

股份回购、市场效率与股东财富

吴 妮(博士)

(成都信息工程学院 成都 610103)

【摘要】在完美市场条件下,股份回购并不能真正增加股东财富。但在现实中,股份回购公告常常会诱发股价上涨,为何市场会对股份回购公告报之以积极、正面的反应呢?业界颇为流行的两种解释难以令人完全信服。本文利用向下倾斜的股票需求曲线假说对股份回购进行了解释,认为应该关注股份回购可能引发的市场操纵问题,同时给出了几点建议。

【关键词】股份回购 需求曲线 收益留存

一、收益留存策略、股份回购策略与股东财富

一般来说,公司收益的支配方式有三种:分配股利、回购股份以及收益留存。回购股份后,有部分现金流出了公司,公司的总股数也发生了改变。而收益留存策略下现金未流出公司,公司的总股数也未发生变化。为了使得出的结论更有说服力,本文仅将股份回购策略与收益留存策略纳入考虑的范围,而略去了股利分配策略,因为与前两种方案不同,股利分配方案在发放股利后,有部分现金流出了公司,但公司的总股数并未发生改变。

1. 收益留存策略。在此策略下,公司的价值会随着时间的推移而增加,由于普通股股数并未变化而且上年赚取的盈余在下一年又不断孳生出利息,因而公司股票的价格和每股收益逐年攀升,但由于公司风险资产的比重逐年降低,故公司承受的风险会不断下降。

(财务费用+各种准备金的净增加额-公允价值变动损益-补贴收入+营业外支出-营业外收入)

2. 资本总额的有关计算问题。

(1)如前面所述,现行会计准则规定商誉不再摊销,因此我们只需把以前的商誉累计摊销额加到资本总额中即可。

(2)现行会计准则对研发费用的费用化和资本化会计处理进行了修正,我们不需要再将研究费用进行资本化调整。值得注意的是,不对其中的研究支出进行资本化处理是因为研究是指为获取并理解新的科学或技术知识而进行的独创性的、有计划的调查,这一阶段是探索性的,为进一步的开发活动进行资料及相关方面的准备,已进行的研究活动将来是否会转入开发、开发后是否会形成无形资产等具有很大的不确定性,为了谨慎起见,企业应将其计入当期损益而不再进行资本化处理。

(3)现行会计准则中一些项目名称发生了变化,可能会影响到经济增加值的计算,如“应付工资”改为了“应付职工薪酬”,“应交税金”改为了“应交税费”,“一年内到期的长期负债”改为了“一年内到期的非流动负债”。

2. 股份回购策略。在此策略下,假设公司每年年底将其赚取的所有收益用于回购公司流通在外的股票。从股东的角度来看,回购并没有增加任何经济价值。回购使股票数量减少,从而相对于收益留存策略这是提升每股收益的因素。然而,因为公司使用现金回购股票,用于回购用途的现金已转移至出售持股的投资者手中,因此,对于公司来说已无法产生未来收益,相对于收益留存策略这是减少公司收益的因素。

总体来看,股份回购策略较收益留存策略每股收益要高,因为在收益留存策略下公司资产的预期收益率下降,原因是公司赚取的盈余以无风险资产的形式存放,其能获得的收益率较低,这种策略使公司的现金占总资产的比重不断上升,而风险资产的比重不断下降。

股份回购策略下资产平均预期收益率比收益留存策略下的要大。可见,对仍持有股票的股东而言,回购并没有增加新

综上所述,适合我国现行会计准则的资本总额计算公式可以写为:

资本总额=债务资本+股本资本+约当股权资本-在建工程净值

债务资本=短期借款+交易性金融负债+一年内到期的非流动负债+长期借款+应付债券+长期应付款

股本资本=股东权益合计+少数股东权益

约当股权资本=递延所得税负债贷方余额+各种准备金额+累计商誉摊销额+资本化的开发支出

主要参考文献

1. AI·埃巴.经济增加值——如何为股东创造财富.北京:中信出版社,2001
2. 康雁,宋风华.谁在创造财富,如何创造财富——2002年中国上市公司价值创造和毁灭排行榜.财经,2003;21
3. 中国邮电器材集团公司.经济增加值——最科学的财务理念.会计师,2008;2
4. 财政部.企业会计准则 2006.北京:经济科学出版社,2006

的价值,只是股东手里的股票所代表的资产承受的风险较原来有所增大,因而表现为价格上升。总之,在回购情况下虽然每股收益预计将更大,但这仅仅是风险收益权衡的结果。

二、股份回购动机分析:信号理论与代理成本理论

尽管从理论上我们认为股份回购策略并不能真正地增加股东财富,但为何在现实中,人们经常能观察到当公司公告股份回购计划时,公司的股价往往会做出积极的反应呢?财务学者对此现象进行了深入研究,比较重要的两个解释为信号理论与代理成本理论。信号理论认为,公司管理层和中小股东间存在着信息不对称,公司管理层由于掌握了公司经营权,因而比中小股东更加了解公司的经营情况。当公司公告股份回购计划时,实际上是在向市场暗示购买本公司股票是较好的投资方式,公司的实际价值要高于市场价值。代理成本理论认为,为了降低自由现金流量所带来的代理成本,管理层应该将这些过量的现金返还给股东,股份回购被认为是返还现金给股东的一种形式。

信号理论暗含着一个假设,管理层与股东之间存在着信息不对称。在我国,“一股独大”现象非常普遍,大股东通常能够对公司施加控制,所以不仅管理层与股东之间存在着信息不对称,股东与股东之间也存在着信息不对称。为了分析信号理论下股份回购对股东财富的影响,我们将公司股东分为两类:知情类股东 S1 与不知情类股东 S2;公司资产也分为两类:风险资产 X 与现金资产。由于信息不对称,公司股价未能合理反映出公司的内在价值,假设风险资产 X 目前被低估,当前市场对其估值为:250 万元(在完全信息条件下应为 500 万元)。除了风险资产 X,公司还有现金资产 500 万元。回购前公司资产为 250 万元的风险资产加上 500 万元的现金,公司的股份总数为 100 万股。因此,每股价格为 7.5 元。两类股东分别拥有价值 375 万元的股票。

现假设公司花费 250 万元的现金从股东 S2 手中购买 33.33 万股股票,此时股东 S1 与股东 S2 持有的资产情况为:股东 S1 持有 50 万股(7.5 元/股),总价 375 万元;股东 S2 持有 16.67 万股(7.5 元/股),加上 250 万元现金,总价 375 万元。

假设股东 S1 知道风险资产 X 被低估,如果股东 S1 可以说服市场参与者相信 X 的真实价值为 500 万元,那么每股价格将增至约 11.25 元(750 万元/66.67 万股)。这样,两类股东拥有的财富变为:股东 S1 持有 50 万股(11.25 元/股),总价 562.5 万元;股东 S2 持有 16.67 万股(11.25 元/股),加上 250 万元现金,总价 437.54 万元(计算结果已作优化处理)。

股东 S1 的财富现在包括回购前股票的真实价值 500 万元另加 62.5 万元,这 62.5 万元来自股东 S2,因为其低价抛售了所持股份。而股东 S2 的财富比回购前所持股票的真实价值减少了 62.5 万元。显然,拥有信息的股东 S1 更希望公司回购被低估的股票,因为他可以从没有信息的股东手中攫取财富。

观察股东 S2 的财富变化情况,似乎不知情类股东也因回购股份而获得了一定的收益,但是这种看法忽视了一个事实,市值并不是真正的财富,股东不能在同一时间将其所有的股票变现。对于股东来说,在同一时间变现的唯一途径是公司进

行清算。因此,在信号理论假设下,股份回购计划的唯一受益者是那些拥有该信息的股东。

那么,股份回购是否可以降低公司的代理成本呢?研究发现,公司实际回购股份行为与公司刊登回购公告之间存在时间差,这就为管理层创造了以低价获取股份的机会。Offer 和 Thakor(1987)甚至发现,在公开市场上的回购往往在回购公告刊发前就进行了。这种事后才宣布回购的行为是管理层利用拥有的信息为自身利益服务的机会主义行为。

对于公告之后进行的股份回购,Barclay 和 Smith(1988)发现,管理层对交易时间的确定有很大的自主权,可以利用其估计的股票价值和市场价格之间的差异加速或延缓回购。除了购买时机的安排,管理层还可以改变正常的市场信息流,推迟好消息或加快坏消息的发布,以方便回购。管理层会为自己的利益做出是否进行股份回购的决策,因此,股份回购的好处是值得怀疑的,股份回购的公告效应需要新的理论来对其作出合理解释。

三、股份回购公告效应的另一种解释——向下倾斜的股票需求曲线假说

有效市场假说有三种形式,以对半强式假说的检验最为流行。半强式假说指出,在任何时候,市场价格是对公司未来现金流量的无偏预测,市场价格充分反映了所有可公开获得的信息。换句话说,如果公司价值为公司预期现金流量贴现值的加总,那么股票价格就是在权衡风险和收益的基础上对公司潜在价值所作出的最公正的估计。

由于市场价格已反映了公开的信息,除非当前市场的信息发生改变,否则股票价格将保持不变。有效市场假说认为单个股份本身没有内在价值,只有市场信息发生改变才会影响股票价格。因此,只要投资者能说服其他投资者相信其没有任何私人信息,他就可以在现行市场价格下大量购买或出售公司股票。换言之,在普通的股票交易中,特定股票的需求曲线可视为水平的直线。

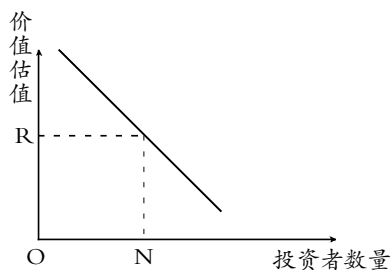
那为什么公司宣布股份回购计划时股票价格会上涨呢?学者们认为,这种上涨可作为回购是好消息的证据。然而,如前所述,在此方面并没有给出令人信服的解释。我们是否可以认为实际上股票价格运动可能并没有包含多少信息内容呢?在现实中,股票市场效率低下是普遍存在的现象,股票并没有以合理的价格反映所有公开可获得的信息,市场包含了许多难以解释的异常波动。

这是否是因为有效市场假说存在缺陷呢?上世纪 80 年代中期以来出现了一些挑战有效市场假说的理论。例如噪音交易理论认为,市场上存在大量的噪音交易,是基于情绪而不是基于信息的交易。如果这是事实,那么平均来看发生的噪音交易不能完全被抵消,股票价格将偏离公司未来现金流量贴现值的最佳估计。对有效市场假说另一个很重要的挑战是股票需求曲线向下倾斜假说。这种理论认为,特定股票的市场实际需求弹性可能远小于理论所预测的值。

上述挑战最重要的一点是假设投资者为持有不同观点的异质性群体。鉴于同样的信息集,个人投资者对同一公司的价

值估计并不一致,因为投资者具有不同的需求偏好或使用不同的估值方法。每个投资者对未来的风险和回报的异质性预期导致某一股票的需求曲线是向下倾斜的,股票的需求曲线类似于普通商品的需求曲线。

为何股票的需求曲线是向下倾斜的呢?由于投资者的异质性以及影响股票估值的变量的取值难以准确估计,市场上潜在的投资者对某一特定股票的价值可能会作出不同的估计。显然,股票需求曲线的斜率是负的,因为估计值超过100元的累积投资者人数将大于估计值超过200元以上的累积投资者人数。假设某公司共有 N 股股票,每一个投资者仅能购买一股。那么, N 股股票将由对其评价最高的 N 个投资者拥有,而边际投资者对此股票的估值为 R (见下图)。在这种情况下,此股票的市场价格为 R 。因为如果价格低于 R ,将有 N 个以上的投资者愿意持有该股票,他们将对报价展开激烈竞争,最终的价格会提高到 R 。因此市场价格代表了边际投资者的估值,与公司内在价值或未来现金流量的平均预期没有任何关系。由于股票的供给曲线是一条垂直直线,如果在外流通的股票数量减少,那么持有股票的投资者数量也将减少,这将推动股票价格走高。



向下倾斜的股票需求曲线

利用向下倾斜的股票需求曲线解释公司宣布股份回购的意图为:或者是使股票供给减少或者是使需求增加。如果回购后将股票注销,股份回购意味着减少了总供给。由于需求曲线向下倾斜,因此供给的减少会使股价上升。如果股份回购后并不注销,而是作为公司的库藏股份,这时公司股份的总供给并没有减少,但回购意味着对公司股份的需求增加,需求曲线向右移动,导致股票价格向上运动。因此,如果需求曲线是向下倾斜的,即使管理层并没有任何其他信息传递到证券市场,管理层也可以通过改变流通股数量从而达到影响股票价格的目的。

同时市场还具有自我实现均衡的可能性。简言之,如果所有的投资者预计某一股票价格将上涨,他们就会竞相购买此股票,需求的上升反过来又进一步支撑股票价格上涨。鉴于此,若公司宣告股份回购计划,市场参与者可能会预期股票价格上涨,随后发生的集中购买行为可能暂时提升股票价格。总之,股票价格可能会在没有其他原因的情况下朝着一定方向变动,仅因为每一个市场参与者预期股票价格将朝着这个方向运动。因此,股票价格可能会在没有其他利好消息的情况下上涨。

向下倾斜的股票需求曲线理论否认了股份回购具有传递信息的优点,其对股份回购的公告效应给出了另一种解释,股票价格可能会在市场信息没有任何变化的情况下发生改变。股票价格的改变与市场信息无关的可能性使我们必须关注股份回购可能引发的市场操纵问题。

四、结论与对策建议

本文通过比较股份回购策略、收益留存策略与股东财富之间的关系,发现在完美市场条件下,两种策略对股东财富的影响是相同的。在非完美市场条件下,股份回购会使知情类股东从不知情类股东手中攫取财富。如果股票的需求曲线是向下倾斜的,股份回购甚至可能引发股价操纵问题,股份回购值得我们重新审视其利弊。

未来几年我国证券市场还会面临较大的解禁股减持压力,与中小股东相比,大小非对公司的经营情况更为了解,具有信息优势,同时大非往往是公司的实际控制人,不排除其会为了自身的利益而对管理层施压,要求管理层公布股份回购计划以刺激股价,为其高价减持创造机会。如何确保股份回购计划不会成为掠夺中小股东财富的一个工具,对于维护资本市场的公平、公正具有非常重要的意义。为此,笔者提出如下建议:

首先,鉴于中小投资者的信息弱势地位,应该在股份回购的表决中引入类别表决机制,要求上市公司股东大会对回购股份作出决议时,不但须经出席会议的股东所持表决权的2/3以上通过,而且必须经出席会议的中小股东所持表决权的2/3以上通过。

其次,为解决管理层与股东之间的信息不对称问题以及股东与股东之间的信息不对称问题,应要求上市公司详细披露回购股份的原因,比如如果管理层认为公司股价被低估,未能反映公司的真实价值,那么需要管理层披露为何认为公司的股价被低估,公司管理层估算公司价值用的是什么模型,有哪些假设等。独立董事还要就股份回购计划中所披露内容的真实性发表独立意见,并承担相应的法律责任。

最后,要求上市公司披露股份回购公告日至回购股份结束日期间每个交易日内部人交易本公司股票的详细情况,包括交易方向、买卖的价格、交易时间、交易数量等信息。

主要参考文献

1. Jacob Oded, Allen Michel. Stock repurchases and the EPS enhancement fallacy. *Financial Analysts Journal*, 2008; 64
2. Gustavo Grullon, Roni Michaely, Dividends. Share Repurchases and the Substitution Hypothesis. *The Journal of Finance*, 2002; 8
3. Graham, Jr., Roger C., King Raymond D.. Do Share Repurchases Harm Uninformed Shareholders. *Financial Practice and Education*, 2000; 3
4. Richard John Fairchild. When Do Share Repurchases Increase Shareholder Wealth. *Journal of Applied Finance*, 2006; 8