

分类号 _____
U D C _____

密级 _____
编号 _____

兰州财经大学

LANZHOU UNIVERSITY OF FINANCE AND ECONOMICS

硕士学位论文

(专业学位)

论文题目 上市公司股份回购财务效应研究
——以美的集团为例

研究生姓名：王浩敏

指导教师姓名、职称：孔陇 教授 刘立善 高级会计师

学科、专业名称：会计硕士

研究方向：企业理财与税务筹划

提交日期：2021年5月30日

独创性声明

本人声明所呈交的论文是我个人在导师指导下进行的研究工作及取得的研究成果。尽我所知，除了文中特别加以标注和致谢的地方外，论文中不包含其他人已经发表或撰写过的研究成果。与我一同工作的同志对本研究所做的任何贡献均已在论文中作了明确的说明并表示了谢意。

学位论文作者签名： 王浩敏 签字日期： 2021.6.2

导师签名： 孔庆 签字日期： 2021.6.6

导师(校外)签名： 刘云善 签字日期： 2021.6.8

关于论文使用授权的说明

本人完全了解学校关于保留、使用学位论文的各项规定，_____（选择“同意” / “不同意”）以下事项：

1. 学校有权保留本论文的复印件和磁盘，允许论文被查阅和借阅，可以采用影印、缩印或扫描等复制手段保存、汇编学位论文；

2. 学校有权将本人的学位论文提交至清华大学“中国学术期刊（光盘版）电子杂志社”用于出版和编入 CNKI《中国知识资源总库》或其他同类数据库，传播本学位论文的全部或部分内容。

学位论文作者签名： 王浩敏 签字日期： 2021.6.2

导师签名： 孔庆 签字日期： 2021.6.6

导师(校外)签名： 刘云善 签字日期： 2021.6.8

**Study on Financial Effect of Share
Repurchase of Listed Companies—
Taking Midea Group as an Example**

Candidate :Wang Haomin

Supervisor:Kong Long Liu Lishan

摘 要

股份回购源于美国，发展于整个西方资本市场。而在国内，政策限制、股票市场发展机制不成熟等使其发展缓慢。股价的起伏波动是资本市场对企业未来发展预期的反应，大幅度的下跌可能会引起市值蒸发、投资者信心受挫、甚至退市等一系列负面结果。近些年，国内股市接连发生了千股跌停的现象，为鼓励上市公司积极自救，证监会等相关部门分别于 2015 年 8 月和 2018 年 11 月联合发布了股份回购相关政策。在政策的支持与鼓励下，符合回购条件的上市公司开始制定回购计划并逐步实施。理论与实践总是相辅相成、相互促进，在国内回购案例逐渐增多的同时，学术界以实践案例为分析样本不断探究企业实施回购的动机和效应，体系化、成熟的理论进一步推动国内股份回购的发展。

本文将美的集团作为案例分析对象，在梳理股份回购的背景和相关概念的基础上，对其两次股份回购的动因和财务效应做了重点研究。首先，文章对股份回购研究背景、意义及国内外学者的研究成果做了简单介绍，并对股份回购概念及以信号假说为主的代表性理论进行阐述，为后文分析奠定理论基础。然后，结合美的集团内外部环境对其真正回购动因进行分析，在此基础上使用因子分析法和事件研究法探究了回购带来的财务效应。最后以分析过程为基础得出结论，并提出相关建议。

通过对比分析归纳研究结论：第一，以自有资金进行大额股份回购会带来现金支付压力；第二，股份回购在提升股价方面，短期来说确实有效，但公司股价的长期走向受制于大盘影响；第三，股份回购在实施过程中存在信息被提前泄露的现象。本文意欲通过上述研究来增强投资者和上市公司对股份回购的进一步认识与理解，为有意实施股份回购的其他上市公司提供些许借鉴。

关键词：股份回购 财务效应 回购动因 美的集团

Abstract

The origin of share repurchase is the USA, and grew up from the whole western capital market. However, the policy constraints and the tender operation process of the securities circulation marketplace are the cause of growth leisurely. The ups and downs of stock prices are the response of the long term funds market to the company's future progress prospects. A sharp drop may cause a series of negative results such as the evaporation of market value, the frustration of investor confidence, and even the delisting of the market. In recent years, the phenomenon of one thousand shares falling to the limit has occurred in the domestic stock market one after another. In order to encourage listed companies to actively save themselves, the CSRC and other relevant departments jointly issued share repurchase policies in August 2015 and November 2018 respectively. The laws and regulations heartens quoted company that meet the repurchase requirements begin to formulate repurchase plans and gradually implement them. A cademic research and practice are always mutually beneficial. With the increase in volume of intestine buyback cases, the academic circles continue to explore the motivation and effect of corporate buyback with practical cases as the analysis sample, and the systematic and mature theories further promote the development of domestic share buyback.

The paper put more emphasis on reasons for share counterpurchase and financial impacts about the Midea Group, which builds on the backdrop and relevant theoretical basis of share repurchase. First, this document briefly outlines the research context and significance of the repurchase of stocks and research results for local and international academics, and describes the concept and theoretical representation of the stock market, which lays the foundation for subsequent analysis. Thereafter, combined with the interior and exterior surroundings of the Midea Group, it analyzes its actual reasons for share counterpurchase. On this basis, it uses factor analysis method and event research method to obtain repurchase financial results. Finally, according to the analysis process, I draw conclusions and make appropriate recommendations.

Through comparison and analysis, this paper concludes that: first, the purchase of large shares in private funds will bring pressure to pay off; second, share repurchase is indeed effective in promoting share price in a short time, but the long-term direction of the company's stock price is under the influence of the broader market; third, information is leaked in advance in the implementation process of share repurchase. This paper aims to use the above research to enhance investors and public companies' further knowledge and understanding of share repurchase, and to provide some reference to other public companies that intend to use share repurchase.

Keywords: Share repurchase; Repurchase motivation; Financial effects; Midea company

目 录

1 绪论	1
1.1 研究背景与意义.....	1
1.1.1 研究背景.....	1
1.1.2 研究意义.....	1
1.2 文献综述.....	2
1.2.1 股份回购动因的研究现状.....	2
1.2.2 股份回购财务效应的研究现状.....	4
1.2.3 文献述评.....	6
1.3 研究内容与方法.....	7
1.3.1 研究内容.....	7
1.3.2 研究方法.....	7
1.4 基本框架.....	8
2 概念界定及理论基础	9
2.1 股份回购的概念与方式.....	9
2.1.1 股份回购的概念.....	9
2.1.2 股份回购的方式.....	9
2.2 股份回购财务效应内涵.....	10
2.3 股份回购理论基础.....	11
2.3.1 信号传递理论.....	11
2.3.2 委托代理理论.....	11
2.3.3 财务效应理论.....	12
3 美的集团股份回购案例分析	14
3.1 美的集团概况.....	14
3.1.1 公司简介.....	14
3.1.2 公司股权结构.....	14
3.1.3 公司发展战略.....	15
3.2 美的集团股份回购的环境分析.....	16

3.2.1 外部环境分析.....	17
3.2.2 内部环境分析.....	18
3.3 美的集团股份回购动因分析.....	21
3.3.1 提升公司股票价值.....	21
3.3.2 优化公司资本结构.....	22
3.3.3 提高资金使用效率.....	23
3.3.4 优化现金股利政策.....	25
3.4 美的集团股份回购实施过程.....	26
3.4.1 第一次股份回购实施过程.....	26
3.4.2 第二次股份回购实施过程.....	28
4 美的集团股份回购财务效应分析.....	30
4.1 财务绩效指标分析.....	30
4.1.1 第一次股份回购财务指标分析.....	30
4.1.2 第二次股份回购财务指标分析.....	34
4.1.3 基于因子分析法对财务绩效指标综合评价.....	38
4.2 对资本结构影响分析.....	46
4.3 对现金流量影响分析.....	47
4.3.1 第一次股份回购对现金流量影响分析.....	47
4.3.2 第二次股份回购对现金流量影响分析.....	49
4.4 对公司股价影响分析.....	50
4.4.1 第一次股份回购对股价影响分析.....	50
4.4.2 第二次股份回购对股价影响分析.....	53
4.5 两次股份回购财务效应总结.....	56
5 研究结论及建议.....	58
5.1 研究结论.....	58
5.2 研究建议.....	59
5.3 本文研究的不足.....	60
参考文献.....	61
后记.....	65

1 绪论

1.1 研究背景与意义

1.1.1 研究背景

股份回购起始于企业为解决政府限制发放现金股利而企业因无有利投资机会致使资金闲置的冲突，兴盛于美国企业间敌意收购的浪潮期。与西方相比，因经济体制的特殊性、证券市场机制的不成熟，我国早期并未以积极态度支持其发展，致使上世纪 90 年代出现的带有浓郁政府色彩的股份回购案例，商业参考价值较小。然而在改革开放的持续催化下，国内证券市场的发展速度和质量进一步提高，意欲实施股份回购的公司逐渐增多，政府开始出台更详细化的法律来规范其发展。

自 2005 年开始，有关股份回购的新政策接连出台，这表现了国家支持上市公司在资本市场进行回购股份的积极态度，特别是 2018 年颁布的《关于支持上市公司回购股份的意见》。该意见针对股份回购的实施情形做了补充、对回购决策程序尽量简单化，针对持股上限和持股期限进一步放宽。此外，近几年国内股市的发展前景受宏观环境的影响而略显悲观，特别是 2015 年和 2018 年，上市公司股价普遍下行，股市一片哀鸿遍野。在现实的步步紧逼与政策鼓励下，众多上市公司将股份回购作为转变股价下行趋势的良策。

1.1.2 研究意义

因国内政策以及市场机制的限制，股份回购作为市值管理工具并未被广泛应用，目前的研究成果聚焦于理论研究和以大样本为基础的实证分析，即共性结论较多，而以单个案例进行整体性的研究较少，单个案例的针对性研究有助于全面反映股份回购的相关特性。此外，有关股份回购的市场环境和法律环境已日新月异，上市公司的股份回购行为面临着一个完全崭新的宏观环境，致使以往的研究成果已经不应当前的回购现状，我国上市公司难以进行运用和借鉴。以当前的发展环境为基调，选取单个案例进行综合分析能够进一步丰富相关理

论成果。

随着我国资本市场的日益成熟、相关法律法规的宽松化，股份回购行为风行于国内上市公司。美的集团，中国家电行业的元老级企业，近年来发展态势良好，积极引领向智能家电转型的浪潮。受证券市场大盘的影响，美的的股价在2015年和2018年分别出现了不同幅度的下跌，虽然股价的起起伏伏屡见不鲜，但不受控式的大幅下跌易引起投资者的恐慌、公司市值缩水。本文以美的集团的股份回购事件展开分析，一方面，通过分析探究美的的股份回购的真实动因，另一方面，以其财务绩效的变动来探究股份回购行为可能带来的财务结果。通过对单个案例的综合分析，可深度发掘股份回购在国内上市公司的发展质量，也可使得国内上市公司从研究中受益，进一步加快我国资本市场的的发展与创新进程。

1.2 文献综述

1.2.1 股份回购动因的研究现状

回购动因是上市公司开展股份回购的本质出发点，投资者也通常以此为依据进行投资决策。国内外相关研究结论总结如下：

(1) 国外研究现状

国外关于其动因研究历时较长，形成了信号假说为主的九大假说理论。税收假说是股份回购兴起的原因，Masulis (1980) 研究提出，企业的股份回购行为能帮助投资者避免高税收，Bierman and Wess (1986) 验证了其能避免高昂税收使得经营成本降低，从而实现经营企业的最终目的。随后，信号假说在信息经济学的兴起浪潮中被提出且证明。Konan, et al. (2004) 以大样本实证研究证明，上市公司股价被低估的程度与企业进行股份回购的可能性呈正相关。Jijun Niu (2014) 整理研究了2002-2008年美国银行宣布股份回购时的股价反应，发现股份回购公告的平均异常收益在正常和危机时期均为正，但危机时期的平均异常收益显著高于正常时期，证明了股份回购的确可通过传递信号的方式提升股价。

此外，股份回购可解决企业资本结构不合理问题。Ling Wang (2020) 通过对

比研究美国和日本企业发现，较低的财务杠杆和更多自由现金流是企业回购股份的重要影响因素。Sung Won Seo, Hae Jin Chung(2017) 认为当股价下跌时且资本结构有待优化时，企业会选择股份回购的方式达到最优资本结构。股份回购也可成为企业回馈股东的途径，Guay、Harford(2000) 以股利替代假说来解释股份回购对现金股利政策的补充与替代作用，认为其可以缓解公司现金流短缺的问题。随后 Henk VonEije 等人(2007) 通过研究欧盟成员国 1989-2005 年的现金股利政策发现，在公司降低支付股息的比例时，股份回购成为增加实际支付股息总额的重要手段。

企业制度的变革与发展催生了“两权分离”的经营方式。Burgstahler、Dichev(1997) 研究发现 EPS 是市场投资者进行投资决策的关键点，而股份回购可以在经营业绩不变的情况下提高 EPS。Guffey 等人(2004) 提出在两权分离的经营模式下，企业冗余资金极易成为管理层美化自身业绩的“牺牲品”，而股份回购可以有效避免代理成本的高居不下。除了提升内部经营效率，股份回购更是对外抵抗被收购的有力手段。Bozanic(2010) 认为，多数企业并购是通过收购被并购方股份来完成，当公司股票价格较低时极易被恶意并购者收购，因而管理者可以通过回购本公司股份来抵制收购。Hsuan-Chi Chen 等人(2018) 以金融危机为研究背景，提出高估值、低杠杆、存在潜在收购风险的公司极易发布回购公告。

(2) 国内研究现状

国内学者关于股份回购的研究成果是融合西方研究理论与中国证券市场发展现状的创新性成果。在股份回购发展的初始阶段，其主要是服务于股权分置改革。林松志(1999) 和胡岸炜(2006) 提出股份回购可以促进国有股、法人股与社会公众股地位的同等，股权结构的多元化可促进国企市场化改革的进程。邹树平(2002) 从回购动因、法律规定、回购方式三方面的对比发现，股份回购在中美两国的发展存在较大差异。譬如国内股份回购更多是为了打破国有股的一股专权现象，而美国企业则是为了推动市值回归。王化成(2000) 研究发现国有企业可通过股份回购调整国有股与非国有股之间的比例关系，进一步降低国有股在企业股权结构中所占比例，激发投资机构 and 个人的投资激情。

日益成熟的国内资本市场也带动了股份回购动因的多样性。首先，公司决

定是否回购股份的关键因素是自身的财务状况。姜英兵和屈慧敏（2015）以沪深两个交易所 2005-2014 年上市公司回购交易为样本，研究发现股价的严重低估会激发企业实施回购的意愿。郝洪、刘玉洁（2017）认为在公司现金流超出经营所需而缺少有效的投资机会时，通过股份回购可以实现补偿股东的目标。刘妍妍（2020）通过中国平安股份回购动因的分析，进一步证实具备良好的财务状况可有力推动回购实施。

其次，非财务动因也是部分企业实施回购的出发点。赵华、孙伟（2008），何瑛、胡月（2016）研究证明公司治理结构、管理层权力、公司控制权市场、公司规模等非财务因素也会影响股份回购的实施与否以及实施结果。王木之（2012）研究发现部分企业以回购的股份来实施股权激励从而完善薪酬制度。

最后，企业回购的真实动因和发布的公告动因可能大相径庭，存在股东利用股份回购来实现自身利益最大化的案例。贺坤丽（2019）研究发现，部分大股东借助股份回购来进行利益转移与输送，以套现企业资金来使其自身利益最大化。黄荣彬（2020）以蓝盾回购事件为分析对象，通过其异常收益率的分析，得出高管减持是其回购的真实目的。

1.2.2 股份回购财务效应的研究现状

（1）国外研究现状

国外学者关于股份回购财务效应的研究基本呈现两极化观点，部分学者以研究结论来证明股份回购的正向影响。Wiemer 和 Diel（2008）认为公司可将股份回购作为“传话筒”，来向市场、投资者传送企业发展前景可期的信息，以此来维持公司市值。Sutanuka 和 Debdas（2017）利用传统工具 EPS、DPS、ROI 以及现代财务工具 EVA、MVA、SVA 证实了股份回购是提升财务绩效的有利重组工具。Guffey 和 Schneider（2004）通过比较公司股份回购实施前和完成后的财务指标，发现公司的关键财务指标在回购结束后呈现出良性的发展态势。Mingzhu yang(2021)通过理论加实证分析的方法研究了阿里巴巴 2014-2019 年的回购政策，证明了股份回购对公司的盈利能力、市场价值和资本结构存在正向影响。

部分学者通过探究实践案例发现股份回购存在负面影响。Gmlon、Michaely

(2004)认为即使短期内股份回购会降低企业的资本成本,但经过一段时期的发展,企业的经营业绩往往会恢复之前的水平,甚至更低,说明股份回购行为不会提高企业的经营和盈利能力。Grullon和Michaely(2014)提出不仅企业的经营能力不能通过股份回购来提升,而且负债回购只会加大经营风险。Kotapati和Vinay等人(2013)以印度公司为分析对象发现股份回购提升股价的效应有限,且会导致更低的市盈率。R. Jared DeLisle(2020)研究发现机构投资者相比中小股东拥有更多的信息收集渠道,股份回购成为他们利用信息优势进行内幕交易、利益输送的工具。

(2) 国内研究现状

国内学者立于国外的研究成果,以国内的典型回购案例为研究素材来进行探究,总体来说国内学者对股份回购财务效应也呈现正负财务效应两种观点。

国内关于股份回购正财务效应的代表性观点主要有如下:杨琳(2010)、李丽萍(2015)分析认为上市公司股份回购可以产生财务杠杆效应、股利替代效应、财务目标效应、股东价值效应等正向结果。而王珏慧(2008)发现不同的回购资金来源不同,财务杠杆效应也存在差异。虽然负债回购会增强杠杆效果,但鉴于较高的财务风险应谨慎待之。陈名芹、李吟珍(2019)研究认为股份回购可以成为公司现金分红政策的有益补充,有利于促进每股股利政策的稳定性。郑俊梅(2020)以财务弹性为研究出发点,以案例分析来佐证股份回购能够协调、平衡企业的经营活动以及投资、融资计划,促使经营效益最大化。而赵晴、兰俊涛(2020)实证分析认为股份回购通过降低债务代理风险、公司信息风险等方式缩减企业的融资成本,缓解部分企业融资难、融资贵的困难。

企业在利用股份回购来传递股价被低估、维护企业形象的同时难免会带来一些负面影响。首先,支付压力会伴随着股份回购的持续而加剧,影响正常经营活动。王宁(2014)、李亦馨(2019)提出资金随着回购进程的持续而流出企业,一旦经营业绩出现不良,无法实现资金的良性周转,支付风险将随之而来。李定清、刘静(2009)认为充沛的现金流是企业避免因实施股份回购引起企业支付风险系数提高的根本策略。

其次,中小股东或成为回购牺牲品,其权益无法保全。陈岱松、孙亚南(2020)以护盘式回购为主要研究对象,提出护盘式回购不仅降低资本数量,减弱债权

人利益保障，且破坏股东平等原则，损害中小股东利益。吴妮（2009）以股票需求曲线向下倾斜的特性证明了在股份回购过程中股价易被操纵，中小股东对其应持有谨慎态度。吉天娇（2019）提出中小股东权益被控股股东滥用控制权、操纵市场等非法手段损害，提议通过建立股东质询制度、股东提案制度、累积投票制度以及完善股东派生诉讼制度等措施保护弱势方。孔令学、李多全（2020）提出可从立法、行政执法、司法监管和投资者自我保护等多方面出发，加强投资者保护机制网络的建设，以健全的制度来推动股份回购的发展。

最后，股份回购尤其是大规模回购易造成财务绩效指标下滑带来财务危机。王艺颖（2019）从融资角度提出股份回购或许会削弱企业还债能力，引发财务风险。陈东鸿（2020）以我国2018年施行股份回购的A股上市公司为样本，研究认为股份回购在我国资本市场上是一项有效应对短期股价需求的工具，难以带动盈利水平的上升。郭晓慧（2020）研究发现，企业内部监督机制的合理性、有效性越高，股份回购实施结束后的财务结果越好，提议通过规范企业内部监督机制来推动股份回购的进一步发展。

1.2.3 文献述评

国外学者的研究从实践出发，通过分析各个时期不同的回购案例得出了丰富的理论成果。国内学者的研究在很长一段时间内以国外研究成果为基础，后期随着国内经济体制的变化、资本市场的完善，学者针对国内发生的回购进行了具体分析。然而大部分研究成果是利用国内A股市场的上百家公司的回购数据进行实证分析，反映的问题更多的是股份回购共性问题，缺乏单个案例的具体分析。其次随着外部环境的变化，尤其是股份回购相关法律环境的改革，使得原有的研究成果无法解释新出现的回购现象。最后，大部分的研究只是对分析对象回购实施前后财务指标的波动进行对比分析来得出回购行为的财务结果，而财务指标的起伏是企业所有活动的综合结果，回购事件只是企业经营战略中的非必须一环，以指标波动来判断回购行为的影响，存在些许片面，无法全面、客观体现股份回购行为引起的财务影响。本文基于上述现状，以美的集团的两度股份回购为研究对象，结合其实施股份回购时全新的法律环境、市场环境、行业环境对其动因进行重点、个性化分析，并利用因子分析法和事件研究法从

财务绩效指标、资本结构、现金流、股价四方面进行综合分析，以期全面反映股份回购引致的财务效应，希望能为有意实施股份回购的企业提供借鉴。

1.3 研究内容与方法

1.3.1 研究内容

第一章，绪论。本章在阐述研究背景与意义的基础上，对回购动因与财务效应的研究现状进行归纳总结，并大概介绍了本文的研究内容与采用的方法。

第二章，相关概念界定与理论基础。本章对股份回购的概念、回购方式、财务效应内涵以及股份回购理论基础进行了详细的阐述。

第三章，美的集团股份回购案例分析。本章从企业发展简史、股权结构、发展战略方面对案例公司简要介绍，然后对美的的回购动因进行多层次、深入性分析，最后梳理其回购过程。

第四章，美的集团股份回购的财务效应分析。股份回购对财务指标、公司股价、资本结构、现金流量的影响是本文分析美的的股份回购财务效应的关键点。

第五章，研究结论及建议。本章以前文分析为基础，对美的集团前两轮股份回购的研究结论进行总结，并提出针对性的建议，希望能为其他上市公司进行股份回购提出参考性的意见。

1.3.2 研究方法

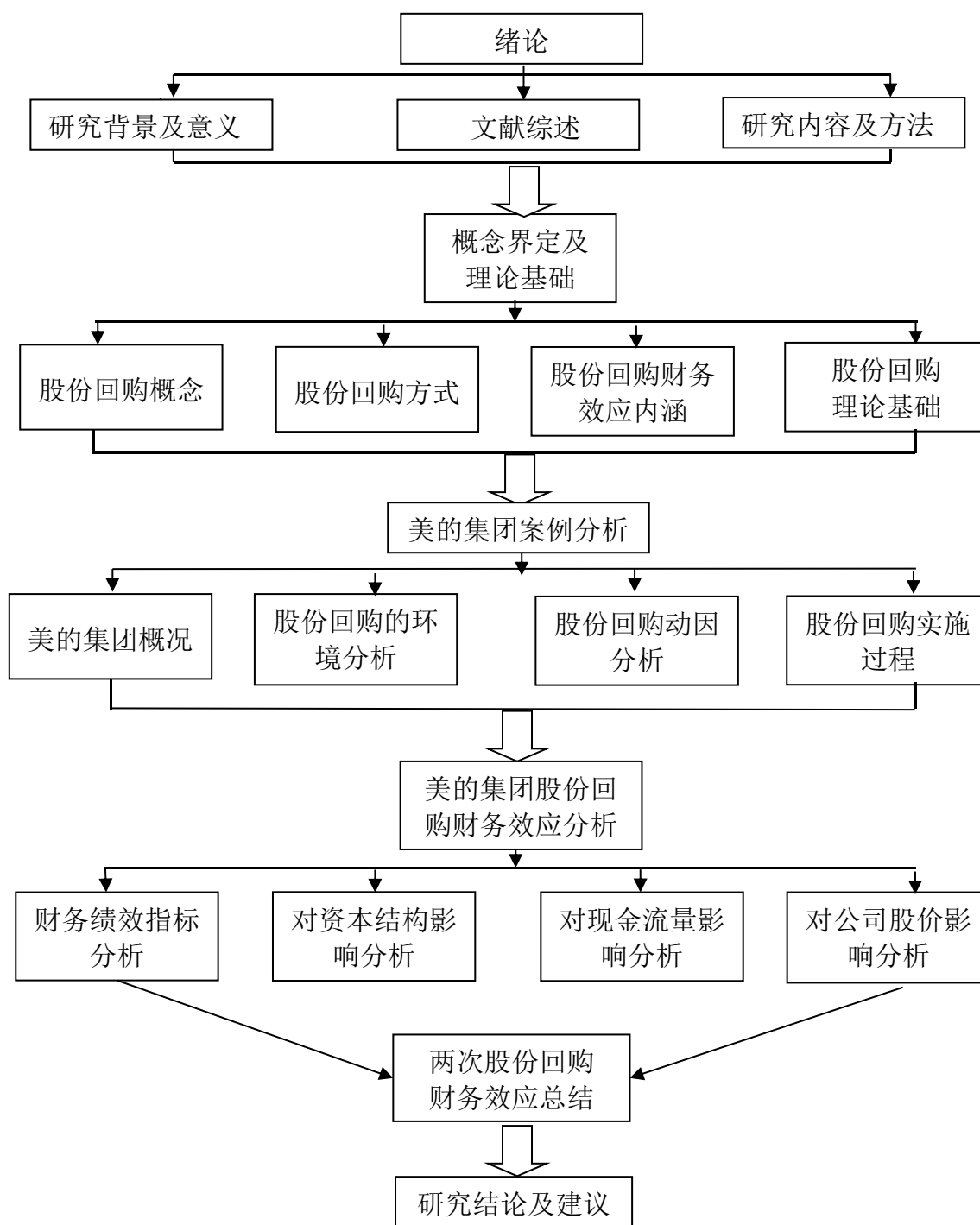
(1) 文献研究法。借助已有的研究成果来对股份回购的动因和效应进行梳理总结，为后期论文撰写奠定理论基础。

(2) 案例分析法。本文以美的公司实施的股份回购为研究对象，在对公司内外部发展状况以及回购过程的整理、了解基础上深入探究其回购动因和财务效应。

(3) 事件研究法。事件研究法的应用可以测出市场对某一重大事件的“反应”，本文以其来判断美的的股份回购对公司股价的影响力度。

(4) 因子分析法。本文运用因子分析法通过选取若干个财务指标进行处理，利用少数公因子对回购的财务结果进行综合分析，有助于研究结果更清晰客观。

1.4 基本框架



2 概念界定及理论基础

2.1 股份回购的概念与方式

2.1.1 股份回购的概念

股份回购是公司在特定时期利用债务资金或者自有资金来回购公司股份的行为。买回来的股份一般可作“库存股”或者依据既定程序直接注销，虽然“库存股”的法律地位并未真正确立，但其也是企业实行财务战略的重要工具。

2.1.2 股份回购的方式

分类标准的不同使得股份回购的方式可分为多种，本文从回购的地点、筹资的方式、资产置换的范围、回购价格的确定方式以及可转让出售权五方面进行划分，具体如下：

(1) 场内公开收购和场外协议收购

场内公开收购强调回购交易在交易所进行，上市公司并不亲自进行交易，而是以投资者的身份授权证券公司在资本市场上代替自己进行交易，以市价回购可能会导致较高成本，但回购过程完全透明公开。

场外协议收购是指公司以私下决议的方式与投资者针对回购股份数量、价格等细则进行讨论、博弈并最后达成交易。相比场内公开收购，这种方式透明度低，可操作空间大，易引起不好的影响。

(2) 负债回购、现金回购和混合回购

举债回购，即借助债务资金回购股份，将信贷资金引入资本市场，实现企业特定的经营目的。现金回购就是以企业自身经营盈余资金来回购股份，适宜于经营业绩良好、自有资金充沛的企业。混合回购就是指回购的资金既包括债务资金也包括自有资金，回购资金来源的多元化在一定程度上可避免回购可能带来的财务风险。

(3) 出售资产回购、利用债券和优先股回购

出售资产回购股份是指企业以出卖资产的形式进行融资，支持股份回购的顺利实施，利用债券和优先股回购强调公司买回股份的对等物是企业债券和优

先股。

(4) 固定价格要约回购和荷兰式拍卖回购

固定价格要约回购强调的是企业以统一的回购价格向公司所有符合条件的股东发出回购要约，相比于公开收购，这种回购方式以高于市场价格的回购成本向外界传递了更为强烈的积极信号。此种回购方式下公司以较高的回购成本换取了回购双方比较充分的灵活性与选择权。

在荷兰式拍卖回购方式中，股东持有的公司股份成为拍卖品，股东向公司报出自己的意愿售价，公司根据股东的反馈价格，结合自身的回购计划确定具体的回购方案。但在成本方面，荷兰式拍卖回购的成本远低于固定价格要约回购。

(5) 可转让出售权回购方式

可转让出售权回购是公司基于各类股东相异的需求而将股票与权利相分离，股东可根据自身利益选择出售股票或者交易权利的回购方式。在这种回购方式下，股东自主选择空间较大，可以最大化的保护自己的利益，且因股票数量被限制可避免过度接受回购要约的情形。

2.2 股份回购财务效应内涵

财务效应，笼统的来讲是指企业实施某项经济活动致使公司经济利益、财务指标发生变化。股份回购财务效应即公司因实施股份回购引致企业财务指标、公司股价等发生有利或不利变化。本文将从财务绩效指标、资本结构、现金流、股票价值方面来对美的集团股份回购的财务效应进行全面、深入的研究。

股份回购作为企业实现财务战略的非必须一环，它的实施必然会引起公司财务指标发生变化。以经营活动所得资金来实施回购，并将回购股份全部注销，权益资本的减少加之流动资产的大额流出会引起公司相关财务指标发生变动。回购实施的直接结果就是公司的注册资本数量和内部比例发生变化，即资本结构发生变化。通常情况下，负债规模增加的程度超过资本总额增加的比例，财务杠杆效应会凸显。现金流是企业流动性最强的资产，回购的持续意味着资金流不间断性的流出，这是否会引引起企业正常经营活动、投资战略的实施值得探究。在信号传递假说下，股份回购是管理者向资本市场、投资者释放信号的手

段，但究竟市场与投资者如何理解这一行为，不同的实践会出现不同的结果。

2.3 股份回购理论基础

股份回购理论在不断完善发展过程中逐渐囊括了信号传递理论、委托代理理论和财务效应理论，下文对此将一一进行阐释。

2.3.1 信号传递理论

上市公司股价是公司内在价值的外在体现，而股价易受到投资者决策的影响而产生波动。信息不对称理论告诉我们，企业内部的管理人员对公司的运营情况有着全面而深度的了解，而外界投资者因获取信息的途径和渠道有限，无法对企业经营业绩、发展前景作出全面、客观的评价，难免出现决策失误。在公司股价下行严重招致企业价值大幅缩水时，管理层意图借助股份回购来扭转信息不对称导致的不利局势。大多数学者认为，回购本公司股份的行为，是管理层向投资者释放的公司未来发展可期的积极信号。但也有学者提出质疑，他们认为当企业处于重要发展期，面临较多的投资机会时，企业用于实施股份回购的资金有限，因此股份回购传递的信号究竟是积极信号还是消极信号，应具体情况具体分析。

2.3.2 委托代理理论

委托代理关系作为现代企业制度进化历程中的产物，它的出现反哺了现代企业的长久发展。以下假说皆基于委托代理关系：

(1) 财富转移假说

财富转移假说是指股份回购的实施会加剧财富的流动性，各利益相关方的财富会出现此消彼长的情形。具体表现有：第一，股份回购致使资产总额减少，债权人的收益并未因风险的加大而增长，无形中属于债权人的财富流向所有者；第二，当回购价格超出股票市价时，卖出股份的股东可得到超出股份内在价值的溢价，使得公司财富的流动性增强；第三，部分大股东凭借低位买进高位卖出的方式，损害中小股东财富，变相增加自身财富。

（2）控制权市场假说

控制权市场假说强调股份回购是大股东加强话语权和绝对控制权的有效途径，以免因股权过于分散而出现“鸠占鹊巢”的现象。简单来说就是，股份回购以减少在外流通股数量的方式来确保公司内大股东的绝对控股地位，希望通过改变流通在外的股票供需关系来抬高股价，增加收购方的实施成本，以此来达到让收购方知难而退的目的。该假说的兴起源于股份回购解决了上世纪后期发生在美国企业间的敌意收购问题。

（3）股权激励假说

股权激励假说是现代公司薪酬制度改革的产物，股东为消除职业经理人与自身的利益差异而将股票期权纳入薪酬体系，期望以捆绑双方利益的方式来提升其经营效率。以回购股份的方式来储备企业实施股权激励所需股份，可避免老股东的利益因发行新股被损害。总之委托代理关系催化了薪酬制度的改革，股份回购有助于推进薪酬制度的改革进程。

（4）自由现金流假说

自由现金流假说认为股份回购可以降低管理层利用企业闲置资金进行低效甚至非效率投资所导致的代理成本。代理成本是委托——代理理论延伸的结果，当企业存在闲置资金，管理层为分散风险、保护自身利益会进行一些不利于公司发展的投资。公司为避免企业资源的无效使用，股份回购在此时会成为其不二选择。

2.3.3 财务效应理论

（1）EPS 假说

EPS 即每股收益，是企业经营业绩的另一种表现。该假说强调在企业盈利不变或者增加时，股份回购是提升 EPS 的方式。但该假说忽略了股份回购可能带来的负面影响，回购在减少企业资产、加大财务杠杆作用的同时，公司的盈利能力难免会受到影响。

（2）财务杠杆假说

财务杠杆假说强调无论用于回购股份的资金来源何处，债务性资本的比例都会相对提高，债务利息抵税效应相对增强。从理论上讲，负债回购相比自

有资金回购带来的税盾效应更明显，但任何事情都会过犹不及。当企业经营业绩与资本结构不相匹配时，负债过多只会成为加剧财务风险的“引爆点”，因此股份回购的实施也是企业调节公司资本结构的渠道之一。

（3）税差假说

税差假说产生的缘由是现金股利与股份回购因税收政策的差异引起股东财富的不同。在普遍情形下，股东不愿接受公司发放的现金股利，更喜欢少交税的资本利得。为最大化保护股东权益，股份回购逐渐成为上市公司的选择，但也有学者对此提出质疑，认为回购过程中涉及的交易费用极有可能消除税差带来的优惠，因此股东财富增加与否存在争议。

（4）财务灵活性假说

财务灵活性假说强调股份回购行为对股利政策的替代性、补充性。资金的正常周转是企业开展生产经营活动的重要前提，而现金股利的发放尤其是在固定股利政策下，极易造成企业资金流的支付压力。与股利政策相比，股份回购并没有对时间和金额的诸多限制，因而公司可以在资金短缺，不能及时发放股利时实施回购，这样既可降低财务风险也可确保股东利益和企业价值最大化。

3 美的集团股份回购案例分析

3.1 美的集团概况

从无名小卒到行业巨头，美的集团的成长史是中国家电行业的缩影。下文将从公司简介、股权结构、发展战略三方面来对美的集团作出全面介绍。

3.1.1 公司简介

美的集团成立于 2000 年，2013 年成功上市，在一代代美的人的持续耕耘与努力中，其现已成为一家跨家用电器行业和机器人及工业自动化的多元化、全球化科技集团。在做大做强历程中，美的集团的业务触角不断多元化，除了在传统家电产品板块布局外，美的积极引领家电企业顺应发展潮流，向科技型企业转型。

随着业务版图的不断扩大与经营业绩的持续向好，美的集团的行业地位也蒸蒸日上。美的在《财富》中国 500 强榜单中连续 5 年蝉联同行业第一，2019 年跃居第 36 位。在英国品牌评估机构 Brand Finance 发布的 2019 年“全球 100 个最有价值的科技品牌榜”中，美的位列第 27 名，远领先国内同行业其他品牌。

3.1.2 公司股权结构

下表 3.1 显示了美的集团在未实施股份回购前的股东持股情况，可以看到美的控股有限公司以 34.88% 的持股比例位居第一大股东，对美的集团的掌控力不可撼动。第二大股东融睿仅持股 7.10%，二者相差甚多，由此可见美的集团因抵制恶意并购而实施股份回购的动因可以排除。

表 3.1 美的集团股份回购前股东持股情况

排名	股东名称	持股数量（万股）	占总股本比例（%）
1	美的控股有限公司	149625	34.88
2	融睿股权投资合伙企业	30450	7.10

续表 3.1

排名	股东名称	持股数量（万股）	占总股本比例（%）
3	方洪波	9132.7	2.13
4	天津鼎晖嘉泰股权投资合伙企业	7800	1.82
5	黄健	7518.2	1.75
6	宁波美晟股权投资合伙企业	7500	1.75
7	袁利群	6050	1.41
8	鼎晖美泰（香港）有限公司	6000	1.40
9	鼎晖绚彩（香港）有限公司	5750	1.34
10	小米科技有限公司	5500	1.28

数据来源：美的集团年报整理

3.1.3 公司发展战略

发展战略是经营规划的出发点、关键点。本节通过梳理美的集团自成立至今所经历的重要战略发展阶段来探究美的的成长历程。

（1）制冷品牌战略阶段

不同的生命周期阶段需配以相适应的发展战略，企业生产经营活动是以发展战略为出发点来展开。作为一名出色的创业者，何享健深知自有品牌、人才、技术、资本对企业持续发展的重要性，一方面他积极招揽人才壮大技术骨干队伍，筹集发展所需资金，另一方面他鼓励自有品牌的研发与创建，最终何享健借助其过人的行业洞察力和趋势判断力将其产品定位于制冷行业，以生产空调为主，开启美的在空调领域的深耕。从创业之初的主打电风扇，到产品定位制冷，体现了美的集团在发展初期对品牌的重视度。

（2）多元化战略阶段

为分散产品品种单一所带来的经营风险，美的积极吸纳海外品牌、技术等优势，以此来不断开拓产品线，丰富产品种类，延长产业链。除了加快产品的更新换代外，美的同样重视企业文化的建设。2000年，企业开始以产品为主的事业部改革，组织结构趋向扁平化，并开启职业经理人的培育管理模式。美的通过产品线的调整以及企业职能战略的改善，进一步增强了企业的核心竞争力

和发展力。

（3）规模化、国际化战略阶段

由于早期家电行业进入门槛低致使鱼龙混杂，一时之间价格战成为众多企业提高市场占有率、增加利润的有效手段。为降低产品成本，美的便开启了并购进程，意欲通过大规模经营来压缩生产成本。2004年，东芝、东芝等品牌加入美的大家庭；2008年，小天鹅成为美的集团的成员，自此美的逐渐成为洗衣机产业链上的垄断者；2011年，为提升空调板块的经营业绩，邯郸工业园生产基地被正式确立。美的在国内开疆拓土的同时积极推行“走出去”战略，在建生产基地、收购外国知名品牌等多项措施齐头并进的共同努力下，国际化进程不断加快。

（4）价值导向战略阶段

价格战作为市场经济竞争机制的产物，带来规模化发展的同时往往伴随着粗放式管理。为弱化甚至终结粗放式管理带来的种种弊端，美的从企业发展根本——公司战略出发调整，摒弃注重数量增长的追求而强调质量增长、从研发环节着手尽力提升产品附加值、以精益管理的模式创造业绩，自此美的开启了由价格向价值的转型之旅。在消费需求升级带来营销渠道的变革中，美的从销售战略出发，积极接触各大线上销售平台并促成合作，同时加紧整合线下实体店，促成线上下单、线下体验的服务流程。此外，美的注重用户服务体验，其客户系统用户 2.0 项目的实施，实现了服务平台一体化，改善了服务品质和效率。

（5）“双智”战略阶段

工业互联网全球化发展进程的加快使得工业机器人、数字化转型的浪潮不断涌现，美的基于已在家电行业形成的完整产业链体系提出“智能家居、智能制造”战略，积极进行数字化转型。为补足研发短板，美的以收购形式借库卡之力，开拓机器人业务。通过多年持续投入与发展，众多研发成果已被成功应用于生产流程中，经营效率和效益无形中得到提升。不仅如此，正是在研发方面的持续发力，美的现在不仅是家电制造商，更是工业互联网平台的供应商。

3.2 美的集团股份回购的环境分析

3.2.1 外部环境分析

(1) 股份回购的规定放宽

股份回购虽起源于美国，流行于世界其他国家，但在国内的发展历史并不久远，其中国内法规的限制是重要因素。然而国内股市在 2018 年下半年的崩盘致使上市公司的市值被严重低估，股价无法合理反映企业价值。为尽快恢复资本市场的生机，政府通过修订《公司法》的方式来鼓励企业实施股份回购。

与之前的《公司法》相比，2018 年修改并通过后的《公司法》中关于回购条款主要有以下变化：第一，新条款补充了回购情形。员工持股计划、可转换债券转换、公司价值及股东权益的维护也被纳入可实施回购的范围。在 2018 年股价普遍下跌的状况下，新法规的出台引发了下半年史无前例的回购热潮。第二，新条款简化决策程序。新条款规定可将公司股份回购的决策权下放于董事会会议决议，以便缩短决策时间并有效避免信息的违法泄露。第三，新条款延长持股期限。该项变动意味着企业回购完成的股份最多保存三年，相比之前，持股期限的延长是库存股制度建立的前奏。第四，新条款提高了持股上限。回购股份上限升至 10%，表明公司在实现回购目的时有更大的发挥空间。第五，新条款补充回购要求。在原有回购要求下，信息披露成为回购公司的强制性义务，此外新条款对特定情形下的回购方式做了特别规定，回购过程中信息披露细则的法条化是保护投资者和债权人权益的最好保障。

(2) 家电企业“危”与“机”并存

2015 年中国经济发展进入“新常态”，住宅产业库存积压、民众购买力减弱致使家电行业发展几乎停滞。据工信部发布的信息显示，家用电器行业在 2015 年的主营业务收入达到 1.4 万亿元，累计同比下降了 0.4%。据中怡康测算数据显示，2015 年全年空调和冰箱的市场零售额分别下降了 5%和 2.2%，而洗衣机和厨房用品的销售额出现小幅增长。从数据可以看出，家电企业原来依赖国内人口存量从而薄利多销式的经营方式，与目前的消费市场不相适应，因此家电企业的变革大势所趋。

即使家电行业在 2015 年中国经济呈现“L”型的发展态势下面临着多品类产品营收持续下跌、行业竞争加剧的窘境，但行业的利润总额和利润率并未下滑，相反利润总额实现了 8.4%的同比增长率，而销售利润率从 2012 年的 5.42%

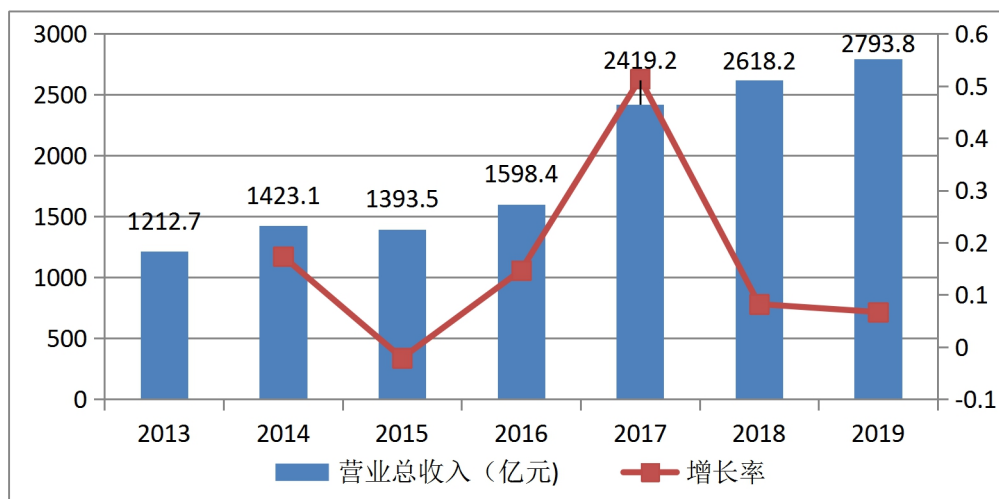
一路攀升至 2015 年的 7.05%，累计增长幅度达到 30%。持续攀升的利润率不仅提升企业持续深耕于家电行业信心，也为改革与转型提供了坚实资本基础。

此外，网购市场的异军突起给整体发展疲软的家电市场注入新活力，数据显示线上零售额自 2015 年开始逐年持续增长，部分家电产品的线上交易增长率远超家电市场的总体增长率。尤其是在国家政策的鼓励下，家电企业与京东、苏宁等电商平台达成战略联盟，农村家电蓝海市场的开发更大程度的推动了网购市场的发展。另一方面，在智能时代的引领下，智能化、个性化的家居品受到广大年轻消费者的青睐，为实现转型与升级，提升消费满意度，家电巨头们以研发为引擎，意图通过提供差异化的产品提升竞争力。

3.2.2 内部环境分析

(1) 美的经营业绩良好

从图 3.1 可以看出，美的集团 2013-2019 年的营业收入总体呈增长趋势，历年营收达到千亿元以上，2017 年以后甚至超过了 2 千亿元，营收增长幅度虽然每年起伏变动较大，但平均值基本保持在 10%。

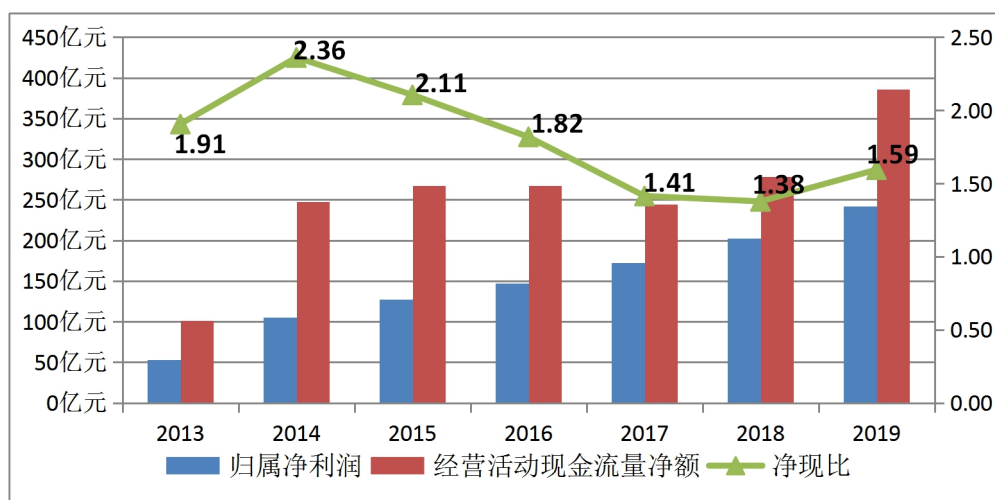


资料来源：巨潮资讯网站数据整理

图 3.1 美的集团 2013-2019 年营业收入

2015 年美的的营收增幅首次出现负值，但其净利润增幅仍为 21%，这主要得益于美的在传统盈利模式进入瓶颈期时，紧抓国家政策机遇积极转型。一方

面，美的加大研发投入积极创新产品品种、改进产品质量，以消费需求来促研发从而逐渐升级。另一方面，受互联网+发展潮流的驱使，美的加速线上线下产品融合，多渠道优化产品结构布局。在创新与改革的驱动下，美的 2017 年的营收达到 2016 年营收的 1.5 倍，行业地位进一步高升。



资料来源：巨潮资讯网站数据整理

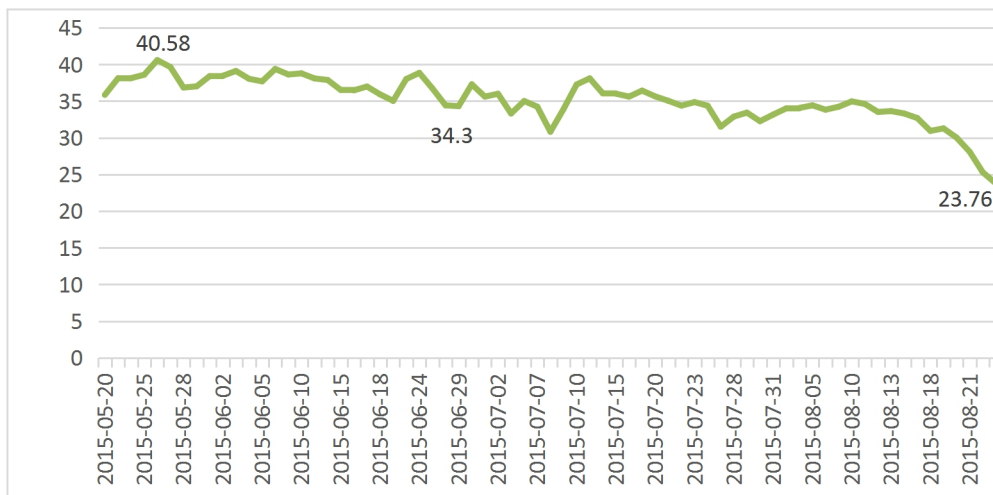
图 3.2 美的集团 2013-2019 年净现比

从图 3.2 可看出，该公司 2013-2019 年归属净利润总额保持阶梯式的上升，纵然在这期间净利润的增长率出现下降，表明企业盈利能力持续增强。经营活动现金流量净额体现了企业商品销售流入资金的能力，上图显示在 2013-2015 年，经营活动现金流量净额从 2013 年的 101.4 亿元，增长至 2015 年的 267.6 亿元，尤其是 2014 年的同期增长率达到 144.77%。虽然 2016 年与 2017 年出现小幅下降，但 2018 年及以后增长趋势重现，如此的增长速度体现了该公司雄厚的发展实力。纵观美的的净现比指标，在 2013-2019 年一直保持大于 1，甚至在 2014 年与 2015 年该指标超过了 2，足以证明公司有充足的现金流来满足股份回购对资金的需求。

(2) 美的股价下跌

经过多年价格战的争夺，众多家电企业早已疲惫不堪，2015 年大环境的不景气加剧了家电企业的危机，行业发展进入萧条期。宏观环境的衰退最终映射到证券市场，诸多家电企业的股价一跌再跌。图 3.3 显示在 2015 年 5 月，该公司的股价最高达到 40.58 元，6 月 29 日跌至 34.3 元，公告前 20 日的平均跌幅

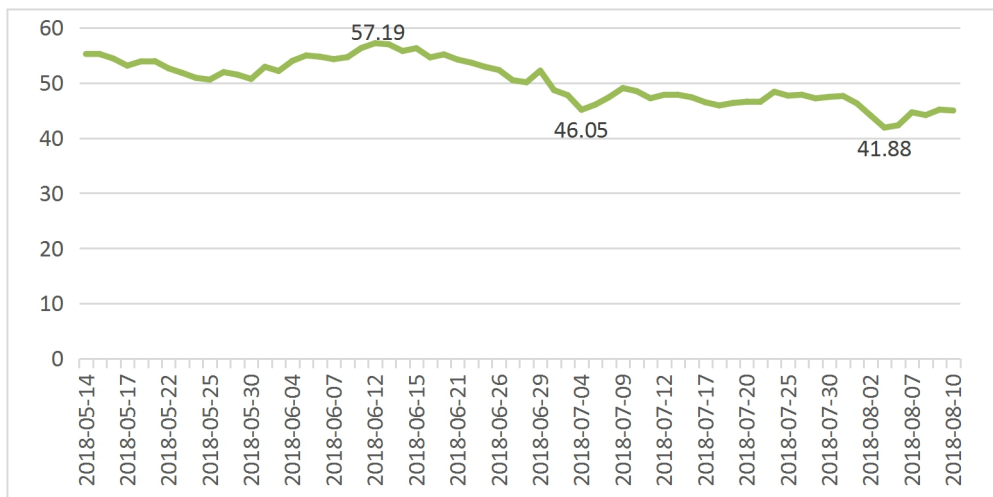
达到 6.6%。作为一支绩优股，美的股价不受控式的下跌不仅会直接导致企业市值蒸发、更会引起各利益群体的恐慌，这对其发展极其不利。美的综合考虑了现实和政策的双重影响后实施了其首次股份回购。



资料来源：国泰安数据库整理

图 3.3 美的集团 2015 年 5-8 月股价

虽然 2018 年我国经济发展较为稳健，但去杠杆下“社融同比大幅回落”和“信用利差大幅飙升”致使股价一跌再跌，贸易战的持续和加剧更是催化了股价的跌停。如图 3.4 所示，美的的股价在 5-8 月表现出稳中下跌的情形，其中 6 月 12 日的股价达到小范围内的最高值 57.19 元/股，随后便呈现持续下跌的态势，在 8 月 3 日跌至 41.88 元/股，跌幅达到 26.77%。股价作为企业价值在证券市场的外化表现，其持续不断地下跌态势将会使投资者群体性的出卖股票，市场上股票供需关系的失衡将导致股价的再次下跌，以至于形成恶性循环，企业的形象和名誉将大打折扣。为遏制局势的持续恶化以及可能带来的不利影响，美的集团在 2018 年 7 月 23 日审议通过回购预案，决定实施公司的第二轮股份回购。



资料来源：国泰安数据库整理

图 3.4 美的集团 2018 年 5-8 月股价

3.3 美的集团股份回购动因分析

3.3.1 提升公司股票价值

作为家电行业成长空间较大的企业，美的的股价是公司整体实力的体现，它的波动受到投资者、供应商、经销商、消费者等各相关利益群体的密切关注，更是相关群体实施决策的关键依据，因此保持股价的平稳是美的获取公司发展所需资源的重要因素。证券市场的震荡致使美的集团的股价下行严重，依据图 3.3 和 3.4，公司第一次回购前，公司股价最大下降幅度为 41.45%，第二次回购前股价下降了 26.77%，股价的持续下跌使得其真实价值被掩藏、扭曲，股东利益和公司形象严重受损，这对企业的可持续发展来说是不利的。依据美的发布的回购公告可知，两次回购回来的股份全部被注销，这样的直接结果是在企业经营效益不变的情形下，EPS 会明显提升，市盈率、市净率等指标也会向利好方向发展，公司的经营、投融资活动也会更易于开展。因此美的的股份回购计划是公司从全局发展考量，意欲通过改变股价持续下跌的趋势来持续推动公司具体战略计划的落实。

综上所述，我们可以看出回购动因与信号传递理论是一致的。上市公司股价是企业实力在公众以及投资者心中地位的直接体现，当上市公司的股价出现大幅下跌甚至被迫停盘的现象时，不仅公司市值蒸发、企业价值收缩，更有甚

者企业的正常生产经营计划也会被搁浅，公司信誉严重受损。因此与生产规模、发展实力相似的企业相比，若公司的股价被市场低估出现持续下跌情形时，为避免股东财富的无形减损，企业发展因股价下跌受阻，企业会选择股份回购来实现上述目标。

3.3.2 优化公司资本结构

企业的资本是公司开展经营活动的基础，通常情况下，根据来源不同，可分为权益资本和债务资本。债务资本因为利息产生的税盾效应致使其成本低于权益资本的成本，因此最佳的资本结构可最大程度降低企业开展经营活动的成本。财务杠杆假说认为，无论实施股份回购的资金来源何处，都会引起负债比例的相对提高，杠杆作用将被放大，企业价值将被间接增加。也就是说，适度提高财务杠杆，使公司的资本结构达到最优是企业实施股份回购的动机之一。

表 3.2 美的集团和同行业企业资产负债率

资产负债率 (%)	2013/6/30	2014/6/30	2015/6/30	2016/6/30	2017/6/30	2018/6/30	2019/6/30
美的集团	61.82	64.3	63.01	62.59	67.54	64.96	65.29
格力电器	74.17	71.81	74.32	73.27	73.82	63.64	66.81
海尔智家	68.81	64.87	55.3	70.4	69.57	67.86	67.95
TCL 集团	73.85	72.15	68.38	68.04	67.13	66.05	60.43

数据来源：新浪财经网数据整理

为探究美的集团是否存在优化资本结构的动机，本文选取了 2013-2019 年中的资产负债率指标，并选取了同行业中格力电器、海尔智家、TCL 集团数据进行对比分析。

结合表 3.2 可以发现美的集团的资产负债率总体上低于同行业中其他规模相似企业的资产负债率，格力的资产负债率长期居高，海尔和 TCL 集团的资产负债率在 2017 年前也远超美的，2017 年后和美的公司近乎持平，说明美的的债务资本抵税效应还有待提升，资本结构有待优化。在首次回购完成后，公司的负债比例相对提高，2017 年年中资产负债率增至 67.54%。第二次回购完成后

公司的资产负债率从 2018 年的 64.96% 上升至 2019 年的 65.29%，和其他企业的负债水平也逐渐缩小。综上分析，美的公司的两次股份回购动因中存在调整和优化资本结构、加强财务杠杆水平的动机。

3.3.3 提高资金使用效率

自由现金流假说强调一旦企业闲置资金过多，管理层为使自身利益最大化就会进行低效或无效投资，而股份回购可有效调节资金流，弱化代理成本效应。

(1) 第一次股份回购

结合表 3.3 在首次股份回购实施前，美的账面货币资金达到 146.19 亿元，季度现金流量比率的均值为 19.84%，数据告诉我们，该公司的资金流比较宽裕。2015 年整个家电行业面临转型发展机遇期，各家电企业不断摸索新的发展领域，有效投资项目较少，美的即使货币资金充裕也无法进行有效投资，资金被留置账面而无法产生效益。此外，美的集团在 2014 年和 2015 年分别以 270 亿和 250 亿的自有资金委托第三方投资机构进行理财活动。根据上述分析，美的集团的生产经营活动有较强的资金吸附能力使得其现金流充裕，但有效投资项目较少，因而资金易被闲置账面无法产生效益。因此，美的集团首次股份回购的动因之一即提高企业闲置资金的使用效率。

表 3.3 美的集团第一次回购前现金流

项目/年度	2013/12/31	2014/6/30	2014/12/31	2015/6/30
货币资金（亿元）	155.74	167.25	62.03	146.19
经营活动现金流量净额（亿元）	100.54	131.71	247.89	88.16
投资活动现金流出额（亿元）	21.50	278.93	314.81	100.79
现金流量比率（%）	17.75	17.76	33.89	9.95

资料来源：巨潮资讯网站

(2) 第二次股份回购

根据表 3.4 可以看出，美的集团的经营现金流量净额基本保持增长趋势，尤其是从 2016 年年末其净额达到 266.95 亿元，净现比达到 1.81，足以说明该公司主营业务强大的造血能力。从表 3.4 可知，美的集团的货币资金从 2016

年年中至 2018 年年中呈现成倍增长，2016 年年末金额达到 271.69 亿元，相比年度中期增长了 62.7%，相比 2016 年年末，2017 年中期增长率为 25.95%，2017 年年末的增长率为 41.07%。该公司 2018 年年中货币资金的账面金额创新高，达到 450.88 亿元，企业资金的利用效益可见一斑。

表 3.4 美的集团第二次回购前现金流

项目/年度	2016/6/ 30	2016/12/ 31	2017/6/ 30	2017/12/ 31	2018/6/ 30
货币资金(亿元)	166.99	271.69	342.19	482.74	450.88
经营现金流量净额(亿元)	81.29	266.95	138.96	244.43	76.14
净利润(亿元)	94.96	146.84	108.11	172.83	129.37
净现比(%)	85.60	181.80	128.54	141.43	58.85
现金流量比率(%)	8.74	29.93	10.09	20.52	6.13

资料来源：巨潮资讯网站

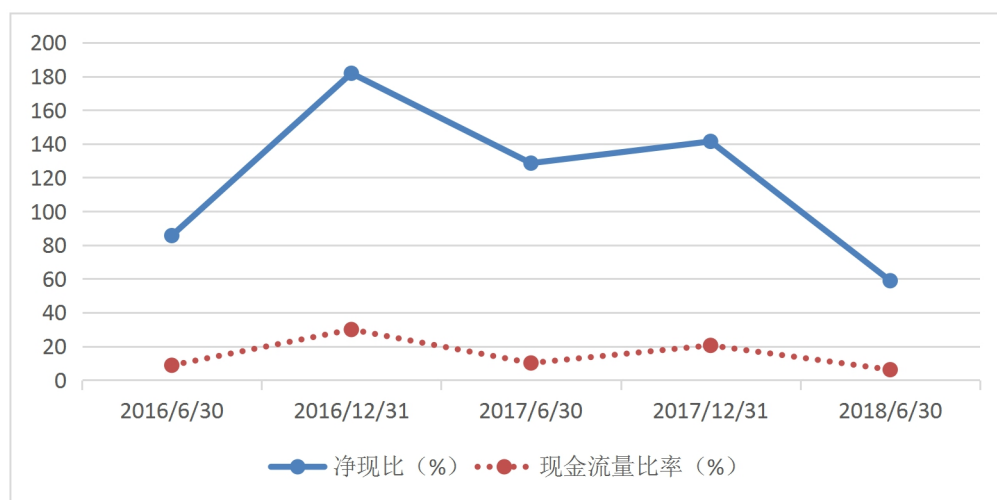


图 3.5 美的集团第二次股份回购净现比与现金流量比率

净现比和现金流量比率从净利润和流动负债两个方面体现经营活动带给企业的现金流量净额，进一步显现了企业的销售政策和回款效率。经营活动现金流净额源于经营活动所得但却用于企业各个方面的发展。根据图 3.5，美的在第二次股份回购前的两年内其净现比波动幅度较大，峰值为 1.82，而 2018 年 6 月达到最低值 0.59。现金流量比率强调企业经营所得现金对企业短期债务的偿

还比率，图 3.4 显示美的的现金流量比率在 [6%, 30%] 区间内浮动，说明公司的经营回款可偿还部分短期负债。

此外，美的集团在 2018 年以自有资金 350 亿元进行委托理财，上述分析足以说明公司的现金流充足，实施股份回购也是为了让企业资金使用效益最大化。

3.3.4 优化现金股利政策

股利分配政策是指上市公司将经营所得如何分配的问题，它的确定是企业经营状况、财务战略、股东回报等各方面博弈的综合结果。根据税差假说和财务灵活性假说，股份回购一方面可以通过资本利得的方式避免股东因上交高额税收而利益受损，另一方面可以替代、补充企业的现金股利政策，减缓现金流的持续流出带来的财务压力。

表 3.5 美的集团 2013-2018 年股利分配情况

分红年度	每 10 股 派息数 (元)	每 10 股 转增数 (股)	现金分红的 数额(含税) (万元)	合并报表中归属 于上市公司股东 的净利润(万元)	占合并报表中归属 于上市公司股东净 利润的比率(%)
2013 年	20	15	337,264.68	531,745.81	63.43
2014 年	10	0	421,580.85	1,050,222.03	40.14
2015 年	12	5	512,086.95	1,270,672.5	40.30
2016 年	10	0	646,567.73	1,468,435.7	44.03
2017 年	12	0	790,082.71	1,728,368.9	45.71
2018 年	13	0	856,158.98	2,023,077.9	42.32

资料来源：年报数据整理

根据表 3.5，从 2013 年上市来，公司的主要股利政策是以现金形式给股东分配股利，而将资本公积转化为股本只是其补充性的分配方式。美的 2013 年以派发现金股利和资本公积转增股本的双重分红形式回馈股东，双重分红比例高达 63.43%。美的在 2014 年每股仅派发了 1 元股息，在归属净利润为 105 亿元的情况下，公司对股东的回报比率却有所递减，分析认为这可能是为后期转型储备资本从而调整了股利分配政策。2015 年该公司除了每股派发 1.2 元的现金股利外，还将企业累积的部分资本公积转化为股本。公司未发行新股而股本

总额增加，对于股东来说，这无疑是一针强心剂。虽然上表显示美的在 2015 年共计发放现金股利 51.2 亿元，与 2013 年相比，在分红金额超过的情形下，现金分红占比却降低了 21.13%。此外若考虑股份回购金额，可以认为其发放股利总计为 61.2 亿元，分配率达到 48.16%。在 2015 年股市下行、股东权益受损境况下，美的通过股份回购补充现金分红以此来提高股东收益。

从表 3.5 可发现，美的在 2016-2018 年仅发放现金股利，每股股利从 2016 年 1 元/股上升至 2018 年的 1.3 元/股，即使发放的每股股利持续增长，但 2018 年发放的现金股利的比率仅为 42.32%，同比下降了 7.4%。在股价下跌、分红比例又降低的年份，为稳定投资者的信心，2018 年美的通过自有资金 40 亿元回购本公司股份 17,584,338 股，即间接分红金额为 40 亿元，分红占比为 19.77%，2018 年通过现金分红和股份回购的方式，公司总共分红 125.6 亿元，分红总额占比达到 62.09%，有助于在股市低迷期重振投资者信心，维护股东权益。

上述分析表明，美的在特殊时期选择通过股份回购的方式增加股东回报，是因为公司股东通常不会对股份回购产生像股利分配长期持续的分红期望，它的间断性使得其有助于完善公司股利政策。总之，该公司的两次股份回购都对其现金股利政策形成了部分补充与优化，增强了其财务灵活性。

3.4 美的集团股份回购实施过程

3.4.1 第一次股份回购实施过程

(1) 股份回购预案内容

根据《公司法》相关规定，上市公司针对影响公司经营发展的重大事件应及时披露。股份回购作为重大事件，公司理应对其每一阶段的信息进行公告与披露，重点事项的及时披露不仅有助于投资者正确决策，维护自身利益，也是企业积极履行义务、维护自身形象的体现。回购预案的发布只是企业实施回购的一小步，至于回购能否按照预案进行直至完成，每个企业的选择不同，做法不同。下表 3.6 列出了美的集团首次回购的基本内容。

表 3.6 美的集团第一次股份回购预案

项目	内容
回购目的	增强公司股票长期的投资价值；维护股东利益, 提高股东回报；维持股价稳定；
回购方式	集中竞价交易
回购定价	不超过 48.54 元/股
回购种类	本公司已发行的 A 股股票
回购数量、占比	预计回购不少于 2060 万股，占总股本约 0.48%
回购资金总额	回购资金总额不超过 10 亿元
资金来源	自有资金
回购股份期限	自回购方案被股东大会审议通过后的一年内实施完毕
回购股份用途	注销

资料来源：根据公司公告整理

(2) 股份回购结果

表 3.7 美的集团 2015 年股份回购注销前后股本变动情况

	注销前		本次回购后 注销数量 (股)	注销后	
	股份数量 (股)	比例		股份数量 (股)	比例
有限售条件流通股	2,026,343,750	47.18%	0	2,026,343,750	47.50%
无限售条件流通股	2,268,962,398	52.82%	29,591,644	2,239,370,754	52.50%
股份总数	4,295,306,148	100%	29,591,644	4,265,714,504	100%

资料来源：根据公司公告整理

依据美的集团 2015 年的第 58 号公告，该公司首次回购从回购提案被通过至将回购股份注销完成，共历经 25 天。美的的回购总金额、回购股数等都符合其前期发布的回购预案，表明公司的回购预案并非虚张声势，而是在后期的实施过程中，预案内容被一一落实。由表 3.7 可看出，美的在完成既定回购计划并将回购股份注销后，公司总股数由 42.95 亿股减少至 42.66 亿股。该公司在注销完成后依据相关法律规定修改了公司章程中的注册资本和股份总数，虽然

此次回购总计金额较大，但占总股本的比例较小，且在此次股份回购之后美的集团放弃了原计划中二期回购计划的执行。

3.4.2 第二次股份回购实施过程

(1) 股份回购预案内容

美的集团第二次的股份回购金额是首次回购金额的 4 倍，回购金额达到公司资产总额的 1.61%、所有者权益的 5.43%，这样大额回购股份在家电行业内甚至所有实施股份回购的企业中也是很少见的。具体内容如表 3.8 所示：

表 3.8 美的集团第二次股份回购预案

项目	内容
回购目的	维护投资者利益；股价与公司价值匹配，维护公司形象；
回购方式	集中竞价交易
回购定价	不超过 50 元/股
回购种类	本公司已发行的 A 股股票
回购数量、占比	预计可回购不少于 8000 万股，占总股本约 1.2%
回购资金总额	回购资金总额不超过 40 亿元
资金来源	自有资金
回购股份期限	自股东大会审议通过后的一年内实施完毕
回购股份用途	注销

资料来源：根据公司公告整理

(2) 股份回购结果

美的集团在 2015 年完成首次股份回购，原定 2016 年第二轮股份回购搁浅的情形下，于 2018 年股价大跌时积极响应国家政策发布并实施了第二次股份回购。虽然美的的两次回购都针对无限售条件流通股，但第二次回购在数量、金额、时间方面远远超过首次股份回购。如表 3.9 所示，第二次回购规模达到 95,105,015 股，是首次回购数量的 3.2 倍，金额是首次回购的 4 倍，每股的回购价格区间为 [36.49, 48.40]。美的集团 2019 年第 4 号公告显示，美的集团在

回购完成后就注销了回购的 95,105,015 股股份。在 2018 年股市受灾、股东权益被严重损害的情况下，美的集团的第二次回购显示了美的足够的诚意和大企业的担当。

表 3.9 美的集团 2018 年股份回购注销前后股本变动情况

	注销前		本次回购后 注销数量 (股)	注销后	
	股份数量(股)	比例		股份数量(股)	比例
有限售条件流通股	147,174,760	2.21%	0	147,174,760	2.24%
无限售条件流通股	6,515,855,746	97.79%	95,105,015	6,420,750,731	97.76%
股份总数	6,663,030,506	100%	95,105,015	6,567,925,491	100%

资料来源：根据公司公告整理

4 美的集团股份回购财务效应分析

不同的上市公司实施股份回购的出发点不一样，对企业的影响也因企业特质而异。美的集团在不同的背景下发起的两次股份回购，自然会产生不同的财务效应。

4.1 财务绩效指标分析

下文将对其两次股份回购分别进行财务能力分析，探析其对企业财务相关指标的影响，最后利用因子分析法选取 2013-2019 年数据对两次回购的财务绩效影响进行综合分析。

4.1.1 第一次股份回购财务指标分析

(1) 偿债能力分析

本文意欲通过选取的下表中的指标来分析回购前后公司短期偿债能力的变化：

表 4.1 短期偿债能力指标

指标/季度	2014/12/31	2015/3/31	2015/6/30	2015/9/30	2015/12/31
流动比率	1.18	1.20	1.21	1.25	1.30
速动比率	0.97	1.07	1.10	1.14	1.15
现金比率 (%)	10.23	12.51	18.56	13.16	17.93
现金流量比率 (%)	33.89	2.94	9.95	22.54	37.17

资料来源：新浪财经网数据整理

依据表 4.1，在 2015 年美的利用经营所得资金实施回购时，其第三季度现金比率相比上一季度降低了 5.4%，但仍保持较好水平。现金流量比率展示了企业经营所获现金偿还负债的能力，数据显示股份回购后 2015 年第三季度现金流量比率同比增长了 14.5 个百分点，而年末比率 37.17% 是一季度 2.94% 的 12.6 倍，比值增长的背后是美的通过优化产品组合，带动利润率持续增长的现实，经营业绩的良性增长使得其资金流可正常流通。理论上，完全依靠企业自身资

金实施回购，意味着企业流动性最强的资产减少，公司偿债能力将难免受到影响。然而现实是，美的首次回购当期的流动比率和速动比率并未出现预想中下跌情形，即公司偿债能力并未降低。究其原因，美的在实施回购的同时对公司的负债规模进行整体调整，积极偿还短期借款，缴纳应交税收，致使流动负债环比降低了 9.7%，最终结果是流动比率和速动比率环比提高，说明此次股份回购结束后，美的资产的周转速度加快，也显现了公司资产管理效率的提升。总之，上述分析表明股份回购对美的短期偿债能力影响较小。

表 4.2 长期偿债能力指标

指标/季度	2014/12/31	2015/3/31	2015/6/30	2015/9/30	2015/12/31
资产负债率 (%)	61.98	63.65	63.01	59.75	56.51
产权比率 (%)	159.98	172.25	168.99	147.48	128.67
权益乘数	2.60	2.75	2.70	2.48	2.29

资料来源：新浪财经网数据整理

表 4.2 财务数据显示，公司 2015 年年初至年末资产负债率的浮动区间为 [56.51%, 63.65%]，与行业均值 42.68% 相较，该公司负债的相对规模超出了整个家电行业的标准。回购结束后，其资产负债率出现小幅下降，主要是由于集团管理层开始有意识的降低资产负债率，长短期借款的偿还致使负债总额环比下降 10.14%。美的集团股份回购后资产负债率的变化与理论研究出现偏差，主要是因为美的在回购过程中对公司整体资产负债率进行多方面调节，有计划地调整公司的资本构成比例，致使其长期偿债能力并未因股份回购下降。

(2) 营运能力分析

应收账款的实质是企业无偿出借资金给下游经销商，应收账款周转率衡量的是企业管理自有资产的效率和能力。如表 4.3 数据显示，美的 2015 年每个季度应收账款的周转次数大致相当，但与 2014 年比较，股份回购实施当季以及实施完成后财务指标值出现下降。存货的周转速度率不仅 2015 年持续加快，也高于 2014 年同期周转速度，原因在于美的在 2015 年的行业危机中逆势发展，逐渐摒弃粗放式的生产方式，转而实施精益化管理。公司 2015 年的资产周转速度

相比 2014 年同期减缓，其中第三季度相比下降 15.53 个百分点，第四季度下降了 14.6%。

表 4.3 营运能力指标

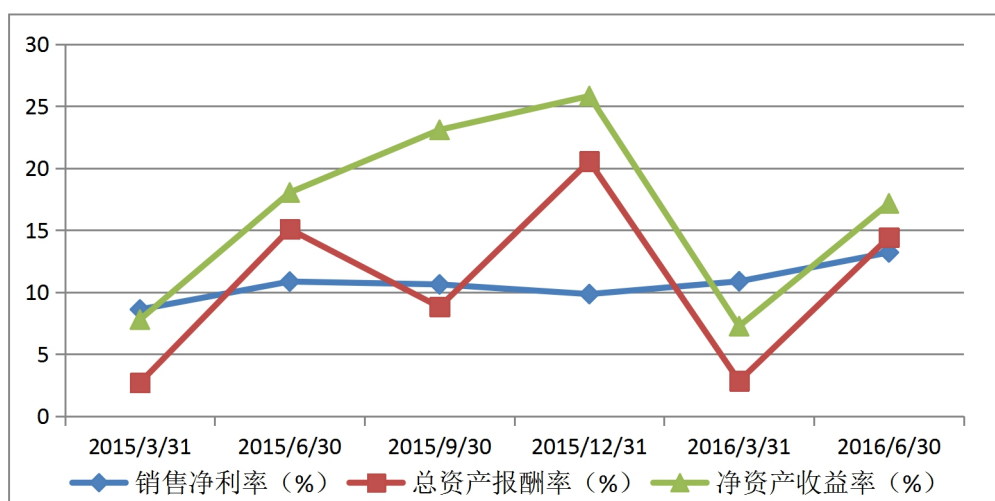
指标/ 季度	2014/9/ 30	2014/12/ 31	2015/3/ 31	2015/6/ 30	2015/9/ 30	2015/12/ 31
应收账款周转率	11.86	16.39	3.71	7.18	11.06	14.03
存货周转率	6.23	6.99	2.38	4.75	6.96	8.06
总资产周转率	1.03	1.30	0.33	0.63	0.87	1.11

资料来源：新浪财经网数据整理

总的来说，美的集团在 2015 年行业萧条、市场遇冷期，改变原有商业模式，同时通过股份回购来进一步提升企业的股价及影响力，虽然相关营运能力指标出现下跌，但下跌幅度较小，指标的小幅变动表明股份回购并未对公司的营运能力产生较大影响。

(3) 盈利能力分析

盈利能力相关指标体现了企业利用资产获取纯利润的能力，下文从产品、资产、资本三方面的获利能力进行具体分析。



资料来源：新浪财经网数据整理

图 4.1 盈利能力指标

根据图 4.1，公司的销售净利率基本稳定，2016 年 2 季度出现小幅增长，

并未受到 2015 年市场需求萎缩的影响,这也是公司持续改革的结果。总资产报酬率总体波动较大,尤其是从 2015 年 2 季度的 15.08%下降至 3 季度的 8.08%,美的首次回购后总资产减少了 31%,但公司短期借款和长期借款分别减少了 49%和 30%,导致企业利息支出缩减引起资产报酬率的下降,而在年末时又飙升至 20.56%。净资产收益率从 2015 年 1 季度的 7.78%持续增长至 4 季度的 25.83%,表明股本盈利能力持续向好。通过上述分析可知,该公司首次回购后盈利能力出现小幅增长。

(4) 成长能力分析

理论分析认为企业进行股份回购并注销会减少企业总资产,将减缓成长势头,下文将通过指标分析对其进行验证。

表 4.4 成长能力指标

指标 (%) / 季度	2014/9/30	2014/12/31	2015/3/31	2015/6/30	2015/9/30	2015/12/31
营收增长率	16.36	17.10	10.63	6.7	2.1	-2.27
总资产增长率	18.68	24.08	19.38	20.26	15.99	7.11
净利润增长率	45.66	40.35	27.62	23.98	20.21	16.99

资料来源:新浪财经网数据整理

如表 4.4 数据,2015 年美的的营业收入增长率呈现下跌态势,2 季度的增长率为 6.7%,经过 3 季度的持续下滑,年末负增长了 2.27%,其中空调及零部件、电机相比 2014 年同期分别下跌 11.30%、10.36%。美的的经营业绩的下滑正是整个家电行业不景气的缩影,数据显示,2015 年家电全行业的营收额达到 1.4 万亿元,累计同比下降 0.4%。整个 2015 年美的总资产的增长速度急剧下滑,从年初的 24.08%跌至年底的 7.11%,数据表明虽然 2015 年美的集团的规模在扩张,但扩张速度和质量远不及 2014 年。净利润增长率整体变化趋势同于前两个指标,但下跌速度却较缓,说明美的在营收不佳的情形下,积极控制生产成本与费用,以此保证利润额的足额获取。综合分析,股份回购对企业的成长能力存在负面效应,资金的直接支付以及资产总额的减少不利于企业做大做强。

4.1.2 第二次股份回购财务指标分析

(1) 偿债能力分析

与2017年同期相比,表4.5数据显示公司在回购期间其流动比率基本未发生变化,只是第四季度的流动比率小幅跌至1.40,回购结束后,2019年前半年的流动比率相比逐渐上升。回购结束后的速动比率与流动比率以上升的变动趋势来表明公司偿债能力的逐渐增强。现金比率相比前两个指标变动较大,回购期间,现金比率同比2017年下降幅度分别达到4.97%和47.18%。

表 4.5 短期偿债能力指标

指标/ 季度	2017/9/ 30	2017/12/ 31	2018/9/ 30	2018/12/ 31	2019/3/ 31	2019/6/ 30
流动比率	1.42	1.43	1.42	1.40	1.48	1.49
速动比率	1.21	1.18	1.22	1.18	1.30	1.30
现金比率 (%)	36.25	40.54	34.45	21.41	21.38	26.80
现金流量比率 (%)	17.46	20.52	15.88	21.39	8.73	16.27

资料来源: 新浪财经网数据整理

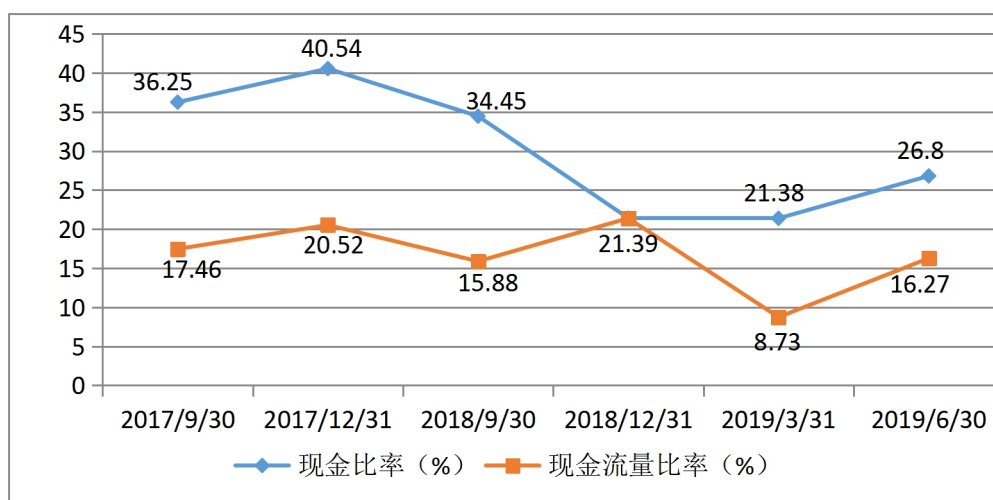


图 4.2 短期偿债能力指标

由图 4.2 得出,股份回购前现金比率的数值呈现上升状态,但在回购期间却呈现直线下降的态势,2018 年年末跌至最低值 21.41%,说明随着回购进程

的持续，现金也缓缓流出企业，流动性最强的资产减少使得其对流动负债的偿还保障度降低。相比现金比率，现金流量比率在回购期间总体平稳，说明美的在回购期间的经营资金回流能力尚可。综上所述，该公司的第二次股份回购行为，以自有资金进行的大额股份回购行为短期内会对企业的偿债能力产生了负向作用，降低企业短期偿债能力。

表 4.6 长期偿债能力指标

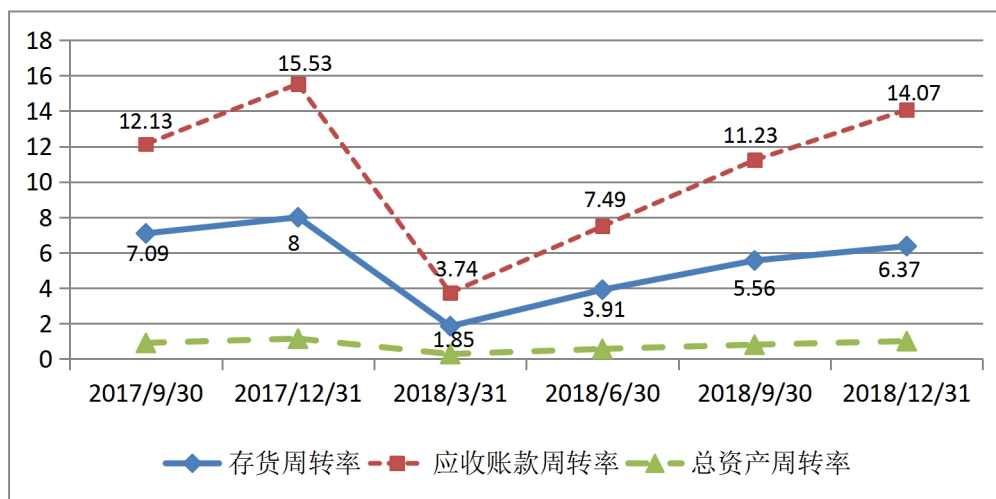
指标/季度	2017/9/ 30	2017/12/ 31	2018/9/ 30	2018/12/ 31	2019/9/ 30	2019/12/ 31
资产负债率 (%)	66.86	66.58	64.16	64.94	64.34	65.29
产权比率 (%)	184.41	183.39	169.61	175.57	171.51	178.92
权益乘数	3.03	2.99	2.94	2.85	2.80	2.88

资料来源：新浪财经网数据整理

从表 4.6 可以看出，美的第二次股份回购前后权益乘数基本保持稳定，相比 2017 年的 3、4 季度数值，回购期间权益乘数虽有下降但幅度较小，在回购结束后，权益乘数逐渐回升。理论上，回购行为以权益资本的减少为支点撬动总资产减少和资产负债率的上升。反观上表数据，相比 2017 年同期数据，该公司的资产负债率在回购期间的变动趋势与理论所述相反，下降幅度保持在 2%-4% 之间。通过研读年报发现，随着其战略的实施，公司 2018 年资产总额上大致增加了 3 个百分点，再加上管理者以减少短期借款、应付账款、应收票据等方式使得其负债总额在 2018 年第三季度下降了 0.3%，因而 2018 年第三季度的资产负债率下跌了 3.6%。产权比率虽有所波动，但总体较稳定。据上述分析可得出美的的大额股份回购并未对其长期偿债能力产生负面结果。

(2) 营运能力分析

考虑到美的集团作为制造业企业，存货量大且其收入主要依靠产品销售等特性，因而从存货、应收账款、总资产三方面来进行营运能力分析。



资料来源：新浪财经网数据整理

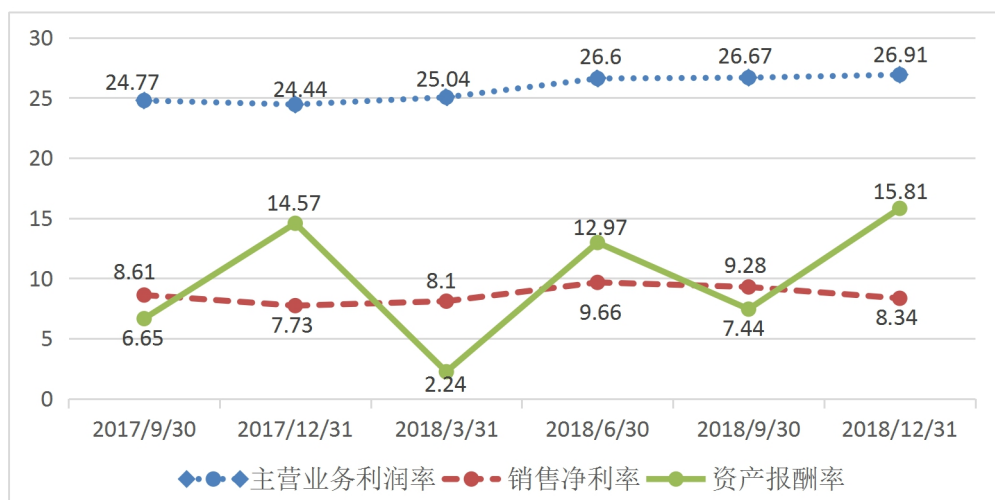
图 4.3 营运能力指标

根据图 4.3，可以看出 2018 年存货周转率较为平稳的上升，第四季度为 6.37，相比第一季度的 1.85 增长了 2.4 倍。与 2017 年后半年的周转速度相比回购期间的存货周转率下降幅度分别为 21.58%、20.38%，表明公司的存货管理水平有待加强。总资产周转率 2018 年整体较为平稳，相比 2017 年同期，2018 年股份回购期间的总资产周转率存在小幅度下降，第 3、4 季度下降比例分别为 10.99%、12.17%。应收账款周转率指标可衡量公司现金回收的速度与能力，尤其对于制造业企业而言，快速的资金回笼不仅是供应链上企业地位的体现，更是维持公司正常运转的必需品。美的 2018 年每季度应收账款周转次数大致相等，但相比 2017 年同期数据，股份回购期间应收账款的周转速度仍存在些许下降。综上所述，美的 2018 年回购期间的营运能力指标相比 2017 年同期指标数值皆存在下降的现象，说明美的的第二次以自有资金进行的大额股份回购对企业正常营运能力产生了负面影响。

(3) 盈利能力分析

资产报酬率是指企业通过资产消耗、转换获取收益的能力，体现了公司资产的利用效率和效益。根据图 4.4，2018 年 3 月末的资产报酬率低至 2.24%，第四季度达到 15.81%。2018 年 1 季度资产总额增加了 1.8%致使出现上述差距，而 2、3 季度指标值的波动是 3 季度息税前利润增幅下跌所致。根据图 4.4 可知股份回购期间的资产报酬率高于 2017 年同期数据，同期涨幅在 8%-11%之间。主营业务利润率体现了企业产品价值、定价策略、费用控制的得当度，2018 年

第 4 季度达到最高值为 26.91%，回购期间的主营业务利润率高出 2017 年同期指标值 7%左右。总体来看，美的主要产品和服务的获利能力缓慢增强。



资料来源：新浪财经网数据整理

图 4.4 盈利能力指标

销售净利率直接体现了企业销售产品或者服务所带来的净收益。图 4.4 显示美的的销售净利率基本稳定，指标值维持在 7.73%–9.66%之间，回购期间销售净利率虽有所下降，但仍高于 2017 年同期数据。综上所述，美的集团的股份回购行为提升了其盈利能力。

(4) 成长能力分析

本文借助下表各成长指标来分析股份回购对美的的未来发展潜力的影响。

表 4.7 成长能力指标

指标 (%) / 季度	2017/9/ 30	2017/12/ 31	2018/3/ 31	2018/6/ 30	2018/9/ 30	2018/12/ 31
营收增长率	60.64	51.35	16.7	14.6	10.06	7.87
净利润增长率	17.08	17.33	20.49	19.32	18.56	16.33
总资产增长率	48.59	45.43	11.8	8.65	5.97	6.29

资料来源：新浪财经网数据整理

观察表 4.7 中所列的成长能力指标的变动状况，可以看出美的 2018 年成长

速度减缓。总资产增长率持续下跌，从 2017 年 3 季度的 48.59% 下跌至 2018 年 4 季度的 6.29%，下降幅度达到 87.05%，一方面是由于美的以经营资金回购股份并注销致使总资产额下降，另一方面与 2018 年住宅产业低迷、家电消费需求减缓有关。净利润增长率呈现先上升后下降的趋势，2018 年 1 季度增长率达到峰顶为 20.49%，回购期间的增长率呈现下降趋势，而 2017 年同期数据表现为增长态势。主营业务收入增长率从 2017 年第三季度的 60.64% 下跌至 2018 年年末的 7.87%，尤其是 2018 年 1 季度几乎处于断崖式的下跌，相比年初增长率下跌幅度达到 67.48%。传统家电产品，譬如暖通空调和消费电器仍旧是美的的创收的得力干将，而新加入的机器人板块创收能力并不稳定，2018 年下降了 5.03%。冰冷的市场加之股份回购致使美的 2018 年的成长力指标稍显逊色。

4.1.3 基于因子分析法对财务绩效指标综合评价

上述四个方面能力的分析结果表明美的的股份回购事件在某个时期内对企业各方面有或正或负的影响。但由于上述分析过程仅是以股份回购期某方面能力为分析对象，缺乏对财务指标的整体分析，使得分析独立且片面，针对股份回购对企业整个财务绩效的影响力度较弱。为了克服上述问题，本文借助因子分析法对财务绩效指标进行综合分析，以此得出更加详细且准确的结论。

因子分析法的关键是从众多变量中依据特征值的大小选取公共因子，以公因子为计算分析依据对事件进行研究分析。对于因子分析法来说，指标的选取大有讲究。在选取过程中应充分考虑研究对象的特征，不同的特征意味着指标的选取应该相异，若不顾研究对象的差异性就进行指标选取，研究结果的说服力将大打折扣。此外，因子分析法更强调因子之间的相关性，在利用 SPSS 软件分析数据前，必须检测指标数据间的相关性是否达标。本文依据家电行业存货多、资金需求量大及主营业务是其主要收入来源等特征，综合考虑之下选取了下表所列的 12 个指标来进行具体分析与论证。

表 4.8 财务绩效评价指标

	指标名称	变量
	销售净利率	X ₁
盈利能力	总资产净利润率	X ₂
	净资产收益率	X ₃
	应收账款周转率	X ₄
营运能力	存货周转率	X ₅
	总资产周转率	X ₆
	流动比率	X ₇
偿债能力	速动比率	X ₈
	资产负债率	X ₉
成长能力	主营业务收入增长率	X ₁₀
	净利润增长率	X ₁₁
	总资产增长率	X ₁₂

(1) 原始数据的采集与转化

为提升论文研究结果的全面性，本文以 2013-2019 年 7 年的数据作为分析基础。由于所选指标的异质性，为使分析结果更加合理，本文以全部指标越大越好为准，因此利用下列公式将所选指标进行统一的正向化、标准化处理：

$$X_i = \frac{1}{1 + |M_i - X_i|}$$

上述式子中，M_i 是指标 X_i 的适中值。

各类指标的相对化有助于指标横纵比较，因而需要将各类指标进行转化，转化公式具体如下：

$$Z = \frac{(x_i - \bar{x})}{\sqrt{\text{Var}(x)}}$$

下表 4.9 展示的是经过标准化、正向化转化后的数据。

表 4.9 标准化、正向化的数据

季度/ 指标	销售净 利率	总资产 净利润 率	净资产 收益率	应收账 款周转 率	存货周 转率	总资产 周转率	流动比 率	速动比 率	资产负 债率	主营业 务收入 增长率	净利润 增长率	总资产 增长率
2013年 1季度	0.0616	0.0208	0.0669	0.7158	1.9032	0.3376	0.5240	0.9048	0.8716	0.2011	0.4001	0.0471
2013年 2季度	0.0719	0.052	0.1565	0.2573	4.5912	0.7234	0.5256	0.9454	0.8943	0.1404	0.4078	-0.034
2013年 3季度	0.0721	0.0729	0.1258	0.1402	6.2238	1.0117	0.5319	0.9549	0.9003	0.147	0.3445	0.0004
2013年 4季度	0.0686	0.0899	0.1619	0.0862	6.5027	1.3101	0.5415	0.8968	0.9117	0.1791	0.3512	0.1050
2014年 1季度	0.0746	0.0272	0.0723	0.7851	2.1055	0.364	0.5444	0.9909	0.8823	0.2150	0.4707	0.1464
2014年 2季度	0.0933	0.0671	0.1850	0.1823	4.5414	0.7192	0.5411	0.9842	0.8749	0.1728	0.5221	0.2487
2014年 3季度	0.0902	0.0925	0.2351	0.1015	6.2274	1.0254	0.5501	0.9746	0.8940	0.1636	0.4567	0.1868
2014年 4季度	0.0822	0.1072	0.2661	0.0695	6.9939	1.3043	0.5499	1.0243	0.8930	0.1711	0.4036	0.2408
2015年 1季度	0.0860	0.0285	0.0778	0.5836	2.3833	0.3313	0.5554	0.9348	0.8799	0.1063	0.2762	0.1939
2015年 2季度	0.1085	0.0683	0.1804	0.193	4.7467	0.6297	0.5600	0.9099	0.8849	0.067	0.2398	0.2006
2015年 3季度	0.1062	0.929	0.231	0.1103	6.963	0.8748	0.5703	0.878	0.9112	0.021	0.2021	0.1599
2015年 4季度	0.0984	0.1094	0.2583	0.0831	8.0618	1.1114	0.5871	0.8684	0.9389	-0.0228	0.1699	0.0711
2016年 1季度	0.1087	0.0301	0.0725	0.703	2.6405	0.2771	0.5812	0.859	0.9194	-0.0963	0.1413	0.0890
2016年 2季度	0.1320	0.0690	0.1716	0.2197	5.4844	0.5232	0.5736	0.8666	0.8882	-0.0604	0.1433	0.1814
2016年 3季度	0.1182	0.0942	0.2194	0.1238	8.0282	0.7976	0.6004	0.8252	0.9129	0.0449	0.1626	0.2132
2016年 4季度	0.0997	0.1059	0.2402	0.0881	8.8676	1.0623	0.6070	0.8494	0.9127	0.1488	0.1642	0.3241
2017年 1季度	0.0784	0.0236	0.0664	0.5567	2.3818	0.3014	0.5248	0.9345	0.8543	0.5585	0.1246	0.5272
2017年 2季度	0.093	0.0575	0.163	0.1792	5.097	0.6197	0.5276	0.9552	0.8508	0.6053	0.1287	0.3792
2017年 3季度	0.0861	0.078	0.2106	0.0987	7.0879	0.9058	0.6335	0.8232	0.8557	0.6064	0.1708	0.4859
2017年 4季度	0.0773	0.0889	0.2344	0.0739	8.0078	1.1498	0.6353	0.8485	0.8578	0.5135	0.1733	0.4543

续表 4.9

季度/ 指标	销售净 利率	总资产 净利润 率	净资产 收益率	应收账 款周转 率	存货周 转率	总资产 周转率	流动比 率	速动比 率	资产负 债率	主营业 务收入 增长率	净利润 增长率	总资产 增长率
2018年 1季度	0.0810	0.0226	0.0663	0.5743	1.8541	0.2786	0.6521	0.8041	0.8681	0.1670	0.2049	0.1180
2018年 2季度	0.0966	0.0552	0.1631	0.1820	3.9077	0.5715	0.6199	0.8363	0.8699	0.1460	0.1932	0.0865
2018年 3季度	0.0928	0.0756	0.216	0.1083	5.5566	0.8153	0.6342	0.8162	0.876	0.1006	0.1856	0.0597
2018年 4季度	0.0834	0.0846	0.2435	0.0829	6.3688	1.0147	0.6261	0.8509	0.87	0.0787	0.1633	0.0628
2019年 1季度	0.0870	0.0241	0.0684	0	2.0053	0.2772	0.6574	0.7684	0.8746	0.0784	0.1586	0.1043
2019年 2季度	0.1044	0.0586	0.1640	0.1904	4.0349	0.5615	0.6603	0.7659	0.8674	0.0782	0.1655	0.1316
2019年 3季度	0.1012	0.0815	0.2170	0.1094	5.8398	0.8048	0.6879	0.7349	0.8817	0.0737	0.1713	0.1116
2019年 4季度	0.0909	0.0894	0.2381	0.0792	6.3752	0.9837	0.6667	0.7842	0.8741	0.0714	0.1675	0.1451

选取的变量间具有较强的相关性是使用因子分析法的先决条件，本文以KMO和Bartlett球形度检验来证实变量间的相关性。KMO为0.5是分水岭，当KMO超过0.5时就可以对所选取的变量进行因子分析。表4.10显示本文中选取数据的KMO为0.602>0.5。此外下表显示Bartlett球形度检验的显著性值为0，未超过界限值0.05，因此因子分析可以适用于下文的分析。

表 4.10 KMO 和 Bartlett 检验

KMO 取样適切性量数	0.602
近似卡方	301.68
Bartlett 球形度检验	
自由度	66
显著性	0.000

(2) 公因子选择

下表4.11显示，初始特征值大于1的因子有4个，所以本文将选取前4个因子作为下文分析中的公因子。第1个公因子能对12个变量总方差的解释度

达到 33.273% (3.993/12*100)，第 2 个因子的初始解为 2.656，能解释 12 个变量的 22.129%，第 3 个因子和第 4 个因子的解释度分别为 19.604%和 9.668%。其次，在提取载荷平方和列中，4 个因子的累计解释率达到了 84.675%，因此，选取的公因子可以对总体变量进行较为全面的解释。因子的旋转会引起方差百分比产生变化，但对总体累计解释率并无影响。总的来说，前 4 个因子是对 12 个财务指标具有代表性的因子，所以可利用这 4 个因子创建全新的财务绩效评价体系。

表 4.11 总方差解释

成分	初始特征值			提取载荷平方和			旋转载荷平方和		
	总计	方差百分比	累积%	总计	方差百分比	累积%	总计	方差百分比	累积%
1	3.993	33.273	33.273	3.993	33.273	33.273	3.549	29.579	29.579
2	2.656	22.129	55.403	2.656	22.129	55.403	2.747	22.89	52.469
3	2.352	19.604	75.007	2.352	19.604	75.007	2.258	18.817	71.286
4	1.16	9.668	84.675	1.16	9.668	84.675	1.607	13.388	84.675
5	0.728	6.067	90.742						
6	0.479	3.992	94.734						
7	0.282	2.35	97.084						
8	0.171	1.422	98.505						
9	0.081	0.678	99.183						
10	0.043	0.359	99.542						
11	0.033	0.276	99.818						
12	0.022	0.182	100						

(3) 因子旋转及命名

本文利用方差最大化 Kaiser 正交旋转法，利用 spss25.0 进行了 5 次的旋转迭代后得到表 4.12。根据表 4.12，将提取的公因子可以表示为 f1、f2、f3、f4。其中 f1 中的总资产周转率、存货周转率载荷值较高，将 f1 命名为营运能力因子；f2 中流动比率、速动比率、资产负债率的载荷较高，f2 可表示偿债能力；f3 中总资产增长率、主营业务收入增长率的载荷值高于其他变量，将其命名为成长能力因子，f4 销售净利润率和总资产净利润率的载荷较高，可代表盈利能力。

表 4.12 旋转后的成分矩阵

	f1	f2	f3	f4
总资产周转率	0.966	0.152	-0.043	-0.048
存货周转率	0.929	-0.033	0.047	0.269
净资产收益率	0.919	-0.108	0	0.216
应收账款周转率	-0.851	0.28	-0.006	-0.059
速动比率	-0.032	0.954	0.122	-0.016
流动比率	0.18	-0.927	-0.063	-0.111
净利润增长率	0.019	0.772	-0.26	-0.383
总资产增长率	0.097	0.016	0.925	0.199
主营业务收入增长率	0.044	0.155	0.913	-0.295
资产负债率	0.264	0.249	-0.677	0.447
销售净利率	0.041	-0.408	-0.13	0.776
总资产净利润率	0.263	0.118	-0.069	0.628

(4) 计算因子得分

因子得分系数矩阵显示了本文选取 12 个指标对 4 个公因子的具体系数。

表 4.13 因子得分系数矩阵

	f1	f2	f3	f4
Zscore:销售净利率	-0.104	-0.078	0.033	0.518
Zscore:总资产净利润率	-0.007	0.112	0.049	0.437
Zscore:净资产收益率	0.255	-0.007	0.013	0.018
Zscore:应收账款周转率	-0.254	0.09	0.008	0.108
Zscore:存货周转率	0.251	0.028	0.043	0.069
Zscore:总资产周转率	0.312	0.064	-0.038	-0.167
Zscore:流动比率	0.062	-0.365	-0.065	-0.214
Zscore:速动比率	0.003	0.365	0.074	0.107
Zscore:资产负债率	0.031	0.131	-0.256	0.234
Zscore:主营业务收入增长率	0.045	0.047	0.389	-0.092
Zscore:净利润增长率	0.075	0.25	-0.157	-0.245
Zscore:总资产增长率	-0.012	0.047	0.457	0.26

旋转后的因子得分表达式为:

$$F1 = -0.104X_1 - 0.007X_2 + 0.255X_3 - 0.254X_4 + 0.251X_5 + 0.312X_6 + 0.062X_7 + 0.003X_8 + 0.031X_9 + 0.045X_{10} + 0.075X_{11} - 0.012X_{12}$$

$$F2 = -0.078X_1 + 0.112X_2 - 0.007X_3 + 0.09X_4 + 0.028X_5 + 0.064X_6 - 0.365X_7 + 0.365X_8 + 0.131X_9 + 0.047X_{10} + 0.25X_{11} - 0.047X_{12}$$

$$F3=0.033X_1+0.049X_2+0.013X_3+0.008X_4+0.043X_5-0.038X_6-0.065X_7+0.074X_8-0.256X_9+0.389X_{10}-0.157X_{11}+0.457X_{12}$$

$$F4=0.518X_1+0.437X_2+0.018X_3+0.108X_4+0.069X_5-0.167X_6-0.214X_7+0.107X_8+0.234X_9-0.092X_{10}-0.245X_{11}+0.26X_{12}$$

利用公式 $F=(29.579\%F1+22.89\%F2+18.817\%F3+13.388\%F4)/84.675\%$ ，借助 spss25 得到如下美的 2013-2019 年的财务绩效综合得分及排名表。

表 4.14 财务绩效得分及排名

时间/公因子	f1		f2		f3		f4		f	
	得分	排名	得分	排名	得分	排名	得分	排名	得分	排名
2013 年 1 季度	-1.47	24	0.97	7	-0.41	20	-1.27	28	-0.46	24
2013 年 2 季度	0.02	16	1.15	5	-0.99	26	-1	27	-0.05	15
2013 年 3 季度	0.48	12	1.12	6	-0.86	25	-0.85	25	0.12	13
2013 年 4 季度	1.05	5	0.96	8	-0.69	24	-0.92	26	0.28	9
2014 年 1 季度	-1.48	25	1.46	2	-0.18	11	-0.62	20	-0.22	19
2014 年 2 季度	0.11	15	1.32	3	0.14	6	-0.23	13	0.33	8
2014 年 3 季度	0.9	6	1.25	4	-0.23	14	-0.21	12	0.48	5
2014 年 4 季度	1.42	1	1.49	1	0.06	7	-0.3	14	0.73	1
2015 年 1 季度	-1.45	23	0.54	10	-0.02	8	0.08	10	-0.3	21
2015 年 2 季度	-0.24	18	0.17	13	-0.04	9	0.79	6	0.07	14
2015 年 3 季度	0.53	10	0.63	9	-0.3	17	3.13	1	0.66	2
2015 年 4 季度	1.14	3	0.06	14	-1.25	28	0.75	7	0.21	10
2016 年 1 季度	-1.82	28	-0.21	15	-1.11	27	1.31	4	-0.62	26
2016 年 2 季度	-0.55	21	-0.47	17	-0.27	15	1.8	2	-0.08	16
2016 年 3 季度	0.49	11	-0.5	18	-0.33	18	1.38	3	0.15	12
2016 年 4 季度	1.11	4	-0.22	16	0.22	5	0.84	5	0.43	7
2017 年 1 季度	-1.53	27	0.53	11	2.54	1	0.36	9	0.2	11
2017 年 2 季度	-0.2	17	0.45	12	2.27	2	0.38	8	0.52	4
2017 年 3 季度	0.77	9	-0.7	21	2.25	3	-0.37	17	0.44	6
2017 年 4 季度	1.27	2	-0.5	19	1.92	4	-0.69	21	0.53	3
2018 年 1 季度	-1.49	26	-1.01	24	-0.17	10	-0.84	24	-0.82	27
2018 年 2 季度	-0.32	19	-0.79	22	-0.2	12	-0.31	15	-0.36	22
2018 年 3 季度	0.42	14	-0.92	23	-0.47	22	-0.51	18	-0.24	20
2018 年 4 季度	0.86	7	-0.69	20	-0.38	19	-0.79	22	-0.08	16
2019 年 1 季度	-0.91	22	-1.56	27	-0.47	21	-0.8	23	-0.82	28
2019 年 2 季度	-0.37	20	-1.53	26	-0.23	13	-0.15	11	-0.52	25
2019 年 3 季度	0.44	13	-1.72	28	-0.53	23	-0.34	16	-0.41	23
2019 年 4 季度	0.81	8	-1.29	25	-0.28	16	-0.6	19	-0.19	18

美的集团的首次回购在 2015 年第三季度实施，表 4.14 显示回购前期即 2014 年公司的财务综合绩效得分和排名表现良好，2014 年第 4 季度的综合排名在所选取的 28 个季度中排名第一，主要得益于 f1 营运因子和 f2 偿债因子得分最高，出现如此现状的原因是公司坚持做优质产品的提供者，并积极布局全球化战略以使资本、劳动力的效率最大化。同时公司精简组织层级，加强核心渠道建设，通过“四位一体”旗舰店的扩张和电子商务公司的成立来加速企业资产的周转。通过持续努力，2014 年其存货占总资产的比例相比同期下降 3.19%，短期借款和长期借款也分别出现了 4.1%和 0.71%的下降。整体来说，美的集团 2014 年经营业绩较好。

但到了 2015 年，伴随着整体市场萧条的持续，美的财务绩效表现不佳，尤其是 f1 营运因子排名靠后。家电行业存货量大，资产尤其是存货的快速周转是其核心竞争力之一，2015 年消费需求的减缓致使存货积压，周转速度减缓，导致财务绩效表现不佳。在产品销售受阻，投资者信心大减，股价下跌的境遇下美的集团发布首次回购计划。单从财务绩效综合得分来看，股份回购总体提升了财务绩效，2015 年第 3 季度的财务绩效跃居第 2，但也只是短期效应，回购完成后从 2015 年 4 季度至 2016 年全年综合排名持续落后，除了 f4 盈利能力表现较好外，其他因子排名靠后，甚至出现垫底状态，体现了股份回购完成的后续负向作用。

根据表 4.14 数据，美的 2017 年的财务绩效得分及排名远远高于 2018 年，2017 年 4 个季度中第四季度的 f1 营运因子排名第 2，成长因子 f3 更是全年持续位居前列，这也是美的集团 2017 年积极布局全球化、产品多元化战略、加快东芝家电项目协同整合并启动印度“绿地”项目的结果，主营业务收入的增长率 52.23%就是最好的证明。此外在全球化战略的带动下，美的海外市场的主营收入相比同期增长 62.18%，占据集团整体收入的半壁江山。

然而 2017 年卓越的经营业绩并未持续至 2018 年，根据上表中财务绩效总得分及排名，可以看出 2018 年第 1 季度的经营状况不太乐观，其中 f1、f2 和 f4 得分较低，主要是受到地产调控以及贸易限制令等因素的影响。2018 年第 3 季度在国家发布鼓励企业实施股份回购政策及股价下行、经营业绩下滑的境况下，美的果断实施股份回购，期望以此来终结公司所处的糟糕处境。表中数据

显示在股份回购期间美的第 3 季度和第 4 季度的财务绩效得分排名呈现递增趋势，主要是 f1 营运因子持续向好所致。第二次股份回购结束后，美的的财务绩效排名并未出现向好发展态势，偿债因子 f2 连续 4 个季度得分最低，表明其偿债能力变弱，反映了股份回购对于企业资金流的负向效应。

4.2 对资本结构影响分析

下文首先对 2015-2019 年美的和同行其他企业的资产负债率及行业均值进行比较分析，然后借助财务杠杆系数，深入剖析回购行为对资本结构的影响。

表 4.15 美的集团与同业企业资产负债率

资产负债率 (%)	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年
美的集团	56.51	59.57	66.58	64.94	64.4
海尔智家	57.34	71.37	69.13	66.93	65.33
格力电器	69.97	69.88	68.91	63.10	60.40
TCL 集团	66.33	69.91	66.22	68.42	61.25
三花智控	41.69	36.10	35.82	37.55	36.68
行业均值	42.40	42.71	44.24	46.78	44.19

数据来源：新浪财经网、前瞻产业网

表 4.15 显示本文选取的 5 家白色家电企业中，唯有三花智控的资产负债率接近或低于行业平均资产负债率，而其他 4 家企业的负债比例都超出了行业平均值。美的 2014 年负债占公司总资本的比例为 61.98%，经过 2015 年下半年 10 亿元股份回购活动的完成，2015 年年末降至 56.51%。经过 2016-2017 年两年的持续发展，其资产负债率又进一步攀升，在 2017 年年底指标值升至 66.58%，2018 年第三季度开始的大规模的回购行为使得其资产负债率缓慢下降。总的来看，美的股份回购行为的短期结果是资产负债率相对降低，长期来看企业资本结构的变化更大程度的服从和服务于企业的经营策略和投资战略。

除此之外，财务杠杆效应的大小是公司资本结构的结果，财务杠杆系数可以体现负债的杠杆作用，本文选取了美的公司 2014-2019 年 6 年的财务杠杆系

数进行比较分析。

表 4.16 美的 2014-2019 年财务杠杆系数

指标/年度	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年
利润总额（万元）	139.91	160.51	189.15	218.55	257.73	299.29
利息费用（万元）	5.88	7.93	8.11	12.18	8.93	10.03
财务杠杆系数	1.042	1.049	1.043	1.056	1.035	1.034

数据来源：年报数据整理

总体来看，美的公司的财务杠杆系数接连多年较为稳定，基本保持在 1.034-1.056 之间。2014 年财务杠杆系数为 1.042，2015 年出现极小幅度增加，增至 1.049，表明 2015 年下半年的股份回购行为对其财务杠杆系数效应不明显。通过对比发现，2018 年 40 亿元股份回购行为不仅没有提升财务杠杆系数，反而相比回购前 2017 年的 1.056 下降了 2%，主要是因为 2018 年随着债务的到期偿还了部分短期借款，利息费用相应减少，且公司并非通过负担债务的形式进行实施回购，另一方面，2018 年利润总额相较于 2017 年增加了 391828.4 万元。综上所述，该公司的股份回购行为对企业的资本结构的优化效应不明显。

4.3 对现金流量影响分析

企业以自有资金进行股份回购意味着存在大量的现金流出，纵然不是一次性支付，但随着回购行为的持续，企业资金流的运转是否会受到影响？是否会造资金支付压力？为探究上述问题，本文选取了回购前期、进行时、结束后的季度数据，从经营、投资、融资活动三方面的净额变化来进行分析。

4.3.1 第一次股份回购对现金流量影响分析

根据表 4.17、图 4.5 中数据，美的经营活动现金流量净额在 2015 年前 3 季度增长明显，3 季度达到峰值 91.54 亿元，是 1 季度的 3.66 倍，四季度出现小幅下跌。2016 年前半年公司的经营活动现金流量净额从 1 季度的 65.95 亿元下跌至 2 季度末的 15.34 亿元，主要是由于现金流出额大幅增长所致。符合战

略规划的内外外部投资是企业持续盈利的关键点,美的在 2015 年的困境中自发开始加大投资和研发比例,更新产业布局,因此投资活动现金流量净额如表 4.17 所示呈现小于 0 的状态。该公司的筹资活动的现金流量净额在 2015 年除了 1 季度外,其他季度都是入不敷出的情形,尤其是在第三季度末达到-71.73 亿元,主要系本季度偿还到期债务支付资金以及股份回购行为带来的现金流出。2016 年第 1 季度与第 2 季度的融资活动现金流净额皆为正值且持续增长,表明随着回购行为的完成以及自身投资战略的实施,自身经营活动带来的现金流已不足以支撑企业运转,因而需通过对外筹资进行资金流的补充与周转。

表 4.17 美的 2015-2016 年现金流量

项目/季度	2015/3/31	2015/6/30	2015/9/30	2015/12/31	2016/3/31	2016/6/30
经营活动现金流量净额	24.99	63.17	91.54	87.94	65.95	15.34
投资活动现金流量净额	-11.75	-76.5	-10.25	-81.39	-95.6	-67.77
筹资活动现金流量净额	13.25	-10.52	-71.73	-19.77	48.02	84.44

资料来源:巨潮资讯网数据整理

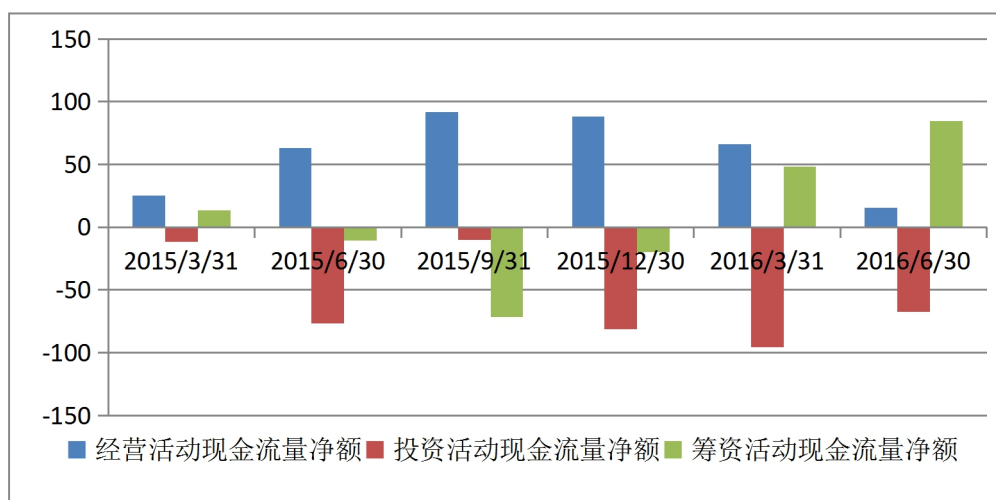


图 4.5 美的 2015-2016 年现金流量

现金流作为企业流动性最强的资产,虽然大量留存会带来机会成本的增加,但一旦短缺,资金无法及时补充或者回笼将导致正常生产经营活动的停滞,因

而依据企业战略布局及正常经营活动计划管理现金流十分重要。总的来看，该公司利用经营盈余资金进行 10 亿元的股份回购活动，伴随回购后期正常投资活动的开展，公司面临较大的支付压力，只能通过外部资金为企业发展注入资金。

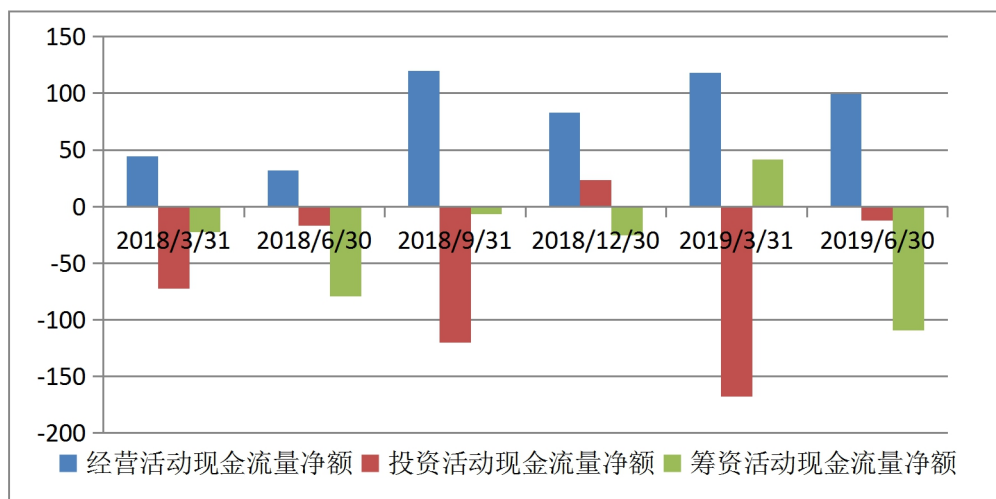
4.3.2 第二次股份回购对现金流量影响分析

根据表 4.18、图 4.6 数据，美的 2018 年每季度经营活动现金流量净额差距较大，第 2 季度主营业务带来的现金流净额仅有 31.85 亿元，第 3 季度则快速攀升，达到 119.76 亿元，第四季度相比三季度下降了 30.94%。再看 2019 年上半年美的的销售状况，第 1、2 季度的现金流净额在 100 亿元周围波动，说明销售业绩呈现理想状态。尽管美的经营活动现金流净额的各个季度数值变动较大，但持续为正的现金流为股份回购的开展提供了坚实基础。公司投资活动现金流量净额在回购活动前后几乎都呈现负值状态，唯有 2018 年第 4 季度为 23.36 亿元，2019 年 1 季度投资活动的现金流净额达到-168.11 亿元，之所以出现这样的现金流状况主要是因为美的集团 2018 年战略投资 Sound Hound，大额投资有条不紊的进行。2018 年美的在面临消费需求升级，行业中新兴企业依托物联网、电商平台的潮流迅速崛起的竞争态势，一方面根据消费者“五感”反馈进行产品研发，多产品套系化搭配来提升市场份额，另一方面加快数字化转型，构建多款平台产品，以科技来促生产、促发展，积极努力提升企业自身的核心竞争力。

表 4.18 美的 2018-2019 年现金流量

项目/季度	2018/3/31	2018/6/30	2018/9/30	2018/12/31	2019/3/31	2019/6/30
经营活动现金流量净额	44.29	31.85	119.76	82.71	118.43	99.45
投资活动现金流量净额	-72.50	-16.94	-120.34	23.36	-168.11	-12.2
筹资活动现金流量净额	-22.54	-79.13	-6.59	-25.61	41.39	-109.68

资料来源：巨潮资讯网数据整理



资料来源：巨潮资讯网数据整理

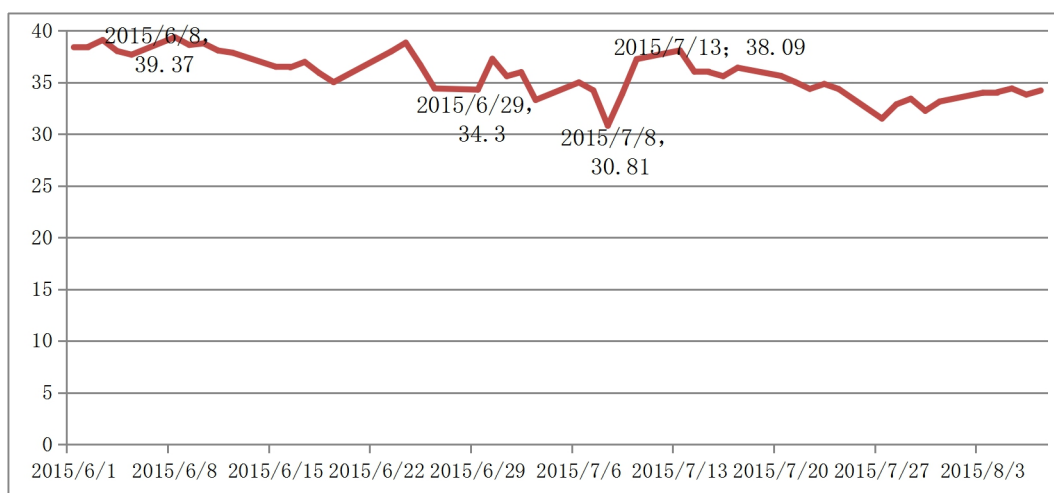
图 4.6 美的 2018-2019 年现金流量

当公司经营活动带来的资金流不足以支撑企业正常业务的开展以及投资战略的实施时，只能依靠外部资金的及时补给。图 4.7 显示美的的融资活动现金流净额在 2018 年全年中呈现流入额小于流出额的情形，即使在 2019 年 1 季度存在外部融资的情形下，2 季度末到期债务的偿还以及分配股利、支付利息等现金流的大额支付致使 2 季度的现金流净额依旧为-109.68 亿元。综上所述，美的集团在持续开展自身渠道改革、数字化转型的进程中，又以自有资金进行 40 亿元的回购行为给其带来的较大的现金支付压力。

4.4 对公司股价影响分析

4.4.1 第一次股份回购对股价影响分析

美的集团首次股份回购于 2015 年 8 月 1 日完成，自发布公告总共历时 25 天。本文整理了回购预案发布前 1 个月至回购完成期间的股票收盘价，绘制如下的股价走势图：



数据来源：巨潮资讯网数据整理

图 4.7 美的集团 2015 年 6-8 月收盘价

图 4.7 表明，在股份回购预案发布前，其股价总体呈现下跌情形，从 39.37 元/股下降至 34.31 元/股，下跌幅度为 12.85%，纵然 6 月 24 日上涨至小高峰 38.84 元/股，但上涨态势并未保持住。而在回购正式实施前，即 6 月 29 日至 7 月 16 日，美的股票收盘价可谓是过山车式的波动，最低价为 30.81 元/股，最高价达到 38.09 元/股，价格的起伏是股市对回购预案反应的直接体现。相比回购预案发布前，股价虽然未出现大幅度提升，但也改变了回购前股价持续下跌的情形。在回购正式实施的期间，其股价基本平稳，总体来说并未达到股份回购前的最高价，证明股份回购行为无法彻底、有力推动股价的上升。

接下来本文利用事件研究法来探究股价在回购期间的波动状态，该方法以事件日为中心选取事件窗口期和估计窗口期，以估计窗口期的市场收益率和个股收益率来构建并得出回归方程，将事件窗口期的市场收益率带入回归方程即可得到事件窗口期的个股期望报酬率，最后通过分析事件窗口期的实际收益率与期望报酬率之差的正负及大小来判断某一事件是否向市场及投资者传递了正面信号。

为提升研究的准确性及结果的可信性，本文的窗口期设置为 41 天，以深圳成指作为市场收益率。具体选取情况如表 4.19 所示：

表 4.19 第一次股份回购事件日选取

项目	选取内容
研究事件	美的 2015 年首次股份回购
事件中心日	根据相关规定，应以市场“接收”事件的日期为准，美的的回购预案在 6 月 27 日获得内部股东大会的审议，本文选取此后的第 1 个交易日即 6 月 29 日为事件中心日，并记为 T。
事件窗口期	以事件中心日为 0 点，事件窗口期设为[-20, 20]，即 5 月 29 日至 7 月 27 日。
估计窗口期	指公司在市场正常表现的日期，本文选取的估计期是[-180, -21]。

资料来源：根据公告整理

本文选取简易的 CAPM 模型进行回归分析，假设回归模型方程为：

$$R_{it} = \alpha + \beta R_{mt}$$

R_{it} 是指不受事件影响的正常收益率， R_{mt} 是市场回报率， α 和 β 表示股票的回归系数。以美的集团和深证成指在估计窗口期的收益率为回归基础，运用 Excel 计算得出回归方程，即：

$$R_{it} = 1.0018R_{mt} - 0.0846, \beta = 1.0018, \alpha = -0.0846。$$

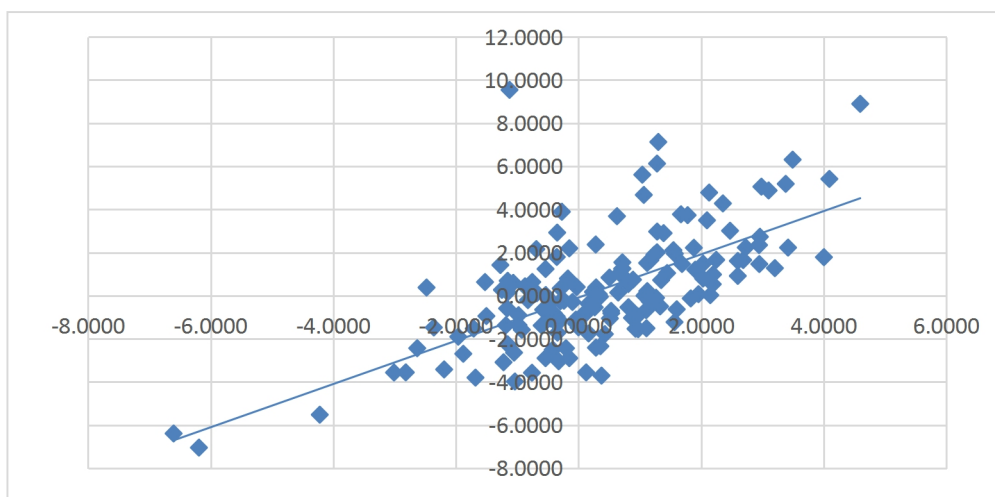


图 4.8 第一次股份回购回归方程

超额收益率是指在设定的事件中心日的前后时间段内美的的实际报酬率与

期望报酬率之差，可通过方程 $AR=R_t-R_{it}$ 得到。累积超额收益率可以显示股份回购事件在事件窗口期对股价的影响度，求和方程可表示为： $CAR_t=\sum AR_t$ 。

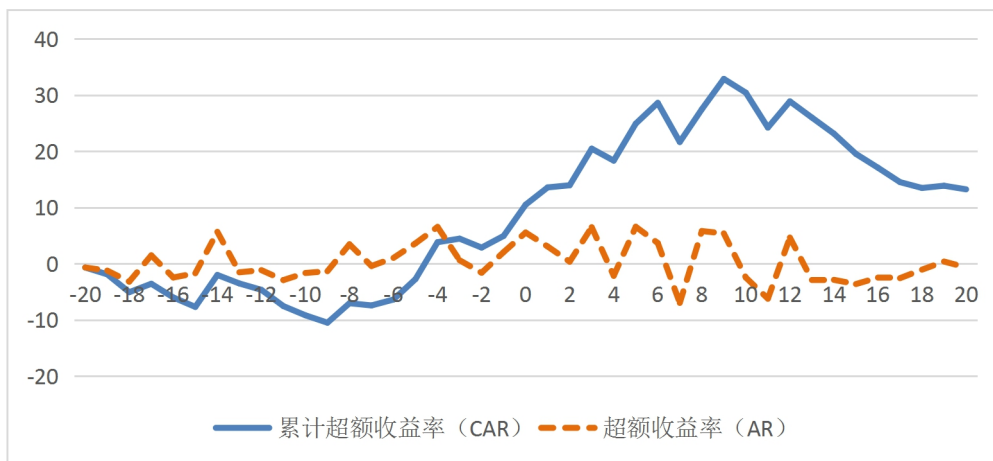


图 4.9 第一次股份回购窗口期 AR、CAR

依据图 4.9，首先从超额收益率来看，在事件日之前其波动较小，几乎保持在 0 线附近，在事件日后的窗口期 $[0, 3]$ 虽有小幅度起伏，但保持在正值状态。窗口期 $[4, 12]$ 之间起伏波动较大，最高的超额收益达到 6.5828，最低的超额收益为-6.9589，表明投资者对美的集团的股份回购行为有较大争议，市场反应不稳定。而在窗口期 $[12, 20]$ ，AR 值表现为负值，表明在企业真正回购股份期间，投资者对企业的发展或者回购行为持消极态度。其次观察 CAR 趋势图可以发现，其在窗口期 $[-20, -5]$ 一直保持在负值状态，在 6 月 15 日跌至最低点-10.482，此后逐渐缓慢上升。在窗口期 $[-5, 20]$ ，美的的超额累计收益率虽然呈现正向效应，但起伏状态犹如过山车。而在回购行为真正开始的前一天累积超额收益率一路下跌，从 28.8989 下跌至 13.2455，下跌幅度达到 54.16%。

总的来看，美的集团股份回购行为在短期内存在股价提升效应，但长期效应微弱，无法转变市场股价总走向。此外在窗口期 $[-5, 0]$ 超额收益率呈现持续的递增趋势，说明证券市场存在监管不严、重大事件泄露的情况。

4.4.2 第二次股份回购对股价影响分析

美的的第二次股份回购规模在中国股份回购史上数一数二，市场和投资者

对此会作何反应？回购能否达成提升股价的结果呢？下文将展开具体分析：

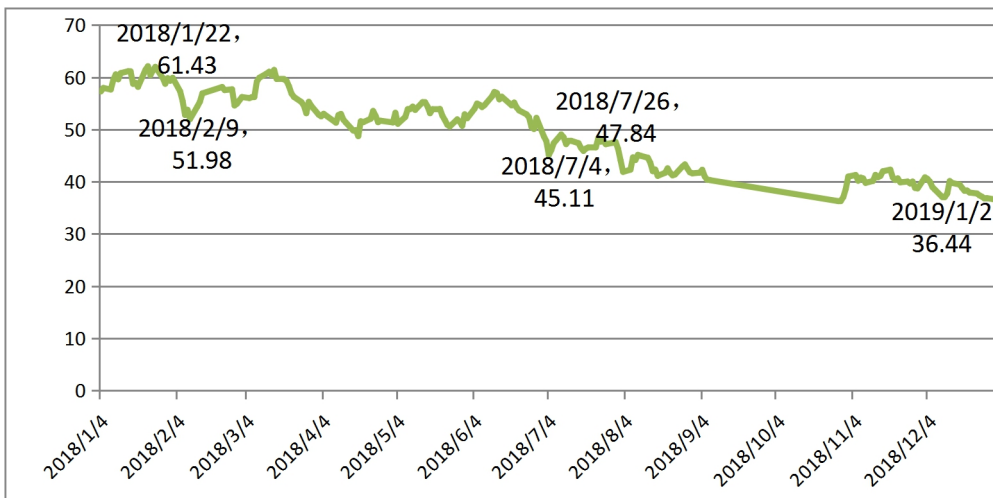


图 4.10 美的 2018/1/1-2019/1/2 收盘价

观察美的 2018 年的股票收盘价走势图 4.10 可以发现，在股份回购实施前，美的的股价受外部市场环境的影响不仅起伏波动程度较大且总体上表现出持续下跌的态势，在 1 月 22 日至 7 月 4 日的时间段内，平均每股下跌 16.32 元，下跌百分点达到 26.6。美的的第二次股份回购自 2018 年 7 月 16 日拉开帷幕，直至 2019 年 1 月 2 日公司宣布此次回购完成，在回购期间美的集团的股价波动幅度相比之前减缓，每股股价在 40 元上下波动，最低价为 36.27 元/股，相比来说股份回购行为减缓了股价下跌的态势，相对地提升了公司股价。

下表是以事件研究法为指导针对美的第二次的回购事件选取的关键时点。

表 4.20 第二次股份回购事件日选取

项目	选取内容
研究事件	美的集团 2018 年第二次股份回购事件
事件中心日	本文将美的的回购公告披露日即 2018 年 7 月 26 日作为事件日，记为 T。
事件窗口期	以事件中心日为 0 点，事件窗口期设为[-20, 20]，即 6 月 28 日至 8 月 23 日。
估计窗口期	指公司在市场正常表现的日期，本文选取的估计期是[-180, -21]。

资料来源：根据公告整理

回归模型的具体设置要求同本文 4.4.1 所述，分析基础是美的集团第二次回购中估计窗口期的个股和深证成指的回报率，借助 Excel 得出如下方程：

$$R_{it}=1.0365R_{mt}+0.1557, \beta=1.0365, \alpha =0.1557$$

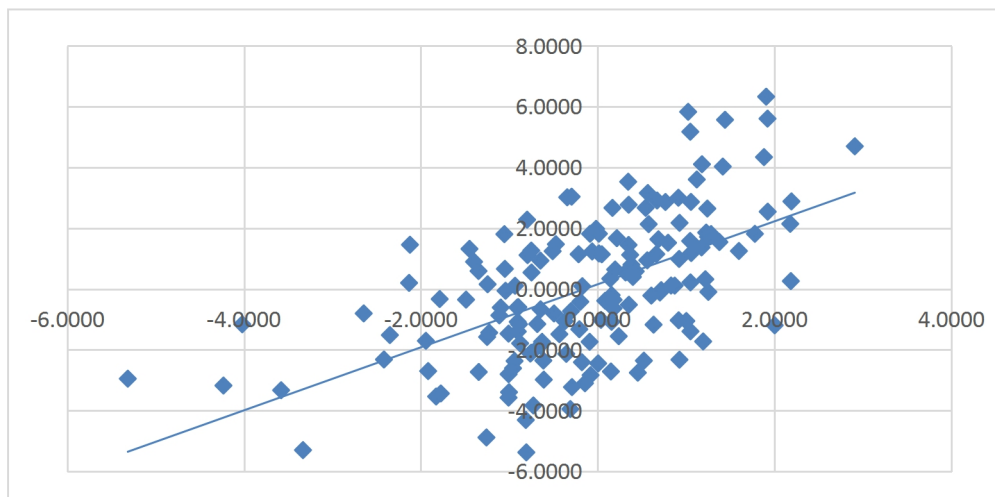


图 4.11 第二次股份回购回归方程

超额收益率是指个股实际收益率与预期回报率之差，可通过方程 $AR=R_t-R_{it}$ 得到。累积超额收益率的公式为： $CAR_t= \sum AR_t$ ，可反映整个事件窗口期内股价的异常报酬率。

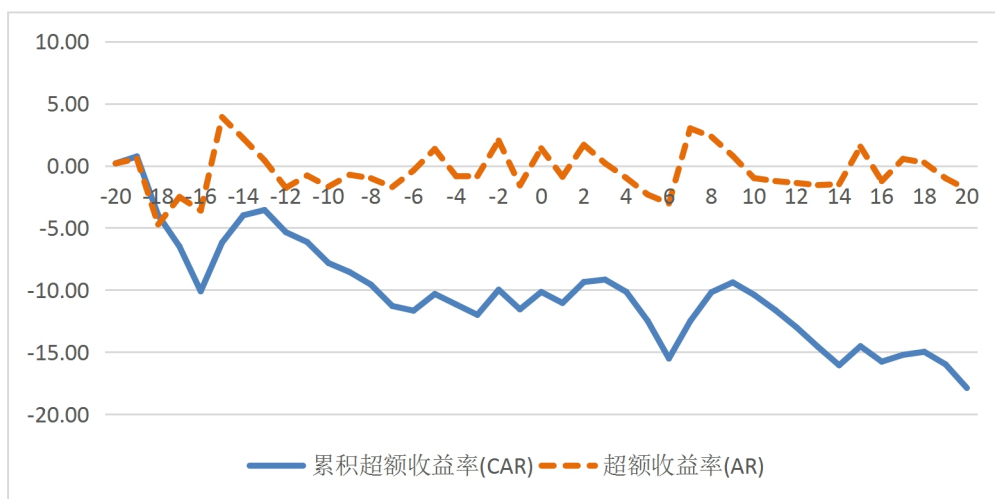


图 4.12 第二次股份回购窗口期 AR、CAR

图 4.12 显示，美的集团的超额收益率、累积超额收益率在股份回购消息披

露前后处于持续波动的情况，尤其是累积超额收益率总体上处于持续下跌的状态。在窗口期 $[-18, -15]$ ，超额收益率最高为 3.92，最低至-4.73，表明投资者在整个证券市场下行趋势下对美的集团的发展前景分歧较大。在窗口期 $[0, 10]$ 其超额收益率几乎呈现波浪线情形，说明其波动频率极其频繁，也证明了在美的发布以自有资金 40 亿元回购部分社会公众股的消息后，投资者对如此规模的回购行为半信半疑，毕竟股票市场存在虚假回购或者放弃回购的前例。

从累计超额收益率来看，其在整个窗口期的波动区间为 $[0.56, -17.89]$ ，且整体趋势呈现下降的状态，表明股份回购行为整体上并没有产生提升股价的效应。在窗口期 $[-6, 0]$ ，公司的超额收益率表现为直线式的平稳波动，及时止住了直线下跌的状态，相对来说提升了股价。当股份回购消息发布后，累积超额收益率在 $[6, 9]$ 的窗口期出现了直线攀升的情形，但随后出现了更大幅度的下降状态，表明股份回购可能在短期内对股价提升有积极效应，但长期来看并不能逆转市场总体发展趋势。

4.5 两次股份回购财务效应总结

上文利用因子分析法对股份回购的财务绩效结果进行综合分析，发现美的集团的两次回购都带来了企业短期绩效评分的上升即财务绩效的好转。第一次回购期间，偿债能力、营运能力、盈利能力相比回购前皆有所提升，说明美的的首次股份回购在一定程度上提升了偿债、营运以及盈利能力。第二次回购期间，公司财务绩效评分及排名的提升主要得益于营运能力的增强，说明美的第二次股份回购行为提升了企业营运能力，但对其他能力影响不明显。对比两次回购结果发现，回购规模与财务提升效应并未显现正相关关系，财务绩效指标是企业经营效益、投融资策略的综合结果。

理论上股份回购可以最大化降低企业的综合资本成本，但前提是企业资产负债率相比行业其他企业较低，负债方式实施股份回购一定程度上会提升资产负债率，加大债务的杠杆作用。文章 4.2 分析发现美的集团的资产负债率在回购前后发生变动，但相反回购后其资产负债率呈现小幅下跌，对资本结构影响较小。

现金流的充沛是股份回购顺利展开的重要前提，通过前文 4.3 分析发现美

的两次回购实施前公司现金流确实比较充足，但后期随着回购计划的实施以及企业经营活动、投资计划的展开，美的面临着现金流紧缺，支付压力加剧的境况。纵然股份回购存在种种益处，但作为一种资本运作形式，理应服务于企业全盘的经营计划、财务管理模式，避免出现弊大于利的情形。

通过对比美的集团两次股份回购的 CAR、AR 走势图，美的的累计超额收益率在第一次回购过程中出现短期的上升并呈现正值状态，而在第二次回购过程中 CAR 值一直小于 AR 值且持续为负，体现了股票市场以及投资者在不同时期对不同规模回购的反映，美的集团第二次 40 亿元的回购计划并未取得投资者的信任。综合美的两次股份回购来看，回购行为并非是应对企业股价下跌、市值蒸发的最佳应对策略，鼓励创新加大研发力度，迎合消费者需求、转变发展战略才是企业提升盈利能力的根本策略，也是应对股市突遇冷期的最佳计策。

5 研究结论及建议

5.1 研究结论

通过上文对美的集团的两次股份回购活动的分析，本文得出以下结论：

(1) 大额股份回购会带来现金支付压力

美的集团近些年迫于外部环境的变化而一直坚持产业的转型与变革，通过引进外部先进技术和加大内部研发力度的方式为未来发展提供动力，因此投资支出金额一直高居不下。在如此的经营状态下，美的为维护企业信誉和股东利益仍发布并实施了股份回购活动。美的两次股份回购金额在当时所有企业的回购过程中都是数一数二的，即使公司存在部分闲置资金，如此大规模的回购依旧对企业的支付造成压力。在两次股份回购完成后的第一个季度，美的集团的现金流量净额皆小于 0，说明公司的现金流出远超出流入金额，在公司加大投资进行变革的同时进行回购给企业带来了现金支付压力。

(2) 股份回购信号传递效应有限

从第一次回购的累计超额收益率来看，自 2015 年 6 月 24 日即 $T=-3$ 时点开始，累计超额收益率不仅大于 0 且持续攀升，虽然中间有部分降落但总体涨幅明显。可好景不长，累计超额收益率自 $T=12$ 时一路下滑，7 月 27 日下降至 13.25，表明回购公告的发布对公司股价的正向影响是短期的、有限的。回看美的第二次股份回购的 CAR 值趋势图发现在 $[-6, 4]$ 区间内累计超额收益率出现小幅波动，逐渐缓冲了之前持续下跌的趋势，相对来说回购公告表现了正向效应，后期在呈现 V 字形的涨跌后便恢复了公告日前的下跌状态。综合来说，回购公告的发布会在一段时间内提升公司不断下跌的股价，但公告正向效应较为短暂，无法长期、有力推动企业股价上升。

(3) 回购过程中存在信息被提前泄露的现象

从美的集团两次股份回购窗口期的 CAR、AR 值的趋势图中可以看出，首次回购的超额收益率在窗口期 $[-6, 0]$ 出现突然的大幅上升和下跌的情形，同样的情形也出现在 2018 年其回购的过程中，说明美的的回购公告在正式公布前，市场就已经接收到了信息，表明公司的回购信息存在被提前、不正常的泄露现象。股份回购作为企业的重大事件，从一开始回购方案的制定、修改、提交董事会、

证券交易所等流程，在回购公告公布前这些信息都应该属于公司的保密信息。一旦保密信息被提前泄露，不仅会引起中小股东等弱势群体的利益受损，更会导致资本市场运作效率低下。

5.2 研究建议

基于前文的分析，文章在此部分提出针对性的研究建议。

(1) 股份回购的资金来源和方式有待多元化

如本文 2.1.2 所列举，在理论层面，企业可以在多种回购方式中选择最适合自己的回购方式实施回购，但结合国内已发生的回购案例来看，几乎所有公司的选择都相同即以公开市场回购的方式来进行回购。这样的结果是国内回购模式较为单一，无法达到像国外多种回购方式并存发展的状态，因此上市公司应进一步加强对其他回购方式的认识与了解，积极尝试其他回购方式。此外，股份回购能否顺利完成取决于资金的充裕度，目前国内的回购行为主要依靠自有资金，虽然引入信贷资金回购可进一步放大杠杆效应，但高风险致使举债回购较为罕见。公司在回购方案发布前应结合企业经营业绩、投资活动等各方面的资金流动情况，对未来某个时期内企业的资金冗缺情况作出正确的预测和估计，合理利用多方资金实施回购计划，不能因为高风险就拒绝信贷资金，应全面衡量负债回购带来的风险与收益，既要确保回购行为不因现金的短缺而被搁浅，也要确保公司正常经营活动和投资行为的顺利开展。

(2) 加强上市公司对股份回购的认识

作为家电行业成长空间较大的企业，美的的股价是公司整体实力的体现，众多利益群体对此密切关注甚至草木皆兵。上述分析表明美的两次股份回购的起源皆是证券市场的震荡引起公司股价下行严重，因此为了稳住投资者的信心，避免资本流失和公司形象受损，美的发布并实施了回购，但实施结果却差强人意。实践证明，上市公司应该正确认识并对待股份回购与股价之间的关系，股份回购并非一定、长期能提高股价。公司的股价是资本市场、企业盈利能力、成长能力、投资者对公司持续发展信心等因素综合作用的结果，虽然某个时间段内发生的重大事件会对股价产生一定程度影响，但并不能起决定性作用。能够决定股价走向的，除了市场总体因素影响外，企业的经营业绩也是关键，因

此美的应该从研发入手，以研发为引擎驱动产品品质提升和成本节约，同时协调各板块发展齐头并进，尤其是重点挖掘新增板块的巨大发展潜力，以良好的经营业绩为股价提供坚强后盾。

（3）股份回购信息披露的监管力度有待加强

为避免回购信息被知情者提前泄露而引起的不良结果，本文提出以下建议：首先，加强内部相关人员的信息保密意识，必要时可通过建立内部防范惩罚措施来进一步防止内部知情者的信息泄露行为。上市公司重大事件信息泄露多数为内部人员所为，因此必须从公司内部阻断一切可能。此外，大多数企业的回购行为历时较长，无法在旦夕之间完成，因而必须竭力确保回购过程中信息披露的透明度和真实性，唯有如此方有可能避免因传递虚假信息而误导投资者致使权益受损。最后，证监会和证券交易所等监管部门应发挥自己的监管职能，以积极主动地态度扮演好“监督人”的角色，从回购实施前的申请文件，回购过程中的信息披露到回购实施结束后的股份用途等都应查尽查，对发布虚假信息的公司进行严惩甚至终止其回购行为，以尽力杜绝走流程、做样子，甚至相关部门为虎作伥的现象。

5.3 本文研究的不足

第一，论文虽然选取了美的集团的两次股份回购为研究对象，但都是美的集团一家公司所为，受公司自身内部因素影响较大，共性较多，无法得出和所有公司的股份回购结果相契合的结论，因而结论的说服力有所欠缺。

第二，论文中的所有数据并非内部的第一手数据，而是来自于美的集团在巨潮资讯、新浪财经等平台公开发布的财务数据，因而研究结论与真实的经营状况可能存在一定的差异。

参考文献

- [1] Bierman H B, West R. The acquisition of common stock by the corporate Issuer[J]. The Journal of Finance, 1986, 21(4): 687-696.
- [2] Bozanic, Z. Managerial Motivation and Timing of Open Market Share repurchase[J]. Review of Quantitative Finance & Accounting, 2010, 34(4): 517-531.
- [3] David Burgstahler, Ilia Dichev. Earnings management to avoid earnings decreases and losses[J]. Journal of Accounting and Economics, 1997, 24(1): 99-126.
- [4] Gmlon G, Michaely R. The Information Content of Share repurchase programs[J]. The Journal of Finance, 2004, 59(2): 651-680.
- [5] Guffey D M, Schneider D. Financial characteristics of firms announcing share repurchases[J]. Journal of Business & Economic Studies, 2004, 10(2): 13-27.
- [6] Grullon, G and Michaely, R. Dividends, Share Repurchases and the Substitution Hypothesis[J]. Journal of Finance, 2014, (57): 1649-1684.
- [7] Henk von Eije, William L Megginson. Dividends and share repurchases in the European Union[J]. Journal of Financial Economics, 2007, 89(2): 347-374.
- [8] Hsuan-Chi Chen, Joel T. Harper, Subramanian R. Iyer. Economic shock and share repurchases[J]. The North American Journal of Economics and Finance, 2018, (44): 254-264.
- [9] Jijun Niu. Stock price reaction to share repurchase announcements by banks in normal and crisis times[J]. Journal of Economic and Financial Studies, 2014, 3(2): 55-62.
- [10] Konan Chan, David Ikenberry, Inmoo Lee. Economic Sources of Gain in Stock Repurchases[J]. Journal of Financial and Quantitative Analysis, 2004, (39): 461-479.
- [11] Kotapati Srinivasa Reddy, Vinay Kumar Nangia, Rajat Agrawal. Share repurchases, Signaling Effect and Implications for Corporate Governance: Evidence from India[J]. Asia-Pacific Journal of Management Research and Innovation, 2013, 9(1): 107-124.
- [12] Ling Wang. Unconventional monetary policy and stock repurchases: Firm-level

evidence from a comparison between the United States and Japan [J].*Research in International Business and Finance*, 2020,(51):1-15.

[13]Masulis. Stock repurchase by tender offer: an analysis of the causes of common stock price changes[J].*Journal of Finance*,1980,(35):305-319.

[14]Mingzhu Yang.The Impact of Share Repurchase on the Value of Listed Companies Take Alibaba Group as an Example[J].*E3S Web of conferences*, 2021,(235):1026-1030.

[15]R. Jared DeLisle,Justin D. Morscheck, John R. Nofsinger. Share repurchases and wealth transfer among Shareholders[J].*The Quarterly Review of Economics and Finance*,2020,(76):368-378.

[16]Sung Won Seo,Hae Jin Chung.Capital structure and corporate reaction tone-gative stock return shocks[J].*International Review of Economics and Finance*, 2017,(49):292-312.

[17]Sutanuka Shaw,Debdas Rakshit.Share Repurchase as a Tool of Financial Restructuring: A Case study[J].*International Journal of Research in Finance and Marketing*,2017,7(2):103-111.

[18]Wiemer J, Diel S. Strategies for share buybacks[J].*Journal of Corporate Treasury Management*,2008,(1):297-304.

[19]Wayne Guay,Jarrad Harford.The Cash-flow Performance and Information Content of Dividend Increases versus Repurchases[J].*Journal of Financial Economics*,2000,(57):385-415.

[20]陈岱松,孙亚南.护盘式股份回购的弊端及风险防控机制研究——兼评《公司法》第142条第六项[J].*金融发展研究*,2020,(4):79-86.

[21]陈东鸿.上市公司股份回购的经济效应分析[J].*金融经济*,2020,(5):37-45.

[22]陈名芹,李吟珍.对我国上市公司股份回购新政相关问题的研讨[J].*汕头大学学报*,2019,35(10):61-67.

[23]郭晓慧.股票回购、内部监督与企业财务绩效[J].*中南财经政法大学研究生学报*,2020,(1):70-79.

- [24] 郝洪, 刘玉洁. 基于代理成本视角的股票回购分析——以宝钢股份为例[J]. 中国石油大学学报, 2017, (33):19-23.
- [25] 贺坤丽. 高派现上市公司的股票回购行为分析[J]. 财会通讯, 2019, (20):55-58.
- [26] 何瑛, 胡月. 公司治理、管理层权力与股份回购[J]. 经济与管理研究, 2016, (10):108-117.
- [27] 胡岸炜. 关于我国上市公司股份回购的思考[J]. 湖南科技学院学报, 2006, 27(9):176-177.
- [28] 黄荣彬. 伪股份回购下的减持——基于蓝盾股份回购案例研究[J]. 中国商论, 2020, (18):82-86.
- [29] 姜英兵, 屈惠敏. 股票回购的市场时机选择及其影响因素研究[J]. 财务研究, 2015, (4):78-86.
- [30] 吉天娇. 论《公司法》对中小股东权益保护机制的完善[J]. 环渤海经济瞭望, 2019, (10):177-178.
- [31] 孔令学, 李多全. 上市公司股份回购失信的投资者保护问题研究[J]. 金融发展研究, 2020, (7):43-47.
- [32] 李丽萍. 上市公司股份回购模型构建与财富效应分析[J]. 财会通讯, 2015, (8):10-11.
- [33] 李亦馨. 股票回购现状与发展研究[J]. 财政与金融, 2019, (19):28-35.
- [34] 李银香, 骆翔. 上市公司股份回购、现金持有水平与企业价值[J]. 财会通讯, 2019, (19):19-22.
- [35] 林松志. 上市公司股份回购的动机、意义及其规范化运作[J]. 福建农业大学学报, 1999, 2(24):36-39.
- [36] 刘静, 李定清. 上市公司股份回购的财务效应及其规避[J]. 财会月刊, 2009, (1):49-50.
- [37] 刘妍妍. 新公司法背景下股份回购的动因和经济效果——以中国平安为例[J]. 财政与金融, 2020, (6):40-41.
- [38] 石涛. 股份回购的市场效应和财务效应——基于华海药业、九芝堂和天音控股的案例研究[J]. 财务与会计, 2011, (4):32-34.

- [39] 谭劲松, 陈颖. 股票回购: 公共治理目标下的利益输送——我国证券市场股票回购案例的分析[J]. 管理世界, 2007, (4): 105-117.
- [40] 王丰威, 吕梦倩和曾庆芬. 基于我国上市公司股票回购效应的实证研究[J]. 西南民族大学学报, 2014, (2): 312-315.
- [41] 王化成, 王鑫和于艳情. 试论上市公司股份回购问题——云天化、申能公司的股份回购案例浅析[J]. 财务与会计, 2000, (8): 25-27.
- [42] 王健伟. 上市公司股份回购问题研究[J]. 财会通讯, 2013, (8): 72-74.
- [43] 王珏慧. 股份回购不同资金来源的杠杆效应分析[J]. 中国集体经济, 2008, (3): 91-92.
- [44] 王木之. 上市公司私有化行为背后的回购股票动机探讨——基于阿里巴巴网络有限公司股票回购的案例分析[J]. 会计之友, 2012, (34): 74-77.
- [45] 王艺颖. 上市公司股份回购效应分析及风险应对[J]. 财务与会计, 2019, (20): 82-83.
- [46] 温丽萍. 上市公司股票回购的动因分析及改进建议——以 2005-2015 年上交所上市公司为例[J]. 财会月刊, 2017, (14): 90-94.
- [47] 吴妮. 股份回购、市场效率和股东财富[J]. 财会月刊, 2009, (30): 45-47.
- [48] 薛媛. 上市企业股票回购行为财务效应分析——以 A 企业为例[J]. 会计之友, 2018, (07): 116-119.
- [49] 杨琳. 上市公司股票回购财富效应探讨[J]. 财会通讯, 2010, (32): 8-9.
- [50] 杨七中, 韩建清. 股份回购公告的市场反应及影响因素研究[J]. 财会月刊, 2013, (6): 16-19.
- [51] 赵华, 孙伟. 上市公司股票回购影响因素分析[J]. 财会通讯, 2008, (2): 18-20.
- [52] 赵晴, 兰俊涛. 股份回购影响了公司债务融资成本吗? [J]. 金融发展研究, 2020, (11): 38-47.
- [53] 郑俊梅. 财务弹性视角下上市企业股票回购效果分析[J]. 财会通讯, 2020, (10): 97-100.
- [54] 邹树平. 中美股票回购的比较与启示[J]. 辽宁财税, 2002, (6): 51-52.

后 记

又一年春暖花开，在送走了一届又一届的师哥师姐后，终于轮到自己成为被欢送的主角。忆往昔岁月，百感交集，从入学之初的懵懂迷茫到现在的独当一面，这蜕变的过程凝聚了老师、父母、同窗等诸多人的心血。

首先，我要感谢我的导师，一位风度翩翩的老教授。在三年的学习旅程中，我的每一分进步都凝聚着老师的汗水。无论是指导参加比赛还是撰写学术论文，老师都认真对待、尽力而为，日渐花白的头发正是老师呕心沥血的见证，尤其是毕业论文的撰写，正是在老师一次次的修改、一次次的把关、一次次的叮嘱下，我的论文终于完稿。老师做事认真、待人亲和的态度将使我受益终生。

其次，我要感谢学院的老师们，正是你们的谆谆教诲和不吝赐教，如今的我才逐渐自信且坚定。此外要特别感谢学院刀子嘴豆腐心的研秘老师，学院大事小情背后都有您忙碌的身影，每次恨铁不成钢式的教导下都是您满满的关心与鼓励，感谢您的无私付出。

最后，我要感谢我的父母和挚友们。感谢父母辛劳半生为我提供富足的物质生活和精神食粮，让我无论是在面对生活的顺境还是逆境时都能坚持自我，不卑不亢。挚友虽寥寥，却伴我走出低谷，与我共享世间趣事。感谢你们的偏爱与包容。你们永远是我心中的温暖，也是我不断前进的动力。