

股份回购 理论·应用·创新

王作功 著

股份回购在我国证券市场中的案例分析

股份回购的法律环境与分析

股份回购在我国证券市场的应用前景分析

我国证券市场股份回购中有关问题的探讨

境外一些国家和地区股份回购的情况

中国时代经济出版社

图书在版编目(CIP)数据

股份回购:理论·应用·创新/王作功著, —北京:中国时代经济出版社, 2003.1

ISBN 7-80169-143-1

I. 股… II. 王… III. 股份回购-理论-应用-创新 IV. F8

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2002)第 107993 号

股份回购：
理论·应用·创新

王作功
著

出 版 者	中国时代经济出版社 (原中国审计出版社)
地 址	北京东城区东四十条 24 号 青蓝大厦东办公区 11 层
邮政编码	100007
电 话	(010)88361317 64066019
传 真	(010)64066026
发行经销	各地新华书店经销
印 刷	北京白帆印务有限公司
开 本	850×1168 1/32
版 次	2003 年 1 月第 1 版
印 次	2003 年 1 月第 1 次印刷
印 张	7.625
字 数	200 千字
印 数	3000 册
定 价	18.00 元
书 号	ISBN 7-80169-143-1/F·144

版权所有 侵权必究

序

企业的重组从规模上可分为扩张式重组和收缩式重组。改革开放以来，由于体制和历史发展阶段的原因，我国企业特别是上市公司的重组基本上以简单的外延式的规模扩张式重组为主。经过多年的发展，上市公司的规模得到了较快的扩张。因此，今后上市公司的重组必将进入一个扩张与收缩并举的时代，而股份回购作为公司收缩重组的方式将会有越来越大的应用空间。

股份回购作为公司重组的重要方式对我国经济所有制结构、产业结构和国有经济布局的调整，对证券市场的规范、稳定和发展都具有重要意义。本书介绍了股份回购的概念、类型、作用、意义、市场效应，并比较研究了国外股份回购的情况，分析了我国证券市场所发生的股份回购的案例及面临的法律环境，重点研究了股份回购对我国证券市场发展的意义和如何将股份回购应用于我国的 A 股上市公司。

国有股减持问题是我国证券市场面临的一个重要问题。2001 年 6 月 12 日，国务院正式颁布《减持国有股筹集社会保障资金管理暂行办法》，其中第五条规定，新发、增发股票时，应按融资额的 10% 出售国有股。国有股存量出售的收入，全部上缴全国社会保障基金。

2001 年 10 月 22 日，中国证监会宣布停止执行《减持国有股筹集社会保障资金管理暂行办法》第五条规定。证监会认为，考虑到有关具体操作办法尚需进一步研究，经报国务院决定停止减持。

2002 年 6 月 23 日，国务院决定，除企业海外发行上市外，

对国内上市公司停止执行《减持国有股筹集社会保障资金管理暂行办法》中关于利用证券市场减持国有股的决定。

国有股减持被停止执行，然而研究工作继续进行。2001年11月14日，中国证监会发布公告，向各界公开征集国有股减持方案。仅3个月时间，证监会据此收到各类建议4300多件，后被归纳为7大类减持方案，并称取得了阶段性成果。

事实经过说明，国有股减持是一项重要改革措施，方向是正确的，符合国有经济结构调整的基本原则，有利于进一步完善现代企业制度，促进社会保障体系的建立。同时，也使我们清醒地认识到，国有股减持是一项探索性工作，具有相当的复杂性，一时难以制定出十分合理的实施方案，需要业内人士与有关专家悉心研究。总之，《减持国有股筹集社会保障资金管理暂行办法》的颁布实施及后来的停止执行，一方面说明设计国有股的减持方案事关市场各方的利益，必须科学设计、谨慎操作；另一方面也说明国有股的减持必须强化研究，积极推动。否则，将制约股份制经济优势的发挥，也不利于国有资产的保值、增值和上市公司质量的提高，不利于产业结构的调整。这不仅会影响到国民经济的健康发展，还会影响到社会的稳定。因此，研究与设计科学合理的上市公司国有股减持方案就显得十分必要。

作者认为，上市公司流通股股东和上市公司本身是国有股减持比较合适的对象。如果以上市公司流通股股东作为减持对象，比较可行的减持方案是以每股净资产作为价格向流通股股东配售国有股；如果以上市公司本身作为减持对象，比较可行的减持方案是以每股净资产作为价格由上市公司回购国有股并予以注销。所以，配售类减持方案和股份回购类减持方案应成为国有股减持的主导方案。对于一些资不抵债或特殊行业的上市公司，也可以考虑引进国外投资者或民营经济对其进行战略性投资和重组。作者认为，我国有1/2左右的上市公司可以通过股份回购进行国有

股减持，说明股份回购对国有股减持的战略意义。

由于股份回购在国内还是创新的金融工具，我国的法律、法规对股份回购的规定还比较宽泛，学术理论界对其研究也不充分，因此，股份回购在具体操作中还面临较多的问题，这就需要政府决策部门、学术理论界共同努力，加强对股份回购的研究，以期这一新的金融工具在实践中发挥其应有的作用。

王作功同志作为一名专业人士与青年学者，能够围绕大局，服务大局，结合自己的实践，进行思考与研究，是十分可取的。但在探索中也难免有不周之处，乞望海内贤达、业内专家多予赐教。在他求学期间，曾有师生之谊，因此，遵嘱是为序。

全国人大常委会委员
国家软科学指导委员会副主任
教授、博士生导师

冯之浚

2002年10月

目 录

序	(1)
第一章 股份回购概述	(1)
第一节 股份回购的定义	(1)
第二节 股份回购的基本模型	(7)
第三节 股份回购的类型	(10)
第四节 股份回购的作用和意义	(15)
第五节 股份回购的市场效应	(20)
第二章 股份回购在我国证券市场中的 案例及分析	(24)
第一节 简单回顾	(24)
第二节 云南云天化股份有限公司的 股份回购	(29)
第三节 申能股份有限公司的股份回购	(42)
第四节 长春高新技术产业(集团)股份 有限公司的股份回购	(52)
第五节 云天化、申能股份、长春高新三家公司 股份回购的比较	(63)

第三章 我国股份回购的法律环境及分析 (67)

- 第一节 《公司法》有关股份回购的规定及分析 (67)
- 第二节 《上市公司章程指引》有关股份回购的规定及分析 (70)
- 第三节 《到境外上市公司章程必备条款》有关股份回购的规定及分析 (74)
- 第四节 其他法律、法规有关股份回购的规定及分析 (78)

第四章 股份回购在我国证券市场的应用前景分析 (87)

- 第一节 对证监会征集的七种国有股减持方案的分析 (87)
- 第二节 股份回购对我国证券市场发展的特别意义 (95)
- 第三节 我国股份回购类型的分析 (101)
- 第四节 运用自有资金或增加负债进行股份回购 (103)
- 第五节 运用大股东欠款进行股份回购 (111)
- 第六节 通过配股筹集资金进行股份回购 (124)

第七节 通过增发新股筹集资金进行 股份回购	(132)
第八节 我国 B 股市场股份回购的应用分析	(143)
第九节 我国 H 股上市公司股份回购的 应用分析	(147)

第五章 我国证券市场股份回购中 有关问题的探讨

(151)

第一节 我国证券市场股份回购法律 法规环境的探讨	(151)
第二节 上市公司本身是国有股减持 最合适的买家	(156)
第三节 我国 A 股市场股份回购中的 价格问题	(158)
第四节 股份回购对公司财务指标的影响	(161)
第五节 股份回购中的信息披露问题	(172)
第六节 我国 A 股市场股份回购的 具体操作步骤	(175)
第七节 我国股份回购中的业务创新	(177)

第六章 境外一些国家和地区股份 回购的情况

(182)

第一节 美国股份回购的情况	(182)
---------------------	-------

第二节 欧洲一些国家股份回购的情况	(185)
第三节 日本股份回购的情况	(187)
第四节 香港股份回购的情况	(190)
 附 录:《香港公司购回本身股份守则》	 (193)
附表 1: 符合运用自有资产或负债混合支付方式 进行股份回购的上市公司 及其 2001 年度财务指标	 (208)
附表 2: 可以通过负债融资进行股份回购的上市 公司及其 2001 年度主要财务数据	 (214)
附表 3: 可以通过配股筹集资金进行回购的上市 公司及其 2001 年度主要财务指标	 (216)
 参考文献	 (232)
后记	(233)

第一章 股份回购概述

第一节 股份回购的定义

股份回购 (Stock Repurchase), 指股份有限公司通过一定的途径运用现金或资产从股东手中买回本公司对外发行的部分股份的行为。

公司资本的变动在规模上的变化分为两种形式: 一种是规模的扩大即常见的资本扩张的形式, 通过兼并、收购、合并、增发新股、配股等方式进行; 再有一种是规模的缩小即不太常见的资本收缩的形式, 通过剥离、出售、分立、股份回购、清算等方式进行。

股份回购改变了公司的资本规模和资本结构, 在公司资产重组中属于公司收缩的范畴, 是一种通过减少公司实收资本或者调整公司资本结构而对公司进行重组的重要手段。

在经典的西方公司理论中, 公司资本一旦经过注册即得到确认并且表现为一定量的资产。公司资本应遵循资本不变原则、资本维持原则和资本确定原则。注册资本的变化特别是资本的减少对股东和债权人的利益均有重要的影响。对股东来说, 公司资本的降低即意味着降低了其持有股份的价值及股本回收的可能性; 对债权人来说, 公司资本是债权设置及债权得以履行的基础, 公司资本的减少可能直接使之受损。因此, 公司理论一直强调资本维持 (Capital Maintenance) 原则, 即公司应保持原有资本。不是

在特定场合下，不经过合法程序，不得随意减少资本。

股份回购是公司取得自己的股份的行为。如果对公司取得自己的股份不加以限制，就会出现一些问题，如公司成为自己的股东，这在逻辑上是自相矛盾的；如果公司回购本公司的股票并予以注销，则导致公司注册资本的减少，违背了“资本三原则”，可能对债权人的利益造成损害；如果回购的股份不注销，则公司的管理层可用回购的股份控制公司的决策，侵害公司和股东的利益，形成“内部控制人”现象；股份回购是对公司发展有重大影响的行为，公司董事可利用其对股份回购的控制，运用内幕信息炒作本公司股票，牟取不正当利益，扰乱证券市场的正常交易。

正是因为有如此之多的不良影响，所以在开始的时候，大陆法系和英美法系国家均对股份回购采取严格的限制。我国的《公司法》对股份回购也采取了“原则禁止”的立法原则。

如果不允许公司取得自己的股票，则不利于公司调整资本结构，不利于正当的自身防御，不利于职工持股计划的安排，因此许多国家包括我国又对股份回购进行了“例外许可”的规定。

股份回购这种公司重组的方式是从 20 世纪 70 年代的美国开始大规模流行的。当时公司管理层主要是从合理避税的角度来实施股份回购的。因为股东资本收益的纳税率远远低于股利的纳税率，于是一些公司便以合适的价格从股东处回购本公司的股票，其实质是将股利以资本利得的方式支付给股东，同时股东又不必缴纳较高的利息税。

随着公司理论研究的发展，特别是公司实践的需要，股份回购的优点和缺点逐渐得到广泛认同。尤其是“库存股”的出现解决了公司股份回购后股东权益减少的问题，各国对股份回购的态度逐步转变，开始在法律上予以规范而不是像原来彻底堵住这条路。

“库存股” (Treasury Stock) 指公司在股份回购后并不注销这些股份, 而是把这些股份留存于特定的账户。西方有关会计准则认为, 库存股份须满足三个条件: ①股票已发行; ②被发行公司重新购回; ③没有被重新销售或依法减资。但库存股不具备一般流通股的权利, 它不拥有投票权、收益分配权、优先认购权、清偿权及相关义务。库存股可以在适当的时候再转为普通股, 因此库存股是公司灵活调整公司股本规模的工具之一。

库存股的产生、销售或再转为普通股都会影响市场的供求平衡, 在这种变化过程中有可能产生内幕交易。西方国家对股票回购的程序、数量、价格及库存股的出售等都有较严格的规定。随着股份回购的研究越来越深入, 出现多种假说理论。

(一) 杠杆假说: 优化公司资本结构和财务杠杆程度

股份回购涉及上市公司资本结构与股利政策。作为股利政策的一种手段, 股份回购通过减少发行在外的股票数量, 增加每股收益, 能够提高股票市值。作为调整资本结构与财务结构的一种手段, 上市公司可用负债回购股份, 通过增加负债, 减少权益资本, 能够达到提高财务杠杆效果, 从而提高每股收益, 提升股票内在价值。

无论是用现金回购股份还是用负债回购股份, 都会改变公司的资本结构, 提高财务杠杆率。在现金回购方式下, 假定公司中长期负债规模不变, 则伴随股份回购而来的是股权资本在公司资本结构中的比重下降, 公司财务杠杆率提高; 在用增加债务回购股份的情况下, 一方面是公司中长期负债增加, 另一方面是股权资本比重的下降, 公司财务杠杆率提高。公司资本结构中权益资本比重的下降和公司财务杠杆率的提高, 一般来说会导致两个相互联系的结果: 一是公司加权平均资本成本的变化; 二是公司财务风险可能随债务比重的增大到一定点之后而增大。

最低加权平均资本成本是公司筹资决策目标。一般中长期债务的资本成本最低，而普通股票的资本成本最高。所以，增加中长期负债在公司资本结构中的比重或降低普通股权益资本的比重，通常可以降低公司整体资本成本。但是，过度举债也会导致公司财务状况恶化，增加公司财务风险，最终会导致公司整体资本成本上升。所以，公司必须优化其资本结构，根据加权平均资本成本最低原则，保持各种资金来源间的最佳比例关系。由此，优化公司资本结构，应是公司决策是否购回其已发行股份的重要决策依据。

就财务杠杆率而言，只要公司举债的成本率不大于资产收益率，财务杠杆作用将是有利的，即在此范围内举债通过提高财务杠杆率来提升净资产收益率，公司加权资本成本将会下降（因为债务利息有免税效应）。但是，随着债务比率和财务杠杆率的增大，公司财务风险会随之上升。当债务比率增大到一定程度时，公司财务风险加大势必使债权人要求提高贷出资金收益率，公司财务成本率将会上升并超过资产收益率，公司加权资本成本上升。由此可见，公司债务比率和财务杠杆率存在一个“最适度”。这同样表明，公司是否回购其股份以及是否增加中长期债务来购回普通股股本，必须考虑其资产收益率和负债成本率的对比关系、最优债务比率和最优财务杠杆率等方面的关系后做出决策。

（二）信息或信号假说：传递公司内幕信息

一家公司将要进行股份回购的公告对投资者来说是一个信号，然而信号的方向似乎是模糊的。一方面可能是，使用现金去购回自己的股份的公告就是管理层承认其资金没有有利的用途。但也可能有另一种解释：由于法律规定内部人员不能参与交易（即内幕人员交易限制），内幕信息不能及时释放到市场上，故当某公司宣布将以超出市场价格的溢价购回其股份时，则表明公司

管理层认为该公司普通股价值被市场低估了。在这个意义上，回购就被视为公司管理层传递内部信息的一种手段。

（三）股息或个人税赋假说

股息或个人税赋理论认为，股份回购使得股东能够以较低的资本利得税取代现金股息必须缴纳的较高普通个人所得税。西方股息政策文献论证了相对于资本利得来说较高的股息税率，这意味着公司的股息政策能够影响该公司的普通股价值。这方面最具说服力的是美国经济学家米勒和肖的论证。他们提出并阐述了几种投资者能够用来抵消对股息征收个人税收的方法，其中包括股份回购。然而，所有方法都要涉及交易费用，作为股息替代物的股份回购同样也要涉及交易费用。有证据显示，股份回购作为抵消对股利征收较高个人税赋的手段，它所涉及到的交易费用确实减少了。

在回购价格和回购比例合适的情况下，表面来看，股票回购与现金股利对股东的收益是相同的。

假设一个公司的财务数据如下：

股本总额：	100 000 000
净利润：	50 000 000
每股收益：	0.5 元
股票价格：	10 元
市盈率：	20 倍
可分红现金：	30 000 000

公司如果将 3 000 万元现金以现金股利的形式分给股东，则每股可分现金 0.3 元。如果用股票回购的方式发放 3 000 万元的现金，其回购价格定为 10.3 元（10 加上 0.3 元现金股利），则能回购的股票数量约为 281.26 万股，那么还剩余 9 710.74 万股，对应的每股盈利变为 0.5025 元。如果市盈率仍为 30 倍的话，则

回购完成后的价格为 10.5 元，与股票回购价格一样。一个股东如果参与股票回售，则可按 10.5 元的价格售与公司，如果不愿参加股票回售，则在二级市场上他仍然可以以 10.5 元的价格进行交易。

从理论上的分析可以得出结论：对于股东来说，参与股票回售与否不影响股东的收益。但实际情况却是完全不同的，这是因为：①获得股利的方式不一样，所承担的税负也不一样，股东的实际收益就不一样了。现金股利直接获得现金收入，必须支付收入税，而以股票回售的方式取得股利，表现为资本所得，资本所得可免于纳税或者只需缴纳税率极低的税。②选择权不一样。现金股利对于股东来说，没有选择权，只能分得现金并缴税，而股票回购对于股东来说，他有选择权，可以参加回购，也可以不参加回购。

（四）剥夺债权人财富假说

由于股份回购会通过增加资产负债比率而改变公司的资本结构，导致债权人所享有的资产担保减少，有可能降低公司的偿债能力，其部分资产会向股东转移。因此债权债务契约限制这种对债权人利益不利的财富剥夺。

要验证这种假说十分方便，那就是观察公司宣布股份回购时公司债券价格变化的规律。美国经济学家丹恩（Dann）在 1981 年发现，有 51 家公司宣布要进行股份回购，这 51 家公司有 122 种公开交易的债券和优先股，其中 41 种为普通债券，34 种为可转换债券，9 种普通优先股，38 种可转换优先股。受股份回购的影响，只有可转换证券具有显著的上涨，而普通债券和优先股的价格几乎没有受到影响。此外，他还发现，普通股收益与普通债券及优先股存在一定的正相关关系。这一发现与剥夺债权人财富假说显然相矛盾。这说明，股份回购对公司债权人的影响是一个

复杂的动态过程，并没有理论分析的那样不利。

(五) 公司内部控制权转移假说

巴格韦尔 (Bagwell) 在 1989 年发表的研究成果中，发现存在一条向上的股票供给曲线，即如果被接管公司在股利金额相同的情况下，运用股票回购而不是现金形式进行股票分红，则接管公司的接管成本将会明显提高。回购改变了公司价值的表现形态和分布方式，使得潜在的接管者不得不付出更多的成本。

(六) 股东内部财富转移假说

现金分红形式的股利是按股东持股数进行的分配，股东之间不存在任何形式的财富转移。股票回购与现金分红不同，公司实行股票回购时，股东完全可以根据自身情况决定是否将自己的股份回销给公司。有的股东将股票售给公司，而有的股东则继续保留公司的股票，这样就会发生售回股东和不售回股东之间的财富转移。股东财富之间的转移是一种零和游戏，从表面上来看，它无助于解释总体上的股东财富增长效应。

第二节 股份回购的基本模型

为了很好地理解股份回购，我们必须对股份回购的基本模型进行分析。美国经济学家威尔麦伦 (Vermaelen) 在他 1981 年发表的文献中给出了股份回购的基本模型及假设前提。

其假设前提共有以下七项：

(1) 市场是有效的，即在任何时候证券市场的价格都反映了所有影响其价格的公开信息。

(2) 信息无成本并且被所有市场个体同时获得，即市场在信息意义上有效率 (纯粹竞争, Pure Competition)。

(3) 证券市场中的竞争是完全竞争，单个投资者是价格的接

受者，不能影响股份回购的结果。

(4) 在考虑到交易佣金和印花税后，投资者力求使其证券资产价值最大化。

(5) 在股份回购公告后，每个投资者对于股份回购将造成的价值变化、出让比例和回购比例有相同的预期。

(6) 要约是有上限的要约。这意味着如果要约得到的供应量不足，企业将收购所有供应的股票，如果要约得到了过量的供应，企业将收购所有供应的股票或按比例收购股票。

(7) 在调整了整个市场价格变动之后，才分析与股份回购有关的价格变化。

下面这些符号代表的意义是：

PO：公告前股票市值；

PT：要约标购价格；

PE：回购到期后股票市值；

NO：公告前股份总额；

NE：回购后股份总额；

W：股份回购所产生的股东财富；

FP：购回股票的比例，等于 $(NO - NE) / NO$ ，则未回购的比例为 $1 - FP = NE / NO$ 。

则基本的股份回购模型方程为：

$$PE \cdot NE = PO \cdot NO - PT \cdot (NO - NE) + W \quad (1)$$

上述方程式表明，回购要约到期后，发行在外股票的价值等于回购要约前存有的股票价值减去购回的股票价值后再加上回购要约产生的股东财富效应，即回购后股份市值 = 回购前股份市值 + 回购的股份价值 + 股东财富的变化。

对模型方程式 (1) 两边除以公告前股份总额 NO，并代之以购回股票的比例和未购回股票的比例，则得到如下关系式：