

美股上市公司股票回购源流、 形态与启示

张晓斐*

股票回购兴起于20世纪50年代的美国,并在七八十年代变得极为活跃。70年代中东战争爆发,美国经历了石油危机,造成了严重的通货膨胀和停滞不前的经济发展同时发生。时任美国总统的尼克松采取一系列措施来挽救国民经济,如限制现金股利发放数量等。在这一经济背景下,公司管理层开始利用回购股票的方式将多余的现金流返还给股东。20世纪80年代起,美国经济开始有所复苏,资本市场再次活跃起来,股票回购提振股价、稳定市场的优势逐渐显露出来。1987年10月19日,纽约股票市场出现暴跌,在这之后的一周内,约有650家公司发布公告要回购本公司股票,这对股市的稳定产生了积极影响;在充满杠杆收购的80年代末期,防止敌意收购也是这一阶段股票回购的重要动机。进入90年代,以股权激励为动机的股票回购成为主流。21世纪以来,股票回购的动机继续呈现出多样化的特点,近年来,美股公司充沛

* 上海证券交易所员工。本文仅为个人见解,不代表所在单位的观点。

的现金类资产与管理层自利行为成为股票回购规模不断增大的主要原因。

目前,股票回购已成为美国等资本市场中较为成熟的资本运作工具,使用频繁、规模巨大,能够有效解决公司股价被低估的问题。

一、基本特征

(一) 年度变化

近年来,美股股票回购数量和回购金额^[1]显著增加。路透数据显示,1996~2018年,美股股票回购数量达到6670笔(见图1)。在2010年以前,每年的回购数量不足200笔;2010年之后,回购数量开始快速上升,2010~2018年,回购数量年均达到440笔;其中,2015年,回购数量达到777笔,达到近年来的峰值。此后,回购数量有所下降。2018年,股票回购数量再次大幅增加,增至590笔,仅次于2014年和2015年的回购数量。在股票回购金额方面,1996~2018年,美股股票回购金额达到5.96万亿美元。在2010年以前,每年的回购规模均值达到1474亿美元;2010年之后,回购规模开始快速上升,2010~2018年,回购规模年均达到近4324亿美元;其中,2018年回购规模达到6875亿美元,远超2015年的5404亿美元,成为历史上股票回购金额最大的一年。

[1] 本文所使用的股票回购数据为上市公司“已完成”“进行中”两种回购情况,未将“已公告而未开始回购”的情况并入统计结果。

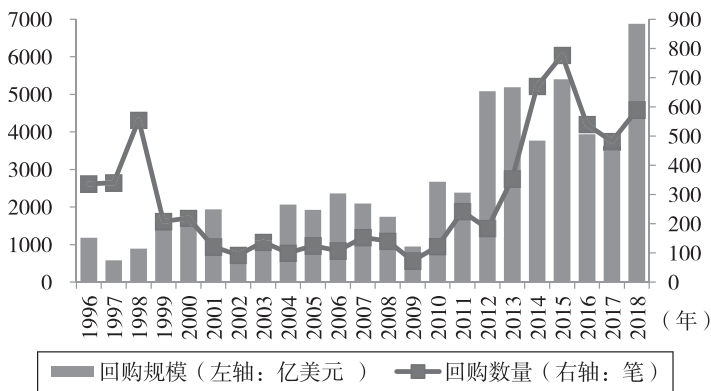


图1 美国上市公司股票回购规模年度分布(1996~2018年)

资料来源:Thomson Reuters。

(二) 行业分布

金融业的股票回购数量远超其他行业。各行业的回购数量主要介于以下三个区间:2000笔以上、500~2000笔、500笔以下(见图2)。从分行业来看,金融业的股票回购数量超过其他行业,累计达到2202笔。可选消费、工业、信息技术的回购数量在500~2000笔,其他行业的回购数量均不足500笔,电信服务和公用事业均不足100笔。

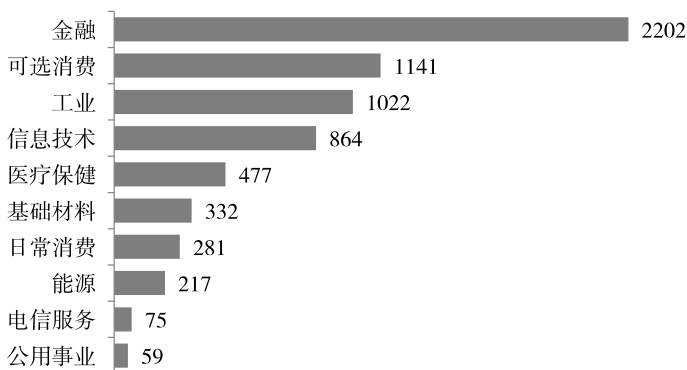


图2 美国上市公司股票回购数量行业分布(1996~2018年)(单位:笔)

资料来源:Thomson Reuters。

信息技术行业和金融业的股票回购规模居前。各行业的回购规模主要介于以下三个区间:10,000 亿美元、5000 亿~10,000 亿美元、5000 亿美元以下(见图3)。从分行业来看,信息技术、金融的股票回购规模超过其他行业,分别达到近12,998 亿美元、11,290 亿美元。可选消费、工业和医疗保健的回购规模分别达到9494 亿美元、8022 亿美元和7568 亿美元。日常消费等行业的回购规模均不足5000 亿美元。

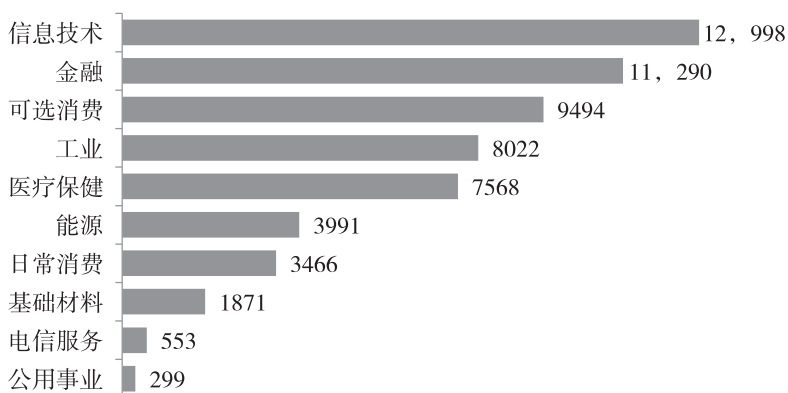


图3 美国上市公司股票回购规模行业分布(1996~2018年)(单位:亿美元)

资料来源:Thomson Reuters。

(三) 回购方式

美国上市公司的股票回购方式以公开市场和私下协议回购相结合的方式为主。从回购数量方面来看,44.6%的回购是以公开市场和私下协议回购相结合的方式完成,43.6%的股票回购是在公开市场回购完成,11.5%的回购是以私下协议回购的方式完成(见图4)。从回购金额方面来看,公开市场回购和私下协议回购相结合的方式、公开市场回购和私下协议回购分别占到49.3%、47.7%和2.9%。

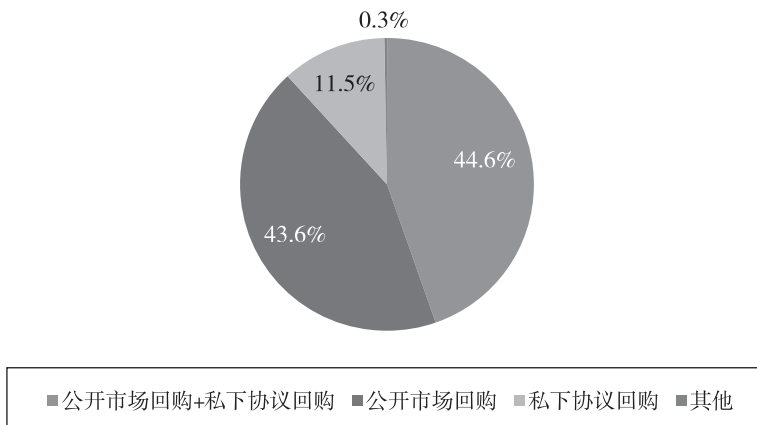


图4 美国上市公司股票回购的回购方式(1996~2018年)

注:该分类基础是回购数量。

资料来源:Thomson Reuters。

二、动机分析

(一)传统观点

自20世纪80年代起,随着美股股票回购事件日益增多,学术界开始了对股票回购的理论研究。这些研究成果普遍认为,股票回购动机可以分为8种,分别是信号传递假说、财务杠杆假说、自由现金流假说、股利避税假说、控制权市场假说、股票期权假说、财富转移假说、财务灵活性假说。尽管解释动机众多,但得到最广泛认可的是信号传递假说。

信号传递假说认为,公司管理层通过股票回购向股东传递信号以降低信息不对称性,此假说源于20世纪70年代信息经济学的发展。在上市公司这一例中,由于股东与管理层之间委托代理关系的存在,管理层及大股东处于信息不对称的优势方,外部的中小投资者处于信息不对称的劣势方。当管理者认为公司未来有较大的提升空间、而当前的股票价格被低估时,就会进行股票回购,向股东传递此类信号。学术

界的大量研究成果支持这一假说。^[2]

现实中,上市公司股票回购的原因未必只是单纯的一个动机。近年来,伴随着美股上市公司业绩的改善,现金流日益丰厚,管理层股权激励规模日益庞大,股票回购中的管理层自利行为也越来越明显。

(二) 现实动机

1. 现金类资产相当丰厚

许多美股上市公司的回购动机是拥有大量现金类资产,但难以找到投资回报率高于净资产收益率同时风险较低的投资机会,因此,回购自己的股票成为回馈股东的重要方式。这类动机的股票回购主要集中在现金流充沛的科技、金融、医药和工业类公司。

美股上市公司的现金类资产相当丰厚。一方面,上市公司在美国国内的现金及短期投资(以下简称现金类资产)规模逐年上升。不但绝对规模逐渐扩大,而且,现金及短期投资之和与总资产的比例这一相对规模也是呈逐年上升趋势。1996年,美国上市公司的现金类资产仅有1.4万亿美元,约占到总资产的9%;截至2017年年末,美国上市公司的现金类资产达到9.6万亿美元,约占到总资产的13%,这一比例处于近年来的最高水平(见图5)。美国上市公司将大量的资产以现金及短期投资的形式持有。另一方面,美国上市公司的大量海外利润也正在转回国内。在“特朗普税改”的激励下,美国上市公司大量海外利润也将陆续回流。中金分析师认为,美国企业的海外存留利润超过3万亿美元,海外现金的分布极不平衡,主要集中在苹果、微软等信息技术行业的上市公司中。^[3]“税改”政策对回流的海外利润实施较低的

[2] 例如,Dann发现样本公司的回购价格普遍高于当时的股价,并且在回购宣告后,样本公司的平均股价有所提高,分析认为管理层与股东之间的信息不对称引致管理层通过股票回购向股东传递股票价格被低估的信息是股票回购的主要动机(Dann, Larry Y., *Common Stock Repurchases: An Analysis of Returns to Bondholders and Stockholders*, *The Journal of Financial Economics*, 1981, Vol. 9, pp. 113 - 138.)。Dittmar对股票回购的各种假说进行比较,分析出在这些回购动机中信号传递假说解释力最强的结论[Dittmar, *Why Do Firms Repurchase Stocks?* *Journal of Business*, 2000, Vol. 73(3), pp. 331 - 355.]。

[3] 参见刘刚:《美国税改:(科技股)海外利润收税与资金回流的影响有多大?》,载搜狐网:http://www.sohu.com/a/209742143_313170,2019年1月12日访问。

税率,这有效地激励了海外利润的回流,仅在2018年一季度,就有1780亿美元的现金流回美国国内。^[4]

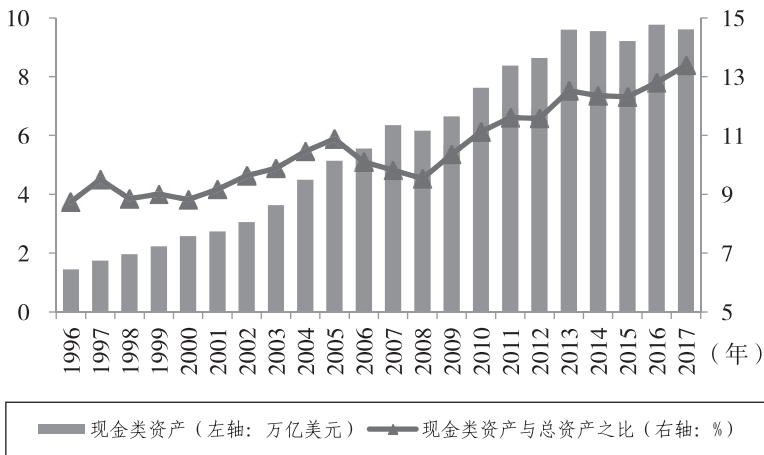


图5 美国上市公司国内现金类资产规模年度分布(1996~2017年)

注:现金类资产是指资产负债表中的“现金与现金等价物和短期投资之和”。

资料来源:Compustat。

丰厚的现金类资产有效地推动了股票回购规模的增加。美国上市公司除了将继续增加研发投入外,相当部分的利润用于直接回报股东,比如现金分红和股票回购。^[5]从公司层面来看,拥有现金类资产规模较大的公司通常股票回购规模也较大。在最近几年中,苹果公司总资产中约有20%的资产是以现金和短期投资的形式持有,2018年年底,这一比例达到了23%,这使苹果公司的回购规模近年来大幅提高了股票回购力度,苹果公司分别在2012年3月和2018年5月宣布回购2100亿美元和1000亿美元的股票,这使苹果成为全球股票回购规模

[4] 引自美国SEC委员Robert J. Jackson Jr.的演讲*Stock Buybacks and Corporate Cashouts*,载<https://www.sec.gov/news/speech/speech-jackson-061118>,2019年1月11日访问。

[5] 据报道,2018年美国公司的分红及回购规模达到1.25万亿美元。参见黄黛玉:《1.25万亿美元!美国公司2018年分红回购规模创纪录》,原载华尔街见闻:<http://www.nbd.com.cn/articles/2019-03-06/1306970.html>,2019年3月7日访问。

最大的公司。此外,信息技术行业的微软、思科和 IBM 的现金类资产占比分别达到 54%、51% 和 12%,回购规模分别达到 1826 亿美元和 1120 亿美元和 626 亿美元,回购规模居前(见表 1)。能源行业、医疗保健和金融行业的佼佼者也因持有大量现金而增大了股票回购规模。

在汇回的海外利润的用途方面,尽管长期内企业有可能将更多的资金用于扩大投资,进而推动未来盈利的增长,但在短期内,极有可能像是 2004 年“小布什税改”(Tax Holiday)的经验,将有相当一部分回流的资金被用于公司回购股票上。回流的海外利润也推动了股票回购规模的增长。

表 1 美国前十大股票回购规模上市公司

公司名称	回购规模	现金与总资产之百分比	所属行业
Apple Inc.	3100	20%	信息技术
Exxon Mobil Corp.	2371	2%	能源
Microsoft Corp.	1826	54%	信息技术
Pfizer Inc.	1300	13%	医疗保健
Wells Fargo & Co.	1140	11%	金融
Cisco Systems Inc.	1120	51%	信息技术
JPMorgan Chase & Co.	744	15%	金融
Goldman Sachs Group Inc.	716	44%	金融
IBM Corp.	626	12%	信息技术
Amgen Inc.	616	42%	医疗保健

注:1. 回购规模为亿美元;

2. 现金与总资产之比是指 2010~2017 年季末现金与短期投资之和与总资产比例的中位数。

资料来源:Thomson Reuters。

2. 股价上涨与管理层自利行为

传统理论认为,股票回购是向投资者表示公司股价被低估的重要信号传递方式,股价下跌是股票回购的重要动机。然而,近二十年特别是在近十年中,股票回购更像是“锦上添花”,股指走势前景越好则股票回

购规模越大,从而进一步地推动着股指上涨。^[6]

1997~2000年,在互联网热潮的推动下,美国股市大幅上涨,标普500指数由1997年的970点涨至2000年的1320点,股票回购规模也呈逐年上涨趋势。2002~2006年,美国经济逐渐走出互联网泡沫破灭及“9·11”事件的阴影,标普500指数由2002年的880点涨至2006年的1418点。2004年,小布什总统实施“税改”,对回流美国的海外利润实施较低税率,大量的回流资金用于了股票回购,回购规模进一步上升。2008年起,美国股市开启“长牛”走势,标普500指数由2008年年末的903点一路走高,在2018年9月底达到史上最高点2940点,^[7]与此同时,股票回购规模不断增加,屡创新高(见图6)。

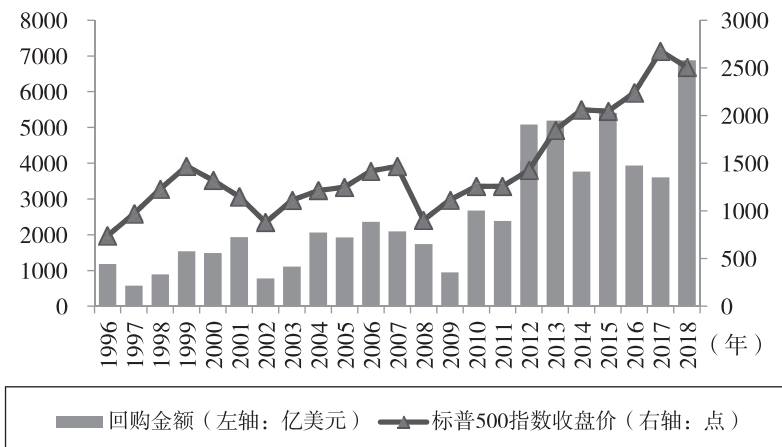


图6 美股回购规模与标普500指数走势(1996~2018年)

资料来源:Thomson Reuters, WIND。

2018年年末,标普500指数较2017年下跌6.2%,但回购规模创下历史新高。不过,这并非为了支持股价而进行回购。首先,美股价格处于高位,不需要用回购的形式提振股价;其次,从季度数据来看,2018年四个季度中,标普500指数的涨幅分别为-1.2%、2.9%、7.2%、-14%,美股回

[6] 本文未对“股票回购与股市上涨”两者之间的因果性进行深入研究,仅仅是描述了这种高度相关性的现状。

[7] 2018年第四季度,美股剧烈波动,三大股指较2017年年末均有所下降。

购规模分别是 1168 亿美元、3331 亿美元、1272 亿美元、1105 亿美元,美股回购规模较大的两个季度恰恰是股指上涨的二、三季度,在股指大幅下跌的四季度,美股回购规模达到最小。

事实上,近二十年来,以提振股价为动机的大规模股票回购较少发生,1996 年至今,这一情形仅在 1999 ~ 2001 年发生过,标普 500 指数逐年下跌,股票回购规模逐年增加。2001 年,在互联网泡沫破灭和“9·11”事件的双重影响下,标普 500 指数下跌 13%,但股票回购规模较 2000 年增加 20%。从季度数据来看,2001 年四个季度中,标普 500 指数的涨幅分别为 -12.1%、5.5%、-15%、10.3%,美股回购规模分别是 202 亿美元、111 亿美元、1426 亿美元、198 亿美元。美股回购规模较大的两个季度恰恰是股指下跌的第一季度和第三季度,特别是第三季度,标普 500 指数较二季度下跌 15%,但回购金额增长 11.8 倍。在其他年份,股票回购规模与二级市场走势具有较高的同步性。

上市公司管理层自身利益是“股票回购为二级市场锦上添花”这一现象的主要成因。首先,打败华尔街分析师的盈余预测使公司管理层面临着巨大压力,美国上市公司管理层总是希望盈余等财务数据超越华尔街分析师的盈余预测,否则可能面对股价大幅下跌的局面。^[8]其次,管理层收入结构中股票期权价值通常金额巨大,管理层有动机利用股票回购等方式推高股价,提高自身利益。因此,无论是外因还是内因,管理层有较强动机改善公司财报,超越市场对公司盈余的预期,避免出现股价下跌的情形,而股票回购则是改善公司财报、推高股价的重要手段。股票回购后,上市公司可以注销被回购的股票,也可以保留“库藏股”,但不参与每股收益的计算和分配。无论何种情况下,公司股本均缩小,上市公司最重要的业绩指标之一每股盈余可以得到大幅提升。同时,上市公司在股票回购前后常常伴有盈余管理行为,^[9]可以进一步地优化财

[8] 2005 年第四季度,Google 公司由于未达到预期业绩导致股价下跌了 12.4%,即使它的业绩已经很好;2007 年三季度,Amazon 在宣布其盈利水平后股价下跌了 16%,虽然该业绩已经超过了高管的盈利预期,但以分析师盈余预测为代表的业绩期望值更高。

[9] Di and Marciukaityte, *Earnings Smoothing around Open-market Share Repurchases*, *Review of Accounting and Finance*, 2015, Vol. 14 (1), pp. 64 - 80; 李曜、赵凌:《股份回购宣告前后的上市公司盈余管理行为研究》,载《上海财经大学学报》2013 年第 1 期。

报业绩。因此,股票回购常常成为公司管理层常用的资本运作工具。

三、效果分析

(一) 市值效果

自股票回购开始兴起至今,股票回购提振股价的效果始终存在。伴随着股票回购在20世纪七八十年代的活跃,相关的学术研究也相当丰富。这些研究发现,短期内,股票回购可有效提振股价。而股票回购的长期效果相关研究发现,股票回购在长期内也能够提高公司市值。Dann利用在1962~1976年实施固定价格要约回购的143组样本,发现样本股票的回购价格普遍高于其股票的市价,并且在回购宣告后,样本公司的平均股价有所提高。^[10] Comment和Jarrell发现,当公司的股票价格被市场低估时,公司有进行股票回购的动机,而且与公开市场回购相比,固定价格要约回购公告引起的市场反应更大。^[11] Ikenberry等人以美国1980~1990年的股票回购事件为样本,发现股票回购具有长期市场效应,账面价值与市场价值比值比较高的上市公司,其累积平均超额收益率更高,这表明了此类上市公司进行股票回购的动机更明显。^[12] Dittmar对各种假说进行比较,分析得出在这些回购动机中信号传递假说解释力最强的结论。^[13] 美国SEC委员Robert J. Jackson在2018年7月初的演讲中也指出,在宣布回购后的30个交易日,公司的超额收益达到2.5%。^[14]

[10] Dann,Larry Y. ,*Common Stock Repurchases:An Analysis of Returns to Bondholders and Stockholders*,The Journal of Financial Economics,1981,Vol.9:113-138.

[11] Robert Comment ,Gregg A. Jarrell,*Corporate Focus and Stock Returns*,The Journal of Financial Economics,1995,Vol. (37) ,pp. 67-87.

[12] Ikenberry,J. Lakonishok, T. Vermaelen,*Market Underreaction to Open Market Share Purchases*,The Journal of Financial Economics,1995,Vol. 39(2-3) ,pp. 181-208.

[13] Dittmar,*Why Do Firms Repurchase Stocks?* Journal of Business,2000,Vol. 73(3) ,pp. 331-355.

[14] 引自美国SEC委员Robert J. Jackson Jr.的演讲*Stock Buybacks and Corporate Cashouts*,载<https://www.sec.gov/news/speech/speech-jackson-061118>,2019年1月11日访问。

(二) 潜在风险

尽管股票回购具有提振股价等优点,但其潜在风险也显而易见,突出体现为内部人大规模减持、粉饰会计数据和内幕交易。

1. 内部人大规模减持

股票回购在短期内能有效提振股价,这为管理层和大股东减持股票创造了良好时机。目前,美国上市公司高管的薪酬主要由以现金为主的年薪和股票期权构成,其中,股票期权的价值通常数倍于年薪,极大地刺激着管理层进行减持。^[15] 这一问题正在美国发生。美国上市公司正在斥巨资回购股票的同时,许多大公司的管理层正在把自己持有的企业股票变现。Trimtabs 研报显示,美股上市公司内部人士在 2018 年 5 月和 6 月分别减持了市值高达 84 亿美元和 92 亿美元的股票。美国 SEC 委员 Robert J. Jackson Jr. 指出,在研究样本的 385 笔股票回购中,至少一位高管会在宣布回购次月进行减持的数量占到一半;在宣布回购后的八个交易日内,内部人减持次数是其他交易日减持次数的 2 倍,日均减持规模则是其他交易日减持规模的 5 倍(见图 7)。宣布股票回购后股价上涨的交易日,正再次成为上市公司内部人谋取私利的机会。

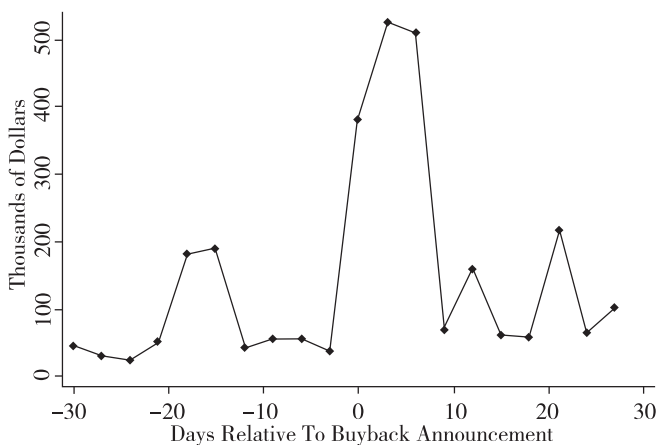


图 7 美国上市公司股票回购与“内部人”减持规模

资料来源: *Stock Buybacks and Corporate Cashouts*, Robert J. Jackson Jr., 2018 年 7 月。

[15] 苹果公司 2017 年年报显示,公司 CEO 库克的年薪近 1283 万美元,而持有的股票市值达到 1.39 亿美元,是年薪的 11 倍。此前,库克多次减持,仅在 2017 年 1 月就减持 6 次。

此外,大股东非正常套现的问题也可能会发生,这一问题主要出现在协议回购中。如果上市公司与大股东协议回购股票,就相当于是大股东卖股票给公司,以股票回购的形式将公司现金输送给自己。比较极端的情况是,大股东可以以此种行为,掏空上市公司,最终还是外部中小股东利益受损害。

2. 粉饰会计数据

有的上市公司业绩亏损较严重时,可能会利用公司已有现金回购股票并注销,从而达到降低公司股本数量的目的,以便提升每股盈余、每股净资产等会计数据。不过,在这种情况下,必须要满足的条件是当平均回购价低于公司每股净值时,进行股票回购才有助于每股净值的提升。如果回购股票的平均价格高于每股净值,则股票回购并注销后,每股净值反而会因此降低。

3. 内幕交易

当公司经营面临较大问题即将公布时,管理层比股东尤其是外部中小投资者掌握更多消息,可能会在消息公布前,将部分已有股票在市场上卖出,并将剩余股票以回购形式卖给上市公司。这种做法暂时对二级市场的流通股数、市价冲击有限,管理层很好地维护了自己的利益,最终利益受损的还是中小投资者。

四、总结与建议

目前,证监会与沪深交易所曾对股票回购作出了许多规定,并出台了股票回购实施细则,这极大地鼓励了A股公司进行回购的积极性。建议借鉴美股股票回购过程中的经验,进一步完善相关制度安排:一是完善库存股制度。可以参考目前大多数国家的做法,允许公司持有库存股,但库存股不能行使表决权、股息分配请求权、剩余财产分配请求权及新股认购权等有关股东权利,并对库存股的数量、出售的条件等作出规范,以协调股东之间的利益关系,提高公司股票回购的积极性,保障中小股东的利益。二是鼓励现金资产丰厚的公司回购股票。2017年年报数据显示,A股上市公司的现金类资产与总资产之比中位数为14%,现金

类资产相对丰厚。对于现金资产规模大、占比较高的公司,应鼓励这些公司积极进行股票回购,充分发挥股票回购提振股价的正面作用,改善当前优秀公司股价低迷的情形。三是规范内部人减持行为。以美国为例,股票回购的主要风险在于回购后内部人减持大规模这一问题。伴随着沪深两所股票回购细则的出台,应及时完善内部人减持制度,尽可能地避免股票回购的负面影响,保护外部中小投资者权益。

(编辑:谢贵春)