

试论上市公司股份回购问题

——云天化、申能公司的股份回购案例浅析

王化成 王鑫 于艳清

股份回购又称股票回购,是指上市公司通过一定的手段从股票市场上购回本公司公开发行在外的部分股份的行为。股份回购既是一项重要的股利政策,也是完善公司治理结构、优化企业资本结构的重要方法。本文将结合云天化、申能股份对我国上市公司股份回购的有关问题进行一些探讨。

一、股份回购的意义与作用

在国外成熟的资本市场上,股份回购现象非常普遍,许多公司利用这种手段来改善公司资本结构、稳定公司股价和提高剩余资金利润率,甚至当作反收购的重要手段。而在我国,股票回购尚属新生事物。1999年4月1日和10月18日,云天化和申能股份两家上市公司分别发布公告,宣布购回本公司控股股东所持的部分国有法人股,其具体数额分别为2亿股和10亿股,开创了我国股份回购的先河。云天化和申能股份回购国有法人股的行为对我国证券市场的完善和上市公司的健康发展具有十分重要的现实意义。

1、改善股权结构,进一步完善公司治理结构

我国上市公司的股权结构通常都比较特殊且不合理,这主要表现为不能自由流通的国有股和法人股在公司总股本中所占比重过大,而流通股在总股本中所占比例过小。尤其在一些由国有大型企业改制的上市公司中,这种股权结构的不合理表现得更加突出。据统计,在公布1999年中报的深沪两市的上市公司中,国有股占总股本的比例超过50%的公司多达212家,占全部1002家公司的21.16%,特别是其中193家总股本超过4亿元的公司,国有股的比例更高,其中有6家公司的国有股达到或超过75%。这种不合理的股权结构带来的直接后果就是国有股处于绝对控股地位,公司的治理结构不健全,容易形成“内部人控制”,损害广大中小股东的利益,另外也在客观上刺激了股市的过度投机。而云天化和申能股份这两家上市公司所采取的回购并注销国有股的做法无疑为国有股减持提供了比较好的思路。首先,公司将回购的国有股进行注销而不是对外转让,不会导致新股

东加入公司,这显然对公司的老股东是有利的。其次,股票回购虽然也需要得到证监会的批准,但相对于配售来讲其限制条件比较宽松,因此更易于存在类似情况的上市公司解决国有股的减持问题。第三,也是最重要的一点,通过回购国有股的确可以改善上市公司的股权结构。例如,申能股份回购成功则可以使其国有股占公司总股本的比例由80.25%降至68.16%。公司股权结构的改善必然使公司的治理结构趋于完善,从而在一定程度上解决上市公司的内部人控制问题,抑制股市的过度投机行为。

2、提高公司的投资价值,保护公司各股东的合法利益

从公司自身来讲,云天化和申能股份回购国有股并将其注销可以改善公司的财务指标,减轻公司的运营压力,提高市场对公司的认同度,有利于公司的长远发展。首先,注销一部分国有股可以减轻公司的分红压力,减少用于股利支付的现金支出,有利于公司将来财务决策的制订和实施。回购成功后,云天化和申能股份的总股本分别只占回购前总股本的64.80%和62.02%。虽然股份回购现在可能会带来大额的现金支付,但从长远来看,这两家公司在将来每年由于减少股利支付而增加的现金净流量都比较可观。其次,回购成功后,公司的净资产收益率会有明显提高,有利于公司在证券市场上树立良好的企业形象。成熟的资本市场通常将净资产收益率作为考察上市公司盈利水平和公司发展潜力的主要指标。回购成功后,申能股份1999年中期每股净资产收益率从6.45%增至10.32%。公司盈利能力指标的改善有助于体现公司内在价值的提高,为将来进一步配股融资发行新股的价格定位提供了空间,从而降低公司权益资金的融资成本,加强公司的融资能力和资本运作能力。

3、提高公司的资产负债率,优化企业资本结构

一般认为,负债资本能够发挥税盾作用,降低企业的资金成本。在进行股票回购以前,云天化和申能股份的资产负债率都比较低,具有充分的债务融资空间。回购成功后,其资产负债率分别提高为49.01%和50.49%,才刚刚达到沪市上市企业的平均负债水平,不会对公司造成太大的负面影

响。负债比重的适度增大一方面可以降低公司的资金成本,增强资本运营能力,另一方面又提高了公司还本付息的风险,促使公司的管理人员在决策时更加谨慎,有利于公司资金使用效益的提高。

二、两例股份回购的法律依据与操作特点

我国《公司法》第149条规定,“公司不得收购本公司股票,但为减少公司资本而注销股份或与持有本公司股票的其它公司合并时除外。”云天化和申能股份进行股票回购都是为了注销国有股,改善公司的股权结构。因此,公司进行股票回购的目的符合国家的相关法律规定,回购行为容易得到政府管理机关的支持和批准。

西方成熟的资本市场上的股票回购可以通过公开市场收购、现金回购要约、可转让出售权、私下协议批量收购和交换要约等方式来进行,具有较大的选择余地。而在我国,股票回购尚属新生事物,没有成熟的经验可以参考。1997年底颁布的《上市公司章程指引》原则性地规定回购的方式有三种:一是向全体股东按照相同比例发出回购要约;二是通过公开交易方式回购;三是法律、行政法规和国务院证券主管部门批准的其它情形,而对于所谓的“其它情形”应包括哪些内容并没有明确的解释。因此我国的相关法规对于企业股份回购的实际运作也没有实质性指导意义。

云天化和申能股份这次所进行的股份回购都是只面向国有股股东,因此无法采用向全体股东发出回购要约的方式。另外,因为这两家公司欲购回的股票都是非流通的国有法人股,所以公开交易的回购方式同样行不通。在这种情况下,这两家公司都采用了与其国有股股东进行协商确定回购价格和回购数量的方式。云天化和申能股份的这种运作方式充分考虑了在我国现有经济条件下上市公司与其国有控股股东之间的特殊关系,无疑为我国今后的股票回购方式的选择提供了宝贵的经验,同时也为现有法规尚不明确的规定提供了某种新的可行性的解释。

云天化和申能股份这两家上市公司都是根据本公司的净资产来确定股票回购价格的。云天化1999年4月份发布回购公告,因此公司根据1998年年报公布的每股净资产将回购价格确定为2.01元;而1999年10月份发布回购公告的申能股份则把1999年中报所公布的经调整后的每股净资产2.51元确定为回购价格。这种回购价格的确定方法充分考虑了各方面的因素,比较适应我国现有的实际情况。首先,这两家公司回购的都是本公司无法上市流通的国有法人股,而二级市场上的股价只是市场基于现有的流通股对公司价值所做的评定,考虑到国有股在现有公司股权结构中所占比重的特殊性,按流通股股价来确定回购价格显然缺乏科学依据。其次,净资产是国有法人股股东应享有的股东权益,出于国有资产保值增值的目的,国家规定国有股权的

转让不能低于其净资产,这就决定了公司的回购价格只能大于或等于每股净资产。而在实际操作中,如何确定恰当的溢价幅度比较困难。考虑到我国国有企业改制上市时通常存在资产价值高估的问题,云天化和申能股份这两家公司按每股净资产来确定股票回购价格还是比较合理的。第三,在发布回购公告时,云天化和申能股份这两家公司在二级市场上的股价都在12元左右,远远高于公司的股票回购价,从这个角度来讲,也不存在定价过高,侵害社会股东利益的情况。

三、两例股份回购的不足与改进意见

鉴于我国目前的经济环境比较特殊,作为一种尝试,云天化和申能股份的股票回购行为还存在许多不足。

1. 现有的回购行为不能完全解决公司的股权结构问题

云天化和申能股份这两家公司在申明股票回购的时都明确提出要改善公司现有的股权结构,完善公司的法人治理机制。股份回购后,国有法人股在这两家上市公司的股权结构中所占的比重确实会有较大的降低,但仍分别达到72.84%和68.16%,继续处于绝对的控股地位。这显然无法充分满足改善公司股权结构、健全法人治理机制的要求。

2. 用于股票回购的现金支出数额较大,可能会给公司带来一定的财务风险

云天化用于股票回购的现金支出将达到4.02亿元,通过分析公司1998年的财务报告,我们可以发现此次的股票回购行为存在着一定的财务风险。表面看来,公司1998年底的货币资金和短期投资总额为4.4亿元,流动比率和速动比率也分别达到2.64和2.37,具有良好的短期偿债能力。但是,云天化1998年可供分配的利润只有2.65亿元,显然单纯依靠公司的赢利是不能满足回购资金需要的。另外,公司1998年的现金净流量为-1.51亿元,其中,经营活动产生的现金流量为1.46亿元,投资活动产生的现金流量为-2.9亿元。所以,单纯就现金流量而言,公司自身通过运营创造现金流入的能力尚不能满足基本建设的需要。在这种条件下,云天化一次性支付4.2亿元的巨额现金用于股票回购,不可避免会对企业的正常运营带来一定的影响,隐藏着资金周转困难的风险。申能股份也存在着类似的问题。

3. 股份回购存在损害中小股东合法权益的嫌疑

云天化上市前的股东权益总额为4.73亿元,股本4.68亿。1997年6月按每股6.21元发行1亿股公众股,募集资金总额6.07亿元,每股净值摊薄为1.9元。因此云天化集团以4.73亿元的投入获取了上市公司4.68亿元的股本,并取得了对上市公司的绝对控制权。

云天化1997年上市时在招股说明书中曾承诺利用6.07亿元募股资金建设12个项目,但根据公司1998年的财务报告,投入建设的项目只有8个,投入资金只有1.4亿元。

这显然与公司的招股承诺不符。

云天化1997年度的分配方案为每10股派现金1.70元,仅此一项云天化集团就获税前股利8 000万元。如果此次股票回购,云天化集团又获得4.02亿元的现金收入。也就是说,短短的两年时间内,在不影响其控制权的情况下,通过其控股的上市公司,云天化集团获得了4.82亿元的现金收益。

通过上述分析,人们可能怀疑云天化的股票回购是否属于云天化集团通过上市公司套取现金收入,改善自身资产质量的一个步骤了。如果真是这样,那么云天化的中小股东权益显然受到了很大的伤害。

作为我国股市发展的新生事物,云天化和申能股份的股票回购行为存在的种种不足,归根结底在于实际操作中缺乏具体的法规依据,因此,如何通过法律法规规范股票回购,是促进我国股市良性发展的关键。对此,笔者认为应从下列几个方面入手:

1、应该规范公司股票回购的目的

我国的公司法规定,公司在为减少资本而注销股份或与持有本公司股票的其他公司合并时可以回购股票。从现有的情况来看,上述规定显然已经不能完全满足经济形势发展的需要。例如,美国和德国都规定公司可以回购股票以奖励有成就的经营者和公司员工,而在我国出于这种目的回购股票则是不允许的。现在,很多企业为了确保员工的行为与企业的长远利益相一致,纷纷以股票和股票期权作为激励手段。考虑到我国对职工股发行和上市流通的某些限制,上述激励手段尚不能发挥其应有的作用,企业在实际操作中也存在一些困难。因此,应该考虑允许企业通过股票回购持有库藏股份,用于对员工的奖励,以便更好地促进经济发展。

2、应该对与股票回购实际操作有关的一系列相关问题作出明确规定

首先,应该明确股票回购的原则和条件。公司实施股票回购行为应该坚持“公平、公正、公开”的原则,特别应该注意保护债权人和中小股东的合法权益。公司在进行股票回购前应该公告,充分披露回购行为的相关内容,必须征得债权人的允许。考虑到我国目前的实际情况,公司实施股票回购在进行股东大会表决时,回购涉及的股东代表不能参加表决,以免大股东利用控股权侵害中小股东的利益。其次,对于股票回购的资格、回购价格的确定、回购比例及回购的最高限额和回购方式以及回购过程的信息披露都应作出明确的规定,使企业在操作中有章可循。

3、股份回购应与其他方式结合应用

目前情况下,股份回购还不能完全解决优化股权结构、调整负债水平、完善公司治理结构等问题。这就需要将股份回购与国有股份配售、企业内部资产重组、企业之间的兼并与收购等资本营运方式结合起来,才会取得比较理想的效果。

责任编辑 王教育

对债转股实施过程中若干现象的思考

倪幼美

从1999年一季度开始,债转股工作在全国陆续展开。一年多来,债转股工作已取得了阶段性成绩。笔者亲身经历了企业一方债转股工作的全过程,因此,对债转股工作比较关心,体会也较深。笔者认为,在债转股实施过程中,有许多现象值得引起人们的深思。

现象之一:鞭打快牛,保护落后,鼓励逃避债务,严重挫伤企业维护信用的积极性。

为了帮助解决企业和银行之间的债务危机,加快国有企业和金融机构的改革步伐,推进建立现代企业制度和金融制度的进程,国家有关部门决定成立金融资产管理公司,将银行的不良资产剥离出来,对符合条件的企业实施债转股,从而提高银行资产质量,降低金融风险,改善国企资本结构,降低资产负债率。但是,在具体操作过程中,由于某些原因,出现了鼓励逃避债务、保护落后的现象。

尽管国家对实施债转股的条件作了许多限制性规定,但由于实施债转股后可以降低利息费用,而且短时期内免去了偿还巨额本金的压力,因此,各企业使出浑身解数争取入围,客观上造成了“会哭的孩子有奶吃”的问题。而银行为保护其自身利益,在符合条件的债转股企业中确定债转股额度时,总是极力倾向于将份额过多地给予那些债务数量巨大、无法偿还利息的企业。至于那些为了维护自身的信誉而勉强付息