

股份回购的财务效应分析

陈游

(湖州职业技术学院 浙江湖州 313000)

【摘要】 本文从财务管理的角度分析了股份回购对优化上市公司资本结构、稳定公司股价、增加股东权益和实施反收购策略的积极作用,同时阐述了股份回购对公司经营的负面影响,并对如何控制股份回购风险提出了建议。

【关键词】 股份回购 股东权益 关联方交易 每股收益

股份回购,是指上市公司利用盈余所得后的积累资金(即自有资金)或债务融资以一定的价格购回公司本身已经发行在外的普通股,将其作为库藏股或进行注销,以达到减资或调整股本结构的目的。它是国外成熟证券市场一种常见的资本运作方式和公司理财行为。公司股份回购的动机在于规避政府对现金红利管理,或者为对抗其他公司的敌意收购而调整公司资本结构。公司在股份回购完成后可以将所回购的股份注销,但在绝大多数情况下公司将回购的股份作为库藏股保留。

一、股份回购的正财务效应

一般认为,在一个成熟的资本市场中股份回购具有以下功能:

1. 调整财务杠杆,优化资本结构。根据资本结构平衡理论,即由于债务利息具有免税效应,因此与股权融资相比,债务融资的成本较低,较高的资产负债比例可以为公司带来税收庇护利益,然而公司破产风险成本也会随资产负债比例的升高而增大,所以在公司目标函数和收益成本的约束下,最优资本结构是处于边际税收庇护收益等于边际破产风险成本的平衡点。但是,公司发展周期和外部环境变化决定了公司必须审时度势地调整资本结构。与新股发行、举借外债不同,股份回购是一种股本收缩的调整方法,即通过减少对外发行的股份,提高资产负债率,发挥财务杠杆效应,实现公司价值最大化。

2. 对合理确定上市公司股价、抑制投机行为有积极作用。上市公司回购股份主要可以达到以下目的:一是稳定股价,活跃市场。当公司认为其股价已低于公司的内在价值时,为防止一些机构投资者大量抛售公司股票而导致股价进一步下跌,其会进行流通股回购,并通过收购价格传递公司价值的信号,具有一定示范作用。二是提高股票内在价值,有效发挥财务杠杆效应。回购股份并注销,会使公司股本减少、公司每股盈利增加、净资产收益率提高、资本结构得以调整和优化,从而提高股票的内在价值,同时降低公司未来权益资本的融资成本,有利于公司有效发挥财务杠杆效应。股份回购可促使上市公司将闲置资金返还给股东,在一定程度上增

强了市场的流动性,也使得股票价格在一定程度上更接近于公司的实际价值,从而使虚拟经济和实体经济更有机地结合在一起。当公司股价低于公司的市场公认价值时,为防止一些投资者大量抛售其股票,公司可以为稳定股价而进行流通股回购。

3. 股份回购可作为替代分红的一种方式。国外许多盈利比率较高的公司宁愿进行股份回购也不愿派发高额股息。这是因为股东的派发股息所得要上缴一般所得税,而通过股票升值带来的资本利得只需上缴资本利得税。一般而言,资本利得税较低。因此,股份回购可使股东少缴税,受到股东的欢迎,这在美国已成为一种新的现金股利替代方式。股份回购是公司股利分配的替代手段。

股东收益包括股票分红派息收入与股票转让所产生的资本利得,一般来说,国家对前者课以较高的个人所得税,而对后者课以较低的资本利得税。若公司分派现金股利,则股东不得不缴纳个人所得税;而公司实行股份回购,股东拥有选择权,具有流动性偏好的股东可以转让股票取得现金形态的资本利得,而继续持股的股东由于所持股票的每股盈余增加,个人财富也相应增加,并且相关的资本利得税延迟到股票出售时缴纳。因此基于税收的考虑,公司常以股份回购替代现金红利的分配。

4. 股份回购有助于实现企业收益最大化。考察和衡量上市公司盈利水平的主要指标是净资产收益率。当公司处于发展期时,公司内部融资不足以满足资金需求,往往要通过发行股票的方式融资,这大大加快了资本的形成。但是,当公司进入衰退期时,公司资金较为充裕,并且不愿意扩大投资,公司若要继续维持原有盈利水平来满足资本市场的预期,会有相当大的压力。这部分剩余资金若无适当的投资机会或投资项目,只能作为银行存款或短期证券等收益率较低的形式存在,会影响公司的净资产收益率。这时利用这部分剩余资金购回本公司股票,不仅可充分利用公司资金改善其资本结构,还可提高公司的每股收益和每股市价,使股东得到资本利得的减税好处。

在公司股票价值被市场低估的情况下,就可以考虑运用

股份回购来减少公司股份和股东权益、增加每股盈利,以提高净资产收益率。但必须清楚地看到,这种减轻公司财务压力的方法只是暂时的,并且可能是一次性的,上市公司只有在迫不得已的情况下才能运用。

5. 股份回购是实施反收购、维持公司控制权的重要武器。企业在受到并购威胁时可以通过股份回购,减少流通在外的股份,增加并购企业收购到足额股份的难度,同时可提高股价,增大收购成本。股份回购有两种基本形式:一种是企业将可利用的现金分配给股东,以此换回股东手中的股票;另一种是企业通过发行债券,用募集的款项购回自己的股票。

股份一旦被购回,流通在外的股份数量就会减少,在回购不影响公司收益的前提下,公司股票的每股收益就会增加,股票价格必然上涨。为了维护股东的利益,目标公司通常以股份回购的方式抵御恶意收购。

二、股份回购的负财务效应

综观世界各国法律,可以看到各国对股份回购均做出了较为严格的规定,这表明股份回购也存在一些明显的弊端,主要表现在:股份回购易造成内幕交易,从而损害中小投资者的利益;股份回购容易误导投资者,造成市场运行秩序紊乱;股份回购使企业净资产减少,其偿债能力也相应降低,有可能损害债权人的利益。股份回购的负财务效应主要表现为以下几方面:

1. 股份回购的财务风险效应。一般来说,股份回购因减少总股本,在利润预期不变的情况下,可以增加每股利润,从而使股价上升。但具体到某一公司,如果利用债务资金回购股票,会使资产负债率提高、企业债务负担增加、财务风险加大。尤其是当企业总资本报酬率小于借款利率时,企业净资产收益率会低于总资本报酬率。随着资产负债率的提高,企业净资产收益率将会加速降低,企业将为此承担巨大的财务风险。所以,在一般情况下,上市公司不应仅仅为了追求财务杠杆效应而进行股份回购,高资产负债率的企业特别应该注意这一点。

2. 股份回购的支付风险效应。由于股份回购需要大量的现金支出,因此不可避免地对上市公司形成很大的支付压力。例如,如果用于股份回购的现金支出高于其可供分配的利润和经营活动产生的现金净流量,或公司的流动比率和速动比率较高,具有良好的支付能力,但一次性支付巨额资金用于股份回购,将不可避免地对企业的正常运营带来一定的影响,使其面临巨大的支付风险。

3. 股份回购的其他负财务效应。人们通常认为进行股份回购的公司比未进行股份回购的公司更缺乏成长性和投资机会。公司一旦宣告回购计划,外界就会认为企业的发展受阻,这必将影响企业的财务形象,增加企业协调财务关系的难度。同时,由于股份回购涉及纳税问题,若处理不当,出现有悖税法规定的行为,税务部门也可能对公司施以处罚,形成“额外”的现金流出。另外,股份回购还可能涉及一些内幕交易,如我国许多上市公司与其母公司之间存在着千丝万缕

的联系,母公司可能利用股份回购从上市公司转移利润,损害中小股东的利益,如果证券监管部门或政府对这种行为加以约束或处罚,也会对企业形成潜在的财务压力。

三、股份回购的风险及其控制

股份回购虽然能通过收缩股本来改善股本结构,提高资本运营效率,为经营者股权激励制度的实施创造条件,但同时也面临以下风险:

1. 法律风险。我国现行有关股份回购的法律法规都只有一般的原则性规定,比较笼统、概括,可操作性不强。相关配套的法规、实施细则或具体操作办法还不够完善,面对当前已经出现的股份回购个案,法规建设显得有些滞后。这就导致股份回购的实施具有较大的风险和不确定性。为保证上市公司股份回购合法、合规地进行,相关实施细则的制定是防范法律风险的重要保证。

2. 中小股东利益保障风险。由于市场信息的不完全、不对称,使得中小股东在掌握信息方面处于劣势,而主力机构就借助回购题材炒作,借机拉抬股价从而获利。为保护中小股东的利益,股份回购要严格执行信息披露的有关规定,证券监管机构要进一步加强相关的监管工作。

3. 关联方交易的风险。回购国有股或法人股可能引起某些法人机构恶意注入不良资产,然后通过回购套现来损害其他流通股股东的利益。大股东与经营管理层合谋利用股份回购欺诈中小股东。上市公司面临的风险表面上表现为内部人控制风险、金融风险、关联方交易风险,实质上还包含治理风险的累积,而违规行为由于监管者的初期漠视,以至于会在当前规则条件下被集中释放出来。

我国公司在实行从行政型治理向经济型治理转换的过程中,要综合考虑各方面的情况,充分比较利弊、得失,最大限度地保护投资者和债权人的利益,维护好公司在产品市场和资本市场上的形象。应由中介机构就股份回购方案对公司利益的影响进行评估,投资者也要谨慎地评估公司的回购方案,切忌盲目跟风。

与股本扩张一样,适时、合理地进行股本收缩,是上市公司在不同的发展阶段和外部环境条件下所采取的一种发展策略和资本重组方式。股份回购作为成熟、发达证券市场上一种常见的公司行为,一方面会对市场参与各方产生巨大的影响,有利于规范和改善股本结构,为上市公司的长远发展奠定良好的基础,也为广大股东带来更为丰厚的投资回报;另一方面将给目前的证券市场增添新的亮点,回购概念股(或国有股缩股概念股)有可能成为市场全新的投资形式。与此同时,股份回购将为一批上市公司通过证券市场来提高资本运作效率提供一种新思路,会极大地推动和促进我国金融市场的长足发展。

主要参考文献

1. 苗振亚.上市公司股份回购动因分析风险控制.中国财经报,2001-02-15
2. 唐清林.企业并购研究——反并购的经济手段.企业并购法律实务.北京:群众出版社,2005