

# 论股份回购及其市场效应

储诚忠 刘为民

上市公司股份回购与转换要约(它允许公司证券持有人将其持有的某种证券部分或全部转换为该公司的另一种证券)、转为(非上市公司由一个规模相对较小的投资人集团收购上市公司的全部股东权益,其典型形式是公司在职管理层发动的管理层收购)和杠杆收购一样,是一种公司所有权与控制权结构变更类型的公司重组形式。一个公司可能通过以下三种形式购回其普通股股份:在公开市场收购、发出收购要约和私下协商回购。股份回购通过改变公司所有权结构,不仅影响公司的财务结构、股东财富和公司控制权结构,而且更为市场关注的是它对标的公司股票市场价格的影响。

## 一、为什么存在股份回购

### 1. 关于股份回购的三种解释

(1) 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。

无论是用现金回购还是负债回购股份,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。一般地,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会提升净资产收益率,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,必须考虑从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作出决策。

(2) 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,虽然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。

(3) 股息或个人税赋假说。

股息或个人赋税理论认为,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。这方面最具有说服力的是由米勒和肖的论证。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所得税的方法,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息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。

### 2. 如何解释中国上市公司股份回购

中国最早股份回购案例当属1992年小豫园并入大豫园的合并回购。有人认为这可以看作中国股市第一例为了合并而实施股份回购的成功个案。大豫园作为小豫园的大股东,把小

豫园所有股票(包括国家股、法人股、个人股)悉数回购并注销,采取的是协议回购方式。程序上经股东大会批准,合并后新公司再发新股,并承诺小豫园股东有优先认股权。因限于当时的外部环境,这一合并回购谈不上什么商业色彩,政府行为起了重要作用。

较有分析意义的是陆家嘴减资回购。1994年9月陆家嘴以公司土地尚未完全投入开发,国家股的部分资本仍然虚置,并且股权结构不合理为由决定采用协议回购方式实施减资计划,即以每股2元的价格回购国家股2亿股,随后又增发B股(流通股),使社会公众股占总股本的比例达到了“15%”的要求。此案例的一个重要特点是,减资回购从而规范股权结构并不是最终目的,根本目的是通过国家股减资回购,再增发一定数量的流通股(B股),即回购不是为了减资,而是为了进一步增资扩股。在这个意义上说,股份回购成为一种策略性的资本运营手段。

最近的案例是“云天化”和“氯碱化工”。据云天化的解释,该公司回购国有法人股旨在“迅速而有效地降低国有法人股的比重,改善股本结构”,从而为云天化的长远发展奠定良好基础,同时也可以为股东提供更为丰厚的投资回报。“云天化”是以规范股权结构为由决定回购国有法人股的,但此举实质上旨在通过回购降低国有大股东的投资比例,但控股地位未受影响,同时可能通过贷款提高负债水平,适当运用财务杠杆以提高每股收益,从而提升其股票的投资价值,改善二级市场形象。而“云天化集团”作为国有大股东则成功变现4亿多元,从而有足够的资金实力积极培育优质资产,为将来参与云天化配股积蓄力量。可以想见,“云天化”此次回购如能成功实施,则其最后的资本运作不太可能是“紧缩性”取向,而很可能是“扩张性”取向。

显然,上述股息或个人赋税假说是不能解释中国上市公司股份回购行为的。杠杆假说和信号假说对中国上市公司具有一定程度可解释性。

## 二、公司股份回购的市场效应

股份回购的市场效应,即公司股份回购对标的公司股票价格或收益率的影响。对股票价格产生影响的本质因素是投资者对上市公司经营业绩的预期发生了变化,主要是预期每股收益和预期净资产收益率的变化。在证券市场不成熟、尚欠规范的情况下,市场的炒作对股价的波动起了推波助澜的作用,从而也影响股份回购的市场效应。在中国目前的证券市场上,主力机构借助各种题材、概念炒作之风盛行,上市公司回购很容易成为庄家借机拉抬股价的重要题材。

回购对公司财务状况的影响是公司股价波动的基础。从静态的角度讲,股份回购并注销后总股本减少,在净利润不变的情况下将使每股收益和净资产收益率提高,股东将获得更好的回报。但从动态的角度看,自有资本的减少对公司的经营形势必产生影响,股份回购后公司能否保持利润的稳定要看公司回购股份的动机、经营环境是否因回购而产生负面影响等等。从云天化回购看,回购完成后,公司总股本将从56818万股减少到36818万股,1998年每股收益从0.462元提高到0.72元,

净资产收益率也从23.3%提高到28.2%。本次回购共需现金4.02亿元,其中有2.22亿元为拟分配给股东的利润,回购资金缺口为1.8亿元,由终止募集资金投资项目所余资金解决,因而回购对云天化1999年的经营活动在资金上影响不大,而对提高股东的回报是有利的。

股价的波动离不开投资者的投资行为,而信息是投资者作出投资决定的基础,各类投资主体因其实力不同其获取信息的能力有高低之别,同时信息披露制度不完备更加剧了投资者之间知悉信息的差异。在相对有效的市场上,回购的市场效应与伴随回购事件而来的信息披露有一定的相关性。

按照现行法律、法规及证券监管部门的规章,目前回购需履行的信息披露义务主要有:(1)回购的信息披露,《公司法》规定,“公司依照前款规定收购本公司的股票后,必须在十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。”《上市公司章程指引》规定,“公司购回本公司股票后,自完成回购之日起十日内注销该部分股份,并向工商行政管理部门申请办理注册资本的变更登记。”(2)回购作为重大事件的披露,《股票发行与交易管理暂行条例》第62条及《公开发行股票公司信息披露实施细则(试行)》都要求上市公司披露可能对上市公司股票的市场价格产生较大影响而投资人尚未得知的重大事件;(3)回购作为公司董事会、股东大会决议的重要内容在公告股东大会决议时也要作披露。

股份回购在我国证券市场上还是个别现象(中国市场份额回购案例到目前仅有4起——“大豫园”合并并回购“小豫园”、“陆家嘴”、“云天化”和氯碱化工回购B股,其中只有“云天化”可称得上是正式的较为规范股份回购),其市场效应更多的具有个案特征。今后随着回购事件的增加,随着国家对回购信息披露的规范化管理,回购作为一类现象,其市场效应与目前的个案特点会有所差别。故本文先描述美国市场份额回购市场效应的经验证据,然后再分析“云天化”、“陆家嘴”和“氯碱化工”案例。

### 1. 美国市场份额回购市场效应及其经验证据

在美国市场现金回购要约中,公司通常要阐明其要购买的股份数额、回购价格和要约支付的有效期。收购要约中设定的股份数额代表公司企图回购股份的上限。如果愿意出让的股份超出这一限额,公司可能会购买超出额的全部或一部分。公司还可能保留延长要约有效期的权利。如果公司购买的股份少于愿意出让的总额,则必须按比例向每一个愿意出让股份的股东购入股份。美国证券交易委员会规定,如果愿意出让的股份超过公司购买数额,必须按比例购回。如果在初始要约期内愿意出让的股份少于公司管理的目标数量,公司可以决定延长要约期。如果延长了要约期,公司很可能在第一个到期日届临之前购入全部愿意出让的股份,然后或按比例或按要约单规定购入延长期内出让的股份。收购要约通常不允许回购公司的职员和董事出让其股份(从收购要约可能涉及的经营控制和信号效应的角度来看,这有着重要的意义)。

大多数股份回购的经验研究集中在现金收购要约上,发出收购要约一般要比公开市场回购的数额大,期限也要更精确地规定为一个月。采用发出收购要约,人们可以获知公告日期,回

购的实际日期和回购价格。因而, 回购活动对市场造成的影响就能更清楚地界定和衡量。弗麦兰对现金回购要约的实证研究, 反映了收购要约中愿意出让不足和愿意出让超额的对比情况, 如表 1 所示。

由表 1 可见, 两种情况下累积平均超额收益 (CAR) 约为 13%, 愿意出让超额情况下的平均溢价要比愿意出让不足情况下的平均溢价高出 4 个百分点。愿意出让超额股份的平均目标比例仅为 13%, 而愿意出让不足股份的平均目标比例却要超过 18%。愿意出让超额情况下的实际购买比例超过了 16%, 而愿意出让不足情况下的实际购买比例还不到 12%。

表 1 1962—1977 年期间收购要约中愿意出让不足和愿意出让超额的概括统计

|        | 延长期前数额 | 延长期后数额 | 平均溢价   | 平均目标比例 | 平均实际购买比例 | 累计平均超额收益 | 合计     |
|--------|--------|--------|--------|--------|----------|----------|--------|
|        | (1)    | (2)    | (3)    | (4)    | (5)      | (6)      | (7)    |
| 愿意出让超额 | 80     | 86     | 0.2395 | 0.1327 | 0.1619   | 0.1283   | 0.1463 |
| 愿意出让不足 | 51     | 45     | 0.2047 | 0.1842 | 0.1211   | 0.1377   | 0.1457 |
| 合计     | 131    | 131    | 0.2276 | 0.1504 | 0.1479   | 0.1319   | 0.1461 |

说明: 累计平均超额收益指剩余股东在前 5 天和后 60 天的累计平均超额收益。

合计指供股股东和不供股股东获得的平均超常收益 = (3) × (5) + (6) × [(1) - (5)]

资料来源: 西奥·弗麦兰:《普通股回购与市场信号: 一种经验研究》, 载《金融经济学杂志》, 1981(9), 152 页。

弗麦兰提供的另外一组数据, 用债务融资和现金融资的股份回购的出让数作了比较 (见表 2, 确认为债务融资或现金融资的两个大类仅包括弗麦兰的 131 个观测值中的 62 个)。债务融资要约要比现金融资要约的财富效应大得多, 分别为 24% 和 18%, 表明债务融资要约的溢价要高一些。债务融资要约的目标比例为 20%, 而现金融资要约的目标比例只有 15%。整体样本的信息效应要比其中某一类的信息效应低得多。

表 2 整体样本、债务融资样本和现金融资样本的特征 (平均值和括号内的标准差)

|      | 总体样本    | 债务融资    | 现金融资    | 说明                    |
|------|---------|---------|---------|-----------------------|
| 平均值  | 131     | 13      | 49      |                       |
| 平均值  | 0.157   | 0.236   | 0.178   | 供股与不供股股东的超常收益         |
| 标准差  | (0.154) | (0.122) | (0.163) |                       |
| 平均溢价 | 0.227   | 0.283   | 0.268   | 要约价格 ÷ 公告 5 天前的价格 - 1 |
| 标准差  | (0.179) | (0.139) | (0.214) |                       |
| 目标比例 | 0.151   | 0.202   | 0.146   |                       |
| 标准差  | (0.108) | (0.134) | (0.098) |                       |

资料来源: 西奥·弗麦兰:《普通股回购与市场信号: 一种经验研究》, 载《金融经济学杂志》, 1981(9), 158 页。

在理论上, 股份回购要约的市场效应, 可用回购后剩余股份的市场价值来反映。回购后已发售股份的市场价值, 决定于

公告前标的公司股票总市值、被回购股份的总价值和与回购要约相关的股东财富效应, 如方程 (1) 所示:

$$P \Delta N_r = P_0 N_0 - P_r (N_0 - N_r) + W \quad (1)$$

其中,  $P_0$ : 公告前股票价格

$P_r$ : 要约标购价格

$P_t$ : 到期后的股票价格

$N_0$ : 公告前股份数额

$N_r$ : 回购后股份数额

$W$ : 股份回购的股东财富效应

用公告前股份数额  $N_0$  去除方程 (1), 并用回购股份比例与非回购股份比例进行替换, 有:

$$P_t (1 - FP) = P_0 - FP + W / N_0 \quad (2)$$

其中,  $FP$ : 回购股份比例 =  $(N_0 - N_r) / N_0$

$1 - FP$ : 未标购股份比例 =  $N_r / N_0$

再用  $P_0$  去除方程 (2), 以解出发出收购要约带来的增值率或收益率, 有:

$$W / N_0 P_0 = FP (P_r - P_0) / P_0 + 1 - FP (P_t - P_0) / P_0 \quad (3)$$

方程 (3) 给出了与发出收购要约相关的收益率的两个要素: 一是出让股东的收益率 (以购买股票的百分比为权重); 二是未出让股东的收益率 (以未出让股份百分比为权重)。

丹恩从 1962~1976 年期间的 143 个现金收购要约样本观测值中发现, 回购的股份所占比例平均为 15%, 股东财富效应是 15%。收购要约反映的初始溢价为 22%。可由这些资料求出发出收购要约到期日的股价  $P_t$  和初始价格  $P_0$ 。方程 (4) 反映这一关系:

$$15\% = 15\% (22\%) + 85\% \cdot X \quad (4)$$

因而股份回购后到期价格相对于初始价格的溢价是 14%。这样, 如方程 (4) 所示, 发出收购要约引起的 15% 财富效应之中, 出让的股东获得 3%, 而 12% 则流向未出让的股东。

$$15\% = 0.15 (22\%) + 0.85 (14\%)$$

$$15\% = 3\% + 12\% \quad (4a)$$

弗麦兰对 1962~1977 年期间的 131 个收购要约股份回购的研究得出了极其相近的关系。初始溢价是相同的, 为 23%, 回购比例为 15%, 财富效应为 16%。方程 (5) 表明了这一关系:

$$16\% = 15\% (23\%) + 85\% \cdot X \quad (5)$$

由方程 (5) 解出  $X$  为 14.76%。这表明, 回购要约到期后价格超过初始价格 14.76%。运用弗麦兰的数据, 16% 的股东财富效应是由出让股东的 3.45% 和未出让股东的 12.55% 组成的。其他股份回购研究得出相似的结论, 其中包括布雷德莱和威克曼, 布里克利, 马苏里斯和弗麦兰。

## 2. 中国市场份额回购的市场效应

(1) “云天化”回购的市场效应。

“云天化”的回购迄今为止履行了以下几次信息披露: 1999 年 4 月 1 日, 公司董事会发出回购部分国有法人股的警示性公告, 称公司于 3 月 22 日与云天化集团有限公司草签了《股份回购协议》, 将以每股净资产 2.01 元的价格向集团公司买回股份 20 000 万股, 该协议尚需有关部门批准和股东大会以特别决议通过: 4 月 8 日, 发布第一届董事会第 12 次会议决议, 该次会议通过了《关于回购并注销部分国有法人股的方案》; 5 月 11

日,刊登股东大会公告,回购方案获股东大会特别决议通过;5月12日,发布董事会关于回购并注销部分国有法人股的公告,称集团公司出售股份须国家国有资产管理部门核准,公司本次股份回购须中国证监会批准。若回购获国家级管理机构通过,公司还将作出公告。在已发布和将来将发布的公告中,最具意义的是首次公告和回购能否获得国家级机构通过的公告,因为以云天化集团的影响力,回购获地方管理部门和股东大会通过是有较大把握的。

再来看“云天化”股价的二级市场表现,从中可以看出股份回购对股价的拉高作用:首次公告日前30天(3月2日)的收盘价为9.2元,公司发布公告当日的收盘价分别为4月1日12.1元,较3月2日上涨31.5%(同期上证指数上涨6.1%),4月8日13.17元,较3月2日上涨43.2%(上证指数上涨9.2%),5月12日11.76元,较3月2日上涨27.8%(上证指数下跌0.08%),期间最高价为14.4元,较3月2日上涨56.5%(上证指数最高涨幅为9.9%)。

从“云天化”回购信息与股价波动之间的关系看,公司股价涨幅的主要部分是在首次公告之前完成的,说明少部分“先知先觉”者已提前获得了信息,这部分人的获利空间最大。在首次公告后,股价继续上扬,首次公告后介入仍有获利机会。由于市场“先知先觉”者的存在,可以预计,如果加购能经国家级管理部门认可,那么在获准通过公告之前股价还有一定上涨空间,反之亦反之。回购信息公布前后“云天化”股价及上证指数的变化是:尚未实际投入运作的部分资本从注册资本中退出;9月30日公告称董事会特别会议通过以协议回购方式减资;10月30日临时股东大会通过回购方案,随后公告。以公告前一个月(4月25日)作为基准日,公告前后陆家嘴股价(收盘价)波动如下:基准日16.1元,5月23日15.55元,较基准日下跌3.5%(同期上证指数涨4.8%),6月27日14.1元,较基准日下跌12.4%(上证指数跌15.8%),9月30日29.17元,较基准日上涨81.2%(上证指数涨41%),10月31日21.79元,较基准日上涨35.3%(上证指数涨16.8%),期间最高价36.74元,较基准日上涨128.2%(上证指数涨87.7%)。

从公司信息披露与公司股价及大盘指数的对比中可以看出,在首次公告日之前,股价并未出现异常波动,走势弱于大盘。在公告日之后股价开始上扬,上涨幅度要明显高于大盘指数。这说明陆家嘴的回购并没有被“先知先觉”者作为重大利好而借题发挥,原因是该次回购后紧接着是发行同等规模的B股,公司的股本规模还是73300万股,只是股本类型发生变化,回购本身对预期收益并无影响。而公司股价后一阶段的强势与回购的相关性不大,主要是与公司业绩的大幅提高有关,公司1994年实现净利润42687万元,较1993年增长164.4%,每股收益从1993年的0.22元提高到1994年的0.58元。

#### (2)“氯碱化工”回购的市场效应。

氯碱化工到目前为止实际未有任何回购的实质性举动,只是在1999年5月28日召开的股东大会上,在提请审议通过的《董事会工作报告》中有提请股东大会授权董事会,在适当时机回购B股以活跃B股市场的内容。

公司关于回购的信息披露主要有以下几次,5月31日,公布股东大会决议公告,内容有“大会授权董事会,按照公司法、证券法和公司章程的规定,积极争取管理部门的支持,探索各种规范有效的具体操作方法,改善公司股本结构和资产质量。”该公告并没有回购B股的内容,只是在当天的媒体报道中涉及了回购B股的内容。6月2日,由于公司股价异常波动,董事会发布公告称,“回购部分B股只是公司自身的设想,目前因无可遵循的具体管理办法,故尚未制定具体的实施方案。”

从股价走势看,首次公告前30日(4月30日,下称基准日)收盘价为9.22元,5月31日首次公告复牌后开盘即封涨停,收于12.05元,较基准日上涨35.6%(同期上证指数上涨14.1%);6月2日风险提示公告复牌后收盘价为12.3元,较基准日上涨33.4%(上证指数上涨14.9%);期间最高价为13.88元,较基准日上涨50.5%(上证指数最高上涨18.7%),风险提示公告日后股价一路下跌。

在各比较区间,氯碱化工股价走势均要强于大盘,说明回购信息对股价有推动作用。从股价波动与信息披露的关系看,股价涨幅的大部分在公告日前及公告当日实现,其后介入获利空间相当小,并且由于公司无实质性的回购举措,首次公告介入风险相当大。

### 三、结语:股份回购可能将成为中国上市公司重组的重要形式

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,对中国上市公司可能有着特殊的意义——渐进性回购国有股权和B股,消除股权结构复杂性所潜伏的隐患,并实现国有经济的战略性转移,是未来较长时期中中国相关上市公司重组的一个重要形式。

首先,国有经济退出竞争性领域从而实现战略性转移(在我们看来,这一“转移”的最终目标取向是“公共物品”生产领域)和经济全球化趋势(它要求一国货币在经常项目和资本项目下的可兑换性)是支持这一观点的改革背景性因素。

其次,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、优先股和转配股等,以及为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。我们认为,中国上市公司股权结构复杂性,是中国资本市场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——这是支持上述观点的核心因素。

由此,我们认为,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,股份回购具有战略性运用价值。

(作者单位:国信证券发展研究中心 深圳 518000)

(责任编辑:文建东)