

公司换股合并若干问题浅析

●余 辉

一、换股合并概述

换股合并,即以股票作为并购的支付手段。20世纪90年代以来,随着经济全球一体化,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中,占总金额的91%,但是到1999年这一比重就下降到64%。而发达国家以换股方式进行合并的交易额占总金额的比重却显著上升。2000年,美国以股票或股票加现金方式支付的部分占到72%,日本则上升到67%。

在我国,由于市场经济环境不够完善,并购的发展时间短,导致并购的融资方式和支付工具也较落后和单一,在交易方式上仍以传统的现金交易为主,使得大规模的产业并购由于受到资金瓶颈的制约而难以进行。从1999我国资本市场第一例真正意义上的换股合并算起,即清华同方吸收合并鲁颖电子以来,到2003年底尚不足20起,而且合并几乎都是“大鱼吃小鱼”,缺少“势均力敌”、“强强联合”的合并。

2002年12月1日施行的《上市公司收购管理办法》第六条规定: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、行政法规规定的其它支付方式进行。以证券作为并购的支付方式被正式认可,这意味着国际流行的换股合并方式在不远的将来会在中国证券市场有一个较大的发展。

二、换股合并的基本特点

换股合并作为并购的两大主要交易方式之一,与现金收购相比具有其自身的特点。

(一)换股合并使得并购不受交易规模的限制。

现代经济的发展造就了许多规模庞大的企业,尤其是跨国公司之间的并购,单纯地以现金作为支付工具几乎是不可能完成的。因为任何一个公司都很难在资本市场上筹集到用以支付并购的天文数字般的资金,而换股合并则可以在一定程度上摆脱资金规模的限制,能够实现企业间的“强强联合”。同时由

于换股合并不需要流出大量现金,从而避免了巨大的债务负担,减少了企业的财务风险,为并购后的企业整合创造了宽松的环境。

(二)换股合并会改变并购双方的股权结构。

由于在合并时增发新股,所以合并后,双方股东在存续公司或新公司中的股权结构将发生变化,股东股权被稀释,一些大股东的地位也会被削弱,甚至失去控制权。

(三)换股合并程序相对繁琐、时间周期较长。

由于换股合并不仅涉及到合并双方公司的估价、发行新股等问题,而且必须严格遵守法定程序:董事会提出合并方案、股东会作出特别决议、合并双方签订协议、实施债权人保护程序等。

三、换股比率确定的问题

公司价值可分为内在价值、帐面价值和市场价值。一般而言,确定双方换股比率所使用的

价值是指合并双方股票的内在价值。内在价值是公司资产未来预期现金流量的贴现值,它是一个客观存在、动态变化的价值,主要取决于公司资产负债表以外的价值驱动因素。

帐面价值是建立在历史成本基础上的,没有反应货币购买力的变化,同时按照会计准则核算的资产帐面价值不能够体现企业的经营管理能力、增长机会储备和与客户长期业务关系等各种价值驱动因素,因此往往使企业帐面价值与真实价值相距甚远。而股票的市场价格虽然在一定程度上反映了公司当前的盈利能力和其未来增长率及风险特征,特别是在资本市场有效的情况下,但是在现实中,股票市场很难达到充分有效的程度。股票市场对信息的反应经常存在超前或滞后的现象,会过度反应或反应不足。同时股票价格还要受国际关系、政治环境等多种因素影响,因此单纯以每股市价之比来确定换股比率有时会在很大程度上偏离企业内在价值。

在发达国家成熟的市场环境里,企业合并确定换股比率首先要选择符合价值原理的估价方法,然后根据公司实际状况构造具体估价模型,确定估价模型所需要的参数,最后再根据估价模型评估合并双方股票价值,计算换股比率。估价方法通常包括现值法、可比公司比率法、期权估价法等。在1998年发生的戴姆勒—奔驰与克莱斯勒的两家全球汽车巨头合并中,就采用了收益现值法分别对两家公司进行估价。双方的财务顾问首先从历史数据出发,同时考虑未来发展与竞争环境所导致的风险和机会两方面因素,构造了两阶段估价模型。其次通过估算风险特性

及与收益发生时点等同的投资机会的收益率,确定贴现率。然后根据上述确定的未来预期收益和贴现率,分别计算出戴姆勒—奔驰与克莱斯勒两公司的收益价值为102071百万和80379百万马克。最终在公司价值评估和股本数量的基础上,计算出换股比率。

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基本上是按照帐面价值原则进行的,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。比如在清华同方1999年6月吸收合并鲁颖电子的案例中,所采用的折股方法即是:(合并方每股净资产/被并方每股净资产)×(1+加成系数),而加成系数是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%,最终确定换股比率为1.8:1。

由于国内市场环境尚不成熟,而净资产加成系数的方法又由于其简便、直观和可操作性比较强,因此在国内比较流行。但是如上所述,帐面价值是以会计准则核算为基础,只反映了公司历史成本价值,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关系,但它带有很大的主观色彩。

四、换股合并的会计处理方法

(一) 会计处理方法概述

公司合并的会计处理方法有两种,即购买法和权益结合

法。购买法认为,企业合并是一个主并企业通过购买方式取得被并企业净资产或股权的一种交易,这一交易与企业直接从外界购入资产并无区别。因此并购应采用传统会计处理方法,即对所收到的资产与承担的负债用与之交换的资产或权益的价值量来衡量。具体说,由于合并是并购方以一定的代价获得对被并企业的控制权,因此对被并企业应该按其购买成本进行核算,其购买成本为所支付的现金或交易发生日购买方为了取得对被并购企业净资产的控制权而支付的其他购买价款的公允价值,再加上可直接归属于该项购买的费用。在做账时,主并企业收到的被并企业的资产和负债应按公允价值入账,合并成本超过这一公允价值的差额,应确认为商誉,并在一定期限内予以摊销。从购买日起,被并企业的经营成果应合并到主并企业的损益表中,但被并企业的留存收益不能转到主并企业。

权益结合法的前提是,主并企业发行股票与其它参与合并企业的股东交换股票完成合并,其实质是现有的股东权益在新的会计主体的联合和继续,而不是取得资产或筹集资本。这些公司的股东,仍然与以前一样,在合并后的企业继续保持其股东权益份额参与决策。企业合并不是一种购买行为,于是不存在购买价值,没有新的计价基础。因此在权益结合法下,参与合并企业的净资产均按帐面价值计价,也就不存在合并成本超过净资产公允价值的差额,即商誉问题。同时,不论合并发生在会计年度的哪一时点,参与合并企业整个年度的损益要全部包括在合并后的企业当中。

（二）两种处理方法比较及我国的实践

在合并当年,由于权益结合法将被并企业整个年度的损益并入主并企业的利润表,而购买法仅仅将合并日后被并企业所实现的损益纳入利润表,因而只要合并不是发生在年初,而被并企业又有利润,合并当年按权益结合法处理所得的利润数总是大于购买法。此外,由于经济发展和物价上涨的影响,企业资产的现行公允价值一般大于原有帐面价值,所以主并企业仅仅通过将并入资产按现行公允价值变现,便可增加合并当年的利润。而且在合并年度以后,在购买法下,由于合并企业是按资产、负债的公允价值记帐且确认商誉,因此在会计核算中得出成本费用比权益结合法要高,差额为公允价值和帐面价值的差异及商誉的摊销额。

总之,在权益结合法下,避免了较高的资产折旧基础和商誉的出现,利润较高,净资产较低,净资产收益率也高,从而对主并企业财务报表产生有利的影响。虽然从理论上讲,只要所得税不受影响,两种会计处理方法并不会导致现金流量差异,在有效资本市场前提下,会计合并方法的选择并不影响合并企业的价值。但在现实中,市场并不总是有效的,同时实证研究表明权益结合法还有可能对资源配置产生负面影响。正是由于对权益结合法的概念基础及其误配资源的质疑,1999年4月21日美国财务会计准则委员会(FASB)全体委员一致投票表决取消权益结合法。

在我国目前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《合并报表暂行规定》(1995)《企业兼并有关系会计处理问题暂行规定》(1997)。虽然未提到权益结合法和购买法,可从其规范内容来说,我国企业合并会计处理实质是购买法。但是在中国公司股本结构特殊、证券市场和公司评估市场不完善的实际情况下,换股合并中被并公司的公允价值难以取得,因而也难以采用购买法。所以从1999年以来发生的十几起换股合并事件来看,合并企业无一例外地都采取了权益结合法,这实际是制度之外的一种创新,是监管者的一种默许。但是这种方法的随意采用缺乏法律的认可与约束,容易成为合并公司进行利润操纵的工具,进而误导市场投资者。

五、与我国换股合并相关的市场环境问题及相关建议

（一）关于证券市场环境

由于历史原因,我国境内上市公司股权结构被人为的划分为国有股、法人股和社会公众股,其中占股份总数约三分之二的国有股和法人股不能流通。这种独有的“同股不同权不同价”特点,必然给合并时不同性质股份如何处理带来很大困难。同时由于我国的证券市场处于不成熟的发展初期,二级市场股票价格无法正常反应市场价值,也制约了换股合并在实际中的应用。比如1999年12月发生的原水—凌桥案例,同属上海供水行业、第一大股东相同且成长系数相当的两家上市公司的市盈率分别为28、58,正是由于这种股价扭曲最终造成了合并的失败。因

此必须在保持证券市场稳定与发展的前提下,逐步实现股票的全流通,同时加强二级市场的定价功能,提高整个资本市场的有效性。

（二）关于法律体系环境

在我国目前法律体系中,尚无关于合并的专门法规,只是《公司法》《证券法》等有关章节做了一些原则性的概括,同国外的立法和我国实务需要相比,缺乏对公司合并的实际指导价值。特别要注意到,由于换股合并需要增发新股,而相关法律却对增发新股有着严格的规定。因此,当前有必要对企业合并进行专门的立法,对有关的合并程序、制度作出详细规定,比如会计处理方法、信息披露、为换股合并进行的定向增发、中小股东利益保护制度等等。

参考文献:

- [1] 陈信元等.转型经济中的会计与财务问题[M].清华大学出版社,2003.
- [2] 张金良,李树华.证券市场财务与会计问题研究[M].上海:上海财经大学出版社,1998.
- [3] 中国注册会计师教育教材编审委员会.高级财务会计[M].北京:经济科学出版社,2002.
- [4] 东方高圣投资顾问公司等.中国并购评论[M].北京:清华大学出版社,2003.
- [5] 朱武祥,邓海峰.公司合并中的价值评估与换股比例估算[J].管理世界.

(作者单位:厦门大学经济学院,福建省厦门市 361005)

(责任编辑:洪菲)