

公开市场股票回购：信息传递还是机会主义

吕兆德(副教授)，杜炳昕

【摘要】自2005年开始,我国A股市场股票回购的主要方式为交易模式更为透明的公开市场收购。本文梳理了自2005年以来我国所有公开市场回购的样本,并从公司控制人和管理层股权变动的角度,基于公司的财务指标及其公告后的市场反应,研究了我国公开市场回购公司的真实回购动因。研究发现,在股票回购公告前后发生股权增减变动的公司具有机会主义倾向,其财务指标与市场反应全面弱于股权没有发生变动的回购公司,其公告中的宣告目的与真实回购目的不符,主要体现在股票回购不是为了传递企业未来良好业绩和当前市场价格被低估的信息,而是为了实现控制人和公司管理层个体财富水平的提升。

【关键词】公开市场; 股票回购; 机会主义; 回购动因

【中图分类号】F276.6

【文献标识码】A

【文章编号】1004-0994(2016)15-0024-6

一、引言

我国2005年新修订的《公司法》明确规定,存在以下四种情况时,公司可以回购已发行在外的股份:①减少公司注册资本;②与持有本公司股份的其他公司合并;③将股份奖励给本公司职工;④股东因对股东大会做出的公司合并、分立决议持异议,要求公司收购其股份。但是,《公司法》没有规定具体的回购方式。股票回购的主要方式有公开市场收购和场外协议转让,前者要求公司在股票市场上以普通投资者的身份参与市场竞价交易,按照市场价格买入自己公司的股份;后者则是在股票市场之外,公司与特定股东按照双方认可的价格和数量,进行股票交易。相比较而言,前者的交易透明度较高,所有股东机会均等,更加符合市场的“三公”原则。

我国最早的规范化股票回购案例是在1994年,陆家嘴对自身国有股的回购。随后几年又发生了云天化、氯碱化工、申能股份、厦门国贸、冰箱压缩和长春高新等公司的股票回购。但是一直到2005年之前,我国都是以协议收购的方式来回购国有股,原因是当时的股权分置导致了国有股的不可流通性。而地方政府为了实现地区经济发展等公共治理目标,通过出让国有股来获得财政资金,这是此时股票回购的主要动因(谭劲松、陈颖,2007)。

2005年6月《上市公司回购社会公众股份管理办法(试行)》颁布,为公开市场回购打开了便捷之门。该办法颁布后不久,邯郸钢铁就成为我国证券市场上第一家回购流通股的

公司。2008年10月发布的《关于上市公司以集中竞价交易方式回购股份的补充规定》取消了上市公司集中竞价下股票回购的行政许可,使得上市公司对本公司股份的回购更加便利。2013年4月1日,上海证券交易所发布了《上市公司以集中竞价交易方式回购股份业务指引(2013年修订)》,进一步完善了上市公司公开市场回购的规范和程序。

公开市场回购由于面向所有股东,明确回购价格,且回购期较长,因此其对市场价格的影响较大,涉及较多的相关利益人。目前,许多研究文献对股票回购的动因、市场反应等问题进行了研究,得到了一些有意义的结论。但是,近些年我国股票回购的法律规范以及市场环境发生了较大的变化,原有研究结论的适用性受到质疑。再者,公司的回购公告中几乎都将回购目的表述为保护股东利益,传递公司未来良好发展以及当前股价被低估的信息。但是在回购公告后,各公司的表现却参差不齐,有的公司几乎没有回购,有的公司完成了回购,而且回购公告后的股价走势也有较大差异。此外,在回购前后,一些公司的内部控制人与管理层的持股具有明显的变动,由于信息不对称的存在,使得我们有理由怀疑公司内部控制人与管理层具有借助股票回购来实现个体利益的目的。

本文针对上述情况,在当前我国资本市场背景下,基于公司内部控制人与管理层股权变动角度,研究了公司股票回购的真实动因。通过对不同类别股权变动的样本分析,发现

【基金项目】国家社会科学基金项目“基于盈余波动性的管理者财务决策非理性行为研究”(项目编号:13CGL036);教育部人文社会科学基金项目“盈余波动性成因及其市场反应研究”(项目编号:11YJC790132)

回购的真实目的与公告中的回购动因存在较大差异,回购有可能成为公司内部人实现个人利益的手段。

二、理论分析与研究假设

(一)股票回购动因的文献回顾

现有大量文献提出了多个股票回购动因的假说,大致可以分为以下三类:①信号传递动因。该假说认为股票回购是公司内部向市场传递关于公司未来盈利与成长能力的信号,表明当前公司股价被市场低估,进而提升当前股票价格。②财务动因。公司回购股票的目的是调整企业资本结构、提高每股收益、进行股利替代、减少个人红利所得税等。③委托代理动因。主要包括降低自由现金流量、对抗敌意收购、转移债权人财富、建立管理层股权激励等。

对于以上三类股票回购动因,国内外的理论与实务界大部分认为信号传递动因最为主要。Bhattacharya(1979)、Vermaelen(1984)和Miller和Rock(1985)等认为,在市场不完全的情况下,股票回购是一个信号,揭示了公司未来良好的发展前景和收益能力。Wansley et al.(1989)对美国大公司的财务总监做了关于股票回购原因的问卷调查,在140个有效问卷当中,发现回购动因主要为管理层认为股价被低估,并传递对未来充满信心的信号。Ikenberry et al.(1995)通过比较价值股和魅力股的回购次数也发现,当管理者认为股票价格被低估时,回购的概率更大。

从国外的文献可以看出,股票回购所传递的主要是未被市场发现的企业未来收益前景会更好的信息,进而改变市场盈利预期。同时依据行为金融理论,在市场非理性的情况下,股价会低于股票价值,公司管理层会在此时进行股票回购,以传递公司股票被低估的信号,提升股东价值。

但是从国内的研究文献看,信号传递动因并没有得到国内资本市场的验证。王伟(2002)对云天化和申能股份的国有法人股回购进行了研究,发现股票回购向证券市场传递了信息,但是信息内涵并不是企业价值被低估,而是公司缺乏良好的投资机会,未来经营业绩堪忧。股票回购被上市公司用于改善财务指标,维持股价。林敏和干胜道(2006)对邯郸钢铁股票回购的市场反应做了案例研究,发现回购公告传递了某种信息,导致了市场价格的波动,但是回购行为并没有增加企业价值。他们的研究推测,该公司进行股票回购的目的很可能是提升股价,促使公司转债转股。谭劲松和陈颖(2007)的研究发现,国有股回购实际是实现地方政府公共治理目标的利益输送行为。李曜和何帅(2010)的研究也发现,国内上市公司股票回购的真实原因更可能是规避可转换债券回购风险。

由于国内外资本市场的环境存在差异,关于股票回购动因的研究结论有很大不同。而且国内学者研究发现的股票回购动因只在某些特定阶段或针对特定事件时成立,如保证股权分置改革、规避可转换债券回购风险等。这些动因随着我

国证券市场的发展以及环境的变化,或不具有普遍性。同时,针对股票回购对股价的影响,目前只有较少学者研究这种影响与公司内部人利益之间的关系,并揭示基于此种关系的回购动因。

(二)控制人机会主义动因

Liu和Ziebart(1997)认为股票回购公告传递的信息并不明确。第一,股票回购的执行时间很长,未来市场条件会影响公司完成回购计划的能力和意愿,因此公司完成股票回购具有不确定性;第二,股票回购导致现金支出,这可能会减少公司对具有正净现值项目的投资;第三,股票回购导致短期盈余增加,但是并不清楚短期盈余对未来现金流量和公司价值的影响程度。

Fried(2001)认为信号理论对股票回购的解释不足,因为在股票回购中,管理层出售持有的股票会受到限制。如果按照信号理论,那么公司管理层传递了股票低估的信号后,其他股东将因出售股票而获利,而管理层自身却因为出售限制而利益受损,这显然与管理层的自利动因相矛盾。因此,他提出了管理者机会主义假说,认为管理者会最大化自身利益,不论公司价值是否被低估。当管理者希望出售自己手中股票时,他们会宣告公开市场回购来提高股票价格,进而将财富转移到自己和剩余股东手里。

管理者机会主义理论认为,公司会在两种情形下进行公开市场回购:第一是公司股价确实被低估,此时进行回购可以为管理层提供价格低廉的公司股票;第二是公司股价并未被低估,但是管理层有减持的需求,此时借助公开市场回购来提升公司股价,以此高价减持自己持有的股份。以上两点中,后者是管理层借助股票回购实现自身利益的主要途径。信号理论假定企业内部管理者进行股票回购是为了提升全部股东财富,而管理者机会主义理论的假设更加现实,认为管理层进行股票回购的动因是自身财富最大化,股票回购只是实现自身利益的一个工具,为了实现自身利益,管理层甚至可能损害其他股东的利益。

我们认为,股票回购是公司的重大决策,公司大股东控制下的董事会会有权规划回购方案中回购的开始时点、期间以及回购力度,提出决议后报请股东大会批准。由于股票回购确实能在短期内增加市场对该公司股票的需求,提升股价,因此股东大会一般都会批准股票回购决议。而且由于公开市场回购的执行期间较长,何时回购、分几次回购、每次回购多少等问题都由公司内部管理者来执行,因此真正能够从股票回购中获利的主体,应当包括最初提出股票回购决议的企业控制人与日后执行股票回购的内部管理者,为了表述方便,本文将这两者统称为公司控制管理人。

基于Fried的理论,我们提出股票回购的控制管理人机会主义动因,即企业控制人与内部管理者作为股票回购的决策人与实施者,能够依据股票回购的时机为自身谋求利益。

□ 理论与探索

即股票回购决议的决策人与实施者就是股票回购的受益者,公司进行股票回购并不全是为了传递股价被低估的信息,还存在帮助控制管理人借助该事件获取私人利益的目的。

由于股票回购的决策和实施会对公司股价造成较大的影响,因此公司控制管理人获取收益的主要方式是在二级市场进行自身股权的增持和减持,配合股票回购消息来获得资本收益。由于我国资本市场有效程度不高,即使公司价值没有被市场低估,股票回购也可以在一定期间内提升股价,公司控制管理人可以采用回购前增持、回购公告后减持的方式获得机会主义收益。

对此,提出假设一:存在机会主义动因的股票回购公司,其股价并未被显著低估。

在对最初的股票回购公告进行反应之后,资本市场会逐渐识别出公司回购的真实动因,那些出于内部人机会主义动因而进行股票回购的公司,其股价在公告的短期刺激上涨后,会逐渐回落到真实价值。

因此,提出假设二:存在机会主义动因的股票回购事件产生的累计超额收益会逐渐下降。

由于存在机会主义动因的股票回购原因不是股价被低估,而是公司控制管理人为了谋取个体利益,而且股票回购会增加上市公司的财务压力,加之回购公告中提到的回购金额与数量并不是必须执行的硬性约束。因此只要回购期间的股价达到控制管理人收益的要求,上市公司就没有进一步的动力进行大比例股票回购。

因此,提出假设三:存在机会主义动因的股票回购,在回购实施期间,其回购积极性较低。

三、公开市场回购与相关内部人股权变动的描述性统计

本文的回购公告来自巨潮资讯网,财务与市场交易数据来自国泰安(CSMAR)数据库。我们将公司控制管理人界定为公司的大股东与企业管理层,其中大股东是指持股比例占公司总股本5%以上的公司股东,企业管理层是指上市公司董事会成员、监事会成员与总经理、副总经理、财务总监。截止到2015年2月底,发布过公开市场回购公告的公司共计42家,发布回购公告46次。

(一)股票回购公告目的

经过上文的分析,本文将所有公告中的回购目的归为三类:①信号传递动因,包括向市场传递企业真实投资价值信息,体现公司未来发展和成长能力,稳定投资者预期,增强投资者信心,提升股价;②财务动因,包括替代股利分配、改善资本结构、增加每股收益和提高资金使用效率;③委托代理动因,包括提高股权集中度和进行股权激励。每份回购公告涉及以上目的中的一类或几类,本文对所有公告中表述的回购目的按照以上三类进行了统计,具体见表1。因为一份回购公告中可能存在两类以上回购目的,因此本表的合计数大于历年进行回购的样本总数。

表1 公司股票回购公告中的回购目的类别

	信号传递动因	财务动因	委托代理动因
2005年	6	0	0
2006年	2	2	0
2008年	2	1	1
2011年	3	0	0
2012年	14	4	2
2013年	9	1	3
2014年	1	0	0
2015年	1	0	0
合计	38	8	6

表1的结果显示,信号传递动因在回购公告中被提到38次,占有动因次数的73%;其次是以提高每股收益为主的财务动因,在公告中被提到8次,占15.38%;以进行股权激励为主的公司治理动因被提到6次,占11.54%。可见,信号传递动因是回购公告中最为普遍的。

(二)公司股票回购前后的股权变动

不论是回购公告前买入股票,还是回购公告后卖出股票,股东财富都会因为股票回购对股价的提升作用而增长。因此基于公司控制管理人股权变动的角度,本文对公司股票回购中的机会主义行为按照如下方式界定:以公司发布股票回购公告为分界点,如果回购公告前一年具有增持行为,或回购实施期间存在股权减持行为,都被认为存在利己的机会主义动因。进而,本文将所有公司样本分为以下两组:

1. 机会主义组:①增持组,企业控制管理人在回购公告前12个月进行股票增持的样本;②减持组,企业控制管理人在回购期间进行股权减持的样本。

2. 非机会主义组,即在回购公告前一年和回购实施期间,控制管理人股权没有变动的样本。

每组样本数量及其在回购前后公司控制管理人发生的股权变动情况如表2所示:

表2 公司股票回购前后的股权变动状况

	机会主义组		非机会主义组
	增持组	减持组	
样本数量	11	7	28
其中:大股东持股变动次数	13	37	0
管理层持股变动次数	1	1	0
股权变动数额(股)	350444549	137754428	0
其中:大股东持股变动(股)	350134149	137444028	0
管理层持股变动(股)	310400	310400	0
股权变动占总股本的比例	7.74%	31.93%	0
其中:大股东持股变动	7.73%	31.92%	0
管理层持股变动	0.01%	0.01%	0

注:在同一次回购的前后期间,大股东股权变动次数可能会超过一次。

表2显示,在全部46次回购中,具有机会主义行为的样本合计18个,约占全部样本的40%。其中,在回购期间减持的股份占样本公司总股份的31.93%,远大于回购前增持比例7.74%,说明公司控制管理人在股票回购期间,更多的机会主义行为是趁着股票回购提升股价的作用而减持股份套现,以实现个体利益。

四、回购公司财务指标与市场反应分析

为了进一步验证股票回购公告前后发生股权变动的公司可能存在的机会主义动因,本文从公司的财务指标、市场反应与回购积极性三个角度对公司回购的真实动因予以考察,观察其回购动因的真实性。

(一) 回购公司财务指标比较

如果公司回购的目的确实为向市场传递股价被低估、企业未来发展良好的信息,那么企业回购公告发布时的企业价值应当被市场低估,且公告当年的财务状况和经营成果表现良好,回购之后年度业绩成长优良。这样的回购公告才真实体现了传递企业基本面信息的动因,有助于改变对公司的未来预期,进而提升当前企业的市场价值,使得股价上升。对此,我们分别选择了托宾Q、净资产收益率(ROE)、总资产收益率(ROA)与净利润增长率四个指标来分别观察企业内在价值、未来收益能力与发展能力。

同时,依据Jensen(1986)的自由现金流假说,持有现金较多的企业可以选择股票回购的方式来降低自由现金流导致的代理成本,因此我们还选择了企业资产的现金持有比率作为企业股票回购的能力指标。本文采用Stata软件进行T检验,机会主义组与非机会主义组的财务指标计算结果如表3所示。

表3 总样本财务指标比较

指标	机会主义组	非机会主义组
托宾Q	1.883 (4.164)***	1.800 (3.680)***
净资产收益率(ROE)	11.16% (9.142)***	12.93% (8.103)***
总资产收益率(ROA)	6.13% (8.496)***	8.15% (6.810)***
净利润增长率	-18.99% (-1.559)	9.57% (0.642)
现金持有比率	18.59% (10.87)***	23.16% (10.646)***

注:托宾Q的t检验值设定为1。括号内为t值,***、**、*分别表示在1%、5%和10%的水平上显著,下同。

各个指标的计算方式如下:①托宾Q:选取每组样本公司在回购公告发布前的最新季报数据,以企业市场价值除以企业重置成本,其中:企业市场价值=股权市值+总负债账面价值,企业重置成本=总资产账面价值;②净资产收益率(ROE):公告年度的净利润除以本年度企业净资产的平均

值;③总资产收益率(ROA):公告年度的净利润除以本年度企业总资产的平均值;④净利润增长率:公告后年度净利润与公告年度净利润之差,除以公告年度净利润;⑤现金持有比率:公告年度企业货币资金除以总资产。

从表3可以看出,除了机会主义组的托宾Q略大于非机会主义组之外,机会主义组的其他财务指标都明显小于非机会主义组。①两组的托宾Q均大于1,说明回购企业的全部样本整体都没有被市场显著低估;②非机会主义组中,企业回购反映当年收益能力的指标ROE和ROA分别超出机会主义组1.77%和2.02%,说明回购当期非机会主义组的业绩更为优良;③非机会主义组中,未来成长能力的净利润增长率更是超出了28.56%,而且机会主义组的未来净利润增长率显著为负,说明机会主义组的股票回购非但不能传递企业未来成长的良好信号,而且可能意味着企业业绩的下降;④非机会主义组中,企业资产现金含量的现金持有比率超出机会主义组4.57%,说明非机会主义组的现金储备更多,更有能力实施股票回购。综合来看,检验结果说明机会主义组没有如回购公告中所述,传递企业未来发展良好的信息。

为了检验机会主义组中,不同股权变动方式的样本之间的财务指标是否具有显著差异,本文进一步分别对其中的增持组和减持组进行分析,相关T检验结果见表4。

表4 总样本财务指标比较

指标	增持组	减持组
托宾Q	1.577 (2.224)***	2.189 (3.709)***
净资产收益率(ROE)	9.83% (6.701)***	12.49% (6.444)***
总资产收益率(ROA)	4.81% (6.240)***	7.46% (6.685)***
净利润增长率	-18.31% (-0.998)	-19.66% (-1.161)
现金持有比率	18.74% (7.396)***	18.44% (7.617)***

从表4的结果可以看出,增持组与减持组财务指标之间的差异并不明显:①增持组的托宾Q值小于减持组,说明回购公告发布时,减持组的股价被市场高估的水平更高;②减持组的ROE与ROA均大于增持组,说明公告年度的减持组企业盈利能力更高;③增持组与减持组在公告后年度的净利润增长率均为负值,且减持组净利润下降幅度更大,说明两组样本的回购公告都不能传递关于企业未来盈利能力增长的信息;④两组的现金持有比率接近,但是均远小于非机会主义组的数值。

(二) 回购公司市场反应分析

股票回购会减少当前市场的股票供给,有助于短期股票价格的提升。但是从长期来看,股票价格走势取决于公司股票基本面的内在价值。如果股票回购公告传递了股价被低估

□ 理论与探索

的信息,那么无论从长期还是短期看,股价都会保持向上的走势,但如果回购的真实动因是谋求控制管理人个体利益,那么在市场有效性较低的情况下,公告效应虽然在短期会提升股价,但长期市场反应将会向企业真实价值回归。

本文进一步使用市场模型,将公告日设定为第0日,基于股票回购公告日后90日的股票交易市场数据计算了每个样本在公告日的超额收益率(AR)和累计超额收益率(CAR),并且计算了每组样本CAR的算术平均值,具体数据见表5与图1。

表5 总样本累计超额收益(CAR)比较

期间	机会主义组	非机会主义组
(0,3)	3.95% (1.914)*	2.65% (2.193)**
(0,10)	4.26% (2.169)**	2.97% (2.571)**
(0,30)	3.76% (1.218)	4.61% (2.916)***
(0,60)	6.46% (1.387)	10.61% (2.946)***
(0,90)	3.56% (0.667)	13.69% (2.807)***

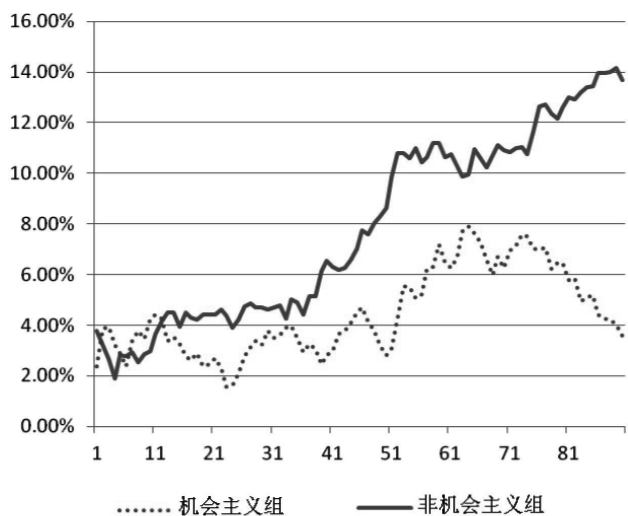


图1 总样本累计超额收益(CAR)比较

从中可以看出,在公告日后12个交易日内,机会主义组和非机会主义组的CAR相差不大,甚至机会主义组的CAR略高于非机会主义组。但是随着时间的推移,市场逐渐识别出机会主义组进行股票回购的真实目的,其CAR上升速度变慢,在30日后,其CAR的均值检验不再显著,且60日后出现明显的下降趋势。而非机会主义组的CAR则一直保持不断上升的态势。

为了检验机会主义组中,市场对股权的增持与减持的反应是否有差异,本文进一步分别计算了增持组与减持组在回购后的CAR情况,结果见表6与图2。

表6 机会主义组累计超额收益(CAR)比较

指标	增持组	减持组
(0,3)	0.55% (0.266)	9.30% (2.667)***
(0,10)	1.58% (0.735)	8.47% (2.536)**
(0,30)	1.69% (0.492)	7.02% (1.172)
(0,60)	5.56% (1.002)	7.86% (0.898)
(0,90)	5.14% (0.790)	1.08% (0.111)

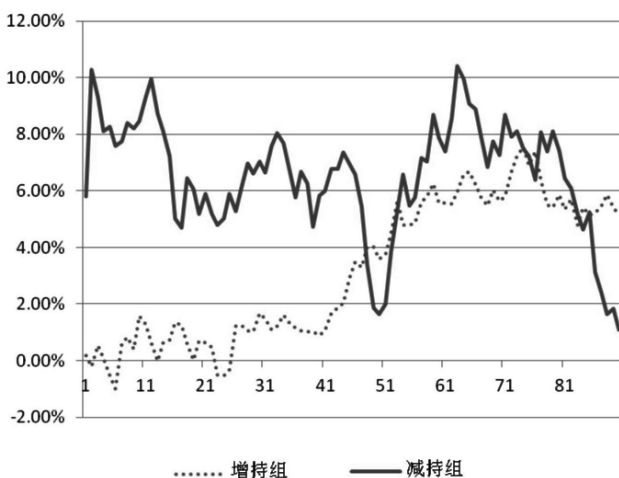


图2 机会主义组累计超额收益(CAR)比较

从中可以看出,回购公告发布后的CAR,在开始阶段减持组数值高于增持组,随着时间的推移,大约在50个交易日后,两者逐渐趋同,在约80个交易日后,增持组的CAR数值超过了减持组,这说明市场对减持组在公司股票回购期间的减持行为给予了负面评价,认识到其回购的机会主义目的。

(三)公司回购积极性

我国股票回购公告一般会规定一个最高回购价格、最大回购股数以及回购使用资金的上限,如果日后回购满足了上限的要求,则回购行为停止。Baker和Wulger(2002)认为,如果企业价值被低估,而且公司控制人能够识别出市场出现的偏差,那么按照市场择时(Market Timing)理论,企业会选择在此时积极进行股票回购来提升股东价值。但如果企业价值没有被低估,只是控制管理人出于机会主义动因通过股票回购来实现自身利益,则公司股票回购积极性不足,实际回购力度将很难达到回购公告的上限。

由于公司回购受到回购最高价格的限制,如果在回购期内实际股价高于回购公告价格,则公司回购自动中止。即使在一定回购期间内,股价低于股票回购的限价,也有可能出现符合回购价格的期间太短,使得回购行为没有充分时间完成的情况。这些都是证券市场的客观环境使然,与公司自身

回购积极性无关。因此不能直接使用最终实际回购的股票或资金比例作为回购积极性的指标。本文认为,公司回购积极性应具备两个要素,一为实际回购比例,二为满足回购条件的长度。如果在较短的时间内,回购使用的资金比例越高,则说明公司回购的积极性越高。因此我们将“回购积极性”指标做如下定义:

$$\text{回购积极性} = \frac{\text{实际回购金额与公告最高金额上限的比值}}{\text{满足回购条件天数与总回购天数的比值}}$$

该指标考虑了公司股票回购的股价条件和时间条件的限制,可以比较客观地衡量公司回购积极程度。本文计算了全样本以及机会主义组内回购积极性指标的均值,结果见表7与表8。

表7 全样本回购积极性指标均值

指标	机会主义组	非机会主义组
实际回购金额与最高上限比值	62.50%	81.21%
满足回购条件天数与总回购天数比值	70.33%	86.54%
回购积极性	0.889	0.938

通过计算,从表7中可以发现,机会主义组的实际回购金额与公告回购金额上限的比值为62.5%,低于非机会主义组的81.21%,并且机会主义组回购积极性为0.889,也低于非机会主义组的0.938。无论是从总体回购实施力度,还是公司回购意愿上,机会主义组都较低,这说明在回购公告前后股权发生增减变动的公司,其回购积极性较低,回购动因是通过股票回购公告拉抬股价,以实现控制管理人个体利益的机会主义目的。

表8 机会主义组回购积极性指标均值

组别	增持组	减持组
实际回购金额与最高上限比值	71.00%	46.92%
满足回购条件天数与总回购天数比值	86.97%	39.83%
回购积极性	0.816	1.178

表8的结果虽然显示减持组的回购积极性高于增持组,但是其实际回购金额与公告回购金额上限的比值,以及满足回购条件天数与总回购天数的比值都显著低于增持组。这说明减持组回购积极性较高的原因是符合回购条件的长度过短,而非积极回购。

五、研究结论与建议

(一)研究结论

本文结合股票回购公告前后期间企业控制管理人的股权增减变动,对近年来我国上市公司公开市场股票回购的46个样本进行了分析。在股票回购公告中,多数公司都表示以信息传递为公告目的,但是本文的研究结果发现:

1. 对于在股份公告前一年公司控制管理人增持以及股票回购期间减持的公司,其回购真实动机具有机会主义倾

向,即通过股票回购公告及实际回购行为来刺激股价上涨,以增加公司控制管理人的财富水平。

2. 与非机会主义回购动机相比,机会主义公司的当期盈利能力、未来业绩成长性以及现金持有比率都显著不足,而机会主义组中的增持组与减持组之间的财务指标差异不大。这说明机会主义组的财务特征同质化,其股票回购并没有传递公司盈利能力强以及未来成长性优良的信息。

3. 对比机会主义与非机会主义公司回购的市场反应后发现,市场在短期窗口内没有能力分辨两者公告的真实动机,累计超额收益(CAR)差别很小。但是随着时间的推移,在长时间窗口内,非机会主义组的CAR一直保持上升趋势,而机会主义组的CAR则逐渐低于非机会主义组,最后则出现明显的下降。这说明市场最终能够辨别出两组公司样本的真实回购动机,非机会主义组的回购传递了其未来收益良好、股价被低估的信息,而机会主义组的公告动机没有得到市场的承认。

(二)建议

通过本文的研究,我们认为鉴于股票回购的目的无法量化,难以采用客观指标做出严谨结论,因此不必强制要求企业披露其回购目的,否则其回购公告目的很可能与其真实目的不符,反而会对市场造成误导。

虽然上海与深圳证券交易所各自发布的上市公司以集中竞价方式回购股份业务指引中,都规定上市公司的回购预案中要说明包括上市公司董事、监事、高级管理人员、控股股东及其一致行动人、实际控制人在董事会做出股份回购决议前6个月是否存在买卖本公司股份的行为,但是我们认为应当将披露的期间向前延长到12个月,且不允许上述人员在股票回购期间进行减持,以此杜绝上市公司通过股票回购实现相关控制管理人的机会主义动因,从而保证资本市场的公平和公正。

主要参考文献:

Ikenberry D., Lakonishok J., Vermaelen T.. Market Underreaction to Open Market Share Repurchases[J]. Journal of Financial Economics, 1995(39).

Jesse M. Fried. Open Market Repurchases: Signaling or Managerial Opportunism[J]. Theoretical Inquiries in Law, 2001(2).

林敏, 干胜道. 流通股回购: 股价的事项性反应与绩效研究[J]. 证券市场导报, 2006(9).

李曜, 何帅. 上市公司公开市场股份回购宣告动因的真与假——基于公司财务与市场识别的研究[J]. 经济管理, 2010(5).

作者单位: 北京师范大学经济与工商管理学院, 北京 100875