

# 中国 A 股市场股份回购的财务和市场效应分析

刘 勇

(财通证券股份有限公司,北京 100045)

**摘要:**近年来,因 A 股市场波动加剧等原因,实施股份回购的上市公司逐渐增多。该文以实施股份回购的 A 股上市公司为样本,从财务效应和市场效应两个维度对股份回购的影响进行分析。研究表明,中国上市公司实施股份回购可以调节资本结构,增加公司价值,向市场传递正向股价信号,且具有正向的市场效应,但是,剔除沪深股指影响后,正向市场效应不显著。

**关键词:**股份回购;财务效应;市场效应

**中图分类号:**F27 **文献标识码:**C **文章编号:**1671-2404(2019)90-0032-04

股份回购作为一种常见且重要的上市公司金融行为,日益受到市场投资者的追捧、上市公司管理层的青睐及监管机构的重视。2018 年 9 月 6 日证监会会同有关部门提出完善上市公司股份回购制度修法的建议(以下简称“回购新规”)并公开征求意见。根据 Wind 统计数据显示,2018 年 1 月 1 日至 2018 年 10 月 9 日,中国 A 股市场实施股份回购的上市公司家数达到 542 家,次数达 746 起,金额达到 278.86 亿元。

国内外学者研究发现,上市公司实施股份回购会在不同程度对公司的股票价格和财务指标产生影响。本文以 2018 年 1 月 1 日至 2018 年 10 月 9 日实施股份回购的上市公司为研究样本,验证上市公司实施股份回购后股票价格和财务指标的变化,为投资者、上市公司等相关人员提供全面了解、预测和规范上市公司股份回购行为提供数据支持及理论参考。

## 1 股份回购的财务效应

按照筹资方式不同,股份回购可分为现金回购、举债回购和混合回购。现金回购是指企业利用多余现金来回购公司的股票,主要适用于公司投资项目收益率低于资本成本或者存在自由现金流时;举债回购是指企业向银行等金融机构借款进而回购本公司的股票,常见于防御恶意兼并与收购;如果企业既使用多余资金,又通过银行等金融机构借款的办法

来回购本公司股票,称之为混合回购。

### 1.1 股份回购可作为替代分红的一种方式

股份回购时,公司使用剩余资金回购股票,总股本减少,每股收益增加,股价上升,进而股东获得资本利得,这等同于公司向股东支付现金股利。所以,股份回购可看作是现金股利的一种替代方式。

假设某上市公司普通股的净利润、市盈率等资料如下表所示:

表 1 公司财务数据资料

净利润	10,000,000 元
流通股数	1,000,000 股
每股收益(净利润/流通股数)	10 元/股
市盈率	9
预计分红后每股市价	90 元

数据来源:作者整理。

公司分别采取发放现金股利和股份回购方式对每股价值的影响分析如下:

#### (1) 发放现金股利

公司拟将 6,000,000 元用于发放现金股利,则:  
每股股利 =  $6,000,000 / 1,000,000 = 6$  (元)

普通股股东将持有每股价值 90 元的股票和每股 6 元的现金股利,即每股价值为 96 元。

#### (2) 股份回购

如果公司将 6,000,000 元以每股 96 元价格回购股票,则:

回购股数 =  $6,000,000 / 96 = 62,500$  (股)

股份回购后每股收益 =  $10,000,000 / (1,000,000 - 62,500) = 10.67$  (元)

收稿日期:2018-11-29

作者简介:刘勇,财通证券并购融资部副总经理(主持工作),主要从事证券投资等方面的研究。

假设市盈率保持不变,即仍是 9,则回购后每股股价为 96 元。被回购和未被回购的股东持有的股票每股价值均为 96 元。

由此可见,不管公司采用发放现金股利还是回购股份的方式,对股东而言,价值都是相等的。

## 1.2 对股东和公司而言,股票回购仍存在不同于现金股利的意义

### 1.2.1 股份回购能够给股东带来纳税上的好处,但对股东利益具有不确定影响

#### (1) 资本利得税率低于股利收益税率

发放现金股利后股东将需缴纳股利收益税,股份回购后股东得到的资本利得则需缴纳资本利得税。由于对资本利得收益征收的税率低于对股利收益征收的税率,股份回购将使股东获得纳税上的好处。

#### (2) 股份回购对股东利益的影响存在一定的不确定性

上述发放现金股利与股份回购分析是建立在各种假设基础上的,譬如假设公司以每股 96 元的价格回购股票、净利润和市盈率在股份回购前后保持不变等。实际这些因素可能因回购方案设计的不同而有所变化,那么股份回购对股东的影响也将随之发生变化。也就是说,股份回购对股东利益的影响存在一定的不确定性。

### 1.2.2 对公司而言,股份回购有利于增加公司价值

#### (1) 股份回购能够向市场传递股价被低估的信号

如果管理层认为公司目前的股价被低估,通过实施股份回购,向市场传递积极信息。股票回购的市场反应通常是股价上升,有利于稳定公司股票价格。

#### (2) 股份回购有助于提高每股收益

在公司满足了再投资需要之后仍存在大量闲置的资金时,选择用剩余资金进行股票回购,而非将股东的钱浪费在收益不好的投资中,有助于提高每股收益。

#### (3) 股份回购可以避免股利波动带来的负面影响

当公司剩余现金流是暂时的或者是不稳定的,没有把握能够长期维持高股利政策时,可以在维持一个相对稳定的股利的基础上,通过股票回购回馈股东。

#### (4) 股份回购可以发挥财务杠杆的作用

公司资本结构中权益资本的比例较高,其可以通过股份回购提高资产负债率,改善公司的资本结构,有助于降低加权平均资本成本。虽然发放现金股利也能减少股东权益,增加财务杠杆,但两者在净利润相同的情形下每股收益不同。而且公司可以通过举债回购快速提高负债率。

#### (5) 股份回购可以降低公司被收购的风险

股票回购,可以减少外部流通股的数量,提高股票价格,在一定程度上降低公司被收购的风险。

#### (6) 股份回购可以调节所有权结构

依据回购新规,公司拥有回购的股票(库存股),可以用来交换被收购或被兼并公司的股票,也可用来满足认股权证持有人认购公司股票或可转换债券持有人转换公司普通股的需要,还可以在员工持股计划或者股权激励时,避免发行新股而稀释股东的持股比例。

## 2 股份回购的市场效应分析

### 2.1 数据来源情况

本文选取了 2018 年 1 月 1 日至 2018 年 10 月 9 日期间,沪深两市实施股份回购,且占已发行股份比例较高,成功完成回购的 40 个 A 股上市公司作为样本,采用收益率验证股份回购的市场效应,步骤如下:

第一步,以股份回购公告日期为事件日,记为  $t=0$ ,并取公告日期后 20 个交易日作为事件窗。

第二步,计算个股收益率,具体公示如下:  $AR_{it} = R_{it} - E(R_{it})$

其中,  $AR_{it}$  表示剔除沪深指数影响第  $i$  个上市公司在 20 个交易日剔除沪深相应指数后的涨跌幅,  $R_{it}$  表示第  $i$  个上市公司在 20 个交易日内最高涨跌幅,  $E(R_{it})$  表示第  $i$  个上市公司在 20 个交易日内对应的沪深指数涨跌幅。

### 2.2 效果分析

2018 年 1 月 1 日至 2018 年 10 月 9 日,沪深两市已成功实施股份回购的上市公司具体情况如下:

表 2 2018 年以来股份回购情况明细

回购目的	公司名称	公告日期	回购数量 (万股)	占已发行 股份比例	公告后 20 个交易 日最高涨幅	同期指数 涨幅	剔除大盘 影响后涨幅
实施股权激励	理工环科	2018.03.24	1,916.57	4.82%	4.83%	3.65%	1.18%
	海南海药	2017.10.24	3,861.41	2.89%	4.96%	3.31%	1.65%
	天泽信息	2018.03.22	796.25	2.74%	2.74%	5.56%	-2.82%
	楚江新材	2018.03.09	2,111.58	1.97%	6.91%	1.52%	5.39%
	科顺股份	2018.06.28	800.00	1.89%	8.93%	6.59%	2.34%
	永辉超市	2018.01.24	16,634.34	1.74%	6.48%	0.77%	5.71%
	宝通科技	2018.06.19	681.85	1.72%	9.69%	5.11%	4.58%
	爱仕达	2018.03.15	599.33	1.71%	1.45%	0.35%	1.10%
	明星电缆	2018.03.06	857.14	1.65%	9.26%	1.34%	7.92%
	吉宏股份	2017.12.30	197.19	1.70%	1.81%	3.16%	-1.35%
市值管理	海伦哲	2018.02.02	1,111.11	1.08%	15.82%	9.70%	6.12%
	盛通股份	2018.06.22	1,153.84	3.55%	7.68%	0.04%	7.64%
	鸿利智汇	2018.02.03	715.00	1.00%	18.18%	5.45%	12.73%
	雷科防务	2018.06.05	3,333.33	2.88%	-8.17%	-12.55%	4.38%
	中核钛白	2018.06.01	7,142.85	4.49%	-3.39%	-10.58%	7.19%
	广博股份	2018.05.14	2,352.94	4.28%	-10.74%	-5.04%	-5.70%
	恒大高新	2018.08.07	1,250.00	4.06%	4.86%	-1.41%	6.27%
	新界泵业	2018.02.07	1,136.36	2.20%	21.02%	10.54%	10.48%
	三星医疗	2018.07.18	6,250.00	4.38%	8.24%	-2.94%	11.18%
嘉化能源	2018.07.03	5,178.05	3.49%	15.51%	4.24%	11.27%	
股权激励注销	厚普股份	2018.04.23	589.40	1.62%	29.79%	5.24%	24.55%
	新宏泰	2018.03.13	80.00	0.54%	-2.95%	0.22%	-3.16%
	拓尔思	2018.03.30	174.23	0.37%	8.23%	4.13%	4.10%
	信息发展	2018.04.17	52.56	0.43%	4.99%	1.70%	3.29%
	天玑科技	2018.04.11	301.50	0.96%	11.33%	1.71%	9.63%
	福星股份	2018.04.21	906.00	0.94%	0.00%	3.66%	-3.66%
	立讯精密	2018.04.20	787.24	0.19%	8.91%	3.66%	5.24%
	利欧股份	2018.04.27	2,934.66	0.53%	4.00%	7.29%	-3.29%
	新开普	2018.02.14	557.51	1.16%	42.83%	15.32%	27.51%
	楚天科技	2018.04.24	650.65	1.37%	10.36%	7.02%	3.34%
未达业绩承诺 回购注销	泰胜风能	2018.04.24	793.39	1.10%	1.38%	7.02%	-5.64%
	富临精工	2018.04.17	1,268.44	2.55%	0.60%	1.70%	-1.10%
	现代制药	2018.03.22	5,354.06	5.07%	0.50%	0.24%	0.26%
	万盛股份	2018.04.28	449.89	1.80%	12.75%	4.46%	8.29%
	联创电子	2018.04.24	724.26	1.31%	3.90%	6.72%	-2.82%
	百润股份	2018.03.15	18,050.22	25.34%	13.14%	0.60%	12.54%
	芭田股份	2018.05.08	318.49	0.36%	8.05%	2.64%	5.40%
	创新医疗	2018.04.03	112.30	0.25%	8.96%	0.26%	8.70%
	延华智能	2018.04.14	388.53	0.55%	1.18%	1.56%	-0.38%
	三七互娱	2018.04.24	2,324.06	1.09%	6.86%	6.72%	0.14%
平均值	-	2,372.41	2.54%	7.52%	2.77%	4.76%	

注:(1)公告后 20 个交易日最高涨幅以公告日收盘价和 20 个交易日内最高价之间的涨跌幅度测算所得;(2)同期指数涨幅以个股所在沪深两市指数涨幅 20 个交易日内涨跌幅测算所得。

根据以上数据,上市公司在公告实施股份回购后 20 个交易日内股票价格存在正向变化,剔除沪

深相应指数的影响后,上市公司在实施股份回购后也存在正向变化。根据数据情况表明,在中国资本

市场,股份回购为有利消息,投资者获悉上市公司公告内容迅速做出反应,股票价格发生变化。因此,中国股份回购存在一定的正向市场效应。但是,上市公司实施股份回购在 20 个交易日内,剔除沪深相应指数的影响后,平均值仅为 4.76%,表明股份回购的正向市场效应不明显。

## 结论

上市公司利用账面闲置资金或通过债务融资实施股份回购,可以调节资本结构,增加公司价值,向市场传递正向股价信号。此外,根据上述数据分析,A 股市场中上市公司主动实施的股份回购存在一定的正向市场效应,但剔除沪深股指影响后,股份回购的正向效应不明显,尤其是在股指下行的整体市场

背景下,上市公司通过实施股份回购不能达到显著地提升股价的作用。

## 参考文献

- [1] 何瑛,黄洁,李娇.中国上市公司股份回购的经济后果研究——来自 A 股市场 2005-2013 年的经验数据[J]. 经济管理,2014(10):53-63.
- [2] 黄虹,刘佳.我国上市公司股票回购行为对股价的影响分析[J]. 价格理论与实践,2007(11):62-63.
- [3] 刘东霖,张俊瑞,祁睿华,等.股票回购市场反应的影响因素探析——来自中国 A 股市场的经验证据[J]. 西安交通大学学报(社会科学版),2009,29(5):23-27.
- [4] 中国注册会计师协会.财务成本管理[M].中国财政经济出版社,2018.

# Financial and Market Effect Analysis of Share Repurchase in China's A-share Market

LIU Yong

(Caitong Securities Co., Ltd., Beijing100045, China)

**Abstract:** In recent years, the number of listed companies implementing share repurchase has increased due to the increased volatility in the a-share market. This paper takes a-share listed companies that implement share repurchase as samples and analyzes the impact of share repurchase from two dimensions of financial effect and market effect. The results show that the share repurchase by Chinese listed companies can adjust the capital structure, increase the company value, transmit the positive stock price signal to the market, and have positive market effect. However, the positive market effect is not significant if the influences of Shanghai and Shenzhen stock indexes are excluded.

**Key words:** share repurchase; financial effect; market effect