

摘 要

目前，股权质押已成为上市公司控股股东最常用的融资手段，股权质押由于其自身的独特优势在国内迅速发展。然而，自 2018 年以来，由于股票市场的低迷，股权质押的相关风险也随之增加，其中最重要的原因就是股票价格的持续下降可能会导致公司的控制权转让。在金融风险较大的情况下，控制股东提高股票价格的动机是显而易见的，而在众多的文献中，股份回购是一种提高股票价格的有效途径。尽管大部分公司公布的股份回购动机都是真实的，但近年来，市场上频繁发生虚假回购，不少公司发布股份回购公告，实际上是出于某种特定目的，具有投机性质。尤其是有不少公司，在股票质押率较高的时候，会发布股份回购公告，抬高股价，缓解可能发生的平仓风险。这引发了人们对股份回购的真正动机的兴趣。

本论文以万丰奥威为个案，探讨股份回购在特定背景下的激励与经济影响，并将其与股权质押相结合。首先，对我国股权质押、股份回购的国内外研究现状进行了综述，并对其相关概念进行了界定，并对所采用的理论进行了分析和说明。其次，在个案研究中，本论文以公司基本经营状况、股权结构、股权质押情况、股份回购等方面为基础，对公司公告中所披露的表面动机进行检验，剖析回购背后的真正原因，并对公司股票进行虚假回购所带来的经济影响进行分析。最后，基于案例分析，为上市公司管理层及中小股东提供了一些参考建议。

本文结合案例分析结果，认为万丰奥威公司在控股股东股权质押的背景下，曾尝试以股份回购来传递一定的正面信息，但由于其实际业绩不能支持股份回购所要向市场传递的信号，因此被市场识破其实际意图只是为了缓解控股股东股权质押风险，最终损害上市公司的内在价值和市场价值。本文通过对中国环境下股份回购的原因和影响进行了深入的探讨，可以帮助投资者更好地识别股份回购的真正动机，从而为监管部门防范和保护投

资者利益提供有益的参考。

关键词：股份回购；股权质押；机会主义；虚假价值信号

ABSTRACT

Equity pledge has emerged as a popular financing method for controlling shareholders of listed companies, and has gained significant traction in China due to its unique advantages. However, in recent years, the risks associated with equity pledge have increased due to the downturn in the stock market. This is mainly because the continuous decline in stock prices increases liquidation risks and control transfer risks. As a result, controlling shareholders are incentivized to increase stock prices, and a large number of studies have shown that share repurchase is an effective way to achieve this. Consequently, share repurchase has become increasingly prevalent in China as a means to mitigate the risks associated with equity pledge.

While most companies that announce share repurchases have genuine motives, a phenomenon of false repurchasing has emerged in recent years. Many companies have issued share repurchase announcements to achieve their own special purposes, which has opportunistic characteristics. In particular, companies have used share repurchase announcements to increase stock prices, suspend pledge risk, and terminate repurchases after a high proportion of equity pledges. Therefore, there is a need to investigate the true motives behind share repurchases.

This study aims to analyze the motivation and economic consequences of share repurchases in a special context using Wanfeng Aowei as a case study. The study first summarizes relevant research related to equity pledge and share repurchase at home and abroad, defines key concepts, and analyzes theories. Secondly, the case study explores the company's basic operating conditions, equity structure, equity pledge status, and share repurchase process. It verifies the apparent motives disclosed in the company's announcement, identifies any hidden motives, and analyzes the economic consequences of false share repurchases. Finally, the study summarizes the insights from the case and provides relevant suggestions for company-level and minority shareholder actions..

Keywords: share repurchase; equity pledge; Opportunism; False value signals

目 录

1.绪 论	1
1.1 研究背景及意义	1
1.1.1 研究背景	1
1.1.2 研究意义	3
1.2 研究思路与方法	4
1.2.1 研究内容	4
1.2.2 研究方法	6
1.3 研究创新点与不足	7
2.文献综述	8
2.1 股权质押的动机研究	8
2.2 股权质押的风险研究	10
2.3 上市公司股份回购的动因研究	11
2.4 上市公司股份回购的经济后果研究	13
2.5 文献评述	14
3.概念界定和理论基础	16
3.1 概念界定	16
3.1.1 股权质押的相关概念	16
3.1.2 股份回购的相关概念	17
3.2 理论基础	17
3.2.1 信息不对称理论	17
3.2.2 委托代理理论	18
3.2.3 控制权收益理论	19
3.2.4 信号传递理论	19

3.3 本章小结	19
4.万丰奥威股份回购案例介绍	21
4.1 公司基本情况介绍	21
4.2 控股股东股权质押情况	23
4.3 股份回购全过程介绍	25
5.万丰奥威股份回购动因分析	27
5.1 万丰奥威财务状况分析	27
5.1.1 公司缺少并购拉动业绩后盈利能力减弱	27
5.1.2 公司经营现金流状况尚可但高比例现金分红	28
5.1.3 公司偿债能力弱存在债务危机风险	29
5.2 万丰奥威股票回购的真实动因分析	30
5.3 万丰奥威控股股东推动股票回购的能力分析	32
5.4 万丰奥威控股股东的掏空行为	33
5.5 本章小结	36
6.万丰奥威股份回购的经济后果	37
6.1 万丰奥威股份回购传递虚假价值信号的市场反应	37
6.1.1 万丰奥威股份回购的短期市场反应	37
6.1.2 万丰奥威股份回购的长期市场反应	39
6.2 万丰奥威股票回购对公司价值的影响分析	40
6.2.1 万丰奥威财务状况持续恶化	40
6.2.2 万丰奥威市场价值和内在价值持续下滑	42
6.3 万丰奥威中小股东经济利益受到侵害	43
6.4 本章小结	46
7.研究结论与相关建议	47
7.1 研究结论	47
7.2 相关建议	48
7.2.1 对公司层的建议	48
7.2.2 对中小股东的建议	49
7.2.3 对监管机构的建议	50

参考文献	52
后 记	56
致 谢	57

1.绪 论

1.1 研究背景及意义

1.1.1 研究背景

(1) 我国上市公司股权质押的情况

股权质押作为一种融资手段在近年来颇受欢迎，因其具有较低的成本和较为便捷的手续而在资本市场迅速占据高地，质权自证券登记机构办理出质登记时设立，相比于传统的担保方式，股权质押有其独特的优势，那就是不会转让决策权，只转让其中的财产权力，因而在企业面临资金短缺，经营扩张需求时，股权质押成为股东获取资金的一种便捷有力的手段。虽然股权质押在中国起步较晚，但在中国国情下具有其独特的作用，因而在资本市场发展到一定阶段后，股权质押的业务也随之迎来了快速增长，2013 年是股权质押爆发年，自此以后一直处于高位，图 1.1 展示了 2016—2020 年股权质押笔数和质押股票数量。

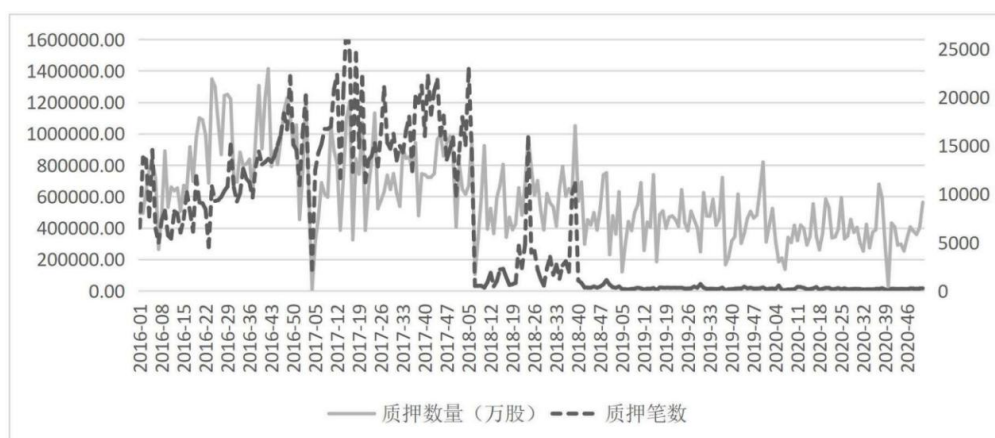


图 1.1 2016 年—2020 年市场股权质押情况

数据来源:国泰安数据库

2016—2017 年间股权质押一直处于高位水平，从图 1.1 中可以看出，2017 年以前，质押的股份和质押的数量一直都在增长，但 2018 年以来，随着股市行情的下滑，股票被强制平仓的情况越来越多，监管机构也意识到了这种情况会给资本市场带来不稳定的因素，并加强了对公司的监管，这就导致了这两项指标的大幅下滑。但是即使股票质押业务面临着下滑的局面，这两年来质押的股份数量还是很多的，这也意味着，股权质押在资本市场上还是发挥着巨大的作用。

（2）我国上市公司股份回购的情况

股票回购是最开始是在美国资本市场盛行的一种金融工具，并且逐步发展和完善。它作为一种融资工具进入国内的时间较晚，首先涉及到股权分置改革，随着政策变化，2018 年上市公司股票回购达到高峰，如图 1.2。近两年出现了下降，而股票回购的目标也逐渐发生了变化，目前主要以股权激励和对股价的管理为主，在 2019 年和 2020 年，股权激励比例一直保持在 70% 以上。股份回购是一种重要的资本运营手段，是企业通过自身或其他渠道获得的资金来购买上市公司的股票。在西方传统的股票回购中，股票回购具有稳定公司股票价格、抑制投资者的过度投机的效果。

当然，在股票回购过程中也有一些不规范的投机行为，其中最突出的问题就是目前证券市场上频繁出现带有投机性质或者利益输送的股票回购。所以有关部门要注意的是，回购方案的制定和实施是否符合预期，以及在实施过程中，是否存在大股东择时减持、利用回购操纵股价等不良行为，如果有则要警惕公司是否存在虚假回购的动机。尽管有关部门已经对一些违规的股票回购进行了监管，并进行了相应的惩戒，但仍有很多公司利用这些漏洞，损害了中小股东的权益，对资本市场的有序健康发展造成了负面的影响。

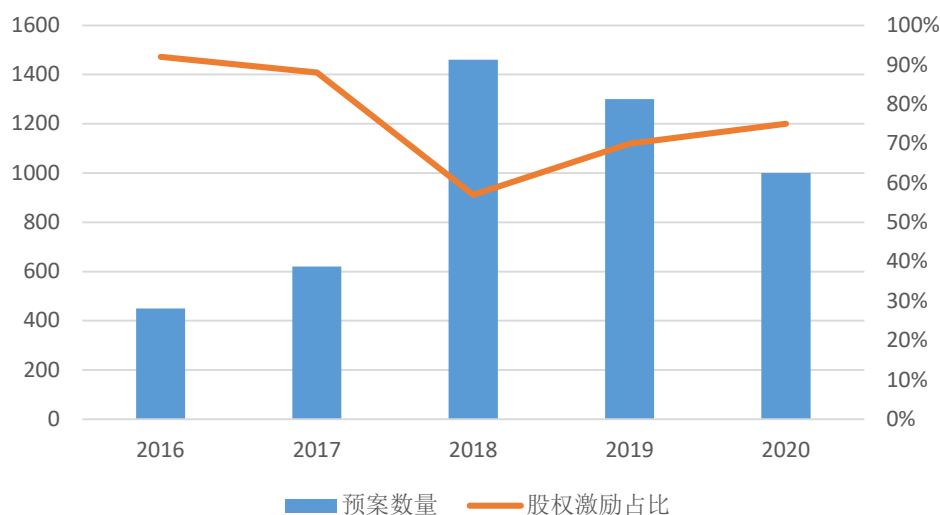


图 1.2 A 股市场发布股份回购预案数量和股权激励占比情况

数据来源:国泰安数据库

目前我国 A 股市场上存在的股票质押问题，尽管上市公司数量众多，但其质押市值比重相对较低。

根据统计，在各个行业中，以民营和外资为最多，按这两种类型划分，机械设备、信息服务、医药生物、化工等领域的质押率最高。在 A 股上市公司股票回购中，股票回购活动最频繁的是计算机、电子、机械设备、医药、化工。

而本文选择的这一案例，就是对公司股权质押的高比例进行了分析。而其存在的高比例股票质押中的虚假股票回购，是目前上市公司解决上市公司融资困难的一种极其恶劣的方式。通过对该案例公司的虚假回购行为进行分析，可以为我国中小投资者的利益维护提供参考，并对其所造成的经济影响进行分析，从而对我国目前的上市公司及股东起到一定的启示作用。

1.1.2 研究意义

（1）理论意义

首先，本文对股票回购的动机进行了扩展。目前，国内外有关股票回购的研究很多，但都存在着一些不足之处，主要集中于对成功的股票回购动机和成功回购所带来的经济影响。文献关注的股票回购失败案例较少，也较少

把股权质押与股票回购的联系在一起，从而对股份回购背后的动机进行识别和分析。本文将深入分析上市公司在股票质押情景下股票回购的案例。

其次，本文对我国股票回购在特定背景下的研究进行了补充，并将其与股权质押相结合。股票质押和股票回购是两个完全不同的概念，在金融危机的时候，股票的下跌会增加股东的股票被平仓的风险，公司会给市场传递一个积极的信号，让股票的价格保持稳定。按照信号传导原理，公司通过股票回购来传递其股票价值被低估的信息，进而拉升公司的股价。本论文以公司大股东持股比例较高的质押为例，对公司从发行股票回购到终止股票回购的全过程进行了分析。

（2）现实意义

在目前的市场上，公司往往会发生虚假的回购，而实际的回购结果却与公司对回购计划的承诺背道而驰。从公司的股票回购计划发布到公司回购计划的终止，这一次的造假行为，将会对整个上市公司和整个股市都产生巨大的冲击。因此，研究股票回购背后的内在动机，既是中小股东也是投资者和外部投资者的重要关注问题。

本文案例对于鉴别股票回购的真实性提供了一定的分析框架和逻辑方向，也有助于中小股东更好的识别此类经济活动背后的动机。同时本文聚焦于股权质押背景下股份回购所产生市场效应和长期的经济后果，从相关利益者的角度出发，深入分析对其产生的不利影响，更切实的为其提供建议。

1.2 研究思路与方法

1.2.1 研究内容

文章从万丰奥威公司的案例入手，分析了在上市公司中普遍存在的行为，即股权质押与股票回购。在股权质押这个情境下股份回购究竟是出于一种怎样的目的？这种行为背后是否可以挖掘出公司更多的信息？股票回购的具体效果是怎样的？股票回购从启动到结束将会对公司和股东产生怎样的经济影响？

通过对公司股票质押行为的理论和案例分析，笔者试图回答如下问题：

公司股票回购的动机是什么，有没有隐藏的动机？小股东应当怎样辨别股票回购背后的内在动机？公司的股票虚假回购是否实现了它的投机目标？公司的股票回购行为对公司的短期和长期的市场影响有哪些？

论文的主要内容包括三个方面：

首先，要明确自己的课题。然后从研究背景、研究意义、文献综述、内容与框架、研究方法等方面进行论述。通过对股票质押与股票回购的全面认识，股票质押现如今已经是资本市场非常常见的一种现象，也是许多上市公司用于融资的常用手段，但仔细分析发现许多受到证监会处罚的公司都存在大比例的股份质押的情况，这在一定程度上反映着公司存在许多隐患问题，那么上市公司在此种情境下的股份回购的真实目的是怎样的呢？这和股权质押之间的关联是怎麼样的？这对公司的财务影响是什么？本文针对上述问题，广泛查阅了国内外有关的文献，选取了一家具有较强关联性的企业案例，对其进行了深入的探讨。

下一步是对问题进行分析。以万丰奥威公司股票回购为例，从文献中了解到的基本原理。至于公司收购股票的动机，可以从公司的公告中找出收购公司的目的，然后再根据公司的公告来确定股份回购的目的，然后再根据公司的基本财务数据、股价波动导致的平仓压力来确定公司回购股票的真实意图。联系到公司控股股东持股比例较高的质押，对公司的股权质押风险进行评估，并进一步分析其存在的问题，其中一个重要原因就是避免控股股东的股权质押带来的平仓压力。公司能否达到避免股权质押风险的目的，可以与股票回购对公司产生的经济影响相结合。在分析了股票回购所产生的经济效应之后，认为上市公司试图以股票回购规避质押风险的行为并未达到预期效果，而且对公司及股东产生了更为不利的影响。

最后，通过以上的理论梳理和案例解读，得出了目前我国上市公司控股股东对股权质押后可能带来的各种风险还存在认知不够准确的地方、中小股东由于无法参与公司经营决策以及一系列代理问题不易识别公司股份回购的真实动机和虚假股份回购行为并不能从根本上不能缓解股权质押相关风险。本文从上述问题入手，为我国上市公司和中小股东提供相关的政策建议。本文通过对中国国情下股票回购的原因和影响进行了深入的探讨，可以帮助投资者更好地识别股票回购行为的真正动机，从而为监管部门防范和保护投资

者利益提供有益的参考。

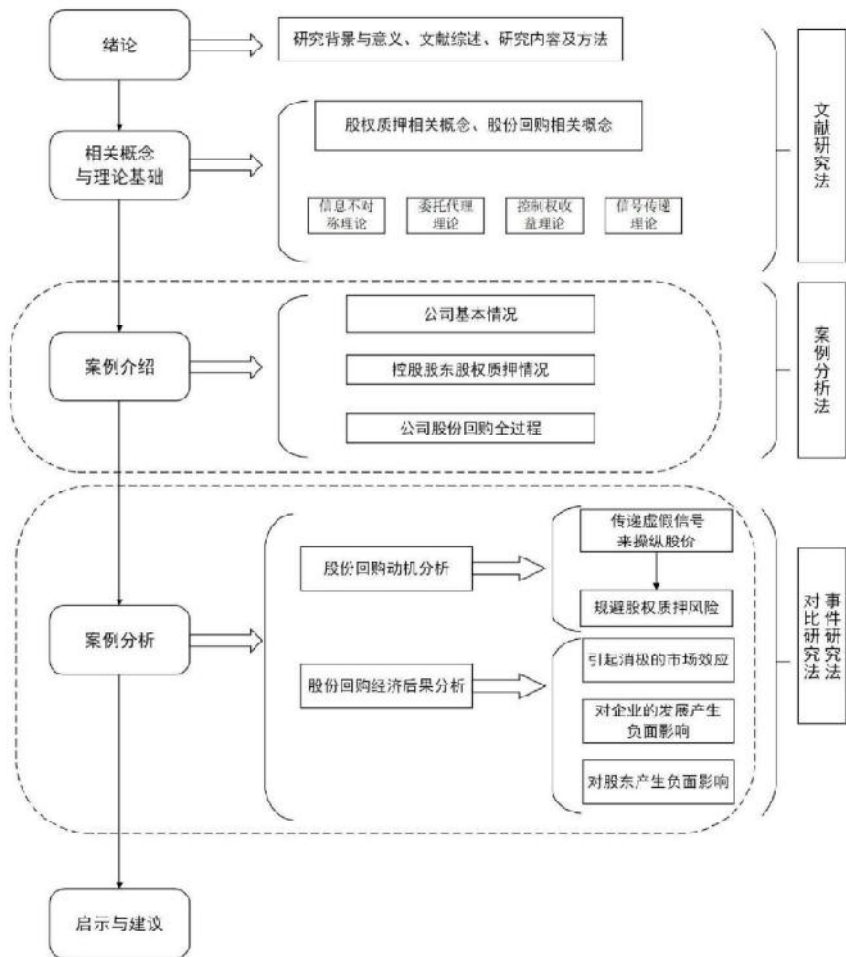


图 1.3 研究框架图

1.2.2 研究方法

本论文采用文献分析、案例分析、事件分析等三种方法进行分析。本文以万丰奥威公司股票回购为例，分析了在大股东持股比例较高的情况下，股票回购的动机和所产生的经济影响。

（1）文献研究法

通过对股权质押与股份回购的相关理论进行了深入的探讨，并对其相互之间的关联进行了理论上的探讨，为案例的分析提供理论基础和文献依据。

（2）案例分析法

控股股东的股票质押风险是资本市场普遍关心的问题，股票回购由于在

政策的支撑下大受欢迎，本文从万丰奥威股票回购的案例入手，对其原因进行了分析，并对可以给予中小股东的对策进行了探讨。

（3）事件研究法

事件研究法是一种用来测量某一事件发生对股票价格变化的统计方法。其基本原理是：通过对某一事件发生前和后的股价变动进行分析，从而解释某一事件对股价和收益的影响。本文以万丰奥威公司股票发行与终止上市公司股票回购的股票价格和超额累积超额报酬为研究对象，对其短期市场影响进行了分析。同时，通过对 BHAR 的计算，对整个回购过程的长期市场影响进行了研究。

1.3 研究创新点与不足

（1）目前我国大部分的学者都在讨论和研究成功的股票回购的案例，主要涉及到股票回购的动机分析、股票回购成功的经济后果、财务绩效分析等。很少有研究集中于股票回购失败的案例，更没有把股权质押与股票回购的真实性联系在一起，以确定和分析公司的潜在动机。而本论文则是对一起虚假股票回购案件进行了深入的探讨，从而拓展了股票回购案例的研究领域，并对其进行了进一步的完善。

（2）本文对我国股票回购制度在特定背景下的激励机制进行了补充，并将其与股票质押结合起来。一方面，本文对我国上市公司及其控股股东的股权质押风险进行了警示，同时也为中小股东对其进行股票回购行为的真实性提供了参考依据，有助于他们识别其背后的隐藏动机，保护自己的利益。

2.文献综述

2.1 股权质押的动机研究

国内外学者对近年来股权质押这种常用的融资手段的动因进行了研究，虽然股权质押在中国起步较晚，但在中国国情下具有其独特的作用，因而在资本市场发展到一定阶段后，股权质押的业务也随之迎来了快速增长，反而是起步较早的西方国家因其股份比较分散，股权质押的业务较少，因此西方学者对此研究较少。在已有的文献中，国内外学者普遍将股权质押归类为善意和恶意。

（1）不良动机的股权质押

Johnson（2000）在文章中提到，部分公司的控制股东通过股票质押来向上市公司或个人融资，其实是在将公司的资产进行转让。

Friedman 和 Mitton（2003）对上述观点进行了深入探讨，他们认为，控股股东股权质押的初衷并非是为了侵占公司资产，而是为了满足公司经营的营运资金需求，但是这种做法只能算是一种临时的解决方案，最终的目的仍然是将公司彻底掏空。基于 Qigui 和 Gary（2012）的分析，控股股东的股权质押行为具有主观故意，即故意侵害中小股东及质押债权人的权益。公司的财产侵占、转让主要通过复杂的人际关系网，与关联方进行业务往来、提供担保等。

国内一些学者将不良动机股票质押视为大股东对中小股东及公司利益的侵害。李永伟和李若山（2007）等人指出，当大股东陷入财务困境、资金紧张的情况下，股票质押就是最好的缓解资金紧张的方法，而大多数大股东都会通过股票质押来获取现金，从而对中小股东的利益造成极大的损害。何娜娜（2010）也表示，大股东的股份质押会对中小股东造成一定的不利影响。

当公司和大股东遇到融资困难的时候，他们就会将自己的风险转移到第三方，而忽略了股东的利益。李旒（2015）通过实证研究发现，随着股权质押融资的进一步深化，上市公司的控股股东将会对中小股东的利益进行进一步的侵犯。郑国坚等（2014）利用回归分析的方法，发现股份质押的数量和比率愈高，公司的利益被侵害的情况愈严重。滕晓梅等（2016）认为，公司的价值很大程度上与公司对中小股东利益的维护有关，控制股东侵害中小股东权益的行为越多，公司的价值就越低。陈泽艺等（2018）发现，上市公司大股东侵害小股东权益的动机十分明确，往往以挪用公司资金为主要特征。

（2）善意动机的股权质押

外国学者普遍认为，股份质押是一种有益的行为，它可以提高企业资源分配的效率，激活公司资产，同时也能够维护企业的控制力。Kao 等（2004）三位学者对中国台湾企业股权质押的案例进行了深入研究，得出结论：当面对恶意收购时，企业所有者可以透过质押所得资金，在两级证券市场上回购企业股份，以此来维护中小企业的利益，并有效地防止不良行为的发生。透过实施有效的措施，确保中小企业对其控制的有效维护和不断提升。Berger 和 Udell（2006）的调查显示，股权抵押作为一种非常好的担保手段，不仅可以提高资金的利用率，而且可以降低信用交易中的假冒行为。

我国部分学者认为，通过股权质押，可以扩大公司的资金来源，从而维持公司的控制权，减少公司的负债风险。杜丽贞等（2019）认为，在解决融资和财务困境时，以股票质押取得资本要比其它方式更有利，原因是，在股权质押时，大股东仍掌握着所持股份的控制权，而其它的金融中介公司仅有财产权。龚俊琼（2015）指出，股东持股是为了保持或加强对公司的控制，可以通过质押股票换取更多其它资金，来收购公司的更多的流通股，从而增加对公司的控制。艾大力和王斌（2012）的调查显示，通过与银行等中介机构签订“对赌协议”，将股份抵押到银行进行运营。我们要一分为二，一是激励大股东增加经营绩效，增加现金流，有利于公司的整体发展；但是，这也会使公司面临债务拖欠的风险，进而使公司失去控制权。

2.2 股权质押的风险研究

如果控股股东将持有股份进行质押的行为，不管是出于好心还是恶意，都会给自己、对公司、对中小股东造成影响。

国外的文献多以股权质押可能引起的代理冲突风险为研究对象，Yeh（2003）指出，这一问题不可忽视，其中最重要的原因是公司的控制权和现金流量的分离，并且随着股权质押的比例的攀升，代理风险也会不断增加，那么随之而来的就是公司的整体利益受到了严重的侵害。Claessens（2002）指出，在某种程度上控制权和现金流量的分离导致对公司经营业绩的负面影响，控股股东的股权质押会增加公司的财务管理风险。Berger 和 Udell（2006）也对两权分立的风险进行了分析，认为公司的控制股东可以很容易地将股票转换为现金，而损害中小投资者的代价则与两权分离程度呈明显的负相关。

对于大股东的股权质押可能带来的风险，国内的学者们也很关心，比如股票价格快速下跌带来的崩盘风险，以及公司经营发展的内部和外部风险。从公司实际控制人或者大股东的角度看，可能会导致其不能按时偿付的风险以及控制权的转让。郑虎根（2018）运用多元回归分析的实证研究方法，指出了股票质押与股票价格暴跌之间的关系，一般情况下，股票质押会增加公司股票价格下跌的风险，特别是在公司管理层持有股份的情况下，股票质押将会对股票市场的崩盘产生很大的影响；但也有例外，比如，在我国的股权分置改革中，这种影响会被削弱。何斌和刘雯（2019）认为，股票质押可能会导致股票价格下跌的风险，但他们也认为，不稳定的经济政策可能会增加这种风险。方杰（2016）在其论文中着重指出，在股票质押之前和之后，两种权利的分离所带来的风险会随着抵押的加深，这个风险也会越来越大。其主要特征是，在进行企业经营决策时，往往只顾自己的利益，有时甚至会以公司的利益为代价。何伟峰等（2018）建议，上市公司应警惕股权质押可能带来的控制权转让风险，这是一种对公司整体发展的巨大威胁。代志兴（2018）认为，当控股股东质押股份比例较高，股权质押所带来的控制权转让风险往往更容易发生，因为通常情况下，控股股东都会被资本场所左右，如果股市不景气，公司股价大跌，那么公司将会负债累累，很有可能会将公司的控

制权转让出去。

2.3 上市公司股份回购的动因研究

美国最开始出现股票回购的理论，经过三十多年的发展，有关的理论在迅速变化的资本主义市场中日趋成熟。目前，国内外学者对股票回购动因的研究大多集中于一般动因理论，包括三种类型：信号传递动因、财务动因和委托代理动因。在我国的文献探讨中，得出了两种基本的结论：一种是声明动机就是真正的动机，这一部分与国外的一些理论相似；二是怀疑动机不真实，怀疑动机有隐藏动机。

（1）信号传递动因

一些公司股票的回购是为了给市场传达一个正面的信息，进而推动股票价格的上涨。研究表明，在美国资本市场中，85%的公司没有公开声明购买股票的原因。这一结论由 Ikenberry 等（1995）在他们的研究中得出。而在选择披露回购原因的少数公司中，如果公司本身是具有比较良好的经营状况的，只是由于某些原因投资者无从知晓这些情况因而在公司披露公司本身价值被低估时，投资者了解到了这一信息后，股票价格也就随之上涨，投资者可在短期内获得与公司价值相匹配的回报。Baker 等（2003）的研究中采用了问卷调查法，并将各阶段公司股票回购的动机进行了比较，尽管动机各异，但归类分析，最常见的原因还是公司的股票价格被低估。

吕兆德和杜炳昕（2016）认为，管理者机会主义理论可以较好的解释股份回购，而这又分为机会主义回购和非机会主义回购，只有后者是由于股票价格被低估而进行回购。

（2）财务动因

在财务动因方面，股份回购首先可以作为一种代替股利发放的方式、同时由于购回股份后注销使得财务杠杆提高，由此可以产生节税效应。迪特玛（2000）相信，企业通过购买股票，可以调整公司的资本结构，增加利息支出，可以通过税盾的作用来调整公司的盈利，从而增加公司的价值。Grullon 和 Michaely（2002）指出，股票回购作为一种很好的现金股利发放的替代。而且这种替代关系越来越多，有研究数据显示，股票回购已经是公司的主要

选择，而且越来越受新公司的欢迎。对那些已经成熟的运营模式而言，公司的分红水平虽然没有发生变化，但是最近几年，公司的现金支付方式发生了变化，主要采用了股票回购的形式。而 Brava 等（2005）则认为，股票回购是一种很受公司管理层欢迎和喜爱的方法。原因是与分红相比，股票回购具有更强的弹性，因为它能够在合适的时候将资金返还给投资者。何瑛等（2016）发现，公司经营状况、股利支付能力、现金流保障能力、公司股本结构对公司股票回购的影响较大。

（3）委托代理动因

委托代理动机主要包括：由于股东和经营层之间的代理关系存在，使得过多的自由现金流会增加代理成本，而股份回购可以降低自由现金超额投资有关的代理成本，同时由于股份回购可以降低流通股股数，使得大股东和中小股东之间的利益冲突得到缓解，从而减少可能发生的财富转移。Vafeas 和 Joy（1995）和 Nohel 和 Tarhen（1998）都指出，在公开市场上，股票回购可以有效地减少自由现金流引起的代理成本。Dittmar（2000）则指出，公司实施的股票回购方案具体是与公司当时的现金流量水平相关的。Graham 和 Rpgger（2000）发现，因为大多数控股股东相比于中小股东会更深入地参与公司的经营，更知道公司的内在价值，因而对于公司当前所处时点的股价高低会更清楚，于是就采用股票回购的方法进行财富转让，在股价被低估的时候进行回购，而在股价被高估的情况下，将公司的利益从小股东手中转移到控股股东的手中。李军（2012）通过对三个案例的分析，找出了上市公司股份回购三大动机，包括可转债成功转股、树立良好市场形象、提高公司价值。刘钊和赵耀（2005）认为，股票回购具有推动股权分置改革的特殊动机，而股票回购的一般动机有税负理论、信号理论、代理理论等。

（4）隐藏动机

尽管国外关于股票回购动因的研究已经得到了普遍的认同，但从目前的情况来看，国内的研究人员仍然认为股票回购背后存在着潜在的动机。谭劲松和陈颖（2007）以股票回购为例，发现信号传递、财务、委托代理三种动机均不能说明股票回购的动机，股份回购的真实目的是地方政府为了实现其治理目标而发生的行为。郑垵（2009）也通过个案分析，认为股票回购背后的动机是推动股票价格上涨，在股票高点便于大股东的减持，同时可以避免

可转债的回售的境地。裴国铭和李进波（2010）通过对股票回购的大量研究，得出结论：上市公司的回购公告中披露信息与真正原因不符，存在着隐藏的动机。李曜和何帅（2010）发现，上市公布回购时公布的声明中没有任何动机，但这是不真实的，公司主要是在发出虚假的回购信号。

2.4 上市公司股份回购的经济后果研究

通过对国内外有关文献的分析，发现目前学术界对金融影响的研究多集中于短期和长期的影响，以及对于公司财务状况的影响。

对短期市场影响的探讨。Kenberry 等（2010）对市场的反应进行了实证分析。对加拿大上市公司的数据进行了比较和统计分析，结果显示，加拿大的企业的非正常薪酬出现了延迟，而在公告期间，企业的非正常薪酬与公告期后的长期薪酬变化趋势并不相符。Kallie（2002）研究了在 1993-1996 间的股票市场回购中，通过实证分析得出了在回购前非正常回报显著为负的情况下，一旦宣布回购转正的情况。王伟等（2002）对股票回购的市场影响进行了分析，认为我国证券市场中的信息披露机制不够健全。由于大量的样本案例分析表明，在回购公告之前，公司的超额收益率普遍高于公告后的累计超额收益，这表明公司内部信息的提前泄漏是非常普遍的。刘莉（2019）运用实证方法对 2018 年至 2019 年公司股票回购公告完成后的短期市场反应进行了研究。对股票发行前 20 天的股票价格波动进行了规则对比，结果表明，股票回购对股票的短期影响是正的，并且在不同的市场条件下，这种趋势的影响也会发生改变。而何瑛和孔静敏（2015）则认为，股票回购并不必然带来公司利润和股票价格的上升，二者之间没有太大的相关性。由于自由现金流量理论可以降低企业的自由现金流量资本成本，这是管理者们进行股票回购的主要理由。

对市场的长期影响进行研究。石涛（2011）运用事件分析方法，计算了三个上市公司在公告窗口内的股票回购方案，认为股票回购并不能决定股票价格的走向，但在短期内却能稳定股价。贺霞（2017）也认为，股票回购能够在短期内刺激股票价格，而股票回购的短期效果愈明显，则股票回购的规模愈大，则没有长期的市场效果。

在金融领域，国外学者普遍认为股票回购可以给公司带来正面的金融效果，但国内学者对股票回购融资效果的研究却有正负两种观点。Vermaelen（1981）在文章中提出，如果出现了金融危机，就可以通过股票回购的方式，将闲置的资金用于股票回购，从而降低债权人的现金流。其实质是将债权人的资产转移到股东手中，从而对公司的经济发展起到正面的作用。Miller 和 Prondzinski（2017）的研究对象是通过对 2004—2014 年期间美国 500 家进行股票回购数据进行回归发现，这对每股收益、资产内在价值和 EVA 都有正向影响。同时，Khaled 和 Pia（2019）还对 1991 至 2013 年度的 5310 家股票回购公司进行了多项回归和 logit 分析，结果显示，股票回购对公司的资产、负债和股价都有一定的影响。刘丽波（2010）认为，股票回购可以在多个层面上产生积极的金融效果。唐复科（2009）认为，上市公司股票回购不仅有利于公司自身，也有利于资本市场的稳定运作。王健伟（2013）从正面和负面两方面较为客观地评价了股票回购对公司财务效果的影响。一方面，通过股票回购可以优化公司的资本结构、抵御恶意并购、提高公司的价值、节税效果，但同时也会增加公司的资金运营风险、扰乱市场秩序、引发内幕交易等负面影响。刘静和李定清（2009）指出，股票回购不仅增加了公司的资金风险，而且对股票价格的上涨起到了很小的作用，而且还会损害到债权人和中小股东的利益。汤小艳（2012）认为，我国股票回购中存在的问题主要有：上市公司股票回购将带来更大的金融风险、支付风险、信息披露违规、股价操纵等。

2.5 文献评述

本文通过对国内外相关文献的分析，发现股权质押和股票回购已经在国内外发展了相当长的一段时期，而且在实践中也在不断地进行着创新。

国内外学者对股票质押问题的研究，多集中在其动因及相关风险的探讨上。国外的研究多集中在控制股东持股的恶意行为上，这会引发代理冲突，从而造成控制权和现金流量的分离；虽然股权质押虽然在中国起步较晚，但在中国国情下具有其独特的作用，因而在资本市场发展到一定阶段后，股权质押的业务也随之迎来了快速增长，中国学者认为，控股股东的股权质押有

两种动机，既有善意的动机，也有恶意的动机，而股权质押带来的风险既包括控股股东本身，也包括公司，公司层面为股价崩盘风险和公司经营发展内外部风险，从控股股东角度会导致自身无法按期偿还债务的风险和控制权转移风险。

在股票回购问题上，国外有关股票回购的理论成果已经相当成熟，主要是从股票回购动机和股票回购所带来的经济影响等方面进行探讨。目前，国外学者对正常动因的研究主要集中在一般动因理论上，即：信号传递、财务、委托代理三种，而一般股票回购动因引起的经济后果可分为市场效应和财务效应，而一般的股票回购对于这两方面的影响也都是正向的。国内学者基于国外有关股票回购动因的研究，提出了一些股票回购的理由是不真实的，存在着隐含的动机，而关于股票回购对公司的经济影响，国内学者认为，股票回购对公司的短期影响很大，而从财务效果上看，股票回购可以在一定程度上优化公司的资本结构，抵御恶意收购，提高公司价值，节约税费支出，但如果出于投机动机，隐藏股份回购动机的话，会给公司带来财务经营风险并且会侵害中小股东的利益。

通过对股票质押与股票回购的理论与案例分析，发现二者之间的关联，归纳出其对股票回购的作用机制，并通过对控股股东股权质押背景下公司的股票回购行为进行分析，从而为股票回购的理论研究提供一个更为独特的视角。

3.概念界定和理论基础

3.1 概念界定

3.1.1 股权质押的相关概念

（1）股权质押的定义

股权抵押（股权质押）：是一种权利质押，因为其抵押的对象是股权，因此，当质押成立后，债权人可以取得该部分股权的担保物权。《经济法》规定：股份质押只限于股份有限公司及有限责任公司的股东，如以可流通股作抵押，则应签订一份书面契约。

（2）股票质押的利弊

股权质押具有融资便利、融资速度快、融资条件限制宽松等特点。这种融资模式可以从静态股票转变为动态资本，它的最大优势在于可以为企业提供充足的资金，而且也可以保护企业的管理权。因此，控股股东的股权质押是一种有效的方式，它可以确保企业资金链的稳定运行，而且也可以为企业带来更多的资金，从而实现企业的长期发展。

但股权质押带来的风险也是不容忽视，尤其是大股东的股份质押。循环质押是控股股东资金紧张时常用的融资方式。这可以使控股股东通过稳定的利率获得大量的资金，以解决自身和公司的财务困难，其具体表现为：在前一次质押的股份到期后，控股股东会立即解除质押，然后再进行下一次的质押，如此反复。但这样做会带来很大的风险，特别是在股票市场持续下滑的情况下，一旦股价跌破预警线，大股东就有两个选择，一是补充更多股票，二是用更多的钱来赎回股份。但如果股份质押率过高，那么此时股东手中的股份就不多了，而且他们的资金受到了很大的限制，无法将股份买回来，而如果股价继续跌破平仓线，而大股东却没有任何动作，那么质权人就可以根

据协议来决定，是继续持有，还是强制出售。因此，许多控股股东都会增加对股票价格的干预，以减少或避免此类风险。

3.1.2 股份回购的相关概念

（1）股份回购概念的界定

股票回购是一家公司在市场上购买公司所发行的股份，公司将其回购的股份分为三种，一种是直接注销，一种是作为股权激励，一种是将其转换成债券。公司可以使用自己的资本，也可以通过债券融资，以获取必要的资本进行股票回购。企业若使用其自有资金进行回购，将产生一种改变其资本结构的效应，即既能保持其债务不变，又能降低其所有者权益与资产。股票回购通常是上市公司进行资本运作的一种方式，它可以改变公司的经营控制权和资本结构，从而直接或间接地影响到公司的未来发展。

（2）回购股份的目的和方法

从上市公司股票回购的目标来看，股票回购的目标主要有四种：股权激励、注销股权激励、利润补偿和市场价值管理。在过去的两年里，股票期权激励与资本市场管理成为上市公司进行股票回购的重要手段。由于股票期权激励的股票回购可以有效地解决公司的委托代理问题，同时也可以向市场传达公司与股东利益一致的信息。而在股票市场低迷的时候，上市公司进行股票回购往往是在股票市场不景气的时候保持市场价值，但有数据显示，股票回购的完成率最低的是四种目标中的市值管理，因为这种股票回购动机具有很强的主观性，很有可能发生最终无法按预期完成股份回购的情况。

股份回购主要的形式有公开市场回购、要约回购和私下回购，我国主流的是第一种回购形式，即通过公开市场进行。

3.2 理论基础

3.2.1 信息不对称理论

信息不对称性是目前资本市场上一个很常见的现象，因为不同的参与者

所处的位置不同，其对信息的理解程度也就不同，通常情况下，拥有强大的市场知识的一方会占据优势，而对于缺乏市场知识缺乏掌握信息较少的一方，则会处于劣势。就市场上的买方和卖方来说，这一理论得出的结论是，卖方比买方更具优势，因为他们更清楚地了解商品的所有信息，并将真实的信息传达给那些不熟悉的买家，从而使他们自己受益，同时，信息不多的买家也会试图从利益方获得信息。信息不对称问题是市场经济发展中的一大弊病，其表现形式多种多样。比如，在股票融资市场，由于各参与方之间的信息不对称，中小股东只能通过公开的渠道比如年报等了解公司的财务状况，其实并不能了解最真实的情况，对于控股股东质押股权回购股份的真实动机也无从知晓，由此带来的严重后果将使得他们的利益遭受严重的损失。要解决这一难题，不仅要通过市场信号的展示来弥补信息不对称的不足，还要充分发挥政府的引导功能。

3.2.2 委托代理理论

一般来说，公司的股权和经营权分离会导致代理问题的出现，这些问题涉及到企业管理者、债务人和中小股东相互之间的关系。在这种情况下，最严重的后果就是双方利益冲突。在不同的环境中，不同的人所掌握的信息并不完全一致，从而造成了不同的信息不对称。相对于受托人而言，代理人在获取和掌握信息方面具有更大的优势，而在代理人的权利不能被有效地控制的情况下，很容易被代理所利用。中小股东和大股东之间的代理冲突是比较突出的一种。通常情况下，公司的控股股东都是大股东，因为他们拥有大部分的股权，所以他们才能拥有最大的权力。在国内，中小股东的持股比例普遍偏低，相对于那些可以掌控公司的大股东来说，他们之间的信息不对称性很强，很容易被大股东利用自己的信息优势来获取更多的利润。如果大股东用大量的股份质押来维持公司的财务状况，那么一旦公司的股票崩盘，公司的控制权就会被转移。同时，大股东利用股票回购操纵股价会损害中小股东的权益，并加剧了两者间的代理冲突。

3.3.3 控制权收益理论

控制权收益理论是企业控制权分配理论的一个重要组成部分。其基本原则是，控股股东在其绝对控制权的基础上，通过其自身的绝对控制权所产生的信息优势，从而获取超额利润。通过控制权收益理论，可以对股权质押所引起的相关问题进行分析，通过股权质押融资，既能获得更高的现金流量，又不丧失控制权，从而获得更多的利润。然而，在资本市场上，大股东为了谋求自身的利益，往往会以牺牲公司的价值为代价，损害中小投资者的利益。

3.2.4 信号传递理论

信号传输的理论起源于劳动市场模型，经过 50 多年的发展，已广泛应用于各行各业。其核心内容在于，在资本市场中，信息的传递可以降低交易双方之间的不对称性，从而有利于提高市场的效率，从而增加交易双方的利润。

许多学者将信号传导理论引入到了资本市场的运作效率中。在对信号传导理论进行研究的过程中，国内外的一些学者采用了实证研究方法，对上市公司在资本市场中的各种金融事件进行了检验，从而对其在证券市场中的运用进行了分析。目前，国内外有关研究的焦点集中在资本结构选择、发行股利政策、股票回购等方面。这篇论文的重点在于将信号传导理论运用于股票回购的研究中，通常将信号传导理论引入到股票回购中，其基本原理是：当公司的股票价格与其内在价值不相符，股价被大幅低估，或外界投资者对公司未来的发展前景不甚了解时，便会通过回购股票来给市场传达一个正面的信息，而这种正面的信息会让投资者对公司的价值和股价进行重新评价，进而推动公司的股价上涨。

3.3 本章小结

在这一章主要介绍了股票质押与股票回购的相关概念。其中，股权质押不仅对概念进行了界定，还对其特征和风险进行了分析。股票回购除了定义基本概念外，还对其目标和方法进行了阐述。其次是对公司治理结构的理论

基础，主要包含四大理论，为后面的分析提供了理论依据。四大基础理论分别是信息不对称、委托代理、控制权收益和信息传导，它们都涉及到控股股东与中小股东相互之间的权益问题，并且将这些基础理论与最后一个基础理论相结合，可以更好地解释控股股东的股票购买行为。首先，委托代理理论强调了上市公司大股东与中小股东相互之间的代表联系及其可能带来的权益矛盾；其次，从控制权收益的角度来看，大股东可能会滥用自己的权力，以谋取自身利益，而忽视和侵犯小股东的权益。由于资本市场信息不对称，上市公司在股票质押和股票回购过程中可能会面临小股东与大股东相互之间的权益矛盾，从而影响公司的发展。控股股东可以很容易地利用自己的信息优势，隐藏自身动机。控股股东可以利用股份质押的方式，将募集到的资金用于自己的需要，从而加剧了公司与小股东之间的权力分割。大股东可以利用不对称的信息来进行虚假回购，以此来满足其恶意操纵股票的目的，从而达到自己的利益最大化，而中小股东利益会因此受损。

4.万丰奥威股份回购案例介绍

4.1 公司基本情况介绍

浙江万丰奥威汽轮股份有限公司（简称:万丰奥威，002085.SZ）由万丰奥特控股集团有限公司（以下简称:万丰集团）、中国汽车技术研究中心和徐晓芳等 9 名自然人共同创办的，2006 年在深圳股票交易所挂牌。万丰奥威的控股股东为万丰奥威 33.37%股份持有人的万丰集团；根据万丰奥威公司 2020 年年报，陈爱莲、吴良定两人分别拥有万丰集团 39.6%的股权、26.26%的股权。另外，吴良定和陈爱莲家族分别拥有万丰奥威 4.46%、0.57%的股权。

公司创立初期，主要从事汽车用铝合金车轮的制造。此后十八年，公司业务不断拓展，业务范围涵盖铝轮、环保涂料、镁合金材料等，万丰奥威的三大业务在同行业中都是领先的。公司在国内和国际上的业务齐头并进，在国内有 7 个工厂，其中浙江，山东，宁波，吉林，重庆，广东，海外子公司在美国，英国，加拿大，墨西哥，印度。万丰奥威主要生产铝轮，年生产能力超过四千万件，其 ZCW 系列产品是公司的高质量品牌，凭借着自身的进出口经营权，销售到了三十多个国家，万丰奥威也是世界知名的大众、宝马、奔驰、现代、路虎、通用等知名品牌的供应商。

万丰奥威的前十大股东中，超过 4%持股比例的只有万丰集团、百年人寿保险、陈爱莲，前十大股东只有万丰集团和陈爱莲不是机构投资者。所以陈爱莲、吴良定一家，才是万丰奥威的真正掌控者。

根据 Wind 数据，该公司属于汽车配件产业。2011 年至 2017 年，由于国内经济状况较好，经济持续发展，加之政府对汽车业的扶持，以及全球范围内的配件采购热潮，使得国内的汽车生产大幅增加，从 2,2117,000 辆增加到 2,9015,000 台，同时与之相适应的汽车配件产业也得到了快速发展，销售额从

2011 年的 1.98 万亿元上升到 2017 年的 3.88 万亿元,年均复合增速达到 11.89%。而 2018 年、2019 年,因整体经济发展势头不如往年,加之购置税优惠政策的调整,导致汽车业的销量从 2017 年的 2915 万辆下滑到 2019 年的 255 万辆,因此,国内的汽车配件产业在这两个月内,销量也出现了下滑。

汽车零部件产业是一个资本密集型产业,它的运营需要大量的资金,而现在,大部分的公司都是私人公司,他们的资金来源比较单一,大部分都是依靠自己的利润和银行的贷款。而企业要做大做强,就必须投入很多的钱。从目前的情况来看,汽车零部件产业还没有完全的垄断,很多汽车制造企业本身的生产能力都比较低,而且还不具备生产和运营一系列零部件的能力,所以在未来的发展潜力上,受到了资金的制约。

4.2 控股股东股权质押情况

(1) 股权结构情况

表 4.1 前十大股东情况

排名	股东名称	持股数量(股)	占总股本比例 (%)	股本性质
1	万丰奥特控股集团有限公司	729,697,747.00	33.37	A 股流通股
2	百年人寿保险股份有限公司-传统保险产品	137,414,138.00	6.28	A 股流通股
3	陈爱莲	97,525,560.00	4.46	限售流通 A 股
4	万丰奥威汽轮回购专用账户	80,814,058.00	3.7	A 股流通股
5	上海高毅资管-高毅邻山 1 号远望基金	44,500,000.00	2.03	A 股流通股
6	百年人寿保险-分红保险产品	42,329,493.00	1.94	A 股流通股
7	上海莱士血液制品股份有限公司	39,960,800.00	1.83	A 股流通股
8	陕西省国际信托-陕国投·吉祥如意 2 号定向投资集合资金信托计划	36,700,000.00	1.68	A 股流通股
9	建信基金-兴业银行-华鑫信托-华鑫信托慧智投资 54 号结构化集合资金信托计划	36,523,687.00	1.67	A 股流通股
10	长安信托-长安投资 633 号证券投资集合资金信托计划	36,420,000.00	1.67	A 股流通股
	合计	1,281,885,483.00	58.63	

万丰奥特控股集团持有万丰奥威的股份 729,697,747 股，占其总股本的 33.37%。另外，从 Wind 数据库的股权穿透图来看，万丰奥特是股东陈爱莲持有 39.6%的股份，从上面的数据可以看出，陈爱莲是万丰奥威的实际控制人，持有公司 4.46%的股份，间接持有 39.6%的股份，合计 44.06%。

(2) 控股股东股权质押情况

截止到 2020 年底，万丰奥特控股股份有限公司股权质押股份数量为 28,741.91 万股，占所持股份比例为 39.39%。在 2015—2019 年期间，万丰奥特控股集团的股份质押 25 起。按照国泰安资料库和公司公告披露的资金使用

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/348056012015006023>