

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