

控股股东高质押率下的公司股份回购^{*}

——“伪市值管理工具”还是“价值信号”

沈红波 洪康隆 支露静^①

摘要：在高股权质押率的背景下，控股股东会利用公司回购预案向市场发出信号以提振股价，缓解股价下行导致的控制权转移风险。然而，公司在回购期内可能并不实际执行股份回购，形成虚假式回购。本文以 2012—2020 年我国沪深 A 股上市公司为样本，探讨了控股股东股权质押率对公司回购决策的影响。研究发现，控股股东股权质押率高的公司，发布虚假式回购预案的倾向更高；但该预案对股价崩盘风险并没有抑制效果，因为机构投资者可以识别出虚假式回购，并进行减持。这就意味着，虚假式回购信息的发布只会使中小投资者增持，进而遭遇股价崩盘的风险。进一步研究发现，“伪市值管理工具”能较好地用来解释控股股东高质押率公司发布虚假式回购预案的动机。本文不仅为中小投资者识别伪市值管理提供了实证证据，同时为规范上市公司股份回购行为，加强中小投资者保护提供了政策建议。

关键词：虚假式回购；伪市值管理；股权质押；控股股东

中图分类号：F832

文献标识码：A

DOI:10.13490/j.cnki.frr.2022.04.005

一、引言

相比银行贷款和股份减持，控股股东股权质押融资因具有程序简单、成本较低、不削弱控制权等优点（谢德仁等，2016），逐渐成为我国资本市场一个常用的融资工具。根据Wind数据库的统计，截至2020年年末，我国沪深两市4319家上市公司中有1707家公司控股股东曾参与股权质押，占比约40%，质押总股数达2866.11亿股，控股股东股权平均质押率^②为41.73%。然而，高质押率的控股股东在股价下行时，可能面临其质押的股份被强制平仓而带来的控制权转移风险。例如，2019年6月起，金正大（002470，SZ）控股股东临沂金正大在98.53%的高质押

^① 沈红波，会计学博士，教授，复旦大学经济学院，联系方式：shenhb@fudan.edu.cn；洪康隆，硕士研究生，复旦大学经济学院；支露静，硕士研究生，复旦大学经济学院。作者感谢匿名审稿人的意见，文责自负。

^② 控股股东股权质押率 = 控股股东质押股数 / 控股股东持有股数。

^{*} 本文受到上海国际金融与经济研究院基金项目“后疫情时期的中小企业融资约束与债券市场发展”的资助，项目批准号 SIIFE2021。

率下触发违约条款,导致其质押的股份多次被强制平仓,7.46%的上市公司股权被强制司法拍卖。因此,控股股东会采取各种市值管理手段保护其控制权,甚至动用公司资源,对公司决策过程产生影响(La Potra等,1999;谢德仁等,2016)。

市值管理是一种将企业经营发展、资本市场运作、利益相关方管理三方面相结合的战略管理模式,旨在促使股价充分反映公司内在价值,努力实现以内在价值为支撑的公司总市值最大化的管理活动。市值管理主要分为三类:致力于企业经营发展的市值管理,如剥离不良资产、业务拆分等行为;致力于资本市场运作的市值管理,如并购重组、大股东增持等行为;致力于利益相关方的市值管理,如投资者见面会、分析师座谈会等行为。股份回购则是其中常用的市值管理工具,是指公司向股东支付现金或财产以换回部分发行在外的股票。随着2018年《公司法》的修订和2019年《上市公司回购股份实施细则》(下文简称《细则》)的发布,维护市值已被纳入上市公司回购股份的合理适用情形。据Wind数据库的统计,2018年和2019年发布公开市场股份回购预案的上市公司分别有392家和325家。从公司在预案中对回购目的的表达来看,大多都是基于“对公司未来发展的信心和对公司价值的认可,为维护中小投资者利益”进行回购。以往的研究也发现,股份回购不仅在实际执行时能通过吸收抛售压力起到支撑公司股价的作用(Cook等,2004;Ginglinger和Hamon,2007),而且回购预案也会发出股价被低估的价值信号,并能得到积极的市场反馈,起到稳定投资者预期的作用(Ikenberry等,1995;Chan等,2014)。

然而,我国资本市场中存在上市公司、实控人与基金公司等利益相关方相互勾结,利用资金、信息优势操纵股价的伪市值管理现象。上市公司既然可以通过利益相关方操纵股价来达到伪市值管理目的,那么,是否也有可能把股份回购作为实现伪市值管理的工具呢?Chan(2018)等的研究发现,控股股东高质押率的公司更有可能发起回购计划,以缓解追加保证金的压力。在我国,具有伪市值管理需求的高质押率控股股东对发布公开市场回购预案也非常青睐。首先,公开市场回购赋予了控股股东和公司较强的灵活性。《细则》仅规定回购期最长不超过12个月,而对回购期内何时回购,回购比例则未予明确;上市公司可以发布预案释放利好提振股价,并在一年内自主决定回购进度。因此,对控股股东来说,让上市公司发布回购预案更多是为获得回购股份的权力,而非向市场承诺履行回购股份的义务。其次,发布股份回购预案具有程序简单、成本较低的优点。对于高质押率的控股股东来说,往往存在较强的提振股价的紧迫感;而按照《细则》规定,上市公司发布股份回购预案仅需董事会通过,而无需股东大会通过,因而有利于控股股东在短期内向市场释放积极信号。最后,上市公司发布股份回购预案违规成本较低。上市公司发布股份回购预案后如果不予实际执行,可以借口宏观环境和行业发展状况的变化,来逃避监管的惩处。

基于上述原因,一些公司利用市场对回购的积极反应,在巨大的股价下行压力下启动回购计划,只是通过发出虚假信号进行伪市值管理。实践中,在回购期届满时以各种理由终止股份

回购计划或实际回购金额远不及计划下限而形成虚假式回购的公司,普遍存在较高的控股股东股权质押率。以金正大(002470, SZ)为例。2019年1月,金正大发布公告,以集中竞价交易的方式回购公司股票;时隔一年,在其股价连续下跌约62%,而又一股未购的情况下,公司却以“市场流动性趋紧、外部融资环境困难、行业发展状况发生较大变化”为由,宣告终止股份回购计划。也就是说,股份回购预案沦为了控股股东误导中小投资者,进行伪市值管理,牟取私利的工具。为避免此类情况的发生,2021年7月6日,中办、国办发布了《关于依法从严打击证券违法活动的意见》,证监会主席明确指出,市场各方对以市值管理之名行操纵市场之实等违法行为比较关注,证监会将会同公安机关坚决打击伪市值管理等违法行为,切实净化市场生态。

高质押率公司发布的回购预案真实度如何?其回购决策是传递公司管理层认为股价被低估的“价值信号”,还是控股股东为缓解强制平仓风险、误导中小投资者的“伪市值管理工具”?这是本文将要探讨的问题。本文以2012—2020年我国沪深A股上市公司为样本,实证检验了控股股东股权质押率对公司回购决策的影响及决策产生的效果。研究发现,控股股东股权质押率高的公司发布虚假式回购预案的倾向更高;但虚假式回购预案对股价崩盘风险并没有抑制效果,机构投资者通常能识别并进行减持。因此,虚假式回购的发布只会导致中小投资者的增持,进而使中小投资者面临较高的股价崩盘风险。研究还发现,“伪市值管理工具”能较好地解释高质押率的控股股东发布虚假式回购预案的动机;此外,在控股股东对中小股东利益侵占较为严重的公司中,控股股东高质押率更有可能催生虚假式回购。

本文的创新点主要体现在以下三个方面:一是不同于以往对股份回购的研究多集中在公司实施股份回购的动机及其市场反应(Ikenberry等,1995;Dittmar,2000;Chan等,2010;Chan等,2018;Manconi等,2019;Lee等,2020),并未考虑股份回购的真实性;本文则从股份回购完成率^①的角度将股份回购区分为真实回购和虚假式回购,并发现两者的动机完全不同,真实回购预案通过释放价值信号使得股价崩盘风险得到缓解,而虚假式回购仅仅是控股股东伪市值管理的工具。二是本文拓展了对股份回购市场反应的相关研究。本文通过对比真实回购和虚假式回购不同的市场反应,发现虚假式回购对股价崩盘风险并没有抑制效果,机构投资者会识别出虚假式回购并进行减持,因此,只有中小投资者可能面临较大的股价崩盘风险。三是以往的研究

^① Chan等(2010)认为,股份回购的事后完成率难以衡量管理层的意图,主要基于环境变化和预案直接提振股价两点原因。对于环境变化的原因,在美国,公开市场回购通常需要数年时间,环境很容易发生变化,从而改变最初激励管理层回购的经济原因。相比之下,我国公开市场回购期限最长不超过12个月,环境发生变化的可能性会大幅下降。此外,本文在稳健性检验中也考虑了外部环境可能存在的变化。对于预案直接提振股价的原因,Chan等(2010)认为,某只被低估的股票在公司发布预案后,股价可能迅速提升到了合理水平,导致公司回购成本的大幅上升,而公司原本希望借助回购提振股价的目的已经达到,就没有动力继续回购股票。针对此问题,本文进行了稳健性检验,剔除了回购预案发布后至回购期届满股价上涨超过15%的样本,原结论仍保持稳健。

究仅提出了股份回购决策可能源于公司决策者的私利行为,例如与每股收益挂钩的CEO奖金结构(Cheng等,2015)、管理层拥有股票期权(Chan等,2010)等;而本文则从大股东与中小股东代理冲突角度进一步揭示了“质押-回购”的正相关关系源于控股股东侵占中小股东利益的伪市值管理。

二、理论分析和研究假说

(一) 虚假式回购的动机:控股股东股权质押

为了剖析虚假式回购现象产生的原因及其后果,本文首先从动机的角度展开论述,以证明高质押率的控股股东出于伪市值管理,存在让公司发布虚假式回购预案的动机。国内外对上市公司实施股份回购动机的研究,主要有价值信号传递假说、自由现金流假说、杠杆调整假说和反收购假说。其中,由Vermaelen(1981)最早提出的价值信号传递假说对公司股份回购决策的解释能力最强(Dittmar,2000)。该假说认为,在信息不对称的背景下,上市公司会通过股份回购向市场传递公司股价被低估的信号,提振投资者对公司未来价值的信心。从实际效果看,实施股份回购的公司股价在预案公告发布后(短期)和未来几年内(长期)都存在正向的超额收益,且在价值型股票中更为明显,表现为股票价值从被低估回归到合理水平(Peyer和Vermaelen,2009;Manconi等,2019)。Chan等(2004)认为,回购预案发布后,如果股价没有得到提振,公司也会出于股价被低估的考虑回购更多的股票。不过,如果公司发布股份回购预案后,在股价没有得到明显提振、回购成本没有明显上升的情况下,最终放弃了回购股票,则很难用价值信号传递假说来解释。

近年来,一些非公司基本面的因素在股份回购决策中起到的作用正逐步受到关注。例如,公司决策主体可能因自身利益对公司股份回购行为产生影响。Fried(2005)最早提出公司发布公开市场股份回购预案可能是公司决策者故意释放的虚假价值信号。例如,拥有大量股票期权的管理层,会利用回购公告误导投资者来推高股价(Chan等,2010)。同样,Cheng等(2015)研究也表明,当CEO的奖金直接与每股收益挂钩时,公司更有可能实施股份回购,但此类公司的股价不会表现出正向的长期超额收益。相比管理层,握有公司所有权的控股股东在公司决策中拥有更强的主导权(Claessens等,2002),Chan等(2018)将视角由管理层转向控股股东,发现存在股权质押的控股股东,有动机发起回购计划以获取私人利益。

因此,本文从控股股东股权质押的角度考虑公司发布虚假式回购的动机。现有关于股权质押的研究主要基于控制权转移风险以及第二类代理问题。从控制权转移风险的角度出发,当股价大幅下跌时,高质押率的控股股东可能会通过各种市值管理手段维稳股价,抑制控制权转移的风险。例如,上市公司可能通过选择性信息披露(李常青和幸伟,2017)、高送转股利政策(廖珂等,2018)、策略性慈善捐赠(胡珺等,2020)等行为,向投资者传递利好信息,起到提

振投资者信心的效果,抑制公司股价下行。股份回购作为一种市值管理手段,高质押率的控股股东同样可能存在通过发布回购预案,向市场传递积极信号以提振股价,缓解强制平仓风险的动机。从第二类代理问题的角度出发,股权质押后,表决权仍在控股股东手中,将导致控股股东现金流权明显小于表决权,引发第二类代理问题(Lee和Yeh, 2004)。控股股东面临的强制平仓风险驱使其不合理地使用公司资产以维持股价,导致控股股东的侵占效应和掏空动机被强化,损害公司价值(郝项超和梁琪, 2009; 郑国坚等, 2014)。高质押率的控股股东可能侵占中小股东利益,向投资者发布虚假的价值信号,误导中小股东买入股票以提振股价,以保证自身股权质押融资的安全。虚假式回购预案成为控股股东进行伪市值管理,侵占中小股东利益的一种手段。基于以上论述,本文提出假设1。

H1: 控股股东股权质押比例越高,公司股份回购的真实度越低。

(二) 虚假式回购的效果: 对股价崩盘风险的抑制作用

进一步对比公司做出的真实回购与虚假式回购决策后可以发现,两者对控股股东因股权质押导致的股价崩盘风险具有不同的抑制效果。夏常源和贾凡胜(2019)的研究发现,控股股东股权质押显著增加公司股价崩盘风险的原因在于,较低的市场信息透明度,使投资者无法有效理解控股股东股权质押背后的信息和战略意图,反而可能对控股股东的掏空动机产生担忧,造成公司风险的积累;而股份回购是管理层对公司未来发展拥有较大信心的体现,能向投资者传递股价被低估的积极信号,提振投资者对公司的信心,吸引投资者买入公司股票(Ikenberry等, 1995)。但是,上市公司发布股份回购预案并不等于承担了立刻回购股份的义务,而仅仅是一种“廉价”的信号,公司有权根据实际情况调整股份回购的数量和进度。因此,只有当公司实际实施回购后,价值信号的效果才会更强,才能被市场更好地接受,公司股价的提振效果也才会更明显。

对于真实回购的公司,一方面,其通过实际实施股份回购,向投资者传递了较强的承诺效果和价值信号,减轻了投资者对低信息透明度的担忧,从而使未来股价崩盘的风险得到释放;另一方面,在实际实施股份回购的过程中,也能吸收抛售压力,支撑股价,对高质押率带来的股价崩盘风险起到抑制作用。相反,对于虚假式回购的公司,投资者只能接收到股份回购预案这一“廉价”的信号,而其迟迟不实际实施回购则无法缓解投资者对控股股东股权质押的担忧,无法抑制股权质押对股价崩盘风险的效果。虚假式回购只是控股股东为缓解股价下跌“饮鸩止渴”的做法,即使预案公告日后股价得到短期提振,因虚假式回购预案公告而买入股票的投资者仍可能遭遇较大的股价下跌风险。基于以上论述,本文提出假设2。

H2: 真实回购能抑制股权质押对股价崩盘风险的效果,但虚假式回购的公司不能。

(三) 虚假式回购的识别: 机构投资者增减持

基于假设1和假设2的分析,虚假式回购在发布动机和市场效果上与真实回购存在差异,但

是两者在预案内容上一般没有明显的差异。本文关注机构投资者能否识别虚假式回购预案并做出对应的投资决策。已有研究表明,机构投资者拥有较完备的专业知识和强大的信息分析能力,他们能够使用先进的模型和方法进行分析,对公司会计信息的理解能力也高于个人投资者。Balsam等(2002)研究表明,成熟的机构投资者比个人投资者能更好地识别盈余操纵行为,并做出相应的投资决策;同时,机构投资者相比个人投资者具有较强的信息优势,可以利用其信息渠道进行信息搜寻而获取私有信息,帮助其做出更好的决策。例如,机构投资者能够提前获取上市公司重大股权收购相关信息并做出准确反应(黄顺武等,2015)。

本文认为,机构投资者能凭借其专业知识、分析能力和信息优势识别出高质押率公司发布的回购预案不是积极的价值信号,并在回购预案发布后进行减持;而众多中小投资者则沦为虚假式回购公司进行伪市值管理的主要误导对象,上市公司股票更多从机构投资者持有转为中小投资者(个人投资者)持有。基于以上论述,本文提出假设3。

H3: 机构投资者能及时识别虚假式回购,并在回购预案发布后进行减持。

三、研究设计

(一) 关键变量的度量

1. 控股股东股权质押

衡量控股股东股权质押的指标通常有两类,分别是控股股东是否存在股权质押(*Pledge_dummy*)和控股股东股权质押比率(*Pledge_ratio*)(夏常源和贾凡胜,2019)。本文认为,对质押比例不同的控股股东来说,其面临的控制权转移风险的大小存在明显不同,质押比例较小的控股股东如果面临股价下行,可以通过补充质押的方式降低预警线和强制平仓线,避免违约导致的控制权转移风险,因此,控股股东股权质押比率(*Pledge_ratio*)更能反映控股股东面临强制平仓压力的强弱。本文亦选取控股股东股权质押比率(*Pledge_ratio*)作为控股股东股权质押的代理变量,而在稳健性检验中,则选取控股股东是否存在股权质押(*Pledge_dummy*)作为控股股东股权质押的代理变量。

2. 股份回购真实度

本文从股份回购完成率的角度考虑公司股份回购的真实度。一方面,对上市公司来说,发布股份回购预案无需过多成本,但实际实施股份回购则需要公司拿出自有资金以支撑股价,其成本明显高于仅发布回购预案,因此虚假式回购公司难以完成预案中披露的拟回购数量;另一方面,我国公开市场回购期限最长不超过12个月,回购期限内环境发生变化的可能性较低,最初激励管理层回购的经济原因被改变的可能性较小。因此,本文认为,若股份回购完成率较低,说明上市公司在发布股份回购预案时并没有实际实施股份回购的意图,即可确定该回购是

虚假式回购。此外,为避免宏观经济、市场、行业等环境因素对股价产生影响,本文依据回购期间同行业股价增长率的均值将全部样本进行了分组回归的稳健性检验。

本文把回购完成后实际回购所用资金占预计回购资金的比例低于50%,或回购停止实施或失效的回购,定义为虚假式回购, *Repurchase1*赋值为0;反之为真实回购, *Repurchase1*赋值为1。此外,本文还以回购完成后实际回购所用资金占预计回购资金的比例度量股份回购的真实度 (*Repurchase2*), *Repurchase2*的值越大,说明公司股份回购越真实。

也有观点 (Chan等, 2010) 认为,某只被低估的股票在公司发布回购预案后,股价可能迅速提升到了合理水平,导致公司回购成本大幅上升,而公司原本希望借助回购提振股价的目的已经达到,也可能导致其放弃实际回购。为避免此类问题的干扰,本文在稳健性检验中剔除了回购预案发布后至回购期届满股价出现较大幅度上涨的样本。

(二) 数据来源与样本

本文选取2012—2020年沪深A股上市公司作为研究对象,股份回购真实度数据来自Wind数据库,其余数据来自国泰安CSMAR数据库^①,并对所有连续变量进行了1%水平的缩尾 (Winsorize) 处理,以剔除极端值的影响。对于研究样本,本文还进行了如下处理:(1) 仅保留回购方式为“集中竞价交易”且项目实施进度为“完成”“停止实施”或“终止”的样本;(2) 剔除了股份回购预案中未披露拟用于回购资金数量的样本;(3) 剔除了金融类公司样本;(4) 剔除了数据缺失的样本。最终得到了966个样本^②。

(三) 实证模型与变量定义

为验证假设1,本文构建如下回归模型:

$$Repurchase_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 Pledge_ratio_{i,t} + \beta_i Controls_{i,t} + IndustryFEs + YearFEs + \varepsilon_{i,t} \quad (1)$$

模型 (1) 用于检验控股股东股权质押对公司回购真实度的影响。式中, *Repurchase* 表示公司股份回购真实度, *Pledge_ratio* 表示控股股东股权质押率。公司股份回购真实度取 *Repurchase1* 时,由于其为虚拟变量,本研究采用Probit回归模型;公司股份回购真实度取 *Repurchase2* 时,由于其存在“0—1”上下限,本研究采用Tobit回归模型。根据假设1,预计 β_1 系数显著为负。本文控制变量的选取主要参考何瑛等 (2016) 的相关研究,控制了公司财务特征,包括公司规模 (*Size*)、资产负债率 (*Lev*)、经营业绩 (*ROE*)、资产流动性 (*Liq*)、成长机会 (*Growth*)、现金持有水平 (*Cash*)、股息分配率 (*Payout*)、市净率 (*PB*),公司治理特征变量包括控股股东控制权 (*Ctrl*)、股权集中度 (*Owns5*),模型控制了行业、年度效应。变量具体定义见表1。

^① 因 Wind 数据库的控股股东股权质押数据在 2014 年及以前存在大量缺失值。故未采用 Wind 数据库数据。

^② 由于全样本中存在两家公司财务数据披露不全,主回归采用其余 964 家公司作为样本。

表 1：主要变量定义

变量类型	变量名称	变量符号	变量定义
被解释变量	股份回购真实度	<i>Repurchase1</i>	虚假式回购记为 0，真实回购记为 1
		<i>Repurchase2</i>	实际回购所用资金占预计回购资金的比例
	股价崩盘风险	<i>Ncskew</i>	负收益偏态系数（分市场加权平均法）
	机构投资者增减持	<i>Institution1</i>	预案公布日后第一个季度末机构投资者持股比例减去前一季度末机构投资者持股比例（%）
		<i>Institution2</i>	回购结束日前一个季度末机构投资者持股比例减去预案公布日前一个季度末机构投资者持股比例（%）
核心解释变量	控股股东股权质押	<i>Pledge_ratio</i>	控股股东股权质押比例，即控股股东质押股数与总持股数之比
调节变量	真实股份回购	<i>True_repur</i>	公司实施真回购记为 1，反之记为 0
	虚假式股份回购	<i>Fake_repur</i>	公司实施虚假式回购则记为 1，反之记为 0
控制变量	公司规模	<i>Size</i>	公司总资产取自然对数
	经营业绩	<i>ROE</i>	公司净资产收益率，即净利润与净资产之比
	股息分配率	<i>Payout</i>	每股股利与每股收益之比
	现金持有水平	<i>Cash</i>	货币资金总额 / 总资产
	股权集中度	<i>Owns5</i>	前五大股东所持股份占总股本的比例
	资产负债率	<i>Lev</i>	公司本年度期末总负债 / 总资产
	市净率	<i>PB</i>	每股股价与每股净资产账面价值之比
	控股股东控制权	<i>Ctrl</i>	控股股东持股数与公司总股本之比
	资产流动性	<i>Liq</i>	流动比率，即流动资产与流动负债之比
	成长机会	<i>Growth</i>	营业收入增长率

为验证假设2，本文构建如下回归模型：

$$Ncskew_{i,t} = \alpha_0 + \alpha_1 Pledge_ratio_{i,t} + \alpha_2 True_repur_{i,t} + \alpha_3 Pledge_ratio_{i,t} \times True_repur_{i,t} + \alpha_i Controls_{i,t} + IndustryFES + YearFES + \varepsilon_{i,t} \quad (2)$$

$$Ncskew_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 Pledge_ratio_{i,t} + \beta_2 Fake_repur_{i,t} + \beta_3 Pledge_ratio_{i,t} \times Fake_repur_{i,t} + \beta_i Controls_{i,t} + IndustryFES + YearFES + \varepsilon_{i,t} \quad (3)$$

为检验回购预案发布对股价崩盘风险的抑制效果，本文使用倾向得分匹配法（PSM）为发布回购预案的公司寻找配对样本。根据何瑛等（2016）的研究，上市公司是否宣告市场股份回购主要取决于经营业绩、股利支付水平、现金持有水平和股权集中度，因此本文选取公司规模（*Size*）、经营业绩（*ROE*）、股利支付水平（*Payout*）、现金持有水平（*Cash*）和股权集中度（*Owns5*）、行业（*Industry*）和年份（*Year*）作为协变量，预测公司发布回购预案的概率，同时控制行业和年度固定效应，运用最近邻匹配法一对一进行无放回匹配，最终得到倾向得分差异在 $\pm 20\%$ 以内的配对样本。其中，真实回购公司及其配对样本668组，虚假式回购公司及其配对样本236组。对于回购样本及配对样本，相应的公司特征对应的公司是否发布回购预案的事前概率是接近的。

模型（2）选取发布真回购预案的公司样本及其配对样本，检验发布真回购预案的公司相比没有发布回购预案的公司，抑制股权质押对股价崩盘风险的效果。借鉴 Chen等（2001）、Kim等（2011）对股价崩盘风险的度量方式，本文使用预案发布日当年年末该股价负收益的偏

态系数 $Ncskew$ 作为代理变量。变量 $True_repur$ 表示公司是否发布真回购预案。根据假设2, 预计 α_3 显著为负。

模型(3)选取发布虚假式回购预案的公司样本及其配对样本, 检验发布虚假式回购预案相比没有发布回购预案的公司, 抑制股权质押对股价崩盘风险的效果。变量 $Fake_repur$ 表示公司是否发布虚假式回购预案。根据假设2, β_3 预计不显著异于零。

为验证假设3, 本文构建如下检验机构投资者对股份回购真实度识别效果的回归模型:

$$Insitution_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 Repurchase_{i,t} + \beta_i Controls_{i,t} + IndustryFEs + YearFEs + \varepsilon_{i,t} \quad (4)$$

式中, 变量 $Insitution$ 表示机构投资者增减持。如果机构投资者能识别虚假式回购, 应在预案发布日后回购结束日前减持该上市公司的股份, 且虚假式回购公司的机构投资者减持比例应显著高于真实回购公司。根据假设3, 预计 β_i 系数显著为正。

四、实证结果

(一) 描述性统计

表2列示了2012—2020年真假回购的年份分布。表2显示, 我国大部分股份回购集中于2018年及以后, 表明2018年《公司法》的修订和2019年《细则》的发布对上市公司股份回购起到了较好的激励效果。

表 2: 样本年份分布

	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	合计
已完成回购样本数	13	15	10	36	9	35	392	325	131	966
真回购样本数	7	7	5	14	7	26	269	264	119	718
虚假式回购样本数	6	8	5	22	2	9	123	61	12	248
真回购比例(%)	53.85	46.67	50.00	38.89	77.78	74.29	68.62	81.23	90.84	74.33
实际回购所用资金 占回购预告所用资金比例均值(%)	56.61	39.03	48.25	39.02	75.79	68.60	56.43	59.02	73.65	59.26

在所有股份回购中, 真实回购占比74.33%, 约四分之一的股份回购为虚假式回购, 表明虚假式回购是我国资本市场一个不可忽视的问题。2015年和2018年, 我国股票市场大幅调整, 上市公司市值管理需求更为迫切, 实施股份回购的上市公司较上年明显增多, 发布虚假式回购预案的现象也更为普遍。由于2020年发布预案的股份回购仍有一部分处于实施状态, 因此样本数明显少于2018和2019年。

表3列示了全样本变量的描述性统计。2012—2020年间, 发布股份回购预案的公司控股股东平均质押率为33.9%, 存在的强制平仓风险不可忽视。控股股东持股比例平均为30.2%, 前5大股东持股比例平均为51.4%, 控制权较为集中, 与已有文献所述控股股东对公司决策具有较强的主导权相一致。

表3：描述性统计

变量	样本数	平均值	标准差	最小值	中位数	最大值
<i>Repurchase1</i>	966	0.743	0.437	0.000	1.000	1.000
<i>Repurchase2</i>	966	0.593	0.304	0.000	0.564	1.000
<i>Pledgeratio</i>	966	0.339	0.311	0.000	0.297	1.000
<i>Institution1</i>	966	-0.075	3.624	-10.859	-0.028	14.690
<i>Institution2</i>	966	-0.305	4.433	-12.812	-0.303	16.761
<i>Ncskew</i>	966	-0.229	0.845	-4.647	0.320	3.960
<i>Size</i>	964	22.593	1.232	20.338	22.411	26.623
<i>ROE</i>	964	0.069	0.134	-0.750	0.080	0.340
<i>Payout</i>	964	0.300	0.343	0.000	0.213	1.916
<i>Cash</i>	964	0.164	0.102	0.008	0.143	0.703
<i>Owns5</i>	966	0.514	0.137	0.190	0.518	0.834
<i>Lev</i>	964	0.398	0.182	0.069	0.387	0.846
<i>PB</i>	964	2.414	1.569	0.512	1.974	9.264
<i>Ctrl</i>	966	0.302	0.129	0.077	0.289	0.659
<i>Liq</i>	964	2.336	1.781	0.474	1.779	11.268
<i>Growth</i>	964	0.285	0.730	-0.602	0.111	5.162

(二) 真假回购的单变量分析

表4列示了单变量分析结果。其中，Panel A对比了发布真回购和假回购的公司相关变量的差异，从中可以发现，发布真回购预案的公司控股股东股权质押率在1%水平下显著低于发布虚假式回购预案的公司控股股东的股权质押率，假设1由此得到初步验证。此外，真回购公司的机构投资者的增持比例也显著高于虚假式回购公司，假设3由此得到初步验证。

表4：真假回购的单变量分析

变量	Panel A: 真回购 - 虚假式回购			Panel B: 真回购 - 配对样本			Panel C: 假回购 - 配对样本		
	真回购	假回购	mean-diff	真回购	配对	mean-diff	假回购	配对	mean-diff
<i>Pledge_ratio</i>	0.320	0.396	-0.076***	0.284	0.215	0.069***	0.403	0.213	0.190***
<i>Institution1</i>	0.053	-0.447	0.500*						
<i>Institution2</i>	-0.115	-0.860	0.745**						
<i>Ncskew</i>				-0.278	-0.432	0.154***	-0.088	-0.394	0.306***
<i>Size</i>	22.549	22.723	-0.175*	22.520	22.580	-0.060	22.682	22.661	0.021
<i>ROE</i>	0.079	0.040	0.039***	0.075	0.067	0.009	0.041	0.047	-0.006
<i>Payout</i>	0.295	0.315	-0.020	0.258	0.268	-0.010	0.304	0.266	0.038
<i>Cash</i>	0.168	0.158	0.010	0.168	0.177	-0.010	0.154	0.151	0.003
<i>Owns5</i>	0.519	0.503	0.016	0.516	0.514	0.002	0.502	0.485	0.017
<i>Lev</i>	0.392	0.414	-0.022	0.394	0.457	-0.063***	0.411	0.481	-0.070***
<i>PB</i>	2.455	2.294	0.161	2.519	3.599	-1.040***	2.319	2.987	-0.668***
<i>Ctrl</i>	0.304	0.296	0.008	0.303	0.333	-0.301***	0.295	0.307	-0.011
<i>Liq</i>	2.409	2.125	0.284**	2.410	2.180	0.230**	2.141	1.958	0.183
<i>Growth</i>	0.301	0.241	0.060	0.330	0.363	-0.033	0.228	0.313	-0.085

注：*、**和***分别表示均值t检验的 $p<0.10$ 、 $p<0.05$ 和 $p<0.01$ 。

Panel B和Panel C对比了发布回购预案的公司及其配对样本相关变量的差异：相比未发布回购预案的公司，发布股份回购预案的公司在1%水平下存在显著较高的股价崩盘风险，反映

出这些公司实施股份回购的必要性。此外, 回购样本和配对样本在配对变量(公司规模、经营业绩、股利支付水平、现金持有水平和股权集中度)上均没有显著差异, 同样验证了股价崩盘风险的差异不是公司特征层面的因素引起的。

(三) 控股股东股权质押与股份回购真实度

表 5: 控股股东股权质押与股份回购真实度

	(1) <i>Repurchase1</i>	(2) <i>Repurchase2</i>	(3) <i>Repurchase1</i>	(4) <i>Repurchase2</i>
<i>Pledge_ratio</i>	-0.606*** (-4.03)	-0.160*** (-4.75)	-0.494*** (-3.06)	-0.121*** (-3.43)
<i>Size</i>			-0.131** (-2.42)	-0.005 (-0.44)
<i>ROE</i>			1.392*** (3.91)	0.332*** (4.00)
<i>Payout</i>			-0.244* (-1.79)	-0.040 (-1.30)
<i>Cash</i>			0.091 (0.17)	0.102 (0.92)
<i>Owns5</i>			0.158 (0.29)	0.031 (0.27)
<i>Lev</i>			0.740* (1.66)	0.112 (1.15)
<i>PB</i>			-0.041 (-1.07)	-0.006 (-0.78)
<i>Ctrl</i>			0.182 (0.34)	0.084 (0.72)
<i>Liq</i>			0.078* (1.85)	0.017 (1.94)
<i>Growth</i>			0.090 (1.25)	0.014 (0.95)
<i>Constant</i>	0.395 (0.55)	0.690*** (4.13)	2.450* (1.80)	0.604** (2.03)
<i>Industry</i>	控制	控制	控制	控制
<i>Year</i>	控制	控制	控制	控制
Observations	951	964	951	964
Pseudo R ²	0.086	0.139	0.109	0.172

注: 括号内为回归系数对应的 z 值/t 值, *, ** 和 *** 分别表示均值 t 检验的 $p < 0.10$ 、 $p < 0.05$ 和 $p < 0.01$ 。

表5汇报了模型(1)的回归结果, 模型中控制了行业和年度的固定效应。表5的第(1)列和第(3)列分别汇报了股份回购真实度采用虚拟变量(*Repurchase1*)在未加入控制变量和加入控制变量的回归结果: 未加入控制变量的控股股东股权质押(*Pledge_ratio*)的回归系数为-0.606, 在1%水平下显著; 加入控制变量后, 控股股东股权质押(*Pledge_ratio*)的回归系数为-0.494, 在1%水平下显著。表5的第(2)列和第(4)列分别汇报了股份回购真实度采用连续变量(*Repurchase2*)的回归结果, 控股股东股权质押(*Pledge_ratio*)的回归系数也均在1%水平下显著为负。上述结果表明, 控股股东股权质押比例更高的公司更倾向于采用虚假式回购, 假设H1得到验证。

(四) 真假股份回购预案对股价崩盘风险的抑制效果

表6的第(1)和第(3)列汇报了控股股东股权质押对股价崩盘风险的影响。与夏常源和

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/506151221003010145>