

股票回购的公开与隐藏动因探析

——我国回购新规颁布后的案例研究

西南财经大学会计学院 郑 珺

【摘要】 本文根据我国证券市场 2008 年天音控股和海马股份宣告的股份回购方案,对上市公司公开宣告与隐藏的回购动因进行对照分析。本文的分析显示,上市公司公开宣告的回购动因不具有合理解释力,除公开宣告的回购动因外,管理层隐藏了不利的回购动因。

【关键词】 股票回购 天音控股 海马股份

股票回购是指上市公司利用债务或盈余所得的累积资金即自有资金融资,并以一定的价格回购公司本身已发行在外的普通股,或将其作为库藏股,或进行注销。国际市场的经验证明,股票回购可以抑制过度投机行为。我国股票回购早从 1992 年就开始运作,但当时主要采取协议回购国家股方式完成,并非市场行为,而是政府行为。2005 年颁布的《上市公司回购社会公众股份管理办法(试行)》标志着我国股票回购步入新的发展阶段。2008 年证监会发布了有关股票回购的新规——《关于上市公司以集中竞价交易方式回购股份的补充规定》(以下简称“新规”)。那么,在这种新的政策环境中,推行股票回购是否能够改善上市公司资本结构,是否能够为广大投资者带来益处?本文的研究则围绕股票回购的动因展开。

一、案例介绍

2008 年 10 月 31 日,天音控股公告了股票回购计划。该公司将在二级市场通过集中竞价方式用自有资金,以不超过 3.5 元/股的价格,回购不超过 2 000 万股公司股票。天音控股是证监会发布新规以来,第一家公布股票回购计划的上市公司。

2008 年 11 月 4 日,海马股份发布股票回购方案。公司将不超过 3.6 元/股的价格回购不超过 3 000 万股社会公众股,拟用于回购的自有资金总额不超过 1 亿元。以回购 3 000 万股计算,回购股票比例占公司总股本的 3.66%。公司将于 11 月 19 日召开股东大会审议股票回购方案。获得股东大会批准后,海马股份将在 13 个月内分阶段择机实施股票回购方案。

上述股票回购事件的基本情况如右上表所示。

二、案例公司公开宣布回购动因的分析

证监会要求股票回购公告中必须披露回购动因,因此,广大投资者可从股票回购公告中解读部分回购动因。根据国外股票回购相关理论,我们可以判断在这两次股票回购中不存在“控制权市场假说”和“股票期权假说”所述效应。这主要是因为两家公司从公开资料反映的情况

两起股票回购案例基本数据

回购企业	回购方式	股份性质	回购数量	回购价格	回购金额	截至2009年2月实际回购
天音控股(000829)	公开市场回购	社会公众股	不超过2 000万股	不超过3.5元/股	不超过0.7亿元	358万股
海马股份(000572)	公开市场回购	社会公众股	不超过3 000万股	不超过3.6元/股	不超过1亿元	0股

来看,都不存在反敌意收购和股票期权激励计划情况。而从“信号传递假说”来分析,上述两家公司股票回购体现了信号传递假说所述效应。这两家公司在回购公告中提及股票回购的主要动因基本相同,即“保护社会公众股股东的利益和增强投资者投资信心”、“为公司持续发展创造良好的条件”。但是,公开宣告的股票回购动因是否与公司的实际动因一致,是否还存在其他动因,需要进一步考察。

1. 解读“保护社会公众股股东的利益和增强投资者投资信心”动因。作为证监会发布新规以来首家公布股票回购计划的上市公司,天音控股连续数日站到了“唱好”和“唱衰”的漩涡中心,公司股价也在市场争议声中冲高回落。而从成交量来看,当时成交量急剧增加至 4 288 万股,成交金额 1.36 亿元。高开低走以及大幅放量,很明显“回购利好”消息成为前期大量套牢盘出货的机会。而且,通过查看天音控股的财务报表可以发现,其主要股东所持股票都具有在二级市场的流通资格。如果天音控股的股价在回购利好的影响下不断上涨,那么很难保证大股东没有减持的冲动,而追高买入的投资者则遭遇尴尬处境。

谈到“增强投资者投资信心”,话说得漂亮,但事实恐怕并非如此。因为从天音控股不超过 3.5 元/股的回购价格中,投资者根本就看不到天音控股对未来发展的信心所在,毕竟在此前,天音控股实施增发股票的价格就达到了 29.90 元/股(摊薄后为 16.61 元/股)。与天音控股此前描绘出的“一个月内 1 000 万股,半年内再 1 000 万股”相比,天音控股曾于 2008 年 12 月 18 日在回购公告中称,截至 2008 年 12 月 17 日,天音控股在二级市场上首期回购 3 588 900 股。这个数量只占公司总股本的 0.378%,低于市场的预期。同样,2008 年 12 月 4 日,海马股份发布回购报告书,2008 年

12月24日,其股价开始跌破回购价格上限,从而触发回购条件。虽然2008年12月24日~2008年12月31日这6个交易日里,海马股份股价连续下跌,但公司一直没有实施股票回购计划。海马股份最新发布的公告称,截至2009年1月31日,公司回购股份总数为0股,支付回购资金为0元。随着时间的推移,其“回购效应”逐渐淡化,市场上投资者对其信心并未增强。

2. 解读“为公司持续发展创造良好的条件”动因。天音控股是一家以手机销售为主营业务的中间代理商。上游受到手机制造商的钳制,下游客户又十分分散,其盈利空间很小。天音控股是国内第二大手机代理商,其代理手机的毛利大概只有5%左右。未来国内手机行业销售量仍将保持快速增长,但销售均价将持续下滑。在销售量增长的情况下,如何进一步拓宽配送渠道以及提高管理效率是天音控股的当务之急。天音控股的可持续发展需要依赖更具实质性的新业务的开展。

作为乘用车生产企业,海马股份的产品主要集中在中低端领域,虽然在自主品牌乘用车界凭借“海马”商标在2007年取得了不俗的业绩,但是面对全国范围的中高端乘用车价格重心不断下降所带来的日趋激烈的市场竞争格局和原材料等成本持续上扬的壓力,2008年上半年海马股份的经营形势并不能令人乐观,各类汽车产量51154辆,同比下降18.39%,销量52472辆,同比下降25.08%,显示整体经营正面临严峻的挑战。在筹资项目尚未完成前,正经历艰难的时刻。在低迷的乘用车市场环境下,海马股份的乘用车业务的盈利很难在年内得到提升。

股票回购相当于依靠财务手段来提升公司业绩(上市公司回购股票后即对其进行注销,股票数量的减少可以显著提高每股收益等财务指标),这显然无法从根本上扭转因经济形势恶化带来的业绩下降。可见“为公司持续发展创造良好条件”的动因并不具有说服力。

三、案例公司隐藏回购动因的分析

如果“保护社会公众股股东的利益和增强投资者投资信心”、“为公司持续发展创造良好的条件”并非企业实施股票回购的真正动因,那么案例公司的潜在动因是什么?笔者试图结合案例公司综合情况加以分析。

1. 为公司限售股减持服务。不排除天音控股此举是为该公司限售股减持服务。因为从该公司限售股上市的安排以及市场的行情演变来看,并不排除这种可能性。

首先是向2007年参与了公司定向增发的十大机构投资者示好,为其减持创造条件。2007年8月,天音控股实施了定向增发,向新理益集团等十家机构投资者发行了2405万股股份。2007年该公司实施10股转增8股的转增股本方案,由此增加到4329万股($2405 \div 10 \times 8 + 2405$)。而这批定向增发的股票于2008年8月18日上市流通。虽然这十家机构投资者中,有一部分在股票解禁后已作减仓处理或割肉出局,但由于市场行情低迷,加之股价大幅下挫,仍然有机构投资者滞留在该股之中。所以,天音控股回购股份是在向这些机构投资者示好,在自己力所能及的范围内为这些机构投资者以相对较

高的价格减持创造条件。

其次是为公司大小非减持创造条件。根据安排,2008年9月8日天音控股有高达1.84亿股的大小非上市流通。不过,由于市场行情的极端低迷,这1.84亿股的大小非要顺利减持套现并不容易。而通过股票回购,则可以很好地刺激股价,激活成交,也就为大小非的套现创造了条件。而且天音控股回购的股票数量不超过2000万股,相对于1.84亿股大小非的减持,有“四两拨千斤”之效。

2. 为可转债顺利转股创造条件。原来,海马股份发行的8.2亿元可转债于2008年7月进入转股期,其股价却一路下跌,可转债持有者几乎无人愿意转股。如果股价连续30个交易日低于当期转股价格的70%,触发回售条件,则海马股份将掏出逾8亿元现金。不得已之下,海马股份3个月内两次下调转股价格,从18.28元/股到5.03元/股再到3.6元/股,转股价硬生生被打了2折,而回购上限价竟与最新转股价格一分不差。为了避免可转债触发回售条件,海马股份可谓用心良苦。上市公司正在玩“以小博大”的游戏,海马股份试图用约1亿元的代价避免公司触发可转债的回售条件,因为一旦触发回售条件,上市公司的支出将是回购的数倍。2009年2月25日,海马股份果真发布回购公告,截至2009年2月24日,公司股价已有8个交易日高于当期转股价(3.6元/股)的130%(4.68元/股),尚未满足可转债回售条件。

从以上分析可以看出,在熊市之中,虽然股票回购本身是一件好事情,但在我国却在一定程度上存在曲解和利用。我们并不是要反对股票回购行为,而是希望在一片叫好声中,投资者不仅要了解管理层公开宣告的股票回购动因,而且要深入挖掘管理层隐藏的股票回购动因,避免损失。为了更大限度地发挥我国新规在挽救市场颓势方面的作用,我们应该思考如何完善该制度,保护中小股东的利益。首先,应强化信息披露,增加操作的透明度。法律要明确信息公开方式,提高市场操作透明度,强化上市公司的信息披露义务。其次,应严防操纵市场行为、内幕交易。对回购价格和回购时间做出限制性规定,以有效防止价格操纵。最后,应规定公司违法回购行为的法律责任。违法回购行为,既扰乱了市场秩序,又损害了广大中小股东的利益。因此,法律不仅应明确违法回购行为,而且还应对其直接责任人予以法律制裁,明确相应的法律责任。

主要参考文献

1. 沈艺峰,沈洪涛.公司财务理论主流.大连:东北财经大学出版社,2004
2. 谭劲松,陈颖.股票回购:公共治理目标下的利益输送——我国证券市场股票回购的案例分析.管理世界,2007;4
3. 韩永斌.公开市场股票回购研究综述.外国经济与管理,2005;11
4. 陈雪峰.美国股票回购理论的历史演变.证券市场导报,2002;8
5. 林敏,干胜道.股票回购中内幕交易与股价操纵行为规制——由新《公司法》第一百四十三条引发的思考.河南金融管理干部学院学报,2007;4