

SNAI

Shanghai National Accounting Institute

上海国家会计学院 案例集

(第一辑)

上海国家会计学院 编



经济科学出版社
Economic Science Press

上海国家会计学院 案例集

(第一辑)

上海国家会计学院 编

经济科学出版社

图书在版编目 (CIP) 数据

上海国家会计学院案例集. 第1辑 / 上海国家会计学院编. —北京: 经济科学出版社, 2011. 2

ISBN 978 - 7 - 5141 - 0362 - 5

I. ①上… II. ①上… III. ①会计学 - 案例 IV. ①F230

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2011) 第 018531 号

责任编辑: 白留杰 张占芬

责任校对: 杨 海

技术编辑: 李 鹏

上海国家会计学院案例集

(第一辑)

上海国家会计学院 编

经济科学出版社出版、发行 新华书店经销

社址: 北京市海淀区阜成路甲 28 号 邮编: 100142

教材分社: 88191354 发行部电话: 88191540

网址: [www. esp. com. cn](http://www.esp.com.cn)

电子信箱: bailiujie518@126.com

北京欣舒印务有限公司印刷

华丰装订厂装订

787 × 1092 16 开 20.75 印张 380000 字

2011 年 6 月第 1 版 2011 年 6 月第 1 次印刷

ISBN 978 - 7 - 5141 - 0362 - 5 定价: 38.00 元

(图书出现印装问题, 本社负责调换)

(版权所有 翻印必究)

序

经过近两年的准备，这套凝结着上海国家会计学院教师许多心血的论文集和案例集即将付梓出版了。建院十周年之际，当散发着油墨清香的书稿呈现在我面前时，内心不由得感到欣喜。这套案例集反映了我院教师在学术道路上孜孜以求、不断进取的精神和成绩，是我院教师研究成果和研究能力的展示，体现了十年来教师们的不断探索与成长，也是学院十年发展成效的最好证明。

此次出版的案例集收集了2000~2008年以来学院教师在《管理世界》、《会计研究》、《审计研究》、《财政研究》以及《中国工业经济》、《数量经济技术经济研究》等权威学术期刊公开发表的近百篇学术论文，涉及会计与审计、财务与金融以及产业经济与战略等诸多前沿领域。案例集中收录的案例也都是学院教师近年来自主开发的优秀案例，其中的一些已经在《管理世界》等公开发表，全部案例都经过教师们的教学实践及反复修改，受到了学员的广泛好评。学院教师队伍以中青年骨干教师为主，十年里，我与他们有过无数次的促膝长谈，常常我们都会为交流所迸发出的火花激动不已，我了解他们对于上海国家会计学院的情感，也感动于他们对于教学与研究工作的热情。他们都曾遇到过种种困难与困惑，但从未畏惧与退缩，而是用他们求真务实、执著奋进的科研精神努力攻克一个又一个难题，不断攀登学术高峰。经过十年的历练与洗礼，我很高兴他们能扛起属于上海国家会计学院自己的学术大旗。

上海国家会计学院是在前国务院总理朱镕基同志的倡导下建立的高级经济管理人才国家级继续教育基地，学院于2000年9月正式组建。1995年6月22日，朱镕基总理在国家会计学院基地建设的批示

中指出：“举办注册会计师培训中心很有必要，这是根据泽民同志关于要培养 30 万注册会计师的指示提出来的。这是千秋万代的事业，是为社会主义市场经济奠基的一件极为重要的事情。”2001 年 4 月 16 日，朱镕基总理视察我院时指出，“实行社会主义市场经济，不能没有与之相适应的‘游戏规则’。不按‘游戏规则’办事，经济秩序就会大乱，现代化就不可能实现。要按‘游戏规则’办事，就必须培养大批高素质的会计人才。‘不做假账’是每个会计人员最基本的职业道德和行为准则，应该铭刻在国家会计学院每一个师生的心里”，“做假账，中国没希望；不做假账，中国有希望”，金石之言，掷地有声。短短几句话，道出了国家会计学院所肩负的重任和使命，也道出了他对中国经济的良苦用心和深切期望。

以财政部为坚强后盾，在董事会单位以及社会各界的大力支持和广泛关注下，成立以来，上海国家会计学院取得显著的办学成效。十年里，学院形成了较为清晰的办学思路、办学模式以及短期培训、学位教育、远程教育“三足鼎立”的事业格局，截至 2009 年，学院已累计举办短期培训、学位教育、远程教育、国际培训等各类项目 1 600 多班次，培训学员 40 万多人次，这样的培训规模在全国的教育机构中是不多见的。2008 年、2009 年，学院与美国亚利桑那州立大学合作举办的金融与财务方向 EMBA 项目被英国《金融时报》分别评为全球 42 名、41 名（中国大陆地区第 4 名），连续两年跻身全球 50 强，学院在探索高级经济管理人才培养模式方面取得了明显的成效。学院还是中国政府倡导成立的亚太财经与发展中心（AFDC）所在地，该中心是中国政府在亚太经济合作组织（APEC）框架下倡导建立的第一个旨在促进区域能力建设的机构，为加强区域内各经济体金融发展领域的能力建设作出了积极贡献，成为中国政府开展“财经外交”的重要平台。

十年来所取得的进步和发展与学院教师的努力和贡献是密不可分的。教师是学校的核心竞争力所在，学院从一开始便着手建立一支具有较高专业素养和行业影响的专职师资队伍。目前，学院建立了一支 30 多人的师资队伍，他们都是复旦大学、上海交通大学、上海财经大

学、厦门大学、香港中文大学等国内一流大学财务、会计、金融等专业的博士，其中很多都有在国内著名证券公司、国际“四大”会计师事务所从业的丰富实践经验。他们也都有更好的发展机会，但十年来，他们始终默默地坚守着学院的学术阵地，不为所动，心无旁骛，潜心钻研，用心教学，他们的这种奉献和执著精神着实令人感动。除了学院的专职师资外，学院每年外聘的师资也在200人以上，尽管专职师资的人数不多，但他们的授课课时已占到学院总课时的40%。学院教师的教学和研究能力与建院之初已不可同日而语，他们中的很多人都成为社会培训机构争相聘请的热门师资。到学院来学习的学员绝大多数都是公司、金融机构的高层管理者，为他们授课不仅需要深厚的理论功底，更需要谙熟资本市场、企业经营管理等实践，能得到这些学员的认可是相当不容易的。学院教师取得这样的发展，我为他们感到骄傲，同时也甚感欣慰。我想，此次出版的论文集、案例集即是学院十年来师资队伍成长的最好见证。

十年树木，百年树人。学院里当年的小树苗如今已长成大树，蔚然成林，它们是流动的风景，也是凝固的历史，静静地见证着我们的奋斗和努力，我很高兴能带领这样一支有抱负、有激情、永远不缺乏斗志的优秀团队。历史是一所学校最好的名片，古今中外，概莫能外。因此，相对于动辄具有百年校史的世界名校来讲，相对于长期发展来讲，相对于国家人才战略的百年大计而言，学院的十年校史当然还是显得有些过于短暂。对于下一个5~10年的发展，国家会计学院董事会提出了努力实现跨越式发展、建设“国际知名会计学院”的发展目标。十年的发展，尽管我们取得了一些成绩，实现了超常规发展，但想到学院的愿景和使命，我更愿意想象激动人心的未来。

谨以此序感谢学院教师为上海国家会计学院发展作出的卓越贡献和不懈努力，并向十周年院庆献礼。

是为序！

夏大忠

2011年5月于上海国家会计学院



控股溢价、流通溢价与上市公司要约收购

——南钢股份案例研究 张人骥 刘春江 / 1

要约收购下的股东权益保护

——中国石化要约收购下属子公司案例研究 王怀芳 袁国良 / 23

日产汽车公司墨西哥市场进入策略 夏大慰 / 42

金枫酿酒：差异化战略 夏大慰 / 58

上电股份：热电联供的价格规制 夏大慰 / 71

京都议定书：清洁发展机制与碳交易 夏大慰 / 87

激励机制案例：万科（000002）的限制性股票激励计划 赵春光 / 97

附录：股权激励、风险厌恶与机会主义行为

——万科限制性股票激励计划的案例分析 赵春光 / 114

深发展 2004 ~ 2006 年年报中的盈余管理 单喆懿 / 132

经营租赁：动机和对财务报告的影响

——东方航空的案例 张人骥 陈 倩 / 144

长虹公司

——扩张之路 卢文彬 / 168

上市公司缘何偏好股权融资

——深圳万科集团可转债融资的案例研究 王怀芳 / 186

A 国卫星公司的收入是否在中国缴税？

——对营业利润、租金、特许权使用费和税务救济

程序的分析 周 叶 / 197

制度安排与盈余管理：宝钢权证的案例

分析 邓传洲 赵春光 张人骥 / 210

经营风险和财务风险分析：航空公司案例 赵春光 / 226

上海国家会计学院案例集（第一辑）

钢丝上的舞蹈——企业道德风险控制	曹声容 高 伟 /	249
财务杠杆对企业盈利的影响		
——电力行业案例分析	单喆懋 高 杨 /	264
商业银行的作业成本与传统成本比较案例	单喆懋 袁文军 /	311
跋		322

控股溢价、流通溢价与 上市公司要约收购

——南钢股份案例研究*

张人骥 刘春江

一、研究背景与目的

2002年9月，中国证监会发布《上市公司收购管理办法》（以下简称《收购办法》），同年12月1日正式施行；时至今日，《收购办法》施行已经两年有余，也直接促成了南钢股份等十起要约收购^①的发生。

要约收购之所以得以出现，并呈愈演愈烈之势，是因为《收购办法》在《证券法》对上市公司收购原则性规定的基础之上，借鉴英美和香港地区上市公司收购的立法精神，结合中国上市公司股权特征，在操作层面上规范并细化了上市公司要约收购条款。

要约收购是指个人或团体以高于现行市价的出价在全国性证券交易场所收购上市公司股票的行为。^②以收购人是否自愿发出收购要约为标准，要约收购可以分为强制要约收购和主动要约收购；以要约标的是否是目标公司其他股东持有的全部股份，要约收购可以分为全面要约收购和部分要约收购。

我国《收购办法》规定，强制要约收购必须收购全部股份，主动要约收购不得超过目标公司30%的股份；由此可见，在我国强制要约收购与全面要约收

* 原文发表于《管理世界》，2006年第2期。

① 按照要约收购发生的时间顺序排列，分别是南钢股份（600282）、江淮动力（000816）、成商集团（600828）、亚星客车（600213）、长江股份（600496）、东华实业（600393）、美罗药业（600297）、山东临工（600162）、大厦股份（600327）和金晶科技（600586）；对这十家公司的分析参见刘春江（2005）。另外，在本文写作期间又发生了安源股份（600397）要约收购。

② SEC v. Carter Hawley Hale Store, Inc. 760 F.2d 945, 950 (9th Cir. 1985)，转引自汤欣：《公司治理与上市公司收购》，中国人民大学出版社2001年版，第254页。

购，主动要约收购与部分要约收购是相互对应的。包括南钢股份在内的要约收购都是强制要约收购，因此本文的要约收购特指强制（全面）要约收购。

采用强制要约收购的国家主要有法国、英国及其原属殖民地。英国是最早规定强制要约收购制度的国家，《收购与兼并城市法典》规定，任何人或一致行动人通过收购股份取得受要约公司股东大会 30% 以上的投票权，必须向目标公司全体股东发出全面收购要约，按照要约人或一致行动人在要约之前 12 个月内为购得该类股票所支付的最高价格，收购目标公司所有发行在外的剩余股份。我国《收购办法》规定，收购人持有、控制一个上市公司的股份达到该公司已发行股份的 30% 时，继续增持或者增加控制的，应当以要约收购方式向该公司的所有股东发出收购其所持有的全部股份的要约；从《收购办法》具体条款的规定来看，我国基本上是参照了英国的体例。

作为中国上市公司要约收购第一案的南钢股份案例，具有开创性的理论和现实意义。要约收购制度旨在保护中小股东，由于中国的制度背景有其特殊性，中国要约收购对股东的保护情况如何，将是我们重点关注的问题，我们也将通过南钢股份案例的分析试图回答这一问题。

二、控股溢价、流通溢价及其影响因素：文献回顾

1. 控股溢价。强制全面要约义务的理论基础在于，收购行为使得公司控制权转移，常常导致主营业务和经营思路的重大改变；在此过程中，中小投资者往往处于无助状况。如果收购人发出全面要约，则其他股东有机会脱离公司并分享控股溢价，可以体现公平原则。^① 所谓的“控股溢价”，是指公司控制权交易中，控股股东交易价格高于市场股价的比例。^②

Bradley（1980）考察了美国发生的 161 起控制权交易事件，发现收购方的出价平均要高出当时市价约 13%；他认为这一溢价并非来自收购方对净现金流量的索取权，而是来自对被收购企业股票的控制权。

① 简单而言，强制要约收购的法理包括两点，一是“脱离公司”，二是“分享控股溢价”，后文中我们将严格按照这两条标准来考察股东保护的状况。事实上，股东保护的定义相当复杂，可参见 La Porta 等（1998）和张人骥、刘春江（2005）。

② 为什么存在控股溢价，法学界的解释是因为资本多数决原则，参见 Robert W. Hamilton（1991）；经济学界的解释是因为控股股东可以通过其控股地位获取私人收益，又称控制权价值、控制权收益或控制权私人收益（Private benefits of control），参见 Grossman 和 Hart（1988）。

Barclay 和 Holderness (1989) 考察了 1978 ~ 1982 年, 在纽约证券交易所和美国证券交易所发生的 63 项大宗股权交易, 并利用交易价格计算出了控股溢价。大宗股票交易一般代表公司控制权的转让交易, 在一个有效的市场上, 股票市价反映了大股东进入后所能带来的公共收益, 因此大宗交易价格与其公告后股票市价的差额就代表控制权价值, 特别是控制的私有收益。他们计算出的平均溢价水平达到 20%。

采取与 Barclay 和 Holderness (1989) 同样的方法, Dyck 和 Zingales (2002) 对全球范围内的 39 个市场经济国家的 412 宗控制权交易进行了研究, 发现大宗股权交易价格比公告后股票市价平均高出 14%。

Hanouna, Sarin 和 Shapiro (2002) 认为, 以市价作为基准价格并不合适, 因为在此情况下的溢价含有部分信息价值 (Informational Value),^① 只有以小额股权交易价格作为基准价格, 才能有效剔除信息因素的影响。他们以西方七国 (G-7) 在 1986 ~ 2000 年间的 9 566 宗收购案例为分析对象, 根据产业类别和交易时间等将控制权交易和小额股权交易进行配对, 计算出控制权交易价格平均比小额股权交易价格高出 18% 左右。

中国资本市场的突出特征是流通股与非流通股的割裂, 流通股在沪、深交易所通过集中竞价交易, 具有相当高的流通性, 可获得其即时价格; 非流通股在总股本中占比较大, 持股较集中, 在场外通过协议转让方式进行交易, 交易价格形成的偶然性较大。股权分置导致我国上市公司收购具有鲜明的特点, 收购方往往通过协议受让国家股或国有法人股实现其目的。

唐宗明、蒋位 (2002) 借用 Barclay 和 Holderness (1989) 的方法, 根据中国上市公司大宗股权转让数据, 变通性地以每股净资产为基准价格,^② 计算了中国上市公司的控股溢价 (该文表述为侵害度); 研究发现, 控制权平均溢价近 30%, 并且公司规模越小, 透明度越低, 中小股东利益受侵害程度越高。

施东晖 (2003) 沿袭并发展了 Hanouna, Sarin 和 Shapiro (2002) 提出的方法, 以非流通股转让中的控制权交易和小额股权交易的价差来估算我国上市公司的控制权价值, 研究结果显示, 我国上市公司的控股溢价平均为 24% 左右。公

^① 例如, 并购者可能会因为他拥有目标公司被低估的信息, 又或者并购者希望通过并购获得某些专属资产等。

^② 《股份有限公司国有股股东行使股权行为规范意见》第 17 条规定, 国有股份转让的价格必须依据公司的每股净资产值、净资产收益率、实际投资价格 (投资回报率)、近期市场价格以及合理的市盈率等因素来确定, 但不得低于每股净资产值。可见, 每股净资产在国有股权转让过程中担当重要角色, 而我国的上市公司收购主要是对国有股权的收购, 因此唐宗明、蒋位 (2002) 以每股净资产作为基准价格是基本合适的。

司盈利状况和现金流动性对控制权价值具有正向影响，而控制权竞争程度则对控制权价值具有负向影响。

基于中国股市特殊的制度背景和股权结构，施东晖（2003）认为，这种控制权价值主要来自于大股东的掏空（Tunneling）行为和公司本身具有的“壳”价值两个层面。事实上，“壳”的价值主要体现在后续的再融资计划上，通过再融资，控制性股东可以享受高额的每股净资产增长率（李康等，2003）；从这个角度来说，“壳”其实也体现为一种不同于西方国家的“新”的掏空方式。

根据唐宗明、蒋位（2002）和施东晖（2003）的研究成果，我们整理了控股溢价的影响因素（见表1）。

表1 控股溢价影响因素汇总

影响因素	变量定义	变动方向
公司规模	销售收入	-
盈利性	净资产收益率	+
现金流动性	现金及现金等价物与总资产之比	+
控制权竞争程度	第一大股东持股比例减去第二至第五大持股比例之和	-

为了更清晰地理解控股溢价，我们把上面的文献回顾整理为表2。

表2 控股溢价文献整理

作者	样本来源	样本量	溢价率（%）	基准价格
Bradley（1980）	美国	161	13	市价
Barclay & Holderness（1989）	美国	63	20	市价
Dyck & Zingales（2002）	全球39国	412	14	市价
唐宗明、蒋位（2002）	中国	90	30	每股净资产
Hanouna, Sarin & Shapiro（2002）	西方7国	9 566	18	小额股权交易价格
施东晖（2003）	中国	702	24	小额股权交易价格

资料来源：根据本文参考文献整理。

由表2可见，西方数据检验的结果，溢价率最高为20%，最低为13%，而中国的数据检验显示，溢价率分别为30%和24%。就大样本检验的结果而言，中国的溢价率相对于西方发达国家偏高；这从某种意义上说明，中国上市公司控股股东具有更大的私人收益。但是由于中国资本市场股权分置，唐宗明、蒋位

(2002) 和施东晖 (2003) 分别选取每股净资产、小额股权交易价格作为控股溢价的基准价格, 其实都是非流通股的溢价, 与欧美全流通情况下的溢价可能并不具有可比性。

2. 流通溢价。财务学经典理论认为, 股票价值决定于公司内在价值, 而公司价值又决定于利润和长期现金流的折现, 即公司未来收益的贴现; 这其中有一个隐含的假设, 即投资者持有股票至到期日。事实上, 可流通的上市公司股票的价值不仅决定于该公司未来现金收益的现值, 而且决定于流通性等诸多因素, 例如 Silber (1992) 考察了 1981 ~ 1988 年的 69 起私募发行的存信股票 (Letter Stock), 发现流通受限两年的非流通股相对其流通股价差为 33.75%, 某些股票的折价程度甚至高于 80%。

非流通股的流通性受到限制, 流通性的缺失必然导致价值被低估, 价格产生折让, 使得非流通股的价格低于流通股的市场价格。收益权利相同、流通性不同的证券之间的价格差异正是流通权利的价值体现。

Kahl, Liu 和 Longstaff (2003) 对受限制股票的价值进行了深入的理论分析, 他们利用连续时间 (Continuous-time) 证券组合模型研究了受限制股票的股东所承受的成本。研究发现, 如果受限制股票占持有人全部财产的 50%, 该股票与市场组合没有相关性, 则在持有人风险规避程度 (γ) 为 2 和限制性股票波动性 (ν) 为 0.3 的前提下, 非流通股价值将有较大的折价。具体而言, 如果限制期为一年, 那么股票对持有人的价值相当于其在没有约束状态下的 95.4%; 当限制期延长到 5 年时, 这个比例就下降到 71.9%。

这表明, 限制期越长, 受限制股票的价值越低。换一个角度来讲, 也就是流通不受限制的股票相对于限制性股票具有一定的溢价, 我们称之为“流通溢价”。如果对应的受限制股票受限时间较短, 则流通溢价较小; 如果受限时间较长, 则流通溢价相对较高。

刘力、王汀汀 (2003) 认为, 目前中国 A 股市场流通股的流通权价值可以分为两部分; 一部分是由于同时存在非流通股所给予流通股的特权价值; 另一部分是正常流通权的价值, 这一价值纯粹是由股票的流动性提供的。

流动性概念具有多重性, 较难作出精确定义。衡量流动性主要从交易即时性、交易成本和交易影响等三个方面进行考虑 (Kyle, 1985), 常用的指标有市场宽度 (Width)、深度 (Depth) 和即时性 (Immediacy) 等。市场宽度是交易价格偏离市场有效价格的程度, 一般用价差来表示; 市场深度是在不影响当前价格下的最大可成交量; 即时性是衡量一定的股票在对价格影响一定的条件下达成交易所需要的时间。靳云汇和杨文 (2002) 研究了上海股票市场的流动性影响

因素，发现交易量对流动性有显著正影响，收益率的波动率对市场流动性存在负影响，价格对流动性整体而言具有负影响。廖士光（2003）的研究表明，上市公司规模与公司股票的流动性之间存在着正相关关系。

以国外学者的研究成果为框架，Zhiwu Chen 和 Peng Xiong（2001）针对中国上市公司法人股拍卖和协议转让形成的价格与流通股的市场价格差异进行了对比研究，发现法人股的拍卖价格对流通股的折价率为 77.93%，而协议转让的折价率为 85.59%。研究还发现折价随公司流通股的波动性和负债率的上升而增加，随公司流通股本规模、股东权益回报率和交易量的上升而下降；公司上市时间越长，折价越大。

对以上文献进行总结，我们可以获得图 1 表示流通溢价的影响因素关系。

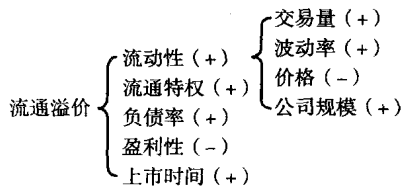


图 1 流通溢价的影响因素关系

图 1 中的波动率由日收益率的波动率来衡量，公司规模由销售收入来衡量，负债率即为资产负债率，盈利性用净资产收益率（ROE）来衡量。由图 1 可见，流通溢价的影响因素较多，至少包括流动性等五个指标，如果进一步分解，则多达八个指标。

三、中国要约收购第一案：案例概况

2003 年 3 月 19 日，南钢股份公告南钢集团与复星集团等公司联合组建南京钢铁联合有限公司（以下简称南钢联合）。由于南钢集团将其持有的南钢股份全部股票作为投资投入南钢联合，触发要约收购义务，导致中国要约收购第一案的出现。

该案例的相关各方主要有南钢集团、南钢股份、复星集团和南钢联合。南钢集团的前身是 1958 年成立的南京钢铁厂，注册资本 8.5 亿元，是江苏省最大的国有企业。南钢股份（600282）是 1999 年 3 月由南钢集团改制，将其下属七个生产单位的资产与负债划出设立的，联合中国第二十冶金建设公司等四家机构共

同发起设立，2000年9月19日在上交所上市；上市后，南钢集团持有公司70.95%的股份，四家战略合作者共持有0.48%的股份。南钢股份主营黑色金属冶炼及压延加工，钢材、钢坯及其他金属的销售。

复星集团是一家1992年创建的上海民营高科技企业，现为一个由80余家企业组成的大型民营控股集团，其中包括多家上市公司。在2003年8月公布的中国企业500强中名列第144位，在中国民营企业十强中名列第6位。

南钢联合由复星系三家公司与南钢集团合资组建，注册资金为27.5亿元，其中，南钢集团以其持有的南钢股份国有股35760万股（占总股本的70.95%）及其他资产、负债合计11亿元出资，占注册资本的40%；复星集团出资8.25亿元现金，占南钢联合注册资本的30%；复星产业投资出资5.5亿元现金，占20%；广信科技出资2.75亿元，占10%（见图2）。

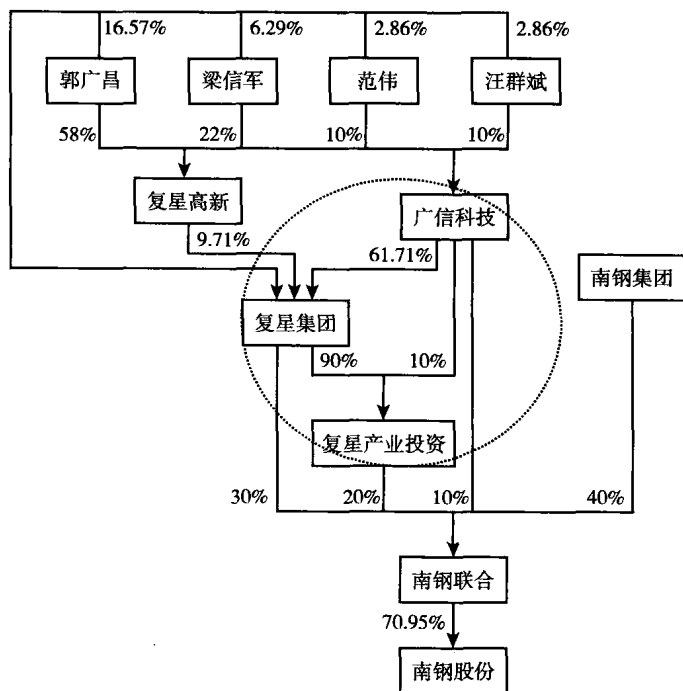


图2 股权结构

资料来源：《南钢股份要约收购报告书》。

由于南钢集团以所持有南钢股份的股权出资需经财政部的批准，合资各方约定对南钢联合采取“先设立，后增资”的方案：即先按前述出资比例设立注册资本为10亿元的南钢联合，其中南钢集团以可自行支配的经营性资产合计净值

4亿元作为出资，而复星系三方出资6亿元；待南钢联合成立且财政部批准后再由各方对南钢联合进行同比例增资，^①使南钢联合的注册资本达到27.5亿元。

合资导致南钢股份70.95%的股份转让给南钢联合，大大超过30%的临界值，实际控制人变更为复星系，构成了上市公司收购，且南钢联合的收购并不符合要约收购义务豁免的条件；^②因此，南钢联合只得履行要约收购义务，向南钢股份其余股东发出了全面收购要约（具体日程见表3。）

表3 南钢股份要约收购日程

日期	事项
2003年3月12日	相关各方签署《合资经营合同》
2003年3月14日	江苏省政府批准合资事宜
2003年3月27日	南钢集团按照《合资经营合同》，合资成立南钢联合，注册资本10亿元
2003年3月29日	财政部同意南钢集团将其所持南钢股份国有股作为出资投入合资公司
2003年4月7日	股东会同意南钢集团以其所持南钢股份国有股及其他资产、负债进行增资
2003年4月9日	公告要约收购报告书摘要及持股变动报告书
2003年6月12日	刊登要约收购报告书，要约期限从6月13日至7月12日
2003年7月15日	公告截至7月12日要约期满，无人接受收购要约
2003年7月25日	南钢集团通过登记结算公司将南钢股份股票过户给南钢联合

资料来源：《南钢股份要约收购报告书》及公告整理。

南钢股份要约收购历时4个多月，在要约收购的有效期内，所有法人股东和流通股股东无一接受南钢联合发出的收购要约；中国要约收购第一案就这样大张旗鼓地开始，却在悄无声息中结束。

四、为什么无人受约：案例分析

基于中国资本市场股权分置的实际情况，我国的要约收购分别非流通股和流通股进行要约，依此我们也对非流通股股东和流通股股东分别加以分析。

^① 《南钢股份要约收购报告书》显示，南钢股份35760万股国有股价值为13.6亿元，而增资净额为7亿元，也即是说，增资过程南钢集团投入了6.6亿元的负债。

^② 《收购办法》规定的豁免条件主要有十种，包括实际控制人未变，上市公司面临严重财务困难，发行新股、减少股本、法院裁决、行政划转、合法继承等导致收购人持股超过30%的，以及证券公司因承销，银行因正常业务超限，绝对控股股东增持股份等。

1. 普通非流通股股东^①要约分析。在上市公司收购中，保护广大中小股东的合法权益是市场监管的根本原则，其中也包括控股股东之外的非流通股股东，因为普通非流通股股东既不享有“控股溢价”，也不享有“流通溢价”，处于相对弱势地位，权益可能很难获得有效保障。

《收购办法》规定，要约收购未挂牌交易股票的价格不低于下列价格中较高者：在提示性公告日前6个月内，收购人取得被收购公司未挂牌交易股票所支付的最高价格；被收购公司最近一期经审计的每股净资产值。

如前文所言，控制权或大宗股权交易的价格往往高于每股净资产或小额股权交易价格，存在平均30%或24%的溢价。在此情况下，如果对非流通股股东发出收购要约，则非流通股股东可以获得30%的溢价收入（基于净资产）或24%的溢价收入（基于小额股权交易价格），并成功退出上市公司。事实上，南钢股份控制权的转移缘于合资过程，南钢联合在公告前6个月没有买卖南钢股份股票的行为，无法适用规定的第1款。

南钢集团合资的过程虽然没有现金交易，也没有明显的交易价格，但是投入合资公司的股票事先经过评估，其实是有隐含交易价格的；《要约收购报告书》显示，非流通股价格由北京中证评估公司评估，评估价为3.81元/股，这也就是所谓的要约价格，而南钢股份2002年年末每股净资产为3.46元，因此该价格针对每股净资产存在10.12%的溢价。

对于普通非流通股股东来说，持有的股票不能上市交易，如果协议转让的话，交易成本又较高；在每股溢价10.12%的情况下，可以让非流通股股东顺利退出并兑现利润，应该是个不错的选择。可是，为什么这四家股东都不要约呢？

南钢股份的普通非流通股股东共有4家，分别是中国第二十冶金建设公司、北京钢铁设计研究总院、中国冶金进出口江苏公司和江苏省冶金物资供销公司，^②其持股数量均为60万股，总共持股比例为0.48%。

这四家股东正是1999年3月南钢集团改制之时，共同发起设立南钢股份的发起人股东；据《南钢股份招股说明书》介绍，这4家发起人分别以现金76.66万元出资，折股50万股，^③即每股价格为1.5332元。我们对其上市以来的持股成本变动进行了计算（见表4）。

① 本文定义普通非流通股股东为除第一大股东以外的其他非流通股股东。

② 中国冶金进出口江苏公司和江苏冶金物资供销有限公司同属江苏省冶金资产管理有限公司之全资子公司而具有关联关系。

③ 2001年5月21日南钢股份（600282）10送2除权，四家股东的股份都增至60万股。