

股票回购与公司价值 ——理论与实证分析

徐国栋, 迟铭奎

(厦门大学经济学院, 福建 厦门 361005)

摘要: 股票回购是西方发达国家上市公司一种常见的股利分配政策和资本运作方式, 在回顾与总结国内外相关理论的基础上, 从实证角度分析了股票回购对于我国上市公司价值的影响。研究表明, 股票回购对于我国上市公司具有特殊的积极意义, 有利于公司价值的提升。

关键词: 股票回购; 公司价值; 实证分析

中图分类号: F830.9

文献标识码: A

文章编号: 1672-0334(2003)04-0060-05

Share Repurchase and Corporation Value ——Theoretical and Empirical Analysis

XU Guo-dong, CHI Ming-kui

(College of Economics, Xiamen University, Xiamen 361005, China)

Abstract: As a general policy of dividend distribution and means of capital operation, share repurchase has important impact on corporation value. In this paper, we theoretically and empirically examine the relevance of share repurchase and corporation value. The results indicate that share repurchase has positive significance on the enhancement of corporation value.

Key words: Share repurchase; Corporation value; Empirical study

1 引言

股票回购作为西方发达国家上市公司一种常见的股利分配政策和资本运作方式, 越来越受到上市公司的青睐。近几年来, 中国也有一些上市公司相

继发生过股票回购行为, 股票回购逐渐在国内成为一个热门话题, 越来越受到国内上市公司和广大投资者的关注。本文将从理论和实证上分析股票回购对于公司价值最大化的影响。

收稿日期: 2003-01-17

作者简介: 徐国栋(1978-), 男, 江西德兴人, 厦门大学经济学院硕士研究生, 研究方向: 公司理财与投资分析。

2 股票回购

2.1 股票回购概念

股票回购 (Share Repurchase) 是指上市公司利用债务或留存收益融资,并以一定的价格购回公司已发行在外的普通股的行为。公司在股票回购完成后,或将所回购的股票注销,或将其作为“库藏股”(Treasury Stock)保留,仍属于发行在外的股份,但不参与每股收益的计算和收益分配,是公司股本缩减的主要方式^[1]。

2.2 股票回购的动机

股票回购作为公司一种常见的理财行为,通常出于不同的动机^[2-3]。

(1) 作为股利政策的一部分。当公司有多余的现金,却没有合适的有利可图的投资机会,公司可把这笔资金分配给股东,分配方式可以是股票回购。此时的股票回购称为资本收益型的现金股利。特别当存在个人所得税的情况下,公司通过股票回购向投资者支付现金,而投资者无须就此纳税。

(2) 改善资本结构。公司通过股票回购,减少公司资本,从而使得公司的资本得到充分利用,每股收益和净资产收益率可能因此而提高。此外,股票回购还有降低融资成本的作用。

(3) 传递公司信息^[4]。在信息不对称的情况下,股票回购可能产生一种有利于公司的信号传递作用。当经理认为本公司普通股价值被低估时,他们往往会采用股票回购方式来向市场表达股票价值被低估的信息。一些实证研究也发现了支持股票回购的正面信号传递作用的证据。

(4) 反收购措施。股票回购在国外经常被作为一种重要的反收购措施。股票回购将提高本公司股价,减少流通在外的股份,增加收购成本,从而造成更大的收购难度。而且在反收购战中,目标公司通常实行“焦土战术”,使公司财务状况恶化,从而目标公司对于进攻企业来说吸引力大减。

2.3 我国股票回购的法律规定

我国《公司法》第149条规定:“公司不得收购本公司的股票,但为减少公司资本或者与持有本公司股票的其他公司合并时除外。公司按规定收购本公司股票后,必须在10日内注销该部分股票,依照法律、行政法规办理变更登记并公告”。在《股份公司规范意见》第32条中也规定,公司非因减少资本等特殊情形,不得收购本公司股票,亦不得库存本公司已发行股票。特殊情况需收购、库存本公司已发行股票者,须报请体改部门,人民银行专门审批后方可进行。由此可见,我国法律对股票回购的规定比较严格,原则上不允许股票回购。

3 相关理论回顾

股票回购作为上市公司缩减股本调整资本结构

和进行股利分配的一种方式,是提升公司价值的有效途径之一^[5]。

(1) 股票回购减少了上市公司发行在外的股份数量,在公司盈利不变的情况下,因为回购的股份不参与每股收益的计算和收益分配,因此会提高净资产收益率和每股收益,从而提升了公司价值。当然这样只是权宜之计,减轻公司盈利压力的根本途径还是上市公司应加强技术创新,开发新产品,开拓新市场,并且要改善公司治理结构。

(2) 股票回购使得公司流通在外的股本减少,而在公司负债总额保持不变的情况下,公司的资产负债率提高了。如果股票回购明确由发行债券或其他债务融资方式来筹资,那么更有利于公司资产负债率和负债股东权益比这两个指标的提高。根据传统资本结构理论,在一定范围内,随债务比重的上升,公司的综合资本成本会逐步下降,公司的市场价值则因成本的下降而上升。修正后的现代公司资本结构理论(MM定理)认为,公司市场价值随债务的增加而增加,最佳资本结构应为资产负债率达到100%。公司债务的增加(或资产负债率的提高)有利于公司更充分有效地发挥“财务杠杆”的作用,而且通过举债来回购融资也可以获得抵减所得税的好处,从而增强公司的盈利能力,增加公司的市场价值。

(3) 在信息不对称的市场上,股票回购能够传递公司信息的假设源自股票回购能直接影响公司价值。当公司管理层认为本公司现行股票价值被市场低估时,可以通过股票回购来提升公司股票价格,从而增加公司价值。当公司股票在不同的、被分割的市场上进行交易时,如果存在较大的价差,那么公司回购本公司股票可以实现不同市场间的套利,从而增加公司的价值。股票价格过低,投资者对公司的信心骤减,此时进行股票回购不仅可以提升股价,维护公司形象,而且又节约了回购资金。此外,过低的股票价格,还将影响公司的融资决策,使公司难以从市场进一步融资,从而影响公司的发展,不利于公司价值最大化的目标。

(4) 20世纪下半叶,欧美各国为了实现管理层持股制度,纷纷修改公司法,放宽对公司股票回购的限制,让管理人员持有一部分本公司股票,或者给予管理人员以某一价格购买一定数量股票的权利(即股票期权)。而管理人员持股比例的上升又可以降低代理成本(部分所有制下企业的价值会小于完全所有制下企业的价值,这两种价值差额称为外部股权的“代理成本”,它是管理层持股比例的减函数),从而提升公司价值。卢瑟孚(Michael Rozeff)1982年实证研究发现,在其他条件相同的情况下,随着管理层持股比例的上升,代理成本便会降低。由此可见,股票回购还可以起到降低代理成本的作用。

(5) 对公司管理者的监管本来是股东的责任,但

是在股权相当分散的情况下,任何一个股东也不愿意单独采取监管措施。因此,投资者非常希望有一个类似债权契约托管人的人为了投资者的利益监管管理者的行为。通过举债筹资来实施股票回购,把债权人引入,让其对管理者进行一定程度上的监管,从而规范了管理者对公司的经营管理行为,增强了投资者的信心,有利于公司价值最大化目标的顺利实现。

国外关于股票回购对公司市场价值效应的实证研究文献较多。Tomas E. Coeland 和 J. Fred Weston 在他们出版的著作《财务理论与公司政策》一书中实证研究股价在收购要约发出前后的变化,其结果显示,宣布回购计划引起股价上升的幅度通常高于宣布股利增加引起的股价升幅,其中又以标购为最显著。弗兰林(Vermaelen)在《股票回购和市场显示:一个实证研究》论文中,从理论和实证上分析了股票回购对股东财富的效应,其实证分析结果显示股票回购使股东财富平均增长15.7%。并且弗兰林在他的实证研究中发现,实施股票回购的公司,每股收益普遍高于用宣布回购前数据和时间序列模型预测的水平;同时,招标溢价的规模、股票回购的比率和内部持股的比率均有利于股东财富效应。马萨利斯(R. Masulis)在论文《通过招标回购股份:股价变动原因的一种解释》中得出,债务融资比率越大,公司平均回购收益率越大,这一结论与杠杆效应相符。

4 我国上市公司实施股票回购的必然性

4.1 我国上市公司股权结构的特殊性

我国股票市场存在具有中国特色的二元股权结构论,是上市公司普遍存在公司治理结构不合理、经营绩效较差的一个重要原因,也是制约我国资本市场健康发展的瓶颈。因此,十五届四中全会通过的《中共中央关于国有企业改革和发展重大问题的决定》中明确指出,选择一些信誉好、发展潜力大的国有控股上市公司,在不影响国家控股的前提下,适当减持部分国有股,所得资金由国家用于国有企业改革和发展。这说明了国家已意识到国有股问题的严重性,并已确定减持国有股为国有企业改革的方案之一。随后实施的国有股减持措施使得股市持续低迷,许多股票股价出现跌停板。

如果采取股票回购的方式减持国有股,上市公司从国有股股东手中购回国有股并注销,就可以实现“双赢”。一方面,国家增加了现金流量,从而实现

国有资产的保值增值;另一方面,上市公司总股本减少,每股收益和净资产收益率明显提高。国有股的回购,为解决“一股独大”问题提供了一个新思路。通过回购让国有股逐步退出市场,有利于上市公司股权结构和治理结构的完善,消除内部人控制制度,有利于投资者对公司价值的真实了解和评价,有利于实现公司的市场价值最大化。

4.2 我国上市公司融资的特殊性

根据理论分析和发达资本主义国家证券市场的成功经验,上市公司的最佳融资顺序是:内部融资、债务融资、股权融资。而我国上市公司却偏爱股权融资,债务融资较少,所以上市公司总体表现出低负债的资本结构比例,并且这一差距还呈现出扩大趋势。由表1我们可以看出,自1994年以来,沪市上市公司的资产负债率一直在40%左右徘徊,其比例相对较低,而且资本结构比例(长期负债/股东权益)一直保持在15%左右,远低于现在普遍认为的最佳资本结构范围;深市的情况同沪市基本相似。可见,我国上市公司的资本结构并没有按最优化原则来设计,在较低的资本结构比例的情况下,公司综合资本成本没有达到最小化,而且公司的“财务杠杆”程度较低,这些都不利于提升公司的市场价值。

5 我国上市公司股票回购实证分析

5.1 我国股票回购的实践

我国股票回购的最早尝试可以追溯到1992年小豫园并入大豫园。大豫园采用协议回购方式把小豫园的所有股票悉数购回并注销,这被认为是我国股市为了合并而实施股票回购的第一例成功案例。随后,1994年6月陆家嘴以公司股权结构不合理为由进行减资,以协议回购方式购回国家股2亿股,从而使总股本减至5.33亿元;1996年4月,厦门国贸为了使股本结构达到《公司法》的要求,以每股2元的价格购回全体股东持有的本公司股份的60%,并予以注销;1999年4月,云天化公司董事会宣布以协议方式出资4.02亿元回购2亿股国有法人股,占总股本的35.2%;同年10月,为贯彻十五届四中全会关于推进国有企业改革和发展的决策,申能股份以每股净资产2.51元作价回购国有法人股10亿股,并于同年12月完成全部回购;1999年11月28日,冰箱压缩董事会通过决议,公司拟以自有资金向大股东上海轻工控股(集团)公司回购国家股4206.2753万股并注销,占总股本的9.95%,公司于2000年完成回购;2000

表1 沪市上市公司1994年~2001年间资本结构状况

年份	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001
资产负债率	0.385	0.445	0.435	0.417	0.420	0.439	0.443	0.453
资本结构比例	0.154	0.170	0.135	0.144	0.133	0.129	0.127	0.149

资料来源:根据各上市公司各年年报数据计算得出,下同。

表2 五家样本公司股票回购前后资本结构的变化

证券名称	证券代码	资产负债率(%)			资本结构比例(%)		
		回购前一年	回购当年	回购后第一年	回购前一年	回购当年	回购后第一年
陆家嘴	600663	44.00	53.39	64.80	0.723	10.31	25.90
申能股份	600642	40.03	65.43	51.25	53.20	133.56	55.74
云天化	600096	12.92	28.43	35.39	2.81	2.59	15.37
冰箱压缩	600619	51.52	52.29	55.18	25.18	23.41	27.45
长春高新	000661	41.43	48.91	54.14	9.50	32.04	46.38

表3 五家样本公司股票回购前后盈利状况

证券名称	证券代码	每股收益			净资产收益率(%)		
		回购前一年	回购当年	回购后第一年	回购前一年	回购当年	回购后第一年
陆家嘴	600663	0.231	0.582	0.797	16.34	22.02	29.12
申能股份	600642	0.306	0.508	0.933	12.37	19.54	31.82
云天化	600096	0.458	0.448	0.420	17.30	14.97	12.98
冰箱压缩	600619	0.027	0.176	0.337	1.22	7.46	12.84
长春高新	000661	0.069	0.234	0.033	2.03	6.44	0.96

年12月23日,长春高新发布公告,以每股净资产3.44元人民币的价格回购7000万股国有股并注销,同年完成回购后,国家股占总股本的34.63%。

从以上我国股票回购的案例来看,我国上市公司回购的主要是国有股,其主要动机是调整公司的财务结构,完善资本结构,促进公司治理结构的有效运转,而且采用的方式主要是协议回购。对于流通股的回购则极少涉及(只有大豫园与小豫园的合并回购中有涉及)。

5.2 我国股票回购的实证分析

股票回购这一金融创新工具在我国的应用尚处于起步阶段,实施股票回购的上市公司为数很少,虽然一些公司曾宣布拟实施股票回购,但由于种种原因一直没有实际行动。本文选取了2001年以前实施股票回购的陆家嘴、申能股份、云天化、冰箱压缩和长春高新等五家上市公司作为样本,来研究股票回购对我国上市公司市场价值的影响(受我国实施股

票回购的上市公司家数很少和数据收集的限制,本文只能选取这五家)。

首先,分析股票回购对上市公司资本结构的影响。我们主要选取资产负债率和资本结构比例两个指标,分回购前一年、回购当年、回购后第一年三个时间段来分析,详见表2。

其次,分析股票回购对上市公司盈利能力的影。本文选取了资本市场考察和衡量上市公司盈利水平的两个主要指标——每股收益和净资产收益率,也是分三个时间段来分析(三个时间段同上),见表3。

最后,我们利用回购公告日和实施日的股票超常收益来分析股票回购的市场反应。股价的高低代表了投资大众对公司价值的客观评价,每股的价格反映了资本和获利之间的关系,我们用股价来代表股东财富,即公司价值,分析见表4。

表4 五家样本公司股票回购公告日和实施日股票的超常收益

证券名称	证券代码	公告日股票超常收益(%)	实施日股票超常收益(%)
陆家嘴	600663	2.80	3.71
申能股份	600642	4.03	2.03
云天化	600096	3.38	5.78
冰箱压缩	600619	3.45	2.22
长春高新	000661	4.41	4.49

6 结论与启示

从以上的分析中我们可以得出以下结论。

(1) 股票回购使得上市公司的资产负债率和资本结构比例都有所提高,从而完善了公司的资本结构,有利于促进上市公司治理结构的有效运转;同时负债比率的上升也有利于公司充分发挥“财务杠杆”的作用。这些都有利于提升公司的市场价值。

(2) 从表3可见,上市公司在实施股票回购后盈利能力有明显提高,这一点与弗兰林的实证研究结论一致。因为股票回购后上市公司总股本及净资产减少,公司治理结构大有改观,公司盈利水平便有较大幅度的提高。盈利能力的提高有助于增加公司的市场价值。

(3) 表4中回购公告日和实施日的超常收益都为正,说明股票回购有利于股价的上升,市场对股票回购的反应是积极的,认为股票回购行为能够增加公司股权的市场价值。这一点与Tomas E. Coeland和J. Fred Weston的实证结论相符。

同时,我们应注意到,股票回购就像一把“双刃剑”,操作得好就会提升公司的市场价值,操作不好则会产生严重后果,导致公司的市场价值下降。因此上市公司在实施股票回购过程中应特别注意几个方面的问题。

(1) 若企业大量采取现金回购方式,可能造成回购后公司资金短缺,财务风险加大,从而阻碍了公司的发展。像陆家嘴、云天化、申能股份分别以2亿元、4.02亿元和25.1亿元的巨资回购股份,其对公司的影响是不言而喻的(见表5)。因此,上市公司实施股票回购时,应当综合考虑公司的具体情况,选择最佳的回购方式与资金来源。

(2) 只有当一家上市公司资产收益率大于债务融资成本时,举债回购时才会提高每股收益和净资产收益率,否则由于资产负债率的提高,企业净资产收

益率和每股收益反而会下降。因此,上市公司在举债筹资回购股票时,一定要注意控制债务融资成本,使其低于净资产收益率。

表5 三家公司回购所需资金及上一年度资金状况表 亿元

证券简称	证券代码	主营业务利润	累计可供分配利润	现金净流入	回购所需资金
陆家嘴	600663	1.59	1.62	-	4
云天化	600096	2.35	2.65	-1.51	4.02
申能股份	600642	0.29	8.09	9.06	25.10

(3) 股票回购应该保护和兼顾市场各方利益,尤其是广大中小股东的合法权益。但是我国上市公司普遍存在二元股权结构,国有股东持股比例相对较大,为了顺利实现回购,便不惜牺牲处于劣势地位的中小股东(流通股股东)利益,从而不利于公司价值最大化目标的实现。例如,云天化1999年的股票回购,不得不让人怀疑其是否属于云天化集团通过上市公司套取现金收入、改善自身资产质量的行为。笔者认为,上市公司在股票回购的协商过程中应本着公平、公开、公正的原则,在保证国有资产保值增值的同时要保护中小股东的合法权益。上市公司也可借鉴国外有关做法并结合我国的实际情况,采用代位诉讼、团体诉讼、设立独立董事等方式来切实保护中小股东的利益。

(4) 股票回购能够提升上市公司的股票价格,这给某些上市公司以稳定股价为名炒作本公司股票提供了可乘之机。有的上市公司的大股东为了提高公司股价任意实施股票回购,而不考虑公司的实际情况;更有甚者,在股票回购中进行内幕交易,从而使股价猛涨。因此,证券监管部门应加强法律、法规建设,严格规范股票回购行为,防止出现操纵股价的情形发生。

参考文献:

- [1] 王化成. 试论上司公司的股份回购问题[J]. 财务与会计, 2000, (8): 27-29.
- [2] 魏斌, 黄英. 股票回购: 一种可行的制度安排[J]. 投资研究, 1999, (8): 35-38.
- [3] 魏刚. 中国上司公司股利分配问题研究[M]. 大连: 东北财经大学出版社, 2001. 68-71.
- [4] 蓝发钦. 中国上司公司股利政策论[M]. 上海: 华东师范大学出版社, 2001. 15-20.
- [5] 孙一秀. 股份回购: 提升公司内在价值的新思路[J]. 中央财经大学学报, 2002, (5): 16-19.