

佳通轮胎，始创于新加坡，实控人是祖籍福建莆田的林氏家族。1993年其进入中国市场，是全球领先的轮胎制造商之一。佳通轮胎在A股的股票代码简称“S佳通”（600182）。作为两市唯一一家尚未股改的公司，S佳通也被称为“股改钉子户”。截止今年7月，S佳通已进行了三次股改筹划，然而最终均以失败告终。本文将简要介绍股改的背景并浅析S佳通股改失败的原因。

什么是股改？

中国股票市场刚成立的时候，因历史原因存在国有股、法人股、普通股三种不同股份类型。其中国有股和法人股不能像普通股一样上市流通，于是这三者就形成了“同股不同权，同股不同利”的局面，不利于股票市场的发展。因此，股改就是让国有股和法人股“享受”普通股的市场待遇，能够参与市场流通，通过全流通实现同股同权、同股同利。

股改过程中非流通股股东需向流通股股东补偿的法理依据：

引述中国政法大学教授刘纪鹏所言：“股改的依据，法理核心就是对价安排。对价理论是指，当合同的双方，由于合同条款的改变给其中一方带来损失时，另一方需要对受损的一方做出对价补偿。非流通股转为流通股，这样一来就会给流通股的股价带来下降的风险。非流通股不能流通，价值就只有1块钱。转换成流通股后，原先非流通股因为流动溢价，价值提高，而原先流通股的价值却会下跌。因此必须给流通股股东进行补偿。”

综上，“股改对价”可以理解为非流通股股东为取得流通权，向流通股股东支付的相应的代价（对价）。对价可以采用股票、现金等其它共同认可的形式。

2016年S佳通第一次股改：

2016年，S佳通第一次股改采用“捐赠资产对价+资本公积金转增”的路径，将控股股东持有的非流通股转换为流通股。9月1日公布的方案具体分为两个步骤：

- 1、赠予资产。S佳通的控股股东佳通轮胎（中国）投资有限公司（简称“佳通中国”）从新加坡佳通轮胎私人有限公司（简称“新加坡佳通”）手中受让福建佳通轮胎有限公司（简称“福建佳通”）10.2%的股权后，再将其赠予S佳通，用于支付股改对价。据评估，福建佳通10.2%的股权价值为6.87亿元，净资产1.67亿元。

- 2、资本公积金定向转增。S佳通用上述资产赠予形成的资本公积金转增34000万股。其中向佳通中国转增15107万股（折算佳通中国每10股获得10股），向股改实施股权登记日登记在册的全体流通股股东转增18893万股（折算流通股股东每10股获

得11.113股)。转增完成后，S佳通的总股本从34000万股变更为68000万股。除佳通中国外的其他非流通股股东不参与转增。

然而该方案遭到流通股股东质疑不公

按照股民的计算方式，佳通中国用作转增的资本公积金为6.87亿元，除以S佳通停牌前的收盘价17.59元，等于3905.6万股。分配给流通股股东的18893万股，市价实际相当于2170万股，流通股数量为17000万股，相当于每股得0.1276股，即10送1.276股。

如果以此次赠送资本公积金的净资产作为对价计算标准，福建佳通10%股权的净资产为1.67亿元，除以总增发数量34000万股，按照控股股东10送10、流通股股东10送11.1的比例，则流通股股东实得对价为10送0.556股，远低于以往的股改案例中10送3.5的平均对价。一位雪球上的投资者称：“说那么多，其实就只送了0.5股，打发谁啊。”

另外，S佳通的公告也被指存在文字游戏

9月9日，S佳通另外发布了一份《关于公司股权分置改革方案股东沟通结果暨股改方案修订的公告》。公告显示，S佳通对本次方案进行了几处修改，其中关于具体对价安排，增添了两处计算。在赠与资产方面，对价相当于向流通股股东每10股送1.23121股。其后还附带了计算公式，流通股价格：以S佳通本次董事会决议公告日前60日的交易均价17.37元根据其2015年度分红除权除息后的价格16.42元/股作为流通股价格；对价价值：按照流通股股东目前的持股比例50%测算为34,367.93万元；折合的股份数= $68,735.85 \times 50\% / 16.42 = 2,093.05$ 万股；折合每10股对价= $10 \times 2,093.05 / 17,000 = 1.23121$ 股。

值得注意的是，在方案的综合说明一项，原方案仅有“流通股股东每10股实得转增股份11.11353股。”的表述，而修改方案则增添了“以转增后的基数计算，对价相当于向流通股股东每10股送0.55677股；”一句。

由此可见，在原方案中未明确说明股改对价的真实送股情况，而是以原股本为基数计算出“流通股股东每10股获得11.113股”的数据。这与实际对价为：每10股送约0.5股的情况相差甚远，对中小股东而言有隐瞒之嫌。这便引起了中小流通股股东的不满。另外，实际送股对价也与中小流通股股东预期相差甚远。

S佳通股权结构分析:

而S佳通为何不愿意“大方”地向流通股股东送股，也可以从其股权结构构成看出

一二。

第一次计划股改时，佳通中国持有非流通股44.43%，包括黑龙江省国际信托投资有限公司等在内的其他非流通股股东持股5.57%，流通股股东持股50%，其中除S佳通外的其他非流通股股东不参与对价送股。一位资深投资者表示：“如果每股送两股以上，（非流通股股东不参与送股）则送股后佳通中国持有股权将被稀释到22.2%，那他们就很容易被举牌。”同时，该资深者接受媒体采访时也表示：“佳通中国这次的送股比例这么低，原因是担心大股东地位不保。”“佳通大股东持股本来就不多，如果大幅送股，对大股东控股地位就受到威胁。”

因此，若股改按照以往10:3的比例向全体流通股送股，则大股东的持股比例将降至30%之下，对于大股东来说，这样导致自己股权大幅稀释，既舍不得也不情愿。而大股东希望通过向上市公司注入子公司的股权来作为股改对价，小股东和投资者也不认可，认为其子公司盈利能力不足，且其对价无法支撑其股价。

就此，第一次股改以失败告终。

2017年S佳通第二次股改：

2017年9月1日，S佳通再次推出股改方案，此次方案股改形式不变，但对价幅度明显提高。公司控股股东佳通中国拟向上市公司赠予福建佳通29.14%股权，用于代表全体非流通股股东向流通股股东支付股改对价。在此次交易中，福建佳通100%股权的评估值为66.99亿元，赠予资产福建佳通29.14%股权价值为19.52亿元。S佳通将用该资产赠予形成的资本公积转增10.2亿股，按每10股转增30股的比例向公司全体股东进行转增。

交易完成后，S佳通持有的福建佳通股权比例将由51%提升至80.14%。公司全体非流通股股东持有的公司非流通股份即获得在A股市场上市流通权。

由于此次股改对价的提高，公司也与重要流通股股东进行了交流，参与股改投票的前十大流通股股东的前8位都投了赞成票，但是众多中小股东仍不满该股改方案。最终此次方案仍未能通过股东大会的决议。

在接受媒体采访时，佳通轮胎股份有限公司董事长李怀靖认为：对价有很多种，这次的股改对价，不是直接送股，这是第一个概念。可能跟大家比较熟悉的直接大股东送股给小股东这个是不一样的，这次的对价，是大股东把他手上的资产，一部分送给上市公司，无偿送给上市公司，所以可以理解为，上市公司的流通股股东享受了这一部分资产的一半。享受的是净资产的增加，销售收入的增加，或者是每股收益的增加，而不是直接送股。

但投资者则认为：“它说是相当于支付多少对价，但是实际上我们并没有得到这个对价。它那个资产捐赠，然后折算公积金转增，它就是玩了个高送转游戏，但是我们并没有得到这么多。”“公告上的方案就是把百分之三十四点多股权的价值，折算成的股份全部应该是送给流通股股东的，它的方案是这么表述的，那就照方案来送，结果转增的时候，他也自己拿出了50%大小非。”

因此，多数流通股股东都希望公司能够直接送股，而不是赠与资产来作为对价，二次股改最终再遭否决。

2020年第三次股改：

2020年6月14日晚间，S佳通发布公告称接到控股股东正式发函通知，佳通中国筹划与公司股权分置改革有关重大事项。公司股票已于6月12日紧急停牌一天，且自6月15日起停牌，预计停牌时间不超过一个月，将于7月15日复牌。这标志着“股改钉子户”S佳通再度启动股改筹划。

不过不到一个月，S佳通就宣告股改终止。2020年7月8日晚间，S佳通公告称，公司因筹划股权分置改革事宜，股票已于6月15日起实施连续停牌。公司在停牌后，与相关各方进行了交流，目前仍无法形成相对成熟的股改方案，继续推进股改的困难较大，现决定终止本次股改筹划，股票自7月9日起恢复交易。

目前，第三次股改的具体方案还不得而知。

专家评价：

刘纪鹏教授对S佳通股改方案表达了否定态度：“我认为这个股改方案从根本上是违反股权分置改革方案原则的。”他表示：“本来资本公积金就是归全体股东所有，是不能区分流通股股东和非流通股股东性质的。通过公积金转增股份实现股份全流通，本来就是不怀好意，就是个坑人的方案。”

“非流通股股东佳通中国本来通过股改，就获得了所持股票的流动性。可是应该给流通股的补偿却大部分流向了非流通股股东，自己补偿自己，这怎么可能呢？这根本上违反了非流通股股东补偿流通股股东的原则，既违反了股权分置改革的精神，也不符合对价理论。不仅是流通股股东应该否决股改方案，对这种长期对抗股权分置改革政策的行为，监管层也应该加罚。”

总结：

S佳通股改未能成功的原因有很多，从前两次的方案来看，大股东更多的是希望通

过向上市公司注入子公司的股权作为股改对价，但投资者认为子公司盈利能力欠佳，对价无法达到支撑股价的作用。

因此大股东既不肯放弃控股权，不愿稀释持股比例，又总想着用赠送子公司资产的形式股改，导致大股东和小股东对价谈不拢，分歧越来越大。如此，股改显然无法完成。而股改失败，一定程度上也意味着S佳通非流通股股东对经营缺乏动力，对股价缺乏热情，从而打击公司经营积极性。

在第三次终止筹划股改后，上交所也对S佳通提出明确的监管要求，要求公司及控股股东、实际控制人积极创造条件，推进股改事宜，充分保障全体股东的合法权益。未来这位“股改钉子户”将走向何方，我们拭目以待。