

# 我国资本市场换股合并方式的选择解析

## 选择解析

□ 王小军 黄铭

### 一、引言

自1998年国内资本市场上的首例换股合并案——清华同方以股票收购方式并购山东鲁颖电子股份公司以来，越来越多的公司开始使用换股合并方式去并购其他公司，如华光陶瓷并购山东汇宝集团股份有限公司，浦东大众并购无锡大众出租汽车股份有限公司，青岛双星并购青岛华青工业集团股份有限公司等。2004年初，TCL集团股份有限公司通过换股合并方式吸收TCL通讯设备股份有限公司而成功实现整体上市后，换股合并方式的案例由上市公司并购非上市公司拓展到了非上市公司并购上市公司；2004年4月，第一百货和华联商厦的董事会分别公布了关于“第一百货吸收合并华联商厦”的预案，2004年11月16日此方案获得中国证监会批准，11月26日，合并后的存续公司百联股份恢复交易，这开创了我国证券市场上市公司之间换股合并的先河。

### 二、换股合并中难点问题探析

#### (一)换股合并方式下会计处理方法的选择

1999年4月21日，美国财务会计准则委员会全体委员一致投票表决取消权益结合法。而我国在1998年实现清华同方与鲁颖电子首例换股合并后，以及后来的新潮实业、华光陶瓷、青岛双星等9家上市公司陆续宣布与另外9家非上市公司的换股合并，无一例外地全部采用了权益结合法。为什么权益结合法在被西方国家予以取消的情况下，在我国市场中却被大量采用？购买法和权益结合法中哪种更适合我国企业的换股合并？

从购买法和权益结合法的概念和特点我们知道，采用权益结合法进行合并的企业在合并后利润较高、净资产较低、净资产收益率高；采用购买法进行合并的企业在合并后利润较低、净资产较高、净资产收益率较低，如果出现负商誉，即公允价值低于账面价值，则情况恰好相反。

上市公司发行新股的资格标准，衡量吸收合并后的合并主体是否具备了上市资格；另一方面按上市公司配股的资格标准，衡量被并主体——上市的“壳”是否具备了增发的条件；在两项标准均符合的前提下准予上市。这样就促使非上市公司必须以绩优上市公司为兼并对象，将“并壳上市”的双方限定在综合指标较为优秀的范围内，真正发挥出合并的协同效应。

2、向投资者详细披露使用权益结合法对合并公司当期以及未来年度会计盈利的影响。笔者建议对采用权益结合法的上市公司增加披露要求：(1)合并公司应披露更多关于收购业务定量和定性的信息，包括购买目标企业的理由、收购价格合理性的说明，从而有利于判断企业合并业务的经济实质；(2)说明确定定向增发换出股票数量的依据；(3)编制购买法下的模拟合并报表，列示可能产生商誉以及分配到主要资产项目的数量；(4)在商誉摊销期内，同时披露权益结合法与购买法对相关账户的影响，并列示两种会计政策导致的重要财务报告项目的差异；(5)合并公司单独披露来自合并业务的盈利和收益，帮助投资者区分公司的业绩成长来源于已有经营活动

还是来自收购兼并。

3、及时制定统一的权益结合法会计准则。由于我国目前存在的“股权二元结构”，非流通股按照净资产价值确定，而流通股由于其流动性，换股价格参考市场价格确定，购买价格并不反映被并企业净资产的公允市价。因此，目前我国采用购买法并不能提供关于企业价值的相关信息。同时，考虑到我国上市公司主要由脱钩改制而来，与集团公司存在紧密联系，在集团上市合并业务不改变上市公司与集团公司经济事实的前提下，笔者认为采用“修正的权益结合法”，计量控制权下的企业合并业务具有一定合理性。当然，应该注意与避免权益结合法可能带来的诸多问题，如不能完整反映合并成本、通过选择合并日操纵会计盈利等。随着我国公允价值体系的进一步完善，企业收购价格能够反映企业价值，在合并中采用购买法可能将提供更加透明、更加可比的会计信息。

(作者单位：复旦大学会计系)

责任编辑 王教育

在合并日,权益结合法下的合并利润高于购买法下的合并利润;在合并日后,权益结合法下不用对合并商誉进行摊销,也造成了合并日后权益结合法下的利润高于购买法下的利润;在合并日后,由于权益结合法采用账面价值合并,并购公司可以通过卖出被并购企业部分资产或者将其整体出售就可以立即获得利润。正因为如此,许多国家对权益结合法的应用条件进行了严格的限制,有些国家(如美国)为了防止利润操纵,已经取消了这种方法。然而,从我国上市公司换股合并的案例来看,均无一例外地采用了权益结合法。分析其原因如下:

首先在于采用权益结合法的实际意义。目前经济全球化趋势加强,国内企业面临来自国外企业的挑战,为了使国内企业快速做大做强,合并成为改善企业经营状况、增强企业竞争力的有效途径。由于一些企业的账面价值与实际价值差异较大,这种情况在高科技企业表现尤为明显,如果按购买法进行处理确认商誉并分期摊销,将会对合并后存续企业当期以及未来期间的收益产生极大的影响。我国资本市场上的监管者如果仅是为了防止企业操纵利润而照搬其他一些国家的做法,完全取消权益结合法,则可能会打击企业进行并购的积极性。

其次,采用权益结合法的理论基础。权益合并是指并购方和被并购方的股东在合并后对存续企业的财务政策和经营政策共同实施影响和控制。也正是因为换股合并通过增发并购方的股票去交换被并购方的资产或股票,而使被并购方的股东享有了并购方的股票,进而享有了合并后存续企业的利益分享权、表决权等权利,并对其经营承担风险。

最后,实行购买法的障碍。实施购买法的前提条件之一是能够确定被并购企业的整体价值及其可辨认资产的公允价值,从而确定商誉。但目前我国证券市场尚不成熟,市场运行及市场行为都有许多不规范之处,股票市场波动性较大,加上我国上市公司的股权结构比较复杂,包括公众流通股、不能上市流通的法人股和国家股,因此股票价格并不能客观真实地反映公司的价值。由此而造成的在上市公司参与的换股合并中,被并购公司的非流通股价值难以计量,并购公司的非流通股也难以计价,以至于无法确定被并购公司的整体价值及合并产生的商誉。

正是因为权益结合法有其实际意义和理论基础,以及购买法在实施上的一些障碍,我国资本市场的监管者才允许其在一定范围内得到使用并对其使用加以严格监控,避免并购方利用会计处理方法进行利润操纵。因此,在我国国企改革的关键时期,权益结合法将在一定期间内与购买法同时存在。当然,使用购买法是大势所趋,随着我国证券市场、资产评估市场等条件的成熟,购买法将会成为换股合并中的主要会计处理方法。

## (二)换股合并方式下折股比例的确定

折股比例是指,在吸收合并过程中,被合并方股东原持有被合并公司股份的数量与合并方向增发的股份数量之比。这作为换股合并的关键,将直接关系到并购方股东以及被并购方股东的利益,并从根本上决定了并购的成功与否。因此,如何使折股比例的计算更为合理,使其充分考虑到并购双方股东的利益,也成为了换股合并中的一个难点。究竟什么样的折股比例才是最合理的?即便在西方的财务学界对此也颇有争议,至今尚无定论。在既有的理论和实践中,折股比例主要有以下几种确定方法:

### 1.每股收益法

折股比例=合并方每股收益/被合并方每股收益

认为股票的价值取决于公司的盈利能力,而每股收益则是公司盈利能力的反映。但无论以当前的每股收益还是以未来的每股收益作为确定折股比例的基础,均存在明显的缺点:一是由于每股收益可能不代表公司的正常盈利能力,其中可能含有某些非正常因素;二是没有考虑合并双方盈利额在成长性方面的差异;三是没有考虑合并双方在风险方面的差异;四是没有考虑合并所带来的增量收益。

### 2.每股净资产法

折股比例=合并方每股净资产/被合并方每股净资产

认为较之每股收益和市价,账面价值更为客观。但是此法也存在如下缺陷:一是账面价值在很大程度上受会计政策的影响;二是账面价值往往与真实价值相去甚远;三是账面价值是建立在历史成本基础上,没有反映货币购买力的变化。

### 3.市价法

折股比例=合并方每股市价/被合并方每股市价

认为在健全、有效、充分竞争市场上活跃交易的股票,不仅反映了公司的当前盈利能力,还反映了其成长性及风险特征,换言之,股票价格反映了公司的内在价值。但目前中国资本市场极其不成熟以及大量无法流通的国有股和法人股的存在,造成无法用股票市价来确定折股比例。

### 4.每股成本价值加成法或每股净资产加成法

折股比例=(合并方每股净资产/被合并方每股净资产)×(1+调整系数)

其中“调整系数”的确定则应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。显而易见,这种方法是考虑合并前双方股份所代表的各自的资产价值为主,辅之以对其他影响公司发展因素的综合评价,来确定折股比例的。

目前,我国发生的换股合并的折股比例的确定大多采用第4种方法。各个公司在确定调整系数时,考虑的因素也各不相同。清华同方并购鲁颖电子的调整系数只考虑了公司的增长因素;浦东大众并购无锡大众的调整系数考虑了合并方和被合并方的当前收益情况和预期增长因素;青岛双星并购青

岛华青、亚盛集团并购山东龙喜、鲁西化工并购鲁平化工确定调整系数时考虑的因素比较全面,包括当前的收益状况、企业发展前景、管理水平、企业声誉等。虽然我国的换股合并确定调整因素时,考虑到了反映公司内在价值的因素,但调整系数的确定仍带有较强的主观性,有的公司只考虑一个因素,有的公司考虑的因素较多,没有一个统一的操作原则。

确定折股比例的方法在实践中不断科学化,从近期实践中列示的其他折股方法中可以看出,TCL集团吸收合并TCL通讯不再简单地以每股净资产作为换股的基础,而是在对两个公司价值进行充分评估的基础上,综合考虑其盈利能力、发展前景、双方股东利益平衡等因素;在第一百货和华联商厦合并过程中,将流通股和非流通股区别对待,并采用不同的方法确定折股比例。实践中摸索的折股比例方法使得折股比例的确定更加市场化、科学化。

### 三、换股合并对我国资本市场的促进意义

#### 1. 换股合并解决了整体上市问题

我国上市公司在上市前大多是由集团将优质资产和业务剥离所形成,因而造成了我国股市所特有的上市公司与其控股母公司的关联方关系,如上市公司利用关联方交易、债务重组来调节上市公司利润以及转移资产,上市公司的大股东借款以及上市公司为大股东担保等。关联方问题成为政府监管部门亟待解决的一个重大问题,也成为政府、投资者以及其他利益相关者所关注的重中之重。

在此种环境下,避免支付大量资产的换股合并方式的应用成为解决这一问题的有效途径,通过集团与上市公司之间的相互吸收或者共同组建一个新的公司来消除关联方现象,实现集团的整体上市,对建立健全我国公司上市体制及证券市场有着重要作用。

#### 2. 对解决国有股减持问题具有积极的借鉴意义

国有股减持的难点在于定价问题和中小股东权益保障问题,而问题产生的根源就在于国有企业法人股和流通股当初定价完全不同。在TCL集团吸收合并TCL通讯的过程中也存在

同样的问题,但通过换股方式既有效地避免了转让过程中同股不同价的问题,又保护了中小股东的利益。我们完全可以借鉴这一方式,突破目前国有股减持的障碍,避免以牺牲中小股东利益的方式去实现国有股权的转让,最终实现国有股减持过程中各方共赢的结果。

#### 3. 换股合并方式的创新有利于我国资本市场的进一步发展

在我国公司目前已经实践的换股合并案例中,我们看到了折股比例确定方式的创新、并购支付手段的创新、并购过程中程序的创新。TCL集团吸收合并TCL通讯过程中折股比例的确定已经突破了传统的以净资产作为定价参照标准的方法;第一百货吸收合并华联商厦的过程中也根据流通股和非流通股的不同情况对其折股比例区别对待,并辅助于现金选择权,按照本次方案的折股比例得出的结果平衡了各方利益。实践中的换股合并案例充分利用市场机制进行定价,反映了各参与主体的利益,这将是我国未来资本市场交易定价的基本形式。

在TCL集团对TCL通讯吸收合并的过程中,TCL集团通过换股的方式吸收TCL通讯的流通股,避免了现金的支付,为非现金收购进行了有益的尝试。我国企业并购中最大的瓶颈就是现金支付,换股方式支付的创新,可以使得更大规模的并购交易成为可能。

创新式的并购方式,要想得到监管部门、相关利益主体的认同,必须考虑到如何保护流通股股东特别是中小股东的权益。TCL集团吸收合并中,采用了大股东回避制和独立董事征集投票权等程序,保证了流通股股东的利益,这样也容易得到监管部门的批准。

换股合并方式在实践中的不断创新使得换股合并的实施更加公开、公平和透明,有利于保护中小股东的利益。换股合并方式的进一步科学化也为我国企业全面整合内部资源,提高竞争力打下坚实的基础。

(作者单位:中央财经大学会计学院 中国人民大学商学院)

责任编辑 王教育

·启事·

## 中国会计学会财务成本分会 2005 年 年会暨第十八次理论研讨会征文启事

中国会计学会财务成本分会(原中国中青年财务成本研究会)2005年年会暨第十八次理论研讨会将于2005年8月在青岛中国海洋大学举行,本次研讨会的主题为“注册会计师行业建设与企业风险控制”,现面向全国中青年财务、会计、审计工作者征文。主要参考选题如下:

1、注册会计师行业监管体制;2、注册会计师行业自律机制;3、注册会计师市场分割问题;4、会计师事务所组织形式研究;5、注册会计师审计质量控制;6、注册会计师审计风险控制;7、COSO框架与企业风险的内部控制;8、中国上市

公司风险管理研究;9、中国上市公司控制权转移问题研究;10、股权结构与上市公司资金运筹。

上述选题仅供参考,具体论文题目自拟。论文请通过电子邮件方式发送到秘书处信箱中,并各寄两份纸质稿至秘书处;论文请附500字摘要,注明论文题目、摘要、创新观点、关键词。提交论文的截止日期为2005年6月15日。

通讯地址:东北财经大学会计学院(邮政编码:116025)收件人:孙光国。

中国会计学会财务成本分会