

程民选 总策划
孙文军 栗建国 薛莲 著

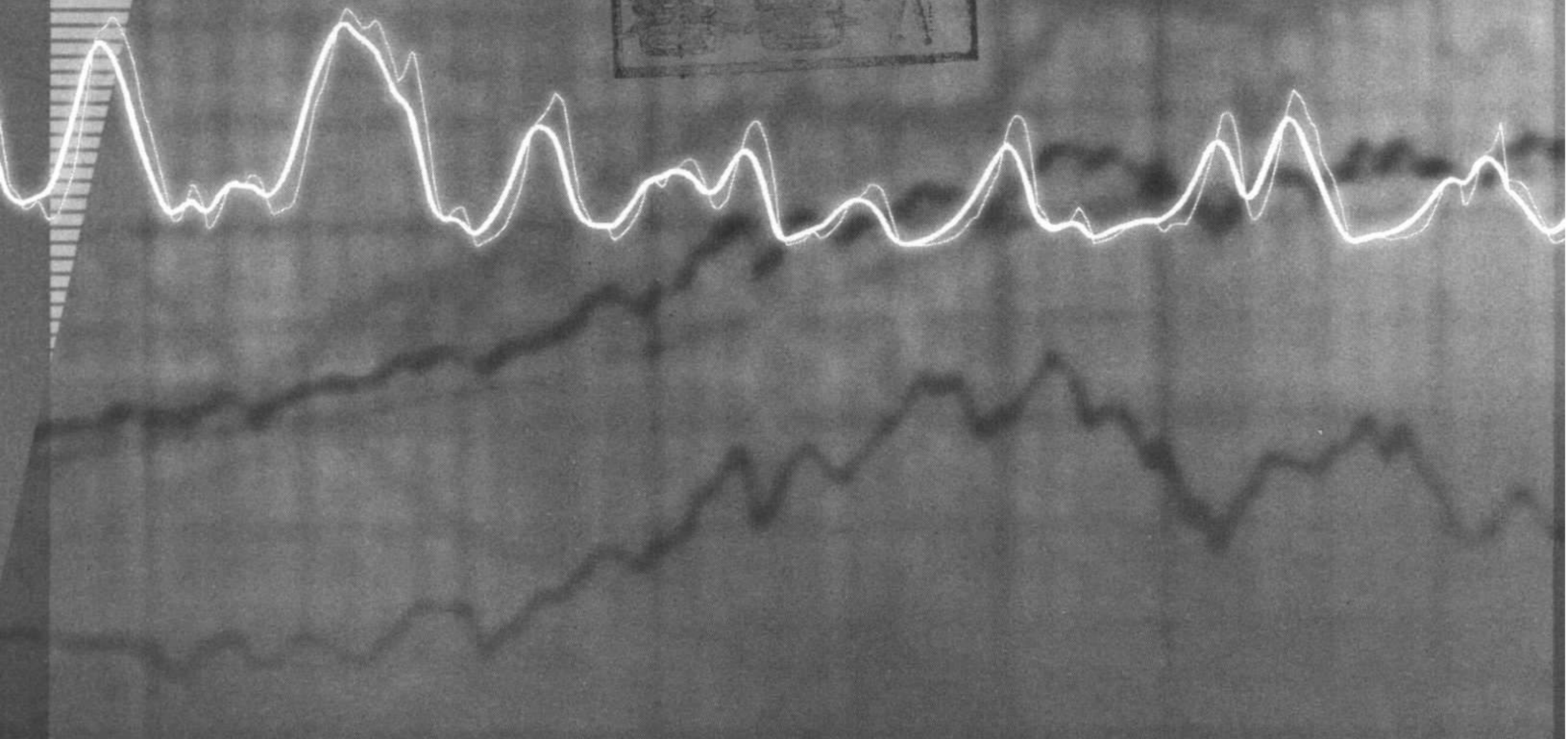
F279.246
S 976



上市公司股份回购

Shangshi Gongsu Gufen Huigou : Lilun Yu Shiwu

理论与实务



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

上市公司股份回购：理论与实务

孙文军 栗建国 薛莲 著

总 策 划：程民选

责任编辑：段智玲

封面设计：迪赛尔广告

出版发行：西南财经大学出版社（四川省成都市光华村街55号）

网 址：<http://www.xcpres.com/>

电子邮件：xcpres@mail.sc.cninfo.net

邮政编码：610074

电 话：028-7353785 7352368

印 刷：四川机投气象印刷厂

开 本：880mm × 1230mm 1/32

印 张：6.125

字 数：134千字

版 次：2002年7月第1版

印 次：2002年7月第1次印刷

书 号：ISBN 7-81055-983-4/F·822

定 价：14.80元

1. 如有印刷、装订等差错，可向本社发行部调换。
2. 版权所有，翻印必究。
3. 本书封底无防伪标志不得销售。

作者简介

孙文军 男，1965年出生，四川荣县人，经济学博士，副教授。长期致力于金融证券、资本市场、公司发展与管理等方面的研究。先后在教学科研部门、投资公司、证券公司、高科技企业工作。曾任云南农业大学经济贸易学院副院长、农村发展研究所所长，洪澳证券西南研究发展中心主任。现就职于一家高科技企业，任公司副总经理。已经主持和参与完成课题19项、出版专著（含合著）12部，在《经济学家》、《经济问题》、《金融时报》、《证券时报》等杂志、报刊上发表学术论文和研究报告50多篇。

栗建国 男，重庆市人，33岁，金融硕士，现在西南证券有限责任公司投资银行部工作。曾先后在电力部劳动保护科学研究所、重庆九龙电力股份有限公司工作。已发表论文多篇。

薛 莲 女，四川大学旅游管理系毕业，经济学学士。现任成都正光科技股份有限公司总经理助理。

序

纵观世界各国企业发展的历史，展现在我们眼前的是一幅幅波澜壮阔的历史画卷。自英国工业革命以来，世界各国企业由小到大、由专业化生产到多样化综合经营、由国内经营到跨国经营，期间经历了多次具有革命性意义的变革，包括技术革命和管理革命。企业逐步由手工工场作业到机器化生产、再到电脑自动化控制，由国内生产经营到跨国界的联合生产和经营，由实物资本经营到虚拟资本经营，由固定模式的经营到企业再造的革命，等等。企业革命的结果：一是企业大规模地对外投资，实施国际化经营；二是企业的经营规模越来越大，大型和超大型企业集团的资本实力和经营规模纪录不断被刷新。

中国加入WTO以后，经济日益走向开放是一个不可逆转的趋势，开放资本市场也只是时间的问题。中国企业既要在国际市场上应对挑战，又要在国内市场面对国际企业特别是实力雄厚的跨国公司的有力竞争。据不完全统计，目前，世界最大500家跨国公司中已有400多家在中国登陆。跨国公司通过对中国企业进行并购以期大规模进入中国市场。与以往稍有不同的是，外商将不再单纯地把绕过贸易壁垒、打入中国市场视为在中国进行并购的

首要目的，而是更多考虑自身的全球发展战略规划，为此他们对并购目标的选择标准将比以往更为严格，只有有实力的企业才有可能进入他们的视野。上市公司作为行业内的强势企业将成为外商并购必然的选择。因此，我们有理由相信1995年、1996年曾昙花一现的外资并购热潮将会再度出现，具有雄厚的资本实力和强大的抵御各种风险能力的巨型企业，将给我国企业带来严峻的挑战。从竞争的角度审视中国企业包括上市公司，最明显的劣势是资本规模和产出规模偏小，技术水平和管理水平偏低，实力弱，抗风险能力差。如何应对国际竞争，并在竞争中生存和不断发展将是我国企业特别是上市公司在今后长时期内面临的一个重要问题。有鉴于此，加强对上市公司的发展研究具有特别重要的现实意义。

就一个国家而言，经济的发达程度主要取决于其企业的发达程度，而在整个企业的王国中，上市公司无疑是最耀眼的星星。上市公司是国民经济中最活跃、发展最快、影响面最广的企业群体。上市公司作为现代企业的典型形式，是证券市场的基本组成元素和细胞，也是国民经济借助于资本市场发展的直接方式和手段。

在我国，上市公司发展的历史只有短短十多年的时间，上市公司至今只有1200多家，但是，现有上市公司基本上集中了我国企业特别是国有企业的精华部分。上市公司市值已经达到GDP的70%左右，对我国国民经济的影响日益增强。由中国企业联合会和中国企业家协会发起，近百名知名经济学家、新闻界权威人士、部分政府人士及企业代表组成的大型评委会不久前评出了我国2001年度最具影响力的企业，资料显示上市公司或其控股集团占据九成天下。上市公司之所以能够快速发展壮大，主要得益于上市公司有一个广阔的运作舞台和空间——资本市场，上市公司借

助于资本市场，通过资本经营、股权运作、并购重组等多种方式和技巧的运作，能够快速实现资本扩张和企业扩张。各类高科技企业借助于资本市场实现快速发展，将会成为我国资本市场未来发展中的一大主题现象。

自20世纪90年代以来，伴随着资本市场特别是证券市场的发展，上市公司的发展与管理问题已经引起了人们的广泛关注和重视，有关上市公司的研究文献也不断涌现。上市公司的发展最核心的问题莫过于上市公司的运作。近几年关于上市公司运作问题的研究文献非常多，但全面深入地研究上市公司运作的具体问题的著述相对较少。上市公司的股权运作、上市公司的股份回购以及上市公司资本经营的效果和风险问题，无疑是上市公司运作中最核心、最重要、最具有现实价值和长远意义，也是当前和今后相当长时间内最受人们关注的问题。西南财经大学出版社新近推出了由《上市公司股权运作：方式与技巧》、《上市公司股份回购：理论与实务》、《上市公司资本经营：效果与风险》三本书组成的上市公司运作丛书，专门就上市公司的运作问题进行了深入探讨和研究。在注重理论阐释的同时，紧密结合我国的现实进行实践分析和总结，体现出鲜明的时代特点。该套丛书不仅丰富了我国上市公司研究的成果，而且对我国上市公司的经营管理和发展具有重要的指导和参考价值。

2002年6月

前 言

企业最根本的目的是为了赢利。伴随着市场经济的发展，企业的任何变化都与“获得最大利润”这一本质目标有关，因此，建立和完善现代企业制度、不断扩大规模就成为企业运营发展的基本取向。仔细分析世界各国企业演变发展的历史进程，不难发现这样一个共同的特征：任何一个大企业的形成和发展无一不是通过强力的内部扩张和积极的外部并购来实现的。换句话讲，任何一个企业的成长都离不开内部资本的积累和外部资本的聚集，其中，对企业资本的高效经营和运作是企业不断扩张壮大并保持竞争优势最基本的手段和策略，也是最重要的实现形式。

众所周知，市场经济是一种竞争经济，优胜劣汰、适者生存是市场经济的必然结果。面对日益激烈的市场竞争，企业只有不断发展壮大，增强竞争能力，才能在竞争中生存和发展下去。上市公司作为现代企业的典型形式，在整个企业群体中占有重要地位。当今世界，资本市场日益成为企业运作和发展的基本条件和支撑平台，离开了资本市场的支持，企业发展的速度必然受到抑制，企业的成长壮大也难以实现。从某种意义上讲，离开了资本市场的企业是长不大的企业，借助于资本市场从事资本运作和资本经营是上市公司的一个重要特征和基本要求。正因为如此，上市公司

的经营和发展状况倍受政府及广大投资者的关注。

在我国，随着体制改革的深入和国内外市场一体化进程的逐步加快，资本市场和上市公司的发展十分迅速，上市公司的数量虽然只有1200多家，但却集中了我国绝大多数的大中型企业和“优秀”企业，上市公司的市值达国民生产总值的2/3，对国民经济和人们生活的影响日益突出。但与此同时，上市公司运营发展过程中存在的问题也十分突出，特别是上市公司的经营效益呈现下降态势，并购重组的陷阱越来越多，其持续发展的能力越来越受到人们的怀疑。中国加入WTO后，国际竞争必将国内化，国内竞争即是国际竞争，我国企业包括上市公司面临的竞争环境和竞争对手都将出现较大的变化。人们有理由担心，我国企业若不能快速、有效和持续地发展壮大，其在市场中的竞争力会越来越弱；我国上市公司若不能迅速成长，增强自身的核心竞争力，在资本市场开放的情况下，必然会面临巨大的竞争压力。因此，加强上市公司的发展研究不仅对上市公司自身的发展有重要意义，对整个国民经济的发展也具有重要意义。

上市公司的发展研究涉及许多方面的问题，从已有的研究成果看，对上市公司经营管理及其发展问题进行一般意义上的研究居多，而对上市公司运作发展中的重大问题进行专题研究还比较少。为了充分把握上市公司运营发展的核心，我们选择了上市公司的股权运作、上市公司的股份回购及上市公司资本经营的效果和风险等三个问题进行全面系统的分析研究。“上市公司运作丛书”由三本书构成：《上市公司股权运作：方式与技巧》、《上市公司股份回购：理论与实务》、《上市公司资本经营：效果与风险》。

《上市公司股权运作：方式与技巧》一书以上市公司的股权运作为主题，系统分析了股权运作的各种方式及其操作策略。透析目前上市公司股权运作现象，结合我国证券市场的实际情况和上

市公司的创新实践，借鉴国外经验，剖析股权运作的模式，深入探讨上市公司股权运作创新活动中存在的问题，寻求相应对策，是该书研究的主要目的。

上市公司股权运作是上市公司通过股权交易市场变更股权关系，调整股权结构或对其他企业进行购并、参股、控股等股权交易，以实现企业资产的保值增值，提高资产配置效率，最终提高企业股权价值，增加股东财富的一种产权经营活动。股权的价值化、商品化和社会化作为现代市场经济的重要特征，是现代股份制企业赖以生存的基本条件。现代市场经济的实践表明，企业产品、产业经营如果没有资本经营、产权经营的支持，难以形成资源的优化配置和产业的升级，企业经营业绩也很难持久地辉煌。上市公司应充分利用证券市场资源，积极开展股权运作活动，提高股权运作水平，降低运作成本，拓宽股权运作空间。这不仅可以进一步打开筹资、融资渠道，支持企业的资产重组，进而推动上市公司的产品经营和产业经营，而且对我国优化国有股权配置过程，寻求国有股流通方式，提高上市公司国有资产的管理水平和运作效率，都具有十分重要的现实意义。因此，上市公司理应适应新的形势，加强股权运作，实现股权经营与产品、产业经营两条腿走路。可以说，在未来的中国证券市场上，不善于股权运作的上市公司将很难立足。

在我国证券市场上，由于受法律、法规环境的限制和上市公司对资本经营认识的局限，多年来上市公司的股权运作大都采取一种传统的模式：股权转让+资产置换。这种运作模式往往手段单一、效率低、成本高，且主要属于关联交易，具有明显的缺陷。况且，目前上市公司的经营业绩并不令人乐观，沪深两地证券市场上已有众多上市公司失去了配股资格，其融资渠道已经“锈死”，上市公司的股权运作难以展开。近年来，一些上市公司凭借自身独特的优势，利用股权这一特殊的金融工具，积极创造股权运作新模

式，频频开展多样化的股权运作，发挥股权以少控多、以小搏大的杠杆效应，撬动企业的资产重组与规模扩张，从中获得了巨大的利益，极大地丰富了中国证券市场上资产重组和资本运营的内涵和实现形式。然而，由于中国证券市场还处于发育过程中，对股权这种金融工具的运用和创新，在理论建设与实践经验上都比较薄弱，上市公司的股权运作仍处于一种“摸石过河”的阶段，在目前的股权运作创新活动中，无论是运作的过程与运作的效果，抑或是对证券市场的影响，都存在一些问题。因此，一方面要为上市公司开展股权运作创造良好的环境条件；另一方面又要针对实践中出现的问题，加强管理，使之尽快走上规范化、法制化轨道。这不仅对上市公司自身的发展有益，而且对中国证券市场的不断完善也具有十分重要的现实意义。

该书共分九章：第一章，概论；第二章，股权并购；第三章，管理层收购；第四章，股权转让与国有股减持；第五章，股权回购；第六章，股权套作；第七章，股权融资；第八章，股权托管；第九章，上市公司股权纠纷透析。

《上市公司股份回购：理论与实务》一书从股份回购产生的背景及其必要性和意义出发，结合理论与实践对股份回购的相关问题进行了充分的论述。

股份回购是国际资本市场上司空见惯的一种公司行为。股份回购是指公司出资购回其本身发行在外的股份，以达到减资或调整股本结构的目的，是一种公司理财行为。股份回购作为一种股本收缩方式涉及上市公司的资本结构与股利分配政策，因此是上市公司用以提高股票内在价值的重要手段之一。作为股利政策的一种手段，股份回购可以减少发行在外的股份数量，提高每股盈余水平，提升股票市值。另外，股份回购是作为一种公司所有权结构和控制权结构变更类型的公司重组形式，对我国上市公司有着特

殊的意义。中国股票市场的基本特征之一是上市公司的股份有已上市流通股和未上市流通股、境内上市A股和B股之分，股份类型可以划分为9种，即尚未流通股中的国家股、境内发起法人股、外资发起法人股、募集法人股、内部职工股、优先股和转配股，以及境内居民持有的上市流通A股、境外投资者持有的B股和H股。中国上市公司股权结构的复杂性，是中国资本市场上潜伏着的一个重要风险源，是盘踞在中国股票市场健康发展和中国上市公司治理结构优化之路上的重要障碍。因此，就中国国有经济改革趋势、中国上市公司和股票场所特有的问题来说，为了消除股权结构复杂性所潜伏的隐患，实现国有经济的战略性转移，股份回购具有战略性的运用价值。可以预见，伴随着资本市场和上市公司的发展，渐进性回购国有股权和B股等股份回购行为，将是未来较长时期内我国相关上市公司资本运作的一种重要形式。因此，研究和探讨有关上市公司股份回购的理论和实际问题，对推动我国上市公司和资本市场的发展与创新有积极的意义。

该书共分七章：第一章，上市公司股份回购的产生及其意义；第二章，上市公司股份回购一般理论概述；第三章，上市公司股份回购的基本原则、方式与程序；第四章，上市公司股份回购的条件和范围；第五章，上市公司股份回购的定价及其资金来源；第六章，上市公司股份回购的制度安排；第七章，我国上市公司股份回购的实践。

《上市公司资本经营：效果与风险》是具体研究上市公司资本经营的效果和风险问题的一部专门著述。

资本经营作为现代企业最重要的管理理念，在发达国家已经发展到资本经营与生产经营相联系阶段，资本经营已成为西方国家企业进行资产重组、优化资本结构、扩大企业规模、增强竞争实力的主要手段，近几年来风起云涌的全球兼并浪潮就是明证。

在我国，企业在二十余年的改革和发展中，跨越了不同的发展阶段，大致留下了三个轨迹：一是由产品生产转向商品生产发展；二是由单一生产型向生产经营型发展；三是目前正面临着第三次飞跃，即由生产经营型向资本经营阶段发展。这三个阶段是与我国改革的进程相适应的。中国企业改革发展的三个阶段，实质上就是企业产权改革、资本所有权和经营权日益清晰和分离并真正体现“资本原则”的过程，也是企业资本运作和资本经营理念不断创新与发展的过程。近年来，随着我国市场经济的不断发展，越来越多的人已经意识到资本、资本经营在我国企业和整个社会经济生活中的重要作用了，这是我国市场经济不断走向成熟的一个重要体现。资本经营正在成为我国企业改革与发展的必然趋势，最大限度地实现资本的保值增值正日益成为我国企业经营的基本理念和目标取向。

国内外大量的实践已经证明，资本经营是市场经济条件下企业获取最大经济效益的有效途径，也是企业迅速扩张壮大的捷径。国内外企业发展的历史在一定意义上可以说是一部企业资本经营史，其中，上市公司的资本经营活动尤其引人注目，对国民经济的影响也十分突出。

《上市公司资本经营：效果与风险》一书以上市公司资本经营活动为大背景，力求避免对资本经营的一般性论述和重复论述，把重点置于上市公司资本经营的效果和风险问题的研究上。该书从资本经营及其相关概念的内涵界定出发，分析了企业资本经营的基础和前提条件，重点探讨了如何衡量和评价上市公司资本经营效果、影响上市公司资本经营效果的因素、提高上市公司资本经营效果的途径，以及上市公司资本经营风险的识别、防范与控制等问题。

该书共分七章：第一章，上市公司资本经营概述；第二章，企业

资本经营的基础条件；第三章，上市公司资本经营效果：衡量与评价；第四章，上市公司资本经营效果：影响因素；第五章，提高上市公司资本经营效果的基本途径；第六章，上市公司资本经营风险与风险及其管理（一）：风险与风险管理；第七章，上市公司资本经营风险及其管理（二）：风险识别、防范与控制。

在本套丛书出版之际，我们首先要感谢西南财经大学出版社社长、博士生导师程民选教授，有他的大力支持，本套丛书才得以顺利出版；西南财经大学出版社副总编曾召友先生以及责任编辑对本套丛书的出版付出了辛勤的劳动，在此，向他们表示真诚的感谢；最后，我们还要特别感谢西南财经大学博士生导师赵国良教授，赵老师在百忙之中为本套丛书作序，给我们以极大的鼓励。

当然，本套丛书称之为“上市公司运作丛书”实际上是不太准确的，我们所涉及的仅仅是有关上市公司发展问题研究的一小部分。我们真诚地希望广大同仁能够提出批评意见，共同推进对我国上市公司运作的研究。

孙文军

2002年6月

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