

证券论文：换股合并在我国证券市场之适用及所涉主要法律问题初探 PDF转换可能丢失图片或格式，建议阅读原文

https://www.100test.com/kao_ti2020/42/2021_2022__E8_AF_81_E5_88_B8_E8_AE_BA_E6_c33_42203.htm 在公司组织变革和资本运作中，有时需要把两家公司合为一家新公司，我们称之为合并。我国《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。”在我国法律框架下，依据出资方式可以将合并分为现金合并、换股合并（股票支付方式即是用收购方的股票来换被收购方的股票）、综合证券并购（兼有现金、股票、认股权证、可转换债券等支付方式）。这三种支付方式之分主要在吸收合并中有意义，新设合并中只是合并各方将资产全部注入新设的公司，不存在上述支付方式的问题。下文所谈到的合并也主要是指吸收合并。现金支付是企业合并的传统方式，但是随着各国并购浪潮的涌起，动辄百亿、上千亿的并购规模完全用货币资金支付是根本不可能的，单纯的现金并购已不能满足企业的要求，于是出现了换股合并。在现金合并与换股合并的基础上，又出现了以现金、股票、认股权证、可转换债券等多种综合支付方式的混合合并。现金合并方式在并购中的比重逐年下降，以股票为支付方式的换股合并比重则逐渐上升。据有关资料统计，在美国，现金支付比重由1976年的52%下降到1995年的27%；相应地，股票支付方式所占比重则由26%上升到37%。1996年，美国企业并购交易的支付结构为现金33%，股票支付39%，混合支付28%.[1]尤其是在2003年全球十大并购

事件中，有高达8例都是换股并购，包括美洲银行并购波士顿舰队金融公司、美国通用电气收购英国 Amersham公司、欧洲第二大电信运营商法国电信（France Telecom）收购Orange SA股权等等。从美国企业合并的发展演变我们可以看出，以股票为主的支付方式已经成为企业合并最基本的支付方式。在换股合并成为成熟证券市场的重要合并方式时，我国的换股合并还方兴未艾。近些年我国的换股合并案例为数不多，原因为何？那么首先我们就来看看在我国，什么企业需要换股合并，又是什么企业适合进行换股合并。

一、换股合并在我国证券市场中的适用情形

1.上市公司换股合并非上市股份有限公司与国外换股合并多发生于上市公司之间不同，我国由于历史遗留问题，国有企业股份制改造后产生了一批非上市股份有限公司，再加上以民营企业或自然人为主体的非上市股份有限公司的大量增加，我国的非上市股份有限公司为数不少。但由于缺乏流通市场，这些公司的股份多在[2]非法的交易场所进行交易。作为解决方案之一，1998年国务院发布的《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》就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。这一方面能够解决非上市股份有限公司的股权流通、资产优化配置问题；另一方面上市公司在政策的支持下能够以较低的成本取得优质资源，这也是他们所乐于尝试的。我国第一个换股合并案例即属此类：1999年6月清华同方（600100）在政府的大力推动下对鲁颖电子（非上市股份有限公司）实施换股合并。随后的几例换股合并也基本上都是在上市公司与非上市公司之间进行的，最近的一例是2004年7月国旅联合

(600358) 换股合并衡阳市经济发展股份有限公司。[1]可见，上市公司换股吸收合并原在各地非法场所交易的非上市公司作为解决历史遗留问题的切实可行的全新模式，在我国将有广泛的应用空间。

2.上市公司换股合并上市公司 这类案例只发生过一个，即2003年引起市场高度关注的TCL吸收合并和首次发行（IPO）案例，TCL集团通过发行新股换取已上市的TCL通讯（00542）的流通股，两者吸收合并后，前者上市，后者退市。由于证监会规定，未经特别批准，同一企业集团内不得组建业务相同或相关联的两家上市公司，TCL通讯的退市是集团上市的前提，所以从本质上来讲，这属于非上市公司TCL集团换股合并上市的子公司TCL通讯。换股同时集团上市是该案例设计的精巧之处，为其它想实现集团上市的公司提供了借鉴。但是，由于该案操作中涉及到复杂的法律问题和其他因素，目前还没有其他公司效仿这种方式来操作。

3.上市公司之间的换股合并 由于我国上市公司实行严格的核准制，法律对公司上市有着苛刻的要求[2]，于是上市公司成为一种稀缺资源，所以一般来看，如果A上市公司通过换股把B公司合并然后注销，那么B好不容易取得的上市融资资格就白白丧失了，岂不可惜？可见，在我国，上市公司要实行吸收合并是需要慎重考虑的。但并不是所有的上市公司都把目标公司上市资格的丧失看作重大的损失，上市公司最根本上是以并购目的来选择操作方式的。如果A公司想通过并购B公司涉足进入一个新的行业来进行自己的多元化经营，通过收购股份取得控制权便是可以达到目的的，保留B公司的上市资格无疑是有利的。但随着我国上市公司的成熟，做大做强、产业整合成为一些上市公司的追求，于是通过收购产

业内的竞争对手、具有优质资源的企业便成为首选的产业整合方式，而不管对方是非上市公司还是上市公司。目前发生的上市公司间换股合并案例便显示出当事方的这种价值取向。1999年，上市公司原水股份（600649）与凌桥股份（600834）[3]之间的换股合并虽因二者股本、净资产和股价上存在太多差异而使其方案胎死腹中，但毕竟是给出了先例，作出了大胆的尝试，这两家上市公司分别是水务公司和自来水公司，确属于上述分析的产业整合目的的合并。2004年轰动一时的第一百货通过换股方式吸收合并华联商厦[4]成为中国证券市场上第一例真正意义上的、成功的换股吸收合并，百联开始了“造就流通产业银河战舰”的大事业。[5]无论是上市公司吸收非上市公司还是上市公司之间，随着我国上市公司的发展壮大、产业整合的不断深入，换股合并势必成为诸多并购案例的首选模式。换股合并涉及会计、法律等很多方面的具体技术问题，操作起来并不简单，但在目前，换股合并这种新兴方式还没有得到法律的足够重视，其操作缺乏法律上具体依据。法律上的滞后会影响到换股合并的推进，下文将分析目前法律上关于换股合并规定的缺失之处并试图提出自己的建议，希望能有一点价值。

二、换股合并涉及到的主要法律问题及改进建议

（一）换股合并中增发新股缺乏专门的法律依据

换股合并中吸收方用来支付对价的不可能是已发行在外的股票，而只能是另行增发股票，而且是对目标公司股东定向增发。而目前的法律法规并没有特别考虑到换股合并中增发新股的特殊性，所以换股合并增发新股只能使用一些对其很不利的法律规定。《证券法》第20条规定，上市公司发行新股，应当符合公司法有关发行新股的条件，可以向社

会公开募集，也可以向原股东配售。2001年3月证监会发布的《上市公司新股发行管理办法》第2条也写明其适用范围是“上市公司向社会公开发行新股”，所涵盖的只是“向原股东配售股票（配股）和向全体社会公众发售股票（增发）”。换股合并中发行新股不属于上述两种情形，仅向目标公司股东定向发行，便不能适用上述二法。虽然《办法》紧接着在第7条说明“上市公司申请以其它方式发行新股的具体管理办法另行制定”，但关于换股合并需要发行新股的情形，还没有相应的“另行制定”的管理办法。100Test 下载频道开通，各类考试题目直接下载。详细请访问 www.100test.com