投资规模等决策因素对潜在投资者进行评议，同时对产业投资者、境内投资者及惠及广大中国公众的投资者予以优先考虑。2014年9月12日，在相继完成上述工作后，最终敲定的25家境内外投资者以现金共计人民币1 070.94亿元（含等值美元）认购中石化销售公司29.99%的股权。同时，中石化在签署协议的过程中还就日后中石化销售公司股权转让、上市等相关事宜进行了安排，确定了中石化与民营投资者双方的权利和义务。本次增资完成后，中石化持有中石化销售公司70.01%的股权，中石化销售公司的注册资本由人民币200亿元增加至人民币285.67亿元，其股权性质也由国有独资企业转变为国有控股的混合所有制企业。

?1994-2015 China Academic Journal Electronic Publishing House. All rights reserved.　http://www.cnki.net

二、中石化销售公司混合所有制改革中资产定价的经验

作为我国两大石油行业巨头之一，中石化率先在子公司层面推出了一套完整的混合所有制改革方案并付诸实施，无疑是国企改革领域内的一项重大突破。在对中石化销售公司进行增资扩股引入社会资本的过程中，中石化从事前、事中、事后全流程控制的角度出发，全面、系统地设计出了一套包括合理确定股权转让对象、保障股权转让定价公平合理以及协调股权转让完成后当事双方利益的相对完整的资产定价机制。

1.资产定价的事前策划：股权转让“有的放矢”

在进行混合所有制改造前，中石化销售公司在境内成品油销售领域占据主导地位，是国内大型成品油供应商，同时拥有境内完善的成品油销售网络、成品油储运设施以及覆盖全国的忠实客户。但在非油品业务发展方面，公开资料显示2013年中石化销售公司非油品业务收入仅占总收入的1%左右，远远低于发达国家成熟市场加油站50%左右的水平。拓宽企业非油品业务范围，挖掘新兴业务的增长潜力，提升企业的综合服务能力，成为中石化销售公司进一步发展的现实需要。因此，中石化销售公司的混合所有制改革主要围绕上述目标进行，通过引入机构投资者、产业投资者的方式一方面推进并完善其现代企业制度，另一方面通过借鉴投资者的先进理念与经验提升企业的市场化运作水平，增强企业活力和市场竞争力。总体而言，中石化销售公司的混合所有制改革是以改进现有业务为基本出发点的主动调整，目的性明确使得这一改革从整体层面有了方向和原则，有助于在此基础上确定合理的股权转让对象，同时也有利于进一步规范资产定价过程中实际操作层面的各项工作。



2.资产定价的事中控制：充分重视财务顾问作用的发挥

目前，在我国企业并购重组的过程中，资产评估的方法主要有成本法、收益法和市场法三种。由于成本法和市场法的运用受到的限制条件较多，因此我国资产评估机构大多采用收益法对目标企业价值进行评估。但是，收益法在使用过程中会面临目标企业现金流量预测难度较大、折现率的选择对评估结果影响过大等问题，资产评估结果可能会存在一定程度的误差，因而不足以成为并购重组这一重大战略的决策依据。在进行资产交易的过程中，资产定价的本质是当事双方就自身利益进行博弈之后对标的资产的价值所达成的共识。因此在资产转让和交易过程中，参与双方拥有决策权的高级管理人员应当成为最重要的角色，而财务顾问由于拥有公司战略、业务发展状况、行业背景、专业知识等相关方面的信息优势，因此在资产定价及交易过程中将发挥重要作用。中石化在推进中石化销售公司混改的过程中，在具体的股权定价方案设计、转让对象选取及最终确定转让价格等方面充分发挥了财务顾问的作用，通过对外聘请权威的专业财务顾问团队同时与公司独立董事、外部监事相结合组建独立评价委员会的方式，既保证了评价机构的专业性，又提升了评价机构对于企业内部信息的掌控程度，从而有助于确定与执行科学合理的股权转让定价。

3.资产定价的事后保障：治理、股权双管齐下

资产的定价与转让是买卖双方进行一系列讨价还价和充分博弈之后的最终结果。在混合所有制改革所涉及的国有资产及国有股权转让过程中，由于所有权性质差异而导致的国有企业与民营投资者之间价值观念的差异使得这一过程变得更加复杂。一个完善的定价体系既要保证国有资产在转让过程中不被侵占和流失，又要保护民营企业积极行使股东角色参与公司经营并获取收益的权

?1994-2015 China Academic Journal Electronic Publishing House. All rights reserved. http://www.cnki.net

利。在中石化销售公司混改的股权转让过程中，中石化为协调股权转让完成后与民营投资者之间的合作关系，从公司治理及股权约定两方面进行了配套机制安排：公司治理方面，在确定引资对象之前，中石化便发布公告称引资项目完成后将支持中石化销售公司建立多元化的董事会，除中石化派出董事外，还将引入社会和民营资本代表董事、独立董事和职工董事，董事会的重构有助于提升民营资本代表的话语权，进而为企业的经营管理带来新的活力；在最后签署的引资协议中，中石化与民营投资者就日后中石化销售公司的股权问题签署了协议，一方面通过转让后3年的限售期和上市后1年的限售期限制了民营投资者的套利空间，同时保留了中石化在民营投资者转让中石化销售公司股权的过程中具有优先赎回股权的权利；另一方面则以引资价格为标准确定了民营投资者对公司注册资本具有反摊薄权。上述两方面的配套机制对中石化与民营投资者双方的利益进行了协调，是股权转让定价的有益补充，有助于实现中石化销售公司与民营投资者之间的深度合作。

三、中石化销售公司混合所有制改革中资产定价的问题与政策建议

1. 采用公开竞价，增强混改定价中的市场化程度

中石化于2014年7月1日公布的《中国石油化工股份有限公司关于销售业务重组的进展公告》显示，2013年中石化销售公司实现营业收入14 986.28亿元，净利润259.45亿元，其中归属于母公司股东的净利润高达250.56亿元。优秀的盈利能力使得中石化销售公司的股权对民营资本产生了巨大的吸引力。而混改前中石化对中石化销售公司拥有100%的控制权，因此无论是从资产的盈利能力还是从资产前期的所有权及控制权角度来看，中石化在对中石化销售公司的股权转让定价方面握有明显的主导权，中石化销售公司的股权转让也构成了实质意义上的卖方市场。但是，在行使股权转让定价主导权的过程中，中石化在股权转让定价方式的选择上并没有选择最为市场化的公开竞价方式，关于具体的定价决策也并没有进行充分的信息披露。

在最终确定中石化销售公司股权转让定价的方式选择上，中石化采用的是评议制而非公开竞价制。笔者认为，这一定价方式并非最佳选择。如前文所述，在高盈利能力的支持下，中石化销售公司的股权对民营资本而言具有相当程度的吸引力，在潜在投资者众多的情况下，通过公开的产权交易市场进行竞价具有两方面的优势：首先，在标的股权存在足够市场需求的情况下通过“自由竞争、价高者得”方式确定的转让价格将高于与单一潜在投资者进行谈判所确定的价格，从而有助于中石化销售公司通过出让股权募集更多的资金，即便考虑到投资规模和产业投资者优先等相关原则，中石化仍可以通过设立进入门槛等方式在事先圈定潜在投资者范围的前提下进行公开竞价；其次，通过公开竞价的方式进行股权转让更加符合市场化、公平性、公开性和公正性原则，有助于规避谈判和评议过程中可能存在的寻租行为，提升整个交易定价的公允化水平。

2. 加强混改定价信息披露，提高混改定价的透明度

中石化虽然对混改的整个股权转让流程和中石化销售公司的经营状况进行了详细披露，但在股权转让定价这个关键点上只做了定价方式和最终确定的定价结果方面的信息披露，而没有详细披露定价决策过程中的细节问题，这一略显模糊的信息披露方式使得中石化将议价制作为股权转让定价方式给外部人士所带来的信息不对称程度加剧。

在国有企业混合所有制改革过程中，国有资产和国有股权的定价及转让需要通过市场化、公开化的方式进行，以保障国有股东和民营投资者双方的利益不受侵占，降低寻租空间。具体而言，可在公开的产权交易市场上进行挂牌交易，通过公开竞价的方式确定入围投资者，并在最终决策过程中通过聘请内外部专家组建独立评审团等方式充分发挥财务顾问的专业优势。同时，还应进一步完善国有资产和国有股权转让过程中关于定价方式、认购价格、投资人信息以及相关操作流程、决策过程的信息披露程度，并充分发挥外部独立公证机构的认证作用，增加资产定价过程的透明度，接受社会公众的监督。

（本文是国家社科基金重大项目<14ZDA027>、重点项目<14AJY005>和一般项目<11BGL022>的阶段性研究成果，同时得到北京工商大学国有资产管理协同创新中心项目<GZ20130902>和科研基地建设-科技创新平台-现代商科特色项目〈PXM2015_014213_000063〉的资助）

（作者单位：北京工商大学商学院/国有资产管理协同创新中心）

责任编辑　陈利花

主要参考文献

[1]程凤朝，刘家鹏. 上市公司并购重组定价问题研究[J]. 会计研究，2011，(11)：40-46.

[2]程凤朝，刘旭，温馨. 上市公司并购重组标的资产价值评估与交易定价关系研究[J]. 会计研究，2013，(8)：40-46.

[3]杨丹. 国有企业资产转让定价行为分析——兼评国有资产流失观[J]. 经济研究，1999，(12)：14-22.

?1994-2015 China Academic Journal Electronic Publishing House. All rights reserved. http://www.cnki.net