

中国 并购 评论

CHINA MERGE & ACQUISITION REVIEW

市场前沿

财税茗苑

市场盘点

市场回顾

经典案例赏析

定向增发——外资并购的创新性路径选择

入世后外资并购的特点与趋势实证分析

并购中的会计处理及涉税影响研究

并购加速国资形态转换——二〇〇三年第一季度上市公司收购总结分析报告

换股合并市场实证研究

太极集团并购桐君阁协同效应分析

蓝动竞购香港电讯案回顾

第
二
册

东方高圣投资顾问公司
中国收购兼并研究中心

编著

清华大学出版社

编者按：从本文对既已发生的带有“试点”色彩的我国换股合并市场的研究中，我们可以看到，换股合并这一并购形式较深地触及了市场分割、二级市场定价不合理及股权结构不合理等深层次的中国证券市场问题，正因如此，其真正的大规模开展尚需时日。

换股合并市场实证研究

东方高圣投资顾问公司 尹 坤

一、换股合并的法律界定及其特点

公司合并是指两个以上公司通过订立合并合同，依法定程序，归并成为一个公司的法律行为。《公司法》第184条规定：“公司合并可以采取吸收合并和新设合并两种形式。一个公司吸收其他公司为吸收合并，被吸收的公司解散。两个以上公司合并设立一个新的公司为新设合并，合并各方解散。公司合并时，合并各方的债权、债务，应当由合并后存续的公司或者新设的公司承继。”同时，《证券法》第92条规定：“通过要约收购或者协议收购方式取得被收购公司股票并将该公司撤销的，属于公司合并，被撤销公司的原有股票，由收购人依法更换。”换股合并作为公司合并的主要形式之一，是以存续公司或新设公司的股票作为支付对价。

2002年10月出台的《上市公司收购管理办法》中规定“上市公司收购可以采用现金、依法可以转让的证券以及法律、行政法规规定的其他支付方式进行”，以证券作为并购的支付手段被正式认可，这意味着企业并购的实现将更加灵活，国际流行的换股合并在中国证券市场将落地生根，大规模并购的实现不再是企业家的梦想，它将开创资本市场的新局面。

换股合并与现金收购（主要指股权收购）作为并购的两大主要方式，都是通过公司产权流通来实现公司之间的重新组合，通过公司控制权的转移和集中而实现公司对外扩张和对市场的占有，除此之外，换股合并有其自身的特点：

- 换股合并使得并购不受交易规模的限制，可以在一定程度上摆脱并购中资金规模的限制，因此它可以适用于任何规模的并购，尤其是强强联合的交易。

- 换股合并避免了短期大量现金流出的压力，由于换股合并支付的对价是股票，避免了由于收购而举债使得公司背上沉重的债务负担，为合并后的经营创造了宽松的环境，同时降低了收购的风险。

- 换股合并会改变并购双方的股权结构，换股合并由于并购时增发了新股，所以并购



双方股东在新合并公司的股权结构将发生变化，一些大股东的地位可能会削弱，甚至会由于合并失去原有的控制权。



- 换股合并被并方股东仍可享受公司的未来收益，换股合并中被并方股东将原有股权换成存续公司股权后还可以继续获取新公司的未来收益，这一点对发生在知识经济时代高科技企业并购中被并方股东往往更具吸引力。
- 换股合并主要用于善意并购，换股合并出于双方公司的真实意愿，没有丝毫强迫或压榨，是双方平等协商、自愿合作的结果。
- 换股合并导致公司实体发生变化，被并公司作为一个法律实体通常会消失，其权利义务由合并后存续公司或新设公司承担。
- 换股合并可以取得税收方面的好处。换股合并中出让方所得是股票，唯有在出售时方需对利得加以课税，因而在税收上换股合并方式对出让方较为有利。

● 换股合并程序相对繁琐、时间周期较长，而换股合并不仅涉及到对合并双方公司的估价、换股等，且必须严格遵守法定的程序：董事会提出合并方案、股东（大）会对合并作出特别决议、合并各方签订合并协议、实施债权人保护程序、办理合并登记等。

在竞争激烈、并购交易金额越来越大的今天，完全使用现金支付来完成交易已变得越来越难，此外，证券市场处于活跃期时，现金支付的吸引力并不大，股票支付、换股合并等凭借其创新和独特性作为现金支付、现金收购的互补将会日益受到重视。

二、换股合并市场统计研究

1998年前，除上市公司股票在深、沪交易所上市外，还有一些公司的股权证在一些地方产权交易中心挂牌进行柜台交易。1998年国务院发布了《国务院办公厅转发证监会关于清理整顿场外非法股票交易方案的通知》，规定要求暂停各地方产权交易中心挂牌的股票的流通，并鼓励上市公司与那些行业相同或相近、资产质量较好、有发展前景的柜台挂牌企业实施吸收合并。换股合并市场因此得以在上市公司与原柜台上市公司之间被推广开来。



1999年6月,清华同方获准并成功对鲁颖电子实施吸收合并,成为中国第一个换股合并案例,此后,市场上又陆续有一些上市公司成功进行了换股合并,这些合并都属试点性质,均在上市公司与非上市公司之间进行。截至目前,宣布并成功实施换股合并的案例共有共12起。期间于1999年12月,同在上海证券交易所挂牌上市、第一大股东(上海城市建设投资公司)相同、同属上海供水行业的两家上市公司——原水与凌桥曾宣布拟进行吸收合并,然而这一原本可以开创国内上市公司间换股合并先河的案例,因存在太多障碍而未能实现。

(一) 换股合并案的基本统计数据及分析

已经发生的换股合并案例基本情况请见下表:

表 1: 换股合并双方的基本情况

序号	合并方	主业	被合并方	主业	合并类型	是否关联	实施日期
1	清华同方	电子信息、环境工程、精细化工	鲁颖电子	电子元器件	纵向合并	否	1999-6-14
2	新潮实业	纺织、海陆货运、电缆	新牟股份	建筑、铸造、染料、旅游	混合合并	是	1999-6-28
3	华光陶瓷	陶瓷、造纸、彩印	汇宝公司	造纸	横向合并	否	1999-10-11
4	大众科创	交通运输	无锡大众	交通运输	横向合并	是	1999-12-21
5	正虹公司	饲料生产销售	湘城实业	饲料贸易、地产开发	横向合并	否	2000-1-17
6	龙电股份	电力	华源电力	电力	横向合并	否	2000-7-24
7	宁夏恒力	钢丝绳	虎山粮机	粮油机械	横向合并	否	2000-8-8
8	亚盛集团	农产品、盐化工、纺织、饮料等	龙喜股份	印染、饮料	混合合并	否	2001-4-23
9	同济科技	土建技术服务等	山东万鑫	建筑安装	纵向合并	否	2001-6-15
10	青岛双星	鞋业	华青股份	橡胶、铸造	混合合并	否	2001-7-23
11	三九生化	生物制药、精细化工、工程机械	金汇医材	医用卫生材料	横向合并	否	2002-3-11
12	鲁西化工	化肥生产	鲁平化工	化肥生产	横向合并	是	2003-1-2
★	原水股份	原水供应	凌桥股份	自来水生产供应	纵向合并	是	失败

表 2: 我国换股合并案例财务情况统计^[1]

单位: 总(净)资产为亿元, 总股本为亿股

序号	案例	合并方规模			被合并方规模			合并后总规模		
		总资产	净资产	总股本	总资产	净资产	总股本	总资产	净资产	总股本
1	清华同方吸收合并鲁颖电子	9.01	5.51	1.66	1.47	0.68	0.27	10.48	6.19	1.81
2	新潮实业吸收合并新牟股份	3.52	2.79	1.43	2.62	2.26	2.00	5.68 ^[2]	4.59	1.87
3	华光陶瓷吸收合并汇宝公司	5.84	2.07	0.93	1.99	0.57	0.30	7.83	2.64	1.16
4	大众科创吸收合并无锡大众	14.45	10.42	4.60	0.68	0.37	0.20	15.12	10.79	4.76
5	正虹公司吸收合并湘城实业	7.39	5.51	1.30	0.72	0.51	0.34	8.11	6.02	1.42
6	龙电股份吸收合并华源电力	24.67	15.02	5.88	2.41	2.03	1.02	27.08	17.05	6.56
7	宁夏恒力吸收合并虎山粮机	5.79	4.08	2.14	0.63	0.35	0.10	6.42	4.43	2.30
8	亚盛集团吸收合并龙喜股份	16.69	10.45	4.00	2.66	2.10	1.01	19.35	12.55	4.81
9	同济科技吸收合并山东万鑫	8.52	3.15	2.44	1.81	0.56	0.23	10.33	3.71	2.78
10	青岛双星吸收合并华青股份	4.73	3.82	1.32	3.37	0.58	0.23	8.10	4.40	1.55
11	三九生化吸收合并金汇医材	10.77	5.18	1.97	0.46	0.41	0.30	11.23	5.59	2.12
12	鲁西化工吸收合并鲁平化工	18.35	9.47	2.49	2.12	0.65	0.16	20.47	10.12	2.60
★	原水股份吸收合并凌桥股份	51.91	44.01	17.13	4.85	4.36	2.37	56.76 ^[3]	48.37	18.83

注: [1] 按合并基准日统计并模拟。

[2] 因新潮实业为新牟股份的关联股东, 合并抵消 0.46 亿元。

[3] 原水与凌桥的合并模拟假设: 以 1999 年 12 月 31 日为基准日, 以双方的每股净资产为折股依据。

根据以上统计，这些案例大致有以下共性的特点：

1. 从业务角度看，主公司与被并公司具有较高产业关联度，在表 1 所统计的 13 起换股合并案例中，同业合并占据主导——横向合并 7 例、纵向合并 3 例、混合合并 3 例；其中 3 例混合合并，一例是既有横向又有纵向，另两例是业务相关或相近的，而非不相关的纯粹的混合合并。且其中部分合并不仅行业相同，且同处一个省市。

2. 从双方规模看，主并公司的规模较大，而被并公司的规模往往较小——13 起合并案中，主并方与被并方权益规模之比最大值为 28.16、最小值为 1.23、均值为 9.65，主并方与被并方在合并后公司中股权结构之比最大值为 22.63、最小值为 3.25、均值为 11.05；合并带有明显的“大鱼吃小鱼”的特征，而真正“势均力敌”、“强强联合”方式的换股合并极少。

3. 从并购双方的市场力量看，主并公司作为上市公司往往有较为良好的市场声誉、地位和形象，且因上市公司壳资源的稀缺在并购中处于主动地位，而被并公司作为上柜企业则有一定的盈利能力、某一方面的市场竞争力，双方的合作可以实现优势互补。



(二) 合并动因分析

1. 发展的压力。随着国内资本市场的发展，一批上市公司如青岛双星、三九生化、同济科技、正虹公司等经营发展到一定的阶段后，盈利增长和发展速度放缓甚至下滑，在实施合并前，公司的经营业绩均出现不同程度的下降。面对来自市场和股东的压力，企业为进一步提高其盈利能力、增强其核心竞争力，使企业的产品、市场、规模等再上一个台阶，迫切需要通过外延式的扩张来实现企业的成长。而作为上市公司，资本市场为企业通过合并发展提供了更为便利的条件，使得企业的换股合并成为现实可能。



2. 规范运行。中国证券市场设立之初是定位于为国有企业服务的，当时很多国有企业通过分拆业务主体的方式上市，这就不可避免的形成了同业竞争、关联交易，且极大地浪费了资源。13 起合并案中有 4 起（新潮实业与新安股份、大众科创与无锡大众、鲁西化工与鲁平化工、原水股份与凌桥股份）就是在关联公司间进行的，其目的在于规范运行，进而降低成本、节约资源，实现资源的共享和取得规模效应。

3. 被并方借壳上市求得发展。被并方作为上柜企业，曾在地方产权交易中心繁荣一时，但于 1998 年被停止交易流通。作为历史遗留的问题企业，更面临生存与发展的双重压力，而通过换股合并、借壳上市无疑可为其发展提供有力的资本支持。此外，同业合并亦可增强其市场竞争力。

4. 二级市场的巨大利益驱动。作为解决历史遗留问题企业的特殊政策，规定对于合并时新增发用于换股的社会公众股经有关部门批准可在期满后 3 年后上市流通。正是这一政策为合并双方的股东们创造了获取财富的机会，为促成合并增加筹码。^① 从目前公众股已获准流通的四起案例看，流通当日股票收盘价远高于换股价格——清华同方增长 318%、新潮实业增长 194%、华光陶瓷增长 236%、大众科创增长 214%，公众股股东受益丰厚。

5. 外部竞争因素。随着中国加入 WTO，中国企业与国外企业的竞争已变得越来越直接、越来越激烈，而时下国内的企业与这些国际化企业相比又过于弱小，国内的很多行业仍处于混乱、无序的竞争局面，中国企业要想在最后的竞争中得以生存和发展，就必须先行借市场之手进行资源的重新配置和优化，就必须通过重组合并来壮大个体的实力以参与国际市场的竞争。

(三) 合并效果分析

表 3: 企业合并前后净利润 (N-Profit) 及净资产收益率 (ROE) 的情况

合并企业		合并前二年	合并前一年	合并当年	合并后第一年	合并后第二年
清华同方	N-Profit	6943	9217	14676	21642	29076
	ROE	13.50	14.78	11.64	8.66	10.92
新潮实业	N-Profit	3693	3087	5763	4520	7192
	ROE	22.12	10.79	11.17	6.64	10.16
华光陶瓷	N-Profit	3752	4556	1938	2407	2483
	ROE	23.47	23.24	7.25	6.44	6.54
大众科创	N-Profit	10421	11958	12303	12327	12833
	ROE	18.37	11.49	10.91	11.06	11.05
正虹公司	N-Profit	5916	4996	9069	6038	2913
	ROE	11.61	8.93	11.23	7.31	3.57

^① 据统计，在《关于清理整顿场外非法股票交易通知》颁布后，有四家企业（新牟股份、龙喜股份、金汇医材、鲁平化工）为实现合并进行了重大资产重组、股权变更/股份回购。

续表

合并企业		合并前二年	合并前一年	合并当年	合并后第一年	合并后第二年
龙电股份	N-Profit	23514	18764	22822	28164	24909
	ROE	15.66	11.21	8.33	9.75	8.24
宁夏恒力	N-Profit	4769	4366	4892	5060	2556
	ROE	12.80	10.50	11.25	7.47	3.65
亚盛集团	N-Profit	8896	10182	8944	8006	—
	ROE	8.85	9.34	6.53	5.60	—
同济科技	N-Profit	3494	3343	1612	2048	—
	ROE	10.03	9.70	3.78	4.84	—
青岛双星	N-Profit	4838	1732	5242	5442	—
	ROE	11.10	4.15	7.95	7.79	—
三九生化	N-Profit	10914	7891	4492	—	—
	ROE	20.64	12.94	6.36	—	—
鲁西化工	N-Profit	5956	7116	—	—	—
	ROE	6.56	7.26	—	—	—

说明：[1] 所有统计数据均摘自于上市公司的年度报告，为调整后数值。净利润（N-Profit）的单位为万元，净资产收益率（ROE）的单位为%。

[2] 净资产收益率为全面摊薄后的。

[3] “—”为未发生期的。

表 4：原水股份与凌桥股份的净利润（N-Profit）及净资产收益率（ROE）的情况

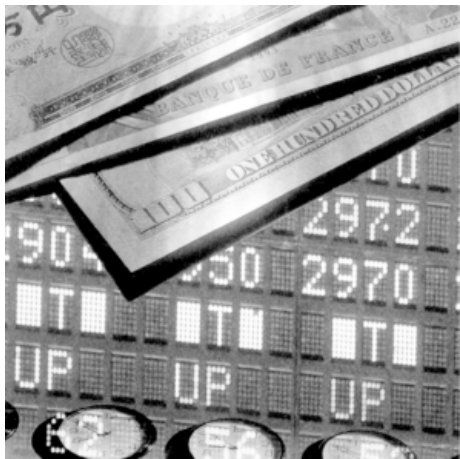
合并企业		1998 年	1999 年	2000 年	2001 年	2002 年
原水股份	N-Profit	41850	44014	40.649	38776	41550
	ROE	10.04	10.00	9.04	8.16	8.27
凌桥股份	N-Profit	4742	4474	5423	6552	6347
	ROE	11.05	10.26	11.38	11.82	10.86

说明：表中数据摘自上市公司的年度报告，为调整前数值。净利润（N-Profit）的单位为万元，净资产收益率（ROE）的单位为%。

通过上表，可以看到：

1. 在表 3 所统计的 12 家成功实施换股合并的案例中，除 4 家因主并方主业萎缩致使合

并后企业的业绩对比合并前不升反降外，其余 8 家公司合并后整体盈利能力都有所提高，表明被并入的公司资产质量尚属优良；但值得注意的是：如以净资产收益率指标进行评判，这些公司合并后的资产盈利水平并无太大改观，甚至出现部分下滑现象，并没有实现人们所期望的“1+1>2”的协同效应。



2. 在表 4 所列示的未实施的原水凌桥合并案中，在宣布合并的 1999 年前后两年，两家企业均保持相对稳定的发展、无大的升降起伏，两家企业的资产盈利水平相当。但因 2001 年凌桥进行了整体的资产置换和股权转让（同时更名申通地铁），将公司的主业由自来水供应变为地铁经营，使得该公司的综合实力大大增强，2002 年的主营业务收入和营业利润同比 2001 年分别增长 87.35%、60.13%。

3. 原水股份与凌桥股份合并失败简析

(1) 比价倒挂。假设以 1999 年 12 月 31 日为合并基准日，时原水总股本 17.13 亿股、公众股 5.10 亿股，每股净资产 2.57 元，每股收益 0.26 元，净资产收益率 10%，股价 7.39 元；凌桥总股本 2.37 亿股、公众股 0.48 亿股，每股净资产 1.84 元，每股收益 0.19 元，净资产收益率 10.26%，股价 10.93 元。从基本面看，两家企业的资产盈利水平（收益率）相当，但因股本规模相差较大 14.76 亿股，致使出现流通股股价与每股收益值比价严重倒挂现象；而此时以每股净资产作为折价依据，折股比例为 1.396:1，即每 1.396 股凌桥股份换取 1 股原水股份。这意味着凌桥股份二级市场股价要下降到原水股价的 75% 左右，也即如果原水股价保持 7.39 元不变，则凌桥股份股价须由 10.93 元下降到 5.54 元，下降幅度达 50%，这势必造成凌桥股份二级市场股东大受损失，因此，合并受到强烈反对并使得股价急挫。

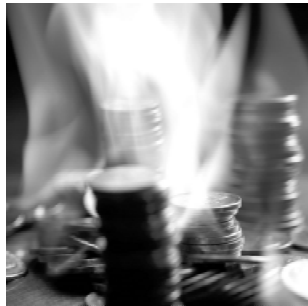
(2) 壳资源稀缺。原水、凌桥两家上市公司合并为一家后，凌桥作为上市公司在证券市场的主体资格随之消失，这对于现阶段中国证券市场珍贵的壳资源无疑是一种“浪费”，尤其是对于凌桥这一规模适中、资产优质的壳而言。就经济效益来讲，于上海城投，将两家实力相差悬殊的上市公司进行合并远不如用强者（原水）对弱者（凌桥）进行资产收购来得更经济、实惠，还可保留一个价值不菲的壳资源。事实证明亦是如此，2001 年凌桥股权转让、资产重组并更名为申通地铁。



(四) 换股合并方式分析

按合并所采取的法律形态（法律途径）进行分类，合并方式除我们上文提及到的吸收合并、新设合并外，还有简易合并、三角合并等，其中，吸收合并与新设合并是合并的传统的普通的形式，亦是我国公司法所明文规定许可的，而简易合并是采取简易程序的特定公司之间的吸收合并，三角合并则是作为合并发展产物的涉及第三方的合并。

在我国所发生的换股合并案例中，只有新设合并与吸收合并两种方式可供选择，且由于上市公司“壳”资源在国内证券市场上具有较高的价值，若采用新设合并，合并后存续公司作为新公司要想获得上市地位还需符合有关《公司法》、《证券法》的规定，所以目前上市公司与上柜企业合并时都采用吸收合并方式。通过吸收合并（与新设合并相比）可以减少合并过程中有关手续的办理，保留上市公司经营相对持续与稳定，保留在资本市场直接融资的能力，同时被合并方的非上市公司还可达到借壳上市的目的。



(五) 合并估价/换股方法

在换股合并的过程中，合并双方的估价、换股方法的确定无疑是最关键的一环，直接影响到合并双方的股东在合并之后的主体中所拥有的权益份额，是合并双方所关注的焦点。与国际换股合并案例所多采用的公司内在价值估价法相异，目前国内证券市场换股合并案例的估价（见表3）基本上是按照账面价值原则进行的，即以双方在合并基准日的每股净资产为基础，综合参考双方的每股收益、净资产收益率、融资能力等多种因素。



内在价值是公司资产未来预期现金流的现值，是一个客观存在、动态变化的价值；而账面价值是以会计准则核算为基础，只反映了公司的历史成本价值，无法真正反映连续经营公司的内在价值。尽管加成（调整）系数在一定程度上反映了合并双方的内在价值的关系，但它带有很大的主观色彩，是否充分反映了合并双方股东的利益，是否公允都存在探讨的余地。净资产加成系数法之所以流行，主要在于其简便、直观、稳健和可

操作，适宜我国目前的政策和法律环境，但这也正说明了这种方法的不成熟性。

表 5: 国内证券市场换股合并案例换股方法一览表

合并案例	折股比例	折股方法	备注
清华同方	1.8 : 1	(合并方每股净资产/被并方每股净资产) × (1+加成系数)	加成系数在综合考虑双方每股收益、净资产收益率、融资能力、企业商誉等因素后定为 35%。
新潮实业	3 : 1	以双方的每股净资产、净资产收益率为重 (适度考虑其他因素)	其他因素包括: 经营状况、业绩水平、融资能力、企业商誉、企业发展前景等。
华光陶瓷	1.29 : 1	(合并方的每股净资产/被合并方的每股净资产) × (1+合并方的净资产收益率-被合并方的净资产收益率)	
大众科创	1.25 : 1	(合并方每股净资产/被合并方每股净资产) × (1+调整系数)	调整数= 合并方净资产收益率-被合并方净资产收益率+预期未来增长率。
正虹公司	3 : 1	(合并方每股净资产/被合并方每股净资产) × (1+预期增长加成系数)	每股净资产作基础, 适度考虑合并双方每股收益, 净资产收益率及未来成长性预期等因素。
龙电股份	1.5 : 1	(合并方每股净资产/被合并方每股净资产) × (1+预期增长加成系数)	适当考虑合并双方的盈利能力 (包括净资产收益率和每股收益)、成长性及发展潜力、经营管理水平、企业形象和商誉等多方面的因素。
宁夏恒力	0.625 : 1	(合并方每股净资产/被合并方每股净资产) × (1+预期加成系数)	通过对合并双方前三年资产状况、股本、利润、未来市场潜力、技术先进程度等情况的分析, 并综合考虑宁夏恒力募集资金项目完工后即将生产更大利润因素, 确定为 17%。
亚盛集团	1.25 : 1	双方每股净资产为基本	参考每股收益水平, 另外考虑业务成长性、资产质量、融资能力、财务报表中未予以反映的商誉及合并后的协同收益等因素。
同济科技	0.6875 : 1	(合并方每股净资产/被合并方每股净资产) × (1+调整系数)	适度考虑合并各方的发展前景、企业的经营管理水平、商誉等反映企业价值因素。
青岛双星	1 : 1	[(合并方每股净资产/被合并方每股净资产) × 50% + (合并方每股收益/被合并方每股收益) × 25% + (合并方净资产收益率/被合并方净资产收益率) × 20% + (合并方股票价格/被合并方股票价格) × 5%] × 修正系数	修正系数是为了综合考虑合并双方的经营管理水平、商誉、发展前景以及被合并方评估增值等因素而设计的, 上述公式中的修正系数为 0.9984。

续表

合并案例	折股比例	折股方法	备注
三九生化	2:1	双方每股净资产为主	适度考虑合并双方的每股收益、净资产收益率、经营管理水平、发展前景等因素。
鲁西化工	1.5:1	(合并方每股净资产/被合并方每股净资产) × [(1+调整系数) / (1-可交易性折扣)]	比较双方合并基准日盈利能力、负债能力、每股现金流量、过往三年业务增长速度等指标以及企业的声誉和影响力、行业地位、资产质量、未来发展潜力等因素,并考虑到双方股份不同的流动性导致的“可交易性折扣”。

(六) 合并主体范围分析

12起换股合并案例均为上市公司与上柜企业间的合并。从地区分布看,有8家(67%)被并企业来自山东,有7起(58%)换股合并发生在同一地区,这说明当前国内换股合并的发生有其特殊的历史背景与政策环境,是为了解决在各地产权交易中心停止交易的股权证的出路,主管部门特许并鼓励进行的吸收合并试点,最大的推动力来自政府,山东地区上柜企业多,所以换股合并也多集中于这个地区。完全市场化的、更大主体范围的换股合并至今尚无成功的成功的案例。

(七) 合并交易规模分析

从表2数据得知,在12起合并案中,主并方(即交易主体)平均的总资产规模为10.81亿元、权益规模为6.46亿元,最大的是龙电股份其总资产为24.67亿元、权益为15.02亿元;被并方(即交易对象)平均的总资产规模为1.75亿元、权益规模为0.92亿元,最大的山东新牟其总资产为2.62亿元、权益为2.26亿元;合并后企业,平均的总资产规模为12.52亿元、权益规模为7.34亿元,最大的是龙电股份吸收合并华源电力后其总资产为27.08亿元、权益为17.05亿元。换股合并双方的规模都明显偏小,尤其是交易规模最大的尚不到3000万美金,究其原因,主要有:一是我国企业规模普遍偏小,缺少巨型企业;二是我国证券市场成立时间较短,作为主并方的上市公司自身规模较小,限制了其吸收合并对象的规模不会太大;三是作为被并方、合并对象仅限于上柜企业,其规模均有限。



(八) 合并规则程序

目前,国内尚未出台有关上市公司换股合并的具体实施细则,所有已发生的吸收合并案

例均是按照合并试点进行的，其操作程序是参照证监会内部的一个讨论通知。当前我国上市公司的合并尚无章可循，只能以申报试点的方式进行操作，无论合并企业规模大小、属性如何



均需经过双方公司董事会、股东大会的同意并获得双方所在地政府、证管办及中国证监会的批准，程序相对繁琐复杂、缺少灵活性。据统计资料，整个合并的时间跨度快则1年、慢则3年；从合并预案的公告（已获董事会通过双方签署合并协议草案、省级人民政府、地方证管办批准）到合并的获准正式实施亦需至少半年左右的时间。如此长的时间，势必影响到合并双方的发展。

相比，国际市场的合并形式与程序更加灵活、简便，主要需经过双方董事会、股东大会（类别股东）的通过并报交易所，当合并达到一定规模为防止过度集中、限制竞争需向反垄断机构申报。为鼓励合并而创新的简易合并则进一步简化了合并的程序，如在小规模合并，即大公司吸收合并小公司时（美国为存续公司向解散公司股东支付的股票对价不超过存续公司股份总额的20%），鉴于合并给存续公司带来的影响很小，因此可以省略主并方——存续公司的股东大会决议程序。按此条件，在我国所发生的12起合并案中有11起应视为小规模合并，如此操作，省去上市公司召开股东大会等有关程序，势必大大减少合并手续和成本，提高合并效率。

三、换股合并市场主要面对的问题

（一）市场分割

受历史遗留问题的影响，我国境内上市公司的股权结构被人为地划成国有股（国家股、国有法人股）、法人股（境内法人股、外资法人股）、公众股（A股、B股）三大块^①，其中中国有股和法人股为非流通股份（占上市公司股份总数三分之二以上），只有公众股才能在证券二级市场流通，事实上存在的“同股不同权不同价”现象。当前，上市公司在进行合并时对不同性质的股份如何合并、合并后性质如何界定缺乏规范性认定和统一认识。

就目前已发生的换股合并案例而言，因均为上市公司与上柜企业间的合并，其遵从的基本原则是目标公司（上柜企业）原有的股份性质在换股合并后不发生变化：目标公司的社会个人股（内部职工股）换股后在合并后公司的股权性质仍为社会个人股（内部职工股），可在合并期满3年后经批准流通上市，成为社会公众股；而目标公司的国有股与法人股在换股

^① 近年又出现了一定数量的自然人股，属非流通股份。

合并后其性质也仍为国有股与法人股，暂不上市流通。

上述原则虽对上市公司与上柜企业间的合并较为适宜，但对更大主体范围的合并，如上市公司与非上市非上柜公司间、上市公司之间（含 A 股公司与 B 股公司间）以及在全流通二板市场设立后的跨市场上市公司间合并无疑是一个极大的障碍，如一家自然人持股的有限公司在与上市公司选择换股合并时，股权性质如何界定，倘若在合并后公司定性为非流通的自然人股，换股合并的吸引力将急速降低、成功概率极小；再如主板上市公司与二板上市公司进行换股合并，无论谁作为主并方都涉及到将对方股权如何界定处理的疑难问题。因此，不规范的市场分割势必严重影响换股合并在我国证券市场更大范围的发展。



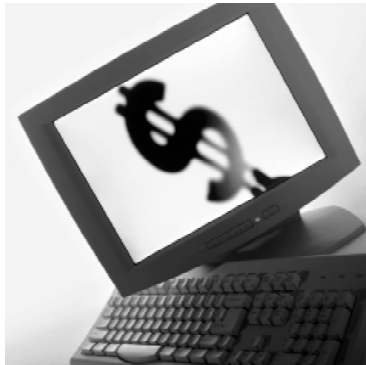
（二）弱有效的二级市场定价

证券市场优化资源配置的基础是上市公司的股价能正确反映其自身价值，我国证券市场尚处于不成熟的发展初期，市场热衷于概念炒作，上市公司股价与其内在价值相脱离。二级市场股票价格无法正常反应股票价值，制约了换股合并在实际中的发展。“原水—凌桥案”就是一典型证实，同属一个行业、成长系数相当的两家公司，更具规模实力的原水 1999 年每股收益 0.26 元、股价 7.39 元（1999 年末），而同比作为小盘股的凌桥每股收益 0.19 元、股价 10.93 元，正是因为这种股价倒挂阻碍了两家上市公司合并的实施。

（三）不合理的股权结构

上市公司股权结构不合理主要表现为两点：一是一股独大现象严重；二是国有股比例过高。一股独大、法人治理结构不规范，对于换股合并而言有两个消极影响：一是主并方的冲动性、风险性。大股东掌握上市公司的控制权、左右上市公司的发展，做大做强的美好愿望和企业扩张的本能冲动在无需现金支付的换股合并面前更易做出乐观估计和盲目选择，再加上缺乏有效的风险控制机制，使得合并的风险性加大；二是被并方的消极性。主并方上市公司的股权结构中一股独大，于被并方股东在合并后的公司中仅能处于中小股东的位置，“话语权”和“决策权”丧失，倘若股权再无法流通变现获得增值，合并则于被并方的吸引力大打折扣。

上市公司中国有股所占比例过大，诚然能够得到政府的支持，但也容易引发不良的后



果：一是上市公司的合并行为更多地体现为一种政府行为而非市场行为。作为国有股东的地方政府往往根据自身对地区产业结构的布局与规划，对上市公司进行行政干预达到其短期的政府目标。在我国已发生的换股吸收合并试点中，政府行为占居了主导支配地位，12起合并案中有7起合并双方处于同一地区。二是上市公司缺乏主动的战略性合并动力。多数国有控股的上市公司，因出资人国有大股东缺位，内部人控制严重，对企业的管理者缺乏有效的约束机制与激励机制，造成上市公司的管理层无法感受到来自市场的压力，无法真正做到对股东负责，企业行为往往显得被动与滞后。

(四) 法律体系不健全

目前在我国法律体系中，尚无关于公司合并的专门法规。涉及上市公司合并的有关法律法规主要集中在《公司法》、《证券法》及《上市公司章程指引》等的有关章节。这些法规只是对合并的决议、审批、登记、债务承担等有关问题做了原则性的、概括性的规定，线条极为粗略，同国外立法例和我国公司合并实务需要相比，过于原则、简单且缺乏可操作性。例如，关于合并程序，虽然有所涉及，但缺乏明确、具体的规定；关于合并合同，只提出了订立合同要求，但缺乏合同主体、合同内容、合同效力等的具体规定。因此，我国证券市场的换股合并尚处于一种“无法可依”、“无章可循”的混沌状态，所发生的合并案例均以试点的方式进行。

立法过于简单原则，缺乏对公司合并的实际指导价值，不利于对合并行为的引导规范，不利于合并的市场发展。

(五) 配套法规的缺乏

1. 合并会计制度。我国尚未出台专门的规范企业合并的会计准则，实务中企业合并的会计处理主要参考财政部颁布的《合并会计报表暂行规定》（1995）、《企业兼并有关会计处理问题暂行规定》（1997）等，但其中并未提到“权益结合法”与“购买法”。如从现有的会计规范内容来看，实际规定合并业务只能采用购买法^①；而换股合并案例中采用都是权益结合法，利用了现行的规章制度中没有明确提及换股合并这一支付方式进行的制度之外的创新，监管者对此表示了默许。但这种方法的“随意采用”缺乏法律的认可与约束，容易成为合并

^① 《企业兼并有关会计处理问题暂行规定》“采取有偿方式兼并的，（兼并企业）按照（被兼并企业的）各项资产评估确认的价值，借记所有资产科目，按照成交价高于评估确认的净资产的差额，借记‘无形资产——商誉’科目”。即，兼并企业不仅要按公允价值（评估价）确认被兼并净资产，还要将购买价格与被并企业净资产公允价值的差额确认为商誉，而且必须进行商誉摊销，为标准的购买法。

公司进行利润操纵的工具，进而误导市场及投资者；此外亦与国际会计准则不相符合。

2. 反垄断规制。公司合并，一方面可以发挥规模经济效益；但另一方面又可能引起经济过度集中、产生垄断、限制竞争。市场经济较发达国家大都采用法律手段，通过反垄断立法，对公司合并进行反垄断规制。如美国早在1890年就颁布了世界上第一部反垄断法《谢尔曼法》，此后又陆续颁布了《克莱顿法》、《兼并指南》用以规范企业的合并等，我国如要大规模推行换股合并市场的发展，需要考虑推进《反垄断法》等的制定。



四、换股合并市场发展建议

(一) 政策引导鼓励真正的战略合并

上市公司相当部分是我国各行业的优秀企业，具备一定的实力与基础，应充分发挥其自身独特的优势，借助资本市场主动实施企业的战略合并。我国监管当局，也应尽快出台相应的政策法规，为上市公司实施战略合并提供条件、合并审批、合并程序、增发新股等方面创造宽松的环境、提供便利的条件。如：简化合并程序、增加简易合并方式，以减少合并成本、缩短合并时间，进而提高合并效率；适当放宽发行条件，换股合并的定向增发可不受发行新股所需一年的时间间隔限制。

(二) 推进市场的全流通体制

股票全流通必须全面考虑我国股市的历史事实、发展阶段、现实状况等诸多因素，必须在保持证券市场稳定与发展的前提下，以“公平、稳定、效率”为原则，统筹安排分阶段、分步骤地进行。对于已存在的非流通股份可通过配售、折股等方式逐步进入流通领域；对于新发行股票，在严格把关后可考虑全部上市流通，以防止包袱越来越沉重。



(三) 加强股票二级市场定价功能

股市市场价格信息失真，不仅误导投资者，而且会扰乱市场的资源配置功能。因此，必须加强股票二级市场的资本资产定价功能，提高其有效性，使价格回归价值。应重点在以下方面作出努力：转变观念，统一思想认识；逐步实施股票全流通；加

强监管，严惩违规操作；重点发展培养机构投资者；建立并严格市场游戏规则。

(四) 完善股权结构和治理结构

积极进行国有股减持和股权多元化的结构改造，具体可通过增量改造和存量改造两种方式进行，增量方式主要包括：向社会公众增发新股、向社会法人定向增发、大股东和国有股在配股时主动放弃等；存量方式主要包括：大股东和国有股股权转让、股份公司股权回购、向流通股股东配售、上市流通等。此外，在推进股权结构多元化的同时，应加强上市公司法人治理结构的建设，真正建立起决策、执行、监督三权分立的治理结构和运行机制，减少避免政府对上市公司的直接干预、大股东对上市公司的越界操作、管理层对上市公司的内部控制等不合理损害公司利益的行为。



(五) 加强完善法律体系的建设

为使我国企业的合并能“有法可依”、“有章可循”，应先行制定具有操作性和指导意义的专门立法——《企业合并条例》，其中应就合并程序、合并制度等作出详尽规定，并建立好中小股东利益保护制度、债权人利益保护制度、职工利益保护制度。此外，还应推进反垄断立法的进程。

(六) 进一步加强会计制度建设

目前我国所颁布的会计规定，已无法适应换股合并出现后的发展要求，市场急切要求制定专门的企业合并会计法规《合并会计准则》，用以规范实务中企业合并的会计处理。其中最为核心的是应就合并交易的会计处理选择——权益结合法与购买法各自适用的条件及具体会计处理等作出明确规定。

(七) 鼓励金融创新

鉴于我国证券市场现阶段所处的特殊环境与实际情况，在换股合并的操作与发展过程中将不可避免的遇到一些障碍，这就需要有更大的勇气和魄力去实践去创新，而市场也应该以开放的姿态来迎接创新、鼓励创新。如在原水凌桥合并案中，针对比价倒挂现象，我们是否可以考虑对凌桥的流通

