

【解牛集】— 刊於〈信報〉，2018年5月31日

回流資金激發股份回購狂歡

黃昊

香港科大商學院會計學系副教授

企業股份回購潮在美國如火如荼。多家上市公司相繼宣布股份回購。蘋果公司5月初公布了一個1000億美元回購計劃，規模相當大。股份回購潮之所以在華爾街此起彼落，很大程度與美國總統特朗普去年底公布的大規模減稅計劃相關。

按美國過去的稅則，企業在海外的利潤收益回流，須按公司稅徵稅，稅率最高達到35%。由於邊際稅率高，不少美國在海外的分公司，傾向把留存利潤以現金和短期債的形式留在海外，因為只要留在海外，利潤便可以無限期遞延（Deferred Tax），估計美國企業在海外所留存的利潤資金規模，約有3萬億美元之譜。

海外資金回流效應顯現

然而，特朗普去年針對這個稅則作出修訂，凡美國企業在海外所有地方賺得的收入——不論是過去或當前的、也不論利潤留存何地，都一律需要一次過繳稅，根據修訂的稅則，現金和現金等價物的收入稅率為15.5%，非流動性資產則為8%。既然已經繳納了稅項，企業如今便沒有必要把利潤收益繼續留在海外。

那些因避稅而強留在海外的利潤，往往因當地的投資環境並非最理想，或者把利潤進行再投資的項目質素亦非最優，使資金的使用效率打上折扣；加上稅改後，國內低所得稅率的環境，有條件吸引企業把資金回流美國。故踏入2018年，美國企業很多把海外的資金陸續回流國土。

回流美國的資金，有用於投資，但相當數量則用於企業股份回購，此舉對美國經濟以至美股市都有不少值得留意的影響。

股份回購浪潮此起彼落

根據標普道瓊斯指數公司（S & P Dow Jones Indices）指數分析師 Howard Silverblatt 的追蹤與分析，今年第一季度，美國企業股份回購規模達到創紀錄的1780億美元，較2007年創下的1720億美元紀錄還高（見"Tax cut sparks record-setting \$178 billion buyback boom"，刊CNNMoney，20 May 2018）。

從歷史經驗看，2004 年美國國會也曾頒布一次過的「稅務假期」，允許跨國企業可以選擇在 2005 年和 2006 年兩年內，以 5.25% 低稅率把海外利潤轉回美國，當年有 3120 億美元海外利潤轉回到美國國內，其中很大部分的資金，企業是用來股份回購。因此，今次特朗普總統的稅改計劃，從海外回流的資金很多用於股份回購，實在未令人感到意外。

資金大量回流美國，無論對美國經濟，企業本身以至全球金融市場都有影響。過去，美國企業的海外利潤大量留存在海外，為了確定資金可以取得起碼的回報，這些資金很多用來在當地進行投資、收購公司或開辦工廠。然而，這些投資，在選擇有限的情況下，利潤回報往往偏低。

資金低效扭曲企業價值

事實上，有研究發現，企業留存在海外的利潤收入，其強留投資的程度愈大，其投資收益表現愈差。研究結果完全可以理解。道理很簡單，為了避稅而被迫將資金滯留海外，數量愈積愈多，取得優質投資項目的選擇機會愈少，從而只能把資金用於次等的投資項目，令回報收益減少，最終使企業的價值也受到折損。

如今避稅的考慮因素消除，資金回流美國，其用途其實可以有多項選擇，包括增加國內的投資、進行股份回購，把資金給回股東、甚至可用來清償債務，減少負債。

值得一提，目前回購潮的情況跟 2004 年的「稅務假期」相似，亦即市場的流動性同樣十分充裕，信用很便宜。事實上，很多把資金回流美國的公司，本身並無財務壓力，甚至坐擁可觀資金，卻反而向銀行大量借貸。例如，蘋果公司，它海外擁有大量資金，卻在美國本土向銀行借貸，原因是融資成本太便宜了。當企業手頭上持有大量資金，本身也沒有拿來投資的殷切需要，那錢用來幹什麼？最好的選擇就是給回股東。

錢給回股東是好事

企業把手上龐大的資金，部分給回股東是良好的選擇。上世紀八十年代的「帝國建立理論」(Empire-building theory) 指出，經理階層傾向把企業的規模做得愈大愈好，據此來極大化本身的效用，亦即管理層更著眼於企業的規模擴張而非利潤。這個行為結果在「代理人理論」可以得到合理解釋。

事實上，管理層作為代理人若傾向把未分配的利潤資金用於投資擴張，擴大資產

總額或市場份額，以彰顯本身為企業帶來的良好可見績效，而非集中在利潤的可持續性、創新或生產率的改進，此舉對企業和股東反而更不利，所以倒不如把資金——無論以什麼形式給回股東都是好事。有學術研究結果顯示，企業管治愈良好的公司，當擁有大量資金時，便愈多把資金給回投資者。

記得 2004 年「稅務假期」，企業把海外資金調回美國，這些資金如何運用？有研究發現，每 1 回流美元，其中有 6.1 仙至 9.2 仙是用來股份回購。換言之，回流資金大部分用來股份回購。據標普道瓊斯指數公司指數分析師 Howard Silverblatt 估計，標普 500 公司 2018 年花在股票回購和分紅上的資金，預期將達到創紀錄的 1 萬億美元。可以預見，華爾街的股份回購潮將繼續熾熱。

很明顯，企業可以透過派發股息，把利潤分配給股東作為投資的回報。對企業來說，派息政策需要考慮派息的持續性和股東的預期。若減少年度派息，很容易觸發市場甚至小股東的負面投資情緒，故不如以「一次性」回購形式，把資金給回股東，使派息政策得到更大的彈性。故近十年來，美國企業進行股份回購可謂樂此不疲。

宣布與實際回購兩回事

看深一層，如今不少企業宣布股份回購，但要注意：只是向外宣布有此計劃，與實際作出回購行動，其實應該分開來看。據兩位學者的合作研究，他們追蹤了 1981 年至 1990 年間 450 個在公開市場宣布進行回購的計劃，其中有 74% 至 82% 在三年期內落實進行(見 CLIFFORD P. STEPHENS and MICHAEL S. WEISBACH, "Actual Share Reacquisitions in Open-Market Repurchase Programs" 一文)，其餘比例並沒有在期內實際採取回購行動。換言之，宣布回購與實際作出回購行動，可以是兩回事。

按照美國證券法例，企業在公開市場宣布回購計劃後，企業於期內可考慮在價格高時回購、或股價下跌時回購，回購數量多少，企業可自行決定。基於市場的變化因素，法例給予企業行動彈性。可以說，企業宣布進行回購，不似公布派發股息，必須如期如實履行承諾，回購計劃可以不作履行，亦即回購沒有必須履行的法定責任。這一點值得小投資者留意。

誠然，當企業進行股份回購，並將之註銷後，公司已發行的股票數目便告減少，假定來年淨利不變，每股盈利（EPS）便會增加，往往令股價上升，成為小投資者一個投資參考因素。可以說，在公司宣布回購後，但於期內最終沒有履行，對長期持有該公司股份的股東來說，影響不大，但短線的投資者便可能有所損失。

因此，對於企業宣布在公開市場進行回購計劃後，隨後公司的營運表現如何，的確值得觀察。有學者利用 1981 至 2000 年共 4729 起股份回購公布後進行跟踪分析，研究發現，資本市場對該公司公布回購計劃後的盈利公告反應正面。但進一步分析表明，營運業績的改善和正面的盈利公告收益，僅限於在同一會計季度實際回購股份的公司。換另一個角度說，當公司宣布回購計劃後，公司股價有機會上升一點，但如果公司最終沒有在當期進行實質回購，公司的股價便會隨之下降。

回購支撐美股升勢

資本市場對於該公司公布回購計劃後的盈利公告反應正面，也可以理解。當企業進行股份回購，獲得回購收益（Buyback yield）。據 Investopedia 於 5 月 28 日的一篇分析報導「十隻在回購中將更興旺的股份」（10 Stocks That Will Thrive On Buybacks •

<https://www.investopedia.com/news/10-stocks-will-thrive-buybacks/>），引述隆巴氏（Barron's）的資料列表，其中蘋果公司的回購收益率達到 7.3%。很明顯，回購收益率再加上派息率，企業向股東提供的回報表面看十分理想，這一點，也許就是支撐美股上升，市場鬧哄哄一片的因素。

總括來說，美國當前這一回股份回購潮，對企業、投資者和宏觀經濟都有好處；回購潮也是支撐當前美股上升的因素之一。不過，美股迄今上升的幅度的確已相當大，風險不容輕視。照目前形勢看，企業把海外資金調回，當中的資金雖然未必直接進行設備投資，但基於目前的低融資成本環境，企業現金充裕，回報好的投資項目，可能一早已把資金投入，作出了投資。若回報高的投資項目已「買少見少」，企業把資金給回股東，不失為保障資金效率的決定，而此舉對刺激消費亦有利，對美國經濟今年度的增長有所貢獻，繼續支持美股的升勢。

〔本文由科大商學院傳訊部筆錄，黃昊教授口述及整理定稿〕