

中国 并购 评论

CHINA MERGE & ACQUISITION REVIEW

市场前沿

财税茗苑

市场盘点

市场回顾

经典案例赏析

定向增发——外资并购的创新性路径选择

入世后外资并购的特点与趋势实证分析

并购中的会计处理及涉税影响研究

并购加速国资形态转换——二〇〇三年第一季度上市公司收购总结分析报告

换股合并市场实证研究

太极集团并购桐君阁协同效应分析

蓝动竞购香港电讯案回顾

第 二 册

东方高圣投资顾问公司
中国收购兼并研究中心

编著

清华大学出版社

编者按：本书“市场前沿”栏目收编了关于外资并购及海外并购运作实战、市场特点、市场趋向等系列文章，主要由东方高圣公司外资并购小组成员提供。本书希望以此为起点，今后能有更多的机会与大家共同关注、探讨外资并购与海外并购——这个充满了蓬勃生机的新型并购市场的每一步的发展历程。

1. 定向增发——外资并购的创新性路径选择

东方高圣投资顾问公司 武国元

2002年10月24日和11月19日，上市公司青岛啤酒和上工股份分别发布公告，拟通过定向增发的形式引入战略投资者。所不同的是，青岛啤酒是向全球最大的啤酒制造商美国AB公司一次性发行总金额为1.82亿美元（约合14.16亿港币）的强制型定向可转换债券，债券在协议规定的7年内将分3次全部转换成在香港联交所上市的H股，AB公司在青岛啤酒的股权比例将从目前的4.5%增加到27%。而上工股份则是通过向德国FAG公司发行总额为5000万美元的1亿股上工B股，使FAG持有的股份占增发后上工股份总股本的28%；然后，上工股份将用所募集资金中的2430万美元向FAG收购其麾下一子公司的控股权，此次交易将使上工股份有望跻身世界缝纫行业前三名。

近日，又据媒体报道，浦发银行2002年年底与美国花旗银行签署了排他性战略协议，其主要内容为：花旗银行海外投资公司将成为浦发银行吸收战略性参股的惟一外国金融机构，浦发银行也将成为花旗在中国内地投资的惟一境内商业银行；自2006年至2008年，花旗银行将在购买浦发银行已发行股票的基础上，仍有权通过认购浦发银行定向发行的非流通股增持股份，直至持股比例达到24.9%。另外，济南轻骑拟通过向印尼韩氏集团定向增发B股进行重组的案例，在市场中传闻已久。

上述是自《上市公司收购管理办法》于2002年9月颁布后（已于同年12月1日开始实施），资本市场连续发生的几起外资拟通过定向增发方式实现并购的上市公司收购案。

江铃汽车曾于1995年和1998年两次向美国福特汽车定向增发B股，华新水泥于1999年成功地向全球最大的水泥制造商瑞士Holderband Financiere Glaris Ltd.之全资子公司Holchin B. V.增资发行7700万B股。回顾这两个成功案例，我们不难看出，定向增发正在成为越来越多的外资并购国内上市公司的一种路径选择。

本文将通过对定向增发本质特征的介绍、国内外证券市场定向增发不同方式的比较，以及对外资收购的特点和国内资本市场并购重组特点的分析，探讨在中国资本市场环境下以定向增发外资股并购上市公司的适用性以及实务操作中应注意的问题。

一、定向增发的实质及其主要特征

● 定向增发的实质

定向增发股份或者配售，实质上是一种私募（private placement）行为，其对象一般是少

数特定投资人，其载体包括股票、债券、可转换债券等多种形式。定向增发往往是吸引战略投资者的一种重要方式，是上市公司的一种非常有效的资本扩张手段，尤其适用于上市公司的收购重组过程。在国际资本市场上，定向增发或者配售与公开售股、配股（又称公募，即 public offering）一起构成上市公司发行股票的主要工具。

另一方面，从公司并购的技术角度来看，定向发行又经常被用作一种并购技术和支付方式，是成熟资本市场中普遍运用的通过股权支付实现公司、资产收购和产业整合的一种利器，它使得大规模的收购和公司合并得以完成。比如，2000年1月，市值为1640亿美元的美国在线便是通过向时代华纳的股东定向发行股票，以换股（股权支付）的方式实现了与市值为830亿美元的时代华纳公司的合并；合并后，双方原来的股东占新公司的股权比例为55:45。又如，戴姆勒—奔驰收购克莱斯勒、波音收购麦道、美国大通银行收购JP摩根，以及曾闹得沸沸扬扬的惠普—康柏合并案等等，都是以产业整合、强强联手为主要特征，但从并购手段上看，均属于收购方向被收购方股东定向发行股票的收购行为，它使得仅靠通过现金收购方式根本无法实现的大规模公司并购行为得以完成。

● 定向增发的主要特点

第一，是一种更加接近市场化的融资和收购方式。在一个充分竞争的市场里，发行定价能够做到以市价为基础（一般有一定的折扣率或溢价率）使出资方获得上市公司股权，体现了公平交易原则。在中国的特殊市场环境下，也有助于大股东与小股东的持股成本补偿处于较公平的地位，同时，出资方的原有资产可以以合理的价格出售给上市公司，从理论上讲，谈判的结果一般可避免不良资产的高价转移现象。

第二，是一种以增量资金或资产来重组存量的行为。相对于存量股权转让，这种公司收购方式将原有的存量资源完全保留在上市公司内，能够吸引新的合作者加盟。

第三，一般是带有战略目的的收购行为或引入投资者。对于一家上市公司而言，选择定向发股的目标企业，决不仅仅是出于对资金的需要，更主要的是着眼于新进入股东的资源背景、合作潜力等方面，以及给并购企业带来仅凭自身努力不易获得的经营资源。

第四，如果认购方是以战略性资产作为投入，则对发股方是投资、融资合二为一的企业扩张行为，而且还能为高速扩张的企业节省宝贵的现金。

第五，不但可以收购，还可以实现反向收购，这完全取决于增发的股份数量。如果上市公司向欲纳入囊中的优质资产的所有者或欲收购的公司的股东发行股份的数量不会导致实际控制权的更迭，就属于收购或引入战略投资者的行为；而如果通过这个过程，新进入股东的持股程度达到了对上市公司的实际控制，则属于反向收购行为。我国资本市场上已经发生的吸收合并案例均属于收购行为，而已经成功的和正



在进行中的定向增发 B 股案例尽管目前尚无一例形成控股，均以战略投资者的身份出现，但从他们的布局来看，终究还是要通过增持实现收购的。成熟市场上以定向增发股票来进行反向收购的案例时有发生，如著名的鹏润集团收购香港主板上市公司京华自动化的案例，就是充分利用了该种模式成功地实现了控股；海尔集团 2003 年 2 月 28 日公布的香港买壳计划，实际上也是拟通过定向增发形式将其持有的 A 股上市公司青岛海尔的控股股权注入海尔中建，从而实现对海尔中建的反向收购。

二、国内外资本市场上定向增发的不同特点

正如美国著名经济学家施蒂格勒在考察美国企业成长路径时所指出的：“没有一个美国大公司不是通过某种程度、某种形式的兼并收购而成长起来的，几乎没有一家大公司主要是靠内部扩张成长起来”，上文提到的巨型换股合并案例都是收购方为了抓住有利的市场时机和占据优势的实力地位，通过并购的方式迅速扩张资本规模，实现跳跃式发展，其目的是迅速扩大市场、减少竞争对手、追求协同效应等，也就是常说的战略性并购，最终实现企业股东利益的最大化。这种模式多数是收购方存续而被收购方取消法人资格，一般存续方是收购方，而法人主体消失的一方被收购方“吃掉”。这种方式也常被用于大规模的行业整合和资本运作。这方面的一个典型案例是香港长江实业旗下的创业板上市公司 TOM. COM，通过股票支付成功实现了行业转型和大规模产业整合。受 2000—2001 年科技网络股泡沫破裂的影响，TOM. COM 的股价也曾一路下滑，之后它以三年内连续进行 30 多起收购的频率和总共 30 亿的收购规模，成功地实现了从网络媒体向传统媒体的转型。这里的关键是，TOM. COM 采用了现金+发股的高超收购策略，即利用其股票累计回报率高于创业板时被收购公司对其良好的预期，以发股方式进行大规模收购；以持续的收购策略实现业绩好转，反过来支持了高股价；然后，继续利用目标公司对收购带来高股价的良好预期，进一步使用该收购策略，达到了一种公司收购中罕见的良性循环效应。藉此，TOM. COM 节省了大量现金，也成为了创业板同类公司中盈利改善和股票价格表现最佳、也是惟一个股价从未跌破发行价的网络股上市公司。在 NASDAQ 上市的思科公司，其多年来以收购促增长的扩张策略与此有异曲同工之妙。



而以往我国的资本市场上曾经出现的定向增发案例，大都是为了解决一些特定问题所做的政策性安排。比如，清华同方吸收合并鲁颖电子、新潮实业吸收合并新牟股份、亚盛股份吸收合并山东龙喜，以及宁夏恒力吸收合并山东虎山粮油机械股份有限公司等，是属于解决

地方柜台交易企业的历史遗留问题；中关村“发起设立、定向增发、等量换股、新增发行”的方案，是为了处理琼民源问题。又比如，巴士股份、石油大明、大众出租等定向增发案，目的是为了优化股权结构、消除国有股“一股独大”等颇具中国特色的股权“结构性”障碍。也就是说，我们以往的定向增发带有极强的政策安排色彩，而不是规范的市场行为，定向增发这种高级的资本运作方式还没有被真正用作企业战略扩张的一种方式。



与上述两类情况相对照，中国证券市场上已经完成的江铃汽车、华新水泥定向增发 B 股案例，以及青岛啤酒定向发行可转债等案例，无论其目的还是操作模式，均呈现出显而易见的不同。迄今为止，已经发生的和正在进行的定向发行外资股的案例（详见附文），实质上是定向投资方通过增资扩股行为对上市公司进

行的反向收购。具体来讲，上市公司通过向收购方定向发行新股，并以此为代价获得收购方拥有的资金或优质资产，达到改变上市公司财务状况、经营状况的目的。这个过程对收购方而言，通过向上市公司注入了资金或获利能力强的优质资产，从而取得了上市公司股权。从持股的节奏安排来看，虽然尚没有一例定向增发使外方掌握了绝对控股权，但也是法规操作的障碍和布局节奏的需要使然，未来继续增持股权的可能性极大。而所引入的战略投资者均为国际同行的产业巨头，则是另一个非常显著的特点。

如此，我们认为，相对近几年来一直盛行的以买壳为主的资产重组方式和颇具行政色彩的吸收合并案例，通过定向增发来实施上市公司收购这种重组模式应该说极具创新性，将可能成为外资收购上市公司的又一个通道。

三、 外资并购的特点及定向增发的倾向选择

● 外资并购的特点

外资进入我国证券市场可以通过作为发起人股东直接上市、股权协议转让、定向增发 B 股以及合资等几种方式，其中股权协议转让和定向发行外资股是上市公司收购的两种主要方式。

通过对已发生和正在进行的上市公司外资并购案的统计分析（详见附表），可以看出它们存在以下共同特点：

第一，主要是同业并购。与近年来资本市场上轰轰烈烈的买壳上市不同，我们对外资并购案例统计后发现，所发生的外资并购案例均将并购目标集中于同一产业内或产业链条中的企业。外资收购方首先看好的是本行业在中国市场的发展潜力，目的是凭借自己在技术、管理、市场运作方面的成熟经验和雄厚的资金实力，全面提升目标企业的基本面和市场竞争能力。这与我国许多上市公司重组往往会发生产业转型或主业发生部分改变的并购形成了鲜明对比。

第二，含 B 股、H 股公司备受青睐。由于 B 股是境外投资者投资中国股市的专门渠道，外资藉此收购中的政策性障碍要比收购纯 A 股上市公司小。在已经发生外资并购的 22 个案例中，以 B 股途径实现的就有 8 个，例如，本文开始时提到的江铃汽车通过向福特汽车定向发行 B 股，使其成为公司第二大股东；华新水泥也于 1999 年 3 月向现在在外方第二大股东定向发行 B 股。正在实施中的青岛啤酒采用的向 AB 公司定向增发强制型可转换债券，并规定日后强制转换成 H 股。如果上工股份拟定向增发 B 股案能够获批，定向增发途径将占到一半以上。

第三，主要以现金出资。这与目前国内上市公司重组先股权转让后辅以资产置换的模式有很大区别，例如，江铃汽车、华新水泥、青岛啤酒、浦发银行等，包括因定价问题被迫终止的万科向华润集团定向增发 B 股案，均以现金认购。这一方面是因为以资产注入由于存在着价值认定方面的信息不对称性使其很难获得其他投资者认同；另一方面，注入境外资产又属于境内企业对外投资行为，操作程序相当复杂。尽管资本市场上外资收购的支付方式一直在不断创新，出现了定向增发 B 股和定向增发可转换债券的形式，但按照 2001 年 3 月份颁布的《上市公司新股发行管理办法》的规定，新股发行须以现金认购，惟有上工股份变相注入了资产，但缘于上述规定，也是先以现金方式认购，再用增发所得现金收购资产，采取了“曲线救国”策略。

第四，往往是战略收购。已发生和正在发生的案例都表明，无论是直接收购、间接收购，还是定向发股的形式，外资收购者均以战略投资者的身份出现，例如，花旗银行参股浦发银行、三星康宁收购赛格三星，以及前面提到的福特进入江铃汽车、Holchin B.V. 进入华新水泥、AB 参股青岛啤酒等等，均属此列。

由此我们可以判断，外资以战略投资者身份入股国内上市公司采取了“先合作后并购”的策略，先收购部分股权，再通过向被收购公司注入技术、资金和管理等自身的优



势资源并谋求经营管理实际控制权，不断做大被收购公司的主业，目的是等到中国对外资收购全面开放和国内市场成熟之时，择良机以再度购并（即增持股份）的方式最终实现控股上市公司。

● 并购方式的影响和选择

我们可以将外资收购一家上市公司股权的方式分为两大类：将原有股权转让式收购称之为存量调整式收购，把定向发行新股叫做增量注入型收购。

由前文分析的外资并购的特点可以推断，基于战略性收购的明显特征，并考虑到全球产业战略的布局，外资并购上市公司一定是要谋求实质控制权的，因此要收购相当数量的股权才能达到目的。在存量调整式收购中：如果收购 A 股，因政策限制和高企的市盈率显然不是合适的收购对象；如果收购 B 股、H 股，其比例又相对较小，更主要的是，如果收购则会导致股价上升而大大提高收购成本；如果收购国有股和法人股，一般来说，优质企业的股东不愿退出，而且国内上市公司控股股东持股比例普遍过大，在操作上很容易触发要约收购，按照《上市公司收购管理办法》的有关规定，也不会得到豁免，收购成本较高，程序上也较为复杂。另一方面，由于其存量调整的特点，上市公司本身没有因交易获得优质的资产和资源，短期内提高公司的质量和盈利能力也恐难以实现。



与之相对照，通过定向发行结为战略同盟的法则更能体现多赢的局面。首先，基于对所从事的产业和目标公司抱有充分的信心，战略投资方支付的巨额资金，最终流入了被投资方，与外方投资者通过收购其他股东权益进入被投资方（如皮尔金顿通过收购联合发展香港有限公司持有的耀皮玻璃股份成为耀皮玻璃大股东）的方式，具有显然的优势；其二，上市公司在可观资金的注入下，改善了资产质量和财务结构，而且由于股权结构和股东结构的改变，公司治理水平也得到了改善；其三，原有股东因有机会同有实力的境外大股东共享企业未来的成长收益，对此往往持欢迎态度；其四，对这种既能引入战略投资者又能让有实力的产业投资方参与上市公司重组的行为，地方政府和管理层的支持倾向是显而易见的，福特江铃、华新水泥、青岛啤酒定向增发案顺利得到批准实施便是证明。此外，按照《上市公司收购管理办法》的规定，因定向增发导致的触发要约收购行为可以得到豁免，操作上要简便得多。

通过比较可以看出，类似于上工股份、青岛啤酒、江铃汽车等公司的定向增发行为，大大方便了外资并购国内上市公司从而进入中国资本市场目标的实现；另一方面，凭借定向增发 B 股，上市公司不但实现了增量资金的进入，更重要的意义还在于引进了有实力的国际战

通过比较可以看出，类似于上工股份、青岛啤酒、江铃汽车等公司的定向增发行为，大大方便了外资并购国内上市公司从而进入中国资本市场目标的实现；另一方面，凭借定向增发 B 股，上市公司不但实现了增量资金的进入，更重要的意义还在于引进了有实力的国际战

略投资者，对于欲实施国际化战略的公司来说，起到了发行 A 股所不具备的作用。这种双赢的策略尤其适用于外资对某些上市公司的战略性收购，将可能成为未来外资并购的一种主流方式。

四、操作层面应注意的问题

● 现有的制约性因素

虽然定向增发外资股份具有诸多的优点而被愈来愈多的外资用来参股或收购国内上市公司，但并不能因此而认为 B 股定向增发将会前途光明、坦途一片。大体说来，以下两个方面将在不同程度上严重影响 B 股定向增发方式能否顺利实施：

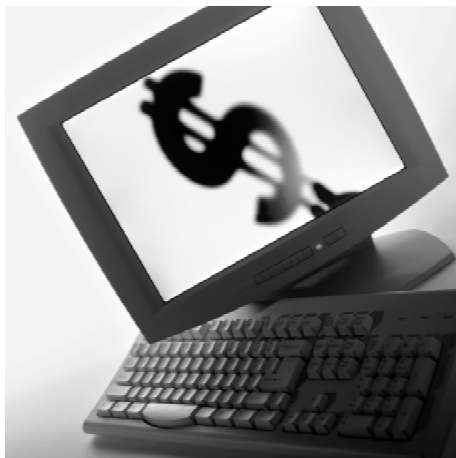
第一，一般来说，定向发行的一个前提是上市公司的股票要有一个统一的价格，但中国资本市场股票分割的特点导致上市公司存在流通股和非流通股之分，并且，同一个公司在不同市场（指有 B 股、H 股等）的市盈率可能有很大差距，形成了同股不同价的现象。这就会使定向增发将面对一个两难困境：如果以每股净资产作为发行价格，可能会侵害原有股东的利益，而且对流通股来说有一个摊薄效应；反过来，以流通股市价来发行，可能因代价过高而对认购方失去吸引力。

第二，由于中国证券市场的发展时间较短，无论是在并购市场的操作经验积累还是并购立法完善程度等方面，均处在摸索阶段。虽然《上市公司收购管理办法》在并购方法的创新和支付手段的多样化方面表现出了明显的积极鼓励倾向，但更明确的实施细则尚未出台，因此已发生的案例带有一定程度的个案性质。

● 应重点考虑的问题

那么，为使定向增发 B 股能够顺利实施，操作中应注意哪些问题呢？

首先，目标公司的选择要合适。其一，按照《外商投资产业指导目录》的规定，不同行业对吸引外资采取了区别对待的政策，具体分为了“鼓励、允许、限制和禁止”四类，并对不同行业允许外资参股的比例作出了明确规定，因此产业政策的把握是目标公司选择时的首要前提；其二，由于 A 股和 B 股两个市场的价格一般差距很大，B 股相对 A 股比例较大的公司，在增发方案和价格的协商方面沟通成本较小；其三，目标公司的质量和市场地位将被重点关注，如江铃汽车、华新水泥、青岛啤酒和深万科等发生过定向增发 B 股的上市公司，均属于行业内的领先企业，而且，基于中国经济的持续增长和庞



大的人口基数，所在行业的发展前景极为可观。

其次，在定向增发中，如果是引进实力雄厚的战略投资者以及具备明确可信的产业发展战略等情形，就容易得到地方政府和管理层的支持。目前对上市公司定向增发的法律规定还有待完善，相关法规对定向增发并无具体规定，但按照《上市公司新股发行管理办法》的规定，境内上市外资股（B股）公司发行B股，原则上要符合上市公司发行新股的条件，该规定将这种方式圈定在非常有限的范围内，也决定了向特定投资者发行B股很可能需要监管部门的豁免，而能否得到豁免要看投资者背景如何、对上市公司基本面未来的影响是否正面、



原有股东（尤其A股股东）的利益是否遭到侵害等等。以华新水泥的案子为例，其增发前一年业绩亏损，基于外资确实是有诚意有实力的战略投资者，证监会便同意其定向增发。反观济南轻骑案例，向印尼韩氏集团定向增发B股是此次重组的关键环节，济南市政府迟迟不愿意注入优质资产予以支持，最根本原因是因为韩氏集团并没有显示出一个战略投资者应该有的气魄和实力，该重组方案也可能因此中途夭折。但如果外资并购方是真正能够帮助上市公司摆脱困境的战略投资者，地方政府和监管部门的態度将是积极鼓励的。

最后，定价问题尤为关键。正反两方面的例子已给出了比较充分的证明，这个问题的成败关

键是充分考虑各方的利益平衡。纵观已经成功实施的案例，其共同的特点就是充分考虑了当时的市场环境，较好地平衡了各方的利益。比如，江铃汽车曾分别在1995、1998年两次向福特汽车定向增发B股，成为中国资本市场定向发行的经典案例，其中，福特汽车第二次的认购价高出当时B股价格19.27%，较净资产更是溢价了87%；再如，华新水泥，增发时适逢B股市场处于极度低迷的状态，发行价比B股市场价溢价了137.18%。而且，在这两个案例中，战略投资人的认股价均高于同期的其他投资人。新近发生的青岛啤酒定向增发可转债案例，在定价方面则更具有特色：三期的转股价均比2001年底每股净资产溢价50%以上，且比协议签署当日H股价格分别溢价30.9%（一、二期）和24.5%（三期），其中的战略性投资色彩极其明显，它无疑已经成为了中国资本市场定向发行的又一经典案例。我们再来分析华润—万科案例失败的原因。按照当时的设计，增发价格将低于经预测的2000年年底每股净资产，与前面几例尤为不同的是，时值B股市场对国内投资者开放的预期，市场正处于上升期，起决定作用的机构投资者普遍认为增发价格过于便宜，因此增发议案尚未提交股东

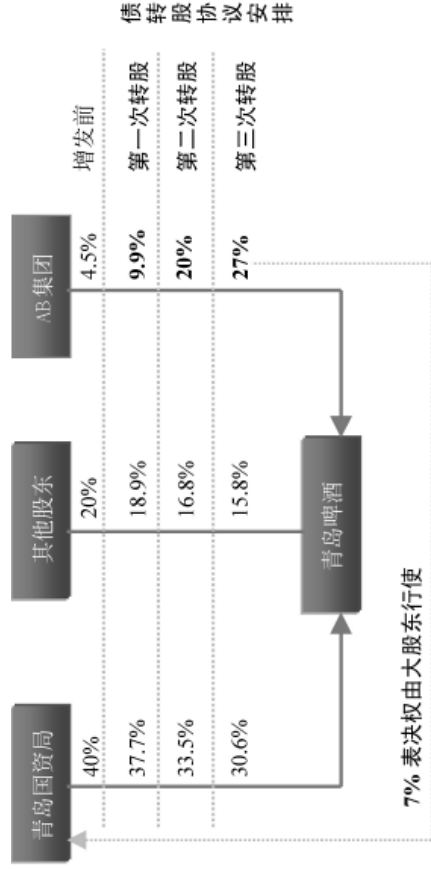
大会便中途流产。这看似“生不逢时”的案例的背后，其实质却是由于境内上市外资股（B股）和内资股是不同类别的股份，增发议案须经过A股、B股两类不同类别股东大会分别通过，而类别股份与类别股东投资者利益有着较大区别，也就是说，增发失败完全是由于定价未被A股投资者接受所导致。如此看来，如何平衡类别股份、类别股东的相关利益，根据所处市场环境制定出能为各方接受的价格对定向增发的成败将起到决定性作用。



附文：以定向增发方式实现外资收购典型案例点评

案例一：青岛啤酒—W. 公司

1. 交易结构及实施步骤

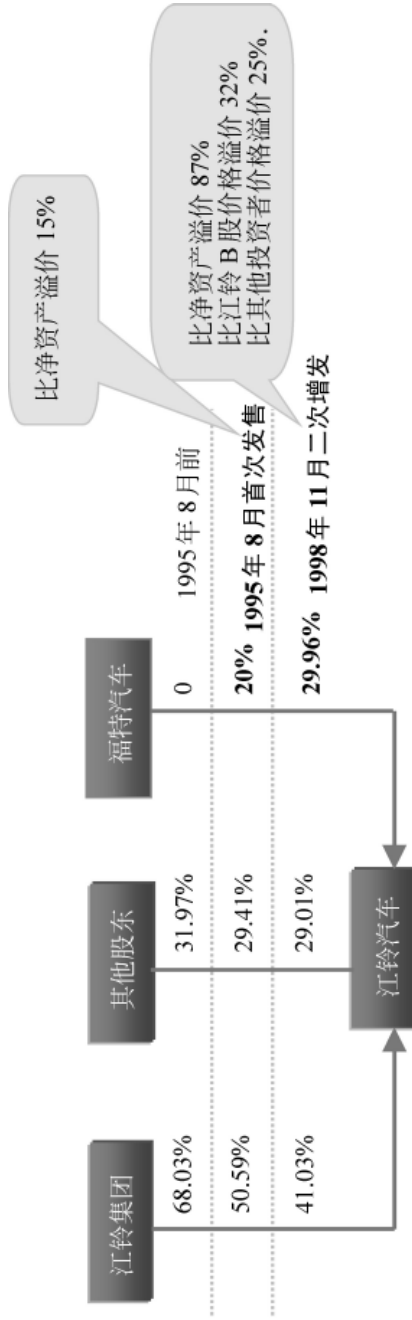


2. 交易背景及核心方案

交易方案	w. w年 t. 月 w t 日, 青岛啤酒(u. u., ., ., t up)与 bc 公司签署了《战略性投资协议》, 根据协议, 青岛啤酒将向 bc 集团定向增发可转换债券, 一旦全部的债券转换为股权之后, bc 集团将持有青岛啤酒 w om (注: bc 集团享有 w om 的收益权, 但只享有 w m 的表决权, 其余 om 表决权由青岛市国资局享有)的股权, 成为仅次于青岛市国资局(转股完成后持有青岛啤酒 3. um 股权)的第二大股东。			
交易双方	青岛啤酒	青岛啤酒	bc 公司	
交易动机	青岛啤酒目前的市场占有率为 t w p m., 其产品行销世界 4. 多个国家, 其出口量占到全国啤酒总出口量的 5. m 以上。t 999—w. t 年, 青岛啤酒的主营业务收入连年攀升, 利润也稳步增长。	青岛啤酒	bc 公司	
交易定价	第一部分: KD4. up/股 第二部分: HKD4. up/股 第三部分: HKD4. 45/股	每份净资产 每股净资产值 w. t 年 t w 月 3t 日的净资产值 HKDw9u5 ^[1]	青岛啤酒 b 股股价 溢价率(m)	青岛啤酒 H 股股价 溢价率(m)
国内股市反应	从青岛啤酒 H 股的股价走势看, H 股市场对此次收购主要持乐观态度, t. 月 w 日后青岛啤酒的 H 股股价一路见涨, 截止 w. 3 年 4 月 3. 日已超越每股 5 港元, 即高于 bc 公司未来的转股价, 如果这种趋势能够继续, 那么对于 bc 公司而言, 在实现现债转股时, 就已经获得较大资本增值; 青岛啤酒 b 股股价则涨幅较小。	快速扩张战略的实施耗费了青岛啤酒大量现金, 而收购后的资产整合和技术改造还需要一定规模的再投入, 由此导致公司的债务负担和偿还风险扩大, 公司急需通过多种渠道融入资金, 以进一步开拓市场。定向增发可转债为公司引入了实力雄厚的战略投资人, 解决了公司部分中、短期资金来源, 增强了公司的竞争力, 同时对公司业务的影响也比较平缓, 可谓一举多得。	投资协议签署当天收盘价 RM(c p. . 9 w. . 3 年 4 月 t 日收盘价 RM(c 9. t w	投资协议签署当天 H 股股份 收市价 ^[w] HKD3. 505 投资协议签署当天平均收市价 ^[3] HKD3. 535
交易结果/预期	由于此次增发第一、第二部分于 w. 3 年 4 月 t 日完成, 因此尚无法从业绩上看出本次战略投资人的引进对青岛啤酒的影响。但从公告上看, 青岛啤酒从今年 t 月开始, 渐渐加快了并购、整合啤酒企业的步伐, 这也是当初引入 bc 集团资金的目的之一。	以发可转债代替增发新股, 减轻了青岛啤酒短期股本扩张过快带来的业绩压力。从具体的转股安排可以看出跨国企业对交易架构的把握能力和对风险的控制能力。另外, 协议签署时制定的转股价高于当时的 H 股股价, 足见 bc 集团对青啤投资价值的认同, 战略性收购意图十分明显。	投资协议签署当天收盘价 RM(c p. . 9	投资协议签署当天收盘价 HKD3. 5p w5. 9
交易简评	注: [t.] 根据青岛啤酒与 bc 集团签订的《战略性投资协议》。 [w] w. w 年 t. 月 w t 日, 即公司股份暂停买卖前的最后一个交易日。 [3] 在联交所上市交易的 H 股股份于暂停交易日前 t. 个交易日的平均收市价。			

案例二：江铃汽车——福特汽车

W. 交易结构及实施步骤



2. 交易背景及核心方案

交易方案	w. t. 年 u 月, 江铃汽车发行 p 股, 福特汽车以 becc 万美元的价格认购 w. m. 亿股, 获得江铃汽车 2c% 股权; w. u. 年 w. c. 月, 福特汽车再次高价认购江铃 p 股。两次认购后, 福特汽车共持有江铃汽车 2. 0 6% 的股份, 为江铃汽车第二大股东。		
交易双方	江铃汽车 江铃汽车增发 p 股前, 江铃汽车的在全国汽车行业排名第 7, 目前, 江铃汽车在汽车行业排名在 w. m. 位左右。 ^[w] 江铃汽车在全国汽车市场中占有 w. 6% 的份额, 福特汽车为其带入的“全顺”商务车系列在轻客市场占有 7a. n% 的份额。	福特汽车 福特公司主要生产轿车、卡车和商务车, 是世界第二大汽车制造商, 在全球 n. c. 多个国家和地区设有生产装配工厂。相对于通用、大众等老对手而言, 福特在中国的投资之路起步较晚。目前福特在中国有两块投资, 一为江铃汽车, 二为长安福特。长安福特是 2c. c. w. 年 b 月福特汽车与长安汽车成立的合资企业, 主打产品是轿车。福特在中国汽车市场的地位远不如其欧洲、日本竞争对手, 选择的合资对象属于汽车行业二、三线企业(江铃、长安)。	
交易动机	江铃汽车 福特在商务车方面的卓越成绩以及对中国市场的战略远见打动了江铃汽车, 由此带来的先进技术、管理理念等更是江铃汽车在激烈市场竞争中的急需之物, 而事实也证明, 福特的确给江铃汽车的发展带来了飞跃。	福特汽车 福特看好中国繁荣的商务车市场, 两次增资将江铃汽车变为其在中国的商务车生产基地, 同时也为其提高在中国市场的竞争力增添筹码。	
交易定价	认股价 每股净资产 每股净资产值 w. . b. 年末 R. M. p. w. o. 6 w. . t. 年中期 R. M. p. 2c. u 第二次认购 USD. D. c. b. t. b/ 股, 折合 R. M. p. m. 7. u ^[1]	江铃汽车 p 股股价 溢价率(%) 股价 N/A ^[m] R. M. p. b. o. 6 ^[b] R. M. p. t. e. u ^[7]	其他配售者 认购价格 溢价率(%) N/A H. K. D. 2a. u. v. (R. M. p. 2o. . .)
国内股市反应	w. . t. 年 u 月江铃汽车首次增发时, A 股价位在相对低位, w. . u. 年 w. w. 月二次增发时, A. p 股的价格都在相对低位, 之后股价经历了一年左右的下跌趋势; 从 2c. c. c. 年起, 随着江铃汽车业绩的不断提升, 其 A. p 股股价均走出了漂亮的上扬曲线, 2c. c. m. 年 b 月 n. e 日的收盘价比 w. . u. 年 w. w. 月二次增发时的价格平均高出了 w. c%。		
交易结果/预期	福特进入江铃汽车迄今已有 7 年。w. . t. 年首次认购后两年, 江铃汽车业绩平平; w. . u. 年福特汽车二次高价认购, 当年江铃汽车巨亏 t. c. c. c. 万元, w. . . 年亏损额更近 2 亿元。经过福特锲而不舍的整合、改革, 从 2c. c. c. 年开始, 江铃汽车开始走出亏损的阴霾, 业绩开始上扬。借 2c. c. 2 年中国汽车市场的繁盛之势, 江铃汽车的当年利润比 2c. c. w. 年增长了 w. u. b% , 不知此后福特在中国的发展是否能够像其生产的商务车一样——“全顺”。		
交易简评	福特两次高溢价认购江铃汽车增发 p 股是国内外资战略性并购的经典案例, 尽管进入江铃后的头四年并未给福特带来快速增长的业绩, 其中还有两年出现巨额亏损, 但福特并未就此放弃, 对江铃汽车在技术、管理方面的输入力度也未减弱, 终于迎来 2c. c. w. 2c. c. 2 连续两年净利润的翻番增长。当然, 不可否认的是, 由于福特汽车在中国相对尴尬的投资状况和面临的激烈竞争, 它也必须更加倚重江铃汽车的发展, 以巩固自己在中国汽车市场的份额和影响力。		

注: [w] 单从市场排名看, 江铃汽车增发前的市场排名在 w. c. 名以内, 但近年来, 中国汽车市场发展迅速, 市场格局也发生较大变化, 江铃汽车目前的优势在其轻型客车。

[2] 摘自 2c. c. 2 年 w. c. 月号《新财富》之文章《外资股: 即将兴起的并购》。

[m] 江铃汽车此次是第一轮融资 p 股, 因此无法进行 p 股股价的对比。

[b] 江铃汽车 A 股于 p 股上市公告书刊登前一日 w. . t. 年 . 月 26 日的收盘价。

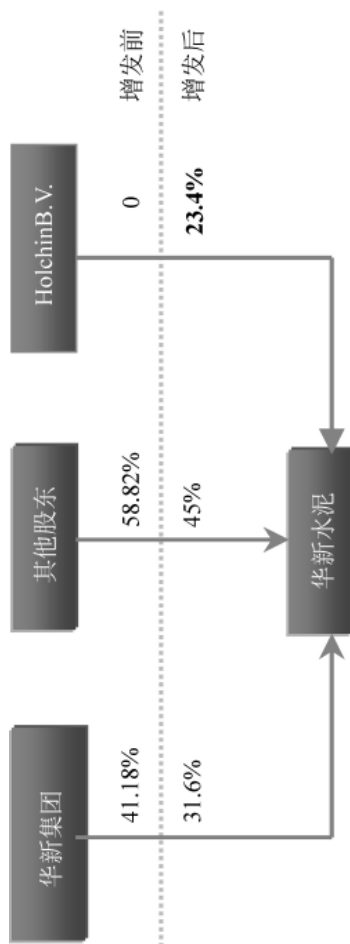
[t] 摘自江铃汽车 w. . u. 年 w. w. 月 2 日公告。

[6] 江铃 p 股于 w. . u. 年 w. c. 月 n. e 日在深圳证交所的收市价均价。

[7] 江铃汽车 A 股于 w. . u. 年 w. c. 月 n. e 日在深圳证交所的收市价。

案例三：华新水泥—w. tupub. com

1. 交易结构及实施步骤



2. 交易背景及核心方案

交易方案	<p>华新水泥于 w... 年 w 月向 t upconB.V. 增发发行 7700 万股 B 股, 发行价格为 RMB2.46 股, 增发后, t upconB.V. 持有华新水泥 23.4% 的股份, 与其大股东华新集团的持股比例 (27.%) 相差无几。该持股比例没有发生变动 (增发至今未配股)。</p>																									
交易双方	<p>华新水泥</p> <p>华新水泥是我国建材工业和湖北省的大型骨干企业, 是目前我国单厂生产能力最大的水泥企业, 是我国九大水泥集团之一, 200w 年在全国水泥行业中排名第二, 生产技术已处于国际先进水平, 生产规模位居国内同行业前列。从外资并购后的业绩看, 华新水泥的发展趋势向好, 业绩一路上涨。</p>	<p>t upconB.V.</p> <p>t upconB.V. 是全球最大的水泥制造商 t uplerband Fornthøre Gparø Ltd. 的间接全资子公司。t uplerband 公司参与 t upconB.V. 的企业管理, 在公司 3 名董事会成员中占有 3 席, 并为公司的经营管理和技术管理提供咨询服务。</p>																								
交易动机	<p>华新水泥</p> <p>引入 t upconB.V., 对华新水泥而言, 一则在加大新建投资的同时, 改善公司的财务状况, 二则借助 t upconB.V. 的资金、技术实力, 大大提升自身资质 (增发后几年来华新水泥一路稳定的业绩即是明证), 三则可以借助 t upconB.V. 的实力与经验实现对水泥行业的整合。</p>	<p>t upconB.V.</p> <p>t upconB.V. 希望通过入股华新水泥进入中国市场, t upconB.V. 公司对华新水泥及中国水泥工业的长远发展持有信心, 同时华新水泥有较好的资质, 是优良的战略发展平台。^[w]</p>																								
交易定价	<p>转股价^[2]</p> <table border="1"> <thead> <tr> <th colspan="2">每股净资产</th> <th colspan="2">华新水泥 B 股股价</th> <th colspan="2">华新水泥 A 股股价</th> </tr> <tr> <th>每股净资产</th> <th>溢价率 (%)</th> <th>股价</th> <th>溢价率 (%)</th> <th>股价</th> <th>溢价率 (%)</th> </tr> </thead> <tbody> <tr> <td>w.7 年末 RMB2.4w</td> <td>2</td> <td>USD0.448^[4]</td> <td>76.28</td> <td>RMB6.54^[5]</td> <td></td> </tr> <tr> <td>w.8 年末 RMB2.47</td> <td>—</td> <td>USD0.440^[6]</td> <td>w37.48</td> <td>RMB6.43^[7]</td> <td></td> </tr> </tbody> </table>	每股净资产		华新水泥 B 股股价		华新水泥 A 股股价		每股净资产	溢价率 (%)	股价	溢价率 (%)	股价	溢价率 (%)	w.7 年末 RMB2.4w	2	USD0.448 ^[4]	76.28	RMB6.54 ^[5]		w.8 年末 RMB2.47	—	USD0.440 ^[6]	w37.48	RMB6.43 ^[7]		
每股净资产		华新水泥 B 股股价		华新水泥 A 股股价																						
每股净资产	溢价率 (%)	股价	溢价率 (%)	股价	溢价率 (%)																					
w.7 年末 RMB2.4w	2	USD0.448 ^[4]	76.28	RMB6.54 ^[5]																						
w.8 年末 RMB2.47	—	USD0.440 ^[6]	w37.48	RMB6.43 ^[7]																						
国内股市反应	<p>华新水泥 w.8 年 6 月公告拟对 t upconB.V. 增发 B 股, w... 年 3 月完成交易, 期间 A、B 股市场并未有明显反应, 但 w... 年 3 月增发完成后, 华新水泥的股价呈现稳步上升态势, 尤其 B 股, w.8 年 6 月 28 日交易公告日收盘价 0.448 美元, 2003 年 4 月 30 日收盘价 0.537 美元。</p>																									
交易结果/预期	<p>华新水泥对 t upconB.V. 定向增发 B 股前三年业绩逐年下滑, 净利润平均每年缩水 50%, 而增发后至今, 华新水泥的业绩稳步上升。t upconB.V. 的入主不但带来资金, 更带来先进的技术和管理。增发前, 华新水泥按销量在国内水泥行业排行第 8, 而今, 华新水泥已位居第 2, 引入外方战略投资人所取得的利益一目了然。</p>																									
交易简评	<p>在本部分点评的五个定向增发案例中, 华新水泥的增发价格相对于增发公司当时的净资产的溢价率是最低的, 几乎没有溢价。其他四个案例中, 上市公司 B、t 股当时的股价基本都与每股净资产或与每股净资产持平, 而华新股份其时的 B 股股价非常低廉, 仅占每股净资产的 50% 左右。一般情况下, B 股增发价格会参照 B 股市价, 以此对比, 此次增发定价还算差强人意, 可以说, t upconB.V. 挑了一个股价低廉的好时机, 但无论 t upconB.V. 以何种代价获得股权, 它对华新水泥带来的巨大变化还是值得称许。目前, t upconB.V. 与大股东之间的持股比例差距不到 8%, 水泥行业为非外商限制投资类行业, 鉴于华新水泥目前的发展态势, t upconB.V. 未来是否会谋求控股地位颇具想象空间。</p>																									

注: [w] 我们注意到, 华新水泥的 B 股市场价格一直很低, 此次增发的价格比 B 股市价有 50% 以上的溢价率, 之所以选择增发而不是二级市场收购, t upconB.V. 还是希望认购资金能够进入华新, 为华新输入新鲜血液, 这也许是战略投资人最终选择定向增发的原因——新增资金可以留在上市公司体内, 无论是收购方还是上市公司都能够从中受益。

[2] 华新水泥定向增发 B 股是 w.8 年 6 月 28 日股东大会上通过的, w... 年 3 月 4 日完成新股发行。

[3] 折合人民币的金额来自华新水泥 w... 年中报。

[4] 股东大会次日 (即 w.8 年 6 月 2 日) 华新 B 股收盘价。

[5] 股东大会次日 (即 w.8 年 6 月 2 日) 华新水泥 A 股收盘价。

[6] 新股发行当日华新 B 股收盘价。

[7] 新股发行当日华新水泥 A 股收盘价。

案例四：上工股份—w. t 公司

1. 交易结构及实施步骤

