

PDF-TN2016016

爱康国宾与美年大健康的私有化股权之争¹

案例使用说明

一、教学目的与用途

1. 适用课程：公司金融、财务报表分析、金融风险管理

2. 适用对象：此案例主要为金融、工商管理、经济各本科、研究生相关课程学习，同时也可供 MBA 与 EMBA 案例课使用。

3. 教学目的：本案例阐述爱康国宾与美年大健康私有化股权大战过程，以事件发生的时间轴为主线，围绕爱康国宾私有化、以及美年宣布加入爱康私有化后双方的并购与反并购措施和融资情况展开，分析爱康国宾私有化的动因，私有化回归 A 股过程中的金融风险管理，以及爱康国宾和美年大健康在收购与反收购过程中各措施的实施原因、理论依据及影响，并在对两者进行财务分析的基础上试探究谁会在这场股权大战中胜出。为上市后欲进行私有化的公司提供相关借鉴与启示；同时也为想通过收购提高竞争力的公司提供借鉴。

具体目标分为以下 5 个方面：

（1）基于对公司上市模式的比较分析，分别以慈铭、爱康、美年为例，使学生了解 A 股 IPO、境外 IPO 和借壳上市的不同操作流程、上市要求以及各自的利弊风险。

（2）基于上市公司私有化有关理论，并结合相关数据，对近年的中概股私有化浪潮的原因进行分析。再结合本案例，对爱康国宾私有化的动机进行深入探

1. 本案例由武汉理工大学经济学院的曾玲玲副教授、陈琳、袁子馨撰写，作者拥有著作权中的署名权、修改权、改编权。

2. 本案例授权中国金融专业学位案例中心使用，中国金融专业学位案例中心享有复制权、修改权、发表权、发行权、信息网络传播权、改编权、汇编权和翻译权。

3. 由于企业保密的要求，在本案中有关名称、数据等做了必要的掩饰性处理。

4. 本案例只供课堂讨论之用，并无意暗示或说明某种管理行为是否有效。

讨，让同学们掌握理论分析与数据分析相结合的分析方法，同时了解当前中概股回归浪潮的起因及发展进程。

(3) 基于企业收购与反收购的相关理论，对企业并购的原因及方式进行分析，使学生理解企业处于不同背景下如何选择合理有效的并购方式。其次，以分析爱康毒丸计划的利弊和影响为切入点，探讨企业在面对恶意收购时，如何根据自身状况采取合理有效的反收购措施。

(4) 基于财务报表分析方法，对股权大战双方的财务指标进行详细分析，在此基础上，结合外部环境和战略条件，探究在这次大战中谁会胜出。

(5) 基于金融风险管理的相关理论，对爱康国宾在私有化回归 A 股过程中存在的金融风险进行分析，在此基础上，对欲进行私有化的上市公司提出金融风险防范的有关建议。使学生了解公司在面对不同的金融风险时，应该如何进行有效的金融风险管理。

二、启发思考题

1. 美年采取“在收购慈铭的同时借壳上市”这一上市战略的原因是什么？评估其带来的影响。
2. 近年来，中概股纷纷进行私有化回归 A 股。试分析这场私有化浪潮产生的原因及爱康国宾选择私有化的动机。
3. 结合毒丸计划原理，分析爱康的毒丸计划对于阻止美年的收购狙击会发挥怎样的作用？
4. 从企业采取兼并行为的动机出发，分析美年大健康欲收购爱康国宾的目的。
5. 结合上述案例，试分析谁会在这场私有化股权之争中获胜。
6. 爱康私有化回归 A 股的过程中存在哪些金融风险，如何进行相应的风险管理？作为外部顾问，对要进行私有化的公司提出一些建议。

三、分析思路

1. 研究美年的上市路径，从美年的并购战略及其当时的行业格局出发，分析选择此种上市方式的原因；并通过对美年上市前后相关财务指标的分析，评估

美年采取此种战略给自身带来的效益。

2. 结合私有化浪潮产生的背景，对中概股私有化的原因进行分析，再具体结合我国资本市场的实际情况，深入分析爱康国宾选择私有化的目的。

3. “毒丸计划”是现代企业反并购的主要形式之一。了解毒丸计划的特点，并根据毒丸计划这些特点，具体分析案例中爱康国宾的毒丸计划带来的影响。

4. 从市场定位、发展战略、盈利前景等角度出发，分析美年大健康收购爱康国宾的具体目的

5. 分别对爱康国宾和美年大健康的财务状况和各自采取的对抗策略的实施效果进行分析，并结合当前体检行业格局，分析在这场私有化大战中谁会获胜。

6. 熟悉爱康国宾的私有化战略，分析在其私有化回归 A 股的过程中可能发生的金融风险，以及爱康国宾采取的具体防范措施。在此基础上，运用金融风险管理相关理论，站在第三方角度对私有化企业提出合理的风险防范建议。

四、理论依据与分析

（一）理论依据

企业收购与反收购理论

公司上市路径和融资模式的相关理论

公司金融风险管理的相关理论

（二）具体分析

1. 美年采取“在收购慈铭的同时借壳上市”这一上市战略的原因是什么？评估其带来的影响。

（1）美年大健康采用“拖油瓶”式并购上市的原因

美年董事长俞熔的目标是打造一个民营体检帝国。慈铭的上市失败给体检行业内包括美年、爱康在内的公司提供了收购扩张的契机。美年此时已经在策划借壳上市的事宜，没有充足的资金盈余一次性吃掉慈铭。但一旦慈铭和被此时已经上市的爱康国宾联合，对于美年来说将是个巨大的威胁。另外，慈铭手中还有美年一直想要的中高端体检市场，收购慈铭有利于加快其发展战略的实施。

最终，美年对慈铭体检进行参股式收购，同时保留后续对慈铭体检 70%多股

权的并购期权。然后借“已收购慈铭，实现强强联合”的消息顺利借壳江苏三友上市并刺激江苏三友的股价迅速提升，以获得资金收购慈铭剩余股份。最终美年同时实现收购慈铭和 A 股上市，也获得了后续重大增发并购题材，在当期股市向好的情况下留有操作想象空间。由此可见此次的“拖油瓶”式并购上市，是美年精心策划下的成功的资本运作。

（2）影响

从美年自身发展角度：对美年上市前后的相关财务指标分析。

从营运能力来看，如图 1-1，在美年 2014 年底宣布收购慈铭以及 2015 年初宣布借壳上市两个时间点附近，公司的应收账款、存货和流动资产周转率都有提高，周转速度加快。可看出此次收购和上市使美年的日常管理水平得到提高，业务规模迅速扩大。

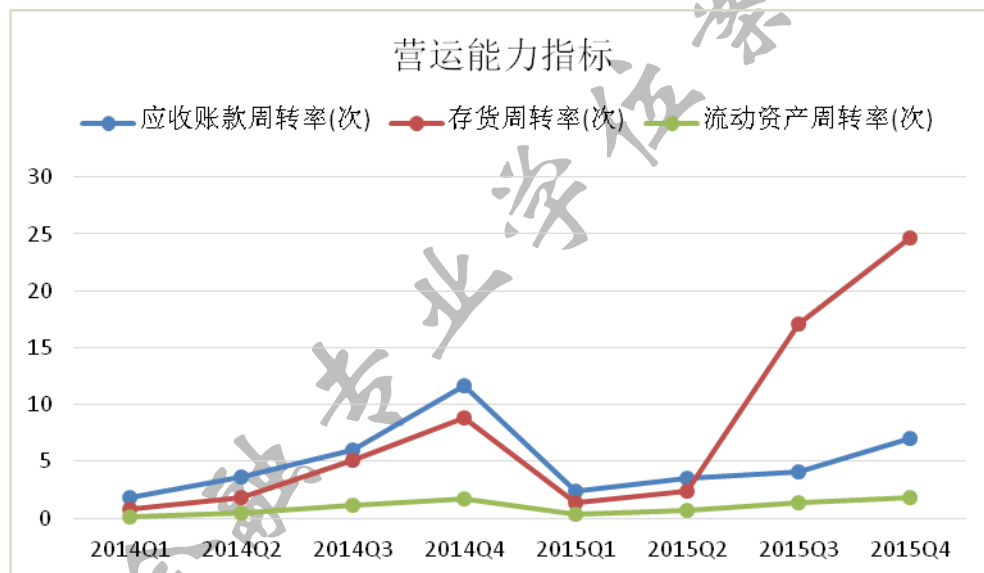


图 1-1 美年运营能力指标折线图

（数据来源：美年相关季度报告）

从偿债能力看，如图 1-2，美年在收购慈铭并上市的当季，资产负债率上升，流动比率下降，随后又迅速恢复。之后资产负债率总体下降，表明公司的收入规模在增加，带来充足的现金流入及总资产；流动比率总体呈上升趋势，短期偿债能力有所增强。

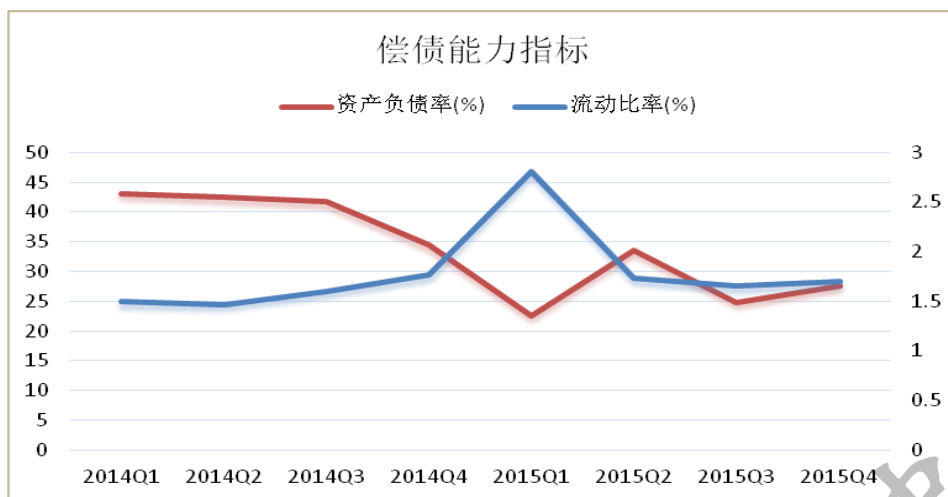


图 1-2 美年偿债能力指标折线图

(数据来源: 美年相关季度报告)

如图 1-3, 在完成上市后, 美年的营业利润率和净资产收益率都明显增强, 获利能力提高, 行业竞争能力增强, 发展潜力较大。资产报酬率按季度起伏明显, 这主要与医疗体检行业季度性的营业特征有关, 年中和年末是美年的营业旺季, 但是不排除一定程度上受其上市的影响。

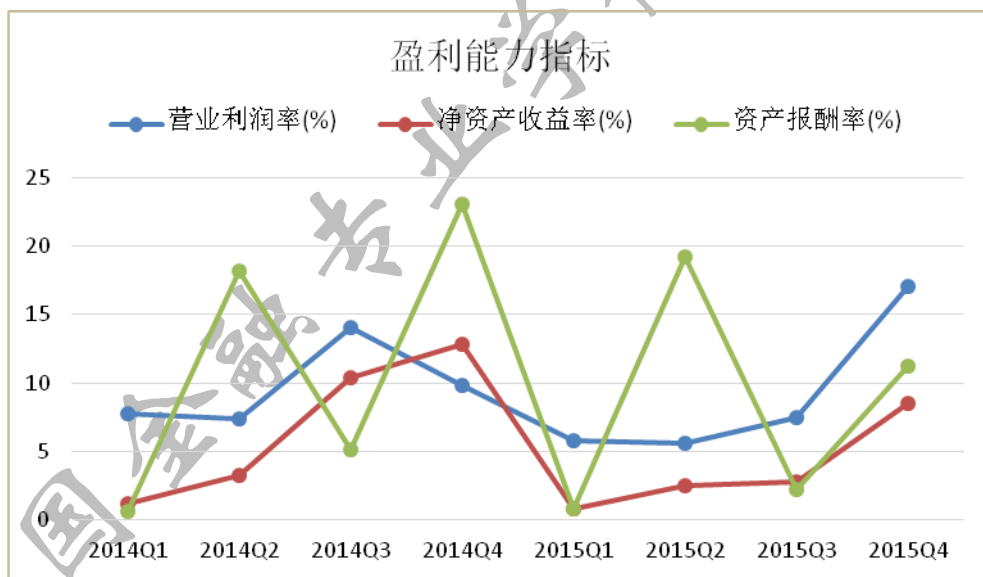


图 1-3 美年盈利能力指标折线图

(数据来源: 美年相关季度报告)

由图 1-4 可知, 美年完成上市后主营业务收入增长率、资产增长率呈指数倍增长, 其经营规模和经营收入也飞速增长, 同时经营能力和财务状况良好。至 2015 年第四季度, 各项指标仍上扬, 说明美年的未来发展能力依旧很大。

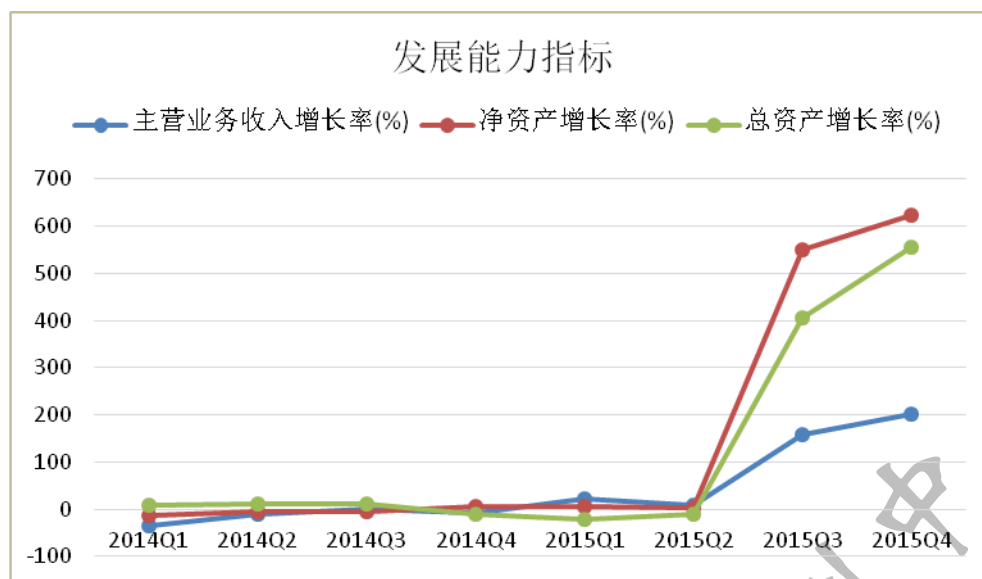


图 1-4 美年发展能力指标折线图

（数据来源：美年相关季度报告）

美年上市后股价大幅提高，不到一年，市盈率就达 356 倍，企业各项主要财务指标数据良好，在这其中，美年收购慈铭的消息也在一定程度上刺激了美年的股价。以上数据反映出上市给美年带来了巨大利好，增强其市场竞争力和未来发展潜力。A 股市场巨大的资金池能够源源不断的为美年提供经营、扩张所需的巨额资金，但同时美年也将面临 A 股市场上更大的不确定性风险。

② 从行业格局角度：美年收购慈铭后，慈铭的所有门店并入美年，美年门店的市占有率迅速增加到 2.1%，远超爱康国宾的 0.7%。同时美年大健康的业务扩展到了中高端市场，在全国的服务网点超过 200 家，当年的服务人次就已经超过 1000 万，相比爱康国宾近 80 家的服务网点和 600 万的服务人次，已然成为了行业内规模最大的民营企业。此外，美年上市的巨大盈利带给其他民营企业以激励，一定程度上吸引了更多企业选择上市，今后民营体检行业的竞争也将更加激烈。

2. 近年来，中概股纷纷进行私有化回归 A 股。试分析这场私有化浪潮产生的原因及爱康国宾选择私有化的动机。

（1）中概股公司私有化的原因分析：

通过公开资料收集，分析、归纳得出 2010 年以来宣布私有化的中概股公司私有化动因，如图 2-1、图 2-2。

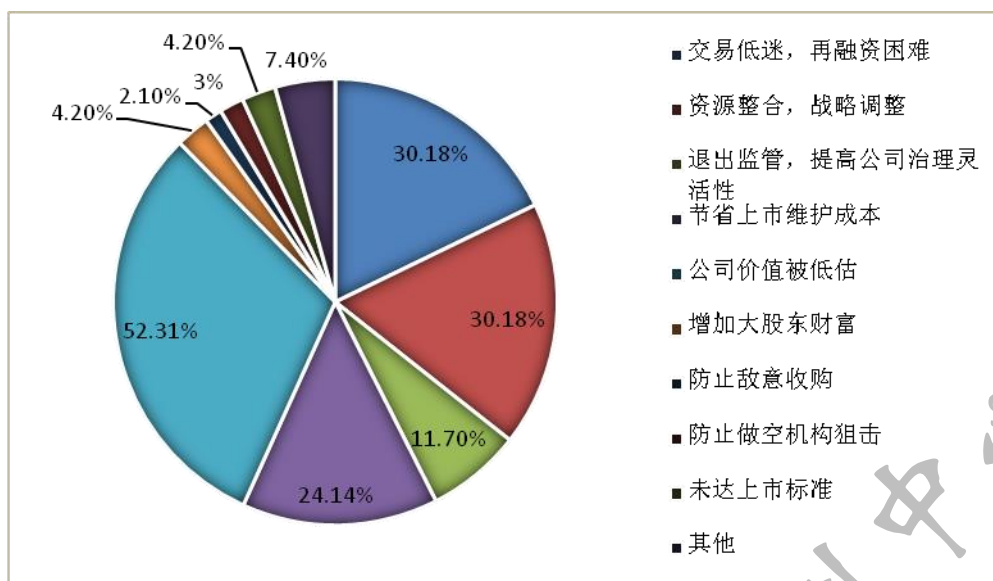


图 2-1 中概股私有化退市的动因

(数据来源：根据CVSource数据整理分析)

一方面，从私有化总动因分析，企业价值被低估是大多数中概股公司宣布私有化的首要动因，接着是战略调整、再融资困难、节省上市维护成本和规避监管。有少数公司决定私有化时考虑了做空机构狙击的因素，或是为了增加股东财富。

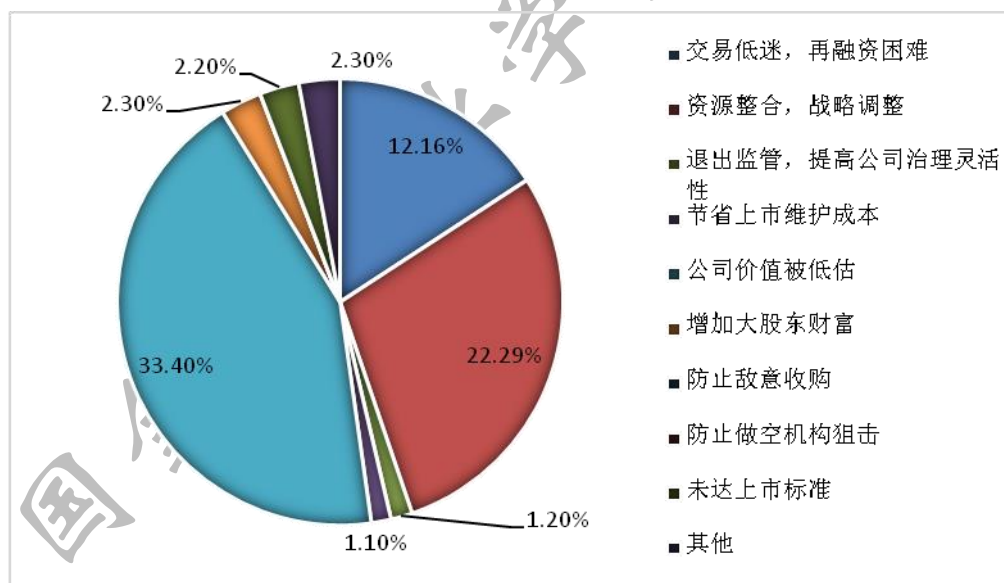


图 2-2 中概股私有化退市的首要动因

(数据来源：根据CVSource数据整理分析)

另一方面，从私有化退市的首要动因分析，33.4%的公司选择私有化主要是由于企业价值被严重低估，22.29%的公司是出于资源整合和战略调整考虑，12.16%的公司则主要考虑公司股票交易低迷，再融资困难，以上三方面原因合计占了私有化首要动因的 67.85%。

以上原因可以归纳为企业外部因素和企业内部因素两个方面。内部因素有公

司战略调整、价值低估及大股东套现等；外部因素有融资困难、境外资本市场监管严厉和高昂的境外上市维护成本，中外文化差异等。这里选取其中对这场中概股私有化浪潮影响最大的几点进行分析：

①美国资本市场对中概股估值过低：近几年，中概股在美股市场上频繁成为做空企业的目标，连累中概股企业的整体估值严重偏低。此外，由于语言和文化等不同，海外投资者无法辨别中国公司的实际投资价值或难以理解中国企业的盈利模式，导致一些有中国特色的企业在境外资本市场水土不服。因此，从美国退市回归 A 股重新获得高估值成为很多企业的目标。

②美股上市的广告效应不再：以美国资本市场的广告效应来提升企业的品牌价值是很多国内企业选择每股上市的原因。但随着在美国上市的中国企业增多，公司质量良莠不齐。如果回归 A 股，优质企业很可能受到投资者追捧，而且对大多数企业来说，其客户群体主要在国内，它的广告效应可能比在美国上市大得多。

③政策支持：国内舆论一直支持优质企业在本土上市。2015 年以来，我国政府颁布了许多有利于中概股回归的政策：如 2015 年 5 月 7 日，国务院公布《关于大力发展电子商务加快培育经济新动力的意见》，鼓励符合条件的互联网企业在境内上市。2015 年 6 月 4 日，国务院常务会议特别提出要推动特殊股权结构类创业企业在境内上市……这些优惠政策对于中概股回归是极大利好。

④整合资源与战略调整：上市公司必须接受公众投资者和市场监督，定期披露信息。投资者希望公司每期业绩都能稳定增长，这就会使上市公司时刻都面临短期业绩的压力。而公司进行战略布局需要一定的时间，资本市场追求短期回报的特点难免会影响上市公司战略的调整和实施。私有化之后公司控制权相对集中，有利于公司推进改革和治理，提高决策和执行的效率，更有利于公司长期发展战略的实施。

⑤对 A 股市场的良好预期：目前国内 A 股正在经历深刻变革，尽管仍未脱离“政策市”的特征，但一系列重大改革，比如审批制改注册制、退市政策的出台还是给了很多人信心。如果 A 股持续牛市，企业回归 A 股将会获得高估值或高溢价。企业的高估值会带来融资的便利，还会方便企业实施员工股权激励计划，吸引人才等等，利于企业的长期发展。

（2）爱康国宾私有化的目的

2015年9月2日，爱康国宾宣布私有化，加入中概股私有化浪潮的队伍。此时爱康国宾的市值为14亿美元，市盈率为46倍。然而在爱康美国纳斯达克上市的17个月间，美年大健康先是并购慈铭体检，成为行业内规模最大的企业；后又借壳江苏三友实现A股上市，市值达到373亿人民币，市盈率356倍，远超爱康国宾。分析爱康国宾私有化的原因，可以总结为以下几个方面：

①在美国资本市场被严重低估：爱康国宾在美国纳斯达克市资本市场的市值是14亿美元，市盈率为46倍。虽然在美股上市的中概股中，爱康国宾的市盈率属于最高的几家公司之一，但相比于在A股借壳上市的美年大健康市值373亿人民币，市盈率356倍来说，爱康国宾在国外资本市场还是被严重低估的。

爱康国宾在纳斯达克市场的股价表现一直不错，但股票日成交量相对于A股市场还是过少，股票流动性表现较弱。近几年，中概股公司在美股市场上频繁成为做空企业的目标，深陷信任危机，难免影响到爱康国宾的股价。另外，中国的体检行业国营企业占据绝对优势，民营企业中即使如行业领军的爱康国宾也不过仅仅占据市场中几个百分点，这在自由竞争市场的美国看来是不可理解的。

②A股市场普遍高市盈率的吸引：中概股企业在美国的平均估值在市盈率17倍左右，而科技类企业在国内A股平均市盈率是240倍。此外，国内一系列重大改革使大家对A股市场普遍有良好预期，加上2015年来我国政府颁布了许多优惠政策鼓励中概股回归。像爱康国宾这样的优质企业如果回归A股，肯定会获得更好的发展。

③爱康国宾的战略调整：爱康国宾董事长张黎刚在宣布私有化的公开信中表示，爱康国宾“选择私有化完全是出于战略性的规划”。根据爱康国宾在纳斯达克的交易记录看来，它在宣布准备私有化的在美中国上市公司中市盈率是最高的几家公司之一，确实给张黎刚的话增添了很高的可信度。

张黎刚表示，未来爱康国宾的战略发展方向是“通过移动医疗平台整合健康体检、疾病检测、齿科医疗、私人医生、外派医疗、抗衰老、疫苗接种等各种预防与医疗服务，把移动医疗平台作为一切服务的入口，建立起一个全方位的健康管理平台”。这一战略的实施需要吸收更多的资本，相比于美股市场，显然国内资本市场给爱康的支持和信任会更高。

3. 结合毒丸计划原理，分析爱康的毒丸计划对于阻止美年的收购狙击会发

挥怎样的作用？

“毒丸计划”是现代企业反并购的主要形式之一，在美国颇为盛行，有超过 2000 家美国公司拥有这种反收购工具。“毒丸计划”由美国著名的并购律师马丁·利普顿（Martin·Lipton）于 1982 年发明，其正式名称为“股权摊薄反收购措施”。最初的形式就是目标公司向普通股股东发行优先股，一旦公司面临被收购的处境时，就可以转换为一定数额的收购方股票。作为一项防御性条款，正常情况下，毒丸计划体现不出其存在价值，但公司一旦遇到恶意收购，或恶意收购者获得公司的股票超过了预定比例，其作用就立刻显现出来：或是权证持有人以优惠价格购得兼并公司股票或合并后新公司股票，或是债权人依据毒丸条款向目标公司要求提前赎回债券、清偿借贷或将债券转换成股票。从而客观上稀释了恶意收购者的持股比例，增大其收购成本，或使目标公司的现金流出现重大困难，引发财务风险，使恶意收购者一接手即举步维艰。

在最常见的形式中，当一个公司遇到恶意收购，尤其是当收购方占有的股份已经达到 10% 到 20% 的时候，公司为了保住自己的控股权，就会启动毒丸计划，大量低价增发新股，以让其他所有的股东都有机会以低价买进新股，摊薄收购方手中的股权，使收购变得代价高昂，从而达到抵制收购的目的。

在本案例中，爱康国宾的“毒丸计划”有以下几个核心点：

（1）如果爱康国宾发布公告说有机构或个人获得 10% 以上股份，或任何机构获得超过 50% 的股份，爱康国宾的毒丸计划就会启动。

（2）如果任何机构或个人准备实行 tender offer，以获得超过 10% 的股份，毒丸计划也会启动。

（3）一旦毒丸计划启动，每个 common share 会获得一份相应的认股权，价格为 80 美元。现在爱康国宾 2 ADS = 1 common shares，也就是说每 ADS 的认购价为 40 美元。

根据以上核心点分析，一旦此次毒丸计划启动，每份认股权（不包括收购人获得的认股权）将可以以 80 美元的价格购买 2 倍价格的 common share，也就是说花 80 美元，可以买到爱康国宾价值 160 美元市值的股票。即以 50% 的折扣，购买爱康国宾当时市值的股份。如果到时爱康国宾 ADS 价格是 20 美元，相当于可以以 10 美元的价格购买一股。爱康国宾旨在通过此举防止江苏三友从二级市场

场上大量收购或买入爱康国宾股份，以获得爱康国宾的控股权。

但毒丸计划向来是“杀敌一千，自损八百”。早在 2005 年，新浪在面对盛大收购之时也推出过毒丸计划。但那时候新浪仍在正常运行，所以通过毒丸计划成功击退了盛大，而爱康已经在准备私有化，毒丸计划一经采用，除了给美年的买方团增加收购成本之外，爱康自身也难免“受毒”。仅从现在的形势来看，美年的外部买方团实力强劲，在资金方面还未透露出有问题的迹象。一旦美年还不停止私有化狙击，爱康国宾触发毒丸计划，由于资产收益率将被摊薄，爱康国宾的股票在资本市场的吸引力必将降低。更重要的是，在此效应下张黎刚引领的内部买方团要完成私有化，其成本和难度都会大大增加。

4. 从企业采取兼并行为的动机出发，分析美年大健康欲收购爱康国宾的目的。

企业进行兼并行为的基本动机一般有两个：一是盈利性动机，即追求企业利润的最大化，这是企业进行兼并的最原始、最基本的动力；二是策略性动机，即为了在市场竞争中取得有利地位。对于处于不同情况下的企业来说，其兼并都有自己的特殊原因。就美年大健康而言，美年想收购爱康主要有以下几种原因：

(1) 获得互补资源，填补高端市场空缺

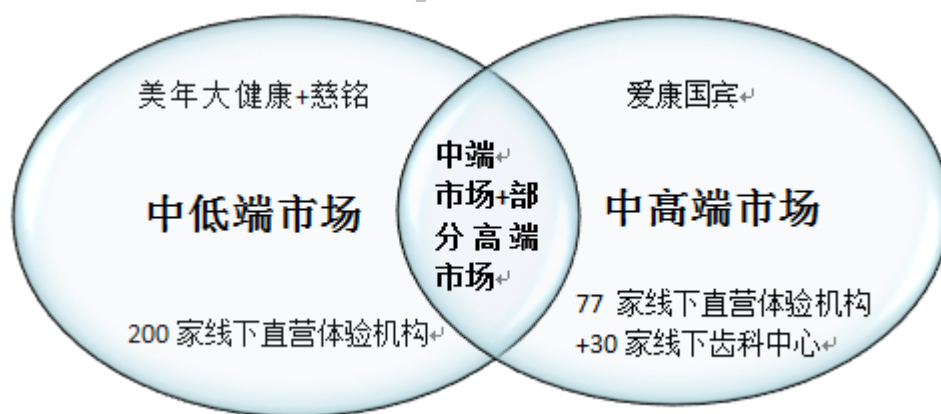


图 4-1 市场定位对比

由图 4-1 来看，爱康国宾定位中高端市场，主要为公司客户提供健康体检、疾病筛查、齿科服务等。国企、机关、私企等单位客户占爱康国宾目前收入的 80%。爱康国宾 2014 年纳斯达克上市募资的 1.53 亿美元，其中 70% 用于投资或并购体检与医疗中心；15% 投资或并购齿科中心。

对比爱康国宾的定位，美年大健康则主要将注意力集中在中低端市场（如图

4-1)。虽然获得了原先慈铭中高端市场部分的市场，填补了在高端市场领域的部分空白，但其中高端市场的竞争力远不如爱康国宾。

(2) 完善其互联网医疗布局

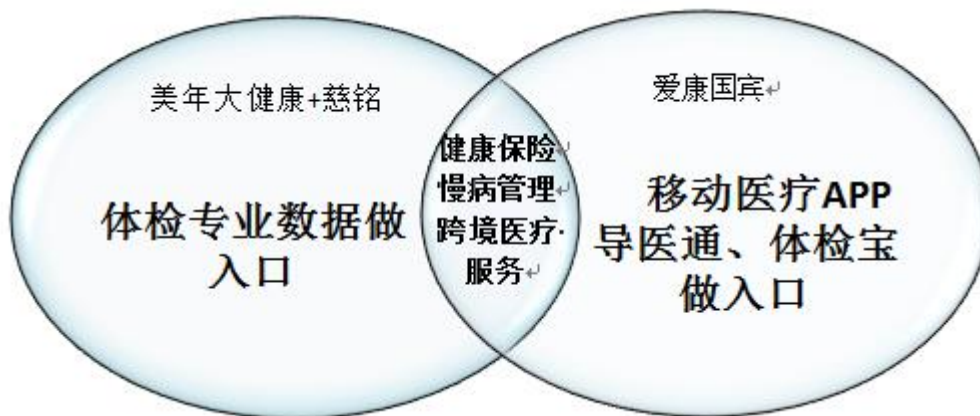


图 4-2 互联网医疗入口对比

从图 4-2 可知，美年大健康利用体检行业的海量数据做入口，开始向保险、慢病管理、疾病转诊等领域延伸。而爱康国宾在张黎刚的带领下，公司的发展战略就是将 IT 技术和传统医疗服务结合，以移动医疗平台做入口整合各种预防与医疗服务，建立起一个全方位的健康管理平台。至今，爱康已经有了导医通 APP、体检宝 APP 等一系列成果，胜过美年。美年如能收购爱康国宾，不但能避免与爱康国宾在互联网领域的交锋，又能充分完善其互联网医疗布局。

(3) 占领更大的市场份额，获取市场支配力量

俞熔带领下的美年大健康一直野心极大，无论是最起初收购深圳瑞格尔，还是到最近收购慈铭，美年的每一步壮大都是通过并购完成的。如果能成功收购爱康国宾，美年将在民营体检行业一枝独秀。

5. 结合上述案例，试分析谁会在这场股权之争中获胜。

从爱康国宾和美年大健康的市场占比、资本规模、经营状况、私有化战略四方面进行分析：

(1) 从两者的市场占比分析：在市场占比上，美年收购慈铭后门店分布覆盖了全国 70 个城市，门店数量达到 200 多家，当年年体检人数超过 1000 万；而爱康的门店分布在 17 个城市，至 15 年门店数量为 77 家，年体检人数约 588 万。爱康国宾无论是在门店分布、门店市占率还是业务数量上都远落后于美年大健康。爱康主攻中高端市场的市场定位一定程度上限制了其市场份额的扩张，而美

年如今已经拥有了原本属于慈铭的全部门店和中高端客户群。

(2) 从两者的资产规模分析：如图 5-1，现阶段爱康的资本总额更加雄厚，但资产负债率相对较高。2015 年美年成功上市后从国内 A 股市场上获得了大量的资本供应，而爱康在美国纳斯达克市场市值一直被低估。如果这场股权拉锯战持续，爱康就无法顺利从纳斯达克退市，而美年能在高估值的 A 股市场获得源源不断的资金供应，其资产规模很可能在短期内超过爱康国宾。

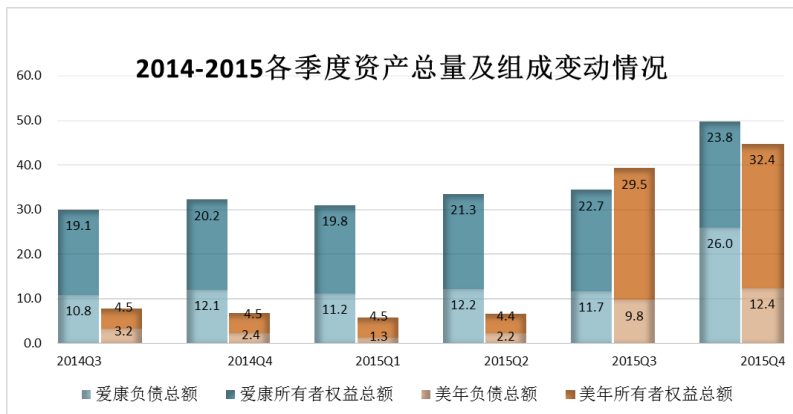


图 5-1 爱康国宾与美年大健康资产比较

(数据来源：公司各季度财务报表)

注：由于上市地点不同，爱康国宾的数据由美元换算得到

此外，双方买方团的综合实力也是衡量双方资产的重要因素。截至本案例完成时，双方买方团成员如表 5-1 所示。双方的队伍实力相近，但是从美年买方团报出的 25/ADS 收购价来看，比爱康最初的买价格提高了 40.4%，可看出其充足的资金与信心。而爱康加入新财团后未能给出更高价格，加之声明中阿里巴巴、中国人寿可随时退出的条约，这样看来，美年大健康在这场私有化价格战中掌握了主动权。

表 5-1 爱康和美年双方买方团全部成员

	爱康为首的内部买方团	美年为首的外部买方团
团成员	爱康国宾董事长张黎刚 方源资本 *阿里巴巴投资有限公司 *中国人寿投资控股有限公司 *新华保险旗下中国新华资本国际管理有限公司 *LTW 资本捷豹投资有限公司 *安大略教师退休金规划局 *天君联赞鹏企业管理咨询合伙企业（有限合伙）	江苏三友股份有限公司 深圳市平安德成投资 太平国发（苏州）资本 华泰瑞联基金 北京红杉坤德投资管理中心（有限合伙） 凯辉私募股权投资基金 *上海源星胤石股权投资合伙企业（纪源资本） *上海赛领资本管理有限公司 *海通新创投资管理有限公司

注：标*号的为新加入的成员

（3）从两者的经营状况分析：对比图 5-2、5-3 数据可知，美年在营业收入和净利润方面不及爱康。同时美年在门店数量和服务人数上远超爱康国宾，其营收和净利润总额来自更大规模的门店和业务量基础，如此，从单位营收来看，美年远远不及爱康。爱康一直致力于实业发展，走高端市场，而美年一直走的是并购的道路，业务质量和客户体验是美年的弱势。

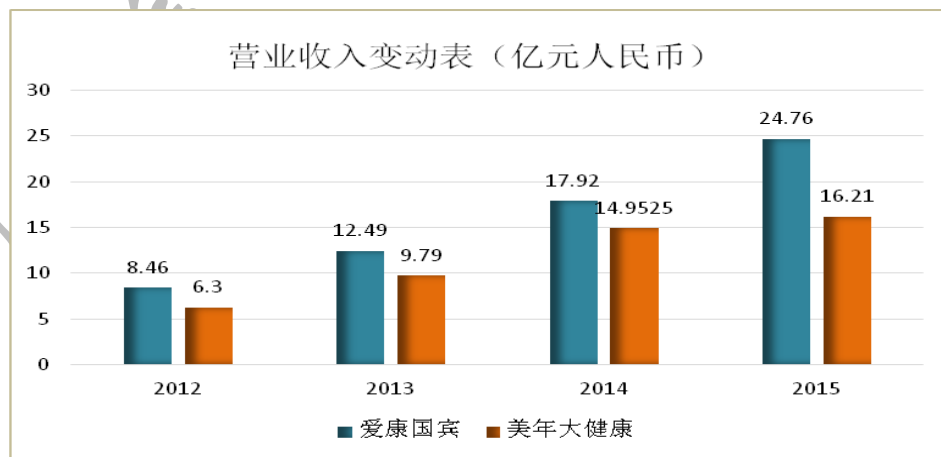


图 5-2 爱康和美年营业收入比较（数据来源：公司各年年报）

注：由于上市地点不同，爱康国宾的数据由美元换算得到

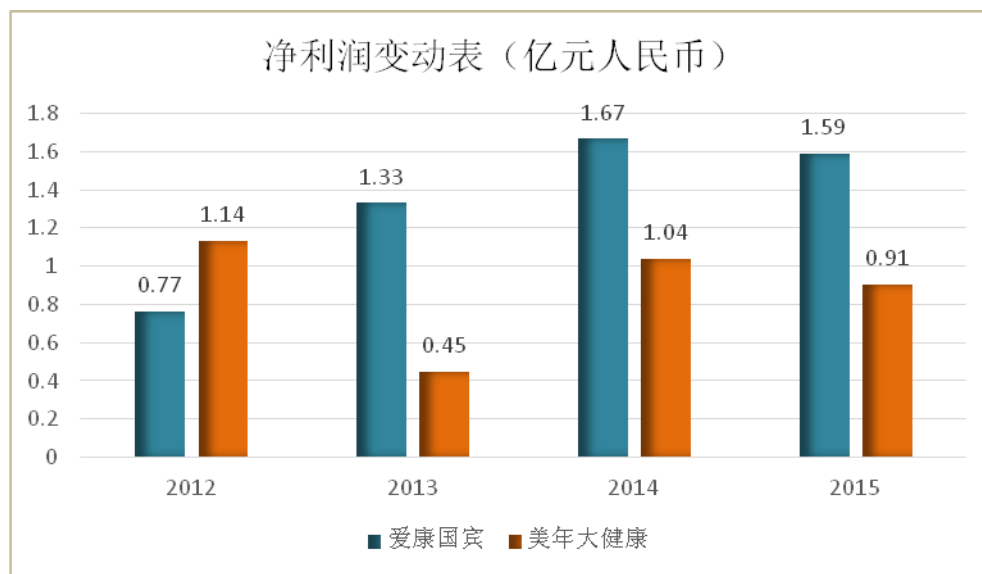


图 5-3 爱康和美年净利润比较（数据来源：公司各年年报）

注：由于上市地点不同，爱康国宾的数据由美元换算得到

（4）从双方战略角度分析：目前爱康拥有 64% 的非关联股东，这些小股东的选择将是获胜的关键。美年的战略是打价格战，目前美年总市值 373.76 亿人民币远高于爱康总市值转换人民币后的 81.7 亿，而且资本后盾实力雄厚。相较于张黎刚给出的价格，美年溢价 40.4% 的价格对中小股东更有吸引力。另外，美年放出消息称后面还将持续提高溢价，在财力和决心上都强势过张黎刚。对于美年来说，主要的问题是现有大股东不愿意抛售股份。但目前爱康的非关联股东拥有 64% 的股权，美年只需在二级市场收购到超过 50% 就可成为爱康绝对控股股东，即使不能完成对爱康私有化，仍然不影响俞熔对双方的整合。

张黎刚最后的王牌是毒丸计划，即用摊薄股权来提高美年的收购成本。但这是非常危险的选择，一旦摊薄股权，爱康的股票在资本市场的吸引力必将降低，在此效应下张黎刚要完成私有化，其成本和难度都会大大增加，对运营产生难以估量的负面影响。此外，爱康国宾“毒丸计划”中，独立委员会拥有终止权。这是一个天然障碍，如张黎刚既不提高内部邀约价，又不顾中小股东权益启动“毒丸计划”，恐怕会加剧中小股东的不满。从美国股市对股民利益的重视程度，“毒丸计划”大有可能遭到终止。

综合以上分析，从现阶段发展来看美年大健康获胜的几率较大。同时不排除另外一种可能，即最后双方达成妥协，联合起来协议收购，但即使如此，美年也占据优势。

6. 爱康私有化回归 A 股的过程中存在哪些金融风险，如何进行相应的风险管理？作为外部顾问，对要进行私有化的公司提出一些建议。

(1) 爱康国宾私有化回归过程中，主要面临以下一系列金融风险：

① 财务风险：爱康国宾作为上市企业，私有化成本费用较高，资金需求巨大，财务风险高。私有化的流程和操作复杂，需要律师、会计师、财务顾问等的专业服务，价格昂贵；杠杆交易举债的融资费用往往也是数额巨大。爱康国宾此次通过要约收购实现私有化，即使中小股东接受了其最初的 17.8 美元/ADS 的价格，爱康也要为此负债达近 20 亿人民币的并购贷款，美年利息就高达 1 亿元，按照目前爱康国宾每年产生的经营性现金流 2 亿来算，一半拿出来填补利息对其正常经营会带来巨大负担和负面影响，何况 17.8 美元/ADS 只比爱康股价溢价 9-18% 左右，尚低于普遍私有化邀约溢价比例。此外，美年的借势加入肯定会提高最后的邀约价格。高的私有化资金需求和债务成本，使得爱康即使私有化成功也会沉重的债务负担，影响未来的盈利能力，甚至造成资金链断裂，公司倒闭。

② 法律风险：美国的资本市场作为最发达的资本市场之一，对公司私有化的监管和审查很严格，从公司提出私有化到正式退市一般需要 4-6 月时间，最长的达数年，企业在任何一个环节或条件上没有达到相关的法律法规的要求，私有化就无法完成。而且，私有化决议在美国的最终通过都需要满足以下两个条件：一、表决中至少有 75% 的独立股东亲自或授权投赞成票；二、独立股东中不得有超过 10% 投反对票。如果在特别股东会上私有化决议未被表决通过，私有化进程将被迫终止，且一年内不得重启。从上述规定可以看出，在美国的上市公司要私有化并不容易，不确定性很多，风险很大。且公司私有化期间股票仍正常交易，如果私有化失败会对股价产生非常大的负面效应，很多私有化失败的公司的股价甚至跌到比宣布私有化前还低。爱康如果想从美国退市，在长达一年甚至数年的过程中存在诸多变数，必须承担高法律风险。

③ 被收购的风险：这也是爱康现在正面临的危险。公司一旦宣布私有化，就可能面临私有化股权竞争，使原本的大股东失去对公司的实际控制权。在爱康进行私有化的关键时候，美年发出“无约束力”的私有化要约，宣布加入其私有化，使爱康陷入被收购危机。虽然爱康采取了“一票否决”和“毒丸计划”等措施，但美年的要价格还是一路提高到的 25 美元/ADS，比最初溢价 40.4%，令爱

康面临控制权易主的风险。

④ 再上市失败风险：私有化后回归境内 A 股上市将遭遇较多障碍。爱康称其私有化是公司战略调整的需要，但私有化必然会消耗大量的资金，退市后公司的影响力也有可能下降，这些都将影响公司预期战略的成功实施。目前美国上市审批实行的是注册制，而国内实行的是核准制，而且目前我国 A 股市场的国际版还未推出，外资企业无法直接在 A 股上市。因此，如果爱康国宾想成功实行 PPP 策略，先在海外私有化退市，然后谋求回归国内 A 股上市，首先会面临在更具行政色彩的核准制下能否顺利通过中国证监会上市审批的问题，此外还会面临能否满足国内法规对上市公司的利润指标、注册地和注册年限等相关要求的问题。在私有化完成后，爱康必须尽快拆除 VIE 结构以符合 A 股上市要求，这也需要时间和与外资股东间的利益协调。直接 IPO 是所有想登陆 A 股公司的梦想，这也是最难实现的。与 IPO 相比，借壳上市也是很好的选择，但合适的壳很紧俏，争夺也很激烈，价格不菲，同样存在不确定性风险。最后还要考虑公司的价值能否被 A 股市场的投资者认可，另外 A 股市场退市机制还不完善，所以爱康私有化后再回归 A 股的战略布局风险很大。

由以上的分析可以看出爱康国宾私有化过程中存在很大的风险，如何管理好这些风险对于爱康能否成功实现私有化是至关重要的。首先对于存在的财务风险，爱康组成了由 8 家财团组成的私有化买方团，但是随着美年的搅局，爱康面临着更大的资金压力，这需要爱康寻求更大的资金来源。其次，对于存在的法律风险，爱康应该及时向其股东披露其私有化意图及其进展，以获得大多数股东的支持，同时在私有化过程中，应该严格按照法律程序来，以避免存在的法律风险。再者，面对可能被美年收购的风险，爱康已经采取了毒丸计划来应对，但是毒丸计划伤人伤己，爱康应该采取更适合自己的反收购策略来应对美年的狙击。最后，如果爱康私有化成功，想在 A 股成功上市，应该注意国内股市与美国股市的差异，采取相应的调整措施，尤其是要积极拆分其 VIE 结构，拆分时可能有中美两国法律风险，以及随着时间而来的估值风险，所以爱康应该加快其私有化动作，拖得时间越长，风险越高，回归必然变得更加艰难。

（2）给予想进行私有化的公司的建议：

私有化退市在发达的资本市场上是一种正常的市场机制。上市公司与非上市

企业可以依据某些环境或者条件的变化平稳地过渡。如果在某些条件或者环境下，保持上市地位能够为企业创造价值，那么上市的决策是合理且正确的；而如果某些环境或者条件发生了变化，企业需重新考量是否继续保持上市地位，当上市不再恰当的时候，私有化退市则是一个理性地选择。因此，企业应理性看待私有化退市的问题，同时公司也应该了解私有化存在的风险，一旦启动私有化，则要采取相应的风险管理措施。

一方面：企业在必要时应果断私有化。如果继续维持上市地位不再符合企业的发展需要，那私有化处理相对更能体现企业的根本利益。企业通过私有化退市，可以有效地摆脱股价持续走低的困境，防范被恶意收购，增加股东财富；同时，还可以摆脱作为公众企业而受到各种监管约束，可以进行企业战略规划和调整；摆脱维持上市地位的高昂成本，给管理层以适当的激励；摆脱在证券市场融资能力的衰退，通过私有化以便以后重新上市。

另一方面：也不能盲目私有化退市，应看清私有化存在的风险，有效地控制风险。首先公司应该根据自身的财务状况，分析自己的资本实力及私有化中存在的财务风险，必要时，为保证资金来源，可与私募基金、银行等金融机构谈好条件、达成融资协议，提前做好防范措施。其次，公司应该考虑进行私有化是否潜在的法律与诉讼风险；若私有化收购要约的价格和条件与某些中小股东的期望存在较大差异，或者私有化战略不符合他们的利益或投资策略时，中小股东可能会提出异议，甚至会向法院提起诉讼。各国法律都会保护中小股东的利益，这时有关监管机构就会对私有化的发起人展开调查，以核查私有化是否有损其他股东的权益。这样，企业就陷入法律纠纷之中，不得不花费大量的人力物力来应付这些方面，还会因此贻误私有化的最佳时机。所以公司应该合理定制收购要约的价格，确保获得适当溢价，确保中小股东的合法权益不受损害，积极避免诉讼风险。再者，公司应该对自己所处的行业环境进行准确地评估，判断在私有化过程中是否存在第三方来搅局，避免出现类似于爱康与美年私有化股权争夺的问题。最后，在私有化过程中应特别注意程序的公正性、董事会的独立性、信息披露的及时有效性和用好外部顾问，避免可能的法律风险。

总而言之，企业应理性看待私有化退市问题。要根据国内外资本市场环境，结合企业自身的经营状况和发展战略，谨慎决定是否要进行私有化，既不要害怕

私有化退市，也不要盲目跟风。当决定要进行私有化退市时，还应当合理制定私有化方案，控制好风险。

五、参考文献

- [1] Renneboog,L.D.R., Simons,T. and Wright,M. Why do public firms go private in the UK? [J]. Journal of Corporate Finance, 2007 (13): 603
- [2] Andrew Skouvakis. Exiting the public markets: a difficult choice for small public companies struggling with Sarbanes-Oxley[J]. 109 Penn St.L.Rev., 2004-2005: 1288
- [3] Shimizu,K., Hitt,M.A., Vaidyanath and D,PisanoV. Theoretical Foundations of Cross-border Mergers and Acquisitions; A Review of Current Research and Recommendations for the Future. Journal of International Management,2004(10): 307-353
- [4] Holmstorm,B. and Kaplan,S.N. Corporate governance and merger activity in the U.S: making sense of the 80s and 90s[J]. Journal of Economic Perspectives 15, 2001 (4): 121-144
- [5] Fred Weston, Juan Siu and Brian ohnson. Takeovers, Restructuring & Corporate Governance. Prentice Hall New Jersey, 2000
- [6] John Pound. The Effectiveness of Anti-takeover Amendments on Takeover Activity[J]. Journal of Law and Economic, 1987(30): 353-367.
- [7] Jensen,M.C. and R.S.Ruback. The market for corporation control: the scientific evidence. Journal Financial Economics, 1983(1):323-329
- [8]田良. 毒丸计划对目标公司的利弊分析[J]. 中外企业家, 2015 (2)
- [9]翟浩. 上市公司私有化退市: 路径、特征与立法建议[J]. 人民论坛, 2013 (5): 72-73
- [10]曹猛. 基于恶意收购的上市公司反收购策略研究[D]. 河南大学,2013
- [11]刘向东, 常德鹏. 中国境外上市企业私有化退市问题研究[J]. 金融市场, 2012(7)
- [12]叶伟. 中国公司在美上市私有化问题解析[J]. 国际商务财会, 2012 (7): 60
- [13]王木之. 上市公司私有化行为背后的回购股票动机探讨——基于阿里巴巴网络有限公司股票回购的案例分析[J]. 会计之友, 2012 (34): 74-77
- [14]孙冰, 李小晓. 逃离华尔街中国概念股私有化退市风潮[J]. 中国经济周刊, 2012 (11): 25-33
- [15]聂红梅. 敌意收购中反收购策略选择的法律规制[J]. 科技信息, 2010(24)
- [16]赵金龙,李岩. 董事主导毒丸反收购措施利弊分析[J]. 2009
- [17]马俊芳. 简述我国董事会可采取的事后反收购措施[J]. 法制与经济,2009.
- [18]唐双喜. 敌意收购中毒丸计划的财富效应研究——新浪毒丸计划研究[D]. 厦门大学, 2008
- [19]谭国华. 毒丸计划的法律问题研究——以“盛大收购新浪案”为例的分析[D]. 西南政法大学, 2008
- [20]高大勇, 陈立. 宋蔚蔚.上市公司收购[M]. 北京经济科学出版社, 2004

[21]张新. 并购重组是否创造价值[J]. 经济研究, 2003 (6): 20-29.

[22]冯根福, 吴林江. 我国上市公司并购绩效的实证分析[J]. 经济研究, 2001 (1): 54-62.

六、关键点

1、关键点：本案例结合理论与实际分析爱康国宾与美年大健康之间的私有化股权博弈状况，探讨爱康国宾私有化的原因，私有化回归 A 股过程中的金融风险以及爱康和美年在收购与反收购过程中各措施的实施原因、理论依据及影响。基于财务报表分析方法，判断谁会在私有化股权大战中胜出；同时，基于金融风险管理理论，分析公司在私有化过程中如何有效地管理风险。

2、关键知识点：基于收购与反收购理论，分析本案例中双方公司在私有化股权争斗中一系列措施的实施原因及其影响，探讨公司在私有化过程中存在的金融风险，了解金融风险管理理论在公司进行私有化过程中的指导性作用。利用财务报表分析方法，对公司的经营状况进行综合分析，探究本次私有化股权大战的结果。

3、能力点：分析与综合能力、批判性思维能力以及解决问题的实际能力。

七、建议课堂计划

本案例可以作为专门的案例讨论课来进行，如下是按照时间进度提供的课堂计划建议，仅供参考。

整个案例课的课堂时间控制在 90-100 分钟。

1. 课前计划：

(1) 请学生自学相关理论。

(2) 提出启发思考题，请学生在课前完成阅读和初步思考。

2. 课中计划：

(1) 课堂前言(2-5 分钟)。简单扼要、明确主题

(2) 分组讨论(30 分钟)，准备发言大纲

(3) 小组发言(每组 10 分钟)。幻灯片辅助，控制在 40 分钟

(4) 引导全班进一步讨论，并进行归纳总结(15 分钟)

3. 课后计划：

请学生上网搜索该股权大战的最新信息，并利用学习的相关理论，运用不同的方法对此次博弈的影响和结果进行分析，同时在课后进行小组间的交流与信息共享，提出最佳的分析方案，最后撰写出案例分析报告(1000-1500 字)。

(案例使用说明字数：13,068)

中国金融专业学位案例中心