

股票回购与企业创新投入

——来自 A 股上市公司的经验证据

文 / 吴照状 张红漫 张沙沙

本文基于中国 A 股上市公司 2017—2021 年的数据，借助 Wind 数据库汇总股票回购有关数据，实证检验了股票回购对企业创新投入的影响。研究发现，股票回购显著提升了企业的创新投入，这一结论在经过一系列稳健性检验后依旧成立。

关键词：股票回购；企业创新投入

一、引言

强化企业在我国创新体系中的主导地位、鼓励企业继续加大创新投入是我国一直以来坚持的策略。增强创新投入的核心问题是企业如何高效地获取和管理资金。企业财务的中心话题便是如何管理和分配现金，对于拥有大量现金的企业管理者，向股东分配现金是最重要的决策之一^[1]。美股市场的经验证据和中国 A 股市场近年来的回购数据表明：股票回购作为企业向股东分配现金的方式之一，越来越受到企业的青睐。

股票回购的流行，将对企业创新投入产生何种影响？美股市场^[2]和南非市场^[3]的研究给出了不同的结论，这一研究在中国证券市场存在着怎样的结论？本文基于以上制度背景、经济背景和研究背景，探讨股票回购在中国证券市场对企业创新投入的影响。

二、文献回顾与研究假设

首先，股东与管理者之间的代理问题是企业创新不足的重要原因^[4]，因为这种代理问题可能意味着管理者会为了自身利益作出对股东和企业不利的决定，通常表现为管理层短视行为，如选择投资回收期短、风险较小的投资项目。在失去工作风险、收入、声誉、管理补偿等压力下，创新变现时间长、风险高的长期投资在短期投资面前注定会受到管理者的冷落。因此，代理成本在一定程度上代表了企业的创新意愿^[5]，代理成本越低，企业的创新投入意愿越强^[6]。通过股票回购实施股权激励是缓解管理层与股东代理问题的有效方式：一方面，股权激励能使管理层与股东利益紧密联系，促进管理层注重企业长期价值；另一方面，股权激励往往伴随着一些长期的服务条件，这会迫使管理者关注长期指标，更倾向于提升研发投入。

其次，股票回购也并不都是增加了企业的融资约束。在短期盈利能力波动较小的情况下，股票回购能提升企业的每股收益和净资产收益率、优化企业财务结构、改善企业业绩表现，这种业绩的改善能使企业在股权再融资、贷款和发行债券筹集资金时更具优势。此外，股票回购要求企业在审批、单独披露、期限三个方面提高信息透明度，及时和详细的信息披露有助于降低贷款人和承销商对公司违约风险的感知，降低其债务成本^[7]。总的来说，股票回购为企业融资提供了积极作用，为企业带来了充足的现金流，这与研发强度呈正相关关系^[8]。

基于代理问题和融资约束，股票回购促进企业创新投入，因此本文提出如下假设：

H: 回购行为促进企业创新投入。



吴照状，男，苗族，贵州铜仁人，硕士研究生。单位：长春理工大学经济管理学院（吉林长春，130012）。研究方向：公司治理。

张红漫，单位：长春理工大学经济管理学院（吉林长春，130012）。

张沙沙，单位：贵州民族大学（贵州贵阳，550025）。

三、研究设计

(一) 样本选取与数据来源

本文从CSMAR和Wind数据库中选取2017—2021年中国A股上市公司作为研究样本，并对样本进行如下筛选：(1) 删除金融行业公司；(2) 删除ST、ST*、PT等经营异常的样本；(3) 删除核心变量缺失的样本；(4) 删除相关财务指标异常的样本，如资产负债率大于1；(5) 删除已宣告但尚未完成回购样本和以0元或1元名义价格回购进行股权激励注销的回购样本。为避免极端值带来的不利影响，本文对所有非虚拟变量进行了上下1%的Winsorize缩尾处理。

(二) 变量定义和实证模型

对于回购事件，本文根据企业实际回购公告日期，从企业年度层面进行汇总，得到3046笔有效观测值。对于本文中的核心变量股票回购(Repurchase)，本文选择以下两种方式作为解释变量测量股票回购：一是是否进行公开市场股票回购(Repurchase_dum)，若公司当年实施了股票回购则取1，否则取0；二是将回购金额加1后取自然对数来表示股票回购强度(Repurchase_value)，该数值越高，回购强度越大。

对于创新投入，本文选择从研发强度角度来衡量企业创新投入，参考鲁桐和党印(2014)以及王清和周泽将(2015)等研究者的做法，本文选取研发投入与总资产之比作为研发投入的测度方式。

本文参照已有的相关文献选取了以下控制变量：(1) 企业规模(Size)：以总资产的自然对数来衡量；(2) 资本结构(Lev)：为总负债与总资产之比；(3) 盈利能力(ROA)：以总资产净利率来衡量；(4) 现金流量(CF)：为经营活动产生的现金流量净额除以总资产；(5) 成长性(Growth)：以营业收入增长率来表示；(6) 董事会人数(Board)：为董事会人数的自然对数；(7) 两职合一(Dual)：若董事长和CEO为同一人兼任则取1，否则为0；(8) 第一大股东持股(Top1)：为第一大股东持股比例；(9) 托宾Q(TobinQ)：为企业的托宾Q指数；(10) 产权性质(SOE)：国有企业取1，否则取0；最后，上市年限(ListAge)即本文的控制变量，以上市年限加1后取自然对数来衡量，一般来说，处于成长期的公司更倾向于进行大量的创新活动。

本文参照Kusnadi and Wei等(2017)对研发投资强度与企业投资行为之间的关系进行主回归分析，构建如下模型来验证股票回购对企业创新投入的影响：

$$RD_{i,t} = \alpha + \beta_1 Repurchase_{i,t} + \beta_2 \sum Controls_{i,t} + \sum Year + \sum Industry + \epsilon_{i,t}$$

如果回归结果中的 $\beta_1 < 0$ 且显著，则假设Ha成立；若回

归结果中的 $\beta_2 > 0$ 且显著，则假设H₀成立。

(三) 样本描述性统计

本文将全样本划分为实施股票回购和不实施回购两组，分别对其进行描述性统计，结果如表1。实施股票回购的样本企业创新投入均值为3.15%，大于未实施回购样本企业的创新投入均值，这为本文的研究假设提供了一定证据。

表1 按是否实施股票回购分组的均值比较

VARIABLES	Repurchase_dum=0		Repurchase_dum=1		mean dif
	N	mean	N	mean	
Repurchase_value	10394	0	3046	16.05	-16.05
RD2	10394	0.0236	3046	0.0315	-0.0079
Size	10394	22.34	3046	22.39	-0.05
Lev	10394	0.415	3046	0.401	0.014
ROA	10394	0.0394	3046	0.0507	-0.0113
CF	10394	0.0509	3046	0.0607	-0.0098
Growth	10394	0.174	3046	0.186	-0.012
Board	10394	2.110	3046	2.083	0.027
Dual	10394	0.301	3046	0.372	-0.071
Top1	10394	0.337	3046	0.300	0.037
TobinQ	10394	1.963	3046	2.124	-0.161
SOE	10394	0.338	3046	0.108	0.23
ListAge	10394	2.176	3046	2.067	0.109

四、实证结果分析

(一) 主回归结果

表2报告了股票回购对企业创新投入的回归结果，列(1)和列(2)分别为是否实施股票回购(Repurchase_dum)和股票回购强度(Repurchase_value)与企业创新投入(RD)的回归结果。结果显示，是否实施股票回购(Repurchase_dum)和股票回购强度(Repurchase_value)与企业创新投入(RD)的回归系数分别为0.001和0.00004，分别能够通过5%和1%的显著性水平检验，说明股票回购能够促进企业创新投入，假设H₀成立。这并非像资金占用和财务杠杆所说的那样，股票回购占据了企业的内部资金，对企业创新投入具有挤出效应。相反，股票回购一方面向市场传递了积极的信号，这种信号机制增强了投资者的信心，为企业后续的融资提供了便利和较低的融资成本，同时还缓解了企业与投资者之间的信息不对称性，这种积极信号的传递有助于企业经营者实施创新活动。

表2 股票回购与企业创新投入的回归结果

VARIABLES	(1)	(2)
	RD ²	RD ²
Repurchase_dum	0.001** (2.52)	—
Repurchase_value	—	0.00004*** (3.10)
Controls	YES	YES
Constant	0.120*** (8.39)	0.120*** (8.39)
year PE	YES	YES
Industry PE	YES	YES
N	13440	13440
R-squared	0.061	0.061
r2_a	0.0601	0.0605
F	21.61	22.01
*** p<0.01, ** p<0.05, * p<0.1		

(二) 内生性检验

考虑到实施股票回购和未实施股票回购的企业本身就存在实质性差异，从而对模型的估计造成偏误，为了解决这一内生性问题，本文采用倾向得分匹配法（PSM）消除样本选择偏误带来的内生性问题。本文将实施股票回购和不实施股票回购的样本进行 1 : 1 有放回的最近邻匹配，并设置最大匹配间距为 0.05，最终得到 4742 个有效样本。

接下来，对倾向得分匹配（PSM）后得到的样本进行多元回归分析，以检验假设 H₀ 的可靠性，回归结果如表 3 所示。由表 3 可知，股票回购虚拟变量和股票回购强度与创新投入的回归系数依然能在 1% 的水平上显著为正，因此，即便经过 PSM 处理后，假设 H₀ 仍然成立，股票回购仍对创新投入起到积极的促进作用。

表3 PSM 匹配后的回归结果

VARIABLES	(1)	(2)
	RD ²	RD ²
Repurchase_dum	0.004** (6.92)	—
Repurchase_value	—	0.0002*** (6.76)
Controls	YES	YES
Constant	0.007 (1.02)	0.009 (1.19)
year PE	YES	YES
Industry PE	YES	YES
N	4742	4742
R-squared	0.340	0.340
r2_a	0.336	0.335
F	71.42	71.33
*** p<0.01, ** p<0.05, * p<0.1		

五、结论与对策建议

随着我国证券市场日趋成熟，股票回购在我国资本市场

中的地位逐步提升，2018 年“回购潮”的发生也反映出回购对企业投资行为产生了更大的影响。本文选取 2017—2021 年作为股票回购研究时间段，研究了股票回购对企业创新投入的影响。结果显示，股票回购促进了企业创新投入。

基于以上分析，本文提出对策建议如下：

第一，上市公司应注重股票回购这一工具并适当运用。股票回购为企业带来的诸多益处是其能在国外资本市场受欢迎的主要原因。在国内，由于前期政策的不规范和监管机构的不鼓励，导致许多企业管理层忽视了股票回购，现如今这些情况都已发生转变，企业管理者也应当在企业符合特定条件时，积极鼓励并推动企业通过股票回购对公司进行治理。

第二，完善回购规则。虽然近些年来国家在不断完善《公司法》中股票回购的相关规则，但本文在收集和整理回购数据的过程中仍然发现了一些上市公司管理层利用股票回购谋取私利或欺骗投资者的现象，如部分公司管理者在股票回购期间存在减持现象。因此，法律法规需要对当前的回购制度加以细化和规范，包括回购信息、回购用途以及对回购过程的持续性披露机制的完善等方面，防止企业利用股票回购操纵市场。

参考文献：

- [1] Barclay, M.J. and Smith Jr, C.W., Corporate payout policy: Cash dividends versus open-market repurchases [J]. Journal of Financial Economics, 1988, 22: 61-82.
- [2] Wang Zigan, Yin Qie Ellie, Yu Luping. Real effects of share repurchases legalization on corporate behaviors [J]. Journal of Financial Economics, 2020, 140 (01).
- [3] Wesson N, Botha M J. The effect of share repurchase on corporate investment policies: The South African experience [J]. Acta Commrecii, 2019, 19 (01): 1-11.
- [4] 冯根福, 温军. 中国上市公司治理与企业技术创新关系的实证分析 [J]. 中国工业经济, 2008 (07): 91-101.
- [5] 陈志军, 赵月皎, 刘洋. 不同制衡股东类型下股权制衡与研发投入——基于双重代理成本视角的分析 [J]. 经济管理, 2016, 38 (03): 57-66.
- [6] 吕新军. 代理冲突与企业技术创新关系的实证分析 [J]. 科研管理, 2014, 35 (01): 60-67.
- [7] Stephens C.P., Weisbach M.S. Actual Share Real questions in Open-market Repurchase Programs [J]. Journal of Finance, 1998, 53 (01): 313.
- [8] 孙晓华, 王昀, 徐冉. 金融发展、融资约束缓解与企业研发投入 [J]. 科研管理, 2015, 36 (05): 47-54.