宝钢股份股票回购的动机和影响

王峰娟　张文海

2012年上半年钢铁企业利润大幅下滑，亏损面在继续扩大，上市钢铁企业股价陷于低迷。不少上市钢铁企业希望通过发行债券来度过难关。而宝钢股份2012年8月却拟斥资50亿元进行股票回购，受到社会广泛关注。那么，在钢铁行业进入寒冬之际，宝钢股份大手笔进行股票回购的动机是什么，又将带来什么影响呢？

一、宝钢股份股票回购背景介绍

2012年8月28日宝钢股份发布公告，为维护广大股东利益，增强投资者信心，维护公司股价，考虑投资者建议和公司的财务状况，公司拟以不超过每股5元的价格回购公司股票，回购总金额最高不超过人民币50亿元。9月17日宝钢股份召开的2012年第2次临时股东大会决议通过了本次回购方案。回购股票的方式为上海证券交易所集中竞价交易方式，回购的股票将注销以减少注册资本，资金来源为自有资金，回购股票的种类为本公司发行的A股股票，自股东大会审议通过本次股票回购方案之日起十二个月内实施。预计回购股票约10亿股，占公司总股本约5.7%，占社会公众股约22.8%。

宝钢股份于2012年9月21日首次实施了回购，截至2013年5月21日，公司回购方案已实施完毕。公司回购总金额为50亿元（含佣金），回购股票数量为1 040 323 164股，占公司原总股本的比例约为5.9%，占原流通股本的比例约为23.7%。截至2013年5月23日，宝钢股份将回购股票全部注销。

二、股票回购动机分析

股票回购是指上市公司从股票市场上购回一定数额该公司发行在外股票的行为。其方式主要有公开市场回购(open market repurchase, OMR)、要约回购(tender offer)和私下转让(private transaction)等方式(韩永斌，2005)。其中,OMR指公司在股票市场上以投资者的身份，按公司股票的当前市价进行回购，是常见的一种回购方式。在钢铁行业如此不景气，上市钢铁企业股价低迷时，宝钢股份采用OMR方式进行股票回购的动机是什么？

1.价值低估信号假说

价值低估信号假说是建立在内部管理者与投资者之间信息不对称的前提下，当管理层认为股票价值被低估或预计公司未来盈余好于市场预期，公司就可能通过股票回购来向市场或投资者发送股价被低估的信号。

受我国股市处于熊市和钢铁行业进入寒冬的影响，2012年宝钢股份股价一直在低位运行，进入6月份以来股价在波动中继续下降，几乎跌破4元。而宝钢股份2012年3月31日每股净资产为6.15元，2012年6月30日每股净资产为6.43元。可见股价已经远远低于每股净资产，控股股东宝钢集团和公司管理层在之前都曾增持宝钢股份，力图提升股价，但效果不明显。本次股票回购，将传递公司对未来盈利和发展有信心、自身股价被低估的信息，以增强投资者信心，从而维护和提高股价到合理水平。

2.自由现金流假说

自由现金流假说认为，当企业拥有多余现金而又缺乏好的投资机会或满足投资机会后仍存有多余现金时,可采用股票回购方式来处理闲置资金。Jensen (1986) 指出，公司通过OMR来分配满足正常投资需要后仍有多余的现金,会减少管理层可以自由支配的现金,从而减少管理层浪费公司资源的机会。因此，股票回购被认为是一种旨在降低代理成本的自由现金支付方式。

宝钢股份2012年半年报显示，公司由于上半年出售不锈钢、特钢事业部相关资产及股权收益，实现净利润103.05亿元，留存超过180亿元的现金。在当前钢铁需求放缓、出现严重过剩时，宝钢股份通过自有资金进行OMR，一方面避免了现金闲置，提高了资金使用效率，另一方面减少了管理层可以自由支配的现金,从而减少了管理层浪费公司资金和过度投资的机会，降低了代理成本。

3.财务杠杆假说

财务杠杆假说认为，公司通过股票回购会减少权益资本，从而提高财务杠杆比率，以获得公司债务利息支出的抵

?1994-2014 China Academic Journal Electronic Publishing House. All rights reserved. http://www.cnki.net

表1　　宝钢股份股票回购前后资本结构变动

	资产负债率	产权比率
2012年9月30日	47.15%	89.21%
2013年6月30日	48.13%	92.79%

表2　　宝钢股份股票回购前后股权变动

	股票回购前数量	比例(%)	本次注销数量	股票回购后数量	比例(%)
股份总数	17 512 048 088	100	1 040 323 164	16 471 724 924	100
宝钢集团	13 128 825 267	74.97		13 128 825 267	79.71
其他股东	4 383 222 821	25.03		3 342 899 657	20.29

税效应，进而优化资本结构和增加公司价值。Dittmar (2000)的研究表明，与最优负债比率相比，负债比率越低，公司就越倾向于股票回购。

宝钢股份2012年半年报显示资产负债率为47%，比同期同行业其他钢铁企业低（包钢77%、武钢64%、首钢53%、鞍钢53%）。时任宝钢股份总经理的马国强在2012年业绩说明会上对公司资金的分配使用做了进一步阐述，“湛江项目预计静态投资400亿元，资本金按200亿元考虑，其余所需资金应由湛江项目通过直接融资或间接融资来筹集。公司自有资金足够建设湛江项目，不需要股本融资。湛江项目除资本金外的部分需要融资，应该会以银行贷款为主。”宝钢股份一边用自有资金进行股票回购，而一边又有耗资巨大而需要融资的湛江项目。可以看出，宝钢股份计划提高负债比率，股票回购和负债融资双管齐下将优化资本结构。

4.财务灵活性假说

财务灵活性假说认为，股票回购可以使管理者充分利用财务弹性,避免向股东持续支付现金股利,保证财务上的灵活性。Jagannathan、Stephens 和Weisbach（2000）认为股票回购所固有的灵活性是源于其有时可替代股利的形式。当公司有较稳定的现金流增量时会选择增加股利；若现金流增加只是暂时性的，则倾向于采用股票回购,而减少由于现金股利下降甚至停止而带来的负面效应。

宝钢股份的OMR计划中预计回购股份约10亿股,但没有确定具体回购的价格和时间,且当股价突破5元时将停止回购。那么，公司管理层可以根据公司现金流量状况,灵活选择回购时机,自主决定具体分几次回购、何时回购、每次回购多少等。宝钢股份2004年度股东大会审议通过《关于宝山钢铁股份有限公司现金股利政策的议案》，每年分派现金股利不低于当年净利润的40%。2012年业绩报告中显示，2012年宝钢股份净利润的主要贡献是出售不锈钢、特钢事业部相关资产及股权收益，而不是主营业务（营业利润同比下降52.4亿元）。可见，宝钢股份进行股票回购可能是部分出于财务灵活性和现金股利的替代。

5.财富转移假说

财富转移假说认为，股票回购并非真正意义上的投资决策行为，而是一种零和博弈,只能造成相关利益主体之间的财富转移，并不会产生新的价值。这种财富转移主要表现为债权人向股东、出售股票的股东向持有股票的股东（Graham和King，2000）以及同行业非回购公司向回购公司的转移（Otchere和Ross，2002)。

宝钢股份用自有资金进行股票回购，而不是通过举债进行股票回购，所以不存在债权人向股东转移财富的倾向。股票回购前宝钢集团持有宝钢股份比例达74.97%，处于绝对控股地位，股票回购后宝钢集团对宝钢股份的持股比例将进一步增加，而其他股东的持股比例将减少。可见，股票回购后股票的增值，将使财富从不了解公司内在价值而出售股票的股东向了解公司内在价值而未出售股票的大股东转移。

综上所述，宝钢股份此次选择大手笔进行股票回购的动机可能是出于多方面的考虑，是多方面动机综合作用的结果。

三、股票回购影响分析

1.股票回购与股价

2012年8月28日宝钢股份董事会披露拟以不超过每股5元的价格回购公司股份。受此消息影响，公司股票开盘不久后即涨停，随后虽多次打开但收盘仍封住涨停。此后公司分几个阶段实施了股票回购，股价行情总体一路向好，2013年1月10日已突破5元，与之前股价一路下滑存在很大的反差。可见，宝钢股份股票回购基本达到了预期目标，增强了投资者的信心，提升了公司股价。

2.股票回购与资本结构、股权结构

股票回购减少了净资产，会引起公司资本结构和股权结构的变化。表1和表2分别比较了宝钢股份股票回购前后资本结构和股权结构的变化。

从表1可看出，宝钢股份本次股票回购前后，资产负债率和产权比率都有所提高，资产负债率从47.15%提高到48.13%，产权比率从89.21%提高到92.79%。但资产负债率提高后仍低于包钢、首钢、武钢和鞍钢，也远低于行业平均数据（66.57%）。负债比率的小幅合理提高将优化公司资本结构。

表2显示了宝钢股份回购股票后股权结构的变动。本次股票回购，使母公司宝钢集团的持股比例进一步提高到79.71%，其他股东的持股比例降低到20.29%。显然，本次股票回购后股价的提升引起的财富效应将大部分向大股东转移。

3.股票回购与每股收益、每股净资产和净资产收益率

一般情况下，股票回购导致净资产的减少，将直接使每股收益、每股净资产

?1994-2014 China Academic Journal Electronic Publishing House. All rights reserved. http://www.cnki.net

和净资产收益率明显提高。然而，宝钢股份除了每股净资产从6.470元提高到6.593元，每股收益和净资产收益率都出现了较大幅度下降（见表3）。可见，股票回购后宝钢股份的盈利状况并未有所改善，但还是高于行业平均数据（每股净资产3.538，每股收益和净资产收益率为负值），说明公司受钢铁行业不景气影响较大。

表3　　股票回购前后盈利指标比较

	每股收益(元)	每股净资产(元)	净资产收益率
2012年9月30日	0.620	6.470	9.53%
2013年6月30日	0.220	6.593	3.41%

表4　　股票回购前后营运能力的比较

	流动资产周转率	总资产周转率
2012年9月30日	1.767	0.639
2013年6月30日	1.914	0.642

4.股票回购和营运能力

由表4可见，公司流动资产周转率有所提高，流动资产周转率从1.767提高到1.914，总资产周转率变化提高的幅度较小。这主要得益于宝钢股份用自有资金进行股票回购，避免了资金闲置，提高了资金使用效率，并且流动资产周转率和总资产周转率的提高说明公司的营运能力有所增强。

5.股票回购和偿债能力

股票回购后，公司的流动比率和速动比率都出现明显下降，流动比率从2012年9月30日的0.986降低到2013年6月30日的0.750，速动比率则从0.623降低到0.447。这主要是因为用自有资金进行股票回购，使公司留存现金减少，进而导致速动资产和流动资产的减少。因此，股票回购会影响公司的支付能力和变现能力，使公司短期偿债能力有所降低，面临一定程度的财务风险。但考虑到作为钢铁企业龙头的央企，宝钢股份从银行贷款的融资约束不大，所以本次股票回购的影响不会很大。

四、启示

股票回购是成熟资本市场上较为常见的资本运营方式，是增强投资者信心、维护股价的重要手段之一，也是管理层调整资本结构、处理多余现金等的有效方式。宝钢股份斥资不超过50亿元进行股票回购，短期来看带来了显著的效果，取得了一定的成功，但也增加了公司的财务风险。所以，公司选择股票回购，必须谨慎考虑是否具备一定的财务条件，如充足的现金和适当的资本结构等。尤其在我国A股市场制度尚不健全的背景下，盲目进行股票回购可能会带来一定的负面效果，尤其是一些公司缺乏自律精神，可能存在内幕交易行为等。另外，股票回购效应毕竟是短期的，钢铁企业要度过寒冬还是要做好长期应对的准备，立足市场供求关系，保障产品质量，不断调整产品结构，提高生产经营效率，从而提升公司价值。

［本文是“会计与投资者保护”科研平台的阶段性研究成果］

（作者单位：北京工商大学商学院）

责任编辑 陈利花

参考文献：

1.韩永斌.2005.公开市场股票回购研究综述.外国经济与管理,11

2.梁丽珍.2006.上市公司股票回购的公告效应及动因分析.经济与管理研究,12

3.徐国栋,迟铭奎.2003.股票回购与公司价值——理论与实证分析.管理科学,8

● 词条

正回购

正回购(Sell Repo)是一方以一定规模债券作抵押融入资金，并承诺在日后再购回所抵押债券的交易行为。也是央行经常使用的公开市场操作手段之一，利用正回购操作可以达到从市场回笼资金的效果。较央行票据，正回购将减少运作成本，同时锁定资金效果。我国央行的正回购操作以7天居多，每周到期再滚动操作。正回购有几个特点：正回购后获得资金的投资回报要确保远高于所付出的利息，这是做回购的出发点也是对正回购的基本要求；回购到期，可以用现金还款，也可以债券出库卖出还钱；回购一般可以续作，即在质押债券到期时可以继续回购获得的资金来归还上次的融入资金；回购一般也可以套作，即回购融入资金后继续买入债券，然后继续质押回购，如此循环。券商出于规避风险的考虑一般要求套作不允许超过5倍，有的券商甚至不允许套作。回购打新股T+2日一般不用再做回购。由于T+2日晚间打新股的资金会回到账户上，这笔资金刚好可以用来归还上一日融入的资金(1日回购)。但要切记在账户还要提前预留好中签的资金。在T+1日晚上新股中签率公布，根据中签率和申购数量就可算出需要预留的资金。

?1994-2014 China Academic Journal Electronic Publishing House. All rights reserved. http://www.cnki.net