

案例使用说明：

1+1 可以大于 2 吗？宝钢武钢股权重组之辩

一、教学目的与用途

1. 本案例主要适用于《高级财务管理》课程中《公司并购》一章中有关公司股权重组相关领域的教学，适用对象包括 MBA、EMBA 和企业培训人员以及经济管理类的本科生、研究生。在个案给出的资料中，隐含了复杂的分析内容和问题，可根据不同层次学生的知识结构，采取问题导向的教师设计问题、学员讨论、提交研究报告等形式的教学模式，引导学员进行分析和评价，帮助学员了解股权重组的目的和背景，强化学员对公司并购后相关整合知识的运用，理解股权重组后整合工作的措施及重要性。

2. 本案例的教学目的

股权重组是很多公司实现快速增长的重要途径，通过本案例的分析和探讨，可以帮助学员了解宝钢集团和武钢集团进行股权重组的过程，理解和研究以下重要知识点：（1）股权重组的背景分析；（2）股权重组的目的；（3）股权重组的方式选择；（4）股权重组后的整合内容及措施。

二、启发思考题

1. 宝钢集团和武钢集团作为钢铁行业两大国企，您认为是什么样的背景促使它们进行股权重组的呢？

2. 根据股权重组的动因理论，企业进行股权重组的动因很多，您认为宝钢和武钢集团此次股权重组的目的何在？

3. 企业并购按照并购前后主体资格的不同可以分为新设合并、吸收合并和控股合并。请您根据案例正文内容判断此次宝钢武钢进行的股权重组属于哪种合并方式？

4. 马国强表示：“产能过剩阶段的兼并重组，兼并应该是一种手段，重组才是目的，我们此前所做的恰恰只注重了兼并，没有做重组。”？那么，除了案例正文中谈及的重组整合措施意外，您认为宝武钢集团还应该在哪些方面进行深度的重组整合？

三、分析思路

本案例通过引导学生运用财务及非财务分析方法对公司所处理环境、财务状况及财务行为进行探讨和评价，对公司股权重组的成效进行评估，并对重组双方继续合作的前景进行分析判断，进而给出相应的财务决策理由。通过整个分析决策的过程，让学员对公司资本运营及股权重组有更加全面和深刻的认识。具体可以这样引导分析：

1.先引导学员分析当事双方股权重组的背景，明确此次股权重组深层次原因。

2.再引导学员了解当事双方股权重组前公司概况，结合重组背景，判断此次股权重组的目标等。

3.进一步引导学员分析股权重组的方式、主要举措是否都指向当初重组的目的？并指引学员运用财务分析方法及其它分析方法剖析宝武钢集团的财务状况及经营业绩，以及形成这种结果的主要原因，从而力求客观评价此次股权重组的得失。在财务分析中，可建议学员将此次重组与以往宝钢并购梅钢、八一钢厂、邯钢以及宁波钢铁等加以比较分析。

4.请学员对股权重组背景、当事双方战略目标、优劣势进行分析，从而提出股权重组后中国宝武钢集团应该从哪些方面进行深度整合？

案例详细分析思路及步骤如图1所示：

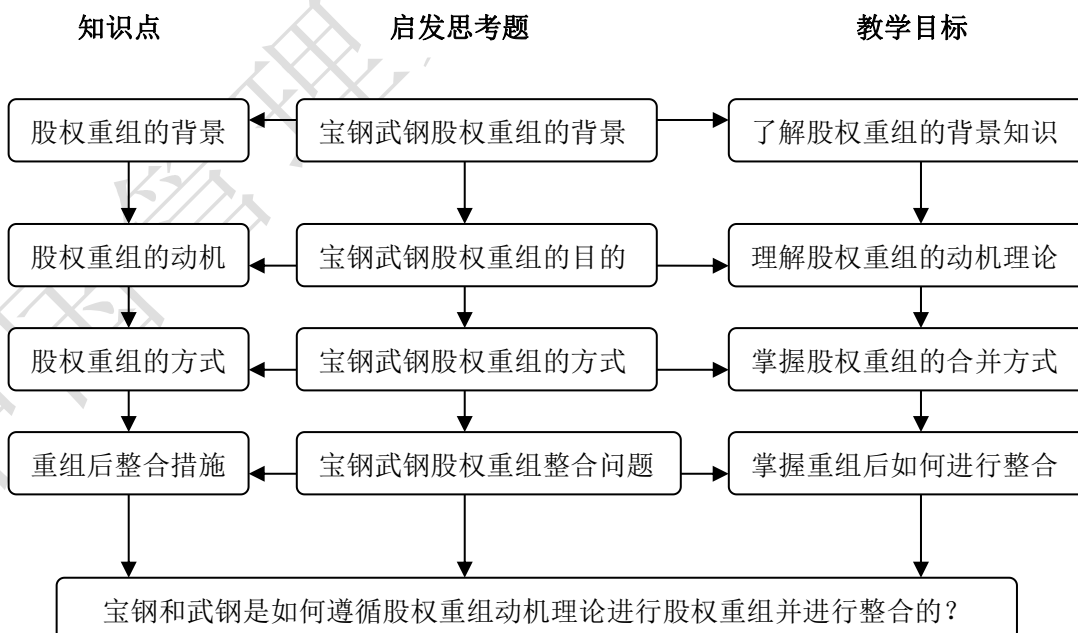


图1 案例分析思路图

四、理论依据与分析

1. 股权重组

(1) 股权重组的含义：股权重组是指股份制企业的股东(投资者)或股东持有的股份发生变更。它是企业重组的一种重要类型，是现实经济生活中最为经常发生的重组事项。宝钢股份向武钢股份全体换股股东发行A股股票，换股吸收合并武钢股份。重组双方通过股权重组与相互置换往往能组成利益攸关的命运共同体。

(2) 股权重组的动因：股权重组的目的是为了取得“1+1>2”的协同效应，具体包括经营协同效应、管理协同效应和财务协同效应。但是因为利益输送或利益掏空等行为的存在，并不是所有的股权重组都能产生协同效应。宝钢集团与武钢集团进行股权重组的最终动因在于去产能、提高钢铁行业产业集中度，尤其是武钢集团，陷入巨亏困境，愿意被宝钢吸收合并也是被逼无奈。

2. 合并

(1) 合并的含义：合并是指两家以上的公司依契约或法令归并为一个公司的行为，也称为“并购”或“兼并”。

(2) 合并的方式

按照合并前后主体资格的不同，合并可分为吸收合并、新设合并和控股合并三种形式。吸收合并是指两个以上的公司合并中，其中一个公司因吸收了其他公司而成为存续公司的合并形式；新设合并是指两个或两个以上的公司通过合并创建了一个新的公司；控股合并是指合并方(或购买方)在企业合并中取得对被合并方(或被购买方)的控制权，被合并方(或被购买方)在合并后仍保持其独立的法人资格并继续经营，合并方(或购买方)确认企业合并形成的对被合并方(或被购买方)的投资的合并行为。三种合并方式可以简单表示如下：①新设合并： $A+B=C$ ；②吸收合并： $A+B=A'/B'$ ；③控股合并： $A+B=A'+B'$ 。本案例属于第二种合并形式。

3. 股权重组动机理论

理论界对企业间进行股权重组的动机做了不同的理论解释，形成了不同的学派，本案例股权重组双方属于同一个行业，密切相关的相关动机理论主要有效率理论、信号传递理论、代理理论、税负收益理论等。

(1) 效率理论

效率理论认为公司股权重组活动能够给社会收益带来一个潜在的增量，而且对交易的参与者来说无疑能提高各自的效率。效率理论的基本逻辑顺序是：效率差异→并购行为→提高个体效率→提高整个社会经济的效率。这一理论包含两个基本的要点：①公司股权重组活动的发生有利于改进管理层的经营业绩；②公司

股权重组将导致某种形式的协同(Synergy)效应,包括管理协同效应、经营协同效应、财务协同效应等。宝武钢集团董事长马国强认为,股权重组后的协同效应主要体现在五个方面:研发协同、采购协同、营销协同、制造协同和规划协同。

(2) 信号传递理论

股权重组的宣布可能会传递给市场参与者一定的信息或信号。在股权重组活动中,信号的发布可以以多种方式。公司收到股权重组要约这一事实可能会传递给市场这样的信息:该公司拥有迄今尚未被认识到的额外价值,或者企业未来的现金流量会增长。当一个竞价企业用普通股来购买其他企业时,可能会被目标企业或其他各方视作是竞价企业的普通股价值被高估的信号。股权重组方案尚未公布,宝钢股份股价就出现连续涨停现象。

(3) 代理理论

代理问题的产生是由于公司管理层与公司股东两者的利益是不一致的。由于管理层只有公司的小部分股权甚至没有任何股权,使得管理层会偏向于非现金的额外支出,如豪华办公室、专用汽车等,而这些支出则由公司的所有者共同负担。这种情形在大公司更为严重,由于所有权更为分散,对于个人股东更缺乏动力花费成本以监控管理者,即使监控管理者,所费资源仍属于代理成本。所以代理成本可以扩大为以下范围:所有人与代理人的签约成本、监督与控制代理人的成本、限定代理人执行最佳决策成本或执行次佳决策所需的额外成本、剩余利润的损失。

(4) 税负收益理论

税法对个人和企业的财务决策有着重大的影响,不同类型的资产所征收的税率是不同的,股息收入和利息收入、营业收益和资本收益的税率有很大区别。由于这种区别,企业能够采取某些财务处理方法达到合理避税的目的。例如,企业可以利用税法中亏损递延条款来达到合理避税目的。如果企业在一年中严重亏损,或该企业连续几年不曾盈利,企业拥有相当数量的累积亏损时,这家企业往往会被考虑作为重组对象,或者该企业考虑重组一家盈利企业,以充分利用它在纳税方面的优势。本案例中,宝钢集团股权重组2015年巨亏的武钢集团,采用按1:0.56换股的方式。在整个过程中,武钢集团的股东既未收到现金,也未实现资本收益,这一过程是免税的。通过这种重组方式,在不纳税情况下,企业实现了资产的流动和转移,资产所有者实现了追加投资和资产多样化的目的。

(5) 市场垄断力理论。该理论认为,并购活动的主要动因,是因为可借购并活动达到减少竞争对手来增强对企业经营环境控制的目的,提高市场占有率,并增加长期获利机会。下列三种情况可能导致以增强市场势力为目标的购并活动:其一,在需求下降,生产能力过剩和削价竞争的情况下,几家企业结合并起

来,以取得实现本产业合理化的比较有利的地位;其二,在国际竞争使国内市场遭受外商势力的强烈渗透和冲击的情况下,企业间通过联合组成大规模联合企业,对抗外来竞争;其三,由于法律变得更为严格,使企业间包括合谋等在内的多种联系成为非法,在这种情况下,通过合并可以使一些非法的做法“内部化”,达到继续控制市场的目的。本案例中,宝钢武钢都面临产能严重过剩的窘境,而且产业集中度不高导致能生产高端产品的宝钢武钢无法形成集聚效应,无法掌控国际话语权。宝武钢股权重组后的宝武钢集团成为仅次于安赛乐米塔尔的世界第二大钢铁集团,不仅可以优势互补,有力对抗外来竞争,而且可以提高产业集中度和国际话语权。

4.主要财务指标分析

表1 宝钢集团2009-2016年主要财务指标 单位:亿元

资产负债表	2016	2015	2014	2013	2012	2011	2010	2009
流动资产合计	1368	699	744	781	697	792	689	527
非流动资产合计	2223	1642	1543	1486	1512	1519	1472	1485
资产合计	3591	2341	2287	2267	2209	2311	2161	2011
流动负债合计	1703	919	893	946	844	988	732	707
非流动负债合计	285	201	152	121	167	188	315	292
负债合计	1988	1120	1044	1067	1011	1176	1047	999
权益合计	1603	1221	1242	1200	1199	1135	1113	1012
利润表	2016	2015	2014	2013	2012	2011	2010	2009
营业收入	1855	1638	1874	1897	1911	2225	2021	1483
营业成本	1619	1493	1689	1717	1769	2030	1754	1343
营业利润	116	18.5	76.4	76.8	31.1	88.4	166	72.5
利润总额	115	18.5	82.8	80.1	127	92.6	171	72.9
净利润	91.9	7.14	60.9	60.4	99.6	77.4	133	61
归属净利润	89.7	10.1	57.9	58.2	101	73.6	129	58.2
现金流量表	2016	2015	2014	2013	2012	2011	2010	2009
经营现金流净额	164	212	283	121	222	121	189	240
投资现金流净额	-178	-217	-190	-87.2	34.1	-161	-126	-175
筹资现金流净额	15.8	-11.2	-95.3	5.99	-312	92.9	-31.7	-79.4
现金等净增加额	1.8	-21.8	-3.08	39.7	-56.7	52.4	31.1	-14.5
主要财务比率	2016	2015	2014	2013	2012	2011	2010	2009
资产负债率	0.55	0.48	0.46	0.47	0.46	0.51	0.48	0.50
资产净利率	0.03	0.01	0.03	0.03	0.05	0.03	0.06	0.03
流动比率	0.80	0.76	0.83	0.83	0.83	0.80	0.94	0.75
净资产收益率	0.06	0.01	0.05	0.05	0.08	0.07	0.12	0.06
营业毛利率	0.13	0.09	0.10	0.09	0.07	0.09	0.13	0.09
现金流量比率	0.10	0.23	0.32	0.13	0.26	0.12	0.26	0.34

由表1可知，宝钢集团流动比率在2009-2016年间一直小于1，说明短期偿债能力较弱；资产负债率基本在0.4-0.5之间，表明长期偿债能力比较理想；每年都能够保持盈利。但是现金流状况不太理想，除了2010年、2011年、2013年和2016年四年的净现金流量为正，其它年度都是负值，现金流入量小于现金流出量，主要是由于投资现金流量为负导致的，这可能与宝钢集团屡屡并购有关。

五、背景信息

2016年中央经济工作会议提出，2016年五大任务是去产能、去库存、去杠杆、降成本、补短板。将去产能放在第一位，对钢铁行业具有现实意义。2016年12月16日，银监会、发改委、工信部联合发布《关于钢铁煤炭行业化解过剩产能金融债权债务问题的若干意见》。《意见》基于《国务院关于钢铁行业化解过剩产能实现脱困发展的意见》等文件，聚焦化解过剩产能过程中存在的金融债权债务问题，提出主要意见中就包括加大对兼并重组钢铁煤炭企业的金融支持力度。

由于我国以小高炉为主体的钢铁厂数量偏多，目前钢铁产业集中度依然偏低。CR4行业集中度仅为19.31%，CR10也仅为33.58%。工信部公布的《钢铁工业调整升级规划(2016年-2020年)》，为“十三五”期间钢铁工业的发展指明了方向。《规划》表示，“十三五”时期，我国钢材消费强度和消费总量将呈双下降走势，生产消费将步入峰值弧顶下行期，呈波动缓降趋势。那么，这是否意味着钢铁行业未来5年的生产经营仍然比较困难？1亿-1.5亿吨去产能的目标数据是如何测算得出的？未来钢铁企业的业绩能否明显好转？对此，中国钢铁工业协会副会长、冶金工业规划研究院院长李新创表示，未来几年是钢铁产业调整升级的关键时期，企业的生产经营困难是相对的。总体上看，如果去产能、脱困各项政策措施能够落实到位，钢铁行业总体生产经营应该是向好的方向转变，质量效益会趋于提升。

人民网、中国钢铁新闻网等多家权威新闻机构均认为，中国宝武集团的诞生，是贯彻落实党的十八大和十八届三中、四中、五中全会精神的重大成果，是促进中国钢铁行业兼并重组、健康发展，推进供给侧结构性改革的重要举措，也是积极应对全球竞争、实现企业提质增效的必然选择。中国宝武集团将承担起行业发展和技术创新引领者的责任，在化解过剩产能、结构调整、转型升级、节能环保、

绿色发展中发挥示范带头作用，力争成为“全球钢铁业引领者”。同时，中国宝武集团将致力于提升中国钢铁行业的国际竞争力，进一步提高中国钢铁行业技术水平和生产装备水平的影响力和辐射力，为中国钢铁企业参与“一带一路”建设和国际产能合作作出积极努力。

六、关键点

关键知识点：股权重组动机；合并方式；整合措施。

能力点：综合分析能力；逻辑思维能力；解决问题的实践能力。

七、建议的课堂计划

本案例可以按照如下的课堂计划进行分析和讨论，仅供参考，教师可根据授课具体情况调整时间或省略部分内容。

整个案例课的课堂时间控制在80-90分钟。

课前准备：提前发放资料，提出启发思考题，请学员在课前完成月度和初步思考。

课中计划：课前引导——简要介绍案例并提出思考问题（5分钟）

分组讨论——准备发言大纲（10分钟）

小组发言——每组派出一名代表，评述案例，其他成员补充（幻灯片辅助，30-40分钟）

自由辩论——就案例关键问题进行自由辩论，继续深入讨论（20分钟）

案例总结：根据小组发言与辩论情况，进行归纳总结，教师就同学的讨论情况进行点评，就如何运用理论知识去解决实际问题提出建议并引导学员对案例进一步发展作出展望（15分钟）

课后计划：可以让学员写一份案例分析报告。报告可以参考如下结构：

- （1）公司股权重组是否向市场传递了信号以及传递了什么信号？
- （2）股权重组后如何进行深度整合？
- （3）预测此次股权重组后中国宝武钢集团的估价走势？

（案例使用说明字数：5190）