

企业重组案例丛书

Cases of
Companies Reorganization
in China

中国企业 重组案例

第2辑

制造业专辑·上

丁友刚 ◎ 主编

FE 东北财经大学出版社
Dongbei University of Finance & Economics Press

企业重组案例丛书

Cases of
Companies Reorganization
in China

中国企业 重组案例

第2辑

制造业专辑·上

丁友刚 ◎ 主编

FE 东北财经大学出版社
Dongbei University of Finance & Economics Press
大连

© 丁友刚 2010

图书在版编目 (CIP) 数据

中国企业重组案例: 制造业专辑·上 (第2辑) / 丁友刚主编.
—大连: 东北财经大学出版社, 2010. 1

(企业重组案例丛书)

ISBN 978-7-81122-825-0

I. 中… II. 丁… III. 制造业-工业企业-企业合并-
案例-中国 IV. F279.23

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2009) 第 202865 号

东北财经大学出版社出版
(大连市黑石礁尖山街 217 号 邮政编码 116025)

教学支持: (0411) 84710309

营 销 部: (0411) 84710711

总 编 室: (0411) 84710523

网 址: <http://www.dufep.cn>

读者信箱: dufep@dufe.edu.cn

大连美跃彩色印刷有限公司印刷

东北财经大学出版社发行

幅面尺寸: 170mm×240mm 字数: 277 千字 印张: 13 3/4 插页: 1
2010 年 1 月第 1 版 2010 年 1 月第 1 次印刷

责任编辑: 李智慧

责任校对: 王 瑜

封面设计: 张智波

版式设计: 钟福建

ISBN 978-7-81122-825-0

定价: 30.00 元



摆在大家面前的这套“企业重组案例丛书”是我多年来在教学过程中积累起来的。最初的目的是想通过让同学们自己编写和讲解这些案例，学会搜集资料、整理资料、讲解案例以及点评别人的案例。随着几年教学的积累，案例越来越多，于是我萌发将其汇编成辑，以便与国内同仁们交流分享的想法。这个想法得到了东北财经大学出版社的支持——东北财经大学出版社多年来致力于中国财经学术和教育类图书的出版工作，并且不遗余力。

中国经济目前仍然处于高速发展阶段，企业重组事件异常活跃，几乎每一天都有企业重组的事件在上演。这当中有着丰富的学习和研究素材。我们在教学过程中，通常都是选择一些比较有典型意义的重组案例，让同学们去搜集资料，并根据我统一设计的框架去整理资料。然后，每位同学将自己所作的案例在课堂上报告，接受其他同学的点评和提问。课后，我带着同学逐一修改他们写作的案例。这样，可以让同学们在资料搜集能力、专业写作能力、综合分析能力、报告和评论能力等多个方面都得到一定的锻炼。同时，也让同学们了解到各个行业的发展状况、企业的发展状况、重组的过程与动机、重组的财务结果、股票市场对企业重组的反应以及重组定价、重组融资、重组支付、并购会计等财务学和会计学的知识和协同效应、纵向整合、规模经济、战略考虑等经济学和管理学方面的知识。多年来，教学效果反应良好。

截至目前，我们已经积累了 148 个这样的案例。根据这些案例的特点，我们将其分成七辑出版，其中，1993—2006 年间的典型企业重组案例按照专题汇编成第一辑至第四辑，2007—2008 年间的重组案例按照时间汇编成第五辑至第七辑。具体地说，第一辑为中央企业专辑；第二辑和第三辑为制造业专辑（上、下）；第四辑为第三产业专辑；第五辑为 2007 专辑；第六辑和第七辑为 2008 专辑（上、下）。

改革开放以来，特别是近 20 年以来，中国企业发展波澜壮阔。我们有幸在学习和欣赏这道美丽风景的同时，采撷到了其中的几朵浪花。希望通过我们的工作，能对中国企业发展过程中的精彩片段作一些点滴记录。因为这套丛书来自于教学过程，所以更希望这套丛书能够为从事企业并购重组课程教学和学习的师生提供一份可资参考、交流和讨论的资料。

这些案例主要出自学生之手，书中引用诸多他人的宝贵资料，同学们

已经尽可能注明了文献出处，但仍恐有疏漏之处，敬请谅解！

参与这套丛书编辑整理工作的还有许晗瑜、蔡诚、蔡磊、邹双娟、古捷、姚姿、李碧荣、羊芳蔚、宋颖、曹振昌、陈坚宁、关韵琴、黄尉伦、施志君、王振峰、文宝英、张小冰、许建宁、徐达伟等同学，在此一并感谢！

丁友刚
2009 年 9 月



感谢暨南大学企业发展研究所及管理学院“十一五”211 建设项目“管理理论与应用”对本丛书的资助出版！

企业重组案例丛书

中国企业重组案例

- | | |
|-----|-------------|
| 第一辑 | 中央企业专辑 |
| 第二辑 | 制造业专辑 · 上 |
| 第三辑 | 制造业专辑 · 下 |
| 第四辑 | 第三产业专辑 |
| 第五辑 | 2007 专辑 |
| 第六辑 | 2008 专辑 · 上 |
| 第七辑 | 2008 专辑 · 下 |

目录

案例 1	复星集团要约收购南钢股份	1
案例 2	新唐钢集团的组建	12
案例 3	* ST 美雅反收购案例	23
案例 4	粤美的管理层收购	36
案例 5	TCL 收购德国施耐德	44
案例 6	TCL 换股合并	51
案例 7	TCL 合并汤姆逊彩电业务	64
案例 8	美的集团控股合肥华凌	77
案例 9	海信入主科龙	84
案例 10	四川长虹收购美菱	93
案例 11	佳通收购桦林轮胎	103
案例 12	TCL 集团出售两子公司	112
案例 13	联想收购汉普	120
案例 14	联想并购 IBM 个人电脑业务	128
案例 15	日资收购北旅	138
案例 16	东风汽车牵手日产汽车	147
案例 17	比亚迪收购秦川汽车	158
案例 18	宇通客车 MBO 案例	167
案例 19	马自达入股长安福特	176
案例 20	三菱参股东南汽车	186
案例 21	四通 MBO 案例	196
案例 22	深圳华强 MBO 案例	203



复星集团要约收购南钢股份

2003年6月12日,南京钢铁联合有限公司(以下简称“南钢联合”)宣布从2003年6月13日起的30个自然日内向本公司除南京钢铁集团有限公司(以下简称“南钢集团”)以外的所有股东发出收购要约。国有法人股要约价格为3.81元/股,要约股份数量240万股;流通股的要约价格为5.86元/股,要约股份数量14400万股。收购的结果是,无论流通股股东还是法人股股东都不愿意按上述价格出售股份,南钢联合最终以零预售的结果结束了这场我国证券市场的首例要约收购。



1. 行业背景

1.1 钢铁产量大幅增长

改革开放以来,中国钢铁工业得到了迅速发展。自1996年以来,中国钢产量已经连续6年超过1亿吨。经过50年的建设与发展,截至2002年,中国钢铁产业已形成了由矿山、烧结、焦化、炼铁、炼钢、轧钢以及相应的铁合金、耐火材料、碳素制品和地质勘探、工程设计、建筑施工、科学研究等部门构成的完整工业体系。

2002年,在国内外利好消息的刺激下,我国的钢铁行业一改往日的低迷,开始回暖。2002年,我国累计产钢18155.16万吨,同比增幅高达20.34%;加上进口部分,2002年我国钢材消费量高达2.1亿吨,钢铁产、销量创历史新高,继续保持着全球最大的钢铁生产和消费国地位。钢材主要品种价格的上扬,促使钢铁行业实现利润250亿元,同比增长22%,是1994年以来效益最好的一年。承接2002年良好的发展态势,2003年上半年,我国钢铁行业形势趋好,国内钢铁生产持续高速增长,产量连创新高,全年钢铁产量突破2亿吨。据国家统计局统计,2003年全国累计生产生铁、钢和钢材分别为20231万吨、22234万吨和24119万吨,分别比2002年增产3323万吨,4065万吨和4715万吨,同比增长分别为19.65%、22.38%和24.30%。钢铁产量快速增长的主要原因为国内钢材需求旺盛、价格持续上涨,以及经济效益的不断增加。

2003年,在国内钢铁产量大量增加的情况下,我国钢产量占世界总产量的比重不断增加。据国际钢铁协会的统计,2003年我国钢产量占世界总产量的比重达

到了 23.09%，比 2002 年提高了 2.97 个百分点。就新增产量而言，2003 年我国钢产量增加了 4 065 万吨，占国际粗钢增加量的 68.20%，也就是说世界粗钢新增加产量的 2/3 来自于中国。

1.2 钢铁企业规模效益不断扩大

截至 2001 年年底，我国年销售额 500 万元以上的钢铁企业有 2 506 家，其中年产钢大于 1 000 万吨的有 1 家（宝钢集团），全年产钢 1 868 万吨，占全国产钢总量的 12.54%；700 万吨~900 万吨的有 3 家（鞍钢、首钢、武钢），3 家全年钢产量占全国产钢总量的 16.2%；100 万吨~600 万吨的企业有 38 家，其总资产达 8 252 亿元，其中固定资产原值 5 054 亿元，从业人员 127 万人。2001 年，全国钢材产量 15 745.37 万吨，粗钢产量实际水平已突破 1.49 亿吨，至 2002 年，65 家重点大中型钢铁企业连铸比已经达到 91.37% 的水平。通过产业结构调整和技术改造，我国钢铁工业品种增加、质量提高，已由过去的仅能生产 100 多个钢种、400 多个品种规格的钢材发展到今天的 1 000 多个钢种、4 万多个品种规格的钢材。国产钢材的国内市场占有率已经达到 90% 以上，95% 以上的钢材从品种、质量到数量均能满足国民经济各部门的需要，有力地支持了国民经济的持续快速发展。但其总体竞争力仍然不高，存在着 2 000 多万吨落后的型线材和叠轧板材轧机需要压缩和淘汰。

国内各钢铁企业在 2003 年持续增加投资、扩大生产规模，使国内钢铁企业的总体规模显著扩大。据统计，钢产量在 500 万吨规模以上的企业由 2002 年的 9 家增加到 13 家，产量合计为 9 789 万吨，占全国同规模产量的 44.47%；200 万吨规模以上的企业由 25 家增加到 34 家，产量合计为 15 338 万吨，占全国同规模产量的 69.68%。



2. 企业背景

2.1 南京钢铁股份有限公司

南京钢铁股份有限公司（以下简称“南钢股份”）是 1999 年 3 月南钢集团改制时，由南钢集团下属的 7 个生产单位合并设立的。改制设立初期，南钢集团投入了主要的优质经营性资产，包括焦化厂、第一烧结厂、第二烧结厂、炼铁厂、炼钢厂、中板厂、棒材厂等。公司主导产品为板材、棒材、钢带和钢坯等，具有年产 170 万吨铁、150 万吨钢和 11 万吨钢材的综合生产能力。

2000 年 9 月，公司在上交所上市发行 12 000 万 A 股股票，每股的发行价为 6.46 元，实际募集资金 7.58 亿元。南钢集团是南钢股份的第一大股东，持有公司 70.95% 的股份，另外 4 家战略合作者各持 50 万股，共持有 0.48% 的股份。上市 3 年来，公司的业绩表现良好，主营业务收入和净利润均逐年增加，2000 年每股收

益达到了 0.61 元。南钢股份具有一定的区域优势和明显的产品优势。其公司位于江苏省，该省的建筑业、机械制造业十分发达，为钢铁行业的发展创造了一个良好的市场环境。同时临近江苏省的浙江省对钢铁的需求也极为旺盛，为其发展提供了一个广阔的市场空间。早期公司的重点产品为船板、容器板、锅炉板等中板产品，主要用于造船、压力容器、锅炉、桥梁等行业。在西气东输、南水北调、青藏铁路等一批国家重点工程中以及在汽车、造船业都有较大需求。2002 年，南钢股份的中板销售价格一路上扬，全年涨幅超过 30%，毛利率高达 21%，接近 2001 年销售价格的两倍。2002 年南钢股份中板产量为 80 万吨，船板的销售量位居全国第三，其研制成功的高附加值产品——AH32、AH36 高强度船用钢板已取得欧美权威船级社的认证。普板和船板在上海的市场占有率为 15%，普板和普带在浙江的市场占有率分别为 20% 和 30%。我国相当一部分专用中厚板，如造船板、锅炉板、容器板等还必须依赖进口，国内生产的专用板无论从数量上还是品种质量上都是不能满足需求的。

不过，在钢铁行业中，南钢股份的生产规模较小，与同处华东地区的宝钢股份、杭钢股份相比，显然不具备竞争优势。另外，随着民营企业大举介入钢铁行业，其规模迅速赶超国有钢铁企业，而且极具成本优势，加剧了钢铁行业的市场竞争。南钢股份脱胎于国有企业，至 2003 年仍为国有控股公司，经营机制转变相对较晚制约了南钢股份的发展速度。仅就江苏省内而言，原排名第二的沙钢的规模已经大大超过了南钢股份（包括划拨过来的淮钢）。为了扩大生产规模，进一步巩固并提高竞争优势，南钢股份抓住自 1999 年来国内经济快速增长、投资回升较快、钢铁业需求猛增的市场机会，计划大规模投资中厚板项目。

南钢股份于 2002 年 5 月发布公告，宽中厚板（卷）工程已经动工，标志着公司设备大型化、现代化技术改造的开始。南钢宽中厚板（卷）项目是国家批准建设的国内第一条宽中厚板（卷）生产线，工程总投资 33.8 亿元，设计能力为年产 100 万吨宽中厚板（卷），计划于 2004 年建成并投入试生产。

2.2 上海复星高科技（集团）有限公司

郭广昌和他的三位复旦同学于 1992 年在上海成立上海复星高科技（集团）有限公司（以下简称“复星集团”），属于民营高科技企业，当时主要从事生物医药业务。仅十余年，复星集团就从一家只有几万元自有资金的小企业，成长为一个包括多家上市公司在内的由 80 余家企业组成的大型民营控股集团。2002 年，复星集团总资产达 114.78 亿元，实现销售收入 101.17 亿元，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。

虽然公司的核心业务为生物制药、房地产和信息产业，但复星集团更擅长资本运作，多次大举收购上市公司。例如，2000 年 8 月，复星通过注资 1.49 亿元拥有天津药业集团 22% 的股份，成为该集团第二大股东；2001 年 6 月，该集团下属的天药股份在上交所上市。通过一系列的资本运作，复星集团先后参股羚锐制药、河

南信阳、天津药业、武汉中联、广西花红药业等公司，并收购了两家上市公司——豫园商城和友谊股份，同时还对重庆药友、北京金象等公司控股。2003 年 1 月，复星集团出资 5 亿元与中国医药集团合资建国药集团，并拥有该集团 49% 的股份。复星集团非常重视投资回报率，通常只介入高利润行业的龙头企业，同时也注重产业经营和资本运作之间的平衡，通过资本运作进入有利可图的产业，用合理的经营去推动下属企业的发展。

2.3 南钢集团

南钢集团的前身是 1958 年成立的南京钢铁厂，于 1993 年 12 月进行了股份制改造，注册资本 8.5 亿元，南钢集团的经营状况甚佳，是江苏省最大的国有企业。经过 40 多年的建设和发展，南钢集团已成为集采选矿、钢铁冶炼、钢材轧制为一体，具备 350 万吨钢、200 万吨铁和 450 万吨材综合生产能力的大型钢铁联合企业。2002 年，南钢集团的销售收入超过 145 亿元，实现盈利 5 亿元，跻身全国同业排名的前 5 名。2003 年，集团完成销售收入 185 亿元，在“中国企业 500 强”中名列第 69 位。

2.4 南钢联合

南京钢铁联合有限公司是由复星集团、上海复星产业投资有限公司（以下简称“复星产业投资”）、上海广信科技发展有限公司（以下简称“广信科技”）和南钢集团于 2003 年 3 月 12 日签订《合资经营合同》而合资成立的，合同中载明“南钢联合的注册资本为 27.5 亿元”。其中，复星产业投资和广信科技都是复星集团的下属子公司。因此，南钢联合实际是由复星集团及其关联企业和南钢集团组建的合资公司。南钢联合的资本构成和出资方式如表 1—1 所示。

表 1—1 南钢联合的资本构成和出资方式

公司名称	出资方式	作价（亿元）	资本所占比例（%）
南钢集团	南钢股份国有股 35 760 万股及其他部分资产、负债	11	40
复星集团	现金	8.25	30
复星产业投资	现金	5.5	20
广信科技	现金	2.75	10
合计		27.5	100



3. 过程描述

2003 年 3 月 12 日

南钢集团与复星集团以及复星集团下属的复星产业投资和广信科技合资组建南钢联合。双方在《合资经营合同》中约定，南钢集团以其持有的南钢股份国有股

35 760 万股（占总股本的 70.95%）及其他部分资产、负债合计 11 亿元出资，占南钢联合注册资本的 40%；复星集团公司以现金 8.25 亿元出资，占南钢联合注册资本的 30%；复星产业投资以现金 5.5 亿元出资，占南钢联合注册资本的 20%；广信科技以现金 2.75 亿元出资，占南钢联合注册资本的 10%。

由于南钢集团是以所持南钢股份的股权出资，因此需要得到财政部、证监会等部门的批准。3 月 27 日，财政部批准了南钢集团以其持有的南钢股份的国有股份出资成立南钢联合。南钢集团以南钢股份的股份进行注资，对于南钢股份来说，已经构成了上市公司股权转让和收购行为，且收购的股份超过南钢股份已发行总股本的 30%，依照法律已经触发要约收购义务。与此同时，南钢股份此次要约收购不符合《上市公司收购管理办法》中对要约收购义务进行豁免的条件。因此，作为股份承受人的南钢联合，将根据有关规定履行要约收购义务，向南钢股份法人股和流通股股东发出全面收购要约。这是沪深股市有史以来第一例要约收购。

2003 年 4 月 8 日

南钢联合发布《南京钢铁股份有限公司要约收购报告书摘要》，拟对其余持有南钢股份股票的股东进行要约收购。根据相关规定，南钢联合首先将履约保证金 17 059.68 万元存入中国证券登记结算公司上海分公司指定账户中，并于 2003 年 4 月 17 日在工商银行南京分行大厂支行开立账户存入现金 68 300 万元。南钢联合、大厂支行和兴业证券三方签订资金账户共管协议，保证该账户中现金余额在要约收购完成前任一时点不低于 68 238.72 万元。

2003 年 6 月 7 日

南钢股份董事会公布了《南京钢铁股份有限公司黄亭会关于南京钢铁联合有限公司收购事宜致全体股东的报告书》，建议流通股股东不接受要约，国有法人股股东可以接受要约。

2003 年 6 月 12 日

南钢联合发布了经证监会审核并修改的《南京钢铁股份有限公司要约收购报告书》，要约收购进入实施阶段。根据要约收购报告书的相关规定，南钢联合于 2003 年 6 月 13 日起的 30 个自然日内对南钢股份进行全面要约收购，收购的标的为 1.44 亿股流通股和 240 万股法人股，合计占南钢股份已发行股份总数的 29.05%。根据证监会、中国证券登记结算公司及上交所出台的一系列规章制度，南钢联合对 1.44 亿流通股的要约收购价格为每股 5.84 元，这是根据公告前 30 个交易日的每日加权平均价格的算术平均值的 90% 确定的，对 240 万法人股的要约收购价格为每股 3.81 元。由于南钢联合公告前 6 个月没有买过南钢股份的股票，因此流通股的价格是由北京中证评估公司评估确定的。

2003 年 6 月 23 日、7 月 3 日、7 月 10 日

南钢联合先后三次在《中国证券报》和《上海证券报》刊登了要约收购提示性公告。

根据规定，南钢联合此次要约收购的有效期限为发布《要约收购报告书》之

日起的 30 个自然日（即 6 月 13 日至 7 月 12 日）。2003 年 7 月 13 日，南钢联合公布了《要约收购实施情况的公告》，在要约收购期内没有股东接受要约，我国首例要约收购宣告结束。



4. 动因分析

4.1 南钢集团方面动因分析

南钢股份的经营状况向来不错，自 2002 年以来不停上涨的钢材价格使得企业经营业绩得到不断改善，但经营压力也在不断增加。钢材市场的红火吸引了各路资本迅速向钢铁行业集中，使得国内钢铁业的产能在短期内急剧扩张，地方政府和民间资本投资的钢铁生产项目也是遍地开花。在供给能力不断增加的情况下，钢铁企业之间的竞争也在不断加剧。面对激烈的市场竞争，南钢股份没有规模优势，一旦钢材价格回落，势必对公司业绩产生影响。南钢股份一直在走自我积累、自我发展的道路，技术引进较迟缓，经营机制转换较慢，现有状况已经不能适应企业发展需要，必须借助资本集聚、迅速扩张以获得技术竞争力和规模竞争力。基于钢铁行业的竞争现状和前景，为了在市场竞争中取胜，南钢股份决定通过实施宽中厚板项目，提高生产技术水平、扩大生产规模，实现自身规模和竞争力的尽快提高。该项目需要高达 33.8 亿元的资金投入，而南钢股份可用自有资金约 15 亿元，中厚板项目尚有 18 亿元的资金缺口，若要继续此项目需要向外部筹资。南钢负债率仅 45.71%，可以进一步举债。此外，南钢股份还试图利用其上市公司的地位在证券市场上吸纳股权资金，但遭到市场投资者的强烈反对，股价迅速跌停。如果与复星集团合资成功，南钢股份将加快实施增发计划，辅以贷款，抓紧完成宽中厚板项目投资。同时，南钢联合将实施与宽中厚板相关的前道设备技改项目，共同打造南钢中板强项。

另一方面，对于南钢集团自身来说，虽然并购前发展势头良好，资金还算充裕，但其机制比较僵化，难以进行重大改革。将南钢股份转给复星集团，也是希望复星集团可以为其带来新的机制、更好的管理理念和管理水平，给南钢股份注入新的动力。因此，复星系入主南钢股份，将充分发挥双方的优势，使得本身属于绩优股的南钢股份步入高速发展的快车道。复星集团的优势主要集中在高科技方面以及先进的管理技术，在复星集团间接入主南钢股份后，可以预期将会利用高科技手段来改造传统产业。此外，还可以利用复星集团先进的管理技术来提升南钢股份的内部管理，充分挖掘内部潜能。复星集团的营销网络、高科技储备项目也是南钢股份扩大市场份额、增加高科技含量的强力支持。

4.2 复星方面动因分析

虽然复星集团的主业是医药，但其早已进入钢铁行业。2001 年 7 月，复星集

团与河北唐山建龙实业公司合资成立了钢铁企业，截至 2002 年底，年产量已达 300 万吨，而在宁波建立的企业——宁波建龙的规划产量是 600 万吨。如果成功入主南钢股份之后，再加上南钢股份的 350 万吨，复星集团拥有的钢铁企业年产量将达到 1 200 万吨。复星集团对钢铁行业投入巨资，主要是看好钢铁业在中国的发展，尤其是工艺先进、成本领先的钢铁企业在国内以及国际钢铁业中的长期竞争优势。自 2002 年 2 月以来，国内钢材市场钢价一路攀升，平均每吨钢材获利 124.8 元。在钢价持续高位运行、钢企利润增加的情况下，复星集团希望分享钢铁行业的增长。从长远来看，在中国生产钢铁的原材料成本、资金成本与国外持平，但设备成本比国外低 1/3，人力成本是主要产钢国的 1/20 ~ 1/10。因此，在中国生产钢铁有天然的成本优势。当然，要发挥这种成本优势，还需要提高中国钢铁企业的劳动效率，而复星集团恰恰在企业运营方面有着丰富的经验。

中国钢铁业的现状是厂家众多，地域分散，规模总体偏低；低档产品多，中高档产品少；国有钢铁企业多，民营钢铁企业少。钢铁价格偏高，而政府一旦对钢铁业进行调控，钢材价格势必下跌，达不到规模的中小型钢铁公司势必举步维艰。另外国外钢铁业的发展证明，钢铁业是适合开展规模经营、实现协同效应的一个行业，复兴集团积极投入到产业整合中帮助其他企业进行产业融合，寻找市场盲点创造财富。同时，复兴集团还看准了国有企业退出一一般竞争性行业蕴涵着的巨大的获利机会，积极尝试民营机制同国有企业的有效嫁接方式。



5. 结果评价

对南钢联合来说，合并十分顺利。虽要履行要约收购的义务，但结果是零预受、零撤回。对于南钢联合的大股东——复星集团来说，这样的结果避免了大笔收购费用的支出，节省了大笔开支。之所以有这样的结果，需要从公告发布前后南钢股份的股价变化中看。要约收购的最初公告日为 4 月 7 日，要约收购的期间为 6 月 13 日 ~ 7 月 12 日。图 1—1 为要约收购期间股价变化图。

由于流通股的收购价为 5.84 元，4 月 6 日的股票收盘价为 6.68 元，自 4 月 7 日起迅速上涨，至 4 月 17 日已升至 9.98 元，以后虽有下降，但始终在 8 元以上。在这样的股价条件下，流通股股东不愿意将股票卖给大股东是很自然的事情。对法人股的股东来说，每股 3.81 元的收购价仅比其 2002 年的每股净资产 3.46 元和 2003 年一季度每股净资产 3.65 元高出 10% 和 4.4%。对于一家业绩良好、盈利前景光明的公司来说，这样的转让价是没有吸引力的。因此，没有人愿意出让法人股。由此可见，南钢联合在履行要约收购义务时成功地实现了零预受的原因，是南钢集团与复星集团之间的战略合并得到了市场的认可，市场投资者对南钢股份未来的股价有更高的期待。

另外，将南钢股份 2003 年 1 月 2 日至 12 月 19 日的股价分为三个阶段：第一阶段为要约收购公告前，即 1 月 2 日至 4 月 6 日；第二阶段为要约收购阶段，即 4

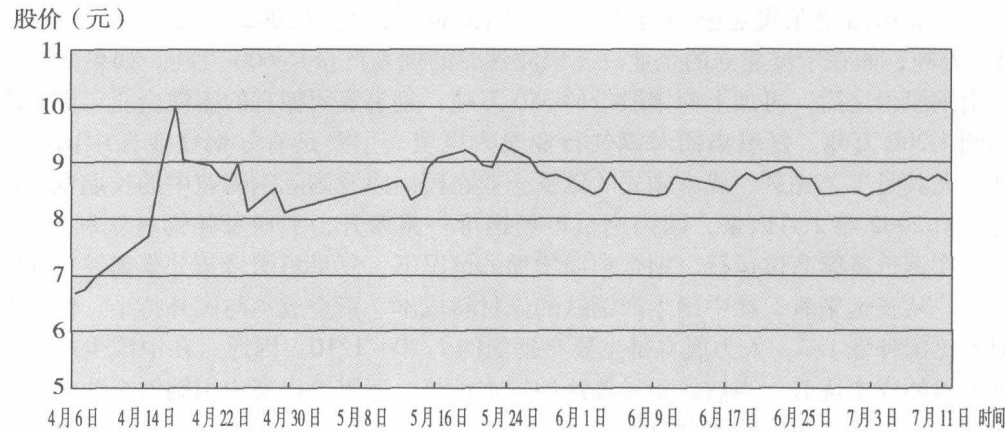


图 1—1 股价变化图

月 7 日至 7 月 11 日；第三阶段为履约后阶段，即 7 月 15 日至 12 月 19 日。表 1—2 为不同阶段平均股价与平均指数比较表。

表 1—2 不同阶段平均股价与平均指数比较表

	公告前	要约收购阶段	履约后	履约后比公告前
平均股价	6.44 元	8.62 元	7.97 元	—
平均指数	1 474 点	1 539 点	1 420 点	—
平均股价增长率	—	33.85%	-7.54%	23.76%
平均指数增长率	—	4.41%	-7.73%	-3.66%
股价增长率减指数增长率	—	29.44%	0.19%	27.42%

从上表的结果可知，在不考虑市场大盘、只考虑公司股价的情况下，要约收购阶段与公告前相比的增长幅度是最大的，达 33.85%；履约后阶段与要约收购阶段相比股价下跌了；但履约后阶段与公告前相比较，还是有较大增长，增幅为 23.76%。也就是说投资者在公司合并后更有信心了。

但这里没有考虑大市对股价的影响，如果排除大市的因素，股价的净增长情况为：要约收购阶段与公告前相比增长 29.44%；履约后与要约收购阶段相比增长 0.19%；履约后与公告前相比较增长 27.42%。这就是说，无论如何比较，合并后公司股价表现都优于合并之前。这既说明双方战略性合并确实带来了协同效应，也说明投资者对南钢股份充满了信心。

6. 问题探讨

6.1 什么是要约收购？为何南钢联合要对南钢股份进行要约收购？

收购上市公司有两种方式：协议收购和要约收购，而后者是更市场化的收购

方式。

所谓协议收购，是指收购者在证券交易所之外以协商的方式与被收购公司的股东签订收购其股份的协议，从而达到控制该上市公司的目的。收购人可依照法律、行政法规的规定同被收购公司的股东以协议方式进行股权转让。

所谓要约收购（即狭义的上市公司收购），是指通过证券交易所的买卖交易使收购者持有目标公司股份达到法定比例（《证券法》规定该比例为 30%），若继续增持股份，必须依法向目标公司的所有股东发出全面收购要约。

与协议收购相比，要约收购要经过较多的环节，操作程序比较繁杂，收购方的收购成本较高。而且一般情况下要约收购都是实质性资产重组，非市场化因素被尽可能淡化，重组的水分极少，有利于改善资产重组的整体质量，促进重组行为的规范化和市场化运作。

根据《上市公司收购管理办法》的规定，以下四种情形可以豁免要约收购：一是上市公司实际控制人未变的，如国有主体之间的转让可以视同实际控制人未变，南钢股份的实际控制人已经从南钢集团转变成由复星集团控制的南钢联合，显然不属于此类豁免的情形；二是上市公司面临严重财务危机，从目标公司南钢股份 2002 年的年报来看，其业绩良好；三是发新股；四是法院裁决。对于南钢联合来说，由于在其设立过程中，南钢集团以持有的 70.95% 南钢股份股权进行出资，相当于将该部分股权转让给南钢联合，已经超过了 30% 的限定，同时南钢联合不符合豁免要约收购的条件，因此南钢联合必须对南钢股份的所有股份进行要约收购。

虽然《上市公司收购管理办法》中也做了弹性规定，即监管部门可根据市场的发展做出其他豁免情形的认定，但显然南钢联合并没有尝试提出豁免申请。在这种情况下，复星集团通过南钢联合采取直接发起要约的方式来履行自己的义务。这实际上是反映了收购方对自身实力和重组前景的充分信心。另外，复星集团采取这个措施也有其他的考虑：要申请豁免要约收购义务，不仅难以得到批准，而且光是审批程序就要 3 个月以上，而采取要约收购方式，只需 30 天时间即可完成收购。

6.2 南钢股份要约收购对证券市场的意义

作为国内资本市场上的首例要约收购，南钢股份的要约收购将促进证券市场兼并业务的进一步发展。在上市公司的收购过程中，其实很多都涉及要约收购，要完全满足申请豁免要约收购义务的情况是比较少的。复星——南钢的合作收购模式，将给市场带来参考作用，能够被许多潜在的收购者所学习，从而促使收购重组行为更趋活跃，甚至将来可能会出现在要约收购中互相竞价的情况。

南钢股份流通股的要约收购价与二级市场价格之间存在着相当的差价，此差价一方面使流通股股东不愿意卖给收购方，从而使收购方财务压力大减；另一方面还使流通股股东相信，既然收购方敢在此价位接盘，那么现价离股票的内在价值应该不远，后市理应看好。从另一个角度来看，收购方对目标公司的流通股股价也要有相当的控制力，否则一旦股价失控，则收购方将面对大量卖出的流通股。如果最终