

学校编码: 10384

分类号: 密级

学 号: 200115049

UDC:

## 学 位 论 文

# MX 公司股份回购的可行性分析

Feasible Analysis on the Stock Repurchase of MX  
Company

周瑞强

指导教师姓名: 李常青 副教授

申请学位级别: 硕 士

专业名称: 工商管理 (MBA)

论文提交日期: 2005 年 2 月

论文答辩时间: 2005 年 3 月

学位授予日期: 2005 年 月

答辩委员会主席:

评 阅 人:

2005 年 2 月

## 论文摘要

股份回购是成熟资本市场上重要的金融工具，是国外公司经常使用的资本运营手段和经营策略，其具有替代股利分配、反收购、改善股权结构，实现股东财富最大化等各项功能。

中国证券市场尚处发展阶段，股份回购起步较晚。从早期 1992 年的小豫园并入大豫园案到近期的电广传媒“以股抵债”等等股份回购的案例，基本上都是一种金融创新性质的探索与尝试，但其同样具有国外公司股份回购所具有的功能。

本文对 MX 公司股份回购进行可行性分析，进而对我国股份回购的法律制度提出一些建议。

本文的研究结构如下：

第一章 概括介绍股份回购的理论发展及目前资本市场上常见的股份回购的方式、股份回购的资金来源、股份回购的功能。

第二章 主要分析我国及世界玻璃行业的现状和未来的发展趋势，并通过分析 MX 公司的经营情况和财务报表主要数据，综合评价 MX 公司的财务状况。

第三章 通过应用自由现金流量折现模型对 MX 公司进行价值评估，并运用项目投资的 NPV 及 IRR 等财务指标对 MX 公司股份回购的财务可行性做出评价。

第四章 简要介绍国内外股份回购的相关法律制度，结合 MX 公司股份回购实施操作中可能面临的法律问题，对完善我国股份回购法律制度提出一些建议。

**关键词：**股份回购；价值评估；玻璃行业

## Abstract

Stock repurchase is an important financial tool in mature capital market and is also a capital operation method and a kind of strategy often used by foreign companies. It has the function of replacing dividend allocation, anti-purchasing, improving stock construction and maximizing shareholder's fortune.

China's securities business market is still in its growing stage, so the stock repurchase has not developed for a long time. From the case of Xiaoyiyuan combined into Dayiyuan and the recent case of Dianguangchuanmei using stock to pay back its debt, we can see these are a kind of finance creativity's study and try and also it has the same function with the foreign company's stock repurchase.

By analyzing the feasibility of MX Company's stock repurchase, the paper probes into the improvement of law regulations in China.

First, the paper gives a general introduction of stock repurchases, including the theory development, the main method, fund source, and function of stock repurchase in the current capital market. Secondly, analyzing the basis information and the trend of glass industry in China and the world, then the paper make a finance appraisal by analyzing MX's business condition and financial data. Thirdly, the paper makes the valuation of the MX Company by using Free Cash Flow (DCF) Model, then makes a finance feasibility appraisal of the MX Company's stock repurchase by calculating the NPV and IRR of investment. Finally, the relative laws of stock repurchase in China and other countries are briefly presented and suggestion on laws and regulations of stock repurchase in China is put.

**Key Words:** Stock Repurchase; Value Evaluating; Glass Industry

厦门大学博硕士学位论文摘要库

目 录

前 言 .....	1
<b>第一章 股份回购的理论探讨 .....</b>	<b>2</b>
一、股份回购的定义 .....	3
二、股份回购的功能 .....	3
(一) 股份回购是公司实施反收购策略的有力工具和常规武器.....	3
(二) 股份回购是实现企业的经营目标的有效方法.....	4
(三) 股份回购是公司股利分配的替代手段.....	5
(四) 股份回购有利于建立员工持股制度和股票期权制度.....	5
(五) 股份回购可以调整和改善公司的股权结构.....	6
(六) 股份回购可以保障中小投资者权益.....	6
三、股份回购的方式和价格 .....	6
(一) 公开交易方式回购.....	7
(二) 固定价格要约回购.....	7
(三) 荷兰式拍卖回购.....	7
四、股份回购的资金来源 .....	8
<b>第二章 MX 公司的经营情况及历年财务绩效分析 .....</b>	<b>9</b>
一、MX 公司概况 .....	9
二、行业分析 .....	10
(一) 世界玻璃工业发展格局.....	10
(二) 我国目前玻璃行业发展状况.....	11
三、MX 公司经营情况 .....	15
(一) MX 公司主营业务构成 .....	15

(二) 彩色装饰玻璃类.....	18
(三) 建筑安全玻璃类.....	20
<b>四、MX 公司历年财务绩效分析.....</b>	<b>22</b>
(一) 盈利能力分析.....	22
(二) 资产经营效率分析.....	23
(三) 偿债能力分析.....	23
(四) 资产收益质量分析.....	24
(五) 成长能力分析.....	24
<b>第三章 MX 公司股份回购的财务可行性分析 .....</b>	<b>26</b>
<b>一、MX 公司内在价值评估 .....</b>	<b>26</b>
(一) 确定预测期间.....	27
(二) 确定评估依据.....	27
(三) 制定各种假设并预测各时期的现金流.....	30
(四) 估算 MX 公司股权资本成本.....	34
(五) MX 公司加权平均资本成本 WACC 的确定 .....	35
(六) 后续期价值和 MX 公司未考虑流动性折扣的整体价值.....	35
(七) 确定 MX 公司缺乏流动性折扣.....	36
(八) MX 公司的整体价值及股权价值 .....	37
<b>二、MX 公司内在价值评估的敏感性分析.....</b>	<b>37</b>
<b>三、MX 公司股份回购决策的两种评价方法.....</b>	<b>38</b>
<b>第四章 股份回购的法律制度建设探讨.....</b>	<b>39</b>
<b>一、股份回购的不同立法模式.....</b>	<b>39</b>
(一) 德国模式.....	39
(二) 美国模式.....	40

二、我国股份回购的制度 .....	41
三、MX 公司股份回购面临的法律问题.....	42
(一) MX 公司股份回购的两种操作方法 .....	42
(二) MX 公司股份回购两种操作方法面临的法律问题 .....	42
四、我国股份回购制度的进一步完善 .....	42
(一) 尽快研究制定有关股份回购的政策法规.....	43
(二) 合理确定股份回购的适用范围.....	43
(三) 建立与实施股票回购与库存制度.....	44
(四) 维护股东平等.....	45
参考文献 .....	46
后 记 .....	48

厦门大学博硕士论文摘要

厦门大学博硕士学位论文摘要库



## 前 言

MX 公司是四个美国人于 1988 年投资成立的外资企业，主要生产彩色艺术玻璃，1998 年独创夹层安全玻璃加工工艺，后投资大量设备进行规模生产，2002 年起该产品进入每年 20%的稳定高速增长期，成为该公司新的利润增长点。由于该公司实行不分配的股利政策，2003、2004 两年积累了大量的闲置现金，正当管理层为充足的现金流发愁之时，该公司一位原始股东不幸发生车祸，其所持有的股份由于继承权的问题准备转让，公司管理层基于股东财富最大化的原则，准备进行股份回购。

正当 MX 公司准备股份回购之际，也是本人提笔准备 MBA 论文之时，在导师李常青博士的鼓励和悉心指导下，本人尝试把 3 年所学知识综合运用到实际工作中，终撰成此篇论文。

本文主要从财务和法律的角度分析当公司有充足的资金，而没有高回报的投资项目时，投资自己公司是否可行。文章的最后结合 MX 公司股份回购实施操作中可能面临的法律问题，对完善我国股份回购法律制度提出一些建议。

## 第一章 股份回购的理论探讨

早在上世纪 50 年代，美国上市公司回购股票就引起了理论界的关注，但大部分文献局限在分析股票回购的规模。1960 年以后，一部分学者开始从较深的层次探求隐藏在股票回购后面的动机，到了 70 年代，美国经济出现滞胀的难堪局面，当时的美国总统尼克松为挽救下滑的美国经济，提出了八项主张，其中有一条即为限制上市公司发放现金股利，然而在萎缩的经济面前，公司管理层根本没有信心将多余的现金用于投资，于是股票回购成为公司代替股利将多余的现金发放给股东的主要方式。股票回购在资本市场的逐步盛行也激起了学术界对这一行为的极大兴趣。关于回购的理论研究进入了一个崭新的时期，以 Dann、Masulis、Vermaelen、Masulis 等为代表的学者对股份回购的动机进行了深入的探索。80 年代，由于里根总统推行放开市场管制的措施，公司间敌意收购活动大幅增加，为了反敌意收购，上市公司回购股票更是成为家常便饭。股份回购的理论随着财务理论的不断发展而发展，80 年代出现了较为流行的信号传递假说及后来的控制权市场假说，进入 90 年代后，尽管敌意收购活动较 80 年代少，但股票回购活动却显著增多，理论界同时出现了自由现金流假说、股票期权假说等一些新的理论解释，相应的论证也层出不穷，但至少目前在学术界仍没有获一致接受的理论解释。

本章主要介绍目前资本市场上常见的股份回购的功能、股份回购的方式、股份回购的资金来源，这些都构成 MX 公司股份回购的理论依据，其中一项最能解释 MX 公司股份回购动机的是：股份回购可以实现企业价值最大化及股东财富最大化。MX 公司管理层正是在此股份回购理论的指导下进行本公司的股份回购的。

## 一、股份回购的定义

股份回购 (Stock Repurchase) 是指股份有限公司基于特定目的, 利用盈余所得后的积累资金, 即自有资金或债务融资按照一定的价格以公开或协议方式将已发行在外的自身股份重新购回, 从而使公司减少发行在外股份的行为。该制度首先出现在美国, 21 世纪 70 年代初, 美国公司为规避政府对现金红利管制的需要而发展起来的。由于这一制度有其内在的优越性而迅速被世界许多国家采用, 并成为国外股份公司所广泛使用的一种资本运作方式和公司理财行为。

## 二、股份回购的功能

股份回购的理论是随着财务理论不断发展而发展的, 从 20 世纪 80 年代较为流行的信号传递假说, 到后来的控制权市场假说, 以及 90 年代自由现金流假说、股票期权假说等等层出不穷。本文根据理论界的各种观点, 归纳总结股份回购的基本功能如下:

### (一) 股份回购是公司实施反收购策略的有力工具和常规武器

国际资本市场的一个重要特征就是资本分散化, 通常拥有上市公司百分之三十以上的股份, 就意味着对该公司的相对控股。因此股份回购在西方发达国家被运用得比较普遍, 它是西方成熟资本市场上实施反收购策略的重要工具和常规武器。其原因在于:

- 1、如果向外部股东进行股份回购后, 那么外部股东所持有股份的比重就会降低, 原来大股东的持股比重则会相应上升, 其控股权自然会得到加强。
- 2、如果公司的资产负债率较低, 在进行股份回购后可以适当地提高资产负债率, 更充分有效地发挥“财务杠杆”效应, 以增强公司的未来盈利预期, 从而提升公司股价, 增加收购的成本。

3、如果公司现金储备比较充裕，就容易成为被收购的对象，在此情况下公司动用现金进行股份回购可以减少被收购的可能性，这是一种反收购技术中的“焦土战术”。

4、公司直接以比市价高出很多的价格公开回购本公司股份，就可以促使股价飚升，以击退其他的收购者，从而达到反收购的目的。

## **（二）股份回购是实现企业的经营目标的有效方法**

企业的经营目标是实现企业价值最大化及股东财富最大化。资本市场考察和衡量公司盈利水平的主要指标就是净资产收益率。当公司所处产业进入衰退期时，公司若要继续维持原有盈利水平来满足资本市场的预期，会有相当大的压力。若公司有大量闲置资金，一时又没有投向，与其闲置资金不用增加企业资产增值压力，还不如将资金用来回购一部分股票，以减少公司未来的分红压力，同时提升股票内在品质，为股价上涨创造空间。而对流动资金不足的公司来说，如果借款利息较低，而公司的业绩又很好，通过借款回购公司股份，可以进一步提高公司的每股收益和净资产收益率，从而也可以推动公司股票价格的上涨，实现企业价值最大化。另外公司宣布回购股票常常会被理解为公司在向市场传递其认为自己股票被市场低估的信息，市场会因此做出积极的反应。特别是股票在不同的、被分割的市场中进行交易时，如果存在较大的价差，公司进行股份回购可以实现不同市场间的套利，从而提高公司市场价值。如从 1975 年到 1992 年，《华盛顿邮报》公司一共回购了发行在外的 43% 的股票，平均回购成本为每股 60 美元，也就是说，公司只用相当于现值 1/10 的价格回购了超过 40% 的股份。而到 2000 年为止，《华盛顿邮报》公司已经购回了一半的股票，这意味着所有公司现有股东拥有的股票价值是实际资产的二倍。

### （三）股份回购是公司股利分配的替代手段

国外许多盈利较好的公司宁愿进行股票回购，也不愿派发高额股息。原因不外乎以下几点：

- 1、上市公司在公开市场上进行回购，公司不用承担必须回购的义务。
- 2、回购是更为灵活的资本分配手段。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。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。
- 3、从纳税的角度考虑，股利应征收个人所得税，而资本利得税的税率一般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，回购比股利更受欢迎，这在美国已成为一种新的现金股利替代方式。

### （四）股份回购有利于建立员工持股制度和股票期权制度

随着股票期权激励、管理层和员工持股计划的不断完善和发展，上市公司可以回购一部分股票作为奖励，以解决员工的激励问题。在国外公司中员工持股特别是管理层持股是非常普遍的现象。由于新股发行手续繁琐，程序复杂，成本较高，因此解决职工持股计划与股票期权制度的股票来源的较好途径就是股份回购，公司选择适当的时机从股东手里回购本公司股票作为库藏股，依程序交给职工持股会管理或直接作为股票期权奖励给公司管理人员，这有利于增强公司内部的凝聚力和向心力，形成有效的激励和约束机制。就员工持股或管理层持股制度在我国上市公司实施的可行性而言，目前最大的障碍之一就是缺乏可用于这种制度安排的股份的合法来源渠道。国外公司实施股份回购的重要目的之一就是回购一部份股份专门用于本公司员工或管理层持股计划。而我国目前法律不允许库存股的存在，员工持股制度和股票期权制度也就难以建立。

### **（五）股份回购可以调整和改善公司的股权结构**

股份回购可以通过优化资本结构，适当提高资产负债率，以充分有效地发挥财务杠杆效应。股份回购的财务杠杆作用很明显，公司在购回股份并加以注销后，在负债不变的前提下减少权益资本，很显然会提高公司的净资产收益率、资产负债率等财务指标，进而影响公司的股价，结果一方面可以调整和优化财务结构，另一方面可以达到降低未来权益融资成本的目的。在我国同时发行 A、B 股或 A、H 股的公司，可以在我国深沪两个市场之外的股票市场购回股票，同时在国内市场增发 A 股，从而达到调整股权结构。如青岛啤酒在 H 股股价跌到 0.5 港元/股时，在香港股市购回 H 股，同时在国内增发。

### **（六）股份回购可以保障中小投资者权益**

现代公司实行“资本民主”原则，即一股一票，重大事项的表决适用单纯多数或绝对多数，因此绝对或相对控股的股东，不惜损害中小股东的权益，操纵公司，谋求自我利益最大化，少数股东的“以手投票”权利因此受限，法律为平衡双方力量往往赋予其诸如股东诉讼权等权能，但实施成本较高，而股份回购请求权则是股东“以脚投票”的权力强化，当重大事项表决，多数股东与少数股东利益发生严重冲突时，少数股东可以要求公司以公平合理价格回购股份，这样一方面减少公司经营中的磨擦与冲突，降低协调成本，另一方面也充分保障了少数股东权益使之免受不公平待遇。

## **三、股份回购的方式和价格**

国外的股份回购主要有三种方法，即公开交易方式回购、固定价格要约回购和荷兰式拍卖回购。各种不同的回购方式具有不同的特点、回购成本和适用范围。

### （一）公开交易方式回购

公开交易方式回购（Open Market）是指公司在证券交易场所以类同于任何潜在投资者的身份，按照公司股票当前的市场价格回购自己发行的股票。其优点是收购成本低，市场平均溢价只有 3.5%，但不能实施批量购买，日交易量有限，并且为防止公司借此进行价格操纵和内幕交易，减少对股价的非正常影响，要求证券监管当局对交易的价格、时间、数量等，予以严格监管。公开交易方式股票回购是股票回购中数量最大的方式，适用于以建立上市公司股权激励制度为目的的股票回购。

### （二）固定价格要约回购

固定价格要约回购（Self-tender Offer at Fixed Price），即公司在特定时间发出以固定价格，回购固定数量股票的要约，如果回购数量不足时，取消回购计划或延长要约有效期，如果股东提供股票数量超过要约数量，则企业可决定全部或部分购买超数量部分，但并没有必为义务，固定价格要约回购的优点是赋予所有股东向公司出售其所持股票的均等机会，此种方式产生的市场价格的溢价通常被市场认为是积极的信号，对固定价格要约收购的实证研究表明<sup>①</sup>，为使股东出让股票而给予他们的溢价比现行股票价格高出大约 20%，在要约收购期限到期后，股票价格仍然保持在比要约收购宣布前高 10%-11%的水平。但是，溢价的存在也使得固定价格回购要约的执行成本较高。固定价格要约回购适用于以稳定公司股价为目的的股票回购。

### （三）荷兰式拍卖回购

荷兰式拍卖回购（Dutch Auction），源于荷兰花卉拍卖所使用的系统

---

<sup>①</sup>张训苏，金晓斌，张后奇 股份回购和库存股制度研究 法律教育网 [www.chinalawedu.com](http://www.chinalawedu.com)

方法，由公司指定回购价格的范围（通常较宽）和计划回购的股票数量（可以上下限的形式表示），而后，由股东进行投标，说明愿意以某一特定价格水平（股东在公司指定的回购价格范围内任选）出售股票的数量，公司汇总所有股东提交的价格和数量，确定此次股票回购的“价格—数量曲线”，并根据实际回购数量确定最终的回购价格。荷兰式拍卖回购方式在回购价格确定方面给予公司更大的灵活性，与固定价格要约收购相比，企业支付的溢价更低一些，这种回购方法的缺点是回购价格确定方面可能使公司陷入股东参与投标不足的难堪局面。荷兰式拍卖回购适用于大公司以稳定公司股价为目的的股票回购，将回购价格确定在股票市场价格和股票价值之间，通过拍卖方式，使股票的市场价格反映其价值。

#### 四、股份回购的资金来源

股票回购的资金来源有两种，即自有资金和债务资金。根据对美国股票回购与企业现金流量变动关系的实证研究<sup>②</sup>，充足的现金是企业决定回购股票的主要因素之一，股票回购与企业现金流量水平有密切的联系，从回购企业现金流量组成部分的变动看，随着股票回购计划的实施，企业的净营运资本流量下降，净经营流量下降，同时净投资流量上升。这说明企业股票回购的资金来源主要依赖自有资金，较少依靠外部融资。从我国证券市场的情况看，确定股票回购的资金来源必须考虑公司的自有资金、筹资能力及负债率的高低等因素，保持企业财务的稳健性，维护中小股东和债权人的利益。

---

<sup>②</sup>张训苏，金晓斌，张后奇 股份回购和库存股制度研究 法律教育网 [www.chinalawedu.com](http://www.chinalawedu.com)



Degree papers are in the "[Xiamen University Electronic Theses and Dissertations Database](#)". Full texts are available in the following ways:

1. If your library is a CALIS member libraries, please log on <http://etd.calis.edu.cn/> and submit requests online, or consult the interlibrary loan department in your library.
2. For users of non-CALIS member libraries, please mail to [etd@xmu.edu.cn](mailto:etd@xmu.edu.cn) for delivery details.

厦门大学博硕士论文摘要库