

程民选 总策划
孙文军 栗建国 薛莲 著

上市公司股份回购

Shangshi Gongsigufen Huigou : Lilun Yu Shiwu

理论与实务

上市公司股份回购
：理论与实务

孙文军 栗建国 薛莲 著

西南财经大学出版社



西南财经大学出版社
Southwest University of Finance and Economics Press

目 录

第一章 上市公司股份回购的产生及其意义	(1)
一、股份回购的涵义	(2)
二、股份回购发展的历史回顾	(5)
三、上市公司股份回购的原因与背景	(9)
四、上市公司股份回购的类型	(11)
五、股份回购的重要意义和作用	(17)
六、我国上市公司股份回购的可行性	(22)
七、我国上市公司股份回购的必要性和意义	(25)
八、股份回购的负面效应	(34)
第二章 上市公司股份回购一般理论概述	(36)
一、股份回购的理论基础	(36)
二、股份回购的基本模型	(39)
三、股份回购与股东价值最大化	(42)
四、股份回购与公司的经营绩效	(46)
五、股份回购与公司的资本结构	(49)
六、股份回购与公司的股利政策	(53)

第三章 上市公司股份回购的基本原则、方式与程序	(56)
一、上市公司股份回购的基本原则	(56)
二、上市公司股份回购的方式	(65)
三、上市公司股份回购的程序	(74)
第四章 上市公司股份回购的条件和范围	(77)
一、上市公司股份回购需考虑的因素	(77)
二、股份回购的内部条件与范围	(80)
三、股份回购的外部条件与范围	(90)
四、现阶段我国国有股回购的基本条件	(93)
五、股份回购的比例与期限	(95)
第五章 上市公司股份回购的定价及其资金来源	(98)
一、上市公司股份回购的定价	(98)
二、上市公司股份回购的资金来源	(106)
三、上市公司股份回购资金的支付方式	(110)
第六章 上市公司股份回购的制度安排	(113)
一、国内外关于上市公司股份回购的法律规定	(113)
二、上市公司股份回购的信息披露制度	(122)
三、上市公司股份回购的监管	(141)
第七章 我国上市公司股份回购的实践	(143)
一、我国上市公司股份回购的早期试点	(143)
二、我国上市公司股份回购的基本动因	(148)

三、我国上市公司股份回购的特点	(151)
四、我国上市公司股份回购的市场效应	(153)
五、我国上市公司股份回购存在的问题	(158)
六、我国上市公司股份回购的风险及其防范	(164)
主要参考文献	(175)

第一章

上市公司股份回购的产生及其意义

股份回购起源于西方资本主义发达国家 ,至今已有近百年的历史。股份回购是伴随着西方证券市场的发展和完善而发展起来的。在 20 世纪 70 年代以前 ,股份回购活动还比较少 ,进入 20 世纪 70 年代以后 ,股份回购呈现加速发展之势 ,特别是 20 世纪 80 年代以来 ,股份回购事件的发生越来越频繁 ,如 1987 年 10 月纽约股票市场发生股灾时 ,两周之内就有 650 家公司发布了股份回购计划。目前 ,股份回购已经成为西方国家股份公司在不同的发展阶段和外部环境下所采取的一种常见的发展战略和资产重组方式。例如 ,作为规范化程度较高的美国 ,在 80 年代以前 ,美国公司的股份回购 ,回购价值一般仅为几百万美元 ,但 80 年代以后 ,美国掀起了一阵股份回购热潮 ,首先是菲利浦石油公司在 1985 年回购 8100 万股、市值达 41 亿美元的股票 ,后来一些著名的大公司如 IBM、Texaco、CBS、可口可乐、固特异、施乐等都曾大规模地回购股票。有资料表明 ,1985 年以来 ,回购股票的数量一度超过了发行数量。

在我国 ,由于长期实行的是计划经济 ,企业几乎是清一色的国家所有(或集体所有) ,企业理财主体被异化为财政主体的微观执

行机构 缺乏独立的人格化特征。企业不是股份公司 ,甚至没有自己独立的资产 ,当然无从谈论、研究股份回购问题。改革开放以后 ,企业进行了股份制改革。截至 2001 年底 ,仅沪、深两市的上市公司就已超过 1100 家。作为独立的企业法人和市场竞争主体 ,上市公司已经意识到运用包括股份回购在内的各种资本营运手段和工具 ,能够通过影响企业的治理结构、资本结构和股利政策来提升企业的价值。股份回购作为上市公司资本运作的手段和工具已逐步为我国的上市公司所采用。

1994 年上海陆家嘴股份有限公司回购 2 亿国家股 ,开创了我国上市公司股份回购的先河。虽然目前在上市公司中股份回购的案例较为鲜见 ,但它已经成为中国证监会处理诸如山东淄博场外交易系统这样的历史遗留问题的一种工具。到目前为止 ,已有很多在场外交易系统挂牌的股份公司购回了自己公开发行的股份 ,并且实践的效果较好。1999 年 4 月 1 日 ,云天化股份有限公司发布《关于协议回购部分国有法人股的警示性公告》后 ,立即得到了二级市场的广泛认同。尽管市场各方仍对它的争议颇大 ,但争论的焦点不再是“ 是否应该回购 ”的问题 ,而是关于回购的价格及对市场各方 ,尤其是对中小投资者是否公平、合理 ,回购的方式及结果是否有利于证券市场的长远发展 ,即“ 怎样回购 ”的问题。股份回购现已成为我国证券市场发展和上市公司资本运作中倍受人们关注的一个重要议题。

一、股份回购的涵义

股份回购(stock repurchase) ,或称股票回购 ,是指上市公司利

用盈余所得后的积累资金(自有现金)或债务融资,以一定的价格回购公司已经发行在外的普通股,以作为库藏股(treasury stock)或进行注销的一种方法。公司多余的现金不是用于偿还债务,而是用于购回公司的股权,如果其他条件不变,这将改变公司的资本结构,提高财务杠杆率(负债/股东权益比率)。我国《公司法》第149条规定:“公司不得收购本公司的股票,但为了减少公司股本而注销股份或与持有本公司股票的其他公司合并时除外。公司依照前款规定收购本公司的股票后,必须在10日内注销该部分股份,依照法律、行政法规办理变更登记并公告。”可见在我国股份回购只能是购回并注销公司发行在外的股票的行为。

股份回购在公司资产负债表上直接表现为公司实收资本(股本)减少,企业资本结构、所有权结构(股权结构)的变化,从实质上影响公司的利润指标和盈利能力指标。因此,它无疑可以成为股份公司在企业产品不同的发展周期和外部环境下采取的一种主动的公司理财行为,是企业进行资本运作的一种方式 and 途径。

在现代财务理论中,一般把股份回购看做是一种股利政策,但实际上,根据公司回购股票的不同目的,可以把股份回购看做不同的行为。

1. 如果公司以富余资金或者自由现金回购股票,那么股份回购可以看做是一种股利政策

当公司有富余现金,但又不希望通过派现方式进行分配,那么股份回购是一种替代方法。假设A公司1998年净利润6000万元,总股本1亿股,每股盈余为0.6元,若市盈率20倍,股价为12元,公司欲将5000万现金派发出去,即每股股利为0.5元,那么公司可以选择以12.5元的价格回购400万股股票。这样操作与派

发现金股利结果相同 :股份回购后每股收益为 $6000 \text{ 万元} \div 9600 \text{ 万股} = 0.625 \text{ 元/股}$,假设市盈率不变 ,则股价应涨到 12.5 元 ,因此相当于获得了 0.5 元股利 ,售回股票的股东亦获得 12.5 元。

公司采用回购股票的方式派发股利的原因可能是 :若公司派发现金股利 ,对于股东来讲是没有选择的 ,而有的股东并不希望公司派现 ,这时采用回购股票的方式可以使需要公司派现的股东获得现金股利 ,而不需要现金股利的股东则可继续持有股票 ;公司通过回购股票还可以调整股东结构 ,通过回购股票派发股利可能获得税收上的便利。需要说明的是 ,由于我国法律原则上不允许公司回购股票 ,因此以派现的名义进行股份回购在现阶段是得不到批准的。

2. 如果公司通过举债来回购股票 ,则该行为可理解为是一种筹资行为

若公司并没有富余现金 ,实施股份回购尽管同样产生了派现的结果 ,但理解为筹资政策更切合实际。用债务融资替代权益融资 ,提高杠杆比率 ,调整了资本结构。在前例中 ,若公司举债回购公司股票 ,则公司用 5000 万元债务融资替代了权益融资 ,提高了资产负债率。

3. 如果公司认为发行在外的股票市价严重低估 ,极具投资价值 ,那么回购股票还可以理解为是一种投资行为

尽管公司投资于自己的股票并不符合逻辑 ,但单从获取收益的角度讲 ,当本公司股票被严重低估 ,极具投资价值时 ,投资于自己的股票是理性的投资行为 ,特别是当公司股票在不同市场中交易时 ,这种操作更具意义。我国上市公司发行的股票 ,按是否上市流通分为尚未流通股和已流通股 ,尚未流通股份主要有国家股和

法人股,由于流动受限制,国家股和法人股的协议转让价格一直较低,远低于流通A股,回购这部分股份也可看做是一种高报酬的投资。已流通股又分为A股、B股、H股等,由于交易制度等原因,B股市场长期低迷,B股市盈率低,极具投资价值。但是由于国家对投资主体的限制,我国公司无法进入B股市场,因此对于同时发行A、B股的公司,回购公司所发行的B股,可看做是进入B股市场,所不同的是,回购式的投资由于必须注销股份,因此是一种永久买断式的投资。

二、股份回购发展的历史回顾

和其他新生事物一样,股份回购的早期发展并不是一帆风顺的,也经历了一个从不被认同到基本认同,从起步到快速发展的阶段。

(一) 不被认同阶段——20世纪50年代以前

在传统的西方公司理论中,公司资本一经注册立即得以确认并表现为一定数量的资产。公司资本的变动无论对股东或是对债权人的利益均有重大的影响。对股东而言,公司资本的降低意味着减少了其持有股份的价值和股本回收的可能性;对债权人而言,公司资本是债权设置和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,20世纪50年代以前的公司理论一直强调资本保持(capital maintenance),即公司应保持原有资本,除特定场合且经一定程序之外不得随意减少资本。当时,尽管有部分股份公司以各种形式进行股份回购或变相的股份回购,但不论大陆

法系还是英美法系国家均对股份回购实施了严格限制。

(二)基本认同阶段——20 世纪 50 至 70 年代

随着理论和实践的深入,股份回购的优缺点逐渐得到了广泛认同。覆盖在股份回购这一操作工具上的资本减少的“面纱”被逐渐揭去:

(1)公司取得自身股份并不必然导致公司资本的减少,如果公司以盈余取得自身股份或将相当于收买或赎回的资金留存于特定的账户,并不注销所得股份,则公司的股份资本将不会减少,且不会直接损害债权人的利益。

(2)即使公司股份资本减少,亦不是或不完全是公司取得自身股份的目的,而是其结果。对于回购之股票的“身份”界定,为了理论与实践的统一,大多数国家均折中采用“休止法”,即公司对所持有的自身股份,将不能行使表决权、股息分配请求权、剩余资产分配请求权以及新股认购权等有关股东权利。相应地,在实践中该部分股票在财务报表中作为“库存股票”处理。西方有关会计准则认为,库存股票须满足三个条件: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。库存股票不会影响报告期内的净利润,只是在股东权益下的分科目中调整,从而影响每股净资产。库存股票可以在适当的时候再转为普通股,因此,库存股票是公司灵活调节公司股本规模的工具之一。

基于上述有关股份回购理论研究的深入与突破,各国对股份回购的态度开始发生了转变,纷纷立法予以规范和保护,而不是一味封堵这条股份公司进行资本运营的途径。随着法律禁锢的打开,股份回购活动就逐步发展、盛行起来了。

美国是最早发生股份回购的国家,也是股份回购最为活跃的国家。在20世纪70年代以前,美国上市公司进行股份回购的事件发生频率比较低。根据弗麦兰^①(Vermaelen,1981)收集的数据,从1962年到1971年,美国仅仅发生了32起股份回购事件,平均每年3.2起。但进入70年代以后,当时美国经济正处于经济周期的谷底,国际上处于美元过剩危机的高峰时期,企业经营和投资风险极大,再加上1973—1974年间,美国政府对公司支付现金红利作了限制。在这种情况下,股份回购活动呈现出了加速发展之势:从1971年8月到1974年6月不到3年的时间里,股份回购增加到52起,平均每年超过17起。弗麦兰(1981)将这种500%多的增长称为“回购活动的剧增”。

(三) 快速发展阶段——20世纪80年代以后

进入80年代以后,特别是1984年以来,股份回购事件的发生越来越频繁,几乎每天都有公司股份回购事件发生,回购的单项金额和总规模都大大增加。例如:1989年和1994年,埃克森石油公司分别动用150亿美元、170亿美元回购本公司股票;1985年,菲利浦石油公司动用81亿美元回购8100万股公司股票;1987年10月纽约股票市场发生股灾时,两周之内就有650家公司发布了股份回购计划,回购金额达到了541亿美元的空前水平。90年代后,为了有效规避现金红利税收,股份回购继续受到公司的青睐。1994年,美国公司股份回购总金额达到690亿美元。在美国的示范效应下,英国、加拿大、我国香港等资本市场比较发达的国家和

^① 西奥·弗麦兰:《普通股回购与市场信号:实证研究》,载《金融经济学杂志》1981(9),152页。

地区的股份回购活动得到了有序的发展。新西兰、日本、马来西亚等新兴国家在 90 年代中期也相继允许股份公司进行股份回购。在日本,股份回购活动的真正兴起远比美国晚,但发展势头迅猛:1995 年在日本进行股份回购的公司还几乎没有,但在 1997 年,仅在东京证券交易所上市的公司中,进行股份回购的公司,回购的股数总额已占当年已发行股数的 2.46%;到 1998 年 9 月,已有 121 家上市公司实施了或正在实施股份回购活动。香港的股份回购活动也是从政府的禁令中解放出来后获得了很大的发展,现在香港的股份回购活动非常活跃,这一点我们可从表 1.1 中看出。

表 1.1 香港 1997 年 1—10 月回购事件一览

日期	平均每日宗数	平均每日金额 (万港元)	平均每日每宗交易金额 (万港元)
1 月	4.955	4952	971
2 月	3.250	4775	1436
3 月	2.600	20 073	5825
4 月	5.364	27 712	4681
5 月	1.889	2440	1184
6 月	4.158	14 231	2664
7 月	2.651	12 915	4087
8 月	2.706	14 682	7360
9 月	3.250	14 009	4878
10 月	18.100	134 866	9366

注:资料来源于魏斌所著《股份回购:一种可行的制度安排》一文,载《投资研究》1999(8),28 页。

由此可见,股份回购如今在西方发达资本主义国家已相当普

遍,它是股份公司防止敌意收购、优化资本结构、最大化股东价值的途径之一。但由于库存股票的产生、销售和再转为普通股都会影响市场的供求平衡,对市场各方产生深远的影响,甚至可能在这种变化过程中产生内幕交易,影响市场效率和公平,因此,西方国家对股份回购的目的、数量、价格、资金来源、支付方式及库存股票的出售均有严格的规定。

三、上市公司股份回购的原因与背景

国外上市公司股份回购越演越烈,其动机和原因是多方面的。以美国为例,美国公司回购股票的动机和原因虽然很多,但归纳起来,大致可以分为五个方面:

(一) 资本过剩

当公司的资本无处可投资,出现过剩时,公司可以保留过剩的现金或把现金分配给股东。作为分配手段,回购比现金股利更受欢迎。原因不外乎:第一,上市公司在公开市场上进行回购(这也是普遍的形式),公司不用承担必须回购的义务。第二,回购不像股利,人们不会指望从常规性的回购中获得现金分配。也就是说,回购是更为灵活的资本分配手段。而对股利来说,逐年递减的分配政策必然会招致股东的不满。第三,从纳税的角度考虑,股利应征收20%的个人所得税,而资本利得税的税率低于股利所得税税率,且只有增值的已实现的回购部分才征收资本利得税。因此,从这个角度考虑,投资者较青睐资本回购。

（二）股票价值被低估

股份回购不仅在选择分配过剩资金的方式上提供了灵活性，而且在何时分配资金方面也具有弹性。这一点对公司非常有利，因为公司可以等到股票价值被低估时进行回购。该行为的理论前提是，内部管理者与股东之间的信息不对称可能导致股票定价错位。如果管理者认为股票的价值已被低估，那么公司回购股票就意味着对市场发出信号——它要投资购进定价错位的股票。市场会把这一行为看做是股票低估的暗示，积极的股价反映应该是纠正定价错位。

（三）优化财务杠杆

公司回购股票不仅可以用于向股东分配过剩的资金，还可以减少权益以提高权益负债率。因此，假设存在最优的权益负债率，那么公司应可以利用回购股票的方法来达到这一目标比率。如果公司的权益负债率低于目标比率，那么公司就更有可能回购股票了。可见，公司的资本结构会影响回购决策。

（四）激励管理层

股份回购不仅能改变公司的权益负债率，还允许管理者在分配现金的同时不会稀释股票的每股价值。特别是管理层持有股票期权时，保持股票价格就具有更特殊的意义。股票期权方案往往鼓励经理们用股份回购替代股利发放，就是因为回购不稀释每股价值，而且经理们行权时公司向其提供的股票多为库藏股。

（五）阻止收购

前面四个方面都是有关企业内部决策的，然而，回购也会影响到公司与外部当事人的关系。如果股票的供给曲线正常，则可以利用回购股票来增加收购的成本。因此，那些容易成为收购对象的公司更可能实行股份回购。

从国内外资本市场的实践和理论总结来看，股份回购的原因及其背景综合起来主要表现在以下几个方面：

- （1）注销公司股票，调整股本结构；
- （2）防御外来接管；
- （3）作为公司股利政策的一个组成部分；
- （4）防止扩大股本，以推行公司管理层认股计划；
- （5）调整资本结构，提高财务杠杆率；
- （6）提高公司股票投资价值，降低市盈率；
- （7）协调股本扩张和公司成长之间的关系；
- （8）经济低潮时回购股份，经济高潮时增发股份，适应经济周期的变化；
- （9）与其他公司合并；
- （10）向市场传达公司管理层的信息——股票价值被市场低估或承认公司资金没有有利的用途等。

四、上市公司股份回购的类型

现实中，各上市公司进行股份回购的类型不同，采取的方式各异。根据回购的动机不同，人们一般将股份回购的类型分为常规

回购和战略回购两种。

(一) 常规回购

常规回购是直接派发现金红利的一种替代政策,也称为资本收益型现金红利。与直接派发现金红利一样,股份回购所用资金通常来源于公司经营现金流盈余。一般而言,它主要适用于具有如下特征的公司:

(1) 由高速成长阶段进入增长率下降的稳定阶段,或已处于成熟阶段,缺乏预期收益超过资本成本的投资机会。

(2) 经营净现金流入及现金储备规模大大超过能够为股东创造价值的投资机会(如石油公司类“现金流机器”)所需资金。

如果公司治理有效,从股东价值最大化原则出发,应该把除满足必要的经营与投资活动所需资金以外的富裕现金分配给股东,由股东自己进行再投资决策,避免公司管理层出于自身利益,从事降低股东价值的低收益过度投资扩张行为(詹申,1987)。为此,这些公司在逐步提高公司现金红利支付率(现金红利/净收益)的同时,往往伴随着股份回购。

对公司管理层来说,与直接现金红利相比,股份回购可以减少发行在外的股票数量和每股收益的计算基础,从而在盈利增长速度下降或无增加的情形下,维持或提高每股收益水平和公司股票价格,减少经营压力。例如,经历了五六十年代快速增长时期的IBM公司,70年代中期开始出现大量的现金盈余,1976年末现金盈余为61亿美元,1977年末为54亿美元。由于缺乏有吸引力的投资机会,IBM在增加现金红利(1978年的红利支付率为54%,而五六十年代红利支付率仅1%~2%)的同时,于1977年和1978

年共斥资 14 亿美元回购公司股票。1986 年到 1989 年间 ,IBM 公司用于回购公司股票的资金达到 56.6 亿美元 ,共回购 4700 万股股票 ,而这期间 ,IBM 公司的平均红利支付率也高达 56% 。再如 联合电信器材公司在 1975—1986 年期间 ,一直采用股份回购现金红利政策 ,使公司股票价格从每股 4 美元上涨至 355 美元。

(二) 战略回购

战略回购并不是直接派发现金红利的简单替代方式 ,它往往服务于公司的战略目标。战略回购的规模较大 ,在进行战略回购时 ,公司不仅需动用现金储备 ,而且需要大规模举债 ,或出售部分资产或子公司以筹措股份回购所需资金。战略回购的动机和类型包括 :

(1) 重新资本化 ,即大规模借债用于股份回购或支付特殊红利 ,从而迅速和显著提高长期负债比率和财务杠杆 ,优化资本结构。重新资本化往往出现在竞争地位相当强 ,经营进入稳定增长阶段 ,但长期负债比率过低的公司。由于这类公司具有可观的未充分使用的债务融资能力储备 ,按照资产预期能够产生的现金流入的风险与资本结构匹配的融资决策准则 ,提高财务杠杆 ,可以优化公司资本结构 ,降低公司总资本成本 ,增加公司价值 ,从而为股东创造价值。同时 ,也有助于防止敌意并购袭击 ,因为在有效的金融市场环境中 ,具有大量未使用的债务融资能力的公司 ,往往容易受到敌意并购者的青睐和袭击。

为了迅速增加长期负债规模 ,重新资本化可以采取以下措施 :

① 举债回购公司股票或支付特殊红利 ;② 债务股权置换 ,即公司使用同等市场价值的债务换回公司股票 ;③ 出售资产回购股。举债