

上市公司股份回购的负财务效应及其规避



刘 静 李定清

(重庆工商大学会计学院 重庆 400067)

【摘要】 为了正确认识股份回购的负财务效应,促进我国上市公司顺利地进行股份回购,笔者运用定性与定量相结合、并辅以案例的方法,分析了股份回购的负财务效应,并针对所发现的问题提出了建议,使其在理论和实践上的研究都得到进一步的完善,真正起到规避负财务效应的作用。

【关键词】 股份回购 负财务效应 规避财务风险

股份回购,是指上市公司利用积累的资金或债务融资,以一定的价格购回公司本身已发行在外的普通股,将其作为库藏股或者进行注销,以达到减资或调整股本结构的目的。它是资本市场上常见的资本运作行为。本文以长春高新(600661)为例,对上市公司股份回购对财务的影响作些分析。

一、上市公司股份回购的负财务效应

1. 财务风险增大。通常情况下,股份回购会减少总股本,在利润预期不变的情况下可以增加每股利润,提高财务杠杆系数与负债比例,从而使股价上升。与此同时,股份回购后还会使资产负债率提高,降低偿债能力,甚至会因运营不畅,产生财务风险。长春高新于2000年12月以协议回购方式回购国家股7 000万股,占公司总股本的34.77%。回购后公司总股本为13 132.657万股,其中国家股占34.63%,募集法人股占4.61%,社会公众股占60.76%,回购价格以公司1999年12月31日经审计的每股净资产3.40元为基础,同时考虑年初到股份回购日公司的经营收益,回购价格定为每股3.44元,回购总金额为24 080万元人民币,以长春高新技术开发区管委会归还该公司欠款2.4亿元用作股份回购资金,不足部分由公司使用1999年度税后利润补充。

下面,笔者将长春高新股份回购前一年的资本结构数据与在同一交易所上市、同一行业的上市公司对应数据进行相应比较,将同行业上市公司数据的均值或中值作为最优资本结构的替代值,同时将长春高新股份回购前后的资本结构数据进行前后对比,具体见表1。

表 1 长春高新资本结构与行业样本比较

	总资产(亿元)	净资产(亿元)	资产负债率(%)
吉林敖东	11.89	6.67	43.90
东阿阿胶	5.35	3.57	33.27
长春高新(回购前)	13.45	6.70	50.19
长春高新(回购后)	11.86	4.74	60.03
行业中值	6.80	6.67	43.90
行业均值	8.10	4.75	45.24

从表1可看出,股份回购前长春高新的资产负债率为50.19%,大大高于行业中值(43.90%)和行业均值(45.24%),但在实施股份回购后,资产负债率上升到60.03%,上升了将近10个百分点,说明其短期偿债能力降低,财务风险增大。

2. 较大的支付风险。股份回购需要支出大量的现金,这些现金一般来自债务融资和自有资金。一般来说,那些实力较强的上市公司用于股份回购的资金相对其经营活动产生的现金流入量比例较小,对其流动资金的影响也不是很大。但是,一次性支付巨额资金用于股份回购,会不可避免地影响到公司的正常经营活动,使其面临较大的支付风险。

3. 提高股价的作用有限。公司实施股份回购,会向市场传递公司股价被低估或者说管理层对公司前景表示乐观的信息,对于刺激股价上涨有一定的作用。但是市场若长期处于低迷,它会向市场传递公司忽视主业经营的信号,使投资人失去信心,反而造成股价下跌。从短期看,股份回购会带来股价的上涨,但从长期看,股份回购对股价的影响并不明显。

从股价的超额收益率来看,我们选择市场调整模型来计算长春高新的事件期股价的超额收益率,取前9个交易日及后10个交易日的股票收盘价及所在市场数据,长春高新在公告后的前5日的超额收益率为8.6%;从累积超额收益率来看,长春高新在事件期内的平均超额收益率(CAR)达到13%。但是通过对公告前后超额收益率的分析可以看出,股票的超额收益率在股份回购公告前数日已达到事件期内的最高值,而且公司股票在股份回购公告前的累积超额收益率超过了股份回购公告后的累积超额收益率(8.56%),事件期内的累积超额收益率绝大部分是由股份回购公告前的累积收益率形成的。

4. 股份回购侵害债权人利益及中小股东的利益。因为股份回购直接耗用了公司的大量现金或其他可变现资产,这直接降低了公司的偿债能力,增加了债权人的风险。而且,因股份回购公司的资本结构发生了改变,这会增加筹资风险,一旦总资本收益率低于借款利率,权益收益率就会随着财务杠杆的提高而下降,债权人会承担更大的财务风险。

股份回购存在着损害中小股东利益的因素,这是因为通

过以每股净资产为价格的股份回购,流通股股东对净资产增加的贡献便被非流通股股东无偿占有,所以股份回购行为本身就损害了流通股股东的利益。

表 2 长春高新股东持股数量与持股成本 (单位:万股、元)

变化原因	国家股股东		法人股股东		内部职工股股东		流通股股东	
	持股数量	持股成本	持股数量	持股成本	持股数量	持股成本	持股数量	持股成本
首次公开发行股票	4 188	1	240	1	536	1	1 900	8.8
送股转增	7 538.4	1	432	1	964.8	1	3 420	8.8
送股转增	10 553.8	1	604.8	1	1 350.7	1	4 788	8.8
配股	11 547.5	1.6	604.8	1	1 755.9	2.62	6 224.4	8.62

从长春高新持股成本看,流通股股东持股成本是非流通股股东持股成本的5.4倍。而持股成本的差异除来自首次公开发行股票(IPO)时对非流通股与流通股的定价差异之外,更主要的是在IPO后的增发中,流通股股东高价参与增发,而非流通股股东一般不参与增发,这就造成了流通股股东对每股净资产的贡献远大于非流通股股东,从而造成流通股股东的利益受损。还由于市场信息的不完全、不对称,主力机构往往借助股份回购炒作,拉抬股价而获利。例如,长春高新应收账款的巨额转销带来了坏账准备的反冲,相应地增加股份回购当年利润约2 000万元(1999年年报净利润为1 390万元),2000年若保持1999年的盈利水平,则2000年的净利润为3 390万元,每股收益为0.258元。其结果是:短期盈利能力增加了,但是对公司的长期发展不利,损害了中小股东的利益。

5. 其他负财务效应。通常认为,进行股份回购的公司更缺乏成长和投资机会。一旦宣告股份回购计划,实际上向外界表明公司的发展受阻,从而影响公司的财务形象。同时,股份回购还可能涉及一些内幕交易,会给股市造成震荡。

表 3 长春高新股票累积超额收益率

回购公司	CAR					
	事件期	公告前	公告后	公告前后差额	最大值	最大值发生日
长春高新	12.01%	10.28%	1.72%	8.56%	8.69%	-5

从表3提供的资料可以合理推测,长春高新的股份回购信息在公告前就发生了信息泄露,拥有内部信息的投资者在公告前就获得了丰厚的投资回报,而绝大部分的流通股股东并未在股份回购实施中获得明显的收益。市场并不认为股份回购对公司来说是个利好消息,而从某种程度上来说,我国国内的股份回购信息的影响是负面的。

二、规避股份回购的负财务效应

1. 建立完善的库藏股制度。完善的库藏股制度是包括库藏股制度的确立、实施程序、监督机制的一套完整的政策与机制,而且有外围一些相关的政策调整为其实施做好充分的前期准备。目前,我国应该允许公司持有回购的库藏股份,但对库藏股的权利应予以必要的限制,同时制定规范的库藏股会计制度,完善实施程序,做好监管工作。

2. 放宽股份回购的条件。我国允许股份回购的条件过于

严格,在证券制度逐步走向成熟的今天,已难以适应经济发展的需要。根据上市公司情况,并结合对公司债权人、股东利益以及证券市场保护措施的考虑,我们应该放宽股份回购的条件,从维护公司利益(如解决大股东长期占用上市公司资金、实施反收购等问题)、股票期权和职工持股、赔偿退出股东或持异议股东等方面增加股份回购的项目。

3. 限制股份回购的资金来源。股份回购的资金来源不仅关系到公司债权的安全,而且关系到不同类别股东的利益分配。因此各国对股份回购的资金来源都有限制。对不需经过股东大会特别决议及不需履行保护债权人程序的股份回购,应对回购股份的资金来源作出严格的限制;对于减资或合并而回购股份,都须经股东大会特别决议并履行保护债权人程序,这样,股东、债权人的利益才有保障。

4. 健全信息披露制度。有效的市场监管体系可有效规避股份回购的负效应,公司进行股份回购的信息披露应更加严格。在股份回购决议公布之前,公司对任何有关回购的信息应严格保密,不得对外界披露,包括具体的回购日、回购数量、回购方式均不得在股份回购之前具体公布;在通过股份回购决议后,应于董事会决议日起二日内进行公告,详尽披露回购内容;在股份回购完成后,应通报所回购股份的处置情况。

5. 加强股份回购监管。鉴于股份回购会导致上市公司某些财务比率出现不利的变化,因此要严格考察公司的资产负债率、净资产收益率、股权结构等;严格审核公司股份回购的额度和一定期限内股份回购的总额度是否超过规定;严格审查上市公司股份回购的出资方式(现金、银行存款、应收账款、固定资产等);严格审查股份回购活动中关联方有否回避及其他有无保护债权人利益的措施等。

6. 增强对违法股份回购的法律制裁。一些国家对股份回购均有立法,以抑制利润操纵等违法股份回购的行为。而在我国实践中,尚无判定股份回购行为是否有效的法规,目前只是对违法所得以及相关责任人采取了一些处罚措施,这对于那些明知违法仍恶意进行股份回购的行为来说,起不到约束作用,而且仅对公司及相关责任人采取行政制裁措施也无法补偿公司的损失。因此笔者建议,我国应该借鉴国外的做法,对违法股份回购的行为追究民事责任。

上市公司股份回购的负财务效应,有公司操作失误的原因,但最主要的是股份回购在我国尚属新生事物,法律对此的相关规定仍处在探索阶段,若能够对上市公司股份回购作出具体、合理、严格的规定,就能有效地规避负财务效应。

主要参考文献

1. 孙文军,粟建国,薛莲.上市公司股份回购:理论与实务.成都:西南财经大学出版社,2002
2. 王化成,王鑫,于艳清.试论上市公司的股份回购问题.财务与会计,2000;8
3. 周茂春.公司股份回购负财务效应分析.科技和产业,2007;1
4. 李晶.对股份回购的财务效应理论的研究.经济技术协作信息,2007;13