

回购新规下上市公司 市值管理式回购效应探究

吴雨玲

摘要：2024年，国务院国资委对中央企业推行上市公司市值管理考核，引导企业重视上市公司内在价值与市场表现，上市公司股份回购作为关键资本运营手段重要性凸显。本文梳理了2023年12月中国证监会发布的《上市公司股份回购规则》的修订要点，并结合相关数据分析了新规实施近一年来的市场反应，提出综合考虑是否实施回购并合理安排回购规模、加强内部控制与风险管理、关注市场反应与投资者沟通等建议，旨在为上市公司市值管理提供参考。

关键词：市值管理；股份回购；回购新规；累计平均异常收益率；市场反应

中图分类号：F275；F830.91 **文献标志码：**A **文章编号：**1005-286X(2025)02-0052-03

2024年，国务院国资委对中央企业全面推开上市公司市值管理考核，通过量化评价中央企业控股上市公司的市场表现，客观评估企业市值管理工作的举措与成效，以此引导企业更加重视上市公司的内在价值与市场表现。在此背景下，上市公司股份回购作为维护股价稳定、促进股权激励及提升公司治理水平的关键资本运营手段，其重要性日益凸显。

2018年修订的《中华人民共和国公司法》对股份回购制度进行了全面革新，拓宽了公司实施股份回购的合法情形，首次明确了上市公司可出于维护公司价值与股东权益的必要目的进行股份回购（即本文中的“市值管理式回购”）。2023年12月证监会修订发布《上市公司股份回购规则》（以下简

称新规），针对市值管理式回购的条件进行了若干优化，进一步提升了股份回购制度的灵活性与可操作性。本文通过分析2023年新规修订要点以及探究新规实施一年来的回购实施效果，为上市公司市值管理工作提供参考。

一、新规对市值管理式回购的调整分析

2023年的新规修订要点主要包括优化维护公司价值及股东权益所必需而回购股份的条件、降低回购股份的上市年限要求、明确禁止同时实施股份回购和股份发行行为、取消独立董事发表意见要求等。这些修订旨在推动上市公司更加重视回购、积极维护公司价值和股东权益，其中对市值管理式回购的调整主要有以下三方面。

（一）调整市值管理式回购的触发条件

新规降低了上市公司为维护公司价值及股东权益所必需而回购股份的触发条件。具体来说，将原先规定中“连续20个交易日内股价累计下跌30%”的标准下调至“连续20个交易日内股价累计下跌20%”，并且新增了“公司股票收盘价格低于最近一年股票最高收盘价格50%”一项触发条件。此外，可进行股份回购的时间要求也有所放宽，从原先的“上市满一年”减少至“上市满六个月”，而对于护盘式回购，即上市公司为维护公司价值及股东权益所必需而实施回购并减少注册资本的新上市公司，无需满足“上市满六个月”这一条件。这些调整旨在使上市公司更加灵活地运用股份回

作者简介：吴雨玲，北京国家会计学院。

购这一工具,保护公司及股东的利益。

此外,上市公司出于维护股价的目的回购股份,必须在触发相关条件后的10个交易日内向董事会提出回购提议。而董事会则需在触发条件后的10个交易日内,或者自收到该回购提议之日起的10个交易日内,召开董事会会议,对回购方案进行审议。

(二)对市值管理式回购禁止窗口期交易的规定

新规取消了上市公司在年度报告、半年度报告、季度报告、业绩预告或业绩快报公告前十个交易日内均不得回购的规定,但对于出于维护公司价值与股东权益的必要目的进行股份回购并以集中竞价交易方式回购股份的情况,依然禁止窗口期交易。

(三)新增对中小股东的交流内容的要求

新规第十条规定,出于维护公司价值与股东权益的必要目的进行股份回购的情况下,董事会应当充分了解是否存在对股价产生较大影响的重大事件和其他因素,并且通过多种渠道主动与股东特别是中小股东进行沟通和交流,充分听取股东关于公司是否应当实施股份回购的意见和诉求。但目前尚未对此部分内容做强制披露要求。

二、市值管理式回购的市场反应分析

(一)新规激发了上市公司回购数量

本文统计了2023年12月16日(新规实施后)至2024年11月29日期间A股上市公司发布股票回购预案公告且采取公开市场交易方式进行回购的回购事件,并与2023年1月1日至2023年12月14日期间发起回购的公司数量

进行了对比。结果显示,新规实施后,A股上市公司回购事件共计2574次,而实施前为1634次。新规发布后回购数量明显增加,一定程度上反映了上市公司对回购的需求。本文进一步分析了回购事件中触发市值管理式回购新规的回购事件数量,在设定的触发条件下,即连续20个交易日内股价累计下跌达到20%(该比例在新规实施前为30%),与2023年仅有52起回购事件相比,满足此条件的回购事件数量增加至835起。另一新增触发条件为公司股票收盘价格低于其最近一年最高收盘价格的50%,在此条件下相关的回购事件数量达到867起。这些数据的显著增长有力地证明了该政策极大地激励了上市公司在股价处于低谷时采取回购行为来维护股价稳定。

(二)新规起到了提振股价的作用
公司进行市值管理式回购是一种积极的策略,旨在维护股价稳定,防止其持续下滑。从理论角度解释,一方面,当公司股价低迷,整体市值缩水时,通过主动回购股票,公司能够直接减少市场上的流通股份数量。在盈利水平保持不变的情况下,流通股份的减少将直接提升每股盈利。由于企业股价是市盈率与每股盈利的乘积,当市盈率在短期内保持稳定时,每股盈利的提升将直接转化为股价的上涨,从而有效缓解股价下跌的压力。另一方面,信号传递理论认为,由于信息不对称的存在,公司内部管理层往往掌握着更多关于企业真实价值的信息。当管理层发现股价未能真实反映公司的内在价值时,他们可能会采取回购行动。这一行为被视为向市场传递的积极信号,表明管理层对公司未来前景的信心,从而有助于提振投资者的信心,进一步缓解股价下跌的压力。

从实践角度,本文以上市公司发布股票回购预案公告的公告日当天作为事件发生日,选取(-110,-11)为事件估计期,即事件发生日的前110天到前11天,选取(0,10)为事件窗口期,即事件发生日的后10天,根据(-110,-11)期间股价收益率估计如果 $T=0$ 未发生事件,股票在窗口期内的收益率。然后对比实际股价表现,计算事件对股价走势的影响。

1. 新规后全部回购事件公告的市场效应。经过计算,上市公司发布股票回购预案公告的当天,相关股票回购事件的平均异常收益率显著跃升至0.61%,这反映出众多投资者将公告视为积极信号,并据此进行了股票的买入操作。在接下来的连续9个交易日里,这些股票回购样本的平均异常收益率持续保持正值。从第9天开始,平均异常收益率的显著性减弱,表明股票回购事件对股价的影响在9天内已基本被市场所消化。在此期间,累计平均异常收益率达到3.72%(见表1)。这一现象揭示出,股票回购确实向市场传达了股票价值被低估的信号,市场对此持乐观态度并作出了积极回应。

笔者注意到,在2024年的10月和11月期间,回购事件的数量出现了显著增长。这一增长趋势的背后与中国人民银行2024年9月发布的一项新政策——股票回购与增持再贷款有关。该政策旨在通过激励金融机构向符合条件的上市公司及其主要股东提供贷款,从而降低上市公司回购股份的资金成本。这项政策的实施有效解决了上市公司因资金短缺而难以进行回购的问题,极大地提升了回购市场的活跃性。

2. 市值管理式回购事件的股价提

表1 回购事件在窗口期的累计平均异常收益率 (CAAR)

	事件数	累计平均异常收益率
2023.12.16 ~ 2024.11.30 期间所有回购事件	2 574	3.72%
其中：		
满足“连续20个交易日内股价累计下跌达到20%”	835	7.36%
满足“收盘价低于其最近一年最高收盘价格的50%”	867	7.94%
主板上市公司实施的回购事件	1 574	2.82%
创业板上市公司实施的回购事件	599	5.27%
科创板上市公司实施的回购事件	341	5.05%

振效应。如表1所示，在本文分析的2 574个回购事件中，有835起事件涉及的公司股票在连续20个交易日内累计跌幅达到了20%，有867家上市公司的股票收盘价格已经低于其过去一年内最高收盘价格的50%。符合这两类特定条件的回购事件在市场上引发的反应颇为一致。在股票回购预案公告日，其平均异常收益率均展现出了较高的正值，并维持增长态势直至第9天，但在第10天出现了一定程度的回调。在考察的窗口期内，这两类回购事件的累计平均异常收益率分别为7.36%和7.94%，这一数值明显高于所有回购事件的整体累计平均异常收益率(3.72%)。

该结果表明，当股价在短期内经历显著下跌时，回购行为能够有力提振股价，展现出明显的股价支撑效果。不仅如此，市值管理式回购的累计平均异常收益率达到了全样本平均水平的约两倍，这进一步强化了回购在保持股价稳定性方面的积极作用。

3. 不同板块上市公司的回购事件股价效应。如表1所示，在全部股票回购样本中，主板市场的回购事件数量最多，达到1 574起，占比61%；创业板市场次之，有599起，占比23%；科创板市场则有341起，占比13%。主板

市场的平均异常收益率在股票回购预案公告日当天即达到峰值，随后逐渐递减，至第10天趋近于0。整个窗口期内，主板市场的股票回购事件累计平均异常收益率达到2.82%。

创业板市场和科创板市场的平均异常收益率走势较为相似，均体现在公告日当天不显著，但是从公告日的第二天起，平均异常收益率转为正数并维持至第9天，第10天平均异常收益率急剧下降转为负数。在这期间，创业板市场股票回购事件的累计平均异常收益率为5.27%，科创板市场股票回购事件的累计平均异常收益率为5.05%，显示出较为明显的积极影响。

综上所述，无论是主板、科创板还是创业板市场，股票回购事件在窗口期均表现出显著的累计平均异常收益率。其中，创业板市场的回购事件对股价的积极作用最为明显，其次是科创板市场。这表明股票回购作为一种市场行为，在不同市场板块均能对股价产生积极影响。

三、市值管理式回购注意事项与建议

尽管市值管理式回购对股价有显著的公告效应，但公司在实施回购时仍需注意规避操作中的一些风险。

一是综合考虑是否实施回购以及合理安排回购规模。在新规修订背景下，证监会明确表明，是否实施回购应视为公司的自主决策权范畴之内，不应强制股价低于每股净资产的公司进行股份回购。这表明，尽管新规在一定程度上放宽了市值管理式回购的适用条件，但触发这些条件的公司是否最终选择回购，仍取决于其自身的战略考量与决策判断。上市公司在实施股份回购时首先需确保资金来源合法合规，同时需合理安排回购规模，确保不影响公司的持续经营能力和债务履行能力。在此过程中，上市公司可考虑将回购专项贷款作为资金来源之一。

二是加强内部控制与风险管理。股份回购涉及复杂的操作流程和监管要求，上市公司应加强内部控制与风险管理，确保回购行为合法合规。具体而言，建议上市公司建立健全回购管理制度，明确职责分工，加强信息披露与投资者关系管理。同时，应确保回购股份的提议、审议、实施等过程符合相关法律法规及公司章程规定，确保程序合法合规。此外，上市公司还需关注回购股份的减持规定，确保减持合法合规，避免引发市场不必要的波动。

三是关注市场反应与投资者沟通。股份回购对市场具有重要影响，上市公司应密切关注市场反应，加强与投资者的沟通交流。建议上市公司在回购过程中，按照相关规定及时披露回购提议、审议结果、回购进展及实施结果等信息，确保披露内容真实、准确、完整。通过及时披露回购信息、回应投资者关切等方式提升市场信心，维护公司形象。同时，上市公司还应加强与投资者的互动，了解投资者需求，提升投资者满意度和忠诚度。□

责任编辑 任宇欣