

上市公司股份回购行为及在指数构建中的应用研究

周 圆*

摘要：本文介绍了股份回购的内涵及特征、境内外市场上市公司股份回购发展情况、股份回购的投资逻辑及在指数构建中的应用。中证指数有限公司于2023年10月发布首批聚焦股份回购的指数系列,为市场提供差异化的投资与分析工具。股份回购指数系列的发布,可充分发挥指数的资源配置功能,引导资金流向积极开展股份回购的上市公司,为不同风险偏好投资者提供差异化的投资标的,更好助力投资端改革,活跃资本市场。

关键词：股份回购 全球资本市场 驱动逻辑 差异化特征 回购指数

一、股份回购的内涵及特征

股份回购是指上市公司利用现金等方式,按照一定的程序购回本公司已发行在外的普通股股票的行为。放眼全球,尤其是美国、日本等境外成熟市场,股份回购已成为一项重要的金融活动,是上市公司提振股价、市值管理、有效提升资金使用效率以及优化资本结构的重要手段。相较境外成熟市场,境内市场股份回购仍处在初级发展阶段。2018年,证监会等部门联合出台《关于支持上市公司回购股份的意见》,支持上市公司完善股份回购机制及流程,并将上市公司以现金为对价的股份回购视同为现金分红,进一步明确了股份回购作为资本市场的一项重要基础性制度安排。

(一) 股份回购可分为主动式回购和被动式回购

根据回购目的的不同,股份回购可分为主动式回购和被动式回购。

主动式回购通常包括以市值管理、股权激励或员工持股计划为目的的回购,以二

* 中证指数有限公司研究员。

级市场集中竞价交易进行。其中,市值管理常发生于上市公司股价下跌、估值低于行业平均水平时,由上市公司回购股份并注销。相较而言,以股权激励或员工持股计划为目的的回购则是在股份回购实施完成后,并非立即注销股票,而是将其作为库存股,后续用作股权激励或员工持股计划等用途。

表 1 常见股份回购分类

回购类别	回购场景	相 关 内 容
被动式回购(多为约定型、制度化、流程化)	股权激励限售股回购	- 以股权激励形式授予员工限制性股票,因业绩考核不达标或被激励对象离任,上市公司义务性回购该部分限制性股票; - 在 A 股历史上发生频率最高; - 注销时影响其他应付款和银行存款科目,所有者权益总值不变。
	盈利补偿	- 签订“对赌协议”,由于上市公司业绩不达标,上市公司低价回购原股东或管理层股票,通常总价 1 元; - 通过回购安排,牺牲部分股东利益补偿剩余股东。
	重组	- 上市公司资产重组,重组方之间发生的股份回购; - 多发生于“借壳上市”。
主动式回购	市值管理	通过股份在二级市场回购并注销,体现管理层对公司经营前景的坚定信心。
	股权激励、员工持股计划	通过股份在二级市场回购,用于后期实施股权激励或员工持股计划。

被动式回购包括股权激励限售股回购、盈利补偿回购、以重组为目的的回购等,多采用协议回购进行。其中,股权激励限售股回购的标的为已实施的股权激励限售股,其回购条件、价格及数量由协议约定,通常因业绩考核不达标或被激励对象的岗位调整而触发,回购价格一般为认购款,与市价偏离较大。以境内市场为例,统计分析 2011—2022 年期间股份回购事件发现,以股权激励注销为目的的回购占比超过 70%;盈利补偿回购的回购对象一般为上市公司高管,常发生于公司经营业绩未达标时,由上市公司近乎零成本的价格回购其股份并注销,并将利润分配至其他股东,以达到盈利补偿的目的;重组回购,多指借壳上市,该类回购事件较少且多发生于特定历史时期。本文研究聚焦主动式回购,旨在探究上市公司开展主动式回购的驱动逻辑及经济后果。

表 2 不同类型回购方式及回购金额

回 购 目 的	平均回购金额(万元)	回购方式
市值管理	27 330	集中竞价
股权激励	17 425	集中竞价
市值管理或股权激励	22 202	集中竞价
股权激励注销	786	协议回购
盈利补偿	以总金额 1 元回购为主	协议回购
重组	331 162	协议回购

数据来源：Wind, 中证指数;统计区间：2011—2022 年底。

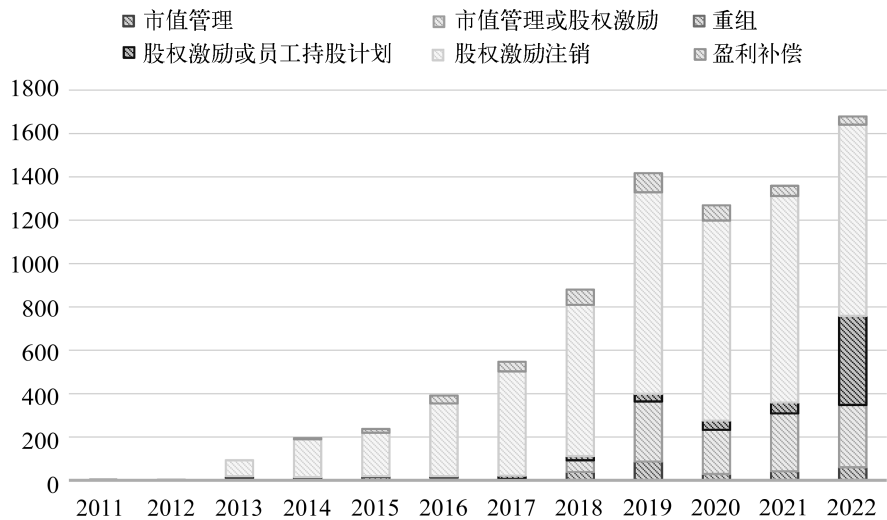


图 1 不同类型股份回购方式下回购金额情况

注：回购事件所属年份以其公告的回购计划完成时点计算。

数据来源：Wind, 中证指数;统计区间：2011—2022 年底。

(二) 股份回购有助于提升公司财务质量,改善公司治理结构

股份回购可通过提高每股盈利、优化资本结构、降低信息不对称程度等方式提升上市公司财务质量、改善公司治理结构,助力公司价值提升。

一是降低计算用股本,提升每股盈利。上市公司回购股份后可以注销,也可以作为“库存股”保留,而“库存股”无投票权,不分红,也不参与每股收益等指标的计算。在股份回购完成后,不论注销与否,均会减少流通股数量,进而带来 EPS 的上升,提振

上市公司股价。

二是优化资本结构,提升公司价值。一方面,股份回购可降低公司的所有者权益,通过调整负债及所有者权益间的占比,提高长期负债比例和财务杠杆,同时亦能降低公司的加权平均资本成本;另一方面,若上市公司通过举债实施股份回购(杠杆回购),在降低所有者权益的同时,亦可增加公司负债,进一步提高了公司的财务杠杆。对于负债较低的公司,此举不仅可优化公司资本结构,还可利用利息支出的税盾效应提升公司价值。

三是增强控股股东控制力,防止股权稀释和恶意收购。上市公司通过回购股份来提振股价、减少流通股,一方面,可以间接提高控股股东的持股比例,提升其对上市公司的股权控制力;另一方面,潜在的敌意收购方可从市场上购买的股份相应减少,获取足够多的股份对抗控股股东的难度增加,进而降低公司被敌意收购的风险。在 20 世纪 80 年代的美国市场,股份回购对上市公司防止敌意收购起到了积极作用。现阶段,市场上敌意收购事件较少,但通过股份回购实施股权激励仍有助于缓解股权稀释,提升控股股东对上市公司的控制力。

四是等同于现金分红,增加股东回报。股份回购被视为现金分红的替代。以境内市场为例,2018 年,证监会等部门联合出台《关于支持上市公司回购股份的意见》,明确股份回购等同于现金分红,纳入现金分红的相关比例计算。一方面,相较现金分红,股份回购具有较高的财务灵活性,能避免现金分红的“锚定效应”,也即市场会预期现金分红具有一定连续性;另一方面,股份回购存在节税效应,公司通过回购股份来回报投资者可降低股东的税负。

五是传递股价低估信号,降低信息不对称程度。以境内市场为例,上市公司股份回购多发生于市场下行期间,通常被投资者视为管理层向市场传递公司价值被严重低估的信号,体现了公司对未来发展的信心和内在价值的认可,有利于提振上市公司股价,助力估值水平的合理改善。

二、境内外市场上市公司股份回购发展情况

(一) 受多重因素影响,美国市场股份回购行为已呈常态化

美国市场为股份回购的起源地,从过去近 30 年的历史发展历程来看,股份回购已成为推动美国股市发展的重要动力。美国市场上市公司股份回购呈现出“顺市而为”的特征,即在市场上涨时回购行为增加,而在市场下行时回购行为相应减少。以

标普 500 指数为例,一是标普 500 指数样本公司回购总金额与标普 500 指数的整体走势呈显著的正相关关系;二是除了 2020 年因新冠疫情影响,经济衰退导致回购金额与回购家数大幅下降之外,近十年来股份回购家数占比整体趋势较为平稳,基本维持在 80%左右。值得一提的是,自 2022 年 3 月新一轮加息以来,企业融资成本有所上升,但标普 500 指数样本公司回购家数占比并未发生明显变化,股份回购行为已呈常态化;三是随着指数样本整体市值的更快提升,近十年来股份回购比例整体呈下降态势,但中枢仍维持在 2%以上。

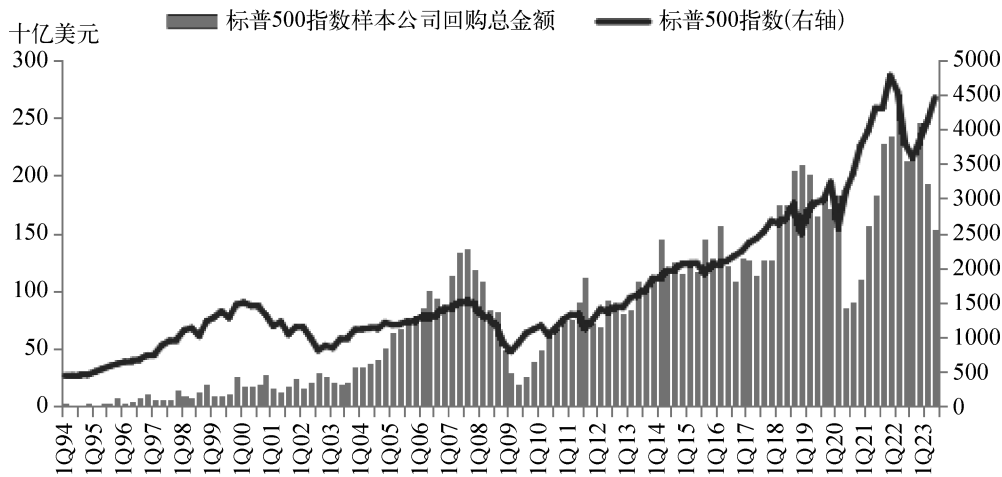


图 2 标普 500 指数样本公司回购金额与指数表现趋势变化

数据来源: Bloomberg, Wind, 中证指数。

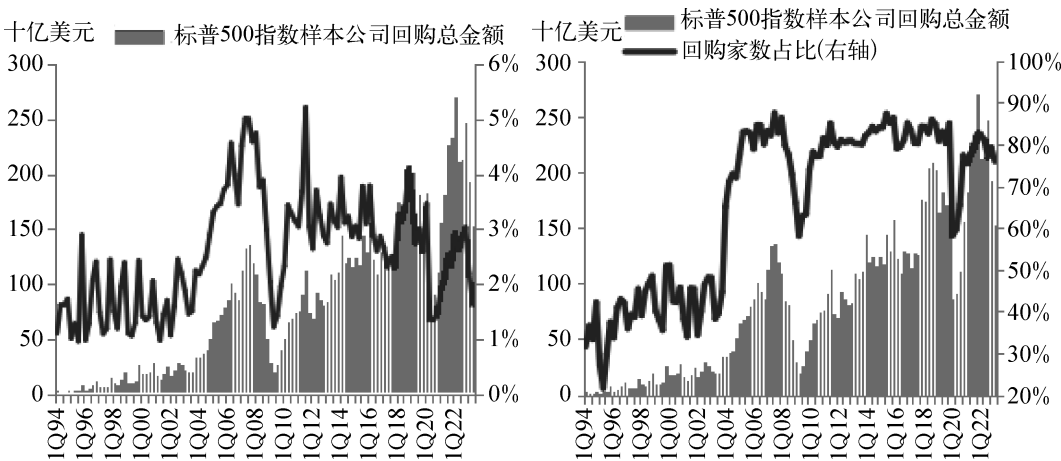


图 3 标普 500 样本公司回购比例变化趋势

图 4 标普 500 样本公司回购家数占比趋势变化

数据来源: Bloomberg, Wind, 中证指数。

数据来源: Bloomberg, Wind, 中证指数。

回顾美国市场上市公司股份回购的发展历程,可以发现,推动股份回购发展壮大并进入常态化的主要原因如下:

1. 有法可依是股份回购兴起的必要因素

美国证监会出台的系列回购制度为股份回购扫清内幕交易嫌疑,是其发展的先决条件。一是 Rule 10b-18 降低了股份回购的内幕交易风险。股份回购最早起源于 20 世纪 50 年代,20 世纪 70 年代尼克松主政期间对股利发放进行限制,股份回购成为发放股利的主要形式。因股份回购面临内幕交易和市场操纵嫌疑,在发展初期,美国市场股份回购行为并不普遍,直至 1982 年美国证券交易委员会制定了 Rule 10b-18,为上市公司股份回购提供了行政许可。Rule 10b-18 规定若上市公司回购满足购买方式、时间、价格和数量等方面要求,将大幅降低其被认定为内幕交易的概率,此后股份回购逐渐盛行。二是 Rule 10b5-1 进一步降低了内幕交易的概率。Rule 10b5-1 是 SEC 根据《1934 年证券交易法》制定生效的一项规则,旨在解决董事、大股东、高管等内部人员交易股票时面临的内幕交易问题。根据这一规则,公司可以利用预先设置的股份回购计划来实施股份回购,符合计划的回购不再被认定为内幕交易。

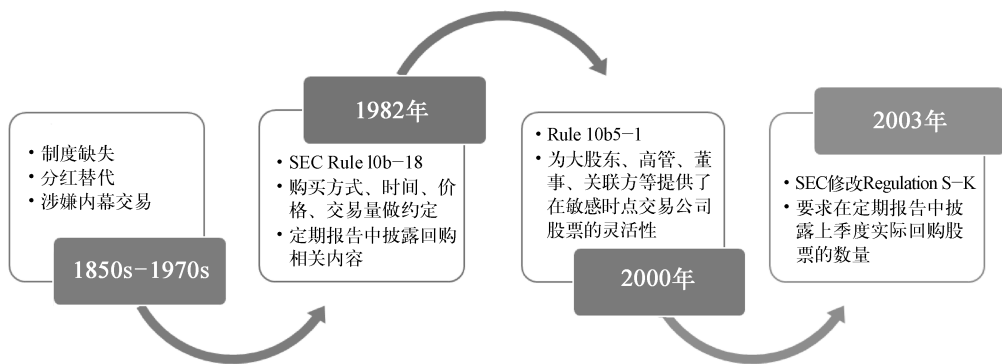


图 5 完善的制度使美股市场股份回购有法可依

2. 海外利润回流以及企业基本面持续向好推动股份回购蓬勃发展

一方面,充沛的现金流和较为强劲的盈利能力是美股股份回购持续发展的重要驱动力。美股上市公司将股份回购作为与现金分红等同的利润分配方式,而非单纯的市值管理工具。与现金分红的驱动逻辑相似,公司盈利能力的高低较大程度影响着股份回购金额的大小。业绩持续向好,现金流充裕,企业则更有能力进行大规模股份回购,反之亦然。历史来看,美国市场上市公司利润分配与企业的收入、盈利和经

营性现金流都有较高的相关性。另一方面,税改带来增量资金,进一步助力股份回购的发展。例如,2004 年,小布什政府推出 5.25% 的海外资金回流税收优惠,使得大量海外资金回流,股份回购公司数量显著增加;又如,2017 年,特朗普税改法案将美国公司海外留存利润税率由 35% 下调至 8%—15%,促使海外资金大幅回流,进一步推动美国市场上市公司股份回购金额由 2017 年的 5 000 亿美元激增至 2018 年的 7 700 亿美元。

结合前文就股份回购行为如何助力公司价值提升的路径分析,我们以苹果公司为例,展示股份回购对公司未来价值的影响。苹果股价的持续上涨或是其资本运作成果的有力体现。苹果公司一直是标普 500 指数成分股中股份回购金额较大的公司之一。自 2012 年开启股份回购以来,苹果公司的股份回购总金额达 5 892 亿美元,总计回购了 42 亿股,均价约为 140 美元。自 2018 年 8 月苹果公司市值首次达到 1 万亿美元以来,其股价至今已经上涨了超过 220%,而市值则仅增长约 150%,该差距或是其股份回购行为导致的直接结果。

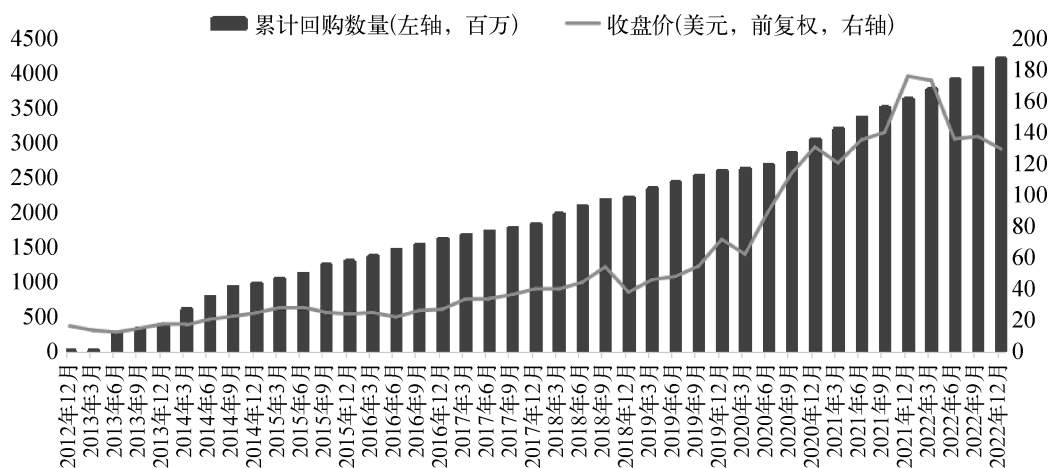


图 6 美国股票市场中的苹果公司回购历程

数据来源：Bloomberg, Wind, 中证指数。

(二) 与美股市场不同,港股市场股份回购则多发生在股市下行期间

港股市场股份回购的发展早于 A 股市场,且早在 2013 年回购金额就已突破 100 亿港元,而同期 A 股市场则较少出现股份回购事件。2022 年,港股市场股份回购金额出现爆发式增长,截至 2022 年底,港股市场共有 227 家上市公司实施股份回购,数量占比约 8.7%,股份回购金额约为 1 049 亿港元。

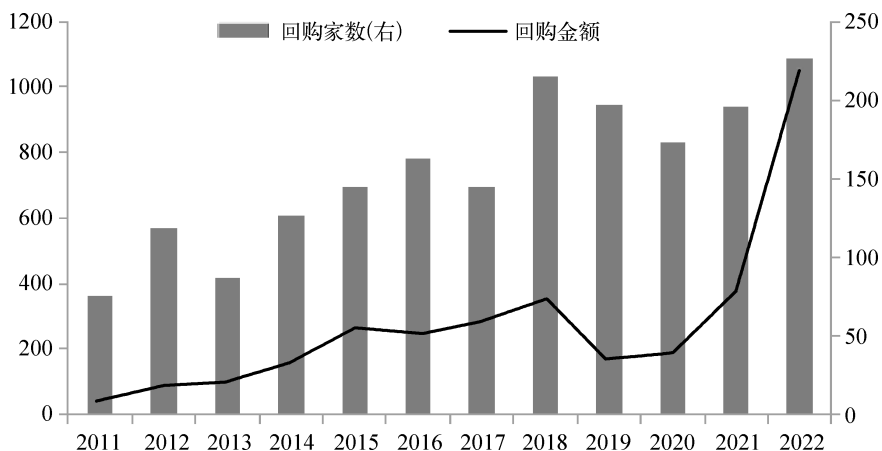


图7 港股历年回购金额及回购数量

数据来源：Bloomberg, Wind, 中证指数。

1. 港股与A股市场股份回购相关规则较为相似

港股市场股份回购通常包括场内股份回购、场外股份回购与一般要约股份回购三种方式,其中场外回购是指上市公司与股东事先约定以特定价格、时间和执行方式回购,也称为“私下交易”;一般要约回购是指上市公司作为要约人,为某类股份的全体股东回购部分或全部股份的行为;场内回购与A股回购规则相似,总体上监管对股份回购较为鼓励,仅需在回购实施环节满足相关合规要求。

表3 A股与港股场内回购规则比较

	沪 深 交 易 所	香港证券交易所
回购决定机构	董事会或股东大会	股东大会批准,董事会决议
回购目的	市值管理、股权激励等	市值管理、股权激励
回购方式	场内集中竞价方式、要约方式	场内股份回购、场外股份回购、要约回购股份
回购数量限制	不得超过本公司已发行股份总额的10%	每年回购数量不超过本公司已发行股份的10%
回购价格限制	弱约束,高于回购决议前30个交易日均价150%的,需说明合理性	硬约束,不能高于过去5个交易日均价的5%
回购金额限制	无	每月回购最高数额为该股票上月在联交所成交额的25%
回购时间限制	通过董事会决议后12个月内	—

续 表

	沪 深 交 易 所	香港证券交易所
回购静默期	上市公司年度报告、半年度报告、季度报告、业绩预告或业绩快报公告前 5 个交易日内	董事会会议召开之日前一个月内、财报发布之日前一个月内不得回购
再融资影响	再融资核准或注册并启动发行后至新增股份完成登记前不得实施回购	回购完成后 30 日内不得发行新股融资和公告新股计划

数据来源：上海证券交易所、深圳证券交易所、香港证券交易所。

2. 受市场环境影响,港股市场开展股份回购上市公司的行业结构变化明显

港股市场实施股份回购的上市公司行业分布已由早期的房地产行业逐渐转为通信服务和保险等行业。历史上,香港市场房地产上市公司数量和市值占比一直较高。截至 2022 年底,港交所上市房企约 346 家,占比 13.3%,市值为 3.84 万亿港元,占比 6.9%,较 2015 年的繁盛时期已有明显缩减。地产公司证券在二级市场价格波动幅度较大,上市公司倾向于在价格相对较低位置开展股份回购。自 2021 年以来,受政策及市场环境因素影响,房地产行业现金流日趋紧张,长期高周转模式下公司缺乏充沛的现金流用于股份回购。相较而言,以腾讯为代表的通信服务行业和以友邦保险为代表的保险行业,在经历过一轮价格暴涨后,股价回调明显,2022 年分别回购 338 亿、279 亿港元,占当年股份回购总额的 60%。

3. 港股市场股份回购整体多发生于股市下行期间

港股市场股份回购整体多发生在股市下行期间。2011 年以来,港股经历过五轮公司回购潮,恒生指数走势与上市公司股份回购金额之间呈明显的负相关关系,且大规模的股份回购多发生在市场下行期间。

以腾讯公司为例,腾讯公司是港股市场上市公司股份回购的典型代表。2011 年以来,腾讯共集中开展了 5 轮股份回购,累计回购金额约 445 亿港元,几乎每一轮回购均发生在股价回调区间,表现出较为明显的“托市”特征。

(三) A 股市场股份回购方兴未艾

1. 受政策鼓励,A 股市场股份回购金额整体呈稳定增长态势

A 股市场股份回购的发展历程可划分为探索时期(2004 年以前)、股权分置改革时期(2005—2007 年)、快速发展时期(2008—2017 年)、蓬勃发展时期(2018 年至今)四个阶段。其中,探索时期股份回购以服务公司战略为主,但发生频率较低。股份回



图8 港股回购金额与恒生指数走势呈负相关

数据来源：Bloomberg, Wind, 中证指数。



图9 腾讯公司股份回购历程

数据来源：财汇, 中证指数。

购在股权分置改革时期对于解决股东资金占用问题发挥了积极作用。2005 年公司法第三次修订,进一步拓宽了上市公司股份回购的场景。同时,证监会鼓励上市公司通过合理定价,使用“以股抵债”方式解决上市公司控股股东资金占用问题,并以回购款抵消控股股东的债务。该时期共发生 20 家上市公司回购,其中 17 家属于“以股抵债”式回购,回购总金额约 48 亿元。2008 年后集中竞价交易成为主流回购方式。2008 年 10 月,证监会发布《关于上市公司以集中竞价交易方式回购股份的补充规定》,对上市公司以集中竞价方式进行股份回购做出具体规定,此后集中竞价回购逐渐成为主流回购方

式。2008—2017年共计120家上市公司发生股份回购,其中95%为集中竞价交易。

2018年后A股市场迎来股份回购新的发展时期。证监会联合财政部、国资委等部门出台《关于支持上市公司回购股份的意见》(下称“《意见》”),作为回购发展历史上重要的里程碑。《意见》中明确股份回购等同于现金分红,纳入现金分红的相关比例计算,同时上市公司实施股份回购后申请再融资将享受政策支持。此后,A股股份回购呈现井喷之势,回购金额从2017年的数十亿元增长至2022年的近1000亿元,呈现出良好的增长态势。同期,公司法修订,进一步放宽了股份回购的情形。2022年出台并于当年修订的《上市公司股份回购规则》,也放宽对回购时间、再融资等条件的限制,增加了回购的灵活性。

表4 A股回购发展阶段

回购发展阶段	监管文件	监管内容	回购特征
探索阶段 (2004年之前)	公司法(1993)	公司法第149条:(一)减少公司资本而注销股份;(二)与持有本公司股票的其他公司合并可进行股份回购	- 行政成分较多,而商业色彩较少,服务于国家推进国有资产合理流动和重组战略; - 上市公司回购意愿较小,回购名存实亡。
股权分置改革 (2005—2007年底)	《上市公司回购社会公众股份管理办法(试行)》(2005) 公司法(2005修订)	公司法第143条:增加“(三)将股份奖励给本公司职工;(四)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”两种回购场景	- 回购多与股权分置改革以及“以股抵债”有关; 2006、2007年共发生20家上市公司回购,其中17家定向回购国有股或国家法人股,回购金额约48.12亿元,占全部回购金额的90%; - 以定向回购为主,集中竞价回购较少。
快速发展时期 (2008—2017年)	《关于上市公司以集中竞价交易方式回购股份的补充规定》(2008) 《上海证券交易所上市公司以集中竞价交易方式回购股份业务指引》(2008)	对以集中竞价交易方式回购由审核制改为备案制,并详细规定了集中竞价回购的信息披露、回购义务、交易限制等	- 共120家上市公司进行了回购,114家以集中竞价回购; - 回购快速发展,尤其在2016、2017年间,回购家数分别为25家、35家,回购金额分别达到89亿元、45亿元。

续 表

回购发展阶段	监 管 文 件	监 管 内 容	回 购 特 征
蓬勃发展 新时代 (2018 年后)	公司法(2018 修订) 《关于支持上市公司 回购股份的意见》 (2018) 《上海证券交易所上 市公司回购股份实施 细则》(2018) 《上市公司股份回购 规则》(2022.1) 《上市公司股份回购 规则》(2022.10 修订)	公司法第 142 条: 增加 “(五) 将股份用于转换 上市公司发行的可转换为 股票的公司债券;(六) 上 市公司为维护公司价值及 股东权益所必需”, 缩减 了股份回购流程, 进一步 拓宽回购场景; 《上市公司股份回购规则》 进一步放松股份回购时 间、再融资时间等限制, 增 加回购灵活性	• 全部以集中竞价交易方式进行; • 2018—2022.11, 上市公司回购家数平均每年约 450 家, 回购金额平均每年约 840 亿元。

2. A 股市场股份回购以“白马股”居多, 行业分布较为集中

2018 年以来, A 股市场股份回购多集中在可选消费行业, 累计回购金额约 1 200 亿元, 其次为工业、原材料、信息技术、医药卫生行业, 规模分别为 630 亿元至 380 亿元不等; 银行业由于需满足巴塞尔协议中对核心资本充足率的要求, 限制了其进行股份回购的空间; 房地产行业因现金周转率较高, 在当前宏观调控背景下上市公司更倾向于持有流动性以维持稳健经营; 公用事业行业发展较为稳健, 企业回购动力相对欠缺; 自 2018 年以来, 能源行业估值水平的提升增加了上市公司股份回购的成本, 企业回购动机有所减弱。

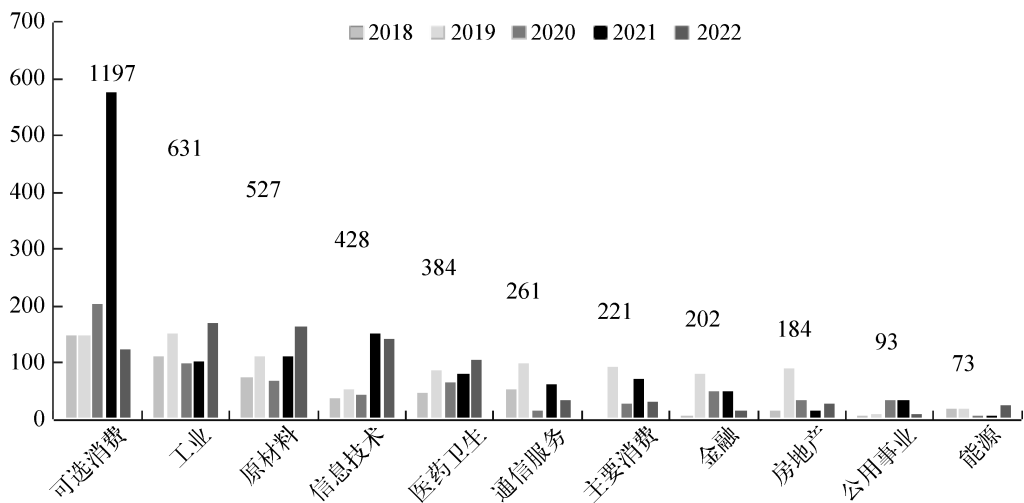


图 10 2018 年以来各行业累计回购金额

数据来源: 财汇, 中证指数。

“白马股”股份回购金额占主导地位。股份回购金额较大的多为前期走势较好的“白马股”。究其原因主要体现为：一是白马股多具有竞争优势,经营较为稳定,同时现金流相对更为充沛;二是近年来部分白马股估值持续走低,上市公司股份回购的动机增强。

表 5 2018 年以来 A 股累计回购金额前 40 名

股票简称	行 业	回购金额 (亿元)	股票简称	行 业	回购金额 (亿元)
格力电器	可选消费	370.7	云南白药	医药卫生	27.6
美的集团	可选消费	262	分众传媒	通信服务	26.3
中国平安	金融	109.9	陕西煤业	能源	25
中国建筑	工业	85	华创阳安	金融	25
伊利股份	主要消费	57.9	顺丰控股	工业	24.4
京东方 A	信息技术	46.2	中国联通	通信服务	22
永辉超市	可选消费	45	浙江龙盛	原材料	21.7
招商蛇口	房地产	40	世纪华通	通信服务	21.1
国电电力	公用事业	40	迈瑞医疗	医药卫生	20
雅戈尔	可选消费	39.4	东方精工	工业	19.5
荣盛石化	原材料	38.8	用友网络	信息技术	19
上汽集团	可选消费	37.5	中国石化	能源	18.9
中联重科	工业	37	比亚迪	可选消费	18.1
海尔智家	可选消费	36.7	均胜电子	可选消费	18
巨人网络	通信服务	36.6	完美世界	通信服务	17.2
宝钢股份	原材料	36	华泰证券	金融	16.8
恒力石化	原材料	33.4	广联达	信息技术	16.5
TCL 科技	信息技术	30.7	新希望	主要消费	16.4
ST 易购	可选消费	30.1	美克家居	可选消费	16.1
歌尔股份	信息技术	28.7	正泰电器	工业	15.7

数据来源：财汇,中证指数;数据截至 2022 年底。

3. 宽基指数样本公司股份回购金额占比与市值覆盖率基本相当

2018 年以来,沪深 300 指数样本公司股份回购金额平均约为 450 亿元,占可比期间全市场股份回购金额的比例约为 50%,与其当前 50%左右的市值覆盖率相当;中证 500、中证 1000 指数样本公司年均回购金额约为 150 亿元左右,占可比期间全市场股份回购金额的比例约为 18.0%,略高于各自的市值覆盖率。

表 6 不同宽基指数样本公司回购金额及占比情况

	沪深 300		中证 500		中证 1000		其 他	
	金额 (亿元)	占比	金额 (亿元)	占比	金额 (亿元)	占比	金额 (亿元)	占比
2018	170	36.4%	107	22.8%	131	27.9%	60	12.8%
2019	481	48.6%	182	18.4%	207	20.9%	119	12.0%
2020	351	56.3%	110	17.6%	95	15.3%	67	10.7%
2021	796	63.6%	163	13.0%	171	13.6%	121	9.7%
2022	437	49.3%	163	18.4%	144	16.3%	141	15.9%
平均	447	50.9%	145	18.0%	150	18.8%	102	12.2%

数据来源：财汇,中证指数。

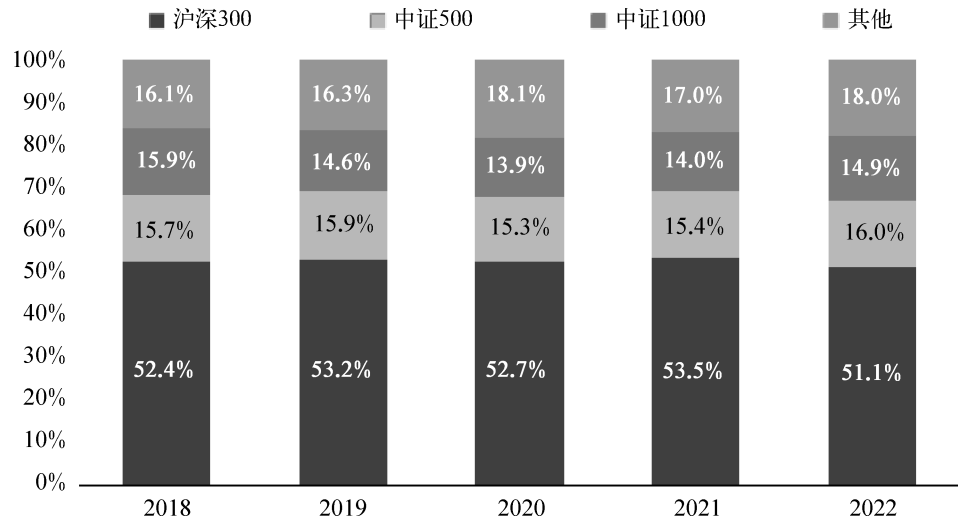


图 11 不同宽基指数市值覆盖度情况

数据来源：财汇,中证指数。

三、股份回购的投资逻辑及在指数构建中的应用

(一) 基于信号传递理论分析股份回购行为的驱动逻辑

1. 股份回购行为具有较好的“信号传递”效应

根据信号传递理论,在上市公司估值走低的背景下,因存在信息不对称,为提振股价,上市公司通过股份回购向市场传达当前股价被低估且未来经营预期良好的信号,这也是当前 A 股上市公司开展股份回购的主要动机之一。

经实证分析,股份回购行为可向市场传递“积极”信号,并相较市场平均组合存在持续超额收益。以 2018—2022 年实施股份回购的上市公司为例,在其董事会预案披露后的 N 个交易日,计算相较所属行业等权指数的超额收益,同时将预案披露当日的估值水平按照其过去三年估值分位数分组,并计算各组的平均超额收益。研究结果显示:① 2018—2022 年实施股份回购的上市公司,估值水平集中分布于历史估值 20%分位数以内,表明 A 股市场股份回购多发生在股价相对低估的期间;② 回购预案披露后,中短期内各组均存在超额收益,且低估值分位组在时间序列上的累计超额收益更加显著。

表 7 回购预案后股票相较所属行业等权指数平均超额收益

估值分位	T+5	T+10	T+15	T+20	T+40	T+60	T+80	T+100
0—10%	2.11	2.80	2.71	3.22	3.84	4.51	4.49	5.90
10%—20%	2.15	2.22	2.13	2.54	2.37	3.02	4.60	4.53
20%—30%	1.25	2.38	2.15	2.43	1.93	2.46	0.68	2.95
30%—40%	3.04	2.94	4.42	3.43	2.71	4.37	4.53	5.70
40%—50%	2.23	3.85	4.50	3.93	6.07	4.92	1.95	1.42
50%—60%	3.09	2.87	2.94	1.98	3.19	1.08	0.74	1.23
60%—70%	3.70	3.57	3.21	2.63	2.17	4.59	6.25	4.21
70%—80%	2.89	3.80	3.72	3.73	4.11	10.99	10.35	11.33
80%—90%	2.32	1.43	1.41	1.34	0.52	-0.03	0.63	2.31
90%—100%	2.48	1.83	1.52	1.17	1.30	0.53	2.67	0.17

续 表

估值分位	T+150	T+200	T+250	T+310	T+370	T+430	样本数量
0—10%	5.96	6.15	8.86	11.90	13.89	16.60	610
10%—20%	4.14	4.47	4.95	4.06	6.55	11.20	147
20%—30%	10.80	12.58	16.11	22.40	24.79	18.14	84
30%—40%	3.76	12.44	11.72	10.47	8.19	12.68	71
40%—50%	2.99	1.19	0.84	0.17	-2.68	-7.36	62
50%—60%	7.61	2.85	6.86	4.40	9.57	5.08	61
60%—70%	3.74	6.27	5.18	6.93	5.41	9.20	52
70%—80%	8.28	3.88	10.00	2.00	3.06	2.69	40
80%—90%	0.45	4.24	0.51	-2.29	3.70	15.04	33
90%—100%	1.31	0.93	6.63	7.52	5.53	-1.92	69

数据来源：财汇，中证指数。

鉴于各上市公司股份回购比例不同,进一步分析回购比例的差异对回购行为信号传递效应的影响,也即将上市公司按照股份回购比例进行分组,统计其相较行业等权指数的超额收益。研究结果显示:①多数上市公司回购比例在5%以内,差异并不显著;②相较低回购比例证券组合,较高回购比例证券组合的超额收益并未显现出明显的超额收益,即在信号传递理论的框架下,现阶段A股市场股份回购比例或非产生超额收益的关键变量。

表8 不同股份回购比例相较行业等权指数超额收益

回购比例	T+5	T+10	T+15	T+20	T+40	T+60
0—1%	1.40	2.10	2.08	2.08	2.62	4.08
1%—2%	1.88	2.31	2.12	2.14	2.35	3.64
2%—3%	1.67	2.33	2.76	2.63	2.96	4.43
3%—4%	2.29	2.43	2.56	3.11	3.58	2.53
4%—5%	2.39	2.63	2.27	2.73	3.20	3.23

续 表

回购比例	T+5	T+10	T+15	T+20	T+40	T+60
5%—6%	0.92	2.09	2.62	4.18	4.59	2.10
6%—7%	3.01	3.55	2.68	3.24	4.74	4.89
7%—8%	1.83	1.80	2.47	2.28	3.18	3.40
回购比例	T+80	T+100	T+150	T+200	T+250	样本数量
0—1%	3.17	2.97	2.44	1.57	3.65	197
1%—2%	4.06	5.69	4.83	6.53	7.25	338
2%—3%	3.35	5.30	8.36	13.90	18.28	226
3%—4%	3.65	3.97	4.38	-0.24	-0.90	156
4%—5%	3.22	3.13	3.81	4.40	6.96	105
5%—6%	3.24	5.44	10.30	9.50	11.04	64
6%—7%	8.24	6.25	8.17	5.34	7.30	51
7%—8%	-0.08	1.86	15.24	14.04	17.27	34

注：由于回购比例超过8%的组别上市公司数量较少不具有统计代表性,为此不予列示。
数据来源：财汇,中证指数。

2. 构建回购价值策略指数,反映实施股份回购公司中,兼具低估值和预期成长特征证券的整体表现

回购价值策略指数的编制逻辑基于信号传递理论,认为上市公司实施股份回购多处于历史较低估值水平时期,并且在信息不对称程度较高的背景下,未来或将产生信息预期差。该策略兼顾低估值与预期成长特征,符合价值投资理念,故称之为“回购价值策略”,具体构建步骤如下所示。回购价值策略指数兼具防御属性和成长属性,历史收益表现良好。

(二) 基于基本面改善假说,探索股份回购行为的经济后果

1. 回购会计处理

上市公司在股份回购完成后或选择将股票注销,或作为“库存股”保留。库存股是权益备抵账户,与坏账准备类似,其增减变动与所有者权益方向相反。库存股仍属已发行的股票,由公司持有,可在合适的时间用作发行可转债或员工的股权激励工具

样本空间	选样方法	加权方法	调样频率
• 中证全指指数样本空间； • 流动性筛选。	• 负面剔除； • 选取回购时点估值在过去三年分位数最低的 50% 的作为待选证券； • 待选证券中根据 SUE、SURGE 选取最高的 50 只证券。	• 自由流通市值加权,单个样本上限不超过 5%。	• 季度调整,每年 3 月、6 月、9 月、12 月第二个周五下一交易日。

图 12 回购价值策略构建要点

注：SUE=(季度净利润-预期净利润)/过去 8 个季度净利润同比变化标准差,预期净利润=去年同期季度净利润+过去 8 个季度净利润同比变化的均值;SURGE=(季度营业收入-预期营业收入)/过去 8 个季度营业收入同比变化的标准差,预期营业收入=去年同期季度营业收入+过去 8 个季度营业收入同比变化的均值。

等。股份回购相关会计处理如下：

实施股份回购时：

借：库存股(每股回购价格×回购股数)

贷：银行存款

注销库存股时：

借：股本

资本公积——股本溢价

盈余公积

利润分配——未分配利润

贷：库存股(每股回购价格×回购股数)

股份回购完成后,无论注销与否均有助于提升净资产收益率(ROE)。股份回购完成后,库存股增加,所有者权益随之降低,净资产收益率提升。当注销股份时,相关会计处理仅体现为所有者权益内部科目间的增减变化,所有者权益总额并未发生改变。因此,净资产收益率的提升,与股份回购是否实施有关,与股份注销与否无直接关联。

2. 构建回购质量策略指数,反映实施股份回购公司中,兼具较强盈利能力和良好成长性特征证券的整体表现

经拆解净资产收益率的变化可以得出,当前 ROE 水平、成长能力以及回购金额占净资产的比例越大,股份回购实施后公司的 ROE 提升幅度或将更加明显。进一步

实证检验结果表明,当前 ROE 越大、成长能力越高、回购金额占净资产比例越大,相应投资组合未来的超额收益越明显。

$$\Delta ROE = \frac{Net\ profit_1}{Net\ Asset_1} - ROE_0 \approx \frac{Net\ Profit_0 * (1 + G)}{Net\ Asset_0 - Buyback\ AMT} - ROE_0 = \frac{ROE_0 * (1 + G)}{1 - Buyback\ AMT/Net\ Asset_0} - ROE_0 = \frac{ROE_0 * (Buyback\ AMT/Net\ Asset_0 + G)}{1 - Buyback\ AMT/Net\ Asset_0}$$

图 13 回购改善净资产收益率

注： ROE_0 为当前净资产收益率， $Net\ Profit_0$ 为当前净利润， $Net\ Profit_1$ 为下一年度净利润， G 为净利润增长率， $Net\ Asset_0$ 为当前净资产， $Net\ Asset_1$ 为下一年度净资产， $Buyback\ AMT$ 为过去一年回购总金额。

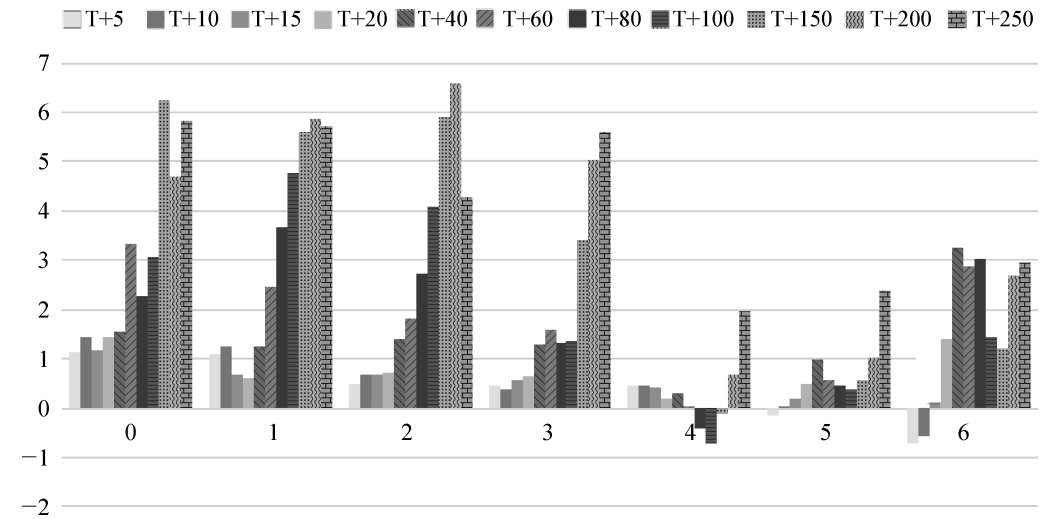


图 14 实证检验回购改善基本面

注：根据回购金额占净资产比例对回购样本池内上市公司证券进行排序并分为 3 组,组号分别为 0、1、2,同理根据当前 ROE、净利润预期增长率进行分组,相互组合共分为(3*3*3=27)组,组号相加得到最终分组,如上市公司三个指标均在回购样本中均位于最高组别,以 0-0-0 计,最终分组为第 0 组;如上市公司三个指标均在回购样本中均位于最低组别,以 2-2-2 计,最终分组为 6 组。
数据来源：财汇,中证指数。

构建回购质量策略指数,反映实施股份回购公司中,兼具较强盈利能力和良好成长性特征证券的整体表现。回购质量策略指数从沪深市场实施股份回购的上市公司证券中选取盈利能力较强、成长性较好、回购比例较高的 50 只上市公司证券作为指数样本,定位反映股份回购行为带来的经济后果,也即基于基本面改善原理,选取因股份回购行为带来 ROE 水平有较为明显提升的证券组合。具体构建步骤如下所示。回购质量策略侧重上市公司“高质量”属性,具有较好的可投资性。

样本空间	选样方法	加权方法	调样频率
• 中证全指指数样本空间； • 流动性筛选。	• 负面剔除； • 在过去一年回购的样本中根据净资产收益率、预期净利润增长率、回购金额占净资产比例选取综合得分最高的 50 只证券。	• 等权重。	• 季度调整,每年 3 月、6 月、9 月和 12 月第二个周五下一交易日。

图 15 回购质量策略构建要点

(三) 境内市场股份回购指数及指数化投资或迎来发展机遇

股份回购是国际通行的维护公司投资价值、完善公司治理结构、丰富投资者回报机制的重要手段,是资本市场的一项基础性制度安排。一方面,相较现金分红,股份回购可通过减少公司股本,提高每股收益和净资产收益率,一定程度改善上市公司估值水平;另一方面,股份回购可向市场传递上市公司股价被低估的信号,或对当前估值水平形成较为有力的支撑。

近年来,相关政策制度多方面鼓励、支持上市公司开展股份回购,境内市场股份回购规模整体稳步增长。2018 年,证监会等部门联合出台《关于支持上市公司回购股份的意见》,明确股份回购等同于现金分红,纳入现金分红的相关比例计算,上市公司实施股份回购后申请再融资将享受政策优惠。随后,境内市场股份回购行为持续改善,回购金额呈现出良好增长态势,回购金额由 2017 年的数十亿元增长至 2022 年的 1 000 多亿元。目前,相较境外成熟市场,境内市场上市公司股份回购发展尚处初级阶段,在回购家数、回购金额、回购比例、回购持续性等方面仍有较大提升空间。今年 8 月,证监会就“活跃资本市场、提振投资者信心”答记者问时指出,将进一步优化股份回购制度,支持更多上市公司通过回购股份来稳定、提振股价,维护股东权益,夯实市场平稳运行的基础,该举措或将为境内市场上市公司股份回购带来新的发展机遇。

为多维度刻画上市公司股份回购行为的差异化特征,中证指数公司于 2023 年 10 月发布首批聚焦股份回购的指数系列,为市场提供差异化的投资与分析工具。其中,上证回购、中证回购指数分别定位反映沪市、沪深市场高股份回购比例的上市公司证券整体表现;中证回购价值策略指数、中证回购质量策略指数则分别定位反映实施股份回购的上市公司中,估值水平较低且未来业绩预期较好、盈利能力较强且成长性良

好的证券整体表现。股份回购指数系列的发布,可充分发挥指数的资源配置功能,引导资金流向积极开展股份回购的上市公司,为不同风险偏好投资者提供差异化的投资标的,更好助力投资端改革,活跃资本市场。