

上市公司回购的特征解析及其对公司股价影响的实证研究

李 康* 许 雯** 张智珑*** 聂孟依****

摘要：本文着重研究了注册制试点前后股票回购特征及回购的市场效应。通过对股票回购规模及公司特征、回购目的、回购时机三个维度进行分析，我们发现注册制试点对实施回购的公司分布及回购规模无显著影响，用于股权激励或员工持股计划的回购金额占比最大。从回购的市场效应看，实证研究发现主动和被动回购在预案日后的短期内分别会对公司股价产生显著的正面和负面影响，而且该现象并未随注册制的实施而发生显著变化。最后，我们认为 A 股市场的回购制度仍需完善，上市公司市值管理理念仍待加强，回购资金来源要进一步拓宽。此外，让回购发挥其作用需要提升对回购过程的监管，并开展对回购行为的正面宣传引导，还可以构建回购评价体系来跟踪实施效果。

关键词：股票回购 回购制度 回购特征 市场效应

一、上市公司股票回购制度变迁

(一) 股票回购的作用

一般而言，股票回购是指上市公司利用自有资金或者自筹资金从二级市场以特定价格购回公司发行在外股票并将其作为库存股或者注销的行为。根据现有文献，国内外学者普遍认为回购是上市公司向外界传递积极信号、进行市值管理、优化资本

* 湘财证券研究所首席经济学家，中国证券业协会首席经济学家委员会主任委员。

** 湘财证券研究所行业部经理，注册分析师。

*** 湘财证券研究所注册分析师。

**** 湘财证券研究所助理研究员。

结构的重要方式。

从信息传递的角度看,股票回购能够产生积极的市场效应。由于信息不对称会导致投资者低估公司价值,因此公司管理层倾向于在股价表现较差或相对低估时通过回购向市场传递公司价值被低估的信息,从而提振投资者信心及股价表现^①。从回购效果来看,多数实证研究表明上市公司的股价在宣布回购后的较短区间内会有一定提升,而且中国的上市公司可能存在信息提前泄露的问题,在回购公告发布之前就会产生超额收益^②。

另外,股票回购对公司财务指标也会产生影响,包括提高每股收益、净资产收益率等盈利指标。同时,通过股票回购可以减少权益资本,借债回购还能提高财务杠杆,优化资本结构。此外,当公司现金流充裕时回购也被作为一种向股东支付现金股利的方式,对现金分红有替代或补充作用。不过回购替代分红的作用在不同市场的表现差异较大,其中港股的回购替代分红作用明显,而美股与 A 股替代效应不明显^③。从公司治理的角度看,使用多余现金进行回购能有效限制管理层过度投资,降低经营风险,提高资金使用价值,进而改善公司治理结构。

(二) 股票回购制度变迁

相较于成熟资本市场,我国股票回购发展较晚,最早股份回购发生于 1992 年,“老八股”豫园商场作为主体发起人,吸收豫园旅游、南市区饮食公司等企业共同组建豫园商城,即大豫园作为大股东通过协议回购方式将小豫园的股票回购注销,这也被视作中国股市第一例为了合并而进行的股票回购案例。历经 30 多年的发展,我国股票回购制度不断完善,整个发展历程大致可分为萌芽期(1992—2004 年)、制度探索期(2005—2007 年)、市场化推进期(2008—2017 年)和快速发展期(2018 年至今)四个阶段。

萌芽期(1992—2004 年): 2005 年之前,股票回购受到相关法规严格限制,例如 1993 年颁布的公司法规定公司不得收购本公司股票,只有以减少注册资本以及与持有本公司股份的其他公司合并为目的才能进行回购,体现出“原则禁止、例外允许”的特征。因此这段时期回购规模较小,行政色彩浓厚,以国有股份的回购为主。

① 顾小龙、辛宇:《中国式股份回购:制度变迁、结构特征与类型辨析》,《中山大学学报(社会科学版)》2022 年第 1 期第 62 卷。

② 何瑛、孔静敏:《中美上市公司股份回购经济后果的比较研究》,《北京邮电大学学报(社会科学版)》2015 年第 17 期。

③ 张望军、孙即、李博:《上市公司股份回购的国际比较与借鉴——基于美股、港股与 A 股上市公司数据分析》,《清华金融评论》2020 年总第 85 期。

制度探索期(2005—2007年)：2005年是我国股票回购制度改革的关键时点，一方面新修订的公司法新增了允许回购的两种情形，即允许回购股份奖励给本公司职工，以及股东因对股东大会作出的公司合并、分立决议持异议要求公司收购其股份。另一方面，证监会发布了《上市公司股份回购社会公众股份管理办法(试行)》，明确上市公司回购股份的方式包括集中竞价交易方式、要约方式，以及中国证监会认可的其他方式。同时，在股权分置改革实施的背景下，上市公司回购积极性明显提升。虽然彼时允许集中竞价交易进行回购，市场化程度有一定提升，但需要收到证监会的“无异议函”后才能实施，仍具有明显的行政审批特征。

市场化推进期(2008—2017年)：2008年股市大幅下行背景下，证监会发布的《关于上市公司以集中竞价交易方式回购股份的补充规定》简化了回购审批程序，将行政审批改为备案制，进一步提高了市场化程度，但同时也对回购价格和时间进行限制。2013年，《国务院办公厅关于进一步加强资本市场中小投资者合法权益保护工作的意见》提出要引导上市公司承诺在出现股价低于每股净资产等情形时回购股份，可以看出股票回购对提振股价的作用受到监管层重视。同年，上交所发布的《上市公司以集中竞价方式回购股份业务指引》再次扩大了鼓励回购的情形，包括股价持续低于每股净资产、有大量闲置资金、现金分红水平较低等7种情形。

此外，2015年证监会、财政部、国资委、银监会联合下发《关于鼓励上市公司兼并重组、现金分红及回购股份的通知》，其中再次明确上市公司股票价格低于每股净资产，或者市盈率或市净率低于同行业上市公司平均水平达到预设幅度的，可以主动回购本公司股份，并支持上市公司通过发行优先股、债券等多种方式为回购筹集资金。

快速发展期(2018年至今)：2018年公司法修订标志着我国股票回购进入快速发展阶段，A股市场的股票回购规模大幅增加。具体来看，此次公司法修订主要包括四个方面：一是增加股份回购的适用情形，即回购股份允许用于员工持股计划、可转债转股、维护公司价值。二是完善回购决策流程，仅规定减少注册资本及以合并为目的的回购需经过股东大会决议，员工持股计划、可转债转股和维护公司价值的三种情形可以依照公司章程的规定或者股东大会的授权，经三分之二以上董事出席的董事会会议决议。三是建立了库存股制度，提高回购后可持有的本公司股份数量，并将用于员工持股计划、可转债转股和维护公司价值的回购股份持有时间延长至3年。此外，证监会、财政部及国资委在2018年11月联合发布《关于支持上市公司回购股份的意见》，允许上市公司通过发行优先股、可转债等多种方式为回购筹集资金，并对实

施回购的上市公司在再融资方面给予支持。

值得注意的是,证监会于 2023 年 12 月 15 日正式发布修订后的《上市公司股份回购规则》(以下简称《回购规则》),进一步优化回购条件。其中包括放宽现有“为维护公司价值及股东权益所必需”回购的条件,将触发条件之一“连续 20 个交易日内公司股票收盘价格跌幅累计达到 30%”调整为“累计达到 20%”,降低触发门槛。同时,增设一项“为维护公司价值及股东权益所必需”回购的条件,将“股票收盘价格低于最近一年最高收盘价格 50%”作为触发条件之一,增加回购便利。此外,新股回购条件由“上市满一年”调整为“上市满六个月”,取消禁止回购窗口期的规定,解决上市公司受制于窗口期无法回购的现实问题,减少回购区间限制。

二、A 股上市公司回购现状及趋势

A 股市场的股票回购规模随着回购制度不断的完善而提升,尤其是以 2018 年为重要转折点,呈现出明显的两轮回购浪潮。下面我们将从不同维度观察 A 股市场股票回购的特征,并着重分析 2019 年注册制试点前后的股票回购趋势变化。

(一) 股票回购规模及公司特征

从回购规模来看,2012 年之前上市公司发布的回购预案公告数量及回购金额较少。根据 Wind 数据,2005—2011 年间仅有 13 家公司发布过回购预案,而且在此期间完成回购的公司只有 5 家,有 4 家公司宣布停止回购。2012—2017 年股票回购制度细则持续完善,鼓励支持回购的政策不断落地,从而推动股票回购规模逐渐增加,A 股市场迎来第一轮股票回购浪潮。回购预案公告次数从 2012 年的 31 次增加至 2017 年的 614 次,发布预案的公司数量从 27 家增加到 424 家,公告预计回购金额从 88 亿元增长至 151 亿元。

随着 2018 年公司法的修订,沪深交易所同年也出台了上市公司回购细则,A 股市场的回购积极性大幅提高,回购规模达到第二轮高峰。2018 年回购预案公告次数达到 1 418 次,发布预案的公司数量达 942 家,均较 2017 年增加一倍以上,而且 2018—2022 年间回购公告数量和金额均保持在较高水平。从回购完成情况看,在 2018—2022 年间发布的回购预案中,截至目前已宣布完成回购的数量占比达 92%,实际已回购金额达 4 547 亿元,占回购预案中金额上限的 66%,回购整体完成情况较好。

从公告回购预案的公司上市板块看,主板和创业板上市公司是实施回购的主力

军,注册制试点后对实施回购的公司分布及回购规模无显著影响。具体来看,2018—2022年主板和创业板公告回购预案的公司数量平均占比分别为69%和29%,并且2020年创业板试点注册制以来该比例也没有发生较大变化。

此外,尽管科创板于2019年最早试点注册制,但2020—2021年发布回购预案的公司数量较少,仅从2022年开始小幅增加,2022年公告预案的数量占比约6%。我们认为科创板公司实施回购较少的原因主要在于初创公司现金流及经营业绩情况要弱于主板和创业板公司,多数实证研究也认为上市公司在现金流充沛时才会更倾向于回购更多股份,通过将现金流返还给投资者的方式实现对现金股利的补充,股价表现相对较差只是实施回购的一部分原因^①。

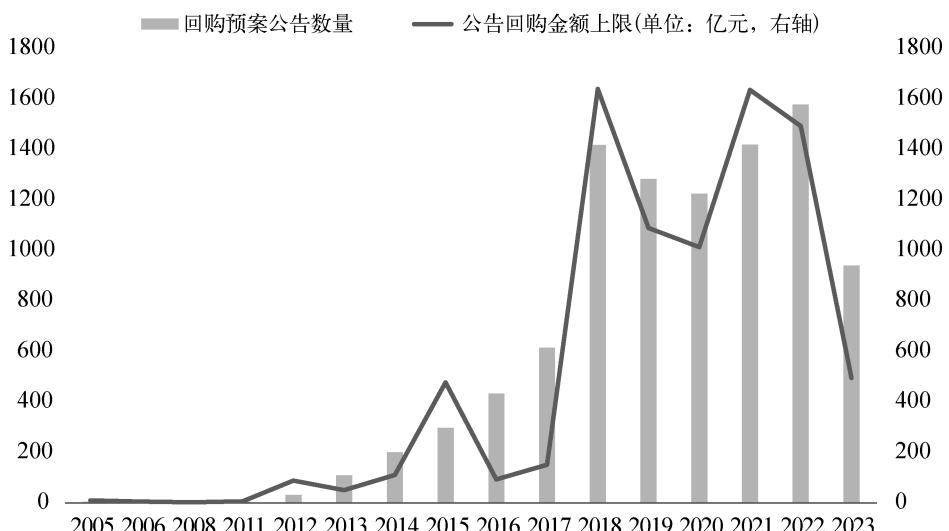


图1 A股上市公司(含北交所)回购预案公告数量及预计回购金额

数据来源:Wind,湘财证券研究所(按预案公告日统计,截至2023.8.10)。

公布回购预案公司的行业分布较为集中。从预案数量来看,2018—2023年A股市场发布回购预案最多的5个行业集中在计算机(11%)、医药生物(10%)、电子(10%)、机械设备(9%)和电力设备(7%),共占同期回购预案总数的47%。从实际回购金额看,2018—2023年家用电器(650亿)、医药生物(433亿)、电子(321亿)、计算机(285亿)和汽车(247亿)的回购金额最高,其中仅家用电器的占比就达到14%,5个行业的占比达41%。

① 何瑛、李娇、王增民:《中国上市公司宣告和实施股份回购的影响因素研究》,《管理评论》2016年第4期。

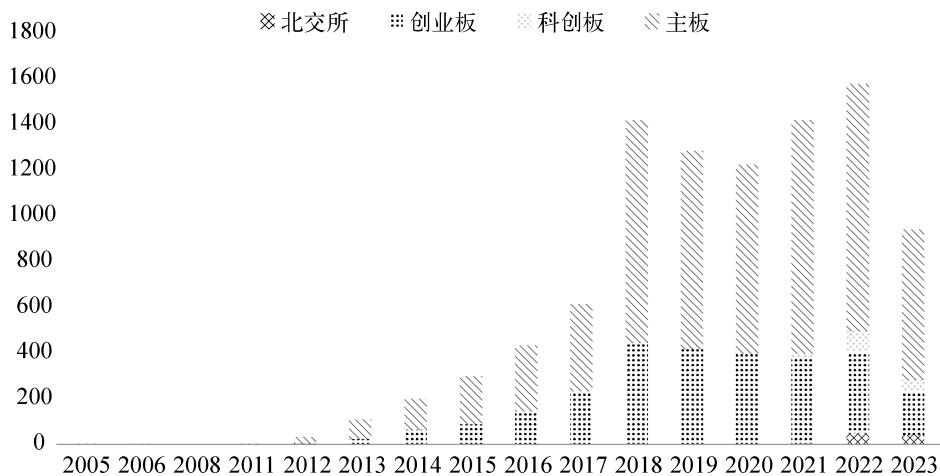


图 2 按上市板块分: A 股上市公司(含北交所)回购预案公告数量

数据来源: Wind, 湘财证券研究所(按预案公告日统计, 截至 2023.8.10)。

值得注意的是, 虽然家电行业的回购预案数量较少(占比 2.8%), 但回购金额规模位列首位, 主要是因为家电行业公司数量少且集中度高, 格力电器、美的集团、海尔智家等行业龙头企业进行了大规模回购。当然这也得益于家电行业龙头企业现金流较为充裕, 在股价表现低迷时能够进行大规模回购, 尤其是在 2020—2021 年, 家电行业的回购金额分别达到 153 亿和 330 亿, 约为医药生物行业同期回购金额的 3 倍左右。相反,

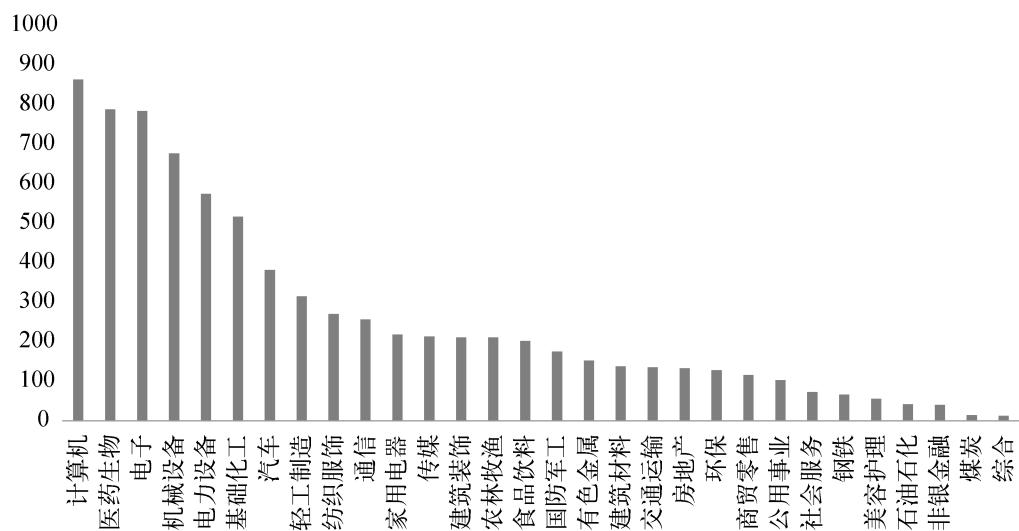


图 3 2018 年至今各行业上市公司(含北交所)回购预案公告数量

数据来源: Wind, 湘财证券研究所(按预案公告日统计, 截至 2023.8.10)。

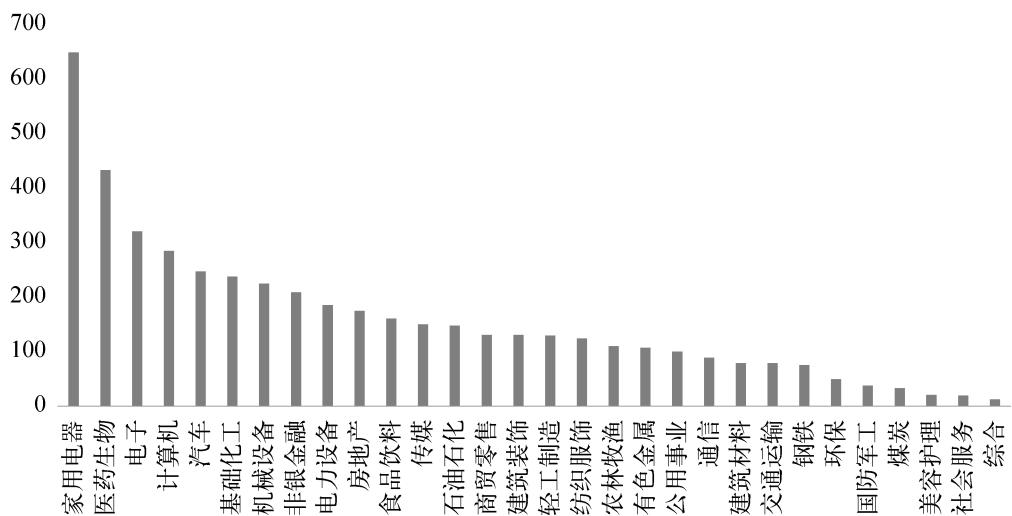


图 4 2018 年至今各行业上市公司(含北交所)已完成回购金额(单位:亿元)

数据来源: Wind, 湘财证券研究所(按预案公告日统计, 截至 2023.8.10)。

2005 年至今尚未有银行公告过回购预案, 仅出现过大股东或高管增持的方式来稳定股价, 主要原因在于回购注销会影响注册资本和资本充足率, 该行为受到严格监管。

(二) 不同回购目的的特征

就 A 股市场而言, 回购目的主要包括实施股权激励、市值管理、股权激励注销、盈利补偿及重组等, 整体可以分为被动回购和主动回购两种类型。其中, 股权激励注销、盈利补偿和重组通常是被动的股票回购, 一般与员工离职失去行权条件、资产重组业绩不达承诺预期有关, 这类回购数量占比较大, 但回购金额较小。而主动回购以实施股权激励、员工持股计划及市值管理为主, 这类回购对公司市场价值的提升更为明显, 尤其是通过回购注销方式的市值管理能够提升每股收益, 进而提高股东回报。

从公告预案数量看, 2018 年至今以股权激励注销、盈利补偿、重组、市值管理、股权激励或员工持股计划和其他为目的的回购预案数量占比分别为 67.5%、4.8%、0%、3.7%、10.1% 和 13.9%。其中, 其他目的的回购预案大部分是实施股权激励或员工持股计划, 少数用于市值管理或可转债转股。由于这些预案的回购目的同时包含多个类别, 较难统一分类, 因此归类至其他。

从回购金额看, 以市值管理和股权激励或员工持股计划为目的的主动回购金额自 2018 年以来显著增加。2018 年至今, 实际回购金额中有 711 亿元用于市值管理(占总回购金额的 15%), 其中 2018 年的回购规模最大, 这主要与当时股市下行压力较大, 且监管层发布政策支持鼓励回购稳定资本市场有关, 希望利用股份回购进行“护盘”。

另外,2018 年至今用于股权激励或员工持股计划回购的金额达 1 212 亿元(占总回购金额的 25%),尤其是 2022 年回购金额达到顶峰,高达 575 亿元。实际上,2005 年修订的公司法已规定公司可将回购股份奖励给本公司职工,但是由于回购审批程序较为复杂,导致用于股权激励的股份回购并不多见。直至 2018 年,受股价低迷及回购政策改革影响,股权激励回购也逐渐增加。除以上两种主动回购类型外,虽然被动回购中的股权激励注销回购次数较多,但回购金额较少,2018 年至今此类型回购金额仅占到 9%,而以盈利补偿和重组为目的的回购金额占比不到 1%。

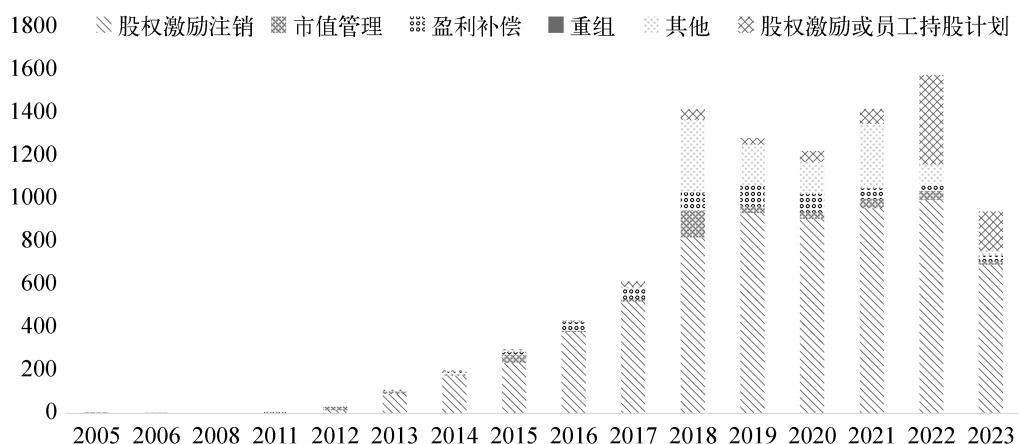


图 5 不同回购目的的回购预案数量

数据来源: Wind, 湘财证券研究所(按预案公告日统计, 截至 2023.8.10)。



图 6 不同回购目的的实际回购金额(单位: 亿元)

数据来源: Wind, 湘财证券研究所(按预案公告日统计, 截至 2023.8.10)。

(三) 股票回购时机特征

股票回购作为上市公司向投资者释放积极信号的重要方式,通常在公司股价表现较差或价格明显低于公司价值时进行回购。A股市场也不例外,在大盘表现不佳的2018年、2021年和2022年,公司回购金额较大。尤其是以市值管理为目的的回购与市场表现相关性更强,有3次明显的回购高峰,分别为2012年、2015年和2018年。

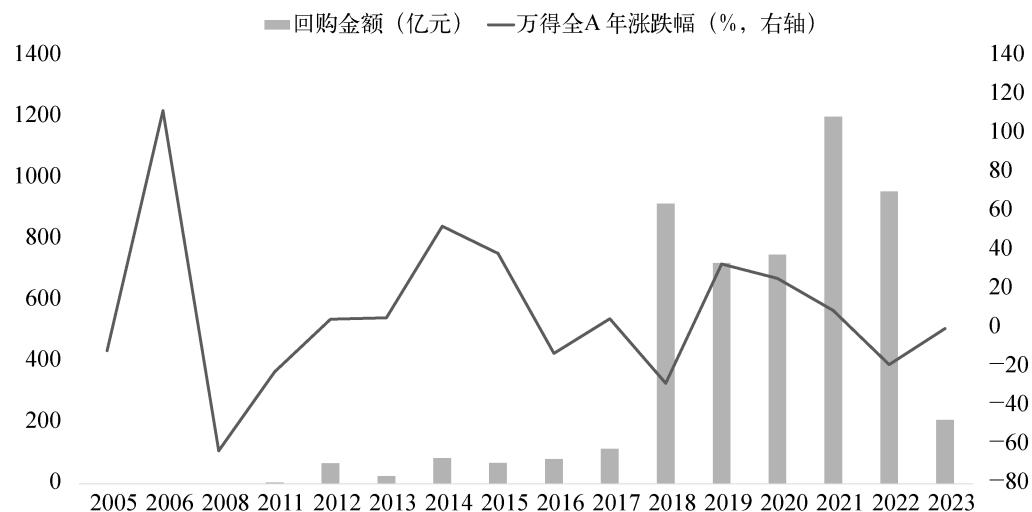


图7 回购金额与万得全A涨跌幅

数据来源:Wind,湘财证券研究所(按预案公告日统计,截至2023.8.10)。

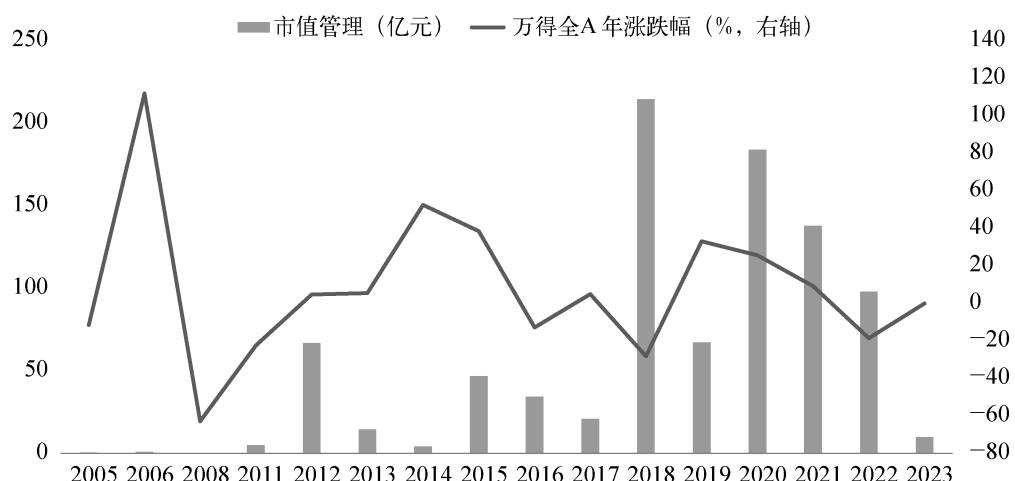


图8 市值管理回购金额与万得全A涨跌幅

数据来源:Wind,湘财证券研究所(按预案公告日统计,截至2023.8.10)。

三、回购对公司股价的影响

(一) 股票回购的短期市场效应

1. 研究方法

我们通过事件研究法来对每次回购预案公告前后上市公司的股价波动情况进行分析。基本研究原理和步骤如下：

a. 事件定义

包括定义所关注的事件、事件发生日及事件窗口期、估计期的长度，考虑到可能存在消息提前泄露等情形，因此选择事件窗口时通常包括事件发生前的一段时间。上市公司在进行回购时，通常会在董事会预案、股东大会通过、回购完成等多个节点进行公告，考虑到预案日通常是公司向市场公告回购消息的最早时间，因此是观测事件发生前后股价反应对比的最佳时间阶段，且股东大会通过、回购完成通常距离回购预案有长达数月的时间，市场情绪已经得到释放，因此我们选择上市公司回购的预案日作为研究的事件日，将预案日前 30 个交易日日至后 30 个交易日之间的时段作为研究的窗口期，观察上市公司股价在此时间段内整体以及分阶段的异常波动情况。

b. 选取样本

我们选取 2014 年 1 月至 2023 年 8 月 10 日近十年间进行过股份回购预案的 A 股上市公司作为研究样本。同时，为了进一步研究注册制出台前后回购对股价短期波动造成的影响是否存在差别，以及不同目的的回购对股价短期波动造成的影响是否存在差别，按预案时间、回购目的两个维度将样本进一步分为四组进行研究。

回购时间：注册制出台前：2014 年 1 月至 2019 年 2 月；注册制出台后：2019 年 3 月至 2023 年 8 月 10 日。

回购目的如表 1 所示

表 1 回购目的

主动回购	市值管理
	股权激励

续 表

被动回购	盈利补偿
	股权激励注销
	重组

需要注意的是,由于北交所于 2021 年开市,2021 年之前的样本中均不含北交所股票,因此为了不同样本组间一致性,以及便于后续数据分析过程中市场收益率指标的选取,我们在实证研究中选择的样本范围限定在沪深市场,不包含北交所上市公司。

我们选择预案日前后 30 个交易日作为窗口期,前 160 个交易日至前 40 个交易日为估计期。由于同一家上市公司可能在同一天或者短期内多次发布回购预案,为了避免事件估计期或窗口期出现重叠,影响分析结果的准确性,我们对样本进行预处理,若同一家公司在 160 个交易日内出现两次及以上的回购预案公告,则仅保留最早的一次样本,剔除其余的重复或重叠样本,同时剔除由于停牌、回购预案至今不足 30 个交易日等各种原因导致估计期和窗口期数据缺失的样本。处理后的样本数量如表 2 所示:

表 2 处理后的样本数量

	注册制出台前(2014.1—2019.2)	注册制出台后(2019.3—2023.8.10)
主动回购	264	769
被动回购	2 106	4 127

c. 计算异常收益率

通过对回购预案公告前后股价偏离正常收益的异常收益率(AR)来定量分析回购事件对样本公司股价造成的影响,正常收益是指若回购预案不发生,预计股票可以得到的收益率,异常收益率是事件窗口时期内的实际收益率与预计的正常收益之差。受篇幅限制,异常收益率计算过程简述如下。

首先计算单只股票异常收益率:

$$AR_{it} = R_{it} - ER_{it}$$

其中, AR_{it} 表示第 i 只股票在第 t 天的异常收益率, R_{it} 表示第 i 只股票在第 t 天的实际收益率, ER_{it} 则表示若事件没有发生,第 i 只股票在第 t 天的正常收益率, ER_{it} 有多种计算模型,本文选择 fama 三因子模型。

AR_{it} 体现的是市场对单只股票某一天的价格的影响效应,为了衡量事件每天对样本整体的影响,对样本包含的所有股票的异常收益率进行算数平均,获得 t 日的平均异常收益率(AAR) :

$$AAR_{it} = \frac{1}{N} \sum_i AR_{it}, 0 < i < N$$

最后,为了分析事件的发生在完整的窗口期内对所有样本的整体影响,计算累积平均异常收益率(CAAR) :

$$CAAR_{it} = \sum_t AAR_{it}, T_1 < t < T_2$$

d. 显著性检验

选择用于检验异常收益的程序,判断其是否在统计学意义上显著。我们将通过 t 检验来验证所选样本在窗口期内的累积平均超额收益是否显著,并进行稳健性检验。

2. 研究结果

以下为数据分析结果:

(1) 主动回购。

注册制出台前(2014.1—2019.2)的数据分析结果见图9、图10、表3:

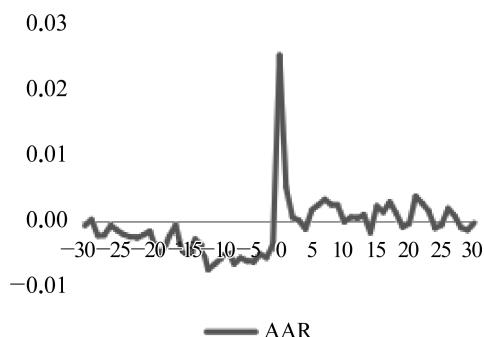


图9 注册制前主动回购 AAR

数据来源: Wind, 湘财证券研究所。

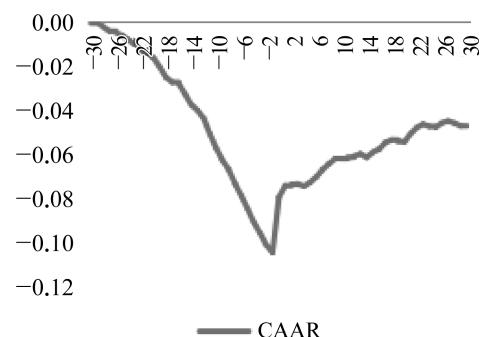


图10 注册制前主动回购 CAAR

数据来源: Wind, 湘财证券研究所。

表3 注册制前各阶段主动回购 CAAR 及其显著性

窗 口 期	CAAR	T	p	显 著 性
[-30 ; -5]	-0.084 89	-8.231 58	2.82E-13	***
[-5 ; 0]	-0.000 74	-0.201 71	0.840 49	

续 表

窗口期	CAAR	T	p	显著性
[0;5]	0.031 83	8.751 80	1.76E-14	***
[5;30]	0.027 21	2.633 40	0.009 59	***
[-15;0]	-0.051 69	-7.859 65	2.01E-12	***
[0;15]	0.045 49	7.028 40	1.45E-10	***
[-30;0]	-0.079 70	-6.220 95	7.77E-09	***
[0;30]	0.057 26	4.461 16	0.000 02	***
[-30;30]	-0.047 49	-1.218 64	0.225 41	

***, **, * 分别代表在 1%, 5% 和 10% 的水平上显著, 下同。

数据来源: 湘财证券研究所。

注册制出台后(2019.3—2023.8.10)的数据分析结果见图 11、图 12、表 4:

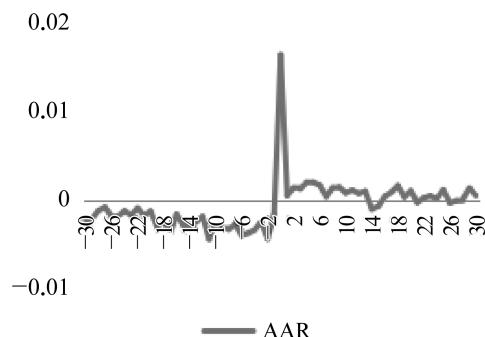


图 11 注册制后主动回购 AAR

数据来源: Wind, 湘财证券研究所。

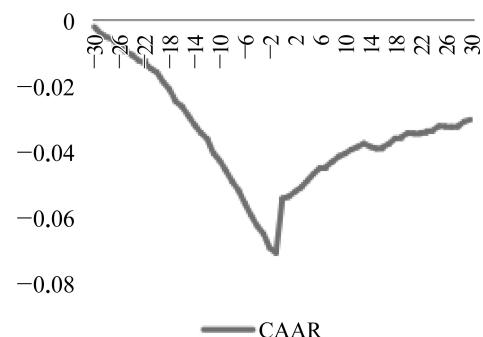


图 12 注册制后主动回购 CAAR

数据来源: Wind, 湘财证券研究所。

表 4 注册制后各阶段主动回购 CAAR 及其显著性

窗口期	CAAR	T	p	显著性
[-30;-5]	-0.058 67	-10.668 13	5.18E-19	***
[-5;0]	0.001 37	0.590 62	0.555 90	
[0;5]	0.023 74	10.197 72	6.80E-18	***
[5;30]	0.018 26	3.236 55	0.001 57	***

续 表

窗口期	CAAR	T	p	显著性
[-15;0]	-0.027 61	-7.082 62	1.10E-10	***
[0;15]	0.031 29	7.935 89	1.35E-12	***
[-30;0]	-0.053 68	-8.298 44	1.98E-13	***
[0;30]	0.039 94	5.997 49	2.25E-08	***
[-30;30]	-0.030 04	-1.802 40	0.074 04	*

数据来源：湘财证券研究所。

从数据分析结果可以看出,注册制出台前后,上市公司的主动回购均会在短期内使股价产生显著的异常波动。具体来说,观察图 10 与图 12,以及表 3 与表 4,可以看出在回购预案前的 30 个交易日内,上市公司股价出现了在 1% 的水平上显著的负向异常收益率,注册制出台前,(-30,0)窗口期内的累积平均异常收益率达到-7.97%,注册制出台后(-30,0)窗口期内的累积平均异常收益率达为-5.37%,且由图 9 与图 11 可以看出,在预案日之前的 10 个交易日左右,负面效应尤为明显。而自预案日当天,异常收益率迅速由负转正,注册制前事件当日的平均异常收益率为 2.50%,注册制后为 1.63%;正向效应在接下来的十数个交易日内持续了下去,最终在预案日之后的 30 个交易日内整体呈现 1% 的水平上显著的正向异常收益率,注册制出台前后,预案日之后(0,30)窗口期的累积平均异常收益率分别为 5.73%、3.99%。因此,我们对于主动回购对股价的短期影响的实证研究结论是,虽然预案公告之前市场情绪较为消极,但上市公司的主动回购在预案之后短期内给公司股价造成了显著的正面影响,注册制后,这一影响效果略显和缓,但整体特征并未发生显著变化。

(2) 被动回购。

注册制出台前(2014.1—2019.2)的数据分析结果见图 13、图 14、表 5:

表 5 注册制前各阶段被动回购 CAAR 及其显著性

时间段	CAAR	T	p	显著性
[-30;-5]	0.001 42	0.374 79	0.708 49	
[-5;0]	-0.000 82	-0.553 32	0.581 09	

续 表

时 间 段	CAAR	T	p	显 著 性
[0;5]	-0.001 12	-0.755 10	0.451 69	
[5;30]	-0.012 44	-3.269 84	0.001 41	***
[-15;0]	0.000 03	0.013 08	0.989 59	
[0;15]	-0.002 86	-1.116 89	0.266 31	
[-30;0]	0.000 17	0.037 04	0.970 52	
[0;30]	-0.013 68	-2.966 39	0.003 65	***
[-30;30]	-0.012 92	-0.995 68	0.321 44	

数据来源：湘财证券研究所。

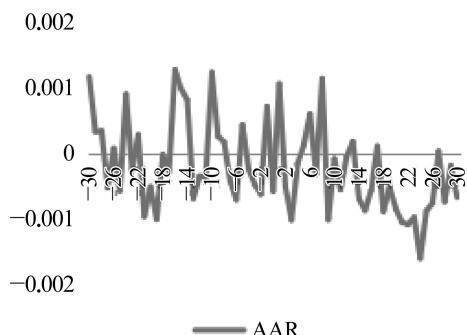


图 13 注册制前被动回购 AAR

数据来源：Wind, 湘财证券研究所。

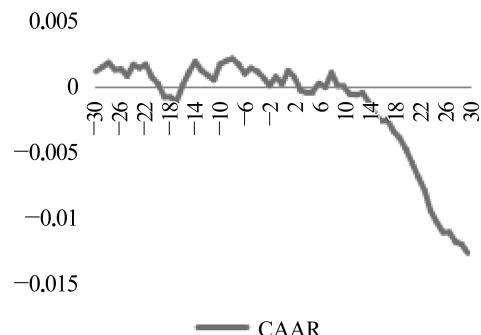


图 14 注册制前被动回购 CAAR

数据来源：Wind, 湘财证券研究所。

注册制出台后（2019.3—2023.8.10）的数据分析结果见图 15、图 16、表 6：

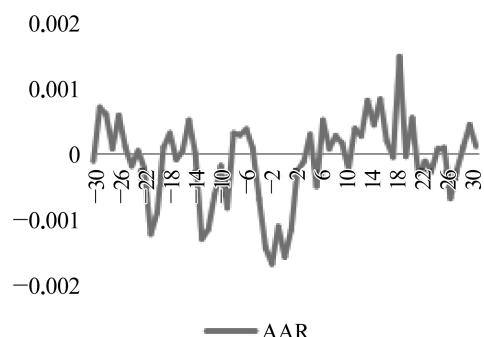


图 15 注册制后被动回购 AAR

数据来源：Wind, 湘财证券研究所。

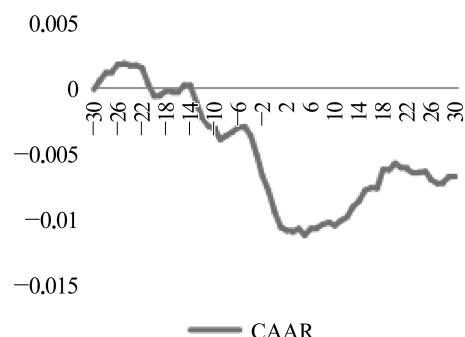


图 16 注册制后被动回购 CAAR

数据来源：Wind, 湘财证券研究所。

表 6 注册制后各阶段被动回购 CAAR 及其显著性

时 间 段	CAAR	T	p	显 著 性
[-30; -5]	-0.002 97	-1.240 44	0.217 28	
[-5; 0]	-0.006 51	-6.240 80	7.06E-09	***
[0; 5]	-0.003 40	-3.258 13	0.001 47	***
[5; 30]	0.004 11	1.715 02	0.088 97	*
[-15; 0]	-0.009 24	-5.310 66	5.21E-07	***
[0; 15]	0.000 05	0.028 76	0.977 10	
[-30; 0]	-0.009 54	-3.458 18	0.000 76	***
[0; 30]	0.001 22	0.439 45	0.661 14	
[-30; 30]	-0.006 73	-1.049 51	0.296 09	

数据来源：湘财证券研究所。

相较于主动回购，被动回购对上市公司股价影响的研究结果出现了不同，整体产生了一定程度的负面影响。具体来说，2019 年 3 月注册制出台前，进行过股份被动回购预案的上市公司，预案之后的股价出现了一定程度的下行，这一负面效应逐渐累积，最终在(0,30)的窗口期内产生了-1.37%的累积平均异常收益率，在 1% 的水平上显著。注册制后，上市公司的被动股份回购同样被视为负面消息，在回购预案公告前后五个交易日内对股价产生了负面影响，这一影响效果在 1% 的水平上显著，但影响持续时间较短。总体来说，由于被动回购往往是因为业绩未达预期或股权激励的高管离职等负面原因，在注册制出台前后，都会在一定程度上对公司股价造成负面影响。

(二) 股票回购的长期市场效应

目前国内外学者对股票回购能否产生长期市场效应尚未达成共识，大部分学者认为通过公开市场回购股票能够在短期内提振股价^①，但不存在长期正向超额收

^① 李曜、何帅：《上市公司公开市场股份回购宣告动因的真与假——基于公司财务与市场识别的研究》，《经济管理》2010 年第 5 期。李曜、赵凌：《股份回购宣告前后的上市公司盈余管理行为研究》，《上海财经大学学报》2013 年第 1 期。张本照、李国栋：《盈余管理、激励约束与股份回购——基于产权异质性视角》，《华东经济管理》2021 年第 7 期。

益^①。顾小龙和辛宇^②认为股票回购的短期市场效应确实能够提振股价,但是该效应能否带来公司价值的长期提升一直存在争议。因为股份回购只是一种财务操作手段,并没有对企业经营管理产生本质影响。他们的实证研究发现,进行主动回购的公司股价在回购后的1—2年均未取得显著的长期超额收益,但被动回购却呈现出显著的负向超额收益。此结论与何瑛等(2014)的研究保持一致,即主动回购未能带来显著的正向长期超额收益。此外,以市值管理为目的的回购,在回购后的1—4年里没有产生显著的正超额收益,因此意味着市值管理仅具有短期效应,对公司长期的市值没有影响。

Mitchell & Stafford 和 Jagannathan & Stephens^③以美国企业为样本,也未发现回购的长期效应。Su & Lin^④认为,在中国台湾地区,股份回购被用于稳定在经济衰退中持续下降的股价,其短暂的正向市场效应并不会延续。

四、A股上市公司回购存在的问题及建议

(一) 回购数据分析及实证研究结果总结

我们对2014年至2023年8月10日A股上市公司回购数据进行的分析与实证研究结果显示:

- (1) 历次股票回购政策的落地均对提高A股市场回购积极性起到了正向作用,且2018年至今A股市场回购的整体完成情况较好。
- (2) 从上市板块角度看,注册制试点前后,实施回购的公司其上市板块分布及回购规模未有显著变化,主板和创业板是实施回购的主力军,科创板实施回购的公司数量较小。
- (3) 从行业分布角度看,不论是在预案数量还是在回购金额上,实施回购的公司所属行业分布均较为集中。

^① 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》,《经济管理》2014年第10期。

^② 顾小龙、辛宇:《中国式股份回购:制度变迁、结构特征与类型辨析》,《中山大学学报(社会科学版)》2022年第1期。

^③ Mitchell ML, E Stafford., Managerial Decisions and Long-Term Stock Price Performance[J]. *Journal of Business*, 2000(7): 287 - 329 Jagannathan M. , Stephens C. , Weisbach M., Financial Flexibility and the Choice Between Dividends and Stock Repurchases[J]. *Journal of Financial Economics*, 2000(9): 355 - 384

^④ Nai-Hui Su, Chan-Jane Lin, The Impact of Open-Market Share Repurchases on Long-Term Stock Returns: Evidence from the Taiwanese Market[J]. *Emerging Markets Finance and Trade*, 2012(7-8): 200 - 229

(4) 从回购目的角度看,2018 年至今,在预案数量上,以股权激励注销为主的被动回购占比较高;在回购金额上,主动回购金额有明显提高,其中,用于股权激励或员工持股计划回购的金额占比(25%)最高,市值管理(15%)次之。

(5) 从回购时机角度看,上市公司回购金额较大的情况往往发生在大盘表现不佳的年份,尤其是以市值管理为目的的回购与市场表现相关性更强。

(6) 从短期市场效应角度看,主动回购在预案日后短期内对公司股价产生了较为显著的正面影响,被动回购在预案日后短期内整体对公司股价产生一定程度负面影响。不论是主动回购还是被动回购,其对公司股价的方向性影响及影响程度在注册制出台前后并未有显著变化。

(7) 从长期市场效应角度看,回购对股价的长期影响效果在学界尚未达成共识,但研究普遍认为,主动回购不存在长期正向市场效应。

(二) A 股上市公司回购存在的问题

根据以上分析与实证研究结果,我们认为 A 股市场上公司回购目前仍存在以下问题:

(1) 对回购起到积极且明显作用的政策是与回购直接相关的政策,因此,若要更好地实现回购的信号传递正向效应,回购政策有待进一步推进、完善和细化。

(2) 主板和创业板是实施回购的主力军,科创板实施回购数量较小,显示出公司现金流及经营业绩对上市公司回购意愿存在较大影响,因此,在回购资金的获取方面有待进一步拓宽资金渠道。

(3) 回购公司所属的行业分布较为集中,从数量和金额来看,CR5 均达到 40%以上,回购的行业覆盖面有待进一步拓展,尤其是传统行业、周期行业等。

(4) 从主动回购中市值管理回购的占比以及实证效果看,主动回购尤其是以市值管理为目的的回购,其短期正向信号传递效应有待进一步提高,长期市场效应亦有待进一步深入分析以促进长期效应的提高。

(三) 对于 A 股上市公司回购的建议

针对目前 A 股上市公司回购中存在的问题,我们提出以下建议:

1. 加强政策支持力度

稳定而完善的股票回购制度对资本市场的平稳健康发展起着积极作用,同时,也是国际通用的维护上市公司价值、完善公司治理结构、优化公司资本结构、丰富投资

者回报机制的重要手段。近年来,有关股票回购的制度在不断推进、完善及发展,但仍有进一步完善的空间。首先,可考虑进一步放宽回购条件和比例,进一步放宽上市公司在股价大幅下跌阶段的回购条件,放宽新上市公司的回购限制以及回购窗口期的限制条件,缩短回购实施的整个流程及审批时间,提升上市公司实施回购的便利性。其次,通过优化政策鼓励上市公司积极开展并实施回购,对于发布回购预案的上市公司,建立督促机制,鼓励上市公司尽快实施回购计划。再者,积极发展多层次资本市场,进一步加大资本市场服务实体经济的能力,助力上市公司向高质量发展转变,提升上市公司盈利能力和现金流水平,使得上市公司回购行为具有真正的可持续性的基础。

2. 强化市值管理理念

目前 A 股市场上上市公司的市值管理理念还不够强,虽然在政策推动下,回购数量及金额有明显提升,但从分析样本来看,回购股份数占总股本的比例仍然较低。例如,样本中回购股份数占总股本比例低于 1% 的样本数占比约八成,较低的回购数量占比使得回购行为对于股价提升的正效应并不是特别明显,也使得市值管理的效果仍有较大提升空间。建议对上市公司进行市值管理教育,引导上市公司建立市值管理理念,加强主动回购行为,及时传递积极信号。在回购的市值管理中不断增进上市公司的市场认同度和价值实现度,让市场更充分地发现公司的价值,进而达到进一步优化资本市场的价格发现功能,更好实现上市公司的资源配置,让上市公司通过回购能更好地维护公司价值和股东权益。

3. 拓宽回购资金来源

对上市公司而言,资金是影响其回购行为的主要因素之一。目前 A 股市场上上市公司回购的资金主要来源于自有资金,而国外成熟资本市场的股票回购资金来源更为丰富,既包括自有资金回购,亦包括发债回购、发行优先股回购以及增发股票等多种形式。对于回购的资金来源,可探寻进一步拓展资金渠道的可能,解决企业在不同资金渠道遇到的实际问题,使政策允许渠道变为实际落地渠道,以帮助有回购意愿的企业更好地进行股票回购。

4. 提升监管处罚力度

建议在放宽回购条件、简化回购流程的同时,进一步加强对交易行为和信息披露等环节的监管,严厉打击内幕交易、操纵市场等行为,引导并规范上市公司回购行为合法合规,保证信息披露的及时性和公平性。此外,建议进一步推进回购制度建设,

对回购过程中的回购资金、回购价格、回购方式、股份持有及转让等进行规定,防范回购风险,最大限度地发挥回购对市场的正向信号机制,提高上市公司回购过程的监管效能。

5. 开展正面宣传引导

投资者对回购信号传递效应的认同有助于回购效果的凸显。建议一方面通过健全、完善制度,建立畅通的信息披露渠道和有效的信号传递机制,减少在回购过程中存在的信息不对称问题;另一方面,建议加强对投资者的教育,开展正面宣传引导,使投资者对上市公司的回购认可度进一步提高;此外,还可通过建立多种渠道,及时搭建政策、上市公司以及投资者之间的沟通桥梁,对回购政策以及上市公司回购中存在的疑惑及时沟通解答,做好预期管理工作,增强投资者的信心。

6. 构建回购评价体系

建立多维度的回购评价体系,阶段性地跟踪并评估上市公司回购前后包括股价、主要财务指标等在内的各项指标,以实现动态跟踪及衡量 A 股市场回购的实施效果,为政策及措施的进一步改善提供依据,更好地达到让真正优质、有实力的上市公司通过股份回购助力公司价值的提升,同时提振资本市场的信心,更好地发挥回购的短期正效应和长期正效应。