

股份回购：半途而废还是有始有终？ ——大股东股权质押视角

辛 宇¹, 吴楚仪¹, 顾小龙²

(1. 中山大学管理学院, 广东广州 510275;
2. 广东财经大学会计学院, 广东广州 510320)

摘 要：文章考察大股东股权质押对上市公司在公开市场发布股份回购预案及其完成情况的影响。研究发现, 在全样本中, 存在大股东股权质押的上市公司发布回购预案的可能性更高; 但在发布回购预案样本中, 大股东股权质押对回购预案的实际完成情况没有显著影响。这说明, 同时有正面因素和负面因素影响大股东股权质押与回购完成情况之间的关系, 进而导致净效应不显著。异质性分析表明, 在回购样本中, 产权性质为国有时, 由于声誉及监管效应等正面因素的影响, 实际回购的完成情况会随着大股东股权质押压力的上升而显著变好; 但当资产负债率较高、创新投入较大时, 由于实力不足及财务状况不佳等负面因素的影响, 实际回购的完成情况会随着大股东股权质押压力的上升而显著变差。经济后果检验表明, 在股份回购与股权质押的双重影响下, 回购预案仍然具有一定的市值管理效果; 改善实际回购的完成情况有助于提升公司的未来业绩和财务指标。市场有关主体应该对大股东股权质押上市公司的回购行为保持必要的警醒, 关注其在具体情境下可能存在的完成情况不理想等机会主义行为。

关键词：股权质押; 股份回购预案; 股份回购实际完成情况; 市值管理; 机会主义

中图分类号：F275 **文献标识码：**A **文章编号：**2096-9554(2023)01-0003-20

一、引言

2018 年 10 月, 第十三届全国人大常委会第六次会议审议通过《全国人民代表大会常务委员会关于修改〈中华人民共和国公司法〉的决定》, 对《中华人民共和国公司法》(以下简称《公司法》)第一百四十二条有关公司股份回购的规定进行了专项修改; 2019 年 1 月, 沪深交易所先后发布《上海证券交易所上市公司回购股份实施细则》《深

收稿日期: 2021-11-22

基金项目: 广东省自然科学基金项目(2021A1515012648); 国家自然科学基金重点项目(71790603)

作者简介: 辛宇(通讯作者), 博士, 中山大学管理学院教授, mnsxy@mail.sysu.edu.cn; 吴楚仪, 中山大学管理学院博士研究生, wuchy9@mail2.sysu.edu.cn; 顾小龙, 博士, 广东财经大学会计学院教授, pawdragon@163.com。

圳证券交易所上市公司回购股份实施细则》(两份实施细则于2022年1月均已被修订并更名)。这些规定陆续出台之后,上市公司在公开市场通过集中竞价交易方式进行主动式股份回购的现象日益增多,从披露的回购目的来看,主要包括市值管理、高管或员工股权激励以及其他三类。

在中国情境下,股份回购表现为积极的信号作用,能在节约信号发送成本的同时有效拉抬股价。作为解释股份回购的经典理论之一,信号理论认为,回购能对外传递公司信号,但信号的方向不清晰,可能是公司内部缺乏投资机会的消极信号,也可能是公司价值被低估的积极信号(Vermaelen, 1981)。由于中国的回购新政策在股市低迷的背景下推出,且投资者缺乏足够的理性判断(黄登仕等, 2018),股份回购往往被解读为积极的信号。公开市场回购相比现金股利或定向回购的成本更低,是“廉价信号”(Chan 等, 2010; Andriosopoulos 和 Hoque, 2013)。回购在预案阶段所传递的信号已经具有拉抬股价的效果(McNally, 1999)。公开市场回购在传递关于自身积极信号的同时也传递了竞争对手的消极信号(Massa 等, 2007)。

近年来,上市公司大股东出于自身融资或上市公司融资的需要,对其持有的上市公司股权进行质押成为日益普遍的现象(谢德仁等, 2016)。但是,股权质押会导致这部分质押股权的质押价值对上市公司的股价表现高度敏感,从而加剧上市公司的市值管理压力,容易带来严重的股价平仓风险和控制权转移风险(廖珂等, 2018; 胡珺等, 2020)。Chan 等(2018)以中国台湾的数据为基础,研究发现大股东股权质押与股份回购之间存在显著的正相关关系。何威风等(2021)、王国俊等(2021)基于中国大陆数据,也发现了类似的结论。

在大股东股权质押与股份回购正相关的结论基础上,一个值得观察的视角是,回购新规后的股份回购在预案发布、实际执行以及定价等方面为上市公司及其实际控制人提供了更多的自由裁量空间和决策弹性,但随之而来也产生了机会主义回购现象,即发布的回购预案最后未能实际落实。如某公司于2018年发布集中竞价交易预案,2019年却以资金紧张为由决定提前终止回购预案。美国资本市场同样存在此类现象,发布股份回购预案并不是公司的一个可置信承诺,有些公司在发布股份回购预案后几年内未开展实际行动(Ikenberry 和 Vermaelen, 1996)。然而,一些公司的做法却相反。例如,2020—2021年,某公司在股票呈现下跌趋势的时期依然坚持使用大额资金进行回购(截至本文成稿,共进行了三期回购),每期回购金额不低于30亿元,回购股份预计用于员工持股计划或股权激励。在大股东股权质押的压力下,公司出台股份回购预案的真实动机是什么,后续实施回购过程中是否存在机会主义行为,是本文研究的话题。

基于上述背景,本文结合中国A股市场的制度特征,围绕大股东股权质押与上市公司股份回购行为及其经济后果这一主题,探讨以下问题:(1)大股东股权质押对上市公司发布股份回购预案的可能性以及回购预案的实际执行情况分别有何不同影响?

辛宇, 吴楚仪, 顾小龙: 股份回购: 半途而废还是有始有终?

(2)在大股东股权质押的压力下,不同产权性质、资金实力(资产负债率、创新投入)的公司,其股份回购实际完成情况存在怎样的异质性效果?(3)股份回购预案和股份回购实施分别带来什么经济后果?

本文的研究贡献主要体现如下:

第一,不同于既有文献,本文聚焦于大股东股权质押与实际回购完成情况的关系研究,发现机会主义回购与非机会主义回购现象在国内资本市场同时存在,并受到多种异质性因素的影响。既有文献普遍认为大股东股权质押会导致公司更有可能发布股份回购预案(Chan等,2018;何威风等,2021),且回购实施情况指标相比回购预案指标更能反映公司回购的实时情况(Golbe和Nyman,2013)。因此有必要区分预案与实施阶段,将研究聚焦于大股东股权质押与实际回购完成情况的关系。本文探讨了回购完成情况的影响因素,丰富了国内股份回购实施的相关文献。

第二,既有文献更强调大股东私利引起的掏空动机,大股东利用股份回购这一公司资源为股价提供支撑,从而缓解大股东的股权质押压力(Chan等,2018;何威风等,2021;王国俊等,2021)。本文侧重于分情境讨论不同动机公司的股份回购实施情况。由于机会主义动机、自身财务约束的存在,部分公司只预案不回购,导致“半途而废”;部分公司则出于保护声誉、优化长期绩效的考虑,坚持完成回购,做到“有始有终”。本文还通过检验回购预案和实施的经济后果探究了大股东股权质押下的回购行为是否能实现其目的。

第三,在样本选取方面,Chan等(2018)主要考虑了民营企业,王国俊等(2021)使用的是2018年截面数据,何威风等(2021)未区分主动式回购和被动式回购。从实证检验来看,本文对股份回购的预案发布和实施情况进行了更加精细和丰富的衡量,基于全样本(包含回购和未回购样本)和股份回购样本的不同层次进行了更为完整的实证分析,并基于产权性质、制度冲击和不同回购目的对回购样本进行了实证考察。

第四,本文具有较强的政策含义。本文回答了出于何种动机存在大股东股权质押的公司会主动提出股份回购预案、什么因素阻碍或促进了其实施回购的意愿与能力、实施回购会给公司带来怎样的变化、最终是否实现了回购的最初动机四个关键问题,为监管层进行分类监管、过程监管提供了经验证据。本文发现,大股东股权质押所驱动的股份回购动机具有异质性:投机主义的公司只预案不回购,愿意落实回购的公司则花费“真金白银”传递公司回购决心,但投资者未能有效区别两类公司的差异,都给予了积极的市场反应。目前,沪深交易所实施细则的重点还是放在对回购预案发布的相关规定上。未来,政策制定的关注点应从预案发布转移到对回购具体实施情况的监管(Manconi等,2019)。

余文结构安排如下:第二部分是制度背景分析,并在理论文献综述的基础上提出研究假说;第三部分是研究设计;第四部分是实证结果分析;第五部分是进一步研究;第六部分是稳健性检验;最后是结论与启示。

二、制度、文献与假说提出

(一) 制度演进

作为一种减少注册资本的方式,股份回购在中国的推广一直比较谨慎,原因在于中国主要奉行资本维持原则(王保树,2004)。2005年,中国首次修改了《公司法》中关于股份回购的内容,提出可以回购股份的四种情形(回购目的):(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)股东因对股东大会作出的公司合并、分立决议持异议,要求公司收购其股份。2018年,新修订的《公司法》又增加了第五种和第六种股份回购情形,即“将股份用于转换上市公司发行的可转换为股票的公司债券”以及“上市公司为维护公司价值及股东权益所必需”。第六种情形为上市公司通过公开市场的股份回购进行市值管理提供了制度层面的支持。

(二) 理论文献与假说提出

1. 大股东股权质押与上市公司股份回购预案的提出

大股东股权质押可能会引发投资者猜测和恐慌,质押股份的价值对股价高度敏感,不可避免地会面临股价平仓风险和控制权转移风险(Chan等,2018),甚至会带来股价崩盘风险(夏常源和贾凡胜,2019)。此时,借助其对上市公司拥有的较强掌控力,大股东具有强烈动机来推动上市公司开展市值管理活动,如利用“高送转”股利政策来传递慷慨派发股利的信号(胡聪慧和于军,2016;廖珂等,2018),利用并购中的业绩承诺进行市值管理(徐莉萍等,2021),实施员工持股计划(陈运佳等,2020;郑志刚等,2021),利用股权转让、资产收购或剥离进行资本运作(陆蓉和兰袁,2021),进行慈善捐赠(胡珺等,2020),披露好消息、隐藏坏消息(钱爱民和张晨宇,2018),进行真实盈余管理(谢德仁和廖珂,2018)等。同时,研究也发现,市值管理有助于股权质押融资(李旒和郑国坚,2015),能够巩固控股股东对上市公司的控制权(李旒等,2018)。整体来看,大股东进行股权质押之后,推动上市公司开展市值管理活动确实是大股东的一种现实需要。

市值管理活动可以分为传递信息类和利用时机类两种类型,传递信息类的市值管理活动强调内部人可以通过信号传递来降低公司市值被显著低估的风险,常见的手段包括股份回购、内部人增持和股权激励等(李旒等,2018)。Chan等(2018)基于中国台湾资本市场的研究发现,股份回购对股票价格有比较明显的支持作用。随着2018年修订后的《公司法》首次把市值管理列入股份回购的合法事由,股份回购就很有可能成为大股东在其股权被质押后,出于稳定股价、传递积极信号进而避免控制权转移目的而主动采取的一种市值管理工具。同时,这一积极信号也对股权质押所传递的融资约束信号具有一定程度的对冲和缓解。

基于上述分析,本文提出如下研究假说:

H1: 在其他条件一定的情况下, 第一大股东的股权质押(是否质押及质押比例)与上市公司是否提出股份回购预案存在显著的正相关关系。

2. 大股东股权质押与上市公司股份回购的实际完成情况

国外对股份回购的研究中, 股份回购的实施情况是重要的考察对象。一方面, 股份回购完成比例的高低反映了企业是否有付出实际的努力进行股份回购(Grullon 和 Ikenberry, 2000), 全球普遍存在实际回购完成率较低的现象。早期, 美国未强制要求披露回购实施情况, 回购完成率的估计值大约在 46% 至 75%(Stephen 和 Weisbach, 1998)。Ikenberry 等(2000)基于加拿大强制披露的数据发现, 加拿大的完成率均值为 28.6%。Manconi 等(2019)统计了全球的股份回购完成率, 发现美国的完成率最高, 中国的完成率低于全球(美国除外)均值。另一方面, 实际回购的频率和时间刻画微观层面的资本运作行为提供了观测窗口, 如经理人的择时行为(Brockman 和 Chung, 2001)和可转债策略(Jong 等, 2011)等。然而, 国内文献对股份回购的研究还停留在预案阶段(何威风等, 2021), 或是把回购实施情况作为回购的衡量指标, 未涉及基于中国国情所展开的具体分析(王国俊等, 2021)。

发布股份回购预案传递了上市公司股价被低估的信号, 但上市公司在后续能否有效落实股份回购的各项步骤(尤其是在满足配套资金的需求方面), 是否会出现机会主义回购, 则同时受到正面因素和负面因素的影响。

一方面, 由于公司具有强烈的市值管理动机, 为确保实现回购目的, 且考虑自身声誉, 公司有动力落实股份回购。

在股权质押的压力下, 公司会拿出“真金白银”进行市值管理, 如进行慈善捐赠(胡珺等, 2020)。Lie(2005)发现, 投资者只会对真正落实股份回购的公司做出正面反应。为确保股份回购所蕴含的“公司价值被低估”信号的有效传递, 从而向市场传递真实信号(林斌和饶静, 2009), 公司有意愿拿出“真金白银”进行回购, 传递公司的现金流依然充沛、未来前景较好的积极信号, 进而与只预案不实际回购的公司区别开来, 以达到充分的市值管理效果。

目前, 中国资本市场对机会主义回购也有对应的监管政策。公司出于保护自身声誉的考虑, 会遵守预案承诺, 完成股份回购, 以避免监管处罚带来损失, 如股价下跌、形象受损等。深圳证券交易所提出, 将加大对“忽悠式回购”(机会主义回购)的处罚力度。2018 年修订的《公司法》第一百四十二条规定: “上市公司收购本公司股份的, 应当依照《中华人民共和国证券法》的规定履行信息披露义务。”《深圳证券交易所上市公司回购股份实施细则》第五十三条规定: “上市公司回购股份违反本细则规定的, 本所将视情节轻重对上市公司及相关当事人采取自律监管措施或者给予纪律处分。涉嫌违反法律法规及中国证监会有关规定的, 本所将上报中国证监会查处。”若提出了回购预案, 最终却因没有落实而被监管部门点名批评, 导致公司声誉受损、股价下跌, 这对上市公司而言是得不偿失的。

相比民营企业,国有企业更注重声誉,且受到较为严格的监管,因此更有可能积极完成股份回购。近年来,中国开展了一系列国有企业改革。其中,国有企业的人事与激励改革注重对经理人的市场化选聘、任期制与契约化管理,这有助于完善中国国有企业的经理人声誉机制(李春琦,2002)。推动国有企业进行混合所有制改革,则有助于解决所有者缺位问题,改善公司治理(毛新述,2020),从而减弱国有企业管理层机会主义动机(赵息和许宁宁,2013)。2018年11月,证监会、财政部、国资委联合发布《关于支持上市公司回购股份的意见》,要求上市公司的国有股东要做积极的、负责任的股东,支持所控股上市公司完善股份回购机制、依法实施股份回购,努力做维护证券市场健康稳定发展的表率。

另一方面,回购需要大量资金,在某些情况下回购预案可能成为误导中小投资者的工具。因此,公司缺乏动力完成股份回购。

财务约束会给股份回购的实施带来巨大阻力。自由现金流理论表明,公司通过公开股份回购的方式返回多余现金,以减少代理冲突问题(Kahle,2002)。这说明,股份回购实施的前提是公司拥有较为充沛的现金流。实施回购需要大量自有或自筹资金,这将导致部分发布预案的公司丧失继续完成回购的意愿(也可能在其开始发布预案时就没有该意愿),进而演变为机会主义回购。在大股东存在股权质押时,这一动机可能会表现得更加强烈。股权质押说明大股东自身或上市公司在一定程度上面临着融资约束(唐玮等,2019),此时上市公司还要自筹资金进行股份回购来传递积极信号,这对上市公司资金链的健康有效运转是一项极大挑战。进一步而言,融资约束公司进行股份回购的效果并不理想。Chen和Wang(2012)发现,相比没有融资约束的公司,融资约束公司回购之后的股价表现更差,经营业绩也更差。尤其是那些拥有较高的实际回购比例的公司,回购给公司带来了更大的危机和更高的风险。

发布预案有可能表明公司想要进行股份回购的真实意愿,但也有可能成为公司误导投资者的一种工具。Wiggins(1994)、Ikenberry和Vermaelen(1996)认为,公司发布公开市场股份回购的预案并不是一个牢固的可置信承诺,经理层往往会根据实际情况灵活地安排回购节奏。此时,公开市场股份回购公告所传递的信号效应存在误导效果(Babenko等,2012)。当经理层承受来自股价的巨大压力时,其更有可能通过股份回购来误导投资者(Chan等,2010)。

综上,在正面因素和负面因素的共同影响下,在大股东股权质押的压力下,上市公司是否会表现出显著的机会主义回购行为并不明确。一类公司可能会表现出机会主义回购行为,另一类公司则可能会积极履行回购承诺,两类公司之间存在明显的特征差异,需要进行更多的异质性检验。

基于上述分析,本文提出如下研究假说:

H2: 在其他条件一定的情况下,在发布股份回购预案的上市公司中,第一大股东股权质押对股份回购预案的实际完成情况没有显著影响。

辛宇, 吴楚仪, 顾小龙: 股份回购: 半途而废还是有始有终?

H3: 在其他条件一定的情况下, 在发布股份回购预案的上市公司中, 当公司的产权性质为国有企业时, 第一大股东股权质押对股份回购预案的实际完成情况有显著正向影响。

H4: 在其他条件一定的情况下, 在发布股份回购预案的上市公司中, 当公司可实际用于股份回购的资金实力较弱时, 即资产负债率较高、创新投入较大导致资金压力较重等情况出现时, 第一大股东股权质押对股份回购预案的实际完成情况有显著负向影响。

三、研究设计

(一) 样本选取与数据来源

基于 Wind 数据库提供的公开市场股份回购原始数据, 图 1 统计了发布公开市场回购预案次数的上市公司年度分布情况。

图 1 显示, 2018 年回购新规出台前, 发布公开市场股份回购预案的次数少而零散; 2018 年, 发布回购预案的次数出现爆发式增长; 2019 年, 预案数有所回落; 2020 年, 受新冠肺炎疫情影响, 预案数进一步下降。本文选取的公开市场股份回购样本仅包含 2018—2020 年发布预案的 A 股上市公司, 这有助于使本文的研究情境更好地聚焦于回购新政冲击下的上市公司股份回购行为。

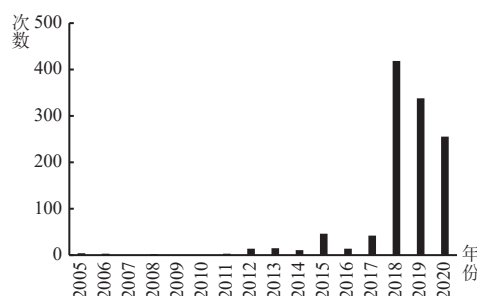


图 1 发布公开市场股份回购预案次数的年度分布

本文在 Wind 数据库 2018—2020 年公开市场股份回购原始数据基础上, 进行了如下数据处理: (1) 剔除一年内发生多次公开市场股份回购的公司样本; (2) 剔除金融行业公司; (3) 剔除数据缺失的观测值。其余数据(包括大股东股权质押数据)均来自 CSMAR 数据库。在实证分析中, 本文对连续变量在 1% 和 99% 分位上进行了缩尾 (Winsorize) 处理。经过上述处理, 本文共获得 6348 个“公司—年”观测值, 其中发布公开市场股份回购预案的观测值为 498 个。

(二) 模型及变量

本文主检验所考察的假说 H1 和 H2, 主要涉及大股东股权质押对上市公司股份回购行为的影响, 具体的回归分析模型如下:

$$Rep_{i,t+1} = \alpha_0 + \alpha_1 Pledge_{i,t} + \alpha_2 Controls + \varepsilon_{i,t} \quad (1)$$

模型(1)的因变量 Rep 表示股份回购, 本文参考 Chan 等(2018)的做法, 在全样本中, 设置当年是否发布股份回购预案虚拟变量 (Rep_ann)、计划回购股数的自然对数连续变量 ($Lnpro_sh$) 来衡量回购预案的发布情况, 并分别应用 Logit 模型、Tobit 模型

检验假说 H1。在发生股份回购的子样本中,本文使用股份回购实际完成股数比例(*Actpro_sh*)和股份回购实际完成金额比例(*Actpro_val*)来衡量回购的实际完成情况,并应用 OLS 模型检验假说 H2。本文通过引入产权性质、资金实力变量与股权质押变量交乘来检验假说 H3、H4。

模型(1)的自变量是大股东股权质押,本文借鉴谢德仁等(2016)的做法,使用第一大股东是否进行股权质押(*Pledge_dum*)、第一大股东质押股份数占其所持股份数的比例(*Pledge_per*)来衡量第一大股东的股权质押情况。

在控制变量方面,参考 Kahle(2002)、郑国坚等(2014)和 Chan 等(2018)的做法,本文对如下变量进行了控制:董事会规模(*Lnboard*)、独立董事比例(*Indep_per*)、两职合一(*Dual*)、股权性质(*State*)、第一大股东持股比例(*Top1*)、两权分离度(*Separation*)、资产规模(*Lnasset*)、净资产收益率(*ROE*)、资产负债率(*Lev*)、销售收入增长率(*Growth*)、每股税后现金股利(*Cashdiv*)、自由现金流比例(*FCF_sales*)和市净率(*PBratio*)等。此外,本文还控制了年度(*Year*)和行业(*Ind*)因素的影响,并对标准误进行了异方差调整。

具体变量定义见表 1。

表 1 变量定义

变量	定义
<i>Rep_ann</i>	是否发布回购预案: $t+1$ 年是否发布股份回购预案, 是取 1, 否则为 0
<i>Lnpro_sh</i>	计划回购股数: $t+1$ 年计划回购股数加 1 的自然对数
<i>Lnact_am</i>	实际回购股数: $t+1$ 年实际回购股数加 1 的自然对数
<i>Actpro_sh</i>	实际回购完成的股数比例: $t+1$ 年股份回购中实际回购股数/预案回购股数
<i>Actpro_val</i>	实际回购完成的金额比例: $t+1$ 年股份回购中实际回购金额/预案回购金额
<i>Pledge_dum</i>	第一大股东是否股权质押: t 年末第一大股东是否存在股权质押, 是取 1, 否则为 0
<i>Pledge_per</i>	第一大股东股权质押比例: t 年末第一大股东质押股数/大股东所持股数
<i>Lnboard</i>	董事会规模: t 年末董事会总人数加 1 的自然对数
<i>Indep_per</i>	独立董事比例: t 年末独立董事人数/董事会总人数
<i>Dual</i>	两职合一: t 年末董事长和总经理两职合一, 取 1, 否则为 0
<i>State</i>	股权性质: t 年末股权性质, 国有取 1, 否则为 0
<i>Top1</i>	第一大股东持股比例: t 年末第一大股东持股比例
<i>Separation</i>	两权分离度: t 年末控制权与现金流权的分离程度
<i>Lnasset</i>	资产规模: t 年末总资产的自然对数
<i>ROE</i>	净资产收益率: t 年净利润/ t 年末股东权益
<i>Lev</i>	资产负债率: t 年末总负债/ t 年末总资产
<i>Growth</i>	销售收入增长率: [t 年销售收入 - ($t-1$) 年销售收入]/($t-1$) 年销售收入
<i>Cashdiv</i>	每股税后现金股利: t 年每股税后现金股利
<i>FCF_sales</i>	自由现金流比例: t 年公司自由现金流/ t 年营业收入
<i>PBratio</i>	市净率: t 年末每股收盘价/ t 年末每股净资产
<i>RD_ratio</i>	创新投入: $t+1$ 年研发投入/ $t+1$ 年营业收入

四、实证结果分析

(一) 描述性统计分析

表 2 报告了主要变量的全样本和回购样本的描述性统计结果。在全样本中,发

辛 宇, 吴楚仪, 顾小龙: 股份回购: 半途而废还是有始有终?

布股份回购预案(*Rep_ann*)的样本比例为 7.8%, 这一比例高于 Chan 等(2018)所报告的中国台湾资本市场的相应比例(5.9%), 说明近年来股份回购制度得到迅速发展。在回购样本中, 股份回购实际完成金额比例的均值为 54.2%, 股份回购实际完成股数比例的均值为 67.4%, 这一比例与 Chan 等(2018)的描述性统计结果(68.4%)相近, 说明的确有部分公司存在机会主义回购行为, 也有公司能积极履行回购承诺, 股份回购实际完成比例为 100%。大股东股权质押方面, 本文的描述性统计结果与已有文献保持一致, 且回购样本中的大股东股权质押比例(*Pledge_per*)和是否存在大股东股权质押(*Pledge_dum*)的均值都高于全样本大股东股权质押对应变量。全样本中, 40.4% 的上市公司存在大股东股权质押现象, 而大股东股权质押比例的均值为 23.5%, 说明在大股东股权质押样本中, 质押比例平均为 58.2%(23.5%/40.4%)。

表 2 主要变量描述性统计

变量	观测值	均值	标准差	最小值	中位数	最大值
<i>Rep_ann</i>	6348	0.078	0.269	0	0	1
<i>Lnpro_sh</i>	6348	1.273	4.370	0	0	16.917
<i>Pledge_dum</i>	6348	0.404	0.491	0	0	1
<i>Pledge_per</i>	6348	0.235	0.338	0	0	1.016
<i>Lnact_am</i>	498	14.875	3.640	0	16.135	16.400
<i>Actpro_sh</i>	498	0.674	0.328	0	0.730	1
<i>Actpro_val</i>	498	0.542	0.296	0	0.509	1
<i>Pledge_dum</i>	498	0.608	0.489	0	1	1
<i>Pledge_per</i>	498	0.360	0.359	0	0.292	1.016

注: 全样本的观测值为6348个, 回购样本的观测值为498个; 限于篇幅, 未报告其他变量的描述性统计结果, 资料备案。

表 3 报告了大股东股权质押与股份回购的单变量分析结果。在全样本中, 相比不存在大股东股权质押的公司, 存在大股东股权质押公司的股份回购预案指标显著较高, 均值差异均在 1% 水平上显著。在回购样本中, 两类公司没有显著差异。这为本文验证假说 H1、H2 提供了初步的经验证据。

表 3 大股东股权质押与股份回购的单变量分析

变量	<i>Pledge_dum</i> =0		<i>Pledge_dum</i> =1		差异 t值
	观测值	均值	观测值	均值	
<i>Rep_ann</i>	3782	0.052	2566	0.118	-0.067***
<i>Lnpro_sh</i>	3782	0.834	2566	1.920	-1.086***
<i>Lnact_am</i>	195	15.039	303	14.769	0.271
<i>Actpro_sh</i>	195	0.687	303	0.666	0.021
<i>Actpro_val</i>	195	0.564	303	0.528	0.036

注: 全样本的观测值为6348(3782+2566)个, 回购样本的观测值为498(195+303)个。

(二) 多元回归结果分析

1. 大股东股权质押与股份回购预案

表 4 报告了假说 H1 的检验结果。结果显示, 在全样本中, *Pledge_dum* 和 *Pledge_per* 的系数均在 1% 水平上显著为正, 说明大股东存在股权质押, 且质押程度越高, 上市公司越有可能发布股份回购预案, 在预案中提出更多回购股数, 假说 H1 得到支持^①。可见,

① 本文采用公司层面 Cluster 调整的标准误进行稳健性检验, 结果不变, 资料备案。

随着回购新政的推出,股份回购成为大股东缓解股权质押风险的重要工具。

表4 大股东股权质押与股份回购预案(全样本)

变量	<i>Rep_ann</i> (1)	<i>Rep_ann</i> (2)	<i>Lnpro_sh</i> (3)	<i>Lnpro_sh</i> (4)
<i>Pledge_dum</i>	0.490*** (4.287)		6.578*** (4.259)	
<i>Pledge_per</i>		0.463*** (3.167)		6.539*** (3.117)
<i>Lnboard</i>	-0.308 (-0.780)	-0.327 (-0.830)	-3.503 (-0.686)	-3.719 (-0.728)
<i>Indep_per</i>	-1.138 (-0.975)	-1.100 (-0.945)	-14.826 (-0.911)	-14.703 (-0.901)
<i>Dual</i>	0.056 (0.510)	0.056 (0.506)	0.653 (0.426)	0.652 (0.424)
<i>Top1</i>	-1.320*** (-3.510)	-1.243*** (-3.337)	-19.203*** (-3.616)	-18.257*** (-3.440)
<i>State</i>	-1.334*** (-8.012)	-1.420*** (-8.598)	-17.695*** (-8.163)	-18.821*** (-8.690)
<i>Lnasset</i>	0.541*** (9.449)	0.541*** (9.509)	7.620*** (9.186)	7.608*** (9.159)
<i>ROE</i>	2.109** (1.995)	2.103** (2.018)	24.644*** (2.971)	25.138*** (3.021)
<i>Lev</i>	-2.178*** (-6.131)	-2.158*** (-6.119)	-29.510*** (-5.986)	-29.269*** (-5.939)
<i>Growth</i>	-0.179 (-1.578)	-0.170 (-1.536)	-2.269 (-1.409)	-2.212 (-1.378)
<i>Separation</i>	0.355 (0.525)	0.270 (0.399)	5.812 (0.632)	4.912 (0.534)
<i>Cashdiv</i>	0.269 (0.864)	0.256 (0.821)	3.645 (0.901)	3.511 (0.865)
<i>PBratio</i>	-0.047 (-1.361)	-0.045 (-1.325)	-0.480 (-1.208)	-0.474 (-1.196)
<i>FCF_sales</i>	-0.284** (-2.156)	-0.288** (-2.231)	-4.097** (-2.121)	-4.190** (-2.171)
<i>Constant</i>	-12.898*** (-7.712)	-12.708*** (-7.644)	-183.876*** (-7.711)	-181.680*** (-7.630)
<i>Year/Ind</i>	控制	控制	控制	控制
<i>Observation</i>	6348	6348	6348	6348
<i>Pseudo R²</i>	0.120	0.117	0.059	0.058

注: 括号内为t值, *, **, ***分别表示10%、5%、1%的显著性水平, 标准误经过异方差调整。下同。

2. 大股东股权质押与股份回购实际完成情况^①

表5 报告了假说 H2 的检验结果。结果显示, 在回购样本考察中, *Pledge_dum* 和 *Pledge_per* 的系数均不显著, 控制变量系数的显著性相比于全样本也有所下降。可

^① 本文讨论的股份回购实际完成情况, 主要针对 *Actpro_sh*(股份回购实际完成股数比例)和 *Actpro_val*(股份回购实际完成金额比例)两个指标。此外, 为便于读者全面了解, 本文还报告了基于 *Lnact_am*(实际回购股数)的回归结果。需要指出的是, 文中考察的假说 H3 和 H4, 实际上是对假说 H2 的异质性检验及探索性分析。

以上内容仅为本文档的试下载部分，为可阅读页数的一半内容。如要下载或阅读全文，请访问：<https://d.book118.com/257123122003006122>