

唐钢股份吸收合并方案设计分析

滕晓东

2009年12月10日,河北钢铁集团以唐钢股份为资本整合平台,以换股方式成功吸收合并邯钢钢铁和承德钒钛,从而拉开了钢铁企业并购的序幕,并对未来区域内并购重组产生了示范效应。本文分析了唐钢股份换股吸收合并案,力图揭示其合并成功的创新点所在,以期对未来推动钢铁企业集团化发展和实现跨地区、跨所有制、跨行业的兼并重组有所启示。

一、唐钢股份吸收合并案介绍

为整合河北省钢铁产业,提升河北省钢铁行业竞争力,打造具有国际竞争力的特大型钢铁集团,2008年6月24日,经河北省国资委批准,唐钢集团和邯钢集团合并成立河北钢铁集团,注册资本200亿元。河北钢铁集团成立后,间接控股唐钢股份、邯钢钢铁和承德钒钛三家钢铁上市公司,但在上市公司之外集团也有部分钢铁主业资产,为提升其产业竞争力,集团开始筹划下属三家上市公司的整合事宜。2009年12月10日,唐钢股份发布《换股吸收合并暨关联交易报告书》,宣布将通过换股方式吸收合并邯钢钢铁和承德钒钛,唐钢股份为合并方,邯钢钢铁和承德钒钛为被合并方。本次合并中,唐钢股份的换股价格为唐钢股份首次审议本次换股吸收合并事项的董事会决议公告日前20个交易日A股股票交易均价,即5.29元

/股;同理,邯钢钢铁的换股价格为4.10元/股,承德钒钛的换股价格为5.76元/股,由此确定邯钢钢铁与唐钢股份的换股比例为1:0.775,承德钒钛与唐钢股份的换股比例为1:1.089。同时,为充分保护异议股东的合法权益,唐钢股份异议股东可以要求唐钢股份回购其所持异议股份,回购价格为5.29元/股;河北钢铁集团或其关联企业将向邯钢钢铁和承德钒钛的异议股东提供现金选择权,现金选择权的价格分别为4.10元/股和5.76元/股。此外,此次吸收合并也对债权人利益的保护做了相关安排:唐钢股份和承德钒钛于2009年6月16日分别召开债券持有人会议审议债券持有人利益保护方案。根据《公司法》,唐钢股份和承德钒钛均提供了两种债券持有人利益保护方案供债券持有人会议表决:(1)由河北钢铁集团向两种债券的持有人分别提供不可撤销的、足以对到期债券还本付息的偿债担保;(2)唐钢股份和承德钒钛分别按照债券面值与当期应计利息之和向债券持有人提前清偿债务。对于“唐钢转债”和“08钒钛债”持有人的利益保护,河北钢铁集团均承诺将向持有人提供不可撤销的、足以对到期债券还本付息的偿债担保。本次换股吸收合并完成后,唐钢股份作为存续公司,将成为河北钢铁集团下属唯一的钢铁主业上市公司;邯钢钢铁和承德钒钛将注销法人资格,其全部资产、负债、权益、业务和人员并入存续公司,唐钢股

份将更名为河北钢铁股份有限公司。在经历了不到30日的交易处理后,2010年1月20日合并交易结束,公司宣告复牌。

二、合并成功的创新点

1. 以公允价值为估值基础。本次合并三方唐钢股份、邯钢钢铁和承德钒钛的间接控股股东都是河北钢铁集团,按照《企业会计准则第20号——企业合并》的规定属于“同一控制下的企业合并”,合并方在企业合并中取得的资产和负债,应当按照合并日在被合并方的账面价值计量。但本案中如果采用账面价值作为合并基础,势必会引起同样作为上市公司的被合并方邯钢钢铁和承德钒钛的极大反对,因为以账面价值衡量的被合并方的企业价值远远低于以公允价值(股票市价)衡量的企业价值。因此,本次合并根据《企业会计准则——基本准则》关于公允价值应用的指导精神,由于合并方和被合并方均为上市公司,公允价值“能够取得并可靠计量”,因此决定以公允价值(股票市价)确定换股价格。这样既增强了合并工作的可操作性 and 定价的公平科学性,又避免了处于“三地”(唐山、邯钢、承德)的合并三方需进行事前清产核资的大量工作,从而提高了合并效率,降低了交易成本。

2. 财务风险降至最低。根据财务决策类型可以将并购财务风险分为三类:目标公司的价值评估风险、融资风险和

支付风险。首先,本案中合并目标公司邯郸钢铁和承德钒钛的价值评估是以两公司首次审议本次换股吸收合并事项的董事会决议公告日前20个交易日的A股股票交易均价(4.10元/股和5.76元/股)为估值基础的,由于证券市场公开透明、公司股价公允,因此避免了因信息不对称而带来的目标公司估价风险。其次,本合并案采用的支付方式是对等换股,避免了因采取现金支付方式而带来的支付风险和融资风险。此外,根据《钢铁产业调整和振兴规划》鼓励龙头企业兼并重组、提高产业集中度的指导精神,本次合并还享受到了一定的税收优惠,从而降低了税收成本。综上所述,本案采取的以公允价值为基础的换股合并方式极大地降低了合并带来的估值风险、融资风险和支付风险等财务风险,产生了财务集约效应,从效益内在机理上保障了合并的顺利进行。

3.取得了纳税协同效应。税收问题是影响并购交易成功的一个非常重要的因素。从税收的角度,以并购对价的支付和目标公司及其股东的纳税责任为基础,可以将并购分为免税并购和应税并购。本案换股并购属于前者,其特点是交易的整个过程中没有发生现金流出。目标公司(邯郸钢铁和承德钒钛)没有收到现金,因此不用确认应税收益或损失,直到日后卖出换取的唐钢股份的股票时才应确认。从这个意义上讲,目标公司具有应税收益“展期”(roll-over)的实际权利,即可以灵活把握股票变现和承担资本收益税义务的时机。

4.以市场为导向、交易公正、公平、公开。主要体现在:唐钢股份、邯郸钢铁和承德钒钛的换股价格以各自首次审议换股吸收合并相关事项的董事会决议公告日前20个交易日的A股股票交易均价为基础确定,使得资产定价公允,不存在损害上市公司和股东合法权益的情形;同时设置了回购请求权和现金选择权条款,现金选择权的行使价格确定方法合

理,有效地保护了合并方和被合并方异议股东的利益;针对交易中涉及的合并方可转债和被合并方公司债处置,相关利益保护方案也切实有效保护了债券持有人的利益。此外,在交易中涉及到的关联交易处理遵循了公开、公平、公正的原则并履行了合法程序,有关关联方在公司股东大会上回避表决,以充分保护全体股东特别是社会公众股东的利益。

三、启示

1.唐钢换股吸收合并是我国第一例跨市场合并案,其举重若轻式的合并方式为我国后续的企业跨市场、跨地区、跨所有制合并探索了一条具有可操作性的方法和技术路径。由于唐钢股份在深交所上市,目标公司邯郸钢铁、承德钒钛在上交所上市,因此,本合并案横跨两大资本市场,涉及投资者近百万人,其中涉及唐钢吸收合并后从沪市转登记至深市的邯郸钢铁股东约35万人、承德钒钛股东约18万人,并且股东所持股份有限售股、金融机构持股、个人流通股及存在冻结、质押等各种情况,且股票又托管在遍布全国的几千个证券营业部,可见三方实施合并的复杂程度非同一般。但如此浩繁复杂的系统工程,在不到30个交易日就完美收官,其方式值得其他企业借鉴。唐钢股份换股实施方案的路线图分两步走:证券转换和跨市场转登记,其中证券转换是指对投资者持有的邯郸钢铁股份和承德钒钛股份按照换股吸收合并方案确定的换股比例转换成相应数量的唐钢股份;跨市场转登记是指邯郸钢铁及承德钒钛从中国结算上海分公司退出登记后,唐钢股份根据上述退市持有人名册和投资者沪深证券账户对应关系,制作深市初始登记数据,并向中国结算深圳分公司申请投资者持有唐钢股份的初始登记。由此可见,涉及近百万投资者的横跨沪、深两市的股票转移工程,是以深交所、中

国结算深圳分公司为主体,上交所、中国结算上海分公司为辅助,众多券商大力配合从而高效率完成的,绝大部分投资者无需奔波,如果账户有效且具唯一性,只需等待自动转股即可,而对于券商而言,几乎不存在技术方面的问题,工作量也不算大。整个合并方案设计高效、便捷,极大地方便了广大投资者,可以说达到了“于无声处听惊雷”的效果,为我国资本市场后来跨市场、跨地区合并者提供了完美示范。

2.当合并双方都是上市公司时,尊重市场力量,以透明公开的公允价值(股票价格)作为合并定价基础,既能赢得目标公司和投资者的信服和支持,同时又能提高合并效率,便于技术上的操作。很长时间以来,以历史成本原则为导向的账面价值在我国会计计量基础领域处于一统江山的地位,即使是2006年颁布的新企业会计准则,也只是谨慎地引入了公允价值计量属性,但倡导的仍然是历史成本属性为主,公允价值等属性为辅。我国资本市场以往发生的合并案大都是采取承担债务、出资购买和无偿划拨等方式,以公允价值为基础的换股合并方式在我国尚处于探索阶段,本合并案以合并三方股票价格(公允价值)为基础进行换股吸收合并,在我国具有试水开创意义,其优势主要体现在:一是公允价值便于取得(沪深市股票价格);二是便于合并换股技术层面的操作,投资者无需奔波,只需交给交易所和证券登记结算公司操作即可;三是资本市场股票价格公开、透明,容易获得合并各方和广大中小投资者的认可和支持。

3.政府应保持权力克制,不应过度干预企业合并,让市场发挥主导作用。本案中,河北省国资委持有河北钢铁集团100%的股权,而河北钢铁集团间接控股唐钢、邯钢和承德钒钛3家参与合并上市公司,因此河北省国资委是合并三方的终极控制人,但其保持了权力克制,

刺破导管公司的避税面纱

■ 王 骏

据2010年2月24日《中国税务报》报道,江苏省徐州市国税局首次依法驳回一起非居民企业滥用税收协定的申请,案件涉及的350万元税款也已入库。这则报道指出,在巴巴多斯注册成立的一家公司与我国境内一家公司合资成立了徐州某房地产公司,共同开发楼盘。2009年10月,双方因合作不愉快,境外公司撤股,将所持有的股权溢价转让给境内合资方。依据我国与巴巴多斯签订的双边税收协定,该笔股权转让收益应由居民国征税。这家境外公司聘请的会计师事务所向徐州市国税局提交了享受税收协定的免缴税

款申请,并附报了该公司的境外居民身份证明。徐州市国税局调查后认为,注册在巴巴多斯的这家境外公司很可能就是导管公司,不符合享受税收协定待遇的条件,遂要求其按照相关规定进行举证。经过多轮交涉,该公司始终无法提供真实、合法、有效的证据,最终放弃了享受税收协定的要求,并由境内合资公司代扣代缴了该笔股权转让溢价应缴纳的非居民企业所得税。在笔者看来,这是《国家税务总局关于如何理解和认定税收协定中“受益所有人”的通知》(国税函[2009]601号)发布实施后,中国税务当局刺破导管公

司的避税身份、不认可其受益所有人身份的一个典型案例,值得我们高度关注。

一、代理人、导管公司不是受益所有人

受益所有人是从英美法系舶来的概念,是指拥有受益所有权的人,这个概念与名义或法律所有人的概念相对。在中世纪,封建贵族为了逃避税收和继承规则,通常将财产转让给某个受托人,由其经营管理,过一段时间再转回本人或继承人,由此就产生了信托制

只是引导、规范企业合并行为符合国家对钢铁产业的指导政策,通过兼并重组,提高产业集中度,提高对外的铁矿石谈判议价能力,这充分保证了参与各方在合并中的主体地位,而且以市场公允价值为基础,保证合并行为遵循市场规律运作,有效发挥了并购的存量资源调整功能,构建了统一融资平台,提高了并购主体的价值和可持续发展能力。

从以上分析中可以看出,唐钢股份吸收合并案中采取的一系列创新做法使得合并在规定时间内顺利完成,其做法值得其他企业借鉴。但纵观我国的合并案例,笔者认为,唐钢股份在吸收合并完

成后,应当谨慎面对合并之后的公司治理与内部控制风险,注重企业文化、管理哲学等“软件”的深度整合,避免合并流于形式。本次交易完成后,河北钢铁集团仍然是公司的间接控股股东,其与公司其他股东在某些情况下可能存在利益冲突。如果河北钢铁集团为了自身利益而通过董事会、股东大会对公司的人事任免、经营决策等施加影响,其他股东的利益可能因此而受到损害。因此,集团公司应建立健全、完善的法人治理结构,严格按照相关法规及中国证监会的相关要求设立股东大会、董事会、监事会等组织机构并制定相应的议事规则,

切实保护全体股东的利益。此外,本次交易完成后,存续公司(唐钢股份)内部控制制度的建立和完善需要一定的时间,在新的内部控制制度建立并正常运作之前,存续公司可能会因内部控制制度不完善而遭受损失。最后,并购案中最难整合的是企业文化等“软因素”,这是一个长期系统的“人心工程”,唐钢股份可通过统一的品牌建设,增强员工对公司的归属感和内部凝聚力,推进内部深度整合。■

(作者单位:东北财经大学内部控制与风险管理研究中心)

责任编辑 陈利花