

# 资本市场新国九条以来股票回购对股价的影响

曲秋盈

中国中铁股份有限公司，北京 100039

[摘要] 2024年4月的新“国九条”出台意味着我国资本市场股票回购制度开启新篇章，规定鼓励上市企业购回股份并按规定注销以强化市值管理的认识转变，本论文通过对股票回购政策变迁以及新“国九条”制度改革方向的研究，在此基础上从信号效应、财务效应、供求效应及公司治理角度探讨回购对股价的影响机制。

[关键词] 新国九条；股票回购；股价影响；注销式回购；市值管理

DOI: 10.33142/mem.v7i2.19503

中图分类号: F8

文献标识码: A

## The Impact of Stock Repurchases on Stock Prices Since the Implementation of the New National Nine Articles in the Capital Market

QU Qiuying

China Railway Group Limited, Beijing, 100039, China

**Abstract:** The introduction of the new "National Nine Articles" in April 2024 marks a new chapter in Chinese capital market stock repurchase system, which encourages listed companies to repurchase shares and cancel them according to regulations to strengthen market value management. This paper explores the impact mechanism of stock repurchases on stock prices from the perspectives of signal effects, financial effects, supply and demand effects, and corporate governance through the study of changes in stock repurchase policies and the direction of reform of the new "National Nine Articles" system.

**Keywords:** new National Nine Articles; stock repurchase; stock price impact; cancellation style repurchase; market value management

### 引言

上市公司通过股票回购向投资者回报、改善资本架构的有力手段，在发达资本市场上发挥着举足轻重的作用。2024年4月12日，国务院出台《关于加强监管防范风险推动资本市场高质量发展的若干意见》。(即新“国九条”)规定：“督促上市公司回购股票后再予以注销”，把股票回购从简单的财务运作推向了市值管理的大战略层面。之后证监会下发《上市公司监管指引第10号-市值管理》的通知，鼓励上市公司采用回购等手段使股价能客观地体现公司的基本面情况。

#### 1 股票回购的政策演进与“新国九条”导向

我国的股份回购制度是逐步放宽、引导的演变过程。初期受到《公司法》对股份回购注销的严格规定约束之下，企业的回购行为很少。2005年的《公司法》修正案以及2018年的回购规则颁布，逐渐扩大了可回购资金渠道及使用方向。但长期以来，A股公司的回购大多用于股权激励注销的形式，主动回购规模较小，对股价的实际作用十分有限。

2024年4月份新“国九条”的推出，意味着我国股票

回购机制进入到一个新的阶段，新“国九条”围绕着强监管、控风险、促高质量发展的主线进行改革，《指导意见》把“提高上市公司投资价值”确立为首要任务，其中还明确提出“鼓励上市公司回购股份用于员工股权激励或实施股权计划”及“鼓励上市公司回购股份用于股权分置改革等”<sup>[1]</sup>。相比于以前最大的不同之处在于：对回购行为本身的鼓励转变为对回购股份后如何处置的规定。这种转变所带来的最直接结果就是注销回购量的快速增长：2024年注销回购达到300亿元以上，涉及将近200家上市公司；2025年超4成回购计划的目的是全部注销或部分注销，比2024年的38.33%有更大的进步，同时2024年10月启动的第一期3000亿股票回购增持再贷款，为上市公司提供低利率的资金来源保证。新“国九条”以及“1+N”的配套政策框架把股票回购自发型财务管理行为升格为制度性规定，使回购对于股价的影响方式及其传递路径发生了根本性的变化。

#### 2 股票回购影响股价的理论机制

##### 2.1 信号传递效应

信号传递理论认为，在信息不对称市场条件下，公司

管理层拥有外投资者难以获得的第一手内部资料，而股票回购就是公司向公众传达其股票价格偏低的重要手段。依据信号传递理论分析可知，上市公司的管理层利用对公司股份进行购回的方式来向外界传递出公司股票的价值被低估了的信息，而投资者也认为这是一个好消息并且对之作出相应的正面回应。实证研究表明宣布回购股票将会给市场带来一个表明公司自身股票价格偏低的暗示，从而导致在宣布该次回购公告当日出现正收益。新规“国九条”之后注销式回购的比例大大增加，使得信号的真实性得到加强。这主要是因为回购后再依法注销减少了公司的总股本，所以管理层不会通过以后的减持来赚取收益，从而传递出一个更加纯粹的“价值低估”的信息，不容易被解读为是“利益输送”。区分不同回购目的的研究表明，与库藏股相比，股票回购注销传递出的股价低估信息要强很多，其对公司股价的影响也更大。

## 2.2 财务效应

从财务角度看，股票回购减少了股票流通数量，在净利润不变的情况下提升每股收益（EPS）、每股净资产（BVPS），从而提升估值指标、托底股票价格。上市公司采用注销式回购降低了市场的流通股数量，提升每股净资产、每股收益，是增强公司股东回报的有效方式之一。同时回购注销还避免了市场对公司可能择时抛售套现的行为猜测，使股票“含金量”大幅上升。另外，回购还可以调节公司的财务杠杆，对于负债较低的企业来说可以适度举债进行回购，在税盾的作用下优化资本结构、降低加权平均资本成本。回购增持再贷款工具减少了利用财务杠杆来进行回购所付出的成本，让这一制度可以发挥更大的作用。

## 2.3 供求关系调整

从供需角度看，回购直接减少了二级市场的流通盘供应量，在需求不变的情况下抬升了股票的价格，而回购本身又是一个正向的循环过程：大规模的回购消息会激发抢筹现象的发生。从国外经验来看，有很多的研究都表明股份回购与牛市行情存在显著正相关。自新“国九条”出台以来，A股的回购金额由2023年的909.2亿元上涨到2024年的1656.2亿元，增长幅度达到了82%，对二级市场产生了实际性的买盘力量。另一方面，2024年A股回购资金来源中的融资比例首次超过了60%，比上一年度提高了超过50个百分点，公司逐渐从“索取者”变为“回报者”。供求关系得到质的变化。

## 2.4 公司治理与激励机制优化

股权回购与公司治理相互作用。良好的治理架构保障

了回购决策的理性化及执行的有效性，避免了管理者的机会主义倾向以及股价操纵等问题出现；以股权激励为目的的回购采取授予股票期权或者限制性股票的方式，使经理人利益与股东利益挂钩，从而促使经理人作出能够促进企业发展长期目标的行为选择<sup>[2]</sup>。新“国九条”鼓励企业用股权激励提升公司业绩水平，国有企业的市值管理工作也在不断深入推进。但是产权结构、董事会构成会对回购的概率和规模产生很大影响，回购市场效应很大程度上取决于公司的治理水平。在新“国九条”的市值管理考核加强下，回购越来越多地成为用来评估公司治理水准和是否重视投资者利益的重要依据。

## 3 “新国九条”下股票回购影响股价的实证特征

### 3.1 短期市场反应

就短期市场的表现而言，新“国九条”的出台之后回购公告对于股价有较强的推动作用。从回购的市场效应来看，实证结果显示主动与被动回购方案公布后短期内分别为公司股价带来较大程度上的正向与负向效应。Wind数据显示，在新“国九条”政策推出之后上证综指上涨8.6%的情况下，回购指数上涨了23.6%，超额收益为15个百分点，大幅超越大盘，2025年Wind股票回购指数全年涨幅达到27%以上，创下历史新高，远高于上证指数的同期涨势。例如，宁德时代于2025年4月8日公布最高不超过80亿元的回购计划后，公司股价在短时间内上涨10%，推动创业板指数企稳回升，在公告时间点上的超额收益上看，董事会预案、启动回购和回购结束公告都对股价产生了正向的影响，而大规模回购并且预案日相对滞涨的样本在公告后5个交易日内的股价弹性最大。表1给出了新“国九条”实施前后A股回购市场效应主要指标的变动情况。

表1 新“国九条”前后A股回购规模与市场效应对比

指标	新“国九条”前（2023年）	新“国九条”后（2024年）	变化幅度
A股回购总金额（亿元）	909.2	1656.2	+82.1%
注销式回购金额（亿元）	约150	超300	+100%
回购融资比	不足10%	首次突破60%	+50个百分点
回购板块指数跑赢大盘幅度	-	+15个百分点（一年期）	-
央企回购占比	较低	61%（2025年）	显著提升
注销式回购方案占比	38.33%	超40%	持续上升

### 3.2 长期价值支撑

从时间的角度来看，新的“国九条”下的股票回购展现出更大的价值背书效果，在 2025 年进行回购并且股票价格实现了翻番的上市公司超过百家，其中胜宏科技涨幅超 530%，腾景科技、海科新源等股票价格都超过了三倍。背后的原因就在于注销式的回购比例增加给每股带来的不断增值的影响。回购之后依法注销减少了总的股本量，在公司的盈利水平没有发生变化的时候，每股利润不断提高就形成了对于股价的一种长期的支持力度。同时回购增持再贷款渠道的政策有效期延长了三年，自有资金的比例由原来的 30% 降到了 10%，这就使得上市公司可以利用更低的成本进行大规模的回购以及长期的执行。但是也需要看到回购产生的长期影响并不一致，在 2025 年回购超 1 亿元的股票中有 36 只股票在回购后股价出现了下跌的情况，说明回购并不是股价上行的必然条件，回购所能提供的持续性价值支持完全取决于公司的基本面情况以及行业的景气程度是否相吻合。

### 3.3 行业与公司异质性

股票回购对于股价影响的不同在于不同行业的不同特征公司的不同之处，按照行业来分，2025 年医药生物行业最活跃，有 156 家公司在进行回购，回购总额为 143.49 亿元；其次是电子，机械设备，基础化工以及电力设备；从企业性质上看，央企国企、行业龙头、重要指数成分股及市盈率低而经营稳定的公司是回购“主力军”，截至 2025 年，回购的公司中有 61% 都是央企国企，远远高于以前的水平。从回购数量来看，美的集团以 115.45 亿元排在第一位，贵州茅台 59.99 亿元紧随其后，宁德时代 43.87 亿元位列第三。这种差异性展示了回购作用于不同种类公司所具有的差异化的传导路径：在现金流充足，估值较低的蓝筹股票上，回购更多地起到的是资产价格再评估的作用；对于高增长型科技企业而言，回购经常伴随着股权激励的同时进行，具有双重的功能即激励员工以及提高股价水平。

### 3.4 政策强化下的行为规范

新“国九条”对回购信息披露及执行规定的加强，从制度上保证了回购对于股价的影响真实有效且具有持续性。新“国九条”以强化监管、防范风险、推动高质量发展为目标导向，突出稳字当头、严字压底的要求，让监管真正长出“牙齿”，有“尖儿”。在实践方面，监管机构加大对回购“说一套做一套”的处罚力度，如对未按要求对到期回购股份及时办理注销手续并公告的行为做出警示函等处罚措施等。新规下，2024 年实施回购并在一年内

完成注销的上市公司数量占比达 100%，注销完成率为近 8 年最高。回购资金到位比例达到 70% 以上，上市公司回购承诺履行率大幅提升，相关制度安排有力抑制住了“忽悠式回购”对市场股价造成的短期扰动，让公司回购行为真正地影响到其股价。

## 4 影响因素与政策启示

### 4.1 市场环境及投资者结构

市场整体估值水平及投资者结构也决定了回购对公司股价的影响程度，当市场整体估值较低的时候，公司回购传递出的价值被低估的信息会被更多的投资者认可，公司的回购行为对公司股价带来的上涨幅度也就越大。2024—2025 年 A 股回购金额屡创新高也正是基于市场整体估值偏低的大背景之下发生的<sup>[3]</sup>。而 2025 年社保基金、保险公司、企业年金、公募基金、券商自营合计净买入 A 股超过 8000 亿元，长期资本实际新增入市规模超过 1 万亿元，为市场提供稳定的增量资金来源。长线资金比例上升，让市场对于回购信号的理解更加趋于成熟，更加看重回购背后所蕴含的价值意义而不是临时性的题材炒作，有利于提高回购对公司股价的长期支撑力度。

### 4.2 公司治理质量

公司治理水平是影响回购是否能够成功传递到股价上涨的主要因素。实证分析发现所有权结构、董事会构成对于回购发生的频率以及规模有明显效果，公司治理水平低下的企业，其回购行为更容易受到委托—代理矛盾干扰而降低回购市场作用力。新规“国九条”把市值管理加入上市公司的考评范畴，强调上市公司应树立起以投资者为中心的理念，在公司治理良好水平的情况下，回购决策更能体现对最大化的股东价值追求，信号揭示越真实可靠，市场反映也就越强烈。相反，治理结构不够健全的企业，回购就容易成为管理层实施盈余操纵或者关联交易的一种手段，市场对这类企业回购的态度会比较保守甚至抵制。

### 4.3 信息披露透明度

信息披露的及时性、准确性和完整性直接影响了投资者对于公司进行回购的信心大小及其反应程度。上市公司回购股票应按披露用途使用；未按用途使用的，应在三年内依法注销。新“国九条”出台之后，监管机构对于股票回购的信息披露的要求有了很大提升，对“公告回购而不执行”之类的行为进行严厉惩处。透明的信息披露能使回购方案更加明确清楚，投资者可以知道其购回资金出处、时间规划以及未来的处理方式，这样更有利于投资者判断其对公司实际价值的影响有多大<sup>[4]</sup>。监管机构应加强股票回购信息披露管理，公司要合理权衡股票回购的得失。日

后要加大回购信息披露规范化,提升回购预案及实施过程的信息披露次数以及披露程度。

#### 4.4 监管与制度保障

监管力度以及制度供给的充足程度成为回购效应能够顺利实施的外围条件。2024年出现一批重磅级别的法律法规如新“国九条”等新规频出,在法律、法规以及法律方面进行协调与配合,全方位问责机制更为严厉。回购增持再贷款工具的创设并加以改进丰富了上市公司回购所需的资金供给层面。从制度建构上看,则要在回购资金来源渠道方面更加丰富多元,允许符合条件的上市公司以自有资金、银行借款、发行债券等方式来筹集回购所需要的资金;另外建立健全针对回购效果考评机制,把回购落实情况同公司再融资等行为联系起来。让回购真正发挥作用就要加强对于回购过程的监管以及进行回购行为的正面报道宣传教育,同时还要建立回购考评机制了解实施的情况。

#### 5 结束语

新“国九条”推行近2年来,中国资本市场中的股份回购规模、结构与质量都发生了翻天覆地的变化,“重融资、轻回报”变为股份回购融资占比首次超过60%，“主要由股权激励注销转为注销式的回购”，从股份回购的短期市场反应转变为长期的价值支持作用。“回购”正在引

领A股市场走向真正的以投资者为中心的成熟市场。股票回购对于股价的正面推动作用在新“国九条”的制度背景下得到更好的发挥,但是其发挥作用的程度取决于市场环境、公司治理、信息披露以及监管保障等多个方面的共同作用。而未来,在“1+N”的政策框架日渐健全以及上市公司进行市值管理观念逐渐觉醒的情况下,回购股票会在资源调配方面、增强股东利益以及维持股市稳定等方面担当更大的责任,对资本市场的健康发展产生强大的推力。

#### [参考文献]

- [1]李永丽.“新国九条”下上市公司破产重整审计应关注的事项探讨[J].商业会计,2025(13):35-38.
- [2]符贵兴.新“国九条”下中小科创企业的股权融资策略[J].中小企业管理与科技,2024(12):167-169.
- [3]熊美懿,张波,张瑞杰,等.新“国九条”背景下私募股权基金退出机制优化探讨[J].财会通讯,2026(2):154-158.
- [4]刘宏振.新“国九条”定调资本市场高质量发展[J].中国金融,2024(9):40-41.

作者简介:曲秋盈(1989.05—),女,北京外国语大学法语专业毕业,高级经济师,现就职于中国中铁股份有限公司,任投资者关系处高级经理。