

H 股换股吸收合并回归境内 A 股资本市场模式探究

宋 常¹, 陈 晶²

(1. 中国人民大学 商学院, 北京 100872; 2. 江西财经大学 会计学院, 江西 南昌 330013)

摘 要:作为有别于传统的一种 IPO 创新模式, 换股吸收合并实现回归, 不仅使企业达到双重上市的目的, 而且可以有效整合集团内部资源, 解决同业竞争等诸多问题, 以取得多方共赢的效果。H 股换股吸收合并回归境内 A 股资本市场实现拓宽企业融资渠道, 提高管理效率等基本效应, 具有较为广泛的应用前景, 但仍存在审批程序复杂等尚待解决的问题。

关键词:换股吸收合并; 双重上市; 融资渠道; 股东利益

中图分类号: F830.9

文献标识码: A

文章编号: 1008-7699(2012)06-0081-05

中国大陆资本市场(简称境内资本市场, 下同)起步较晚, 过去的市场规模较小, 其融资功能较为有限, 而境外资本市场相对成熟, 企业选择境外上市可以筹集更多的资金, 因而一些内地企业便选择了境外上市, 如自 1993 年陆续在香港联合交易所主板成功上市的内地企业就多达 150 余家(称为 H 股)。

然而, 随着境内资本市场的不断发展和政策规制的日益完善, 不少企业又不断回归境内资本市场, 截止 2012 年下半年已有 60 余家 H 股企业顺利回归境内 A 股市场。在回归境内 A 股市场的公司中, 大多采取直接在 A 股市场向不特定公众首次公开发行新股(IPO)的方式, 而潍柴动力、中国铝业、上海电气、金隅股份和中交股份则通过与其 A 股上市的控股子公司进行换股吸收合并的方式实现回归境内资本市场。

换股吸收合并是指并购公司以发行股票为支付工具, 按约定比例换发给目标公司, 实现对目标公司的吸收合并, 目标公司在合并完成后被终止。跨市场换股吸收合并特指境外上市公司通过增发 A 股换取内地资本市场上市公司的股份, 实现对 A 股上市公司的吸收合并, 同时获得 A 股上市资格, 原有的 A 股上市公司的上市资格消失。近年来, 通过换股吸收合并实现 H 股上市公司回归境内 A 股资本市场的这一创新模式, 愈发受到境内多方人士的关注和重视。换股合并以往基本发生在同一区域资本市场内, 并购公司进行换股合并大多是出于缓解融资压力, 降低合并风险, 优化资本结构等考虑,^[1] 而现阶段境外上市公司跨市场换股吸收合并则是一种新现象, 值得对此加以探究。

一、H 股换股吸收合并实现回归境内 A 股资本市场的主要动因

(一) 实现双重上市

H 股上市企业通过换股吸收合并方式对 A 股市场上市公司进行整合后, 并购公司可以获得 A 股上市资格, 从而实现并购公司股票的两地上市即 A+H 双重上市, 这是 H 股跨市场换股合并的主要动因之一。

H 股上市公司之所以希望获得境内 A 股资本市场的上市资格, 主要是因为近年来境内经济持续快速发展, 境内资本市场规模日益扩大, 对于扩容的承受能力不断增强, 并且境内 A 股资本市场市盈率也较高; 加之, 境内政策规制也明确鼓励境外上市公司, 尤其是境外上市的优质国有大型企业回归境内 A 股资本市场;

此外,境内股权分置改革业已完成,为换股吸收合并并实现回归境内资本市场提供了制度背景。^[2]

当然,上市公司选择 A+H 双重上市也受其自身利益的驱动,国外对于上市公司交叉上市的动因有诸多理论研究。例如,Stapleton 和 Subrahmanyam 于 1977 年提出市场分割假说,他们认为跨国资本流通存在法律、偏好和其他因素的限制,投资者和融资者不能无成本的实现资金在不同资本市场之间的自由流动;据此假说,企业选择交叉上市可以扩大企业股东基础,降低投资的风险溢价,拓宽企业的融资渠道。^[3]又如, Merton 于 1987 年提出投资者认知假说,他认为投资者会选择熟悉的证券进行投资,双重上市可以提高企业在境内外的知名度及公众对公司的认知度,从而降低公司的资本成本。^[4]另外,一些境外上市的中国概念股长期处于低迷状态,并未取得预期的上市效果,加上境外资本市场再融资机制的限制,不能满足大型企业因扩大规模所产生的持续性融资需求,这也使一些境外上市企业作出回归境内 A 股资本市场的战略选择。

(二)整合集团内部资源

上市公司通过换股方式进行吸收合并,不仅仅是出于实现双重上市的考虑,也是出于公司长远战略发展的考量。公司通过换股吸收合并可以实现内部资源整合,从而实施内部一体化战略,完善公司产业链,扩大企业规模,提高市场占有率,获取规模经济效应,进而达到降低经营成本、提高经营效益、增强企业竞争力等多重目的。根据有关上市公司公告,本文搜集并整理了业已通过换股吸收合并实现回归境内资本市场(即 A+H 双重上市)的五家企业资料,其合并完成时间、双方主营业务,以及主合并公司与被合并公司(目标企业)的股权关系如下表所示:

年份	主并公司	主要经营业务	被并公司	主要经营业务	股权关系
2007	潍柴动力	内燃机为主	湘火炬	汽车整车、零部件等	控股股东
2007	中国铝业	铝土矿、氧化铝、原铝等	兰州铝业 山东铝业	铝冶炼、铝材产品 氧化铝为主	控股股东 控股股东
2008	上海电气	综合型装备制造业	上电股份	输配电设备	控股股东
2011	金隅股份	建材、房地产等	太行水泥	水泥制品	控股股东①
2012	中交股份	基建建设	路桥建设	公路、桥梁工程建设	控股股东

通过对表中参与换股吸收合并的双方股权关系的分析发现,参与换股合并的双方关系无外乎是集团母公司与子公司的关系或集团内的控股公司与其子公司的关系,这说明换股吸收合并是对集体内部资源的重组与整合。通过对有关公司主营业务的分析也不难发现,通过换股吸收合并实现战略性结合的动因之一是整合集团的内部资源。以潍柴动力合并湘火炬为例,合并前潍柴动力在国内重卡发动机领域占有大约 80% 的市场份额,湘火炬旗下公司的主导产品变速箱占重卡市场大约 90% 的份额,通过换股吸收合并使潍柴动力成为重卡零部件行业的主导者,并顺利进军重卡整车行业,实现了从零部件行业到整车行业的战略性转变。可见,换股吸收合并有利于整合集团内部资源,延长公司产业链,实现企业战略转型。

(三)避免同业竞争

通过换股吸收合并可以有效解决控股公司与其 A 股子公司的同业竞争问题,实现企业资源的整体上市。所谓同业竞争是指上市公司所从事的业务与其控股股东、实际控制人以及受该上市公司控制的企业所从事的业务相同或相近,导致双方构成直接或间接的利益冲突。由于同业竞争可能导致大股东的利益输送问题,从而严重损害上市公司及广大投资者利益,因而境内相关规制对此明令禁止。对于上市公司而言,解

① 根据金隅股份公告《首次公开发行 A 股招股说明书暨换股吸收合并河北太行水泥股份有限公司报告书》,换股吸收合并前,金隅股份直接持有太行水泥 9.999% 的股份,同时托管金隅集团所持有的太行水泥 20.001% 的股份,因此金隅股份是太行水泥的实际控制人。

决同业竞争较为直接有效的方式就是进行收购重组或使其中一家放弃相关业务,但大多企业都不愿意选择后者,而是通过重组整合来解决同业竞争的问题。例如,中国铝业与其A股子公司(即兰州铝业和山东铝业),在经营业务上存在明显的同业竞争,如果不通过换股吸收合并来解决同业竞争的问题,作为母公司的中国铝业则因受有关同业竞争规制的限制而难以实现回归境内资本市场,即使回归到境内资本市场也要面临此后复杂的子公司退市和股权分置改革等诸多问题。中国铝业通过换股吸收合并不仅以最小代价解决了同业竞争的问题,实现集团内部同类资源的整体上市,而且解决了作为其子公司的兰州铝业和山东铝业的股权分置问题,取得双方共赢的效果。

(四)缓解融资压力

大型的并购,尤其是产业整合性质的并购往往涉及的金额庞大,若采用现金并购,则会给企业带来巨大的融资压力,同时也产生较高的经营风险和财务风险。而通过换股吸收合并就可以避免资金不足的问题,并且使合并不受交易规模的限制,前已述及潍柴动力与湘火炬的合并即是如此。在有关企业并购的可行性分析中,风险和成本是需考量的因素,传统的现金并购方式必然给企业带来融资压力,而现金支付会影响企业的现金流与日常经营。如果选择外部债务融资,企业就会背负债务,面临财务风险。因此,H股上市公司更愿意选择成本和风险都相对较小的换股吸收合并方式。例如,上海电气之所以选择上电股份而没有选择旗下的另外两家上市公司(即上海机电和上柴股份)作为其回归平台,主要是因为上海电气在上电股份控股83.75%,这在旗下的三家公司中属控股最多的,其收购成本最低。可见,境外上市公司实现回归境内资本市场,也会考量相关的成本和风险,尽量缓解或避免给企业带来融资压力,倾向于采取换股吸收合并的方式。

(五)保护股东利益

通过换股吸收合并,被合并企业的中小股东将继续成为存续企业的股东,享受存续企业长远的业绩增长。在换股吸收合并方案的设计中,换股价格通常对A股股东存在一定程度的溢价,而对于有些不愿意换股的中小股东,往往也为之设有现金选择权和追加选择权,因此换股吸收合并有利于保护合并双方的股东利益,尤其是被合并企业的中小股东利益。对于H股股东来说,回归境内A股资本市场可以提升品牌影响力,形成产品市场和资本市场的有效互动,也有利于促进公司未来的发展,保护包括H股股东在内的全体股东的利益。例如,金隅股份通过换股吸收合并太行水泥,就较好地保护了双方股东的利益。与太行水泥相比,金隅股份拥有更多元化的业务板块和更强的盈利能力,太行水泥的中小股东通过换股成为金隅股份的股东后,可以继续分享金隅股份优质、稳定、长远的业绩增长所带来的投资回报;此外,金隅股份在确定太行水泥换股价格时,充分考虑了对太行水泥的中小股东利益的保护,太行水泥的中小股东具有明显的无风险套利,并拥有现金选择权和追加选择权,因而给予了其中小股东利益的双重保护。正因如此,金隅股份基于合理性的换股方案以高票通过双方的董事会决议,并在较短的时间内顺利完成合并。

二、H股换股吸收合并实现回归境内A股资本市场的基本效应

(一)拓宽融资渠道

企业通过换股吸收合并实现两地上市,可以拓宽融资渠道,为日后不同时期的融资提供机会,以满足企业发展对资金的持续性的需求,利于企业扩大规模和市场占有份额,谋求更大的发展。例如,中国铝业近年来实施“走出去”战略,在巴西、澳大利亚等世界各地兴办项目,扩展业务,同时在国内也合资办厂和兼并收购,由此产生了巨大的融资需求,而中国铝业在香港市场的再融资受到了源自市场的一些限制。^[5]但是,通过换股合并回归A股,它便快速搭建起国内资本市场的平台,解决了大量资金来源的问题。吸收合并完成后,中国铝业成为香港、纽约、上海三地上市公司,企业资本运作空间增大,突破了原有的融资局限。又如,上海电气自2008年12月回归A股后,便在次年4月通过定向增发顺利地再融资50亿元,主要用于投资核电产

业等机电设备项目,其剩余资金还用来偿还了银行贷款及补充营运资金。

(二)提高管理效率

企业提供换股吸收合并可以减少其管理层级,提高管理效率,合并后的管理费用和经营成本较合并前有了明显的下降。在进行吸收合并之前,控股公司作为 H 股上市公司,子公司作为 A 股上市公司,他们分置于不同的资本市场,拥有不同的股东结构,其股东利益也不尽相同;不仅如此,这两家公司拥有各自的管理层,它们在薪酬制度、激励机制及利益目标等方面也不尽一致,在一定程度上影响着管理效率。换股吸收合并之后,解决了治理结构、决策机制等方面不一致的问题,形成了管理协同效应,公司治理水平和管理效率得以提高,盈利能力不断增强,从而为股东创造了更高的投资回报。

(三)提升经营业绩

企业通过换股吸收合并,有利于有效整合内部资源,并提升其经营业绩。这是因为它既可以实现纵向一体化,完善公司产业链,减少交易费用,又可以提高市场占有率,增加销售收入。例如,潍柴动力通过换股吸收合并湘火炬后,其主营业务从单一发动机扩展到重型货车及整车市场,2007 年上半年实现营业总收入 153.4 亿元,同比增长 77.06%,营业利润 16.13 亿元,同比增长 129.39%,其中的重卡销量同比增长竟 104.1%,其他业务销售收入也实现了大幅增长。^①又如,金隅股份通过换股吸收合并太行水泥,整合了下属的水泥资产,延长了水泥-混凝土产业链,2010 年营业收入达到 231.34 亿元,同比增长 60.83%,利润总额和净利润也有较大幅度的增长,其中的水泥及熟料综合销量达 2 845 万吨,同比增长 104.97%,混凝土总销量为 842 万立方米,同比增长高达 190.34%。^②

三、H 股换股吸收合并实现回归境内 A 股资本市场的深层思考

(一)H 股换股吸收合并回归境内 A 股资本市场模式具有广泛的应用前景

客观地分析,换股吸收合并在中国的应用仅有十余年的历史。例如,1999 年清华同方对鲁颖电子(非上市公司)的换股吸收合并、2004 年首例在上市公司间实施的换股吸收合并——第一百货换股合并华联商厦,以及 2007 年 H 股上市公司潍柴动力完成对 A 股上市公司湘火炬的换股合并,由此创立了海外上市公司通过换股吸收合并实现回归境内资本市场的新模式,并在此后得到越来越广泛的运用。股权分置改革完成后,境内资本市场进入了全流通时代,为换股吸收合并创造了有利的条件。作为创新型的回归模式,它本身也在不断的改进之中,如中交股份在通过换股吸收合并路桥建设的实践中创造性地采用了“换股吸收合并+首发募资并上市”的新模式,进一步改变了以往的回归模式,从而为日后公司的换股合并提供了一种新的参考。另外,通过换股吸收合并回归境内 A 股资本市场模式无疑适用于 H 股,这是否适用于其他境外上市公司则需加以探究。

(二)H 股换股吸收合并回归境内 A 股资本市场模式有其一定的适用范围

境外上市公司通过换股吸收合并回归境内资本市场有诸多优势,但研究发现这种模式并不适用于所有企业。从以往成功的案例来看,合并企业所选择的目标公司或是其在境内 A 股资本市场的控股子公司,或是与之在同一集团控制下的 A 股上市公司,这样只需增发股票以换发除自身控股之外的小部分股份,不会影响到控股股东对公司的控制权。不仅如此,这种模式适用于特定时期 IPO 回归无法实施的上市公司,如由于国家对房地产行业的宏观调控,在 2010 年 4 月之后房地产企业 IPO 几乎处于暂停状态,而房地产业务(保障性住房开发为主)占其全部业务近三成的金隅股份欲回归境内 A 股资本市场,换股吸收合并自然是其

① 资料来源于潍柴动力股份有限公司 2007 年中期报告。

② 资料来源于北京金隅股份有限公司 2010 年年度报告。

不二的选择。此外,换股吸收合并模式的优势之一在于有利于形成协同效应,因而合并企业与目标公司宜处同一行业或具有较强的互补性。

(三)H股换股吸收合并回归境内A股资本市场模式尚存待解的复杂问题

H股换股吸收合并回归境内A股资本市场,将首次公开发行与换股合并相结合,其在实际操作中是较为复杂的。首先,审批程序较为繁琐。这不仅需通过双方所在地政府、证管办,以及中国证监会发行部和上市部的双重审核,^[6]而且需履行国务院国资委、商务部和环保部等相关部门的前置审批,同时还受到香港联交所和沪深证券交易所两地监管,有关实施过程的信息披露也需同步协调,显然在短期间内顺利完成如此复杂的工作并非易事。其次,换股定价较为困难。跨市场换股吸收合并所涉及的换股价格确定,之所以比较困难,主要是因为合并方的换股价格为IPO首发价格,被合并方的换股价格为二级市场价格,而IPO价格通常是根据市场和询价的情况即时确定的,但换股合并从换股价格确定之初到最终的交易时点的间隔时间较长,股票价格在此期间的变化可谓波谲云诡,因而提前确定换股价格存在一定的风险。最后,不确定性要素较多。目标公司或因重组预期过高而提高换股价格,从而导致合并成本增大;有时受外部环境的不利影响,股票市场的不景气可能使目标公司的中小股东更愿意持有现金,因而现金选择权的实施有可能会大量现金支出的风险。上述诸如此类的问题,使换股吸收合并回归境内资本市场这一模式在具体应用上较为复杂,并可能引发诸多风险。对此,企业需认真研判市场环境,科学设计合并方案,合理确定换股价格,稳妥制定现金选择权等,以便有效控制相关风险,成功实施换股合并。

参考文献:

- [1][美]萨缪尔·韦弗,弗雷德·威斯通. 兼并与收购[M]. 周绍妮,张秋生,译. 北京:中国财政经济出版社,2003:21-25.
- [2]黎精明,赵燕. 境外上市公司回归A股市场的动因分析[J]. 财会月刊,2012(9):6-8.
- [3]STAPLETON R C, SUBRAHMANYAM M G. Market imperfections, capital market equilibrium and corporate finance[J]. Journal of Finance, 1977(32):307-319.
- [4]Merton R C. A simple model of capital market equilibrium with incomplete information[J]. Journal of Finance, 1987:42
- [5]傅志锋. 中国铝业换股吸收合并山东铝业、兰州铝业动因及换股比例研究[D]. 厦门:厦门大学硕士论文,2007:12-13.
- [6]张舒华. 回归A股发行模式创新:跨市场换股吸收合并的利弊分析[J]. 会计之友,2010(10):121-123.

A Study on the Mode of H-Shares Returning to A-Shares Through Stock Swap Absorption Merger

SONG Chang¹, CHEN Jing²

(1. China Renmin University, Beijing 100872, China; 2. Jiangxi University of Finance and Economics, Nanchang 330013, China)

Abstract: In recent years, the upsurge of H-shares listed company returning to A-shares market still lasts and the mode of returning starts to attract more and more public attention. Different from the traditional way, stock swap absorption merger, as an innovative mode of IPO, could achieve the goal of dual listing, integrate internal resources and solve other problems such as horizontal competition for a all-win situation. Through stock swap absorption merger, companies could broaden their ways of financing and improve management efficiency. Although this mode is supposed to have broad perspectives of application, problems like complicated approval procedures remain to be solved.

Key words: stock swap absorption merger; dual listing; financing channels; shareholder benefit

(责任编辑:于凤银)