

上市公司股票回购的 功能考察与制度反思

——以美国经验为核心的研究

张 巍*

摘要:基于美国上市公司股票回购的实际状况,就相关学者三十多年的经验研究,可以探寻回购背后的动力以及回购产生的经济影响。在此基础上进行制度性反思,结合中国现有的相关制度,认为需要重新审视中国法律严格限制股票回购的规则。考虑到法定资本制度与公司金融实践的脱节以及股票回购可能具有的促进资本市场效率的积极作用,中国有必要考虑解禁公司回购自身股票,同时完善具体的回购制度。

关键词:上市公司 股票回购 美国经验 制度设计

自20世纪80年代以来,美国上市公司出现了大举回购自身股票的现象,此后数十年间,股票回购的规模持续扩大。对此,批评者认为:上市公司为回购股票耗费大量资金,这令公司投资产能以及提高工资的资金所剩无几,这种向股东输送短期利

* 新加坡管理大学助理教授。

益的行为,不仅加剧了劳动力与资本回报之间的差距,还将妨碍长期性投资,以致削弱整体经济的竞争力。^[1]

然而,支持股票回购者则认为回购增加了市场的流动性,提高了资本市场的效率,降低了上市公司股东面临的代理人成本问题。^[2]对于股票回购的是非难题,只有借助严谨的经验研究才有可能一窥究竟。实际上,三十余年来学者们对此已经积累起了颇为丰富的研究成果。本文以下就依据这些成果来展示美国上市公司股票回购的实际状况,探寻回购背后的动力,以及回购产生的经济影响。在此基础上进行制度性反思,针对中国现有的相关制度提出改革建议。

一、美国上市公司股票回购的基本状况

(一)主要规则

上市公司回购自身的股票主要可能面临两类法律障碍:一是有关内幕交易的限制,具有法律人格的公司是“最终的”内部人士,如果在拥有重大内幕信息的情况下购买自己的股票,就可能构成内幕交易。^[3]二是有关禁止操纵市场的规定,由于公司在公开市场回购股票往往会以一系列的交易来完成,而其结果又会影响股票的市场价格,因而有陷入操纵市场之虞。^[4]基于这两项忧虑,原本美国上市公司回购自身股票的情况并不多见。

这一情况在1982年出现了根本性变化。这一年,SEC制定了SEC Rule 10b-18,为上市公司回购股票提供了“避风港”,如果回购满足该规则确立的交易条件,其违法的风险——尤其是被视为操纵市场——的风险就将大大降低。具体而言,这些交易条件包括:(1)每日回购只通过一个经纪人实施回购(交易方式);(2)不构成开盘交易及不在休

[1] William Lazonick, *Profits Without Prosperity*, Harvard Business Review 2014(9), Vol. 94, 2014.

[2] 参见后文第三部分。

[3] U. S. Securities Exchange Act of 1934, § 10(b).

[4] U. S. Securities Exchange Act of 1934, § 9(a).

市前的特定时间段内实施(交易时间);(3)每日回购数量不超过前一个月股票日均交易量的25%(交易数量);(4)回购价格不高于回购之前最高的独立交易报价或者最后一笔独立交易的价格(以两者较高者为准)(交易价格)。

此后,SEC又在2000年制定SEC Rule 10b5-1,进一步降低了股票回购导致内幕交易的风险。根据这一规则,公司可以利用预先设置好的,对于交易数量、日期、价格等因素无从事后变更的自动交易计划(所谓“Rule 10b5-1交易计划”)来实施股票回购,符合这种计划的回购不会被认定为内幕交易。无论是否利用“Rule 10b5-1交易计划”实施回购,为避免不必要的内幕交易嫌疑,上市公司在回购股票之前都会将回购的计划(包括回购时间、数量、目的、方式等)通过《现状报告》(Current Report,即8-K表,属于8.01项“其他事项”)予以公告。

值得一提的是,上市公司事先公告的回购计划中宣示的回购数量只是其预期回购的最高数量,而并不意味着公司必须实际回购这些数量的股票。实际上,有相当部分的上市公司在回购公告发布后并没有实施任何回购。在很长一段时间内,SEC也不要求上市公司对实际的(而非宣示的)股票回购情况作出披露。直到2003年SEC修改Regulation S-K方才要求上市公司在定期公布的季报(或年报)中披露其上一季度回购股票的实际数量。

根据美国各州(主要是特拉华州)的公司法,上市公司回购自己的股票只需得到董事会的批准,而不必进行股东投票。不过,董事会只能利用公司的“溢余”(surplus)来回购股票。^[5]所谓“溢余”,是指公司在会计上的净资产(net assets,即总资产与总负债之差)与资本金(capital)之差。假如用以回购股票的资金超出“溢余”,授权回购的董事就可能面临赔偿责任。然而,由于特拉华法律对股票面值(par value)不设底线,而且允许董事会自主认定资本金数额,^[6]因此,资本金对“溢余”计算的限制微乎其微。

[5] 《特拉华普通公司法》第160条。此处将 surplus 翻译为“溢余”系根据北京大学刘燕教授的建议。

[6] 《特拉华普通公司法》第154条。

(二) 回购状况

美国上市公司回购股票的形式主要有两种:一是通过二级市场直接回购,称为“公开市场回购”(open market repurchase),其回购价格就是市场价;二是通过要约收购的方式回购,称为“固定价格要约回购”(fixed-price tender offer repurchase),回购价格即要约中确定的价格,与市场价相比,要约价格有一定比例的溢价,在16%左右。^[7]美国上市公司绝大部分的回购都是以第一种方式实施的。^[8]

从股票回购价值的绝对数量上看,美国上市公司回购股票的规模可谓惊人。由于2003年前没有关于实际回购的确切信息,研究者只能通过公告计划回购的股票数量来推测回购规模。按此标准来看,美国上市公司回购股票的热潮兴起于1984年,这一年公告计划回购的股票价值接近300亿美元,而此前一年的规模只是35亿美元左右,2000年前股票回购最多的一年是1998年,被公司宣布准备回购的股票价值超过2200亿美元。^[9]而从2005年到2014年间,仅标普500指数成分股公司实际回购的股票价值接近4万亿美元,其中最高的一年(2007年)就超过5500亿美元。在此期间,这些公司总计向股东支付的现金总额飙升至6.4万亿美元,相当于其累计净收益(net income)的93%,而其中大部分又是以股票回购的方式支付的。^[10]

不过,只看公司用以股票回购的绝对支出也许并不恰当。正如哈

[7] 固定价格要约回购还包括一种特殊的回购形式,称作“荷兰式拍卖要约”(Dutch-auction tender offer),由上市公司事先只公布一个回购价格的范围,然后由股东告知公司其愿意出售股票的数量和价格。收到这些信息后,公司依据其计划回购的股票数量,按照价格由低到高的顺序将各股东表示愿意出售的股票数量依次排序,直到达到公司计划回购的股票数量,并在要约期限届满之时将于此数量相对应的报价确定为收购价格,凡曾经表示愿在此价格之下出售股票的股东都可以按此价格向公司出售股票。参见 Gustavo Grullon & David L. Ikenberry, *What Do We Know about Stock Repurchases*, 13 *Journal of Applied Corporate Finance* 31, 32 (2000)。

[8] Jesse M. Fried & Charles C. Y. Wang, *Short-Termism and Capital Flows*, ECGI Working Paper, available at http://ssrn.com/abstract_id=2895161.

[9] Gustavo Grullon & David L. Ikenberry, *What Do We Know about Stock Repurchases*, 13 *Journal of Applied Corporate Finance*, Vol. 13, 2000.

[10] Jesse M. Fried & Charles C. Y. Wang, *Short-Termism and Capital Flows*, ECGI Working Paper, available at http://ssrn.com/abstract_id=2895161.

佛大学的两位学者在一项近期研究中显示的那样,一方面,公司可以一边向股东支付现金;另一方面又通过股权增发获得新的股权融资。假如考虑到这一因素,那么,同一时期标普 500 指数成分股公司向股东支付的现金总额占公司净收益的比例就下降到 44%。再者,就美国上市公司的整体来看,标普 500 指数成分股公司向股东支付的现金显然高于平均水平——美国上市公司整体支付给股东的现金大概占净收益的 33%。如果再考虑到公司通过债务融资新增的资金,那么,美国上市公司在 2005 ~ 2014 年 10 年整体向股东支付的现金仅占净收益的 22%。此外,这两位学者还指出,用“净收益”作为分母来衡量上市公司向股东支付的现金数额大小其实并不准确,至少不能有效反映出批评者们忧虑的研发投资受挤压问题。因为在计算净收益的时候已经剔除了包括研发投资在内的用以实现未来盈利的支出金额。^[11]

二、上市公司回购股票的动机

美国的上市公司究竟因何回购自己的股票呢?三十多年来,学者对此进行了深入研究,提出了各种理论,以下对这些理论作一扼要介绍。

(一) 提升每股收益

对于上市公司回购股票动机的第一种解释是管理层希望凭借回购减少流通股的数量,进而提升每股收益(earnings per share),以便提高股价、改善市场对管理层业绩的评价。在对上市公司经理人的问卷调查中,提升每股收益常常被列为公司回购股票的主要原因,而相关媒体报道也多持类似见解。^[12]

从理论上说,只要回购导致的收入减少幅度小于流通股数量的减少幅度,回购就能起到提升每股收益的作用。不过,这里隐含的一个

[11] Jesse M. Fried & Charles C. Y. Wang, *Short-Termism and Capital Flows*, ECGI Working Paper, available at http://ssrn.com/abstract_id=2895161.

[12] Gustavo Grullon & David L. Ikenberry, *What Do We Know about Stock Repurchases*, *Journal of Applied Corporate Finance*, Vol. 13, 2000.

前提是,公司实际上未能充分有效地利用其资产,因此,通过回购股票来缩减资产就成为提高资本配置效率的手段。换言之,假如回购股票能够提升每股收益,那是因为回购剥离了那些回报低于成本的资本,从而令资本配置更有效率。^[13]

(二) 向市场发信号

对回购股票原因的第二种解释是公司管理层认为市场低估其股票的真实价值,因而希望通过回购向市场发出信号,传递股价被低估的信息,从而促使市场改变对公司实际价值的评价,推升股票价格。发信号理论立足于公司内部管理层与外部投资人之间的信息不对称,前者比后者掌握更多有关公司真实价值的信息。假如这些信息对评估公司的价值具有正面作用,那么,设法将它们传递给市场就能提振股价,也使得资本市场的效率得以提升。^[14] 发信号理论是解释股票回购动因最重要的理论。

要通过发信号来解决信息不对称问题离不开信号本身的可信度,而可信度源自发信号者要为发出虚假信号而承担的成本。^[15] 由于上市公司的管理层多拥有公司股票,因此如果回购股票的价格高于每股股票的实际价值,回购就会让包括管理层在内的未出售股票的股东蒙受损失。这种损失成了管理层向市场发出假信号需要负担的成本,由此使得公司宣布回购股票成为具有可信度的信号。不过,这里包含两个前提:一是宣布回购股票的公司的确会实施股票回购,否则,空口说白话自然无法让市场相信;二是管理层自身不利用回购的机会出售股票,否则发出虚假信号者不必担负损失,也会让市场对信号失去信任。

(三) 降低代理人成本

现代上市公司的一大特点是产权人与控制权人的分离,由于两者

[13] Gustavo Grullon & David L. Ikenberry, *What Do We Know about Stock Repurchases*, *Journal of Applied Corporate Finance*, Vol. 13, 2000.

[14] Theo Vermaelen, *Repurchase Tender Offers, Signaling and Managerial Incentives*, *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, Vol. 19, 1984.

[15] George A. Akerlof, *The Market for "Lemons": Quality Uncertainty and the Market Mechanism*, *Quarterly Journal of Economics*, Vol. 84, 1970.

之间的利益冲突,让后者作为前者的代理人来打理前者的投资就会出现机会主义行为,如代理人中饱私囊、昏聩懒惰,这就是有名的代理人成本问题。^[16]而当公司出现大量自由现金流的时候,代理人成本尤其突出。^[17]这是因为掌握这些现金流的管理层可以轻易地为满足自己的私利而低效率地使用这些过剩的资金,包括进行低效的投资,或者为自己添置额外福利。

股票回购无疑是挤出公司过剩的现金流,将其从管理层(也就是代理人)掌控之下转移到股东(也就是公司真正产权人)掌控之下的一种有效手段。因此,管理层可以通过回购股票向市场表明其降低代理人成本的决心,从而提振股价。当然,这有助于改善投资人对管理层的业绩评价,由此带来物质上与名誉上的收益。正是因为这些收益,管理层才会愿意主动放弃自由现金流,降低代理人成本。

(四) 替代分红

作为向股东支付现金的手段,股票回购还可以被用作替代分红。与分红相比,股票回购给公司管理层带来了更大的灵活性。在美国市场上,公司一旦分红,市场就会期待公司此后将持续进行类似的分红。因此,假如出现红利减少,市场就可能给予负面评价,从而影响公司股价。^[18]而市场对于股票回购却不存在这样的期待,即便公司宣布的回购计划未能兑现,市场也没有对此加以惩罚。^[19]于是,管理层可以根据现金流的实际状况自由决定回购与否及其数量,这特别适合公司用来分配短期性富余现金流。

回购股票被用以替代分红的另一种原因是管理层对自身持有的股票期权价值的考虑。股价相当于未来现金流的折现,假如不分红,这些现金流的价值将储积起来进而推升股价。对于持有行权价格一定的股

[16] Michael C. Jensen & William H. Meckling, *Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs, and Ownership Structure*, Journal of Financial Economics, Vol. 3, 1976.

[17] Michael C. Jensen, *Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers*, American Economic Review, Vol. 76, 1986.

[18] Mukesh Bajaj & Anand Vijh, *Dividend Clienteles and the Information Content of Dividend Changes*, Journal of Financial Economics, Vol. 26, 1990.

[19] Clifford P. Stephens & Michael S. Weisbach, *Actual Share Repurchases in Open - Market Repurchase Programs*, Journal of Finance, Vol. 53, 1998.

票期权者而言,股价越高意味着其期权的价值越大。反过来,分红尽管可以让股东获得现金支付,足以补偿由此带来的股价下跌,却无法让尚未行权的股票期权人获得现金。于是,回购作为既能使部分(出售股票的)股东取得现金,又能推升剩余(没有出售的)股票价格的现金分配方式,就特别受到持有股票期权的管理层的青睐。^[20]

(五) 增强流动性

公司作为买方回购自己的股票将提升有意出售股票者达成交易的可能性,也就是说,股票回购增加了卖方的市场深度(depth of market)。尤其在市场处于下跌趋势之中时,容易出现卖盘多,买盘少,这种一边倒的状况当然会增加成交的难度,降低市场流动性。此时,假如由公司出面回购自己的股票,就能增加买盘数量,降低做市商的库存成本(inventory cost)从而降低买卖差价(bid - ask spread),由此增加下跌市场的流动性。同时,公司大举回购股票也可以提升市场信心,减少卖盘数量,稳住市场行情。^[21]然而,公司回购导致做市商与具有优势信息的内部人士交易,由此产生的逆向选择问题又可能增加买卖差价,降低市场流动性。^[22]

(六) 抵御敌意收购

回购股票之所以可能成为对敌意收购的抵御,是因为金融学研究发现股东对股票价值的认识并不一致,就如同消费者对普通消费品的价值认识一样。对于相同的股票,有的人估价高,有的人估价低,而市场的供求关系决定了股票的市价取决于一定股票供应量之下边际股东(也就是正好买完市场上最后一股的那位股东)对股票的估值。^[23]在这种需求状态下,市场上股票的供应量越小,股价就越高。于是,通过

[20] Gustavo Grullon & David L. Ikenberry, *What Do We Know about Stock Repurchases*, *Journal of Applied Corporate Finance*, Vol. 13, 2000.

[21] Gustavo Grullon & David L. Ikenberry, *What Do We Know about Stock Repurchases*, *Journal of Applied Corporate Finance*, Vol. 13, 2000.

[22] Michael J. Barclay & Clifford W. Smith, Jr., *Corporate Payout Policy: Cash Dividends versus Open - Market Repurchases*, *Journal of Financial Economics*, Vol. 22, 1988.

[23] Laurie Simon Bagwell, *Shareholder Heterogeneity: Evidence and Implications*, *American Economic Review*, Vol. 81, 1991.

回购来降低股票供应量将促使股价上升。而股价的上升意味着收购公司的成本增加,这样一来便有助于阻遏敌意收购者收购公司的企图。^[24]

此外,假如回购股票能够迫使管理层挤出过剩的自由现金流,从而降低代理人成本,那么,公司的股票价格也会随之上升。这样一来,回购股票也会让公司变得不再对敌意收购者具有吸引力。^[25]

(七) 便利知情交易

所谓知情交易(informed trading),就是公司内部人士利用其信息优势交易股票,但由于这种内部信息不属于“重大”(material)信息,所以尚未构成内幕交易。如果公司内部管理层由于自身的资金限制,或者受到公司有关内部人士交易股票的规则限制而无法直接以自己名义交易股票,那么,让公司回购股票就可以成为他们实施知情交易的另一种途径。公司内部人士至少有两种方式从这样的知情交易中得利。

其一,当公司股票价格被市场低估的时候,公司回购股票等于是以折扣价格购入股票。这种情况下,出售股票的股东遭受了损失,而未出售的股东却可以因此获利。于是,假如持有公司股票的管理层知道股价被低估,就可以借助回购获取私人利益——低价买入实际价值更高的股票。^[26]其二,如果市场会对股票回购公告作出积极反应,而公司在公告之后又不必实施回购,那么,公司内部管理层就可以先利用回购公告推升股价,随后再顺势自己出售的股票而获利,而不必切实回购。^[27]

与公开市场回购常常受制于 Rule 10b - 18 的交易数量限制不同,以固定价格要约回购股票一般不会被认定为操纵市场,因而无须借助 Rule 10b - 18 的“避风港”,由此得以更大规模的实施回购。而规模的

[24] Laurie Simon Bagwell, *Share Repurchase and Takeover Deterrence*, RAND Journal of Economics, Vol. 22, 1991.

[25] Matthew T. Billett & Hui Xue, *The Takeover Deterrent Effect of Open Market Share Repurchases*, Journal of Finance, Vol. 62, 2007.

[26] Jesse M. Fried, *Informed Trading and False Signaling with Open Market Repurchases*, California Law Review, Vol. 93, 2005.

[27] Jesse M. Fried, *Informed Trading and False Signaling with Open Market Repurchases*, California Law Review, Vol. 93, 2005.

扩大也意味着市场反应放大,于是,有意借助回购信息对股价的提升作用出手股票的管理层更会愿意利用固定价格要约回购来实施知情交易。同时,对于那些希望低价买入股票获益的内部人士,也可能看中要约回购的快速性,在市场价格上升到股票的真实价值之前就迅速完成知情交易,进而从中获利。换言之,固定价格要约回购比公开市场回购更有利于内部人士的知情交易。^[28]

(八) 统一管理层与股东的意见

最后,有学者认为回购股票有利于管理层排除掉与自身意见不同的股东。正如前面提到的,股东对股票的价值,尤其是针对公司未来的投资机会,认识并不一致,从而令股东与管理层就公司的经营战略产生分歧,而与管理层的经营理念相左的股东更有可能低估股票的价值。于是,当公司回购股票时,这些对股票价值评估最低的股东最有可能将股票出售给公司。由此,当股票回购完成后,那些依然持有股票没有出售的股东应该更可能赞同管理层的经营理念 and 策略。换言之,股票回购有助于实现股东与管理层之间的意见统一,而这种统一既给管理层依照自身的观点经营公司带来便利,同时也将推升股价。^[29]

三、股票回购的经验研究

金融学者针对上市公司回购股票展开了大量的经验研究。本文第三部分从两个方面对经验研究的结果作一综述。

(一) 股票回购的动机

本文第二部分介绍了八种解释上市公司回购股票动机的理论,那么,究竟这些理论有没有经验上的证据呢?以下我们就来一一检视。

1. 提升每股收益

有关上市公司通过回购进行收益管理的确切证据最早来自 2006

[28] Jesse M. Fried, *Insider Signaling and Insider Trading with Repurchase Tender Offers*, University of Chicago Law Review, Vol. 67, 2000.

[29] Sheng Huang & Anjan V. Thakor, *Investor Heterogeneity, Investor - Management Disagreement and Share Repurchases*, Review of Financial Studies, Vol. 26, 2013.

年发表的一项研究。该研究发现那些季度收益状况恰好稍稍不及市场分析预期水准的公司比季度收益恰好稍稍优于市场分析预期的公司更有可能实施股票回购。^[30]这表明收益管理的确是回购股票的一项动因,不过市场对此似乎也早有察觉,投资人会对回购股票带来的收益提升打上折扣,降低由此产生的股价上涨作用。此后,这一现象又得到另一项独立研究证实。^[31]

此外,还有研究发现上市公司在回购股票之前就会对每股收益作出管理,从而使回购之前那一季度以及回购当季的收益状况下挫。这样一来既有利于压低回购的价格,又有助于令回购之后的股价表现愈发强劲。不过,这些研究找到的因果关系并不是由管理收益引发收购,而是恰恰相反——因为准备收购而引起事先的收益管理。^[32]

2. 向市场发信号

针对发信号理论的经验研究也许是最多的。除少数研究没有发现结果之外,^[33]其余大量研究都发现向市场发出股价被低估的信号的确可能是上市公司回购自身股票的主要原因。与理论分析相一致的是,只有确实回购股票,而非空头宣告准备回购,才能够起到发信号的作用。大概也是由于这一原因,尽管美国法律并不要求公告回购计划的公司必须实施回购,但公司宣布回购的绝大多数(75%以上)股票都被切实回购了。^[34]

[30] Paul Hribar & Nicole Thorne Jenkins & W. Bruce Johnson, *Stock Repurchases as an Earnings Management Device*, Journal of Accounting and Economics, Vol. 41, 2006.

[31] Heitor Almeida & Vyacheslav Fos & Mathias Kronlund, *The Real Effects of Share Repurchases*, Journal of Financial Economics, Vol. 119, 2016.

[32] Guojin Gong & Henock Louis & AMY X. Sun, *Earnings Management and Firm Performance Following Open - Market Repurchases*, Journal of Finance, Vol. 63, 2008.

[33] Gustavo Grullon & Roni Michaely, *The Information Content of Share Repurchase Programs*, Journal of Finance, Vol. 59, 2004. Bong Soo Lee and Jungwon Suh, *Cash Holdings and Share Repurchases: International Evidence*, Journal of Corporate Finance, Vol. 17, 2011, 不过,这是一项针对澳大利亚、加拿大、法国、德国、日本、英国和美国等7个国家的研究,各国之间不同的市场结构以及社会经济因素可能对研究结果造成干扰。

[34] Clifford P. Stephens & Michael S. Weisbach, *Actual Share Reacquisitions in Open - Market Repurchases Programs*, Journal of Finance, Vol. 53, 1998.

这些研究还发现,越有可能存在信息不对称,因而价格低估问题越严重的公司实施股票回购的可能性越大,^[35]而市场对这些回购的价格反应也越大。^[36]同时,与发信号理论相吻合,市场对于内部管理层事前大量买入股票的回购反应更为强烈,因为管理层的这种行为体现出他们对股价被低估的确信。^[37]此外,还有研究发现市场接收到信号之后的反应并非一步到位,而是会在相当一段时间内逐步体现在股价上。^[38]

不仅针对美国市场的研究为发信号理论提供了支持,针对加拿大市场的研究同样表明市场将回购当作一种股价被低估的信号——尽管市场对信号的充分反应同样需要较长时间。而且,在股价被低估的程度越是强烈,因此更需要回购来发出信号的时候,公司实际完成股票回购计划的可能性也越大。^[39]

3. 降低代理人成本

以回购股票来降低公司管理层掌握的自由现金流,进而达到降低代理人成本的效果也得到多数经验研究的证明。那些处于成熟阶段,找不到有效率的投资机会的公司会通过回购股票将富余现金返还给股东,而市场也的确对那些更有可能进行无效投资的公司实施的回购作出了更为正面的反应。研究发现,无论公开市场回购^[40]还是固定价

[35] Guojin Gong & Henock Louis & AMY X. Sun, *Earnings Management and Firm Performance Following Open - Market Repurchases*, *Journal of Finance*, Vol. 63, 2008.

[36] Ilona Babenko & Yuri Tserlukevich & Alexander Vedrashko, *The Credibility of Open Market Share Repurchase Signaling*, *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, Vol. 47, 2012; Matthew T. Billett and Hui Xue, *The Takeover Deterrent Effect of Open Market Share Repurchases*, *Journal of Finance*, Vol. 62, 2007.

[37] Ilona Babenko & Yuri Tserlukevich & Alexander Vedrashko, *The Credibility of Open Market Share Repurchase Signaling*, *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, Vol. 47, 2012.

[38] David Ikenberry & Josef Lakonishok & Theo Vermaelen, *Market Underreaction to Open Market Share Repurchases*, *Journal of Financial Economics*, Vol. 39, 1995.

[39] David Ikenberry & Josef Lakonishok & Theo Vermaelen, *Stock Repurchases in Canada: Performance and Strategic Trading*, *Journal of Finance*, Vol. 55, 2000.

[40] Gustavo Grullon & Roni Michaely, *The Information Content of Share Repurchase Programs*, *Journal of Finance*, Vol. 59, 2004.

格要约回购^[41]都可能降低代理人成本。

4. 替代分红

公司以回购股票替代分红作为向股东支付现金的方式也得到许多经验研究的支持。例如,美国从1980年到2000年间,上市公司年均回购股票的支出增长幅度为26.1%,而同一时期红利支出的增长幅度只有年均6.8%。分红与回购支出的此消彼长导致1980年回购金额仅占红利金额的26.1%,而到2000年则增长到113.1%。1982年SEC出台的Rule 10b-18则成为红利与回购对比关系的转折点。^[42]针对1989~2005年间欧盟市场的研究也发现分红与回购之间类似的此消彼长的关系。^[43]

经验研究不但发现分红与回购之间的替代性关系,还发现公开市场回购的确为上市公司提供了一种更为灵活的现金分配方式,方便他们及时调整现金头寸以免造成市场恐慌。^[44]回购的这种灵活性特别有利于公司将由短期非经营性收入增长、收入波动等因素造成的临时性富余现金流返还给股东。^[45]最后,经验研究还发现管理层持有的股票期权的确会影响分红还是回购的决定,正如理论预期的那样,伴随管

[41] Tom Nohel & Vefa Tarhan, *Share Repurchases and Firm Performance: New Evidence on the Agency Costs of Free Cash Flow*, *Journal of Financial Economics*, Vol. 49, 1998. Erik Lie, *Excess Funds and Agency Problem: An Empirical Study of Incremental Cash Disbursements*, *Review of Financial Studies*, Vol. 13, 2000. 未发现回购降低由自由现金流引起的代理人成本的研究是一项较为早期的研究。Keith Howe, Jia He and G. Wenchi Kao, *One - Time Cash Flow Announcements and Free Cash - Flow Theory: Share Repurchases and Special Dividends*, *Journal of Finance*, Vol. 47, 1992, 以及前注32提到的那项跨国研究。不过,这两项研究的可靠性可能不如更为近期的针对单一市场的研究。

[42] Gustavo Grullon & Roni Michaely, *Dividends, Share Repurchases, and the Substitution Hypothesis*, *Journal of Finance*, Vol. 57, 2002.

[43] Henk von Eije & William L. Megginson, *Dividends and Share Repurchases in the European Union*, *Journal of Financial Economics*, Vol. 89, 2008.

[44] Clifford P. Stephens & Michael S. Weisbach, *Actual Share Repurchases in Open - Market Repurchases Programs*, *Journal of Finance*, Vol. 53, 1998.

[45] Murali Jagannathan & Clifford P. Stephens & Michael S. Weisbach, *Financial Flexibility and the Choice Between Dividends and Stock Repurchases*, *Journal of Financial Economics*, Vol. 57, 2000. Matthew T. Billett and Hui Xue, *The Takeover Deterrent Effect of Open Market Share Repurchases*, *Journal of Finance*, Vol. 62, 2007.

理层持有的股票期权的增加,红利的金额将显著下降,而回购金额却显著上升。^[46]

5. 增强流动性

有关回购股票能否增进市场的流动性,经验研究的结果显得并不一致,不过,这或许正符合结论不明的理论预期。早期的两项研究一项发现回购令买卖差价升高,也就是降低了市场的流动性,^[47]而另一项却没有发现回购影响买卖差价。^[48]不过,更为近期的研究则发现公开市场回购的确降低了买卖差价,增强了市场流动性。^[49]另外,针对欧盟市场的研究发现流动性越大的股票越可能被回购,^[50]这或许表明增强市场流动性未必是公司回购股票的动因。

6. 抵御敌意收购

有关股票回购抵御敌意收购的作用,经验研究不太多。不过,现有研究显示回购的确具有震慑收购企图的作用。有研究发现:如果一家公司遭遇收购的风险从第5个百分位数(percentile)上升到第95个百分位数,它将多回购15.58%的股票。^[51]

7. 便利知情交易

尽管对于持有公司股票的管理层而言,在股票价格遭到低估的情况下由公司实施回购,的确可以令他们像其他未出售股票的股东一样获得利益,可是,有关便利知情交易成为回购股票动因的理论却似乎缺

[46] George W. Fenn & Nellie Liang, *Corporate Payout Policy and Managerial Stock Incentives*, *Journal of Financial Economics*, Vol. 60, 2001.

[47] Michael J. Barclay & Clifford W. Smith, Jr., *Corporate Payout Policy: Cash Dividends versus Open - Market Repurchases*, *Journal of Financial Economics*, Vol. 22, 1988.

[48] James M. Miller & John J. McConnell, *Open - Market Share Repurchase Programs and Bid - Ask Spreads on the NYSE: Implications for Corporate Payout Policy*, *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, Vol. 30, 1995.

[49] Douglas O. Cook & Laurie Krigman & J. Chris Leach, *On the Timing and Execution of Open Market Repurchases*, *Review of Financial Studies*, Vol. 17, 2004.

[50] Henk von Eije & William L. Megginson, *Dividends and Share Repurchases in the European Union*, *Journal of Financial Economics*, Vol. 89, 2008.

[51] Matthew T. Billett & Hui Xue, *The Takeover Deterrent Effect of Open Market Share Repurchases*, *Journal of Finance*, Vol. 62, 2007.

乏直接证据。首先,假如固定价格要约回购果真比公开市场回购更有利于内部人士的知情交易,那么,管理层出于知情交易目的回购股票就应该更多选择要约回购方式。可是,经验证据毫无疑问地显示公开市场回购的比例远远大于要约回购。^[52]其次,研究发现公司回购股票会有意避开公告公司特定信息的时段,可见内部管理层特别留心避免利用公司的短期信息进行交易。^[53]

接着分别来看所谓的低价买入与高价售出这两种知情交易。有关低价买入的证据包括:(1)宣布回购股票之后,公司股票出现大幅异常收益(*abnormal return*);(2)回购前管理层持股比例越高,回购后股价上升也越多;(3)实际实施回购的公司在回购宣布4年之后的异常收益高达25%,而未实际回购者却为0。^[54]然而,正如前面已经提到的,这些证据完全符合回购是为了向市场发信号的理论。质言之,要让市场相信回购代表了股价被低估,就只能让持有公司内部人士得益——因为发出真信号不得益的内部人士必定也不会因为发假信号而受损。于是,既然让股价反映股票的真实价值有利于提升公司价值、促进市场效率,那么,也许就不得不承受回购令内部人士得益的结果。

至于高价卖出的证据主要只是管理层在回购期间持股比例下降这一情况。^[55]针对内部人士出售股票的行为,金融学研究早已发现可能存在多种原因——如出于流动性需求,^[56]而不一定是为实施内幕交易,因此,内部人士出售股票传递的信息远不如其购入股票那么丰富,

[52] Gustavo Grullon & David L. Ikenberry, *What Do We Know about Stock Repurchases*, *Journal of Applied Corporate Finance*, Vol. 13, 2000. Jesse M. Fried and Charles C. Y. Wang, *Short-Termism and Capital Flows*, ECGI Working Paper, available at http://ssrn.com/abstract_id=2895161.

[53] Douglas O. Cook & Laurie Krigman & J. Chris Leach, *On the Timing and Execution of Open Market Repurchases*, *Review of Financial Studies*, Vol. 17, 2004.

[54] Jesse M. Fried, *Informed Trading and False Signaling with Open Market Repurchases*, *California Law Review*, Vol. 93, 2005.

[55] Jesse M. Fried, *Informed Trading and False Signaling with Open Market Repurchases*, *California Law Review*, Vol. 93, 2005.

[56] Li Jin, *CEO Compensation, Diversification, and Incentives*, *Journal of Financial Economics* Vol. 66, 2002.

市场对前者的反应也要小很多。^[57]况且,利用回购之后一时上扬的股价抛售股票获利至少需要满足两个条件:(1)宣布回购之前股价未被低估;(2)宣布回购之后,实施回购之前股价出现上涨。然而,正如前面介绍过的那样,现有证据表明股价反应只针对实际回购状况,而与宣布的回购目标无关,^[58]并且,股价的反应有相当时间的延迟。^[59]这样一来,要想在实际回购之前靠出售价值未被低估的股票获利可能性不大,而出售被低估的股票则更要蒙受损失。

8. 统一管理层与股东的意见

现有经验证据支持管理层利用回购股票来统一股东与股东的意见这一理论。研究发现,管理层与股东意见分歧越大的公司越有可能进行股票回购;而在回购完成之后,两者的分歧的确缩小了。^[60]

(二) 股票回购的经济影响

从微观角度看,大多数经验研究显示公司实际回购股票之后,其长期(三年左右)经营表现有所改善,不论回购的方式是公开市场回购^[61]还是要约回购。^[62]不过,研究也发现回购带来的经营表现改善可能只发生在某些类型的上市公司身上,比如成熟的低增长公司,^[63]或者财

[57] Enrichetta Ravina and Paola Sapienza, *What Do Independent Directors Know? Evidence from Their Trading*, *Review of Financial Studies*, Vol. 23, 2010.

[58] Clifford P. Stephens & Michael S. Weisbach, *Actual Share Repurchases in Open - Market Repurchases Programs*, *Journal of Finance*, Vol. 53, 1998.

[59] David Ikenberry & Josef Lakonishok & Theo Vermaelen, *Market Underreaction to Open Market Share Repurchases*, *Journal of Financial Economics*, Vol. 39, 1995.

[60] Sheng Huang & Anjan V. Thakor, *Investor Heterogeneity, Investor - Management Disagreement and Share Repurchases*, *Review of Financial Studies*, Vol. 26, 2013, 此项研究利用4种方式评估股东与管理层的意见分歧程度:(1)公司收到股东委托投票表决议案(proxy proposal),这表明股东要发布与董事会不同的见解并寻求其他股东的支持;(2)董事候选人中遭到股东投票咨询机构ISS投“弃权”或“反对”票建议的比例;(3)选举董事的实际投票中,得到赞成票比例低于样本中位数的董事的比例;(4)在具有双重股权结构的公司中,拥有较大比例表决权的股票享受的溢价。

[61] Erik Lie, *Operating Performance Following Open Market Share Repurchase Announcements*, *Journal of Accounting and Economics*, Vol. 39, 2005.

[62] Tom Nohel & Vefa Tarhan, *Share Repurchases and Firm Performance: New Evidence on the Agency Costs of Free Cash Flow*, *Journal of Financial Economics*, Vol. 49, 1998.

[63] Tom Nohel & Vefa Tarhan, *Share Repurchases and Firm Performance: New Evidence on the Agency Costs of Free Cash Flow*, *Journal of Financial Economics*, Vol. 49, 1998.

务状况宽松的公司。^[64]除美国市场之外,针对加拿大^[65]和香港^[66]市场的研究也得到类似发现。至于表现改善的原因经验研究的结论并不一致,有的研究认为改善源自回购压缩了管理层手中过剩的自由现金流,从而降低了代理人成本,^[67]但也有研究者认为回购之后的经营改善至少应部分归因于管理层在回购之前有意压低公司业绩。^[68]还有少数研究没有发现回购股票会对公司的经营表现产生影响。^[69]

微观层面的经验研究还发现:上市公司在回购股票之后减少了投资,^[70]特别是研发投资,同时也削减了员工的数量。^[71]最后值得一提的是,尽管经验研究对回购股票是否改善了公司的经营表现,以及表现改善的原因存在一些分歧,但迄今尚未发现股票回购令公司经营表现恶化的证据。即便发现公司在实施回购之后减少投资和员工数量,但这些变化也没有对公司此后的业绩以及公司的价值产生影响。^[72]

与丰富多彩的微观层面的研究不同,有关股票回购在宏观层面产生的影响却罕有科学的研究。就股票回购对一个国家整体研发投入的

-
- [64] Sheng - Syan Chen & Yanzhi Wang, *Financial Constraints and Share Repurchases*, *Journal of Financial Economics*, Vol. 105, 2012.
- [65] David Ikenberry & Josef Lakonishok & Theo Vermaelen, *Stock Repurchases in Canada: Performance and Strategic Trading*, *Journal of Finance*, Vol. 55, 2000.
- [66] Hua Zhang, *Share Price Performance Following Actual Share Repurchases*, *Journal of Banking & Finance*, Vol. 29, 2005, 只有低市盈率的公司在回购后表现改善。
- [67] Tom Nohel & Vefa Tarhan, *Share Repurchases and Firm Performance: New Evidence on the Agency Costs of Free Cash Flow*, *Journal of Financial Economics*, Vol. 49, 1998.
- [68] Guojin Gong & Henock Louis & AMY X. Sun, *Earnings Management and Firm Performance Following Open - Market Repurchases*, *Journal of Finance* 947, Vol. 63, 2008.
- [69] Gustavo Grullon & Roni Michaely, *The Information Content of Share Repurchase Programs*, 59 *Journal of Finance*, Vol. 59, 2004. Heitor Almeida, Vyacheslav Fos and Mathias Kronlund, *The Real Effects of Share Repurchases*, *Journal of Financial Economics*, Vol. 119, 2016.
- [70] Gustavo Grullon & Roni Michaely, *The Information Content of Share Repurchase Programs*, *Journal of Finance*, Vol. 59, 2004.
- [71] Heitor Almeida & Vyacheslav Fos & Mathias Kronlund, *The Real Effects of Share Repurchases*, *Journal of Financial Economics*, Vol. 119, 2016.
- [72] Heitor Almeida & Vyacheslav Fos & Mathias Kronlund, *The Real Effects of Share Repurchases*, *Journal of Financial Economics*, Vol. 119, 2016.

影响而言,从理论上讲并不必定是负面的。因为一方面拥有优异投资机会的上市公司始终可以通过增发新股募集资金;另一方面股东们从上市公司收回资金之后并不会将它们白白从下水道冲走。资本逐利的本性会促使他们通过私募基金、风投基金等渠道将资金重新投入回报率更高的领域,包括大量的非上市公司,特别是科技型创业公司,而历史上这些公司正是经济创新与活力之源。^[73]

作为一种粗略的经验观察,我们不妨来比较美国与日本这两个国家的全要素生产率(total factor productivity, TFP)变化状况。TFP 是一个衡量科技因素以及资源利用效率对国民经济产出贡献的重要指标,或者说是衡量一个经济体自身实力进步的指标。图 1 和图 2 都来自美国圣路易斯联邦储备银行,它们分别描绘了自 1950 年以来美、日两国的 TFP 变化情况(以 2011 年为基准)。之所以将美国和日本进行比较,一则是因为这两个国家经济发展水平大致相当,具有一定的可比性;另外也是因为两国有关上市公司回购股票的法律规制的变化呈现先后次序,因而更有可能观察到回购制度变化给 TFP 变化造成的影响。

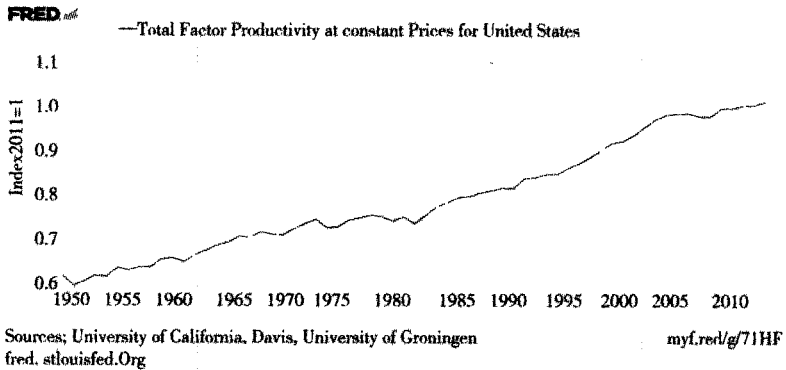


图 1 美国 TFP 变化

[73] Jesse M. Fried & Charles C. Y. Wang, *Short - Termism and Capital Flows*, ECGI Working Paper, available at http://ssrn.com/abstract_id=2895161.

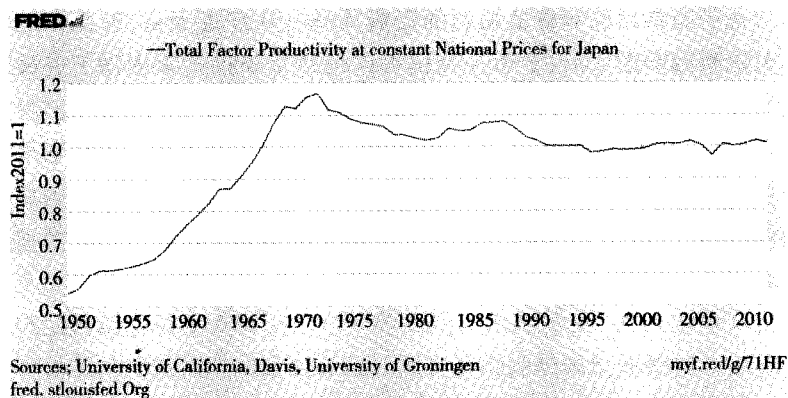


图2 日本 TFP 变化

先看美国 1982 年 SEC 制定回购新规,特别是 1984 年回购开始日益增长之后的 TFP 变化情况。图 1 显示,1985 年后美国的 TFP 总体呈现增长趋势,而且 1985~2005 年间的增长幅度超过了此前的 1970~1985 年。

再看日本。日本 2001 年修改商法之前,原则上不允许上市公司回购自己的股票,而且在 2003 年再次修法之前,日本公司董事会无权自行决定回购股票。^[74] 21 世纪初日本大幅解禁股票回购之后,我们并没有发现其 TFP 出现明显下滑,而是大体保持不变。

最后比较美日两国。可以说至少在 2003 年之前,日本公司回购自身股票的自由度远远小于美国公司。然而,图 2 却显示从 20 世纪 70 年代初到 1995 年的近 20 年间,日本的 TFP 总体呈下降趋势,与图 1 展现的美国在此时期的持续上升形成鲜明对比。

当然,由于美日两国在股票回购之外还存在其他诸多不同,以上的观察并不足以证明回购对 TFP 产生的影响。然而,无论美国还是日本,在股票回购管制政策出现变化之后,其 TFP 都没有表现出明显变化,这或许为股票回购不直接影响一国的科技创新能力提供了某种初步证据。

[74] 1994 年日本商法修改之前,公司可以回购股票的情形极其稀少,此后历次修法对允许回购的条件逐步加以放送,但直到 2001 年为止允许公司回购股票始终在日本法律上属于例外。参见[日]神田秀树:《会社法》,弘文堂 2014 年版,第 99~101 页。

至于股票回购对雇员福利的影响,同样,从理论上讲,即便向股东支付股票回购款之后,上市公司仍可以通过重新融资来支持工资的增长。不过,这方面的经验数据更不易获得。作为十分粗略的比较,根据经合组织(OECD)的数据,回购旺盛的美国从1990~2016年间平均工资稳步增长,2016年达到60154美元。而日本在这17年间平均工资基本没有变化,2016年的数值为39113美元,仅是美国的2/3左右。据此来看,似乎股票回购对于雇员的工资也很难说有多少影响。

四、总结与思考

(一)美国的经验是什么

从以上主要针对美国的考察中,我们可以看到这样几点。

首先,上市公司回购股票的动因常常可能是混合的,而非单一的。从经验证据上看,有关于此最主要的原因应该是向市场发出股价被低估的信号,挤出自由现金流以降低代理人成本,以及作为替代分红向股东支付现金的方式。然而,假如这三项是美国上市公司回购股票的主要原因的话,那么,收益管理、统一意见、抵御收购等因素也可能在不同程度上推动着股票回购。

其次,作为公司内部人士的管理层从股票回购中获得私人利益恐怕也是事实,只是这种利益实际上是因为其股东,而非管理层的身份获得的。之所以让管理层持有公司股票,本质上是为了捆绑他们与公众投资人的利益,以期降低代理人成本。为此,我们自然无可避免地要允许管理层作为股东获益,而不可能只要求他们分担股东的风险。换言之,即便管理层在内幕交易规则许可的范围内因为回购股票而获益,那也是为了降低代理人成本、促进公司治理的整体利益。“又要马儿跑,又要马儿不吃草”恐怕是办不到的。

另外,经验研究也显示,目前还没有直接证据表明上市公司管理层回购股票是存粹出于私利。即便他们因此获利,或许也主要是回购的副产品。同时,为了取得这些利益,管理层也必须削减自身掌握的自由现金流,而这样做也反过来(至少部分)抵消了回购股票带给他们的私

利。因此,总体而言,对于股票回购会给内部人士带来私利这一点也许不必过于担心。

在此基础上,美国法律将是否回购股票的权力大体交给了上市公司董事会。由于这种广泛的授权,回购股票作为替代分红的手段,其灵活性得以充分发挥,促成公司更加大量、及时地向股东支付现金。而市场对回购包含的信息也有准确的认识:“干打雷,不下雨”的回购公告并不足以引起市场反应,而管理层通过自身行为担保股价低于实际价值的回购则会引起市场更为充分的反应。由此可见,美国法律不要求公司必须兑现其回购承诺的做法并没有给市场带来负面影响。

最后,美国的经验显示上市公司回购股票有可能改善了公司的经营表现,促进了公司对股东的价值。这方面,即便最为负面的研究结果也没有发现回购股票损害到股东利益。至于宏观层面的资本配置(包括研发投入等长期资本配置)状况,目前还缺乏科学的系统研究。不过,从理论上讲,有效率的资本市场应当有助于实现资本朝着产生最大收益的方向流动,最大限度地避免对资本的浪费,而股票回购通过向市场发信号增强了资本市场的效率,因而,回购扭曲资本配置之说似乎缺乏直接的理论基础。从美日两国的 TFP 变化对比中也找不到股票回购抑制一国整体技术革新的迹象。

有关股票回购导致雇员福利下降,加剧贫富分化的担忧或许有一定的道理,却依然缺乏足够的科学证据。然而,即便回购真的造成这种不幸的局面,也很可能只是我们这个资本推动科技创新,而创新加剧“赢者通吃”的时代,由技术革命加深贫富分化这个大背景的一个组成部分。要扭转这种局面,仅仅怪罪于股票回购只怕远远不够。尤其值得注意的是资本市场的基本功能在于有效率地配置资本,而不在于调整劳资分配问题。经济学家认为,调节贫富分化最有效的机制是税收和再分配制度,而不是借助法律规则扭曲市场有效配置资源的功能。^[75]换言之,让资本市场负担其并不胜任的工作可能得不偿失。

[75] Louis Kaplow & Steven Shavell, *Why the Legal System Is Less Efficient than the Income Tax in Redistributing Income*, *Journal of Legal Studies*, Vol. 23, 1994. Louis Kaplow and Steven Shavell, *Should Legal Rules Favor the Poor? Clarifying the Role of Legal Rules and the Income Tax in Redistributing Income*, *Journal of Legal Studies*, Vol. 29, 2000.

(二) 中国该怎样对待

长期处于法定资本制影响之下的中国公司法原则禁止股份公司回购自己的股份,^[76]作为股份公司的上市公司也同样受到限制。不过,法定资本制理论与现代公司,尤其是上市公司的实际资本运作状况严重脱节,也不符合多数债权人应对融资风险的实际做法,可以说既对保护债权人作用不大,又可能无谓增加公司的融资成本。^[77]

基于这样的认识,中国公司法开始逐渐放松法定资本制度,改实缴制为认缴制,也取消了实缴出资的最低数额要求,但有关限制回购的规定依然得以维持。与中国同样属于大陆法系的近邻日本却从 21 世纪初开始实行了更加深入的改革,很大程度上放宽了由董事会主导回购公司股票的限制。^[78]

在此背景下,有必要重新审视中国法律严格限制股票回购的规则。这方面美国经验的最大启示也许在于回购股票作为一种信号向市场传递信息的积极作用,以及由此提升资本市场效率的重要意义。不同的上市公司其经营表现、发展潜力各不相同,但外部投资人却很难掌握这些信息,从而根据自身的风险偏好来配置资金。这种信息不对称的结果可能造成“逆向选择”,导致优质的公司无法募集到充足的资金满足其发展需求。

为此,掌握信息的管理层就需要发出可靠的信号,向市场表明自己的优异特性,避免被与劣质公司等对待。而发出这种信号的前提在于法律制度给予公司采取行动的自由度;否则,法律一概禁止或者一概要求公司采取某些行动,^[79]市场上的投资人就无从通过公司的举动来推知其各自的属性,只能无论好坏地将它们混为一谈。从这个意义上看,中国有必要解禁公司回购自己的股票。

不过,前面的分析说得很明白,解禁股票回购主要目的在于克服信息障碍,增进市场效率,因此,不能允许上市公司利用回购破坏市场效

[76] 《公司法》第 142 条。

[77] Luca Enriques & Jonathan R. Macey, *Creditors Versus Capital Formation: The Case Against the European Legal Capital Rules*, *Cornell Law Review*, Vol. 86, 2001.

[78] [日]神田秀樹:《会社法》,弘文堂 2014 年版,第 101~105 页。

[79] 前者如限制回购股票,后者如强制锁定要求。

率。一方面要防止通过回购操纵市场。对此,美国的经验可资借鉴,比如设置类似的“避风港”规则,对符合规则要求的时间、数量、方式、价格条件的回购行为给予保护,而不符合规则要求的回购则给予严格审查,确保其不涉及操纵。另一方面,应当要求上市公司在回购之前进行充分披露,这方面美国的规则可能还有改进的余地。譬如,可以要求公司在实际回购前公告回购股票的具体数量(或上限)、回购的价格、回购的期限、回购资金来源等,如有回购有具体目的(如为实施员工持股计划而购入股票)也应公告此等目的。^[80] 这些信息有助于市场辨析回购背后的真实用意,作出更加准确的价格反应。

除此之外,回购不能被用来躲避债务,损害债权人利益,因此公司只能利用自己的净资产来回购股票。为此,要求回购之前公告资金来源也便于债权人掌握回购资金的状况,避免借助回购偷逃债务。对于违反此项规定回购股票的公司,其董事个人要向债权人承担赔偿责任。最后,对于利用重大内幕信息实施回购者应依法追究其内幕交易之责。

五、结语

自20世纪80年代中期以来,美国上市公司出现了回购股票的热潮,这股热潮此后也逐渐在欧洲和日本等地蔓延开来。本文回顾了三十多年来金融学界对上市公司(尤其是美国上市公司)股票回购的研究成果。这些成果表明:上市公司回购股票可能出于多种原因,其中最主要的原因有向市场发出股价被低估的信号、降低代理人成本,以及代替分红将过剩的现金返还给股东,此外,管理层的收益管理以及排除与自己观点不一致的股东也可能是实施回购的原因。

不过,迄今还没有证据表明上市公司回购股票是单纯出于管理层谋取私利之目的。回购股票并没有损害公司的经验业绩以及对股东的价值,甚至有可能提升了业绩。尽管股票回购可能减少了单个企业的

[80] Jesse M. Fried, *Informed Trading and False Signaling with Open Market Repurchases*, California Law Review, Vol. 93, 2005.

研发投资,但有关回购造成一国整体研发投入下降乃至影响技术进步的忧虑目前还缺乏有力的科学证据。

鉴于法定资本制度与公司金融实践的脱节,以及股票回购可能具有的促进资本市场效率的积极作用,中国有必要考虑解禁公司回购自身股票。当然,这种解禁的目的在于提升市场效率。为此,在设计具体的回购制度时,一方面,要防止利用股票回购实施内幕交易、操纵股价,或者偷逃债务;另一方面,也应当强化回购实施之前的信息披露要求,以利市场更为便利地读懂回购行为背后蕴含着的有关公司价值的信息。