上市公司股票回购的动因分析及改进建议

——以2005～2015年上交所上市公司为例

温丽萍（副教授）

【摘要】选取2005～2015年我国上海证券交易所股票回购数据为样本，分析和总结该期间股票回购动因，对照我国现行《公司法》对股票回购情形的规定，可以得出市场股票回购动因与现行法规回购动因不一致的结论。同时提出增加股票回购许可及相关配套措施等建议，以期为我国股票回购理论与实践的发展提供理论支持。

【关键词】股票回购；动因；《公司法》；趋势分析

【中图分类号】F830.59　　【文献标识码】A　　【文章编号】1004-0994(2017)14-0090-5

股票回购是指上市公司利用债务清偿或盈余分配后的累计资金即自有资金融资，并以一定的价格购回公司自身已发行在外的普通股，将其作为库藏股，或将其注销。在西方资本市场，股票回购是比较成熟的市场行为，在我国资本市场则由于国情的原因有自己特殊的回购动因。我国的《公司法》明确指出了上市公司股票回购的四种情况。本文以上海证券交易所上市公司为例，通过查阅2005～2015年期间所有的股票回购公告，发现除《公司法》中允许的四种情形外，上市公司还存在其他股票回购动因。

一、上市公司股票回购动因分析

（一）上市公司股票回购动因分年度分析

按年度分析在上海证券交易所登记的上市公司股票回购资料，2005～2007年可划分为一个阶段，该阶段主要是上市公司在股权分置改革背景下进行股票回购。其中，2005年因股权分置改革进行的股票回购占整个股票回购的比例为83.70%，2006年因股权分置改革进行的股票回购占整个股票回购的比例为84.42%，而2007年只有少数公司进行了股票回购，其主要回购动因也是股权分置改革。可以说，2005～2007年上海证券交易所登记的上市公司股票回购的主要动因都是股权分置改革，由于我国上市公司股权分置的历史问题，该类股票回购动因不同于西方国家，具有浓郁的中国特色。从2008年开始，因股权分置改革而进行的股票回购交易明显减少。

2008年在上海证券交易所登记进行股票回购的只有用友软件一家公司。该公司股票回购动因为回购公司股权激励对象已获授但尚未解锁的限制性股票。2009年实施股票回购的主要动因都定位在提升公司股价上，该动因所占比例达99.94%。2010年，在停滞了2年后，因股权分置改革而进行股票回购的行为又在上海证券交易市场出现。该年度因股权分置改革进行股票回购的比例占98.88%，也是绝对优势比例。2011年因调整股权结构而进行股票回购的比例最大，为66.55%。2012年，在上海证券交易所实施股票回购的公司共有9家，其中中国神华股票回购的数额较大，其他几家公司的股票回购数额较小。中国神华股票回购数额占该年度股票回购总数额的比例为99.57%，该公司股票回购的动因是减少注册资本。

2013年，上海证券交易所股票回购的最大动因是股票质押融资，占该年度上海证券交易所整个股票回购的比例为68.43%。2014年，上海证券交易所股票回购动因比例最大的是回购股权激励股票，所占比例为94.41%，实施回购股权激励股票的公司共18家。2015年比例最大的股票回购动因是股票质押融资，占该年整个股票回购总数量的比例为52.34%，因股票质押融资进行股票回购的上市公司包括综艺股票、中茵股票、中路股票等37家。其次是因资产重组而进行的股票回购，占该年整个股票回购总数量的38.32%。因该项动因而进行股票回购的公司只有一家，即石化油服。具体数据汇总见表1。

表 1　　上交所2005～2015年上市公司股票回购动因汇总分析

序号	回购动因	股数(万股)	比例(%)
1	股票质押融资	517654.0767	34.24
2	股权分置改革	282171.1605	18.66
3	减少公司注册资本	254655.2514	16.84
4	公司资产重组	241511.1362	15.97
5	提升公司股价	153576.5958	10.16
6	实施股权激励	19565.3091	1.29
7	调整股权结构	16169.2315	1.07
8	回购股权激励股票	12516.5583	0.83
9	回购外资股	7304.2000	0.48
10	回购补偿股票	2223.1616	0.15
11	偿还贷款和补充流动资金	1680.1076	0.11
12	约定购回	1575.0000	0.10
13	个人投资及补充流动资金	1260.0000	0.08
14	回购超额减持股票	45.0700	0.02
合　计		1511906.8587	100.00

数据来源：上海证券交易所官方网站。下同。

此外，某些上市公司回购公告中提及的股票回购的主要动因是“保护社会公众股东的利益和增强投资者投资信心”、“为公司持续发展创造良好条件”等，但是，相关研究表明，公司公开宣告的股票回购动因与其实际动因往往并不一致，即在某些情况下管理层会隐藏真正的股票回购动因。

同时，根据黄虹等主持的国家自然科学基金项目“中国上市公司股票回购时机研究：理论、实证与政策”研究的股票回购择机理论表明，在我国的股票回购交易中存在股票回购择机行为，如中国神华的股票回购就带有股票回购择机考虑。

（二）上市公司股票回购单项动因趋势分析

将前文对上市公司股票回购分年度动因分析汇总后，得出股票回购动因主要有以下几种情况：股票质押融资、股权分置改革、减少公司注册资本、公司资产重组、提升公司股价、实施股权激励等。下面分别对这几种动因做单项趋势分析。

1. 股票质押融资动因的股票回购趋势分析。由图1及表2中相关数据分析可知，因股票质押融资而进行的股票回购在2005～2012年期间基本没有发生。从2013年开始出现因股票质押而进行的股票回购行为，且从2014年开始出现急剧上升趋势。其中，2014年比2013年增加107587.6407万股，增长率为268.11%；2015年比2014年增加182093.5053万股，增长率为123.27%。可以说股票质押融资是一种新

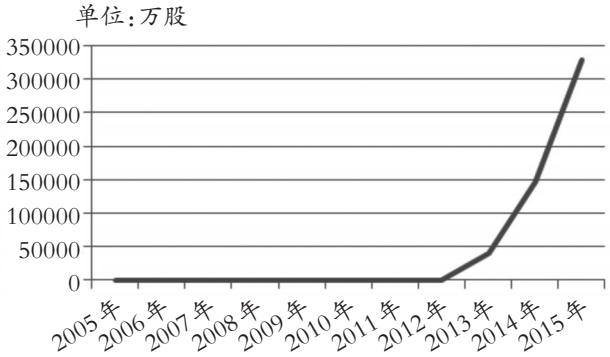

图 1　2005～2015年上交所股票质押融资回购动因趋势分析

表 2　　2005～2015年上交所股票质押融资回购部分年度数据　　单位：万股

年度	2013	2014	2015
股票质押融资	40128.4300	147716.0707	329809.5760

兴的股票回购动因，且其所涉及的回购数量较大。

2. 股权分置改革动因的股票回购趋势分析。

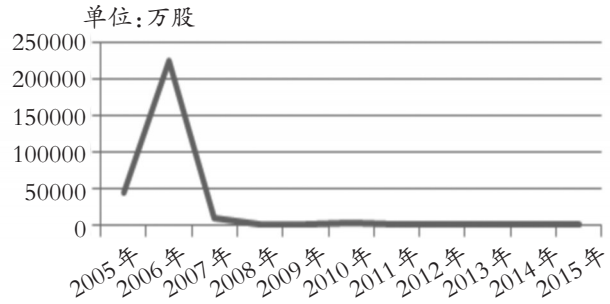

图 2　2005～2015年上交所股权分置改革回购动因趋势分析

表 3　　2005～2015年上交所股权分置改革部分年度数据　　单位：万股

年度	2005	2006	2007	2008	2009	2010
股权分置改革	45000	225402.7354	9432.8371	0	0	2335.5880

由图2和表3可知，因股权分置改革而进行的股票回购从2006年开始出现减少趋势，且2008～2015年（除2010年外）基本上没有因该动因而进行的股票回购交易。由此说明，因股权分置改革而进行的股票回购行为将随着我国国有企业改革的完成而阶段性消失。

3. 减少公司注册资本动因的股票回购趋势分析。由图3和表4可知，因该动因而进行的股票回购交易总体数量不大。2007～2011年及2015年没有因该动因而进行的股票回购交易行为。在存在该动因

图 3 2005～2015年上交所减少公司注册资本回购动因趋势分析

表 4 2005～2015年上交所减少公司注册资本回购部分年度数据 单位：万股

年度	2005	2006	2012	2013	2014
减少公司注册资本	2000	31567.4141	198896.2045	714.3	21477.3328

股票回购的年度中，只在2012年股票回购数量较大，代表公司是中国神华。其他年度因该动因进行的股票回购数量不大。

4. 资产重组动因的股票回购趋势分析。

图 4 2005～2015年上交所资产重组回购动因趋势分析

从理论上说，上市公司通过股票回购行为达成资产重组目的是一种合理有效的现代公司交易行为，但同时又因涉及的交易环节较多而变得较为复杂。从2005～2015年上交所上市公司股票回购资料（图4）分析，因该动因进行的股票回购交易并不多。这与我国证券市场的不完善及公司理财行为处于发展阶段有关。

5. 提升公司股价动因的股票回购趋势分析。提升公司股价是国外较成熟证券市场经常出现的市场交易行为。当上市公司因某种原因认为自己公司的股价被低估时会通过股票回购的方法提升自己公司的股价。从上交所2005～2015年股票回购资料（图5）分析，我国上市公司通过股票回购方式提升公司股价的市场行为呈现阶段性、跳跃性表象。2005年、2006年出现提升公司股价股票回购交易，但数量不多；2007年、2008年两年都没有该类股票回购交易；

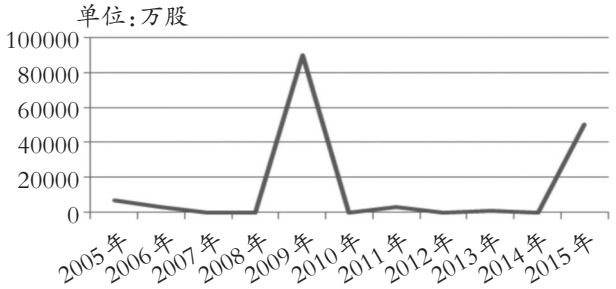

图 5 2005～2015年上交所提升公司股价回购动因趋势分析

2009年该类交易较多，之后的年份中只有2011年和2015年有该类股票回购交易。这些数据表明，我国上市公司正在逐渐走向成熟，开始采用一些成熟证券市场交易行为为公司管理服务，但仍处于发展阶段。

6. 实施股权激励动因的股票回购趋势分析。

图 6 2005～2015年上交所实施股权激励回购动因趋势分析

实施股权激励是企业为了激励和留住核心人才而推行的一种长期激励机制，有条件地给予激励对象部分股东权益，使其与企业结成利益共同体，从而实现企业的长期目标。从上交所2005～2015年股票回购资料（图6）分析，2005～2012年基本没有因该项动因进行的股票回购交易行为。2013年，上交所出现14678万股因该动因而进行的股票回购交易，实施公司主要是中国建筑股份有限公司；2014年有4805.5291万股，实施公司主要是宝山钢铁股份有限公司和昆明制药集团股份有限公司；2015年有81.78万股，实施公司主要是隆鑫通用动力股份有限公司、昆明制药集团股份有限公司和健民药业股份有限公司。由此可以看出，因该动因实施股票回购的药业公司较多。

7. 调整股权结构动因的股票回购趋势分析。应该说，利用股票回购来调整公司股权结构也是一种较高级别的公司财务管理行为，它需要在较为成熟的证券市场背景下操作完成。通过对上交所2005～

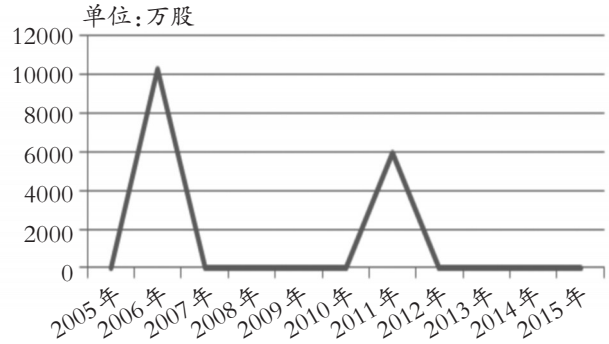

图 7 2005～2015年上交所调整股权结构回购动因趋势分析

2015年股票回购资料（图7）进行分析，发现11年间只有2006年和2011年有该类交易行为发生。但该股票回购动因是一种值得提倡的股票回购动因。

8. 回购股权激励股票动因的股票回购趋势分析。

表 5 2005～2015年上交所回购股权激励股票的股票回购部分年度数据 单位：万股

年度	2011	2012	2013	2014	2015
回购股权激励股票	52.0352	832.9900	2384.4400	2783.4733	6421.2387

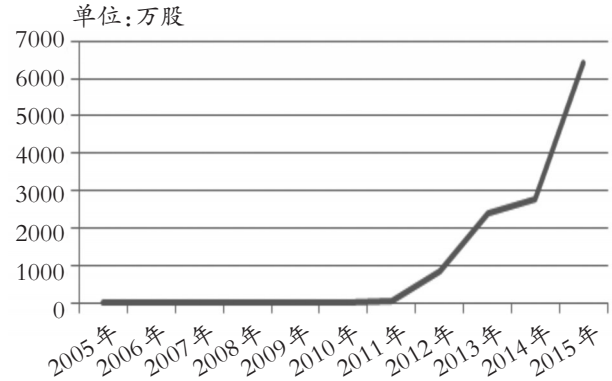

图 8 2005～2015年上交所回购股权激励股票的股票回购动因趋势分析

由表5和图8可知，与股票质押融资回购动因相似，因股权激励而实现的股票回购交易行为在2005～2015年间呈现大幅度上升趋势。该种股票回购动因主要是从2011年开始出现，且呈现急剧增长趋势。其中2012年以回购股权激励股票为动因进行的股票回购数量是2011年的15倍。2013年以回购股权激励股票为动因进行的股票回购数量是2012年的1.8倍。2014年相比2013年的增长率为16.73%。2015年以回购股权激励股票为动因进行的股票回购数量是2014年的1.3倍。

二、现行上市公司股票回购动因与《公司法》规定存在的问题

现行《公司法》第142条规定：公司不得收购本公司股票。但是，有下列情形之一的除外：①减少公司注册资本；②与持有本公司股票的其他公司合并；③将股票奖励给本公司职工；④股东因对股东大会做出的公司合并、分立决议持异议，要求公司收购其股票的。公司因前款第①项至第③项原因收购本公司股票的，应当经股东大会决议。公司依照前款规定收购本公司股票后，属于第①项情形的，应当自收购之日起十日内注销；属于第②项、第④项情形的，应当在六个月内转让或者注销。公司依照第一款第③项规定收购的本公司股票，不得超过本公司已发行股票总额的百分之五；用于收购的资金应当从公司的税后利润中支出；所收购的股票应当在一年内转让给职工。公司不得接受本公司的股票作为质押权的标的。自2005年6月16日证监会颁布《上市公司回购社会公众股份管理办法（试行）》，打开了上市公司回购流通股的大门后，我国上市公司股票回购交易行为日渐增多，但结合我国现有的法律制度环境和实践案例，可以发现我国上市公司股票回购的动因有其鲜明的特点。

1. 上市公司实际回购动因多样化而《公司法》的规定相对单一。根据2005～2015年上海证券交易所公布的股票回购公告可总结出14种股票回购动因（见表6）。而现行《公司法》规定的股票回购动因只有四种，且实际股票回购动因随时间推移还在逐年增加。由此可见，现实中股票回购动因是多样的，相比之下现行《公司法》所允许的股票回购动因只有四种。在《公司法》规定的四种情况中，减少公司注册资本、与持有本公司股票的其他公司合并、将股票奖励给本公司职工都在现实回购事项中出现过，但《公司法》规定的股东因对公司合并等有异议要求回购的交易事项在2005～2015年度上交所上市公司股票回购事项中并没有发生。

2. 回购比例较大的回购动因在现行《公司法》中未规定。从2005～2015年在上海证券交易所登记的上市公司股票回购的各种动因中可以看出，11年来因股票质押融资形成的股票回购数量最多，占整个股票回购数量的34.24%。股权分置改革、减少公司注册资本和公司资产重组三种股票回购动因占比基本相同。因提升公司股价而进行的股票回购占比次之。除此之外，实施股权激励、调整股权结构、回购股权激励股票、回购外资股、回购补偿股票、偿还贷

表 6 实际股票回购动因与《公司法》规定动因的对比

序号	上海证券交易所呈现的股票回购动因	《公司法》规定的股票回购动因
1	质押融资	
2	股权分置改革	
3	减少公司注册资本	减少公司注册资本
4	公司资产重组	与持有本公司股票的其他公司合并
5	提升公司股价	
6	实施股权激励	将股票奖励给本公司职工
7	调整股权结构	股东因对公司合并等有异议要求回购
8	回购股权激励股票	
9	回购外资股	
10	回购补偿股票	
11	偿还贷款和补充流动资金	
12	约定购回	
13	个人投资及补充流动资金	
14	回购超额减持股票	

表 7 2005~2015年上交所主要股票回购动因数量汇总

年度	2005	2006	2007	2008	2009	2010
主要回购动因数量	4	4	1	1	3	2
年度	2011	2012	2013	2014	2015	
主要回购动因数量	3	3	5	5	7	

款和补充企业或其子公司流动资金、约定购回和个人投资及补充所控股企业的流动资金所占比例都很少，不到1%。总之，在证券市场上回购动因比例较大的股票质押融资、股权分置改革、提升公司股价等回购动因在《公司法》第142条中都未规定。

三、改进现行上市公司股票回购动因相关法规建设的建议

1. 进一步研究放开股票回购动因的条件。目前，我国《公司法》中对股票回购动因规定了四个基本方面。在现行证券市场上还存在着其他《公司法》中未明确规定的回购动因。鉴于股票回购是成熟证券市场的有力工具，逐步放开股票回购是大势所趋。股票回购的放开与证券市场的完善程度及经济的发展程度是密切相关的，那么股票回购的放开程度与证券市场及经济发展的哪些因素相关，这些相关因素达到什么条件才能满足放开股票回购？通过对动因回购条件的研究，才能进一步明确哪些情况下股票回购可以放开，哪些情况下不能放开，以及放开的程度。

2. 加强股票回购动因许可法律法规的建设。我国现行法律法规对股票回购动因做出的是一般原则性规定，较为笼统。证券交易所中实际存在的股票回购动因多样，以本课题样本总量的数据分析，股票回购动因排名前五位的分别是股票质押融资、股权分置改革、减少公司注册资本、公司资产重组、提升公司股价。而现行相关法律法规对前五位股票回购动因中的股票质押融资、股权分置改革、提升公司股价、公司资产重组等方面并未提出明确的法律意见。由此，针对现行证券市场出现的法规中未明确规定的股票回购动因，法规建设出现滞后现象。所以，健全股票回购方面的法律规定，使股票回购有法可依，充分发挥股票回购在经济发展中的作用，促进公司资本结构和资本市场的发展，实现经济长远发展目标具有重要且现实的作用。同时也对我国相关法律法规进一步完善提出迫切要求。

3. 加强股票回购监管方面法律法规的建设。股票回购作为一把双刃剑，一方面会提高资本市场定价效率和运行效率，另一方面也存在一些明显的弊端。如通过内幕交易操纵公司股价，损害中小投资者利益；误导投资者，造成市场运行秩序紊乱；因回购减少了公司净资产，使公司偿债能力下降，损害债权人利益等。但股票回购的这些弊端并不是不可避免的。在股票回购法律法规建设中如何扬长避短，制定出减少和避免股票回购弊端的法规同样重要。如何加强监管，充分发挥股票回购的正面作用，并最大限度地减小其负面冲击，将成为下一步研究的重点。

主要参考文献：

周建余. 我国上市公司股份回购动因的比较研究[D]. 杭州：浙江大学，2006.

郭潇. 后股权分置时代我国上市公司股票回购动因探讨[D]. 南昌：江西财经大学，2009.

何如等. 股权分置改革操作实务与后股权分置时代[M]. 北京：华夏出版社，2006.

郑珺. 股票回购的公开与隐藏动因分析[J]. 财会月刊，2009(4).

黄虹，肖超顺. 上市公司股票回购择时能力及影响因素[J]. 财经问题研究，2016(2).

郝清，李喆. 我国上市公司股票回购动因分析[J]. 中国商界，2008(6).

作者单位：中国石油大学胜利学院文法与经济管理学院，山东东营257000