



八方律师联盟法学研究丛书

# 公司法实务操作 原理·规则·适用

朱洪超 李大进 谈臻 / 主编

## PRACTICE OF CORPORATE LAW PRINCIPLE RULES AND EXERCISE



法律出版社  
LAW PRESS·CHINA

八方律师联盟法学研究丛书

# 公司法实务操作 原理·规则·适用

PRACTICE  
OF  
CORPORATE LAW

PRINCIPLE  
RULES AND EXERCISE

主编

朱洪超 李大进 谈臻

编委

朱洪超 李大进 郭星亚 张 盈  
王天举 刘兴全 杨伟程 谈 臻  
宋建中 潘公明 孙 智

图书在版编目(CIP)数据

公司法实务操作:原理·规则·适用/朱洪超,李大进,谈臻主编.

—北京:法律出版社,2008.3

ISBN 978-7-5036-8214-8

I.公… II.①朱…②李…③谈… III.公司法—中国—文集

IV.D922.291.914-53

中国版本图书馆CIP数据核字(2008)第018490号

© 法律出版社·中国

公司法实务操作  
原理·规则·适用

朱洪超 李大进  
谈 臻 主编

责任编辑 刘文科  
装帧设计 李 瞻

开本 A5

版本 2008年4月第1版

出版 法律出版社

总发行 中国法律图书有限公司

印刷 北京北苑印刷有限责任公司

印张 9.25 字数 259千

印次 2008年4月第1次印刷

编辑统筹 法学学术出版分社

经销 新华书店

责任印制 陶 松

法律出版社/北京市丰台区莲花池西里7号(100073)

电子邮件/info@lawpress.com.cn

网址/www.lawpress.com.cn

销售热线/010-63939792/9779

咨询电话/010-63939796

中国法律图书有限公司/北京市丰台区莲花池西里7号(100073)

全国各地中法图分、子公司电话:

第一法律书店/010-63939781/9782

重庆公司/023-65382816/2908

北京分公司/010-62534456

苏州公司/0512-65193110

西安分公司/029-85388843

上海公司/021-62071010/1636

深圳公司/0755-83072995

书号:ISBN 978-7-5036-8214-8

定价:29.00元

(如有缺页或倒装,中国法律图书有限公司负责退换)

## 序

这是“八方律师联盟”奉献给广大同仁、广大读者的第二部作品。

从成立时,八方联盟就定下一个目标:每年选择一个题目,召开一次研讨会,出一本书。2006年,八方联盟在南京举办了“资产证券化研讨会”,会议结束后不久,一本由法律出版社出版的《资产证券化的律师业务》就摆上了书店的橱窗,成为了国内为数不多的对“资产证券化”进行研究的著作。

2007年5月11~12日,“八方律师联盟”在重庆召开了公司法研讨会,研讨会收到论文共51篇。来自北京、上海、天津、重庆、沈阳、包头、青岛、太原、南京、深圳的十个联盟成员单位的58位律师出席了这次会议,共同对公司法的有关问题进行探讨。这本小册子收集的就是在这次会议上发表的部分文章。

与“前沿”的资产证券化相比,公司法问题显得有点“老生常谈”,但它却是律师在日常办案过程中要经常面对和处理的,其实用性和操作性显然更强。新《公司法》出台后,解决了一些问题,但同时又带来了一些新的问题,如何去认识和处理这些新问题也一直困扰着广大律师。这次研讨会的目的就是汇集八方联盟六百余名律师的智慧,聚沙成塔,相互启发,希望能对大家共同关心的问题提出一些意见和方案。

我们欣喜地看到,这次研讨会提交的论文涉及面很广,对于《公司法》中的热点、难点问题均有所涉及,如揭开公司的面纱、公司僵局的处理、公司法定资本的限制等。我们还注意到,除了传统的国内诉讼业务外,我们的一些律师已经开始尝试国际化的路线,在海外上市等业务上进行了有益的探索。比如,上海联合律师事务所的张晏维律师做了《中国企业境外上市涉及的法律问题》的专题演讲,演讲从“境外上市的方

式”、“历年来中国企业境外上市情况分析”、“境外上市的选择”、“境外直接上市涉及的法律问题”、“境外红筹上市涉及的法律问题”、“境外卖壳上市涉及的法律问题”、“境外上市其他方式的运用”、“境外上市需要注意的问题”、“境外上市风险防范及公司治理”等方面介绍了境外上市涉及的法律问题,内容细致、翔实,充分体现出了演讲者扎实的功底和丰富的经验。

还有一个花絮值得一提,研讨会上,江苏法德永衡律师事务所发表了《股份公司发起人在一定时期内不得转让股份问题研究》,该论文是依据作者亲自办理的一起案件写成的,论文一经宣读就引起了与会律师的积极反响,产生了较大的争论。巧的是,会议结束后不到一个月,2007年第6期的《最高人民法院公报》就全文刊载了该起案件的判决书,判决书完全支持了办案律师的观点。

上述这些事实充分说明,联盟体律师在公司法业务上所体现出的业务水平和能力还是具有竞争力的,这令人感到欣慰。

当然,与市面上汗牛充栋的公司法著作相比,我们的这本小册子无论是在深度和广度上还有所欠缺。但这毕竟是战斗在法律服务第一线的律师们的一点心得体会,也许还有些稚嫩和肤浅,但却是鲜活和务实的,是充满希望的。

2008年,八方联盟还会寻找一个新的题目,再组织一次研讨会,同样,也仍然会有一本小册子展现在世人面前,2009年、2010年……以后每年都会如此。愿我们的思想火花能给您一点小小的启示,我们也希望通过这种方式记载我们的成长历程。

是为序!

江苏法德永衡律师事务所

谈臻

2007年11月12日

## 目 录

### 公司融资

|                         |        |
|-------------------------|--------|
| 债权出资的法律效力及立法完善 .....    | ( 1 )  |
| 上市公司换股并购的理论和实践 .....    | ( 8 )  |
| 关于认定股东瑕疵出资问题的探讨 .....   | ( 22 ) |
| 现物出资方式法律问题研究 .....      | ( 28 ) |
| 非货币出资瑕疵的法律责任 .....      | ( 42 ) |
| 中国企业境外间接上市及相关法律问题 ..... | ( 47 ) |

### 公司人格

|                    |        |
|--------------------|--------|
| 浅析如何“揭开公司面纱” ..... | ( 73 ) |
|--------------------|--------|

### 公司设立

|                     |        |
|---------------------|--------|
| 公司设立中合同责任承担问题 ..... | ( 79 ) |
|---------------------|--------|

### 股权转让

|                               |         |
|-------------------------------|---------|
| 有限责任公司股权转让之研究 .....           | ( 87 )  |
| 股份公司发起人在一定时期内不得转让股份问题研究 ..... | ( 98 )  |
| 有限责任公司股权转让的股东资格确认问题 .....     | ( 107 ) |
| 有限责任公司瑕疵出资股东及其股权转让 .....      | ( 111 ) |
| 有限责任公司非转让股东优先购买权论纲 .....      | ( 120 ) |
| 论股权转让合同的效力 .....              | ( 127 ) |
| 有限责任公司股权转让效力问题研究 .....        | ( 135 ) |

## 公司治理

|                                 |       |
|---------------------------------|-------|
| 中国公司董事、监事与高管人员的义务与责任 .....      | (151) |
| 关于完善我国《公司法》中有关竞业禁止制度的立法思考 ..... | (166) |
| 独立董事制度研究 .....                  | (174) |
| 非公允关联交易的公司法治理 .....             | (180) |
| 干股股东、挂名股东、隐名股东的表现形式及法律责任 .....  | (202) |
| 国企改制后隐名出资股东的法律困惑 .....          | (207) |
| 公司治理中的累积投票制 .....               | (214) |

## 公司僵局

|                   |       |
|-------------------|-------|
| 公司僵局与司法救济 .....   | (218) |
| 有限责任公司僵局的打破 ..... | (229) |
| 公司僵局处理制度 .....    | (234) |

## 公司解散

|                       |       |
|-----------------------|-------|
| 解散公司之诉中应注意的若干问题 ..... | (242) |
| 非破产清算中公司的人格与能力 .....  | (248) |
| 有限责任公司司法解散制度探析 .....  | (258) |

## 公司诉讼

|                         |       |
|-------------------------|-------|
| 有限责任公司股东除名问题探讨 .....    | (263) |
| 公司股东知情权及其诉讼救济权的行使 ..... | (274) |
| 股东派生诉讼制度理论与实务 .....     | (278) |

## 公司融资

### 债权出资的法律效力及立法完善

债权出资,即投资人以债权作为对公司的出资,债权通过评估作价折合为相应股权的一种出资方式。而我国最早的债权出资并非由《公司法》规定的,而是在实践中采用的一种资产重组方式。

#### 一、债权出资的产生背景

##### (一)政府主导处置银行不良资产,金融资产公司债转股

改革以来,我国国有企业资产负债率一直呈上升之势,到1994年达到70%以上,其中流动资产的负债比率为95.6%,国有企业的负债高企导致银行面临大量的呆坏账问题,存在着巨大的金融风险隐患。在这种情况下,1999年7月30日,国家经贸委、人民银行出台《关于债权转股权若干问题的意见》,随后,我国政府成立四大金融资产管理公司处置银行不良资产。其中,由金融资产管理公司收购银行对企业的债权,再将对企业的债权转换为股权的债权股方式,成为减轻企业债务负担并改善资产负债结构的重要手段。债转股既减轻了国有企业的债务责任,又减少了银行的呆坏账,取得了一定的成效。

##### (二)一般公司债转股

我国的公司与公司之间也存在大量即使通过法院强制执行程序仍不能得以清偿的债务。因此,运用于银行不良资产处置并取得一定成效的债转股方式慢慢地被运用于普通公司债务的处理。《企业会计制度》第18条规定“债务重组允许债转股”,而《企业会计准则第12号——债务重组》则规定了债务转为资本的会计处理方式,许多债权人即依据这些规定,向债务人公司及其股东提出了以债权转换为股权的要求,实践中也确有部分债权得以转换为股权。



### (三)可转换公司债

《证券法》第16条规定了上市公司发行可转换为股票的公司债券,除应当符合债券发行的条件外,还应当符合公开发行股票的条件。《证券法》规定的可转换公司债指债券持有人有权依照约定的条件将所持有的公司债券转换为发行公司股份的公司债。公司通过发行可转换公司债券募集资金,同时赋予债券持有人将其所持有债券转换为发行公司股票的选择权,可转换公司债券是债权的潜在股份化,一旦债券持有人行使了转换权,债券持有人与发行公司之间既有的债权债务关系性质就随之发生变化,债券持有人成为发行公司的股东。

## 二、现行《公司法》下债权出资的法律依据

由于实践中已经存在债转股的运用,在《公司法》修订的立法过程中,许多法律人士和公司债权人建议将债权作为投资人的出资方式之一写入新《公司法》。

2005年,新修订的《公司法》出台,新《公司法》第27条规定:“股东可以用货币出资,也可以用实物、知识产权、土地使用权等可以用货币估价并可以依法转让的非货币财产作价出资;但是,法律、行政法规规定不得作为出资的财产除外。对作为出资的非货币财产应当评估作价,核实财产,不得高估或者低估作价。法律、行政法规对评估作价有规定的,从其规定……”随后,2005年12月18日国务院第451号令《公司登记管理条例》第14条:“股东的出资方式应当符合《公司法》第27条的规定。股东以货币、实物、知识产权、土地使用权以外的其他财产出资的,其登记办法由国家工商行政管理总局会同国务院有关部门规定。股东不得以劳务、信用、自然人姓名、商誉、特许经营权或者设定担保的财产等作价出资。”

虽然在新《公司法》里并未以列举方式明确规定债权作为出资的方式,但却设定了一个授权性的兜底条款,即凡是可以以货币估价并可以依法转让且不是法律、行政法规规定不得作为出资的非货币财产,均可以作为出资。可见,以债权出资并未为法律所限制,而债权完全符合出资财产的特征,可见,债权出资是有现行法律依据的。

### 三、债权出资的途径

既然债权出资为法律所允许,那么,债权有哪些途径可以转换为出资,进而转换为公司股权呢?

#### (一)债转股

在现行法律依据下,金融资产管理公司处置银行不良资产所采用的债转股方式,自然可用于所有一般公司的债转股,即公司债权人有权将对债务人公司享有的债权转化为债权人对债务人公司的出资。但通过此项途径转换为股权的债权应当有所界定,债权人有权提出转股的条件也应当有所规定。因为公司的债务是非常广泛的,既包括通过发行公司债券形成的公司债,也包括在其经营活动中形成的合同之债、侵权之债、不当得利之债、无因管理之债等。就拿合同之债举例,公司签订的合同数量众多,基于合同所形成的债务小到欠职工薪金、购买小额办公用品、租房,大到原料采购设备采购、工程建设,公司通常是负债经营,形成债务、偿还债务是与公司的运营时刻伴随的,如果一形成某项债务,债权人就有权债转股或者公司就有权以股抵债,那公司就无法进行正常的业务运转了。所以,能够转股的债权应当包括:

##### 1. 合意转股的债权

即经过债权人与公司或股东的同意,双方可以通过协议约定债权转换为股权,当然可以自由约定转股条件及转股比例。这在2003年2月1日起施行的最高人民法院《关于审理与企业改制相关的民事纠纷案件若干问题的规定》中得到了体现,最高院的这一规定写道:“债权人与债务人自愿达成债权转股权协议,且不违反法律和行政法规强制性规定的,人民法院在审理相关的民事纠纷案件中,应当确认债权转股权协议有效。”

##### 2. 法定转股的债权

我们认为法律应当规定,当债权人的债权通过法律强制执行程序在合理期限内仍不能得到清偿,而债权人又不愿意申请公司破产,则债权人有权单方面主张债转股,而不需要征得债务人公司或股东的同意。现阶段,企业通过各种方式逃债的现象屡有发生,而法院执行难也是客观

存在的情况,通过法院强制执行程序债权人的债权也常常不能得到清偿,虽然法律也规定了债权人有权申请公司破产还债,但实际上通过公司破产还债程序得以清偿的债权屈指可数。而有些公司虽然此时无力清偿债务,但仍有在将来偿债的可能性,所以,债权人往往不愿意申请公司破产还债,因为,一旦进入破产还债程序,公司的正常运营就停止了,会涌现大量的申报债权,最终,所有债权人的利益都难以保障,所以,如果允许债权人此时有选择权,可以选择将债权转换为股权,更符合对其利益的保障。当然,此项债权转股的过程会比较复杂,债权人转股时需要司法机关的介入,转股的条件、比例、程序也需要法律加以规定。

#### (二)公司设立或增加注册资本时,出资人直接以债权出资

出资人将其对第三人享有的债权作为出资投入到公司作为出资,这种债权出资方式,与“债转股”有很大区别,对公司而言,将会导致其资产、所有者权益、总资产增加。

既然《公司法》规定股东“可以用货币估价并可以依法转让的非货币财产”作价出资,那么,只要不是《合同法》规定债权人与债务人约定不能转让或依合同性质不能转让的债权,都可以作价出资。但是,以对第三人享有的债权出资,实际上是债权的转移,因此,出资人应当将债权出资的行为通知债务人,才对债务人产生效力。同样,债权作为出资由被投资公司享有后,债务人对出资人的抗辩,有权对被投资公司行使。

### 四、债权出资的缺陷

债权出资给债权人难以得到清偿的债权提供了转股的途径,相对于完全得不到清偿的债权,债权人通过转换为公司的股东,而享有了希望通过股权收益弥补债权损失的期待权,债权人也可以通过取得的股东身份而对公司进行实际的管理、监督并帮助公司改善或提高经营业绩,最终通过增加股权价值的方式得到回报。但是,我们也不能忽略债权出资所固有的缺陷。

#### (一)债权真实有效的问题

能够作为出资的债权首先要满足的条件就是债权是真实有效的,债权的真实有效需要由出资人加以证明。但是,在司法实践中,出资人往

往是具有一定的证据来表明某项债权的存在,但是如果通过司法审判却又可能难以认定或完全认定,那么,这样的债权,如果用于出资,公司或者其他出资人都很难判断其是否真实有效。因此,债权真实有效性的判断就变得复杂,也许更多的是一个主观的判断,但是这种主观判断之下被接纳为出资的债权,对公司和公司的其他债权人而言可能是不利的。

### (二) 债权出资的评估作价问题

《公司法》规定:“对作为出资的非货币财产应当评估作价,核实财产,不得高估或者低估作价。法律、行政法规对评估作价有规定的,从其规定。”债权作为非货币财产出资自然也要经过评估作价。债权的状况也是不同的,作为债权的款项其账龄有长有短,债务人偿债能力有强有弱,债权本身的状况决定着债权的最终结局是可能全部实现、部分实现或者不可能实现。但债权最终能否得以实现在债权出资的时候无从得知,那么,债权的评估作价标准应该是什么?是以其原值呢,还是以某个标准进行折价呢?评估标准是由法律、法规加以规定,还是由出资人与公司或其他出资人自由约定,这都需要法律、法规的明确规定。

### (三) 债权价值的不确定性

即便是债权通过科学的评估作价转变为出资,债权由原债权人转移至公司,但是,债权能否实现、实现多少仍是不确定的。如果最终债权只能实现一部分或者根本不能实现,那么,债权出资只成为被投资公司账面上的资产,而不能转化为被投资公司实际的资产,那是否意味着公司应当相应减少注册资本?

## 五、债权出资的法律意义

尽管债权固有的缺陷会影响到债权本身的价值和公司资本的确定性,但是债权作为出资方式之一确有其现实意义和法律意义。

### (一) 减轻公司现有债务

当公司背负着众多的债务时,会严重影响公司融资和持续发展,同时,也使债权人债权的实现非常困难,赋予债权人将债权转换为股权,一方面减轻了公司的现有债务,另一方面,也使债权人避免因公司破产而直接使债权落空,债权人还有希望通过股权实现其债权上的利益。

## (二) 构建开放性的出资制度

诚然,货币、实物、知识产权、土地使用权相对于债权其价值更容易确定,但是,某些公司的业务经营也许并不需要实物、知识产权、土地使用权,出资人能够用于出资的货币也非常有限。债权在经济生活中,既然可以有偿转让和交易,只要是公司或出资人认为债权出资是可行的,债权的估值也是合理的,债权能够像货币、实物等财产一样作为出资,给公司或出资人更多样的选择,也是符合现实情况的。

## (三) 有助于公司的债务重组

法律允许债权出资,不仅能够帮助解决公司作为债务人与现有债权人间的债务问题,而且能够鼓励那些对公司前景看好的人帮助公司解决现有困境。一些公司由于其债务负担巨大,现有债权人不愿意债权转股,但是,其他人出于自身的目的愿意成为公司股东,所以,他们通常会与公司现有债权人洽商债权转让的问题,以较低的价格受让债权,再将债权转换为股权,成为公司的股东。这样的债务重组方式,对公司、现有债权人、新股东而言都是有利的,往往会挽救一些仍有发展潜力的公司,也能够使债权人的利益得以全部或部分实现。

# 六、债权出资的立法完善

债权出资的缺陷我们认为一定程度上也是可以通过立法加以完善的。

## (一) 明确出资人的权利瑕疵担保义务

在债权让与的情况下,债权人让与人对债权负有权利瑕疵担保义务,债权出资仍然是债权让与的一种具体情况。根据权利瑕疵担保义务,出资人以债权作为出资,那么其出资义务就应当是要确保在被投资公司无过错的前提下,作为出资的债权是能够得以完全实现而不会减损其价值的,即被投资公司实现债权所获得的利益不应低于出资时经资产评估机构评估的价格。否则,应当认为出资人违反了出资义务,出资人应当以其他财产补足出资,以确保公司资本充实,维护公司债权人的利益。

## (二) 公示公司注册资本构成中债权出资数额

应当在公司登记管理法规中规定,一旦公司出资人以债权出资,无

论是用于公司设立之初或者设立后增加注册资本,都应当在颁发的营业执照上注明其注册资本构成中债权出资数额。对债权出资及数额的公示,有助于公众判断公司的资产状况,防范风险。

### (三)增加强制减资法律条款

如果用于出资的债权最终无法实现或全部实现,实际上公司的注册资本减少,如果以债权出资的股东拒绝在合理期限内补足出资或者实际上没有能力补足出资,应当强制公司减少注册资本并减免股东的相应股权。

综上所述,债权作为出资方式之一是符合当前经济生活的实际情况的,具有现实意义,在新修订的《公司法》中也有其法律依据。但为更有效地发挥这一方式的作用,应当对债权出资方式在公司法律、法规中加以细化和完善,以便在实践中得以顺利应用。我们相信,新《公司法》允许债权出资,构建我国开放性的出资制度,给公司、债权人、出资人留下更大的意思自治和选择权,符合公司发展的实际需要。

(北京天达律师事务所 张仲和律师)

## 上市公司换股并购的理论和实践

换股并购是国际上企业并购的一种常用方式。但由于历史因素,我国资本市场扭曲,并购模式多局限于政府主导的“撮合型并购”与“财务型并购”,法制环境的不健全导致以“圈钱”为目的的“报表并购重组”和以保上市资格为目的的“保牌重组”大行其道,由产业资本自发地通过市场化力量成功实施的“战略型”并购很少。与成熟市场相比,目前国内上市公司的并购重组运作操作程序复杂,重组模式单一,融资手段和支付方式受限,大规模的产业并购受资金“瓶颈”的制约。

随着股权分置改革的不断深入,全流通时代逐步到来,股东利益日趋一致,大股东对上市公司进行实质性重组的动力增强,上市公司并购将会大量涌现,换股支付方式也将被大量采用。在分析我国现行换股并购的法律依据及实践情况的前提下,考量换股并购的类型和优点、换股支付应考虑因素、在效率与公正之间寻求平衡点、思考在换股并购中如何对少数股东进行充分保护,对于换股并购的理论与实践,都颇具必要性。

### 一、换股并购的类型及考虑因素

#### (一)换股并购的概念和分类

上市公司换股收购是以股票作为支付手段获取上市公司控制权,收购公司将目标公司的股票按一定比例转换为本公司股票,目标公司被终止,或成为买方公司的子公司。换股并购按不同的标准又可具体分为若干类型。从换股比率确定的角度来看,换股并购可分为固定比例交换、固定价值交换和套式交换。从提出收购公告到实施收购的期间,不论目标公司还是主并公司的股票价格都可能出现较大波动,固定比例交

换是在提出收购意向时就确定目标公司的每股可转换成主并公司股票的数量;固定价值交换是在提出收购意向时先确定目标公司的价格,具体实施时再按主并公司股票的当时价格换算换股比例;套式交换相对比较复杂,假设主并公司和目标公司达成如下换股协议:当目标公司未来股票市场价格处在某一区间 $[P_1, P_2]$  ( $P_1 < P_2$ ) 时,则两公司将按预先安排的固定比例方式进行换股;如目标公司未来股票市场价格低于  $P_1$ ,则按某一固定价格  $S_1$  将目标公司股票换成主并公司股票;如目标公司未来股票市场价格高于  $P_2$ ,则按某一固定价格  $S_2$  将目标公司股票换成主并公司股票 ( $S_1 < S_2$ )。从换股方式的角度,又可分为增资换股、库藏股换股、母公司与子公司交叉换股等。增资换股即并购公司发行新股包括普通股或转换的优先股来替换目标公司原有股东所持有的股票,这时目标公司原有的大股东将成为收购公司的小股东。但是,当双方结成同盟或构成合资企业时,也有通过双方同时发行新股并相互按一定比例交换的。库藏换股即并购公司可将其库存的那部分股票来替代目标公司股票,在美国,这是法律允许的。母子公司交叉换股是并购公司、其母公司和目标公司都存在换股的交叉关系,通常在换股之后,目标公司或消亡,或成为并购公司的子公司,或成为其母公司的子公司。

## (二) 换股并购的优势和考虑因素

换股合并并能避免短期大量现金流出的压力,一定程度上摆脱合并中资金规模的限制。同时,换股合并能给卖方带来税收上的好处。卖方唯有在出售支付的股票时,方须对利得加以课税。一般来说,收购方的管理者比外部投资者更具信息优势,更了解本公司的真实价值。从收购方的角度来看,换股收购可视为两宗并行的交易:收购与增发股票。当公司股票价值被市场高估时,管理层偏爱以股票融资作为收购支付的手段;反之,则偏爱现金支付。由此,股票支付会给市场传递一个负面信号,即收购的支付工具——收购方股票的市场定价偏高,最终使得换股并购给并购方和目标公司带来的异常收益明显低于现金支付的并购交易。但要指出的是,与现金收购相比,换股收购的低异常收益并不一定表明换股收购特别会损害股东的价值,原因是换股收购的异常收益可能只是原来被高估价值股票的一种价值回归。这一定程度上解释了为什



么对收购方和目标公司的股东来说相对于现金收购较低异常回报的股票支付在越来越多的收购交易被采用。不过,英国两位学者 Charterjee, Kuenzi(2001)利用20世纪90年代部分年份的英国数据作出了与传统研究文献不同的研究结果:在换股并购公告期间,收购方股票的异常收益率不再为负,而是显示正收益。他们给出的解释是投资机会假设和风险分担假设。对于一个具有良好投资机会与增长前景的公司来说,可用于投资的现金是非常宝贵的。这样的公司倾向于股票收购,但其股票价格没有被市场高估。收购的风险来自于收购公司与目标公司之间的信息不对称,不过现在的信息不对称主要不是收购公司股价可能被高估,而是收购方无法确切了解目标公司的价值大小,面临出价偏高的风险。从这个角度来看,收购公司用换股方式进行收购可以防止目标公司股东迅速高价套现,从而促使目标公司部分分担其价值可能被高估的风险。这在一定程度上解释了换股收购越来越受青睐的原因。

并购活动是一种特殊的投资行为,投资的支付方式及其价格成本传达公司的重要信息,采用不同的支付方式必然带来不同的收购效果。上市公司并购交易规模巨大,支付手段的选择对股权分布、公司财务杠杆、公司未来的管理与运营以及公司未来的融资安排都会产生重大影响。另一方面,收购方的支付决策又受其股票价格、举债能力、杠杆率等财务指标的影响。换股收购中,主并公司发行新股以换取目标公司的股票,显然会对自身原有的股权结构产生影响。随着在外流通股票数量的增加,势必会造成每股收益、每股净资产的摊薄,加上换股收购传递的负面信息效应,使得股价下跌。收购方通过股票置换来收购目标公司,势必稀释收购方原有股东的控制权。研究表明,当收购方控股股东拥有20%~60%这一中等规模的投票权时,最有可能因换股收购而丧失控股地位,因而,出于控股目的选择现金支付而非股票支付的动机也越强烈;当收购方股权非常分散时,因无人拥有控股地位,控股权问题不突出;当收购方控股股东拥有绝对多数投票权而且换股收购不至于威胁其控股地位时,收购方也不会因为控制权问题而过于排斥换股收购。