

公开市场回购股份行为提升了股价稳定性吗？

徐 晟 阚沂伟

(中南财经政法大学 金融学院,湖北 武汉 430073)

摘要:自2018年放开对股份回购的约束以来,我国上市公司公开市场股份回购市场快速发展,回购行为突增。本文基于2018年第一季度至2019年第四季度上市公司公开市场股份回购数据,探讨股份回购行为对股价稳定性的影响,研究结果表明:上市公司公开市场股份回购行为能够显著降低股票价格的波动率和振幅,有效提高了股票价格稳定性。具体而言,当上市公司出于提振股价的目的开展股份回购时,股价稳定作用更显著。机制分析表明,股份回购主要通过提振投资者信心和降低分析师预测偏差促进股票价格稳定。进一步研究发现,相较于牛市行情,股份回购行为在熊市行情中对股价稳定的作用更显著;通过对股价波动率进行分解发现,股份回购行为稳定股价的作用主要体现在降低股票价格的异质性波动。本文的研究丰富了股份回购和股价稳定的相关研究,对股份回购以及资本市场风险防范相关政策的制定提供了一定的参考。

关键词:股份回购;股价稳定;市场信心;异质性波动

中图分类号:F832.51 **文献标识码:**A **文章编号:**1003-5230(2022)03-0060-14

一、引言

党的十九大报告明确提出“防范化解系统性金融风险和维护金融稳定”,突出强调了降低系统性风险、促进金融稳定的重要性。2020年中央政治局工作会议强调了坚持稳中求进工作总基调,并提出全面做好“六稳”工作。金融作为国家发展的重要推动力,其稳定关乎国家安全。稳金融,作为“六稳”工作之一,具有重要意义。相比国外成熟的股票市场,我国股票市场仍存在股价波动频率高、波动幅度大等问题^[1],如2014~2016年间股市发生异动,股票市场连续经历了暴涨、暴跌两个过程——上证指数在不到一年的时间内上涨152%(2014年7月至2015年6月),继而又在接下来的半年经历了三次崩盘事件,上证指数跌去49%(2015年6月至2016年1月)^[2]。剧烈的股价波动不仅不利于投资组合分散风险,削弱了套利者纠正市场偏差的能力,还动摇了投资者对市场的信心,影响股票市场健康发展。构建稳定的资本市场是我国面临的重要任务之一,而厘清股价波动的影响因素对实现股价稳定、防范化解金融风险大有裨益。

股份回购制度作为一种重要且常见的公司金融行为,对提升公司股价、稳定控制权、健全投资者

收稿日期:2022-01-11

基金项目:中南财经政法大学中央高校基本科研业务费专项资金资助“股份回购对定价效率的影响”(202010501)

作者简介:徐 晟(1976—),男,湖北武穴人,中南财经政法大学金融学院教授,博士生导师;

阚沂伟(1995—),男,湖北襄阳人,中南财经政法大学金融学院博士生。

回报等都有显著影响^{[3][4][5]}。Grullon 和 Michaely(2004)的研究表明,在 1984~2000 年间,美国上市公司用接近 26% 的年收入用于股份回购行为,而其中超过 90% 的股份回购属于公开市场股份回购行为^[6]。可见上市公司公开市场股份回购行为作为一种灵活的资金进入资本市场的方式,受到业界的青睐。然而在我国,资本市场尚不成熟,且受限于“原则禁止,例外许可”的严格股份回购管理制度,使得我国股份回购市场发展缓慢。直至 2018 年 10 月 26 日,全国人大对《公司法》进行了相关修正,放宽了对股份回购的约束,从而引致上市公司公开市场股份回购行为突增。根据何瑛等(2014)的研究,截至 2013 年底,我国上市公司公开市场股份回购事件共计 42 起^[7]。然而根据 Choice 数据库显示,仅 2019 年上市公司公开市场股份回购事件已达 688 起,增长了近 17 倍;上市公司公开市场股份回购实施公告总计 2768 次。国外已有研究表明,上市公司股份回购会导致股票价格的变化^[8]。而对于我国资本市场上突增的股份回购行为,会对股价波动产生何种影响有待进一步探索。

当前学者有关上市公司公开市场股份回购行为对股票价格的研究多集中于探讨股份回购公告事件后的短期和长期效应^{[5][8]}。学者们普遍认为,上市公司会在股价估值较低时,开展公开市场股份回购,以提振股票价格^[9]。虽然上市公司公开市场回购行为会影响股价已经得到学者们的一致认可,但关于其是否会对股价稳定性造成冲击的研究较少。针对股份回购行为是否会影响股价稳定,Cesari 等(2011)基于意大利上市公司的股份回购行为进行了研究,发现上市公司股份回购可以提升其股票的流动性并且降低股价的波动和噪音^[10]。值得注意的是,意大利的股份回购制度有别于中国,当前我国股份回购制度对上市公司所回购的股份存在限制,仅能用于转让、注销或库存^①。这导致上市公司仅能开展回购行为,而不能在公开市场再卖出所回购的股份,这也是我国上市公司普遍忽视了股份回购稳定股价作用的原因。虽然有学者证明了股份回购能够降低上市公司的股价波动水平,促进股票价格稳定^[11],但其主要是基于 2014~2018 年的年度数据,忽略了 2018 年以来股份回购行为突增这一现象,并且股份回购通常用时较短,用年度数据较难体现股份回购的时效性。而本文以 2018 年第 1 季度至 2019 年第 4 季度所有 A 股上市公司股票为研究对象,探讨 2018 年放宽股份回购约束以来,公开市场股份回购行为对股价的冲击影响。本文在以下几个部分进行了拓展:

第一,当前上市公司公开市场股份回购行为会对股价产生影响已经得到了国内外学者的普遍认可^{[5][7][8]},除此之外,股份回购还会对股票流动性^[12]、定价效率^[13]、股价波动^[10]等产生影响。但是,由于股份回购限制的不同,股份回购稳定股价的作用一直被我国上市公司所忽视。特别是,自 2018 年放宽限制以来,尚未有研究探讨突增的股份回购行为对股价的冲击。故本文的研究立足于 2018 年之后,即在我国公开市场股份回购数量突增背景下,探讨回购对股价稳定性的影响;且基于季度数据的研究,更能精准识别相关冲击影响。这有助于上市公司更加明晰股份回购的作用,也丰富了股份回购相关研究。

第二,分析不同回购目的下的股份回购影响股价稳定的差异。当上市公司市值被低估时,上市公司公开市场股份回购行为才是真正向市场传递股价被低估的信号;而当上市公司市值被高估时,开展股份回购通常是出于其他目的。本文以上市公司市值是否被高估作为依据,分析不同回购目的下的股份回购影响作用,有助于投资者正确认识股份回购带来的影响,对上市公司股份回购公告能够做出正确判断。

第三,识别股份回购影响股价稳定的路径。现有研究表明,上市公司股份回购能够通过降低信息不对称水平,提升股价稳定性^[11]。而本文通过分组回归的方法,验证了上市公司能够通过提振投资者信心和降低分析师预测偏差,进而降低股价波动,拓展了股份回购影响股价稳定的渠道研究。

二、文献综述与研究假设

(一)文献综述

金融脆弱性可根据研究对象分为传统信贷市场上的脆弱性和金融市场上的脆弱性^[14]。其中,金融市场上的脆弱性往往来自金融资产价格的波动性。金融资产中的股票价格过度波动是一种典型的

金融市场脆弱性。可见,如何保证股票价格稳定是维持市场稳定的重要因素。现有研究普遍认为股价波动性能够反映市场风险程度的大小。因此,作为反映资本市场稳定情况的主要指标,学者们就股价波动的原因展开了较为丰富的研究,从过度自信^[15]、市场信心^[16]、投资者情绪^[17]、羊群行为^[18]、国家队持股^[19]等对股价波动的原因进行了探索。

国外学者普遍认为,当股价偏离其基本价值时,公司会通过公开市场股份回购的方式来提振其股票价格。Baker 和 Wurgler(2002)研究发现公司倾向于在其股票的市场价值较低时开展股份回购行为,以提振股价^[9]。Ikenberry 等(2010)研究发现,上市公司公开市场股份回购的行为能够带来股票的异常收益率正向漂移^[5]。虽然国外学者对上市公司公开市场股份回购行为与股价之间的关系进行了详尽的分析^{[8][20]},但是国内仅有何瑛等(2014)基于 A 股市场 2005~2013 年间的回购样本对股份回购行为与股价变动的关系进行了探讨,发现我国上市公司的公开市场行为能够带来短期的市场效应,累计超额收益率为 4.51%。但我国上市公司公开市场股份回购行为不存在长期的正向超额收益率^[7]。

国内外学者一致认为上市公司公开市场股份回购行为能够带来股票价格的提升,然而关于股份回购行为改变股价的同时是否影响了股价的稳定仅有少数研究。与 Cesari 等(2011)研究的意大利公司样本不同^②,我国《公司法》规定上市公司通过公开市场股份回购行为所购回的库存股,仅可用于转让或者销毁,并不能重新出售到股票市场,这导致我国上市公司公开市场股份回购行为通常以增强市场信心和提振股价为目的。根据 Choice 数据库显示,我国 2018~2019 年间上市公司股份回购预案中公布的回购目的 59%是为了增强市场信心,52%是为了提振公司价值,但出于稳定股价目的的回购数量不足 10%^③,表明我国上市公司普遍忽视了股份回购稳定股价的作用。汪涛(2020)的研究表明,上市公司股份回购行为能够提升股票价格稳定性^[11],但其研究未考虑到 2018 年放宽约束后的情况,且利用年度数据难以体现通常用时较短的股份回购事件的时效性。

综上,本文利用 2018 年后放宽约束的相关季度数据,考察股份回购对股价稳定的影响具有重要的现实意义,能够为更全面地认识上市公司公开市场股份回购行为的经济后果,为进一步理解股份回购所能发挥的作用提供参考。

(二)研究假设

基于信号理论,支付决策是公司管理层向股东传递关于公司未来收益的明确信号。管理层通常使用公开市场股份回购行为来向市场传达公司前景较好的信号^[6]。这表明,回购公告往往会伴随着上市公司股价的正向价格变化^[9],同时,股份回购公告公布会使市场对公司未来盈利能力更乐观^[6]。2018 年 10 月我国《公司法》修正股份回购制度,放宽股份回购行为约束,此举的目的就在于通过上市公司公开市场股份回购行为来提振我国资本市场投资者信心。上市公司在公开市场开展股份回购的行为表明管理层向市场释放信号^[21],进而改善上市公司信息披露水平,提高股票价格定价效率^[13],同时有助于投资者对公司股价进行预测,达到股价预期的一致性,进而实现降低股价波动的目的。此外,信息越透明的公司,噪音对其股价的影响越小,股价波动越低^[22]。因此,从信号理论的角度分析,上市公司在公开市场开展股份回购,释放公司股价相关信号,有助于提升股价信息含量,提升市场对其股价预期的准确性,同时降低了信息不对称程度,进而减少股价波动。

另一方面,从财务杠杆水平来看,部分学者认为,上市公司在公开市场开展股份回购会增加其财务杠杆水平。具体而言,在股份回购过程中,回购公司的现金持有水平降低或者借款增加,会导致其财务杠杆水平提升^{[3][23]}。Choi 和 Richardson(2016)的研究表明,上市公司的财务杠杆水平是决定股票收益率波动的重要因素;财务杠杆水平越高,公司股票收益率波动越大^[24]。同时,杠杆率较高的公司,具有更高的破产风险,因此其收益率波动会更高。从知情交易的角度考虑,上市公司公开市场回购自己的股份在一定程度上属于内幕交易的一种形式,因为公司在进行交易时能够利用内部信息,而内幕交易可能会对短期股价波动产生影响。孟庆斌等(2020)认为,由于我国资本市场监管制度尚不健全,市场中存在部分投资者可能是知情交易者的情况,他们事先获取公司信息,使其有机会提前布

局并释放虚假信息,从而导致公司股价在消息公布前发生异动^[25]。黄灿等(2017)指出,内幕交易必然会损害其他投资者的利益,使处于信息劣势的投资者信息收集成本增加,从长期看,会导致市场信息效率降低^[26]。Du和Wei(2004)研究表明,内幕交易普遍的国家其股价波动水平更高^[27]。因此,当上市公司在公开市场开展股份回购时,可能导致其财务杠杆提升,带来公司破产风险的积累,进而提升其股价波动性;此外,上市公司公开市场股份回购作为内幕交易方式的一种,也可能使其股票价格偏离,进而不利于股价稳定。

综上,本文提出如下竞争性假设:

H_{1a}:上市公司公开市场股份回购行为能够降低其股票收益率波动情况。

H_{1b}:上市公司公开市场股份回购行为能够增加其股票收益率波动情况。

三、样本选择与研究设计

(一)样本选择与数据来源

由于2018年放宽限制后,我国上市公司公开市场股份回购行为突增,同时,考虑到2020年的新冠肺炎疫情冲击,故本研究选取2018年第1季度至2019年第4季度所有A股上市公司股票为研究对象,并按照以下规则对样本进行处理:(1)由于涨跌幅限制等存在区别,剔除样本期间被ST以及退市等特殊处理的公司;(2)考虑到会计处理方法的不同,剔除金融类上市公司;(3)为了保证季度内回归结果的可靠,剔除季度内日收益数据不足30天的股票;(4)剔除相关数据存在缺失值的样本;(5)为了避免极端值的影响,对所有连续变量进行1%和99%分位的缩尾处理。最后经过筛选处理,得到2672家上市公司,15838个公司季度数据样本值。

本研究关于上市公司公开市场股份回购相关数据来源于Choice数据库,上市公司财务数据、股票市场交易数据、机构持股数据均来自国泰安数据库。回归过程使用软件为Stata16。

(二)模型设定

为了检验上市公司公开市场股份回购行为对股份稳定性的影响,本文采用非平衡面板数据,构建了个体和时间双向固定效应模型,具体设定如下:

$$\text{Stability}_{i,t} = \alpha_0 + \beta_1 \text{Repurchase}_{i,t} + \sum \gamma * \text{Controls}_{i,t} + \nu_i + e_t + \epsilon_{i,t} \quad (1)$$

式(1)中,被解释变量 $\text{Stability}_{i,t}$ 表示时间 t 时股票 i 的股票价格稳定性;解释变量 $\text{Repurchase}_{i,t}$ 表示时间 t 时股票 i 的股份回购情况哑变量; $\text{Controls}_{i,t}$ 表示控制变量; ν_i 、 e_t 分别表示股票的个体效应和时间效应; $\epsilon_{i,t}$ 为随机误差项。

(三)变量定义与度量

1.被解释变量:股票价格稳定性。本文从股价波动性(Volatility)来对股票价格的稳定性进行衡量,股价的波动性反映了股票价格的不确定性,波动性越大,股价越不稳定。根据传统金融学理论,学者通常通过收益率的方差来度量股价的波动情况^[2],因此,本文取季度内股票日收益率的标准差作为股价波动性的第一个代理指标。

除此之外,参考李志生等(2015)的研究^[28],本文将股票价格的振幅(Amplitude)作为股价稳定性的第二个代理指标,计算公式如下:

$$\text{Amplitude} = \frac{\text{Price_high}_{i,t} - \text{Price_low}_{i,t}}{\text{Price_close}_{i,t-1}} \quad (2)$$

式(2)中, $\text{Price_high}_{i,t}$ 表示股票 i 在日期 t 的最高价, $\text{Price_low}_{i,t}$ 表示股票 i 在日期 t 的最低价, $\text{Price_close}_{i,t-1}$ 表示股票 i 在日期 $t-1$ 的收盘价。

2.解释变量:股份回购行为。根据Choice数据库的统计数据,上市公司股份回购行为存在股权激励回购和普通回购两种回购类型,股权激励回购主要是针对限制性股票进行回购,对资本市场冲击不大;而普通回购,相当于在公开市场实施股份回购行为,能够直接对资本市场造成冲击,影响股票价格稳定。因此,本文将Choice数据库中普通回购类型的股份回购实施公告作为上市公司公开市场股

份回购行为的代理变量,设置上市公司股份回购行为虚拟变量 Repurchase,如果上市公司季度内公告发生了股份普通回购行为取值为 1,否则取值为 0。

3.回购目的区分变量:股价是否高估。向市场传递公司被低估的信号,提振市场对公司的信心是股份回购最主要的作用。因此,当公司价值被低估时,上市公司公开市场股份回购行为才是真正向市场传递低估信号,而当公司价值被高估时,上市公司股份回购可能出于别的目的。为了明细股份回购目的,本文借鉴游家兴和吴静(2012)的研究^[29],通过比较公司的市场价值和其基础价值,进而判断上市公司股价是否被高估。

首先,通过分季度分行业的回归方式得到相关回归系数 $\alpha_{0jt}, \alpha_{1jt}, \alpha_{2jt}, \alpha_{3jt}, \alpha_{4jt}$,具体公式如下:

$$\ln M_{i,t} = \alpha_{0jt} + \alpha_{1jt} \ln B_{i,t} + \alpha_{2jt} \ln (NI)_{i,t}^+ + \alpha_{3jt} i_{i,t} < 0 + \alpha_{4jt} Lev_{i,t} + \epsilon_{i,t} \quad (3)$$

式(3)中, $M_{i,t}$ 表示时间 t 时公司 i 的市场价值; $B_{i,t}$ 表示时间 t 时公司 i 的资产总额; $(NI)_{i,t}^+$ 表示时间 t 时公司 i 的净收入绝对值; $i_{i,t} < 0$ 为二元变量,当公司净收入 $NI < 0$ 时取 1,否则取 0; $Lev_{i,t}$ 表示时间 t 时公司 i 的资产负债率。

然后,根据回归得出的各相关系数,取行业和季度均值,构建行业的估计式,代入各公司相关指标具体数值,计算公司的基础价值 V。最后,根据公式 $\ln(M/V)$ 计算误定价水平 Misp。

误定价水平 Misp 的正负反映了市值与基础价值的高低。为了避免 0 值附近的数据差异性太小的影响,本文根据 Misp 的正负样本进行分组,在 $Misp > 0$ 的样本中,根据其中位数对样本进行分组,将大于中位数的样本定义为高估样本;而在 $Misp < 0$ 的样本中,根据其中位数对样本进行分组,将小于中位数的样本定义为低估样本。

4.控制变量。参考现有研究,本文选取如下控制变量:企业规模(Size)、账面市值比(BM)、换手率(Turnover)、股票收益率(Return)及其偏度和峰度(Skewness 和 Kurtosis)、财务杠杆(Lev)、净资产收益率(ROE)和机构投资者持股水平(Inst)。

表 1 变量定义

	变量	变量名	变量定义	
被解释变量	Volatility	股价的波动率	季度内股票日收益率的标准差	
	Amplitude	股价的振幅	计算公式如上文所示	
解释变量	Repurchase	股份回购行为	股份回购行为虚拟变量,具体定义如上文所示	
	Size	企业规模	企业总市值的自然对数	
	BM	账面市值比	权益账面价值/总市值	
	Turnover	换手率	季度内股票日换手率的均值	
	Return	股票收益率	季度内股票日收益率的均值	
	控制变量	Skewness	偏度	季度内股票日收益率的偏度
		Kurtosis	峰度	季度内股票日收益率的峰度
		Lev	杠杆水平	总负债/总资产
		ROE	净资产收益率	净利润/股东权益
	Inst	机构持股比例	机构投资者持股数量/公司总股数	

四、实证结果分析

(一)描述性统计

表 2 汇报了文中所用变量的描述性统计,其中季度内个股日收益率标准差的均值为 2.6220%,标准差为 1.0059%;股票价格振幅的均值为 3.5762%,标准差为 1.0825%;上市公司公开市场股份回购行为的虚拟变量均值为 0.0709,表明存在 7.09%的样本存在股份回购行为,总体来说上市公司股份回购行为还较少。但是根据表 3 可以看出,我国上市公司公开市场股份回购行为出现持续增长趋势,在 2018 年与 2019 年,股份回购数量突增,这表明我国公开市场股份回购行为在制度修正推动下呈现出大幅上升趋势。在此背景下,更需要明晰上市公司公开市场股份回购行为可能带来的影响。其他控

制变量具体统计数据见表 2。

表 2 描述性统计

变量名称	N	mean	sd	min	p50	max
Volatility(%)	15838	2.6220	1.0059	0.9758	2.4884	9.0987
Amplitude(%)	15838	3.5762	1.0825	1.4501	3.4645	8.9321
Repurchase	15838	0.0709	0.2567	0.0000	0.0000	1.0000
Inst(%)	15838	4.9686	5.5033	0.0039	3.1248	28.8460
Lev	15838	0.4336	0.1955	0.0722	0.4271	0.8683
BM	15838	0.7200	0.2382	0.1197	0.7335	1.1330
Size	15838	22.4932	1.2697	19.8336	22.3490	26.3560
Skewness	15838	-0.0472	0.7303	-1.8445	-0.0101	2.3256
Kurtosis	15838	4.9074	1.9963	1.6363	4.4320	14.0147
Turnover	15838	0.0139	0.0199	0.0007	0.0072	0.1370
ROE	15838	0.0540	0.0516	-0.0490	0.0406	0.2485
Return(%)	15838	-0.0036	0.4566	-1.0002	-0.0660	4.7280

表 3 上市公司公开市场股份回购行为增长趋势

年份	普通回购公告数量	开展普通回购的公司数量
2014	29	16
2015	73	36
2016	86	54
2017	132	75
2018	1466	444
2019	2768	620

资料来源:作者根据 Choice 数据库统计整理。

(二)主回归结果分析

表 4 汇报了上市公司公开市场股份回购行为对股票价格稳定性的多元回归结果,列 1、列 2 分别使用股票收益率的波动率(Volatility)和股票价格振幅(Amplitude)作为被解释变量。通过回归结果可以看出,上市公司的公开市场股份回购行为对股票收益率的波动率(Volatility)和股票价格振幅(Amplitude)的回归系数分别为-0.0725 和-0.0936,并且都在 1%的水平上显著,这说明相比没有进

表 4 公开市场股份回购行为对股价稳定性的影响分析

变量名称	FE	FE
	Volatility	Amplitude
Repurchase	-0.0725 *** (0.0217)	-0.0936 *** (0.0250)
Inst	-0.0095 *** (0.0024)	0.0026(0.0029)
Lev	0.3884 *** (0.1336)	0.7786 *** (0.1512)
BM	-0.7732 *** (0.1148)	-2.3171 *** (0.1203)
Size	-0.0397 ** (0.0180)	0.0030(0.0190)
Skewness	0.0802 *** (0.0089)	0.1053 *** (0.0091)
Kurtosis	-0.0006(0.0034)	-0.0900 *** (0.0033)
Turnover	30.6315 *** (1.0869)	28.0862 *** (0.6926)
ROE	0.8291 *** (0.1800)	0.5777 *** (0.1924)
Return	0.5404 *** (0.0468)	0.0507(0.0393)
Constant	3.6656 *** (0.4360)	4.7793 *** (0.4571)
Observations	15838	15838
R - squared	0.6172	0.5612
Quarter FE	Yes	Yes
Stock FE	Yes	Yes

注:括号内的数值为系数对应的标准差,*、**和***分别表示在 10%、5%和 1%的显著性水平。下表同。

行股份回购的公司,开展股份回购能够有效地降低股票价格的波动性和振幅,保证了股价稳定,进而促进资本可持续发展,有助于我国资本市场建设与完善,结果验证了本文提出的假设 H_{1a}。

从控制变量回归结果来看,机构投资者持股比例(Inst)越高、账面市值比(BM)越高、规模(Size)越大、峰度(Kurtosis)越高,股票价格越稳定;而财务杠杆(Lev)越高、股票收益率偏度(Skewness)越高、换手率(Turnover)越高、净资产收益率(ROE)越高,股票价格越不稳定。而股票收益率(Return)越高,股价的波动越大,振幅越小。这与李志生和金凌(2019)的研究结果类似^[2]。

(三)不同回购目的下的股份回购影响差异

信号理论认为,上市公司公开市场股份回购行为具有信号传递能力,反映了上市公司股票价格被低估^[3]。拥有更多公司信息的管理者可以通过多种机制策略性地控制信息流向市场。现有研究表明,股价被低估的公司其知情管理层利用信息优势,通过公开市场股份回购行为向市场传递信号^[22]。管理层通常将股份回购看作信息披露的手段,有助于向市场传递更多公司信息,提升市场对公司股价预期的准确性。但是当公司股价并未被低估时,开展股份回购则可能是出于其他目的,因此可能会导致市场并不能清晰地接收公司传递的信号,难以实现对股价的准确预期。此外,当公司股价被高估时,表明市场行情较好,此时上市公司开展股份回购带来的更多是对投资者情绪的进一步刺激,可能引致股价的进一步虚增,反而不利于股价稳定。

从误定价的角度来看,本文认为管理层选择在公司价值被高估时开展公开市场股份回购在一定程度上是虚假回购,可能出于操纵股价的目的;而当公司价值被低估时,上市公司公开市场股份回购行为才是真正向市场传递股价被低估的信号。表 5 回归结果显示,当股价被低估时,上市公司的公开市场股份回购行为对股票收益率的波动率(Volatility)和股票价格振幅(Amplitude)的回归系数分别为-0.0955 和-0.1332,且均在 1%的水平上显著;而在高估样本中,股份回购行为并不能对股票收益率的波动率(Volatility)和股票价格振幅(Amplitude)产生显著影响,这表明上市公司出于提振股价目的的股份回购更能起到稳定股价的作用。

表 5 不同回购目的下股份回购对股价稳定性的影响分析

变量名称	股价高估	股价高估	股价低估	股价低估
	Volatility	Amplitude	Volatility	Amplitude
Repurchase	-0.0442(0.0483)	-0.0038(0.0622)	-0.0955*** (0.0360)	-0.1332*** (0.0397)
Inst	-0.0178*** (0.0048)	-0.0009(0.0059)	0.0028(0.0043)	0.0132*** (0.0048)
Lev	0.4594(0.3101)	0.6553** (0.3261)	0.3483(0.2568)	0.5272* (0.2933)
BM	-0.7610*** (0.2280)	-2.1029*** (0.2587)	-1.1322*** (0.1771)	-1.9292*** (0.2183)
Size	-0.0633(0.0473)	0.0641(0.0512)	-0.0316(0.0346)	-0.0414(0.0381)
Skewness	0.0109(0.0230)	0.0487** (0.0248)	0.1174*** (0.0127)	0.0991*** (0.0145)
Kurtosis	-0.0048(0.0096)	-0.1412*** (0.0095)	-0.0017(0.0035)	-0.0531*** (0.0044)
Turnover	29.2504*** (2.4059)	26.3437*** (1.6092)	41.4558*** (2.1952)	37.0690*** (2.3605)
ROE	1.1370*** (0.3474)	0.9148** (0.3718)	0.2411(0.4213)	0.1497(0.4353)
Return	0.6321*** (0.0752)	0.0413(0.0700)	0.0167(0.0601)	0.3170*** (0.0660)
Constant	4.0986*** (1.0995)	3.5384*** (1.1394)	3.5908*** (0.7791)	5.3465*** (0.8821)
Observations	3822	3822	4093	4093
R - squared	0.6207	0.4601	0.6942	0.6866
Quarter FE	Yes	Yes	Yes	Yes
Stock FE	Yes	Yes	Yes	Yes

(四)稳健性检验

1. 更换样本区间。本文在主回归分析过程中将研究期间设置为 2018 年第 1 季度至 2019 年第 4 季度,但是考虑到我国上市公司公开市场股份回购行为在 2016 年后已经初具规模,因此在稳健性分析中,本文对研究样本区间进行延长,选取 2016 年第 1 季度至 2019 年第 4 季度为研究区间进行稳健性分析。回归结果如表 6 第(1)(2)列所示,上市公司的公开市场股份回购行为对股票收益率波动性(Volatility)和股票价格振幅(Amplitude)的回归系数分别为-0.0626 和-0.0754,并且都在 1%的水

平上显著,这表明公开市场股份回购行为能够显著提升股票价格稳定性,验证了本文结果的稳健性。

表 6

稳健性分析结果

变量名称	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
	Volatility	Amplitude	Volatility	Amplitude	Volatility	Amplitude
Repurchase	-0.0626 *** (0.0208)	-0.0754 *** (0.0261)			-0.0692 *** (0.0216)	-0.0925 *** (0.0249)
Rep_Number			-1.7223 ** (0.7238)	-2.6319 *** (0.8389)		
Change					-1.1473 ** (0.4635)	-1.4730 *** (0.5260)
Share1					-0.8744 *** (0.3236)	-0.3084 (0.4423)
Balance					0.8482 *** (0.1990)	0.3924 (0.2424)
Inst	-0.0065 *** (0.0014)	0.0141 *** (0.0017)	-0.0093 *** (0.0024)	0.0027 (0.0029)	-0.0072 *** (0.0024)	0.0038 (0.0029)
Lev	0.2733 *** (0.0747)	0.8185 *** (0.0935)	0.3829 *** (0.1362)	0.7730 *** (0.1520)	0.3677 *** (0.1350)	0.7512 *** (0.1512)
BM	-0.5444 *** (0.0597)	-2.1706 *** (0.0684)	-0.7909 *** (0.1142)	-2.3255 *** (0.1196)	-0.7593 *** (0.1144)	-2.3055 *** (0.1196)
Size	-0.0139 (0.0132)	0.0240 (0.0157)	-0.0454 ** (0.0184)	-0.0024 (0.0194)	-0.0399 ** (0.0183)	0.0003 (0.0193)
Skewness	0.0855 *** (0.0065)	0.1364 *** (0.0059)	0.0799 *** (0.0088)	0.1051 *** (0.0091)	0.0802 *** (0.0088)	0.1053 *** (0.0091)
Kurtosis	-0.0013 (0.0023)	-0.0989 *** (0.0023)	-0.0009 (0.0034)	-0.0902 *** (0.0033)	-0.0008 (0.0034)	-0.0902 *** (0.0033)
Turnover	26.7915 *** (0.7277)	26.0518 *** (0.4105)	30.6176 *** (1.0851)	28.0863 *** (0.6909)	30.5380 *** (1.0820)	28.0477 *** (0.6888)
ROE	0.0182 (0.1330)	-0.4999 *** (0.1558)	0.7907 *** (0.1789)	0.5579 *** (0.1923)	0.7945 *** (0.1791)	0.5544 *** (0.1918)
Return	0.7990 *** (0.0272)	-0.1996 *** (0.0183)	0.5396 *** (0.0467)	0.0515 (0.0392)	0.5415 *** (0.0467)	0.0526 (0.0393)
Constant	4.7641 *** (0.2901)	5.9987 *** (0.3440)	3.7205 *** (0.4119)	4.8549 *** (0.4343)	3.3945 *** (0.4180)	4.6670 *** (0.4487)
Observations	32054	32054	15836	15836	15836	15836
R-squared	0.7447	0.6745	0.6138	0.5584	0.6148	0.5592
Quarter FE	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
Industry FE	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes

2. 更换解释变量。参考 Pascal 和 Stefan(2014)的研究^[13], 本文将公开市场已回购股份数量占总股本的比重作为上市公司公开市场股份回购行为的代理变量带入模型(1)再次检验, 结果见表 6 第(3)(4)列。通过表 6 可以看出, 更换解释变量后上市公司公开市场股份回购行为(Rep_Number)对股票收益率波动性(Volatility)和股票价格振幅(Amplitude)的回归系数分别为-1.7223 和-2.6319, 并且分别在 5% 和 1% 的水平上显著, 进一步验证了本文结果的稳健性。

3. 考虑高管相关特征。高管可能为了私利, 实现自身利益最大化, 从而提出股份回购计划, 以抬升股价来便于减持股票。因此, 为了控制高管特征可能对股份回购存在的影响, 本文添加高管持股变动(Change)、股权集中(Share1)和股权制衡度(Balance)三个控制变量后再次对模型(1)进行回归, 具体回归结果如表 6 第(5)(6)列所示。

可以看出, 控制高管相关特征后上市公司公开市场股份回购行为(Repurchase)对股票收益率波动性(Volatility)和股票价格振幅(Amplitude)的回归系数分别为-0.0692 和-0.0925, 并且都在 1% 的水平上显著, 进一步验证了本文结果的稳健性。

4.倾向得分匹配法。为了缓解上市公司公开市场股份回购行为与股票价格稳定性之间可能存在的内生性问题,本研究采用倾向得分匹配法,通过1:1最近邻有放回匹配方法,利用Logit模型计算回归方程中的控制变量倾向得分,对季度内存在股份回购行为的上市公司样本进行匹配。

由结果可以发现^④,匹配前,各协变量的均值在处理组和控制组中存在显著差异;匹配后,协变量的均值在两组中基本不再存在显著差异,说明匹配结果满足平行性假设。在计算出倾向得分之后,根据匹配结果进行回归分析,匹配后上市公司公开市场股份回购行为(Repurchase)对股票收益率波动性(Volatility)和股票价格振幅(Amplitude)的回归系数分别为-0.0635和-0.0861,并且分别在5%和1%的水平上显著。可见,倾向得分匹配后,结论仍然成立,验证了上文结论的可靠性。

5.工具变量法。Massa等(2007)研究发现,企业会模仿其行业内其他同行的股份回购行为,由于一家公司通过回购其股票,对市场发出了本企业的积极信号,因此促使行业内其他竞争对手模仿回购公司的行为,进而开展股份回购^[30]。因此,本文采用行业回购竞争情况来作为工具变量,公司回购会受到行业集中度以及行业内其他公司回购行为的影响,我们将行业内回购比例与行业集中度做交乘,构建行业回购竞争指标(Rep_HHI)。而行业回购竞争情况只会对企业回购行为造成影响,并不会影响其他因素,因此满足外生性要求。通过表7可以看出,在弱工具变量检验Cragg-Donald Wald统计中,模型的统计值均大于10%偏误下的临界值,表明拒绝弱工具变量的假设。并且在第一阶段回归中,行业回购竞争指标(Rep_HHI)对股份回购行为的回归系数为130.1134,并且在1%的水平上显著,说明行业回购竞争程度越高,企业越有可能回购,工具变量满足相关性要求。根据回归结果可以看出,上市公司公开市场股份回购行为依然能够显著降低股价波动和振幅,保证股价稳定,进一步验证了本文结论的稳健性。

表7 工具变量法

变量名称	FE-IV	FE-IV	FE-IV
	First_stage	Volatility	Amplitude
Rep_HHI	130.1134 *** (20.2973)		
Repurchase		-0.5651 ** (0.2373)	-0.5466 ** (0.2576)
Inst		-0.0092 *** (0.0022)	0.0027(0.0024)
Lev		0.4354 *** (0.1168)	0.8179 *** (0.1268)
BM		-0.7696 *** (0.0700)	-2.3050 *** (0.0760)
Size		-0.0435 ** (0.0169)	-0.0003(0.0184)
Skewness		0.0812 *** (0.0075)	0.1064 *** (0.0082)
Kurtosis		-0.0005(0.0025)	-0.0899 *** (0.0027)
Turnover		30.5949 *** (0.3743)	28.0618 *** (0.4064)
ROE		0.8311 *** (0.1691)	0.5943 *** (0.1836)
Return		0.5436 *** (0.0141)	0.0553 *** (0.0153)
Observations	15836	15749	15749
CDF statistic		106.089	106.089
Quarter FE	Yes	Yes	Yes
Stock FE	Yes	Yes	Yes

五、进一步分析

(一)影响机制分析

根据风险感受假说,投资者对风险决策存在情绪反应和理性认知两个方面,情绪能够改变投资者在决策时的风险态度。刘维奇和刘新新(2014)的研究表明,投资者情绪和认知是影响股票定价和收益率波动的重要原因^[31]。上市公司公开市场股份回购的目的在于提振市场信心,管理层通常使用公开市场股份回购行为来向市场传达公司前景较好的信号^[8]。因此,本文认为上市公司公开市场股份回购行为有助于提振投资者信心,进而降低股价波动。

为验证上述假设,参考李志生和金凌(2019)的研究^[2],将净主动买入额作为投资者信心的代理变量,净主动买入额越高,反映了投资者越有信心。根据股票净主动买入额的中位数对样本进行分组,分组后的回归结果如表 8 所示,在投资者信心程度高的样本组中,上市公司公开市场股份回购行为并不能够显著影响股价的波动和幅度。然而,在投资者信心较低的样本组中,上市公司公开市场股份回购行为(Repurchase)对股价波动(Volatility)和股价振幅(Amplitude)的回归系数分别为-0.0994和-0.1049,并且均在 1%的水平上显著。综上可知,上市公司公开市场股份回购行为可以通过改善投资者信心的方式,来降低股价波动率和振幅,提升股票价格稳定性。

表 8 根据投资者信心的分组回归结果

变量名称	投资者信心高		投资者信心低	
	Volatility	Amplitude	Volatility	Amplitude
Repurchase	-0.0395(0.0277)	-0.0525(0.0334)	-0.0994*** (0.0316)	-0.1049*** (0.0372)
Inst	-0.0056* (0.0033)	0.0045(0.0038)	-0.0092*** (0.0033)	0.0007(0.0040)
Lev	0.3915** (0.1795)	0.5497*** (0.1813)	0.5529*** (0.1864)	0.9094*** (0.2236)
BM	-0.9960*** (0.1353)	-1.5564*** (0.1483)	-1.0334*** (0.1343)	-2.4247*** (0.1669)
Size	-0.0234(0.0240)	-0.0028(0.0252)	-0.0206(0.0228)	-0.0249(0.0255)
Skewness	0.0257** (0.0110)	0.0274** (0.0118)	0.1289*** (0.0138)	0.1515*** (0.0142)
Kurtosis	0.0004(0.0032)	-0.0516*** (0.0036)	0.0043(0.0059)	-0.1227*** (0.0053)
Turnover	38.2291*** (2.2233)	32.0091*** (2.0453)	26.4847*** (1.0343)	25.0413*** (0.8810)
ROE	1.3516*** (0.2329)	1.3874*** (0.2491)	0.2268(0.2393)	0.0221(0.2655)
Return	0.0913* (0.0539)	0.4478*** (0.0636)	0.6617*** (0.0351)	0.0584(0.0497)
Constant	3.0476*** (0.5352)	4.0040*** (0.5610)	3.4976*** (0.5126)	5.7894*** (0.5779)
Observations	7901	7901	7900	7900
R - squared	0.4979	0.5197	0.7048	0.6023
Quarter FE	Yes	Yes	Yes	Yes
Stock FE	Yes	Yes	Yes	Yes

一般而言,投资者的信息获取方式之一是上市公司主动披露。股份回购作为上市公司信息披露的重要内容之一,可以向市场传达更多的公司信息^[3]。上市公司信息越透明,公司的特质性信息在股价中体现得就越充分^[32],那么市场对公司股价预测的准确度就越高。通过上市公司公开市场股份回购这种信息披露方式能够提高投资者获取信息的准确性,使投资者对公司未来的价值形成更准确的预期,进而降低股价波动。因此,本文认为上市公司公开市场股份回购行为有助于促进市场对公司股价形成一致的预期,进而降低股价波动。

为验证上述假设,本文以分析师预测偏差作为市场预测准确性的代理变量,分析师预测偏差越低,反映市场对公司股价预测越准确。本文根据分析师预测偏差的中位数对样本进行分组,分组后的回归结果如表 9 所示,在分析师预测偏差低的样本组中,上市公司公开市场股份回购并不能够显著影响股价的波动和幅度。然而,在分析师预测偏差高的样本组中,上市公司公开市场股份回购行为(Repurchase)对股价波动(Volatility)和股价振幅(Amplitude)的回归系数分别为-0.0754和-0.0782,且分别在 5%和 10%的水平上显著。综上可知,上市公司公开市场股份回购行为可以通过提高市场对股价预期的准确度,来降低股价波动率和振幅,提升股票价格稳定性。

(二)不同市场行情下的差异性分析

类似于货币当局在危机时期会向市场提供资金,上市公司可以通过在公开市场回购自己的股票,向投资者提供流动性^[12]。在 1987 年美国股灾期间,许多上市公司大量回购自己的股票以缓解股票的崩盘风险^[33]。但是,由于股份回购制度的限制,我国上市公司并不能在牛市行情时卖出股票,所以难以在不同行情中都发挥股份回购稳定股价的作用。此外,根据陆蓉和徐龙炳(2004)的研究发现^[34],信息对 A 股市场处于“牛市”和“熊市”的股价冲击是非对称的,因此,在市场行情不同时,上市公司公开市场股份回购行为所产生的作用也会不同。

变量名称	分析师预测偏差高		分析师预测偏差低	
	Volatility	Amplitude	Volatility	Amplitude
Repurchase	-0.0754 ** (0.0363)	-0.0782 * (0.0433)	-0.0564(0.0406)	-0.0754(0.0496)
Inst	-0.0041(0.0043)	0.0095 ** (0.0048)	-0.0006(0.0037)	0.0113 ** (0.0046)
Lev	0.4016(0.3798)	1.0136 *** (0.3923)	0.5173 ** (0.2492)	0.8149 *** (0.2727)
BM	-1.0672 *** (0.2281)	-2.8275 *** (0.2475)	-0.8827 *** (0.2042)	-1.8542 *** (0.2501)
Size	-0.0342(0.0303)	0.0013(0.0323)	-0.0177(0.0285)	0.0202(0.0361)
Skewness	0.0425 *** (0.0163)	0.0735 *** (0.0187)	0.0975 *** (0.0196)	0.0907 *** (0.0183)
Kurtosis	0.0195 *** (0.0073)	-0.0659 *** (0.0067)	0.0121(0.0081)	-0.0908 *** (0.0071)
Turnover	35.5872 *** (4.7426)	36.3584 *** (2.8369)	35.6971 *** (2.2685)	24.4246 *** (1.8563)
ROE	2.0314 *** (0.4762)	1.6659 *** (0.4939)	0.1186(0.3392)	0.1401(0.3504)
Return	0.5395 *** (0.1376)	0.0285(0.0921)	0.2423 *** (0.0526)	0.2040 *** (0.0649)
Constant	3.4147 *** (0.7371)	4.7569 *** (0.7847)	3.0387 *** (0.6353)	4.1436 *** (0.8022)
Observations	4179	4179	4176	4176
R-squared	0.5546	0.5157	0.5404	0.4500
Quarter FE	Yes	Yes	Yes	Yes
Stock FE	Yes	Yes	Yes	Yes

参考肖继辉等(2016)关于熊牛市的划分方法^[35],将季度内日均市场回报率是否为正,来作为区分市场行情的依据,如果日均市场回报率为正,则为牛市,反之为熊市。不同市场行情下的回归结果如表 10 所示,可以看出,在牛市行情中,上市公司公开市场股份回购行为对股价波动(Volatility)并不能产生显著影响,而对股价振幅(Amplitude)的回归系数为-0.0788,在 10%的水平上显著。而在熊市行情时,上市公司公开市场股份回购行为对股价波动(Volatility)和股价振幅(Amplitude)的回归系数分别为-0.0859 和-0.0979,且均在 1%的水平上显著,这表明相比牛市,上市公司公开市场股份回购行为在熊市行情时更能发挥稳定股价的作用。这说明我国上市公司由于所回购股票难以继续流动的的制度限制,导致不同市场行情下股份回购稳定股价作用的不一致。

表 10 不同市场行情下的回归结果

变量名称	牛市		熊市	
	Volatility	Amplitude	Volatility	Amplitude
Repurchase	-0.0311(0.0345)	-0.0788 * (0.0415)	-0.0859 *** (0.0256)	-0.0979 *** (0.0295)
Inst	-0.0101 *** (0.0036)	0.0080 * (0.0047)	-0.0096 *** (0.0029)	-0.0048(0.0036)
Lev	0.8455 *** (0.2197)	1.2270 *** (0.2799)	0.2368(0.1642)	0.5226 *** (0.1844)
BM	-0.8301 *** (0.1790)	-2.6424 *** (0.2066)	-1.0039 *** (0.1166)	-1.6145 *** (0.1363)
Size	-0.0327(0.0309)	0.0014(0.0384)	-0.0328(0.0227)	-0.0332(0.0240)
Skewness	0.0651 *** (0.0169)	0.0518 *** (0.0185)	0.1534 *** (0.0099)	0.1501 *** (0.0104)
Kurtosis	0.0035(0.0069)	-0.1121 *** (0.0072)	-0.0101 *** (0.0030)	-0.0651 *** (0.0034)
Turnover	24.5159 *** (1.4793)	25.4523 *** (1.1862)	28.1525 *** (0.9727)	28.8790 *** (0.9850)
ROE	0.8732 *** (0.2759)	0.5711 * (0.3242)	0.5590 ** (0.2214)	0.1095(0.2528)
Return	0.9845 *** (0.0674)	0.0946(0.0732)	-0.6985 *** (0.0521)	-0.2615 *** (0.0548)
Constant	3.1631 *** (0.6852)	4.9282 *** (0.8524)	3.5864 *** (0.5109)	5.0452 *** (0.5408)
Observations	6350	6350	9488	9488
R-squared	0.7165	0.5668	0.5385	0.5405
Quarter FE	Yes	Yes	Yes	Yes
Stock FE	Yes	Yes	Yes	Yes

(三)波动率分解

现有学者对股价波动性进行分解,认为股价波动包括系统性波动和异质性波动两个部分^[2]。为了明确上市公司公开市场股份回购行为稳定市场的具体作用,本文对股价波动性进行分解,从系统性波动和异质性波动两个角度来探讨公开市场股份回购行为的影响。

参考李志生和金凌(2019)的做法^[2],通过资本资产定价模型将股票价格波动率进行分解,构建系

统性波动和异质性波动衡量指标。

首先,根据 CAPM 模型: $R_{i,t} - R_{f,t} = \beta_i (R_{M,t} - R_{f,t}) + \epsilon_{i,t}$,其中, $R_{i,t}$ 和 $R_{M,t}$ 分别表示股票 i 和市场在 t 时的考虑现金红利再投资的回报率; $R_{f,t}$ 为无风险收益率,参考李志生和金凌(2019)的做法^[2],选用一年期银行定期存款利率作为无风险利率; $\epsilon_{i,t}$ 是误差项。通过上式,可以将股票的收益率拆分为系统性波动和异质性波动。计算股票 i 季度内 $\beta_i (R_{M,t} - R_{f,t})$ 的标准差来衡量其系统性波动(SV),计算股票 i 季度内 $\epsilon_{i,t}$ 的标准差来衡量其异质性波动(IV)。

将系统性波动和异质性波动指标替换原有的波动率指标带入模型(2)中再次进行回归,回归结果如表 11 所示。通过回归结果可以发现,上市公司公开市场股份回购行为稳定市场的作用主要体现在降低股票的异质性波动,回归系数为-0.0497,并且在 5%的水平上显著。李志生等(2015)认为异质性波动能够评价公司信息透明度^[28],因此表 13 的回归结果表明上市公司公开市场股份回购行为能够提高公司信息透明度,从而提高股票信息效率。

表 11 波动率分解下的回归结果

变量名称	FE	FE
	因变量:IV	因变量:SV
Repurchase	-0.0497** (0.0204)	0.0136(0.0106)
Inst	0.0028(0.0024)	-0.0094*** (0.0015)
Lev	0.3128(0.1954)	-0.0259(0.0802)
BM	-1.4341*** (0.1263)	0.2025** (0.0848)
Size	-0.0271(0.0248)	-0.0292*** (0.0096)
Skewness	0.1161*** (0.0099)	-0.0131** (0.0065)
Kurtosis	-0.0135*** (0.0029)	-0.0069*** (0.0012)
Turnover	38.3000*** (1.2356)	0.3979(0.5037)
ROE	0.4249** (0.1796)	0.2777*** (0.1074)
Return	0.2420*** (0.0798)	0.0772(0.0709)
Constant	3.3070*** (0.6115)	2.1057*** (0.2090)
Observations	15137	15137
R-squared	0.4702	0.5858
Quarter FE	Yes	Yes
Stock FE	Yes	Yes

六、结论与启示

近年来,我国上市公司公开市场股份回购活跃,尤其是 2018 年《公司法》的修正放宽了对股份回购的约束后股份回购规模突增,大规模股份回购行为的实施引起了业界和学界的广泛关注。本文从股价波动性和振幅的角度出发,探究上市公司公开市场股份回购行为能否提升股票价格稳定性。研究表明:(1)上市公司公开市场股份回购行为能够有效地降低股票价格的波动率和振幅,有助于提升股票价格稳定。且当上市公司为提振股价而在公开市场开展股份回购时,对股价稳定的作用更显著。(2)上市公司公开市场股份回购行为能够通过提振投资者信心和提升市场对公司股价预期准确性来降低股价波动,达到提升股价稳定的目的。(3)相较于牛市行情,上市公司公开市场股份回购行为在熊市行情中对股价波动的抑制作用更显著。(4)通过对股价波动率进行分解发现,上市公司公开市场股份回购行为稳定市场的作用主要体现在降低股票的异质性波动。

本文的研究从股价稳定的角度探讨了股份回购的市场作用,有助于监管层与市场参与者加深对上市公司公开市场股份回购的理解,同时也为我国健全资本市场,提升股价稳定的对策和机制提供了实证依据。其一,我国应着力健全资本市场基础制度,完善股份回购相关信息披露制度,规范股份回购市场秩序,充分发挥上市公司股份回购行为对资本市场的稳定作用。其二,考虑到上市公司公开市场股份回购行为的股价稳定功能主要作用于公司异质性波动,并不能影响资本市场宏观波动情况,建议监管部门与公司正确认识股份回购功能,积极发挥股份回购稳定个股的功能。其三,当前我国上市

公司回购的股份仅可用于转让、销毁或者作为库存股,导致上市公司仅能进行单边操作,即购回股份。因此上市公司在市场行情高涨时难以通过回购行为实现稳定股价的功能,建议相关部门对回购股份的相关限制进行进一步完善。

注释:

①2018年10月26日通过的《关于修改〈中华人民共和国公司法〉的决定》第四次修正,其中第142条中明确规定,我国上市公司股份回购所购回的股票,仅能可以转让、注销或者将股份以库存方式持有,并且以库存方式持有的,期限不得超过3年,并不允许将所购回的股票重新售回股票市场。

②Cesari等(2011)基于意大利上市公司的股份回购行为进行了讨论,研究发现公司通过交易自己的股票可以提升其股票的流动性并且降低股价的波动和噪音^[10]。但是由于制度的差异,意大利公司的公开市场股份回购行为更类似于市场交易者,公司在回购过程中不仅能购回自己流通在外的股票,还能在一定条件下出售自己之前回购的库存股,正是因为这种灵活地交易自身股票的回购行为,使得意大利的上市公司能够利用股份回购的手段来控制股价。因此在意大利,上市公司大多以稳定股价作为自己的回购目的。

③根据Choice数据库股份回购预案中的回购目的文本,来对回购目的进行识别。根据不同回购目的关键词进行人工处理,从而计算不同回购目的出现频率。

④由于篇幅有限,倾向匹配得分法的回归结果留存备案。

参考文献:

- [1] 叶彦艺,高昊宇,杨晓光.股价暴涨的风险:基于中国股市的实证[J].中国管理科学,2019(7):11—22.
- [2] 李志生,金陵.“国家队”救市、股价波动与异质性风险[J].管理科学学报,2019(9):67—81.
- [3] Dittmar, A., K. Why Do Firms Repurchase Stock? [J]. Journal of Business, 2000, 73(3): 331—355.
- [4] 谭劲松,陈颖.股票回购:公共治理目标下的利益输送——我国证券市场股票回购案例的分析[J].管理世界, 2007(4):105—117.
- [5] Ikenberry, D., Lakonishok, J., Vermaelen, T. Stock Repurchases in Canada: Performance and Strategic Trading [J]. Journal of Finance, 2010, 55(5): 2373—2397.
- [6] Grullon, G., Michaely, R. The Information Content of Share Repurchase Programs [J]. The Journal of Finance, 2004, 59(2): 651—680.
- [7] 何瑛,黄洁,李娇.中国上市公司股份回购的经济后果研究——来自A股市场2005—2013年的经验数据[J].经济管理,2014(10):53—63.
- [8] Urs, P., Theo, V. The Nature and Persistence of Buyback Anomalies [J]. Review of Financial Studies, 2009(4): 1693—1745.
- [9] Baker, M., Wurgler, J. Market Timing and Capital Structure [J]. The Journal of Finance, 2002, 57(1): 1—32.
- [10] Cesari, A., Espenlaub, S., Khurshed, A. Stock Repurchases and Treasury Share Sales: Do They Stabilize Price and Enhance Liquidity? [J]. Journal of Corporate Finance, 2011, 17(5): 1558—1579.
- [11] 汪涛.上市公司股份回购对股价波动性的影响研究[D].南昌:江西财经大学,2020.
- [12] Alexander, H., Ernst, M., Stefan, O. Stock Repurchases and Liquidity [J]. Journal of Financial Economics, 2016, 119(1): 186—209.
- [13] Pascal, B., Stefan, O. Actual Share Repurchases, Price Efficiency, and the Information Content of Stock Prices [J]. Review of Financial Studies, 2014, 30(1): 1—10.
- [14] 黄金老.论金融脆弱性[J].金融研究,2001(3):41—49.
- [15] Barber, B. Volume, Volatility, Price, and Profit When All Traders Are Above Average [J]. The Journal of Finance, 1998, 53(6): 1887—1934.
- [16] Lee, W., Jiang, C., Indro, D. Stock Market Volatility, Excess Returns, and the Role of Investor Sentiment [J]. Journal of Banking & Finance, 2002, 26(12): 2277—2299.
- [17] 胡昌生,池阳春.投资者情绪、资产估值与股票市场波动[J].金融研究,2013(10):181—193.
- [18] Jegadeesh, N., Kim, W. Do Analysts Herd? An Analysis of Recommendations and Market Reactions [J]. Review of Financial Studies, 2007, 23(2): 901—937.
- [19] 王雄元,何雨晴.国家队持股、媒体报道与股市稳定[J].中南财经政法大学学报,2020(6):3—12.
- [20] Alon, B., John, R., Campbell, R. Payout Policy in the 21st Century [J]. Journal of Financial Economics, 2005, 77(3): 483—527.
- [21] Louis, H., White, H. Do Managers Intentionally Use Repurchase Tender Offers to Signal Private Information?

Evidence from Firm Financial Reporting Behavior[J].Journal of Financial Economics,2007,85(1):205—233.

[22] 辛清泉,孔东民,郝颖.公司透明度与股价波动性[J].金融研究,2014(10):193—206.

[23] Hovakimian,A.The Role of Target Leverage in Security Issues and Repurchases[J].Journal of Business,2004,77(4):1041—1072.

[24] Choi,J.,Richardson,M.The Volatility of A Firm's Assets and the Leverage Effect[J].Journal of Financial Economics,2016,121(2):254—277.

[25] 孟庆斌,李昕宇,王化成.公司传闻、澄清公告与知情交易——来自我国卖空交易的证据[J].管理科学学报,2020(6):90—109.

[26] 黄灿,李善民,庄明明,黄志宏.内幕交易与股价同步性[J].管理科学,2017(6):3—18.

[27] Du,J.,Wei,S.Does Insider Trading Raise Market Volatility[J].Economic Journal,2004,114(498):916—942.

[28] 李志生,杜爽,林乘旋.卖空交易与股票价格稳定性——来自中国融资融券市场的自然实验[J].金融研究,2015(6):173—188.

[29] 游家兴,吴静.沉默的螺旋:媒体情绪与资产误定价[J].经济研究,2012(7):141—152.

[30] Massa,M.,Rehman,Z.,Vermaelen,T.Mimicking Repurchases[J].Journal of Financial Economics,2007,84(3):624—666.

[31] 刘维奇,刘新新.个人和机构投资者情绪与股票收益——基于上证A股市场研究[J].管理科学学报,2014(3):70—87.

[32] Li,J.,Myers,S.C..R2 Around the World:New Theory and New Tests[J].Journal of Financial Economics,2006,79(2):257—292.

[33] Hong,H.,Jiang,W.,Yu,J.Firms as Buyers of Last Resort[J].Journal of Financial Economics,2008,88(1):119—145.

[34] 陆蓉,徐龙炳.“牛市”和“熊市”对信息的不平衡性反应研究[J].经济研究,2004(3):65—72.

[35] 肖继辉,彭文平,许佳,王琦.业绩排名与预期风险调整——考虑报酬激励与解职风险交互影响的新证据[J].经济学(季刊),2016(3):1177—1204.

Does the Open Market Share Repurchase Enhance the Stability of Stock Prices?

XU Sheng KAN Yiwei

(School of Finance,Zhongnan University of Economics and Law,Wuhan 430073,China)

Abstract: Since the release of restrictions on share repurchase in 2018, the open market share repurchase market of listed companies in my country has developed rapidly, with a sudden increase in repurchase behavior. Based on the open market share repurchase data of listed companies from the first quarter of 2018 to the fourth quarter of 2019, this paper explores the impact of share repurchase on stock price stability. The open market share repurchase effectively improves the stability of the stock price. Specifically, when listed companies repurchase for the purpose of boosting stock prices, the effect of stock price stabilization is more significant. Mechanism analysis shows that share repurchase mainly promotes stock price stability by boosting investor confidence and reducing analyst forecast bias. Further research found that, compared with the bull market, share repurchase behavior has a more significant effect on stock price stability in the bear market. By decomposing stock price volatility, it is found that the role of share repurchase in stabilizing stock price is mainly reflected in reducing the heterogeneous volatility of stock price. The research of this paper enriches the related research on share repurchase and stock price stability, and provides a certain reference for the formulation of relevant policies for share repurchase and capital market risk prevention.

Key words: Share Repurchases; Share Price Stability; Market Confidence; Heterogeneous Volatility

(责任编辑:姜晶晶)