



• 经济管理学术文库 •

栗煜霞 著

中国上市公司换股合并研究

Research on Share Swap Merger of China's Listed Companies



经济管理出版社
ECONOMY & MANAGEMENT PUBLISHING HOUSE



• 经济管理学术文库 •

中国上市公司换股合并研究

Research on Share Swap Merger of China's Listed Companies

栗煜霞 著



经济管理出版社

ECONOMY & MANAGEMENT PUBLISHING HOUSE

图书在版编目 (CIP) 数据

中国上市公司换股合并研究 / 栗煜霞著. —北京: 经济管理出版社, 2008.6

ISBN 978-7-5096-0278-2

I. 中... II. 栗... III. 上市公司—企业合并—研究—中国 IV. F279.246

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2008) 第 081827 号

出版发行: **经济管理出版社**

北京市海淀区北蜂窝 8 号中雅大厦 11 层

电话: (010) 51915602 邮编: 100038

印刷: 北京银祥印刷厂

经销: 新华书店

组稿编辑: 张永美

责任编辑: 张 艳 孙 宇

技术编辑: 杨国强

责任校对: 超 凡

720mm×1000mm/16

20 印张 305 千字

2008 年 6 月第 1 版

2008 年 6 月第 1 次印刷

定价: 42.00 元

书号: ISBN 978-7-5096-0278-2/F·269

·版权所有 翻印必究·

凡购本社图书, 如有印装错误, 由本社读者服务部
负责调换。联系地址: 北京阜外月坛北小街 2 号

电话: (010) 68022974 邮编: 100836

序 言

换股合并是指以公司股票本身作为并购的支付手段付给并购方。与现金并购方式相比，换股并购的主要优势在于并购规模不受企业资金规模的限制，而现金并购的规模受到企业自有资金、融资能力等诸多因素的制约，即使能够一次性支付大量现金，也会增加企业的财务风险和负债经营风险。换股并购除了可以避免大企业并购时巨大的资金压力外，也容易让并购双方达到共赢效果。因为被合并方保留了自己的所有者权益，成为扩张后新公司的股东，可以继续分享公司未来的成长收益。

同西方的换股合并相比，我国的换股合并历史较短，案例也较少，这主要是由于国内上市公司换股收购程序规定的缺失，使得换股合并一直无法获得法律的认可；另外上市公司股权分置的状况，使得换股合并的换股比例无法合理确定。

2002年9月28日中国证券监督管理委员会颁布了《上市公司收购管理办法》及其配套文件，首次明确了依法可以转让的证券可以作为收购上市公司的支付手段，这就意味着定向发行、回购、换股等国际通行的并购手段均可运用，从而为大规模的并购重组铺平了道路。2006年7月31日，证监会对《上市公司收购管理办法》及其配套文件进行了修订，此次修订进一步完善了要约收购中换股收购的程序，即“收购人以证券支付收购价款的，应当提供该证券发行人最近三年经审计的财务会计报告、证券估值报告，并配合被收购公司聘请的独立财务顾问的尽职调查工作”，增强了换股收购的可操作性。值得关注的是，为了保护投资者的利益，法律对于换股收购在使用范围上也有一定的限制。如在以终止上市为目的或未获证监会豁免而发出的全面要约中，收购人使

用换股收购的，还必须提供现金选择权。并购新政接连出台，将换股并购这个在国外广为运用的并购方式推向前台。

在并购新政频出的同时，证券市场的重大改革——股权分置改革拉开了帷幕，2005年4月29日，中国证券监督管理委员会发布了《关于上市公司股权分置改革试点有关问题的通知》，宣布启动股权分置改革试点工作。目前股权分置改革基本完成，证券市场已步入全流通时代。在全流通时代，股权定价积弊的破除，使得换股并购有了更加广阔的施展空间。

并购重组是未来中国调整经济结构的必由途径，而换股合并由于其独特的优势必将成为并购重组这一战场最重要的“武器”。另外，换股合并已经成为解决历史遗留问题的主要方式。众所周知，由于改制不彻底，控股股东通过关联交易侵害上市公司利益的事件屡屡发生，上市公司自身也缺乏独立竞争的能力，因此通过合并实现集团整体上市成为解决上述问题的必然选择，而合并中的换股合并由于其具有不需要支付大量现金的优势无疑又是集团公司实现整体上市的首选。

无论从政策面还是市场环境看，换股合并面临着前所未有的好时机，但我们也应当看到，从已有的案例看，换股合并存在换股比例确定、会计处理方法选用、信息披露、绩效评价以及政策支持等方面都存在问题，这些问题不及时解决势必会影响到换股合并的发展。因此，在当前这个时期总结已有案例的经验和不足，为决策层提供建设性意见，为上市公司实务操作提供借鉴显得尤为重要和迫切。从这个角度上看，栗煜霞博士所做的中国上市公司换股合并研究具有重大的现实意义，填补了这一领域的空白，体现出宝贵的学术价值和政策含义。

从内容上看，该书全面、深入地考察了我国上市公司换股合并中的公司价值评估、换股比例确定、会计处理方法、财务信息披露、绩效及其中小股东利益保护等重要问题，为相关政策的制定提供了必要、合理的解释和参考依据，具有很强的指导作用。书中观点不乏新意，从新的角度对换股合并进行了分析。

我非常愿意将这本书推荐给关注我国证券市场发展的广大理论和实务工作

者，也衷心希望看到更多关于公司换股合并问题的研究成果，希望我国证券市场和公司并购市场能够健康快速地成长。

是为序。

王君彩

2008年6月于中央财经大学

前言

我国证券市场经历了四个主要阶段。因此，本书在第一章导论中，首先界定了本书的研究背景及研究的理论和实践意义，界定了基本概念，介绍了本书的研究方法和研究的主要内容、研究的难点、创新与不足。第二至第四章是理论铺垫。第二章主要介绍了并购的理论、换股合并与其他并购方式的比较以及国内外对换股合并的研究情况。第三章主要介绍了国内外换股合并，即以股票作为并购的支付手段。换股合并不仅比现金并购方式节约交易成本，而且在财务上可合理避税和产生股票预期增长效应。因此，随着20世纪90年代以来国际金融环境的日趋宽松，特别是金融服务贸易自由化的发展，以换股进行并购交易的方式风行全球。同国外悠久的发展历史相比，换股合并在中国的发展历史并不长，只有短短的8年时间，换股合并的公司也只有27家（截至2007年11月30日），但我们认为，在当前这个特定的时期深入研究中国上市公司换股合并非常重要和迫切：一方面，2002年9月出台的《上市公司收购管理办法》将换股合并这种并购模式写入法规，这意味着换股合并获得了法律的认可和支持，股权分置改革的顺利完成，解决了我国换股合并发展的桎梏——换股比率确定问题，全流通下的首例换股合并——上港集团吸收合并旗下上市公司上港集箱的示范效应，中国的换股合并正在步入加速发展阶段。另一方面，中国换股合并还处于总结探索阶段，在换股比例确定、会计处理方法选用、信息披露、绩效评价以及政策支持等方面都存在欠缺，在当前这个时期系统地研究换股合并，总结已有案例的经验和不足，为决策层提供建设性意见，为上市公司实务操作提供借鉴显得尤为重要和迫切。

本书共分十一章：

第一章导论。本章阐述了研究背景及研究的理论和实践意义，界定了基本概念，介绍了本书的研究方法和研究的主要内容、研究的难点、创新与不足。第二至第四章是理论铺垫。第二章主要介绍了并购的理论、换股合并与其他并购方式的比较以及国内外对换股合并的研究情况。第三章主要介绍了国内外

换股合并的发展历程，并分析了换股合并的动因。第四章主要介绍了我国和西方国家公司兼并的程序。

第五至十一章为实践研究。第五章分析了我国换股合并中公司价值评估存在的问题，并提出了相关建议。第六章采用案例分析的方法分别研究了股权分置时期和全流通时期换股合并存在的问题：无论是股权分置时期还是全流通时期，我国的上市公司换股合并之换股比例确定都不符合内在价值原理，针对上述问题，本章提出了采用符合内在价值原理的换股比例确定方法应当采取的措施，并分析了全流通后适合中国上市公司采用的符合内在价值原理的换股比例确定方法。第七章根据适用法规的不同将案例分为两组，分别分析了换股合并案例所采用的会计处理方法的合理性，在此基础上提出中国上市公司换股合并的会计处理方法应当采用二元格局的建议。第八章分别分析了换股合并中的财务报告信息披露、盈利预测报告信息披露、模拟财务报告信息披露和资产评估报告信息披露方面存在的问题，并提出了改进建议。第九章主要采用主成分分析法和事件研究法对合并方的绩效进行实证分析，并采用财务指标比较法和事件研究法对三个案例的被合并方进行绩效分析。实证分析的结果表明：合并方的绩效比较低，被合并方由于数据较少，而且三个案例的研究结论不一致，因此尚无法得出一般性结论。在实证分析的基础上，本书从并购理论角度分析了合并方绩效低下的原因，并提出了规范中介机构、加强并购交易决策机制的科学化、加强监管部门的审核和监管以及建立民事赔偿责任机制的建议。第十章介绍了换股合并中的中小股东利益保护的制度和新的《公司法》和《证券法》中对并购中的中小股东利益保护的相关规定，分析了我国在换股合并中的中小股东利益保护方面存在的问题，提出了相关建议。第十一章选取了换股合并的三个典型案例，分别对其合并相关情况进行介绍，并分析了各个案例的特色和不足之处。

本书立足于我国换股合并发展的实际情况，从中国上市公司换股合并的公司价值评估、换股比例、会计处理方法、财务信息披露、绩效和中小股东利益保护等方面，对我国上市公司的换股合并进行了全方位的系统研究，书中所提到的换股合并案例比较全面，所引用的换股合并的相关政策和数据都是最新

的。本书在绩效、信息披露和换股比例等方面的研究较其他的同类研究独具特色。从某种意义上来说，本书填补了我国上市公司换股合并研究方面的空白。换股合并是资本市场永恒的研究课题，本书虽然涉及了我国上市公司换股合并若干方面的问题，但仍然有一些重要的问题没有涉及，书中谈到的问题也有很多研究得不够彻底，本书作者希望能够以此抛砖引玉，促使更多的理论和实务工作者将此课题深入研究下去。

栗煜霞

2008年6月

Preface

A share swap merger (SSM) is a purchase by an acquiring company of shares in a target company, for which all of the consideration paid for the shares of the target company are shares of the acquiring company. SSM not only has a saving effect on transaction cost compared to cash payment, but also can avoid tax and increase share growth expectation from financial prospect. Consequently, as the international financial environment being more flexible since 1990s, especially the development of trade freedom on financial service, SSM has been becoming a popular form of Mergers & Acquisitions (M&A).

Though SSM in China has only a short history of 8 years and just 27 firms adopted it, we still believe that it is important to study SSM in China at present. On one side, the "Regulations on the Takeover of Listed Companies" promulgated on September 2002, made the SSM a legal form of M&A and the accomplishment of the Equity Division Reform eliminated the obstacle that the exchange ratio can not be determined. The success of the merger case of Shanghai International Port Group incorporating Shanghai Port Container, which is the first share swap merger in the period of full-circulation, will lead more listed companies to adopt such a way of M&A. It means that SSM is coming into marketization operation stage. On the other side, SSM in China has not been very mature, and there are still some shortcomings in exchange ratio, accounting treatment, information disclosure, performance appraisal and political support etc. Therefore, it is valuable to carry out a system research on SSM, to sum up all the experiences

and shortages of previous cases, in order to provide constructive suggestions to decision-makers and practical reference to listed companies.

The paper includes 11 chapters:

In Chapter one “Introduction”, research questions are mentioned first, background of SSM and the theoretical and practical significance to study SSM in china are then described. Afterwards, basic concepts related to M&A, merger by absorption and SSM are defined. In the end of this chapter, research method, research content, research difficulty, innovation and insufficiency of the paper are stated.

Chapter 2—chapter 4 is theory part.

In Chapter two “Theoretical Research and Literature Review”, it introduces related theories in M&A, differences between SSM and other forms of M&A, and the domestic and overseas research literatures on SSM.

In chapter three “Motivation of SSM and Its Development Stage”, it mainly introduces domestic and overseas development stages of SSM, and analyses the general and special motivations of SSM for China’s listed companies.

In chapter four “The procedure of merger”, it mainly introduces the procedure of domestic and overseas merger.

Chapter 5—chapter 11 is practice part.

In chapter five “Evaluation of SSM of China's Listed Companies”, it mainly analyses the problems of evaluation during the course of SSM of China’s listed companies and puts forward some suggestions.

In chapter six “Exchange Ratio of SSM of China’s Listed Companies”, using case study method, it analyses existing problems in determining exchange ratio by investigating domestic and overseas SSM’s cases and finds that, not only in the period of Equity Division but also in the period of full-circulation, the current exchange ratio in China cannot match the intrinsic value principle. Therefore, it adopts some measures to adjust above method and analyses how to use

intrinsic value principle to estimate exchange ratio in a full-circulating market.

In chapter seven “Accounting Treatment of SSM of China’s listed companies”, it explores the possible reasons to adopt pooling of interests method in deal with SSM by China’s listed companies and finally proposes that two accounting treatments should be made both available to SSM.

In chapter eight “financial information disclosure of SSM of China’s listed companies”, it studies current cases and analyses the information disclosure related to SSM on financial reporting, earning forecasting report, pro-forma financial report and asset appraisal report. Finally some suggestions are made to improve information disclosure.

In chapter nine “performance of SSM of China’s listed companies”, it examines the post-SSM performance of acquiring company by adopting principal component method and event-study method, and post-SSM performance of target companies by adopting financial ratio comparison method and event-study method. The result reveals that acquiring companies has lower performance post SSM, and there is no conclusion for target companies due to lack of data and inconsistent results from two cases. From M&A theoretical prospect, it discusses the possible reasons causing the lower performance of acquiring companies, subsequently advocates to standardize intermediaries, strengthen M&A transaction institutions, reinforce the supervision of administration department, and develop civil compensation and group lawsuit in order to form fully legal responsibility mechanism and litigation mechanism.

In chapter ten “the protection of the small and medium shareholders’ interests in the course of SSM”, it introduces the protection system of the small and medium shareholders’ interests in the course of SSM, analyses the existing problems of the protection of the small and medium shareholders’ interests in the course of Chinese SSM and put forward some suggestions.

In chapter eleven “the study of typical cases of SSM of China’s listed com-

panies”, it selects 3 typical cases, introduces base situation and analyses characteristics and deficiencies.

The book keeps a foothold in reality of SSM of China's listed companies. It forms a framework from all-direction to research SSM of China's listed companies, using combined method of theoretical and empirical analysis to study evaluation, the exchange ratio, accounting treatments, financial information disclosure, the protection of small and medium shareholders' interests and performance of SSM. The cases involved in the book is all-round and pertinent policy and data recommended is new. The study on exchange ratio, information disclosure and performance have a obvious characteristic compared with the same study. From some significance, the book fills in gaps of the study of SSM of China's listed companies.

SSM is an eternal research problem in capital market. Though the book have related to some aspects of SSM of China's listed companies, some important problems have not come down to and the problems talked about in the book are not enough thorough. The author of the book hopes that the book can break the ice and urges more theory and reality workers to study in-deep.

目 录	
第一章 导论	1
第一节 问题的提出和选题的意义	1
第二节 基本概念の界定: 并购、合并、吸收合并及换股合并	6
第三节 研究的不足、难点和创新	10
第二章 换股合并の理论研究及文献综述	13
第一节 并购の理论研究	13
第二节 换股合并与其他并购方式の比较研究	21
第三节 国内外关于换股合并の研究回顾	25
第三章 换股合并の动因及发展历程	39
第一节 换股合并の合并动因研究	39
第二节 换股合并の发展历程	45
第三节 换股合并在中国上市公司并购中の发展前景	54
第四章 公司兼并の程序	57
第一节 我国上市公司兼并の程序	57
第二节 西方国家公司兼并の程序	63

第五章 换股合并中的公司价值评估	73
第一节 换股合并中公司价值评估的内容	73
第二节 公司价值评估方法	76
第三节 我国企业换股合并中公司价值评估存在的问题及建议	84
第六章 上市公司换股合并之换股比例研究	91
第一节 换股比例确定及其在换股合并中的地位	91
第二节 换股比例估算方法选择	92
第三节 国内外现有案例的换股比例确定方法评论	99
第四节 上市公司换股合并之换股比例：问题与建议	106
第七章 上市公司换股合并的会计处理方法研究	113
第一节 并购的两种会计处理方法：购买法和权益集合法	113
第二节 上市公司换股合并的会计方法选择	132
第三节 上市公司换股合并的会计处理方法选择建议	149
第八章 上市公司换股合并的财务信息披露研究	159
第一节 上市公司换股合并财务信息披露的有关规定	159
第二节 股权分置时期换股合并的财务信息披露状况——案例分析	165
第三节 后股权分置时期换股合并的财务信息披露状况——案例分析	170
第四节 上市公司换股合并财务信息披露的思考与建议	173
第九章 上市公司换股合并的绩效研究	183
第一节 上市公司换股合并之合并方绩效的实证研究	183
第二节 上市公司换股合并之被合并方绩效的实证研究	198
第三节 上市公司换股合并的绩效：结论与建议	211

第十章 上市公司换股合并中的中小股东利益保护研究	219
第一节 公司合并中对中小股东利益的保护	219
第二节 我国合并中有关中小股东利益保护方面的法律规定	223
第三节 我国换股合并中对中小股东利益保护的实际操作	231
第四节 换股合并中的中小股东利益保护建议	234
第十一章 典型换股合并案例研究	239
第一节 TCL 集团换股合并 TCL 通讯案例	239
第二节 第一百货换股合并华联商厦案例	256
第三节 上港集团换股合并上港集箱案例	274
参考文献	293
后 记	299

第一章 导论

第一节 问题的提出和选题的意义

换股合并，即以股票作为并购的支付手段。根据换股方式的不同又可以分为增资换股、库藏股换股、母公司与子公司交叉换股等，比较常见的是并购企业通过发行新股从被并购公司原股东手中回购股票，实现换股合并。换股合并不仅比现金并购方式节约交易成本，而且在财务上可合理避税和产生股票预期增长效应。因此，随着 20 世纪 90 年代以来国际金融环境的日趋宽松，特别是金融服务贸易自由化的发展，以换股进行并购交易的方式风行全球。1990 年现金交易在全球跨国并购的总金额中占 91%，可见当时的跨国并购仍以现金支付为基础，到了 1999 年，现金交易在全球跨国并购交易金额总额占的比重下降到 64%，而以换股方式实现并购的交易越来越多。尤其值得注意的是，发达国家以换股方式进行并购交易占总交易金额的比重显著提高，美国 1999 年换股金额占总交易金额的 68%，2000 年这一比例达到了 72%，而在日本，这一比例 2000 年为 67%。2003 年全球十大并购事件中，有 8 例都是换股并购，包括美洲银行并购波士顿舰队金融公司、美国通用电气收购英国 Amersham 公司、欧洲第二大电信运营商法国电信（France Telecom）收购 Orange SA 股权等。^①

^① 数据来自金通证券研究所课题组：《换股并购引领中国新并购》，中国并购交易网。