



Wind 电话会议平台：针对中国金融行业特点，背靠及利用 wind 资讯强大用户资源，并有专职人员全程引导协助，辅以 Wind 云存储服务，为金融界高端用户提供全新一站式专业电话会议服务解决方案。包含会议发布推广•会议召开•会议主持•会议记录 •会后宣传。

会议名称：收购与反收购经典案例分析

会议时间：2012 年 3 月 29 日 10:00-11:00

会议主办方：上海万得信息技术股份有限公司、上海国家会计学院

会议主讲人：上海国家会计学院副教授 王怀芳

会议简介：

随着中国资本市场广度与深度的演绎，企业之间的收购行为日益增多，同时始于 2005 年的股权分置改革，全流通市场的到来，也给资本通过二级市场收购上市公司提供了最基本的条件与环境。

为了使您初步了解主流的收购类型与反收购手段，iWind 3C 特为您邀请了上海国家会计学院副教授王怀芳博士在会议中进行分析收购实际案例分析，同时介绍国外反收购措施。希望对您能有所启发。

会议内容：

主持人：感谢大家收听本次的电话会议，我是会议助理，随着中国资本市场广度与深度的演绎，企业之间的收购行为日益增多，同时始于2005年的股权分置改革，全流通市场的到来，也给资本通过二级市场收购上市公司提供了最基本的条件与环境。为了让大家对主流的收购与反收购手段有初步的了解，本次会议我们邀请到上海国家会计学院副教授王怀芳博士为大家分析收购的实际案例，同时为大家介绍国外反收购的措施，希望对大家能有所启发。本次会议预计时间是1个小时，前面40分钟由王怀芳博士为我们分析收购案例、介绍国外反

收购措施，后面20分钟大家可以向王怀芳博士提问，如果大家需要提问，请在我们宣布会议进入提问环节后按电话上的“*2”键开始提问。下面我们的会议正式开始，有请王怀芳博士。

王怀芳：大家好，很高兴跟大家进行交流。我们花四五十分钟的时间交流一下收购与反收购的话题。我们首先谈一下一个企业从发展的路径看主要有两条路径，一个是企业内部的扩张，另一种方式就是通过并购的方式。当然这两个路径有很多不同，一般企业通过内部扩张的模式风险相对比较小，但是缺点就是扩张的速度相对来说比较慢一些。另外一个路径就是通过收购的方式，收购的方式它的节奏比较快，但是里面孕育的风险就比较大。当然我们从世界经济发展的经验看，几乎所有大的公司到今天为止，几乎都是通过并购的方式实现它的规模扩张的。美国有一个非常有名的经济学家也是诺贝尔奖的经济奖获得者曾经说过一句话，没有一个美国的大公司不是通过某种程度或者某种方式的兼并成长起来的，就是所有的大公司都是通过并购起来的，而不是通过内部扩张发展起来的。我们也可以看到，世界上目前最大的钢铁生产公司“米塔尔”钢铁公司，实际上在早期发展初期就是印度非常小的，生产非常低级的钢材产品的企业，到今天为止成为最大的钢铁企业。他的发展路径就是通过不断的并购完成的，所以并购对于一个企业发展来说是至关重要的。这是第一个话题。

第二个话题，稍微谈一下并购的类型，并购从不同的角度有很多的分类，一般的分类我们就不讲了，因为时间有限。重点给大家讲几

种类型，结合当前市场的状况。第一，按照收购的形式有协议收购，有要约收购。协议收购很简单就是双方坐下来谈判，出每一股多少钱购买被收购方多少的股权。目前我们中国70%左右的并购都是通过协议收购完成的，当然有一个非常重要的原因就是中国上市公司里面特有的股权结构，也就是一股独大所造成的。比如A企收购B企业，B企业的大股东C持有B企业50%以上的股权。如果A要把B收购下来必须找C，所以过去绝大部分都是通过协议收购完成的。第二种模式叫要约收购，所谓要约收购就是A企业像B企业的股东在公开媒体上发出收购的邀请，当然有一个要约收购的价格。一般来说要约收购的价格也有一定法律规定，比如中国有一个规定要约价格不得低于公告之日起前30个交易日的平均价格，不能低于30日均线。这种要约收购最近在中国市场上最近几年案例非常之多。比如目前正在进行的一个外资股东叫帝亚吉欧的企业是生产酒的企业，收购了全兴集团60%的股权，从而间接持有了下面一个上市公司叫水井坊。30%以上的股权促进了要约收购，现在正在进行，时间是3月26日到4月24号。要约收购价格是24块多，当然我们说，在要约收购过程中，收购方不以上市公司退市为目的。也有特例，中石化下面的子公司目的是让下面的子公司退市，但是目前来说中国绝大部分的要约收购A公司收购B这个上市公司，不以B上市公司退市为目的的。由此导致要约收购的价格在制度设计上是低于二级市场价格。如果高于二级市场价格很显然很多股东把股票卖给收购方，由此导致二级市场上对于收购方需要一定的运作。比如帝亚吉欧收购水井坊的价格是二十一块多钱，现在市场价格是二十三

块多。还有一个案例是熔盛重工要约收购全柴股份，这个就产生一定的问题，比如熔盛重工收购的价格是16.6块钱，现在全柴股份价格是15块多。现在案例正在进行，还有一定的运作空间。这是要约收购，另外我们按照收购的资产不同可以分为资产收购和股权收购。

王怀芳：中国有很多企业，资产非常的庞杂，对于收购方而言，并不是企业所有的资产都是被收购方所看中的。收购方可能就看中被收购方其中某一块资产，所以有可能产生资产收购。比如我们过去已经发生的拜耳收购东盛科技的白加黑这一块资产，对于拜耳看中的就是白加黑这一块资产，其他的资产看不上。所以进行资产收购。另一个就是股权收购，是大部分发生的模式。资产收购和股权收购来说区别就是资产收购风险低，只收购自己看中的风险。股权收购风险比较大，因为收购公司股权之后，里面有很多资产可能并不是你所想要的，包括里面的员工有人员臃肿的现象。资产收购相对股权收购来说所收购的资产作价比较高。这是第二个分类。

另外按照支付方式可以分为现金支付和股票支付。A企业收购B企业我们第一感觉是拿钱收购，这是传统的支付模式就是现金支付。但是随着现代企业规模越来越大，对于收购方来说，可能没有资金的实力直接拿现金收购被收购方。所以后来出现了另一种支付模式，就是股票支付，即通常说的用股票换股票，比如国美收购永乐，当然一部分是用现金，总共国美支付永乐的股东五点几亿港币，五点几亿港币这个远远不够的。另外基本上采用的是用股票换股票的模式，我

们举一个数字来说明问题。当然跟实际数字可能不一致，当然国美收购永乐的时候，国美的股票价格大概是八港币左右，永乐是两块五港币。假设国美股本是10亿股，永乐是3亿股，当时国美收购采取这种模式用3股永乐股票换1股国美的股票。从会计角度来说是怎么作账的呢？相当于国美向永乐的股东定向增发1亿股股票。而永乐的股东相当于拿手头的3亿股股票买国美的1亿股股票，经过这么运作以后，国美的股本从10亿股变成了11亿股。而永乐的股东就变化了国美的股东，两个公司就和合二为一了。

市场现在搞整体上市，通过定向增发收购集团公司的资产，模式就是一种换股收购的模式，就是换股吸收合并。目前世界市场上绝大部分的收购就是现金加股票的混合支付模式，一部分收购方像被收购方支付现金，但是更多的支付金额是通过股票支付实现的。这是我们讲的第三个支付的类型即现金支付和股票支付。目前中国用股票支付的模式越来越多。

王怀芳：第四稍微说一下，按照收购的意图可以分为财务收购和战略收购。实际上绝大部分我们理解的很多是财务上的收购，目前非常热闹的领域就是PE，一些财务投资者入股一个企业，目的非常单纯，我买了公司的股权就是为了以后增值再把股权卖掉。目前PE绝大部分都属于财务上的收购。但是对于做实业资本来说，很多收购带有战略的意图，并不一定非要从财务上计算这个方案是否具有可行性。比如从财富管理角度上说相当于投资，要算净现值是否大于0，这是传统

的评判是否具有可行性的指标。但是对于实业资本来说，比如A企业收购B企业，可能更看重的是战略发展意图。而战略意图比如产业链的完善，如果A企业收购B企业，往上游延伸，体现产业链的完善行为。而战略并购如何评判他的价值，更多的是实物期权。我们知道期权行为对于收购方来说，收购了被收购方享有期权，我们知道期权都是有权利无义务的行为。在实业投资领域里面所发生的就是实物期权，一是扩张型的期权，第二，改变型的实物期权，第三，终止型的实物期权。A企业收购B企业战略意图一方面体现扩张，比如收购B企业以后，我的产业规模、产业链可以更加完善，这是一种扩张型的。

另外比如A企业收购B企业，可以把B企业的经营方向、经营战略适当进行转变，从而体现更多的价值，这是转变期权。另外叫停止期权，或者收缩期权。期权是有价值的，如果我们评判A企业收购B企业单纯从财务指标看，有可能净现值小于0，是不合算的。我们加入期权概念之后，可以判断A企业收购B企业财务上面就是可行的。比如外资企业这方面运营的非常之多，比如原来的柯达收购乐凯胶片，收购价格非常高，财务上面不合算。但是柯达收购乐凯之后，从整个胶片行业对富士产生了很大的竞争力。这就是出非常高的价格来进行更大的战略意图。我们就是纳入到期权范围之后，让我们看问题更加具有可行性。当前很多外资企业收购国内的企业很多是从战略的角度考虑问题的，当然从并购的角度说还有行为金融学的解释。我们知道行为金融学就是把人的心理因素、行为、性格因素纳入投资领域里面来。

王怀芳：具体行为金融学和并购有两个角度。第一，股票非理性，而管理层理性的情况下发生的。比如股票市场现在估值太高，已经超过了合理的估值范围，而管理层目前是理性的，可以理性的看待公司的估值，这时候怎么进行并购呢？可以这样进行并购，这个企业我认为比高估的背景情况下，通过发行股票来收购另外一些企业。因为自身的股票价格是被高估的，而去收购另外一些公司估值比较低的企业，从而增厚我们公司的每股收益。这些案例在中国的中小板市场包括创业板都已经体现出来了。如果大家感兴趣可以看一下，我们有两个公司：一个是高新兴，还有金立科技。金立科技收购了一个企业，跟苹果公司供应一种配件。当时金立科技收购被收购方的估值，就是10倍的市盈率左右。当时中国股票市场在中小板、创业板估值比较高的背景之下，我们中小企业完全可以通过并购增强公司的每股收益。这就是第一个行为学的并购。

王怀芳：另外如果管理层是非理性的，股票市场如果是理性的话，就有可能导致这个企业盲目的过渡并购。这种现象在中国过去屡次发生过，对于这种现象如果一个公司盲目过渡扩张并购，这种公司要当心了。这就是行为金融学和并购所发生的两种现象。目前是这样的。第三，并购当中会发生很多问题，比如并购方案的设计。交易结构，A企业怎么收购B企业，方案很多。一个完整的并购并不是一个方案能解决的，往往是多种方案的融合。并购相对于企业内部扩张来说，风险比较大，节奏比较快。风险我们有一个资讯公司曾经做过统计，他

认为世界市场上70%的并购都是失败的，当然这个失败并不是收购完以后这个公司亏钱了。而是收购之后未能实现期待的商业价值，我们称之为失败。70%的并购失败的，而70%的收购里面大约有70%原因来自于并购之后的整合。并购之前风险控制相对还比较容易，这里面主要是加强中介机构的作用，比如会计师事务所、资产评估事务所以及财务顾问即投资银行，而风险来自于并购之后的整合。我们可以看到，中国很多大的企业走出国门，最近这几年有很多案例都是失败的。而失败的最大原因就是我国的企业在整个外资企业这一方面来说能力还不够，考虑问题不周全所导致的。当然第三个话题，并购过程中非常核心的话题就是估值问题，A企业收购B企业，B企业到底该值多少钱？当然企业的估值市场上比较成熟的有三个方法：成本法，收益法和市场法。

无论用哪一种方法，A企业去收购B企业，当然这种收购本质上是一种投资行为，相当于A企业买B企业的一种投资。如果你花的钱太多，对A企业的股东就是一种损害，就是降低每股收益。如果你买的非常便宜，我们可以增厚A公司的每股收益。就中国目前举一些案例说明一下，最近几年很多中央直属企业做整体上市的现象，我们可以看到很多央企整体上市的时候，比如公司股票停牌进行整体上市。往往复盘以后股票价格都是连续几个涨停版大幅度上涨。这里面本质的原因是什么呢？分析发现，A企业去收购集团公司的资产，所收购的价格从估值角度来说非常便宜。推导可以发现，如果A公司收购B公司的这

部分资产，从市盈率角度来说低于A公司二级市场的市盈率，可以算出A公司收购B公司之后有助于增厚A公司的每股收益。所以有可能导致A公司复盘以后股票价格大幅度上涨。这里面典型案例就是中国船舶沪东重机整体上市。我们研究一下可以发现，中国船舶沪东重机整体上市的时候收购中国船舶的造船类资产，估值水平在七点五倍左右。估值非常低，我们可以看到沪东重机向中国船舶定向增发股票以后，大幅增厚沪东重机的每股收益。

收购之前2006年沪东重机的每股收益大约5毛钱左右，07年中国船舶到了5块多。这里面的原因也有07年造船行业非常繁荣的因素，但是沪东重机买中国船舶的资产估值水平只有七点几倍，也是一个非常重要的因素。按照每股收益5毛钱，二级市场的70倍，现在是70倍的市盈率买集团公司的资产，只花了7点几倍，所以会大幅度提高上市公司的每股收益，由此导致股票价格从三十几块钱到了七十几块钱。这种案例有很多，最近几年很多央企搞整体上市，有很多这种案例，但是我们后面可以看到另一个案例，长江电力，也是做整体上市。来收购母公司长江三峡总公司另外十几套机组。当然的上市公司长江电力买另外十几台机组，估值一点都不便宜。从市盈率角度当时是三十几倍，当时电力类市盈率就是三十几倍。所以对长江电力的估值每股收益没有任何的增厚效应。

所以可以看到长江电力整体上市之后估价就没有表现，在并购过程中间，最近几年很多集团公司都在做整体上市，非常重要的核心可

以去观察一下收购集团公司的时候它所收购资产的估值是多少。与现在的估值水平是否有很大的差异，因为时间有限，并购的几个问题就简单说一下。

王怀芳：另外一个话题，跟并购相关的就是公司的重组，并购与重组是两个不同的概念，并购一般会涉及两个公司的法人问题。比如A企收购B企业，有 $A+B=A$ 叫吸收合并， $A+B=C$ 叫新设合并，重组一般来讲，就是一个公司内部资源的重新整合，公司的内部资源我们按照公司的资产负债表可以看到有资产、负债和所有者权益。重组自然可以分为三种类型，资产重组、债务重组、股权重组。我们这里稍微说一下资产重组就目前中国的企业来说主要有这几种方式，第一把企业盈利能力比较差的资产或者不符合企业发展战略的资产剥离；另外比如这个公司像集团公司收购一些优质资产，就是购买。当然很多时候，集团公司为了支持上市公司的发展经常是剥离不良资产购买优质资产同时进行，我们称为置换。需要关注的是中国上市公司最近几年很多企业都在进行资产重组，进行资产重组的过程中我们可以关注一些企业不断的剥离不良资产的行为。我们知道中国的企业在过去发展的业务有可能非常的庞杂，比如多元化经营。再比如原来的一些国有企业改制过来的，改制的不充分。这个企业里面有很多不良的资产，盈利能力很差，或者有的资产目前为止不符合公司发展战略了。最近几年我们有不少上市公司在不断的剥离企业一些不良资产，尤其是公司制订了良好的发展战略以后，可能把不符合自身发展战略的资产剥

离出去。从而这个企业走上了良性的发展轨道。比如今天一个非常成功的企业就是万科，就是这么发展起来的。

王怀芳：万科我们知道，早几年90年代的时候是多元化经营的公司，不仅盖房子，还有商业、贸易等等，涉足的行业有十几个。但是后来2001年以后，万科董事会提出一个发展战略，集中于做房地产业。2001年以前，万科把非房地产业统统剥离出去，轻装上阵集中于盖房子，所以成功今天的万科。再比如另外一个案例，古井贡酒这个公司也是这样的，原来企业的资产非常的庞杂，经过几年的不断的把一些不符合自身战略的资产进行剥离出去，专职于做中高档白酒。到今天古井贡酒的业绩是高速增长，股票价格也是翻了很多番。从某种程度来说，中国的企业上市公司虽然在过去存在这样或者那样的问题，但是我们可以看到中国的企业最近几年各种理念的碰撞下，企业的管理层确实也在不断进步。我们不妨带着这种思路关注一下有的公司，在目前不断进行资产剥离有一个良好的发展战略，一旦它的企业走向良性的发展轨道以后，这种公司就非常值得我们关注。

王怀芳：这是我们讲的重组。另外一个我们再花大约十几分钟的时间给大家介绍一下反收购。反收购在中国的过去，反收购的话题基本上很难引起人的兴趣或者关注。有一个非常重要的原因就是中国特有的一股独大的股权结构。比如A公司要去收购B公司，B公司的大股东持有B公司50%以上的股权，比如60%、70%。如果A公司收购B公司就必须跟B公司进行协商解决，C公司不想卖，A公司再怎么收购也不行。

进行股权分置以后，中国的股权市场进入了全流通时代，我们的股权结构集中度现在已经大幅度下降，我们已经出现了不少的上市公司大股东的持股比例在30%左右甚至10%，这种情况下，给产业资本在二级市场上收购这个公司提供了可能性。但是中国的法律这方面比较滞后，关于反收购的策略中国的法律法规我们现在还没有出台。

所以这里跟大家介绍的反收购策略主要是国外的一些策略，但是我们相信，未来几年中国的反收购的法律法规会相应制定出来。我们介绍一些主要反收购的策略。从大方向来说反收购的策略主要包括三大类，第一，股票投资策略，第二叫管理策略，第三叫法律保护。具体有这么几种形式，第一，帕克曼氏防御，一句话叫收购者，A公司收购B公司，B公司一看A公司收购我马上就恼火了。你收购我以前先把你收购掉。通常发生在A公司规模比较小，小弟弟要收购老大哥，这就是帕克曼氏防御。第二叫白衣骑士，讲的就是A收购B，B公司不愿意A收购，B可能找另外一个第三方C。更想被C所收购，如果A公司真要收购B公司的话，很显然现在出了第三方C，A就提高收购价格，或者更加对B公司股东或者管理层更优惠的条件。如果C公司也提高价格，A公司和C公司之间就形成了拍卖的机制，两家公司相等于看谁出价高。如果A公司最终收购B公司，肯定付出刚开始收购的时候更高的成本，这就是C称为白衣骑士，中国的话说就是一个“托”。这里面谨防有一个问题，B公司我想通过引进C把A公司给击退，但是谨防如果C公司真的是后来变卦了，真想把B公司收购掉，我们可以称为引狼

入室。

这种案例我们也有一个，比如早几年出现的澳大利亚的两个生产铁矿石的公司，生产基地在同一个地方，称之为A和B。突然有一段时间A要去收购B公司。B公司就采取反收购，B采用白衣骑士的策略，找到了中国的央企中钢集团。他说我更乐意被中国的央企中钢集团收购，当时A公司收购B公司开出的收购价格是两澳元左右，中钢价格开出6澳元左右。当时A公司知难而退，没有收购B公司。就在B公司非常高兴的时候，认为把A公司给击退了，结果没有想到中钢集团果真行使了收购条件，把他收购了。有可能有这种风险，谨防白衣骑士变成黑衣骑士。另外反收购当中考虑最多的就是毒丸计划，A收购B，B不愿意被A收购。有可能B公司说如果真收购我就让你吃毒丸，让A公司也不好受。这就是毒丸计划。

有很多形式，最多的是资产毒丸，A公司收购B公司在外面人看来是不可理解的。因为B公司可能效益非常一般，包袱也很多。但是非常有可能B公司虽然整体很烂但是有一块好的资产。A收购B就是看中这一块资产，比如很多原来的国有企业，亏损累累非常滥，A公司为什么收购亏损累累的国有企业呢？非常有可能是这个国有企业原来规模小的时候在郊区，随着城市化进程的加快地理位置跑在市中心来了，B公司看中的就是A公司的这一块地。B公司怎么办？就是看中我非常优良的资产，在你收购我之前，我把优良的资产卖掉，就真是一个烂摊子了。这就是资产毒丸。

再就是人员毒丸，在服务性行业。比如会计师事务所、律师事务所，最典型的足球俱乐部。这种服务行业，它是以人力资源为核心竞争力，最大特点的。如果A公司收购B公司，B公司就可以采取这种手段，所有人员收购完以后立马辞职，A公司收购B就什么东西都得不到。

再就是股权稀释毒丸，什么意思呢？A收购B，B可以规定，A公司收购的股权到了一定的比例之后比如30%，B公司具有权利像另外70%的股东定向增发股票，而增发的价格非常低。比如B公司二级市场十块钱，而我增发的价格只有5块，70%的股东就去认购股票，从而A公司的股权比例就会低于30%。如果继续增持B公司就会继续增发，买的股票价格很显然是不对等的。A公司在二级市场买花7块钱，B公司买增发的股票可能花2块钱，除非A公司特别有钱，除非很难维持下去。这个案例最典型的就是新浪对盛大的反收购。时间大于发生在2004年年初的时候，盛大上市之后募集了很多的资金，2004年1月份在二级市场不断收购新浪网的股票，当时新浪网的管理层没有在意，以为盛大进行股权投资，2月19号突然宣布持有新浪19.5%的股权，就是一个临界值。如果盛大持有人持有20%的股权，新浪和盛大就要合并财务报表，新浪突然意识到盛大对自己恶意收购，所以新浪网非常仓促的花了三天时间，推出了股权稀释毒丸计划。股权价格大约在35美元，新浪网毒丸计划就是让另外80%的股东以15块钱左右的价格买新浪网的股票，所以如果一旦盛大持有20%的股权，这个毒丸计划立马生效，另外80%的股东以15块钱买新浪网增发的股票，自然盛大的比例马上就会掉到20以下。这时候除非盛大特别有钱，在二级市场继续购买。后来盛大

知难而退，新浪反收购成功。

另外一些反收购的计划比如叫降落伞计划，我们可以分为三种类型。一是金色降落伞，我们知道A企业收购B企业之后，会更换公司管理层或者裁人。如果更换公司的高级管理人员要进行巨额的补偿，这个计划叫金色降落伞。如果更换中层干部，进行的补偿叫做银色；如果裁掉中层的员工进行补偿我们叫稀色。目的非常单纯，A企业收购B企业，不要以为收购完以后万事大吉，要更换公司的管理层还要支付另外的一个代价，就是提高收购方的收购成本。我们可以看到，美国一些大的公司里面公司章程里面都制定了一定的降落伞计划；另外就是分级分期董事长制度。如果更换公司的董事会成员，B企业早在公司章程里面可能已经规定，每一届董事会成员更换的比例不能超过四分之一或者三分之一。比如B企业董事会有9个，每次不能超过四分之一即2个人。即使A企业进来以后，进入公司董事会最多进2个人，另外7个人还是原来的成员。最后最大的股东收购了B，仍然不能控制公司的董事会。这就是提高公司的收购成本。

王怀芳：当然还有很多其他的反收购的策略，我们重点跟大家讲几点形式，稍微看一下中国证券市场的收购和反收购。我们说05年进行股权分置改革以后，股权提升度大幅度下降，很多公司已经非常具有前瞻性的在公司章程里面制定了一定的反收购策略。比如最典型的就是美的电器，美的电器在章程里面就制订了降落伞计划，美的电器更换管理层要进行巨额的补偿。还有分级分期董事长制度，每次改选

公司的董事长成员不能超过四分之一。当然最有效反收购的策略就是具有绝对的控股权，我们可以看到美的电器的大股东在二级市场上直接增持美的电器的股票，最终使得持有美的电器股权比例超过了50%。当一个大股东持有超过50%的时候，对于恶意收购者来说基本上不会考虑进行恶意收购了。

另外一个反收购过程当中，就是中国军工企业，军工企业涉及到一个国家的安全问题。所以中国的军工企业的反收购策略基本上很早就制订好了。最典型的就是西飞国际。可以这样说，比如，第一，收购方持有5%以上，必须报国防科工委主管部门审查批准之后实施，未经批准不得行使表决权。如果得不到批准股东大会根本就没有表决权。第二，高级管理人员的聘任，必须经过追究航天工业第一集团公司审核确认，所以这种反收购策略，对于我们恶意收购者来说收购军工类企业基本是想都不用想的问题。这是反收购。

另外说一下，随着中国资本市场的发展，金融工具的多样性，使得中国的上市公司之间的收购行为越来越复杂，使用的工具也是越来越多元化。比如过去曾经发生过一个案例，宝钢收购邯郸钢铁。很多人已经注意到这种案例。我们知道邯郸钢铁当时在二级市场上有三种，一是股票，第二，可转换债券，第三，认购权证。当时，邯郸钢铁集团公司持有邯钢股权比例是56%左右。第一大股东。

如果我们去测算一下，可转换债券如果行使转股权，就会使得邯郸钢铁的股本扩张。股本扩张的话邯郸钢铁集团持有邯钢的比例就会

下降，同时有一个认购权证，如果权证持有人行使权利，权利就是像邯郸钢铁集团购买他所持有的邯郸钢铁的股票。如果权证行权邯钢集团持有比例大幅度下降。可转债如果行使转股权，持有股权比例会从56%急剧下降到14%，股权非常低了。当年宝钢看到了这一点，宝钢下属几个公司第一购买股票，第二买可转换债。第三买权证。当宝钢股权比例举牌的时候，也就是到了5%的时候，实际上宝钢一致行动人通过可转债，通过权证行使权利的话，持有邯钢的比例已经非常高了。

当然最后这个事情宝钢收购邯郸钢铁没有成功，但是通过二级市场的运作，肯定也使宝钢二级市场有很高的收益。可转债涨，权证涨。给我们一个启示，随着中国金融工具的发展，它会给收购方带来更多的选择。你可以综合利用这些金融工具收购你所看中的收购对象。这是我们大致讲的这几内容，因为时间有限，我们稍微说这么多。谢谢大家。

主持人：非常感谢王怀芳博士的精彩讲解，相信王博士的讲解让大家对国内的经典收购案例以及国外反收购的策略有所了解，也能够给我们带来很多启发。下面进入本次会议的提问环节如需提问按电话上的“*2”键，当听到可以发言的时候可以提问。提问开始，有请听众一发言。

听众一：我问一个问题，我大概关注了一下，相当于互联网市场的收购的案例，像百度和爱奇艺。一方面这两个公司的财务报表不是合并的，另外百度公司没有给爱奇艺公司做任何业务上面的支持，我

想问一下。像这种收购的方式应该算财务还是战略？相当于它收购的意图是什么？

王怀芳：第一，并购案例我没怎么关注，但是我觉得这种收购更多的是一种战略性的收购。因为对于很多不仅是互联网包括其他行业的收购，收购完以后可能刚开始没有采取什么动作，但是可能后面会采取类似的业务整合等等其他的行为。我觉得他不仅是财务上的行为，更多的是战略的动作。但是对这个案例我没怎么关注。

听众一：没有什么问题了。谢谢。

主持人：感谢王博士的回答，如果大家还有问题继续按电话上的“*2”键进行提问。如果没有提问本次会议到这里就结束了，非常感谢大家参加本次的电话会议，大家可在三个工作日内到万得资讯的金融终端公告栏中浏览相关的会议记录，非常感谢大家的参与，谢谢！

结束！

