

分类号 F23  
U D C 691

密级 公开  
编号 10741

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 永辉超市股票回购动因及绩效分析

研究生姓名: 张希望

指导教师姓名、职称: 方文彬 教授 惠全红 高级会计师

学科、专业名称: 会计硕士

研究方向: 注册会计师

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： 张希望 签字日期： 2021.6.3

导师签名： 方文彬 签字日期： 2021.6.5

导师(校外)签名： 李合红 签字日期： 2021.6.6

## 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，同意（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： 张希望 签字日期： 2021.6.3

导师签名： 方文彬 签字日期： 2021.6.5

导师(校外)签名： 李合红 签字日期： 2021.6.6

# **Analysis on the Motivation and Performance of Stock Repurchase in Yonghui Supermarket**

**Candidate: Zhang Xiwang**

**Supervisor: Fang Wenbin**

## 摘 要

相较于西方发达国家,我国的经济发展较为缓慢,导致我国证券市场的形成相对比较晚,股票回购在证券市场上的运用更加晚。而早期的股票回购受到国家政策法规的影响,困难重重,能够真正实施回购的企业寥寥无几。伴随着我国证券市场的不断完善、规章制度逐渐健全,越来越多的企业开始在资本市场上进行资本运作(调度)。股票回购作为成熟资本市场的一种运作工具,在解决股权分置问题的大背景下,不但能改善企业的股权结构和股利分配政策,还能成以一種市值管理的手段,刺激股价,带动整体价值提升。同时在企业预防不正当收购方面也具有一定的作用,所以对股票回购的研究是十分有必要的。随着证券市场的分化进一步加剧,定价功能的进一步提高,由于股票回购能够稳定股价,向外界传递出企业良好的信息,有助于经营风险的缓释。因此,研究股票回购的回购动因和绩效对上市公司具有重要的意义。

永辉超市经历了将近二十年的发展,业务布局到全国各地,目前处于商品百货行业的前列,是一家有着独特生态系统的成功企业。2017年永辉超市发布了股票回购公告,相比于同年上市公司进行股票回购的企业来说,其回购金额数目较大、回购数量也较多。因此,针对永辉超市进行股票回购行为进行研究,对商业百货类企业在资本市场中实现积极发展具有一定的现实意义。

对此,本文采用案例研究的方法,运用事件研究法、财务指标分析法、EVA、和非财务绩效分析法对股票回购的动因及绩效的进行探究。在对相关文献和理论进行梳理后,以永辉超市这一公司股票回购的案例进行单独深入的分析,重点在对永辉超市股票回购的动因以及股票回购对公司产生的绩效进行了探讨,从相关的财务指标和数据中发掘出企业回购的动因及绩效,希望对我国上市公司进行股票回购的提供指导作用。本文最主要的结论是股票回购对企业的发展具有推动作用。希望通过上述研究能够促进对股票回购的正确认识与理解,从而为我国上市公司利用股票回购更好地推动企业发展提供借鉴作用。

**关键词:** 永辉超市 股票回购 动因 绩效

## Abstract

Compared with western developed countries, my country's economic development is relatively slow, leading to the relatively late formation of my country's securities market, and the use of stock repurchase in the securities market even later. However, the early stock repurchase was affected by national policies and regulations, and there were many difficulties. Few companies could actually implement the repurchase. With the continuous improvement of my country's securities market and the gradual improvement of rules and regulations, more and more companies have begun to conduct capital operations (dispatch) in the capital market. As an operating tool of the mature capital market, stock repurchase can not only improve the company's shareholding structure and dividend distribution policy under the general background of solving the problem of equity splitting, but also become a means of market value management to stimulate stock prices and drive Overall value enhancement. At the same time, it also plays a role in preventing improper acquisition of enterprises, so the research on stock repurchase is very necessary. With the further intensification of the differentiation of the securities market and the further improvement of pricing functions, stock repurchases can stabilize stock prices and deliver good corporate information to the outside world, which is helpful to the mitigation of business risks. Therefore, studying the repurchase motivation and performance of stock repurchase is of great significance to listed companies.

Yonghui Supermarket has experienced nearly two decades of development, with business spread across the country, and is currently at the forefront of the merchandise department store industry. It is a successful company with a unique ecosystem. In 2017, Yonghui Supermarket issued a share repurchase announcement. Compared with companies that were listed on stock repurchases in the same year, the amount of repurchase was larger and the number of repurchases was also larger. Therefore, research on Yonghui Supermarket's stock repurchase behavior has certain practical significance for the active development of commercial department store enterprises in the capital market.

In this regard, this article adopts the method of case study, using event research method, financial indicator analysis method, EVA, and non-financial performance analysis method to explore the motivation and performance of stock repurchase. After sorting out the relevant literature and theories, a separate and in-depth analysis is carried out on the case of Yonghui Supermarket's stock repurchase, focusing on the motivation of Yonghui Supermarket's stock repurchase and the performance of the stock repurchase on the company. Discuss, discover the motivation and performance of corporate repurchase from relevant financial indicators and data, hoping to provide guidance for listed companies in my country to carry out stock repurchase. The main conclusion of this article is that stock repurchase can promote the development of enterprises. It is hoped that the above-mentioned research can promote the correct understanding and understanding of stock repurchase, so as to provide a reference for Chinese listed companies to use stock repurchase to better promote the development of enterprises.

**Keywords:** Yonghui Supermarket; Stock Repurchase; Motivation; Performance

# 目 录

<b>1 绪 论</b> .....	1
1.1 研究背景及意义.....	1
1.1.1 研究背景.....	1
1.1.2 研究意义.....	1
1.2 国内外研究现状.....	2
1.2.1 股票回购动因的研究现状.....	2
1.2.2 股票回购绩效的研究现状.....	5
1.2.3 文献评述.....	8
1.3 研究内容与研究方法.....	9
1.3.1 研究内容.....	9
1.3.2 研究方法.....	9
<b>2 相关概念及理论基础</b> .....	11
2.1 相关概念.....	11
2.1.1 股票回购的概念.....	11
2.1.2 股票回购的动因.....	11
2.1.3 股票回购方式.....	13
2.1.4 我国股票回购发展历程.....	14
2.2 理论基础.....	16
2.2.1 委托代理理论.....	16
2.2.2 财务杠杆理论.....	17
2.2.3 信号传递理论.....	17
2.3 股票回购绩效评价方法.....	18
2.3.1 事件研究法.....	18
2.3.2 财务指标法.....	18
2.3.3EVA 评价法.....	18
2.3.4 非财务绩效评价法.....	19
<b>3 永辉超市股票回购案例分析</b> .....	20
3.1 永辉超市简介.....	20

3.1.1 公司概况.....	20
3.1.2 经营状况.....	21
3.2 永辉超市股票回购概况分析.....	22
<b>4 永辉超市股票回购动因分析.....</b>	<b>23</b>
4.1 股票价值被低估.....	23
4.2 优化资金使用效率.....	24
4.3 增强财务灵活性.....	26
4.4 股权激励推动企业成长.....	26
<b>5 永辉超市股票回购绩效分析.....</b>	<b>27</b>
5.1 公告时点的绩效分析.....	27
5.1.1 永辉超市股票回购公告前后股价变动情况.....	27
5.1.2 基于事件研究法的股票回购市场绩效分析.....	28
5.2 股票回购前后财务绩效分析.....	32
5.2.1 偿债能力分析.....	32
5.2.2 盈利能力分析.....	34
5.2.3 营运能力分析.....	36
5.2.4 成长能力分析.....	37
5.3EVA 绩效分析.....	38
5.4 非财务绩效分析.....	42
5.4.1 门店规模.....	43
5.4.2 人均运营能力.....	43
5.4.3 营销创新.....	45
<b>6 研究结论与启示.....</b>	<b>46</b>
6.1 研究结论.....	46
6.2 启示.....	47
<b>参考文献.....</b>	<b>48</b>
<b>后 记.....</b>	<b>52</b>

# 1 绪 论

## 1.1 研究背景及意义

### 1.1.1 研究背景

西方经济雄厚的资本主义国家之一美国最先开始了股票回购,已经存在将近一个世纪了。股票回购是指企业用自有资金或者举债进行购买股票的行为。由于我国和西方资本主义社会的制度不尽相同,依据我国的国情进行具体问题具体分析。因此,近年来我国对股票回购的政策方面进行了进一步的完善,比如证监会修改了股票回购的范围,回购程序进行了简化。结合上市公司自身发展的角度来看,积极采取股票回购,有利于稳定股价并且加强企业市值管理。

### 1.1.2 研究意义

西方资本市场进行股票回购的时间要比中国股票市场时间长很多。经历了长期的发展,西方资本市场股票回购的案例越来越多,主要是以实证研究居多,案例研究较少,产生的理论基础也越来越丰富,企业对于股票回购的动因也具有丰富的多样性。其中委托代理理论、信号传递理论以及财务杠杆理论等理论广泛应用于股票回购的案例中去。动因以稳定下行的股价趋势、拉升股价、增强财务灵活性、改善企业资本结构以及预防敌意收购等等。我国证券市场存在股票回购的案例已经有几十年了,随着上市公司股票回购案例的增多,动因的复杂程度越来越高,我国社会主义制度与西方资本主义市场有着显著的差异性,导致借鉴国外西方资本市场的经验有些不太完全适用。因此,证监会、财政部、国资委这三部委对股票回购的相关制度法律法规一直都在跟踪研究,加以完善。这也更加印证了企业进行股票回购是否能真正达到企业的战略目标是值得一个深思、令人考虑的问题。

习总书记提倡的“一带一路”战略宏图,中国社会经济、商业模式迎来了飞速发展,在此背景下,股票回购能成为企业实现市值管理的一种手段方法。本文选取永辉超市的股票回购事件进行分析,主要是因为这家零售企业回购金额非常

大、回购数量在同期回购的公司中排名在前并且回购占公司股本比例也不小。相对而言，永辉超市是一家比较有研究价值的公司。通过对永辉超市股票回购的案例研究，一方面对永辉超市股票回购的动因进行分析；另一方面探究实施股票回购绩效分析。这对其他企业具有相应的借鉴意义，同时对完善我国资本市场监管体系、提升资本市场运转效率具有参考价值。

## 1.2 国内外研究现状

### 1.2.1 股票回购动因的研究现状

#### (1) 国外研究现状

由于国外进行股票回购的时间比较久远，理论的运用丰富多样，实证研究和案例研究比较完善，对动因研究的复杂程度也较为完备。国外学者们对股票回购动因的研究成果十分全面。对动因的研究以信号传递、自由现金和财务杠杆为主。

在信号传递动因方面，Dann（1981）在其文中指出，由于市场中的信息不对称，公司会借助信号向外界传递有关披露业绩、发放股利和市场融资等方面的信息。通过对上市企业的股票回购案例进行研究，以Vermaelen（1981）为代表的专家学者发现，上市企业溢价收购本公司股票的目的主要是为了向市场传递本公司发展状况良好的积极信号。Dittmar等（2000）研究证实了股票回购中信号传递假说发挥的作用，得出企业会为了稳定公司股价而实施股票回购的结论。21世纪，Nguyen T等（2018）研究了公司倾向于选择在公告后进行股票回购操作的原因。原因在于股票回购的公告成本较低、承诺水平也较低，在市场初始状态反映较弱，导致回购的积极效应往往呈现滞后性。

在自由现金流动因方面，Jagannathan等（2000）发现，如果一个公司存在较多闲散资金，并且自由现金流量状况良好，为了提高资金使用价值，公司一般会将这些闲散资金用于股票回购。Isagawa（2000）通过建立模型，得出企业现金流状况和实施股票回购策略呈正相关。Gruillon等（2002）研究发现，不仅规模较大的企业会采取股票回购方式，那些处于发展中的规模较小的企业同样会通过这种方式减少其自由现金流。

在财务杠杆动因方面，Carl M. Sandberg（1987）认为财务战略研究的核心在

于财务杠杆的研究,在此基础上衍生出企业债务管理、企业违约风险等一系列的研究。Bonaime AA等(2014)研究发现资本结构通过股票回购调整后所能创造的价值与公司价值被低估程度密切相关,杠杆率低或估值偏低的公司从股票回购中获得的收益最大,因此它们更有可能进行股票回购。

在防御动因方面,上世纪80年代,由于美国的敌意收购盛行,为了抵御外来收购,一些上市公司通过股票回购的方式来减少流通在外的股票股数,目的是为了抬高股价。Billett和Xue(2007)通过建立并购概率模型对股票回购决策实施的影响分析,发现并购的概率与股票回购决策之间存在着正相关性,并购防御假说得以证实。

## (2) 国内研究现状

在西方资本主义国家,证券市场已经存在了几百年的历史,股票回购的种类方式也已经有了半个世纪之久。相比而言,我国资本证券市场和股票回购这一资本运作工具出现的时间较短,对于股票回购的相关研究也较少。经过长期的发展,股票回购的法律法规进一步的完善。上交所和深交所在2019年1月11日发布了《上市公司股份回购实施细则》,完善了股票回购法律法规,股票回购屡屡出现在大众视野。

在我国,学者们多采用实证分析法和案例研究法对上市公司股票回购的信号传递动因进行考察。基于国外股票回购已有相关理论,在此基础上结合我国的制度、相关政策和资本市场的情况,大多数国内学者认为国有股减持是最初上市公司实施股票回购的动因。此外,王化成、王鑫(2000)和于艳清认为改善公司治理结构是股票回购的动因之一。韩冰(2000)研究中西方股票回购动因得出,我国实施股票回购主要是为了减少国有股份的占比,改变股权结构、遏止股价下跌趋势等。次年,王敏(2001)以财务管理目标为着眼点,分析了我国实施股票回购的上市公司财务数据,发现上市公司在外部经济状况低迷时期,可以利用企业闲置资金回购部分股份来减少股东损失。与此同时,由于存在上市公司股权结构调整和国有企业改革等情况,国内上市公司股票回购的对象主要是国有股股东,蓝发钦(2001)在其文中如是说。随后,王伟(2002)通过对国有企业股票回购的动机进行实证研究,结果证实了现阶段我国股票回购是作为国企公司资本运作的工具。主要目的是在企业经营业绩下降时,向资本市场释放企业内在价值未被

合理体现的信号，进而提升企业财务性、业绩性以及竞争性指标。

在股权分置改革之后，卞琳，和刘东（2005）提出了许多关于公司治理的问题。由于上市公司股权分置状况的存在，导致了流通股市价偏高的问题。在此背景下，刘钊和赵耀（2005）对比分析了我国和美国的回购案例，相较于美国的资本市场，我国企业实施股票回购有转移财富的可能性。在2005年证监会颁布了新的规定，我国资本市场进入新的阶段。随后，谭劲松和陈颖（2007）在对早期陆家嘴等多起股票回购案例分析得出，对于我国上市公司股票回购动因研究不能直接套用西方的研究理论。资金回笼、以股抵债、股东间输送等原因普遍存在于我国上市公司大股东回购的案例中。在郑珺（2009）研究的天音集团和海马两家上市公司的案例中发现，限售股减持，以及为可转债创造转股条件等动因是我国上市公司股份回购的真正动机。此外，也说明了我国上市公司股票回购存在一些隐藏动因。在此基础上，李曜，何帅（2010）也提出了在全流通环境下公开市场回购的公告动因并不一定真实的命题。其内容主要是将我国回购股票的上市公司划分为两类。一类是宣告动因，即宣告股票回购的真实动因，另一类是宣告动因不全面，也就是有隐藏动因的存在。除此之外，李曜（2013）在其后续研究中发现，有部份公司宣告股票回购的背后还隐藏着其他动机，即在股份回购前后通过负向正向操纵调整应计盈余来达到盈余管理的目的。冯雅（2013）对比研究了我国和美国资本市场情况，发现美国的财务灵活假说动因不适合我国国情。安红蕊

（2015）也是从现有的理论和视角出发比较了中西方案例，研究发现中国股票回购受到一定的政治因素的限制，存在一定的中国特色，我国企业选择股票回购主要是为了解决当前企业面临的困境，并且我国股票回购存在执行不足缺陷，需要监管部门发挥监督管理职能。吕兆德和杜炳昕（2016）对我国股票市场股票回购前后的会计指标进行研究，得出的结论是企业回购前后存在股权程度很大的波动就会产生机会主义的倾向。股票回购行为不会为企业未来发展产生积极的作用，而是会给主要投资者增加收益。

何瑛和胡月（2016）研究发现管理层的权利集中程度与股票回购的完成度存在关联。通过对2005-2015年期间发布的股票回购公告进行研究，吕兆德和杜炳昕（2016）得出信号传递假说动因被提及到38次的结论，占有动因次数的73%。闫永海（2016）研究发现管理者过度自信会使得企业回购股票的规模增大。杨琳

(2017)研究了2012年的孚日股份回购案例,证实了公司会出于提升股价和提高每股收益的考虑来实施股票回购。通过研究2005-2015年上交所股票回购案例,温丽萍(2017)归纳总结出14种股票回购动因,对比了公司向市场发布的动因和真实动因,发现存在公布动因与真实动因不一致的现象,并且实际动因比公布动因更加多样化,最后结合《公司法》给出了具体建议。薛景伊,孙伟(2018)在其研究中提出,在短期内,回购股票对股价具有提升作用,但是长期影响并不明显。在对2015年兴业证券股票回购事件进行分析后,米宇新(2018)提出股票回购的首要动因是提振股价,稳定市场,并为二级市场带来信心。次要动因是回购的股票可以作为企业的库存股留存,为后期实施股权激励和员工持股计划做准备。

通过梳理国内外关于股票回购动机理论的文献,不难发现上市公司进行股票回购的动因具有一定的复杂性。在我国证券市场发展初期,由于存在股权分置的特殊国情,国内上市公司股票回购的动机与西方企业具有明显的差异。我国上市公司的股票回购动机较为简单,主要是为了调整国有股股数和向公开市场传递信号等。随着我国资本市场的逐步发展和完善,通过学习借鉴西方发达资本市场的有用经验之后,我国上市公司股票回购也逐渐演变成为一种多元化的资本运作方式,其回购动因也从简单的传递信号转变为以股权激励、反收购为目的的复杂动因。

## 1.2.2 股票回购绩效的研究现状

股票回购的绩效分析。外国相关学者探究发现,上市公司实施股票回购行为可影响回购企业的证券价格和财务结构。

### (1) 国外研究现状

股票回购对证券价格的影响。通常而言,学者们采用异常收益率(CAR)指标来衡量某一事件对研究客体所产生的影响。在企业进行股票回购层面,此指标用来分析股票回购行为对证券交易所产的绩效。Ikenberry(2000)认为,在短期内,股份回购能提高股价,但不能提高股票的内在价值。因此,大多数公司把股份回购仅作为短期内操纵股价的工具。通过对上市公司股票回购案例的短期和长期的效用对比分析过后,Seifert和Stehle(2003)发现,个股收益率达到

最高值的时点是公告发布首日，最高回报率达到 4.9%。与此同时，也得出长期市场效应不如短期效应明显的结论。Ding, D. K. et al. (2017) 遴选 1996 年至 2014 年美国证券市场股票回购事件相关数据，发现了当企业披露股票回购信息后，披露期间股票收益率低于以往股东大会所议定的收益水平。究其原因在于披露期间累计超额收益率会随着公告次数增加而不断递减。Drousia, A. E., (2018) 通过考察希腊上市公司 2000 年至 2010 年股票回购事件，发现回购期间股价呈现不断上涨趋势。证券市场投资者对股票回购行为持积极态度，进一步发现当股东会核准回购计划后，回购企业证券累计收益率显著为正，此外，也有学者发现企业实施股票回购并未向资本市场传递企业经营发展、财务结构和价值创造的真实水平。Gupta V (2018) 考察印度上市公司股票回购行为所造成的市场效应，发现回购行为实施后股票超额收益率水平为负，未能实现预期效果。除此之外，Chen H C, Harper J T 和 Iyer S R. (2019) 的研究表明，上市公司在宣告股票回购和实施股票回购的节点是不一致的，众多企业虽发布回购计划公告却未进行实质性的回购行为，从侧面说明该类企业存在实施股票回购行为的动机，进而实现调整资本结构的预期目标。

股票回购对财务指标的影响。既有研究发现股票回购对企业财务状况、业绩提升和资本结构具有重要影响。具体地，Darly (2004) 通过案例研究方法分析了股票回购对企业业绩产生的影响，分析得出股票回购某种程度上提升了企业的业绩，有助于企业的良性发展。此外，相较于未实施股票回购的企业，进行股票回购可显著改善企业的偿债、盈利、营运和成长能力(Guffey & Schneider, 2004)。在此基础上，Pornsat 和 Jirapon (2006) 进行深入的实证研究，研究股票的回购规模与业绩影响这二者之间是否具有相关性。研究表明股票回购与企业经营业绩具有正相关性，并且随着回购的规模越大，对经营企业的业绩提升也越显著。Wiemer and Diel (2008) 认为，股票回购所形成的信号效应能够增强企业的内在价值，当企业实施股票回购行为后，从资本结构的构成来看，所有者权益减少，负债比例相对上升，也会给企业带来一定的财务杠杆效应。Reddy et al. (2013) 通过对印度公股票回购的累计异常收益率和财务杠杆率的分析发现，短期来看该行为会导致企业经营水平、财务状况和市场表现降低。然而，通过财务杠杆效应可产生积极效应。此外，某些学者发现实施股票回购会导致企业财务指标恶化，

究其原因在于其仅关注竞争性资本市场相应指标,而忽视了其对企业正常营运行为的影响。

Turco EM (2018) 通过考察股票回购对非金融企业投资行为的影响,发现股票回购降低了企业进行资本投资的动机,且在非竞争性市场运作的企业表现得更为突出,深层次的原因在于当管理层受到股权激励时,其更加关注证券短期价值,而忽视了实际投资下降和公司长期增长放缓等现象的存在。

## (2) 国内研究现状

国内的股票回购绩效研究主要包括短期绩效研究和长期绩效研究两大类。国内学者普遍认为股票回购对短期市场有正面影响。王清刚、徐欣宇(2014)通过运用事件研究法考察 2006 年至 2012 年资本市场企业股票回购案例,发现股票回购公告可显著增加披露期间累计超额收益率。吴壮倩(2017)基于事件研究法探究我国上市公司发布股票回购公告对资本市场股价的影响,表明在股票回购草案发布日当天,企业市场绩效明显提升,说明股票回购可向市场传递企业经营良好、前景广阔和发展稳定的积极信号,从而促使投资者购入股票实现超额收益。相较于短期市场绩效来说,国内关于股票回购对长期市场绩效影响的研究关注较少,众多学者指出股票回购并未对证券市场上回购企业的市场绩效带来长期、积极的影响。钱晓岚(2018)通过搜集 2009 年至 2016 年我国证券市场实施股票回购事件,分析发现在市场波动状况下,股票回购事件窗口期内企业股价会获得超额收益率。

国内的学者借助股票回购公告前后财务指标变化,来研究股票回购对公司财务绩效的正面、负面影响。唐复科(2009)研究发现,企业实施股票回购行为可对财务绩效产生下述效果:第一,缩减股本总额,进而提升净资产收益率;第二,提高资产负债比,改善财务结构,发挥负债的税盾效应。

后来,钟烨林(2018)搜集近五年我国证券市场实施股票回购行为的四十多家公司数据,发现该行为在短期内可改善企业财务状况,提高营运、盈利、偿债和发展能力指标,进而实现优化资本结构的目标、提升内部管理效率。覃雪梅(2009)指出证券市场中股票回购的行为具有一定的消极影响,表现为降低企业资本中所有者权益份额,致使企业财务风险上升,进而危害了债权人利益。此外,股票回购在某种程度上并不具有充分透明性,可能隐藏着诸如内幕交易等非合法

化行为,导致市场机制运转效率下降。从而损害投资者利用市场信息做出科学投资决策的能力。此外,通过对宝钢公司股票回购案例进行财务分析过后,徐若曼(2012)发现股票回购会引致企业财务风险,无论进行股票回购的资金是通过自筹还是举债都会提升财务杠杆。与此同时还会影响企业的长短期偿债能力,损害债权人的既有收益。在对财务绩效的具体影响方面,隋彤彤和王盛楠(2015)发现股份回购的财务绩效,既包括提高净资产收益率、替代股利分配效应等的正面财务效应,也包括易操纵利润粉饰财务指标、长短期偿债能力均下降等的负面财务效应。而薛媛(2018)通过对回购股份数量最多的企业进行案例研究,分析股票回购前后续效指标得出回购不能对企业成长产生长久影响,还会对少数投资者们利益产生消极影响。

### 1.2.3 文献评述

国内外学术界在实施股票回购动因和绩效的研究取得了诸多具有建设性的研究成果,对本论文的撰写提供了直接的启发和借鉴,通过对已有文献回购后发现既有研究存在下述不足。由于国外证券市场建设较早且发育较为成熟,致使我国学者关于股票回购的相关研究受到国外学者的影响,且其更多借鉴国外的研究范式,致使研究相仿。但因环境条件不同,研究结论也存在一定的特殊性。国内外学术界普遍认为上市公司实施股票回购是多重因素作用下的结果,其主要表现为提升公司股价、改善财务结构、转变股利分发方式和降低代理成本。事件研究法被大多数学者广泛应用于绩效分析中。在事件发生日,证券市场中国内外的企业能获取超额收益率,从而也说明股票回购这种行为能对企业的业绩带来积极的影响,并且发现资本主义国家的上市公司进行股票回购事件后比相对处于落后地位的社会主义国家所获取的收益更大。国内外学者对股票回购财务绩效的研究中发现,上市公司进行股票回购有效提升企业的财务水平、优化财务结构和改善公司治理水平。但与此同时也有消极的作用,有可能一定程度上降低了公司的偿债能力,削减了公司对外投资的支出,加大了公司的支付压力等方面。随着近几年由于实施股票回购操作的公司数量增多,相关理论研究也在不断丰富,取得了不错的成就,研究公司进行股票回购的动因及其绩效也具有重要的意义。

本文结合我国资本市场的发展背景下,选取具有代表性的股票回购进行案例

研究。结合国内外的研究现状和相关理论，分析案例公司进行股票回购的动因及股票回购前后企业绩效的变化。通过动因研究来了解股票回购在我国特定的市场环境下的具体情况，通过绩效研究来判断股票回购对企业产生的正负面影响，进而促进股票回购作为资本运作的工具在我国良性的发展，帮助优化企业的资本结构。此外，根据现有问题提出相应的对策建议，更有助于相关监管机构完善金融监管。

## 1.3 研究内容与研究方法

### 1.3.1 研究内容

本文通过案例分析法和定量与定性评价相结合的方法对所涉及的内容进行研究，共分为六个章节。

第一章：绪论。第一，阐述了股票回购的研究背景、目的及意义，其次，对国内相关文献进行了整理和述评；随后介绍了全文的研究内容和方法。

第二章：相关概念及理论基础。介绍有关股票回购的相关概念以及理论基础，为后文的案例分析奠定基础。

第三章：案例分析。第一，介绍有关永辉超市的情况。第二，阐述了永辉超市的经营状况。最后，整理了永辉超市回购过程。

第四章：永辉超市股票回购动因分析。分别从股票价值被低估、优化资金使用效率、增强财务灵活性、股权激励角度分析。

第五章：永辉超市股票回购绩效分析。该部分将从公告时点的市场绩效、股票回购前后财务绩效以及非财务绩效这三个方面进行分析。

第六章：研究结论与启示。通过上对永辉超市的分析，得出相关的研究结论，以期通过此研究为其他同类型企业提供一些启示。

### 1.3.2 研究方法

论文以永辉超市为研究对象，分析股票回购动因和绩效，运用的方法如下：

#### (1) 案例研究法

本文对商业百货行业中具有代表的永辉超市进行研究，主要通过对股票回购

的动因以及股票回购前后的市场绩效、财务绩效以及非财务绩效进行分析，得出了相关结论，促进企业高质量发展，并希望能对同行业提供一些借鉴意义。

## （2）定量分析与定性评价相结合

定量分析是从财务报表、数据库、公司网站等途径获取数据进行研究，主要对股票回购前后市场绩效、财务绩效以及非财务绩效进行分析。定性评价是从整体宏观进行把控，对股票回购的动因进行评价。两者有机的结合到一起，相辅相成，相互补充使得分析更加全面。

## 2 相关概念及理论基础

### 2.1 相关概念

#### 2.1.1 股票回购的概念

股票回购主要是指企业利用自身能控制的货币资金等资金,从股票市场中的二级市场买回其中一些已经发行在市场中的股票。股票回购的资金主要有货币资金、企业借款、发行股票筹集等方面。企业还有通过借债的方式进行股票回购,这种行为表明企业回购后产生的效益会远大于进行股票回购产生的费用。企业完成股票回购之后,可以将回购后的股票进行注销以便为了减少发行在外的股票数量,也可以将回购后的股票给企业职工进行股权激励计划,管理层和职工一起享受企业发展过程中的红利。例如企业股票在二级市场中的价格是5元,企业回购后和员工协议后的价格是2元,并且以2元的价格出售给员工。这中间的差价3元其实就是职工享受到的期权福利。企业通过股票回购的行为达到了股权激励的目的,促进了核心职工的积极性,为企业能更好的创造价值,使得企业更好的可持续发展。

当企业处于良性积极地发展进程中,有时会出现公司的股价在持续下跌。面对这种情况,企业一般会实施股票回购的计划。主要目的就是企业为了稳定下行的股价,提升股票在二级市场中表现良好的信号。一般而言,股票的回购会体现企业管理层的高管们对企业继续发展的强有力的信心,从而减慢股价下跌的变化率或者使得股价由下跌转为上升的走势。再者,在经济发展状况不明朗、股市持续震动的过程中,大股东通过股票回购可以使得持股比例一定程度上增加,从而加强对企业控制程度的加大。通过股票回购的这种行为,市场上外部流通股的数量在一定程度上会减少,进一步还能预防被行业内其他竞争公司进行恶意收购的风险。

#### 2.1.2 股票回购的动因

企业进行股票回购主要有以下几个方面:

### （1）稳定企业的股价，保护企业的价值

企业管理层的高管们一般考虑企业的股价远远低于企业的真实价值的时候，期望股票回购这一行为将企业真实价值被严重低估的信号传递给股票市场。从而让市场投资者、股民们接收到股价被低估的信号，稳定企业的股价，保护企业的真实价值，提高投资者、股民们的信心。这种行为如同企业管理层的高管们告诉投资者、股民们，我们对企业的经营很有信心并且自身有能力愿意购买自有的股票。而且，企业股票回购的这一措施，不仅说明自身有强大的资金作为保障，还说明能稳定下行股价的变化趋势，进一步可能推动企业股票的上涨。

### （2）增强资金的运用效率

企业投入项目所需要的现金流低于企业可以支配的现金流的时候，企业就可以通过用多出来的一部分现金流进行股票回购。股票回购后，这部分股票会被注销，股票总数相应会减少，也就是说股本就会减少，进一步会增多了每股收益，提升了每股盈利水平，使得企业净资产收益率有所提高，同时也会使得企业财务报表各项指标处于稳定向好的趋势，企业也能对外界传递出一种积极良好的信号。从这个角度来看，企业进行股票回购是一种科学进行投资理财的手段方法。

### （3）股权激励提升职工归属感

企业管理层的高管们假如通过股东大会直接发行新股的话，这样会使二级市场中的股票数量增多，在一定程度上使得股东的权益减少，不少股东会对企业产生些负面情绪。但是，企业管理层的高管们假如通过股东大会进行股票回购的话，这就相当于把二级市场上企业股票的总数降低了，企业没有再增发新股，而是用回购后的股票进行股权激励，将这部分股票分发给企业职工。这种方式不但增强了职工的权益，而且满足了职工持股的要求。职工拥有了股权会更好的为企业奉献，创造更大的价值，进一步提升了员工的归属感。

### （4）股票回购拉升企业股价

投资者、股民们购买一只股票的数量增多，这只股票就会上涨。因此，企业进行股票回购也是购买股票的一种行为，股价在某种程度上也会有所提升。这种方式可以给企业和股东们带来双赢的效果。不仅企业可以节省许多税费，还能使得股东们收到一定的股利作为回报。

### （5）股票回购预防敌意收购

企业进行股票回购后会在一定程度上减少原有股票的数量,这样能减少一些有敌意收购企业股票的投资者们。当股票二级市场上没有足够多的股票收购时,市场上的投资者们也就没有能力对抗大股东们,从而不会获得企业的控制权。

#### (6) 降低加权平均资本成本

上市公司发展进入成熟期之后,公司会具备强大的经济实力,正是发挥财务杠杆水平的重要阶段,权益资本占比高,企业实施股票回购可以提高资产负债率,降低企业的资本,从而改善资本结构。股票回购的资金来源于公司充盈的资金,这样降低了加权平均资本成本,从而推动了企业价值的增加。

### 2.1.3 股票回购的类型

#### (1) 常规回购

常规回购一般情况下是指公司盈利水平较好、积极良好的发展前景没有充分体现到股票二级市场中去,并且企业拥有足够多的资金进行股票回购。这种类型的具体回购细节可以通过企业进行决策,与直接派发现金股利政策相比,灵活性很大。

#### (2) 战略回购

战略回购是在宏观视角下企业从长期战略目标出发实施的股票回购的方式。和常规回购相比而言,战略回购通常需要的资金数量较大,在较短的时间里完成战略性的要求。相对于有不轨意图进行收购的企业来说,战略回购是一种不错的选择。

## 2.1.3 股票回购方式

股票回购最早起源于美国,经过西方资本市场的发展,我国股票回购市场也逐渐加以完善,股票回购也呈现出多种多样的方式、分类标准不尽相同。本文主要从以下几个方面进行阐述。

#### (1) 回购地点

回购地点主要包括场内公开回购和场外协议回购。场内公开回购是指企业自身在股票市场和其他购买者一起进行购买,购买的价格就是当天市场的股价。这种方式相比于场外协议回购来说公平性更强、透明度更高,在股票二级市场中很受欢迎。场外协议回购是指在非公开场合下企业通过和投资者商议回购具体细节

进行交易的一种方式。这种方式的不足之处是企业不能及时对市场传递积极的信号，投资者和股民们无法获取有效的信息，公开程度较低。

### （2）筹资方式

筹资方式包括现金回购、举债回购和混合回购。现金回购是指企业自身拥有足够多的现金可以提供支持进行股票回购的一种方式。举债回购是指企业管理层高管们通过股东大会表决认为负债占比过小，所有者权益占比过大，导致资本结构出现不适合公司长远发展的要求，通过对外增加短期借款和长期借款来调节企业的资本结构，变得趋于合理化。这种方式也是一种保护机制，可以预防外部敌意收购的风险。混合回购是指运用现金回购和举债回购两种相结合的方式，企业依靠充足的自有资金、短期借款和长期借款进行回购的方式。

### （3）回购价格的确定

回购价格的确定方式包括固定价格要约回购和荷兰式拍卖回购。固定价格要约回购是指企业管理层高管们经过股东大会决议后确定回购的股票数，在股票二级市场进行回购的方式，这种回购方式通常来说会高于目前市场价格，会给投资者和股民们传递良好的信号。荷兰式拍卖回购是一种公开竞价的买卖活动，企业通过股东大会公布准备回购的股票数量和价格，购买者接收到信号后分析具体情况进行公开竞价，最终通过公开竞价的情况制定股票回购价格。

## 2.1.4 我国股票回购发展历程

股票回购最初起源于美国，经过西方资本市场的不断完善，我国的股票回购市场也逐渐日臻完善。截止到目前，我国股票回购有如下几个阶段。

### （1）2005 年及以前

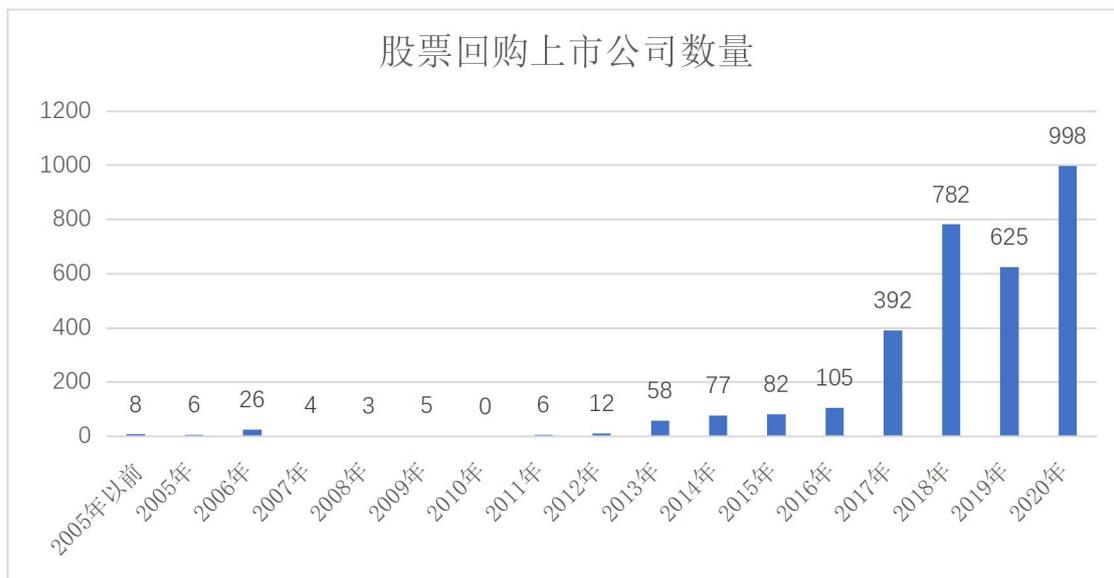
2005 年及以前我国股票市场还处于初级发展阶段，各种法律法规还不完善，各项制度还不能完全适应我国本土的情况。1994 年，我国第一支股票回购的是“大豫园”案例。在这个阶段，有部分原因是企业没有足够多的资金进行股票回购。1999 年，国家出台了新的政策，主要是使国有股减持，让国有股一股独大的现象减少。自政策发布后，有 5 家企业通过上交所和深交所实施完成了股票回购。这个阶段实施股票回购处理了一部分不良资产，为国有股减持提供了一定的帮助。

### (2) 2005 年—2008 年

这个阶段在 2005 年股权分置改革开始实行了，对股票回购具体规章细节进行了要求，进一步完善了由上一阶段国有股减持遗留下来的问题，推进了股票回购进入了一个新的阶段。此阶段完成了第一例流通股的回购，该公司是邢郁钢铁。2005 年到 2018 年共有 39 家企业进行了股票回购。企业进行股票回购主要是通过回购流通股使得股权分置改革的顺利进行。

### (3) 2008 年至今

自 2008 年开始，国家出台了新的政策，法律法规进一步完善，股票回购逐步成为市场化的行为。许多企业通过进行股票回购来推动自身业绩的提高。主要动因有稳定股价、提高资金使用效率、改善资本结构、股权激励、预防敌意收购等方面。回购的方式也逐渐多种多样，从不同的角度进行了划分。主要划分为回购地点、筹资方式、资产置换范围、回购价格的确定这几类。股票回购主要是对股票二级市场的流通股进行回购。根据图 2.1，可以得出截止到 2020 年年末，上市公司股票回购共有 3089 家企业完成股票回购。



数据来源：巨潮资讯

图 2.1 沪深上市公司股票回购的数量

通过对我国企业股票回购发展历程的研究，我国股票回购现状主要包括以下几点。

(1) 相比于西方资本市场来说，我国股票回购起步较晚，企业回购的数量比较少，产生的动因复杂性相对来说浅显写，运用的理论相比于西方来说还有些

匮乏。

(2) 随着我国股票回购政策法规的进一步完善, 股票回购的数量逐渐增多, 多数企业通过信号传递理论向投资者、股民们传递积极良好的信号, 大部分针对短期市场起到稳定股价的作用甚至有推动股价上涨的作用, 但对长期市场来说稳定股价的作用不明显。

(3) 我国政策对证券市场中股票回购的管理逐渐宽松, 回购事件中动因也随之变得多种多样, 越来越复杂更加具有现实意义, 这对企业的发展有更高程度的参考价值, 也具有一定程度的借鉴意义。

## 2.2 理论基础

### 2.2.1 委托代理理论

随着生产力发展和分工专业化, 一方面致使产权所有者因经营才能、能力和精力等原因无法完全行使财产所有权利; 另一方面引致市场出现具备专业知识和精力来行使受托权利的人员。然而, 由于委托双方所达目标的差异性和非对称性的信息, 受托方可能基于个人利益考虑, 凭借所具有的信息优势追求薪资、闲暇时光和奢华消费, 进而导致双方的利益冲突。故而, 在有效的契约安排缺失的情形下, 受托方的非合理化行为很可能最终侵害受托方的利益。

委托代理理论意在探索信息非对称性和双方利益相异前提下, 委托方如何构建有效、最优的契约安排来激励受托者。若委托双方信息相对称, 此时产权所有者可基于受托者的经营管理行为来评价其是否完全履行受托义务, 进而通过改进契约条款来确保受托者高效履约, 从而实现帕累托最优。然而现实中更多是双方信息非对称, 受托方的行为无法完全观测到, 削弱了契约监督效应的发挥, 理性的选择是在契约合同中引入股权激励条款。为此, 确保所有者收益最大化的重要举措在于在委托代理契约中有效设计股权激励条款。在此背景下, 众多学者指出, 通过股权激励可有效解决双方信息非对称问题, 有效的股权激励可合理配置委托双方的权责利, 驱使双方目标趋于一致, 使监督成本、履约成本和激励成本最低, 从而确保所有者收益的最大化。

## 2.2.2 财务杠杆理论

在企业发展效益较好、自有资金比较充盈的情况下，这时公司的所有者权益占比会很高，导致负债占比过低，资产负债率就会很低，资本结构没有形成最合理的配置情况。在这种情形下，企业进行股票回购可以使得自有资金减少，流通在外的股票数量会减少，相应的负债比例增加，促使资产负债率的提高，优化财务杠杆，合理改善公司的资本结构。但是负债比例不能无条件的增加，这样会使得公司资金流存在问题，有可能带来资金的断裂问题，增大财务风险。

## 2.2.3 信号传递理论

在信息不对称情形下，具有信息优势的公司内部人运用相应的方式及方法向外界传递公司有关信息，进而影响投资者决策；同时外部投资者基于获取的信息来甄别有价值的公司，以做出投资决策。而信号传递理论便是在该情形下，公司管理层和外部投资者进行信息交换，进而缓解双方信息不对称，从而实现彼此收益最大化的过程。

信号传递理论可解释未达到强制披露要求情形下，某些公司仍采取主动对外披露公司经营状况信息的策略，究其缘由在于争取有限的投资资本。在竞争性资本市场环境下，采取股票回购信息披露主动型策略的公司可传递自身独特的市场价值状况。我国资本市场监管部门仅规定了公司实施披露行为的“门槛”标准，但在披露形式及时间等方面未进行明确要求，其给予公司可控范围。适时且高质量股票回购草案信息能够折射公司良好的发展形象，进而提升其在资本市场企业价值的能能力。究其缘由，一方面在于充分且高质量的公司股票回购信息可降低投资者信息搜寻和处理成本，另一方面可向市场传递公司未来经营的前景，降低投资者潜在投资风险，致使投资者缩减对目标投资公司可获得最低收益预期的下限，进而节约公司融资代价，扩增公司内在价值。可见若资本市场出现整体“信任”缺失时，经营良好且前景广阔的企业，其倾向于公布股票回购高质量的信息，进而提升其在证券市场形象 and 公信力，而一般的公司为减弱集中不利信息披露导致的公司股价急剧波动和投资者的恐慌，偏好利用公布股票回购的信息，适当披露具有市场参考价值的信息，既符合资本市场监管机构的要求，又确保投资

者对目标公司信息的基础需求。

## 2.3 股票回购绩效评价方法

### 2.3.1 事件研究法

事件研究法是以该企业股票回购公告作为特定事件,搜集此事件中该企业股价的数据以及同时段大盘指数的数据,运用统计学中的方法借助回归分析进行分析得出回归表达式,将表达式应用在该企业股票回购这个事件中,计算出超额收益率和累计超额收益率,最后根据这两个指标趋势图分析该企业股票回购这个特定事件的短期市场绩效。

### 2.3.2 财务指标法

财务指标法是指由于财务数据之间具有一定联系,财务数据取值后做比,得到的比值能够反映评判企业的经营状况和效率,盈利水平和效率,偿还债务的能力及企业可持续发展的能力,因此成为一种在实务界应用广泛的科学的评价方法。

财务指标分析法公式明晰,易于理解;计算简单,运用现代数据计算软件即可轻松取得指标结果;各类行业也可以通过修正后的财务数据进行分析以适应不同行业的实际情况,适用性强;指标横向比较可以评价不同企业的财务情况,指标纵向分析可以评价同一企业的不同时期的经营进展变化,可比性强。笔者也将在下文将其作为评价股票回购的财务效果的分析工具。

当然,事物的两面性决定财务指标法存在局限性。财务数据的取值源于财务报告,尤其上市公司为了报表数据好看,可能会对数据进行调节,使得财务指标分析法不可避免带有一定的主观色彩。

### 2.3.3 EVA 评价法

EVA 是评价企业财务绩效的方法,主要是确定税后经营利润(NOPAT)、加权平均资本成本(WACC)和总资本(TC),根据公式计算得出 EVA。EVA

指标对于评价企业经营活动方面具有很强的优势。这种评价方法相比于财务指标分析法来说工程量比较大，相对复杂，获取数据的难度比较大。EVA 需要对 NOPAT、WACC 和 TC 进行调整撇去不符合准确反映企业自身运营状况的数据，进行会计调整各种情况综合体现的指标。当 EVA 值大于零时，说明企业的价值管理的得到了提升，为投资者创造出更大的价值。当 EVA 值小于零时，说明企业价值管理的运作效率有待提高，经营可能存在风险。

### 2.3.4 非财务绩效评价法

非财务绩效评价法是对财务绩效评价法的补充。在实务中，由于有些评价指标数据无法获得或者根本没有数据，只能通过定性分析，人为确定标准或流程，例如对客户满意度、企业内部经营模式及流程、员工满意度等方面的评价。因此自然而然需要非财务绩效评价方法。

财务绩效评价只能反映各企业某些方面的，通用性的指标，而对于企业具备特殊的、软性方面的评价就需要非财务绩效评价方法了。由于当今社会发展，企业的管理效率、品牌形象等因素对企业发展的影响越来越重要，非财务绩效的评价是评估企业成长和发展的关键方法，利益相关者也对非财务性评价方法更加关注。笔者下文通过分析股票回购后，企业在非财务绩效方面取得哪些成效，从而可以分析股票回购对企业带来哪些影响。

### 3 永辉超市股票回购案例分析

#### 3.1 永辉超市简介

上文对股票回购的相关概念及理论基础进行了分析,下面本部分选取商业百货具有代表性的永辉超市为主要研究对象展开探讨,对该企业进行介绍并对其股票回购前的经营状况进行分析并对股票回购的内容加以阐述。

##### 3.1.1 公司概况



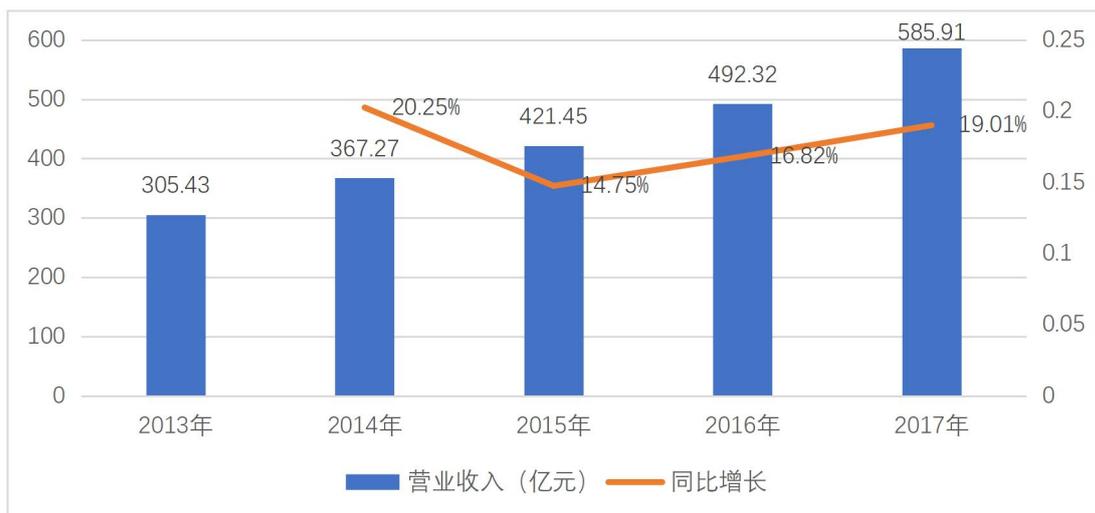
数据来源：永辉超市官网

图 3.1 永辉超市业务

永辉超市是一家新零售与生鲜零售相结合的商业零售企业。以新鲜农产品为主,以生活必需品、服装、鞋帽为辅。永辉超市已在全国 29 个省 575 个城区开设 1022 家门店,目前拟建门店数为 183 家。永辉超市主要围绕四种业态打造,形成庞大的生态系统。如图 3.1 所示,这四家企业分别是“云超”、“云商”、“云创”和“云金”。“云超”现在战略上被划分为“七个战区”,并逐渐扩展到全国各地。主要覆盖红色和绿色的店面。红标店以低价超市为主;绿色标签店是 Bravo 系列,主要面向高端消费者,采用高品质的商品结构和服务意识。这两者构成了永辉超市的主要利润来源。“云创”,目前主营业务是融资,有三种模式:会员店、首选店、超级物种。会员店采取线上线下结合的方式经营,首选店以社区为基础的便利生活服务为主。超物种以“超市+餐饮”的形式体现,超市占 30%,餐饮为主要布局。以“中央厨房”为主要特色的“云商”,推出了“多彩美食、新鲜美食”的品牌。“云金”主要经营银行业务,包括保理、信贷等。

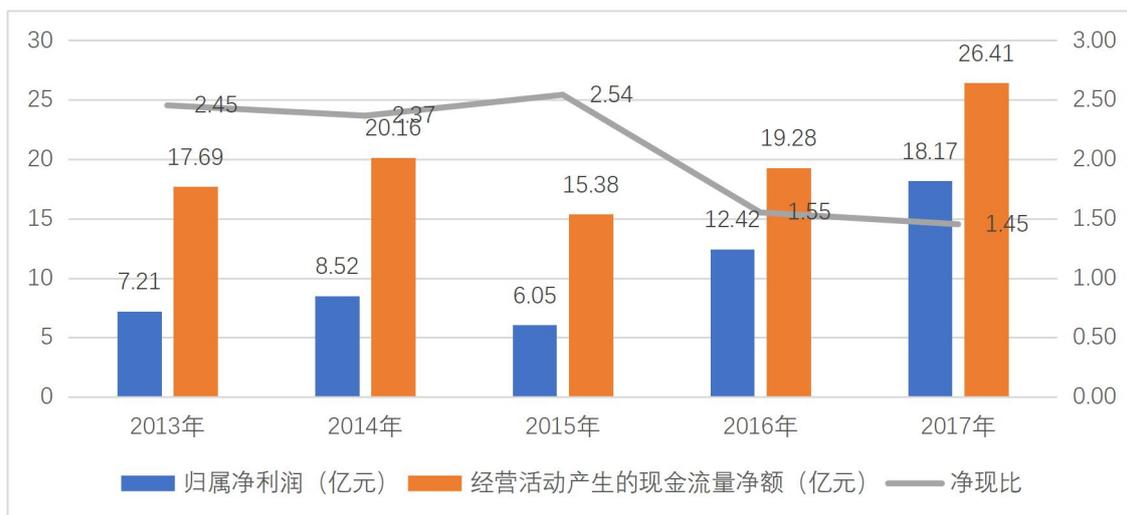
### 3.1.2 经营状况

如图 3.2 所示，永辉超市在这次股票回购之前，营业收入和增长率均呈现上升趋势，平均营业收入达到了 434 亿元，增长率维持在 17%以上。高效的经营状况使得永辉超市在商品服务业这个行业里排在前列。



数据来源：根据永辉超市年报整理

图 3.2 2013 年-2017 年永辉超市主营业务收入及增长率



数据来源：根据永辉超市年报整理

图 3.3 2013 年-2017 年永辉超市净利润和净现比

根据图 3.3 所示,永辉超市从 2013 年至 2017 年归属净利润和经营活动产生的现金流量净额从趋势上看呈现上升的走势,净利润从 7.21 亿元上升到了 18.17 亿元,上升了 1.52 倍,经营活动产生的现金流量净额由 17.69 亿元增长到了 26.41 亿元,增长了 49.29%。说明企业资金充沛,可以为股票回购提供坚实的基础。此外,净现比均大于 1,进一步说明企业目前经营状况良好,盈利水平较为优秀。

### 3.2 永辉超市股票回购概况分析

2017 年 12 月永辉超市公布了股票回购计划,并且按照规章制度井然有序地开展。2017 年 12 月 1 日,永辉超市公布了这次股票回购的草案。此次股票回购的目的是为了进一步建立、发展健全公司长效激励机制,制定此次激励计划。以自有资金的途径通过集中竞价交易的方式从股票市场回购本公司股票,回购价格确定为 4.58 元,拟回购的股份数量约为 16667.31 万股。2017 年 12 月 16 日,永辉超市通过了此次股票回购的草案,同时递交至股东大会,进一步由股东进行投票审议。2018 年 1 月 22 日,永辉超市发布公告表示已完成此次股票回购。这次股票回购预计回购 16667.13 万股,实际回购数量为 166634.34 万股,共支付金额为 16.26 亿元,占公司股本总额 1.74%。

## 4 永辉超市股票回购动因分析

2017年12月永辉超市发布回购预案，本文将从永辉超市股价、财务杠杆和股权激励情况等方面进行探究，希望能剖析出永辉超市股票回购的悉数动因。

### 4.1 股票价值被低估



数据来源：根据巨潮资讯整理

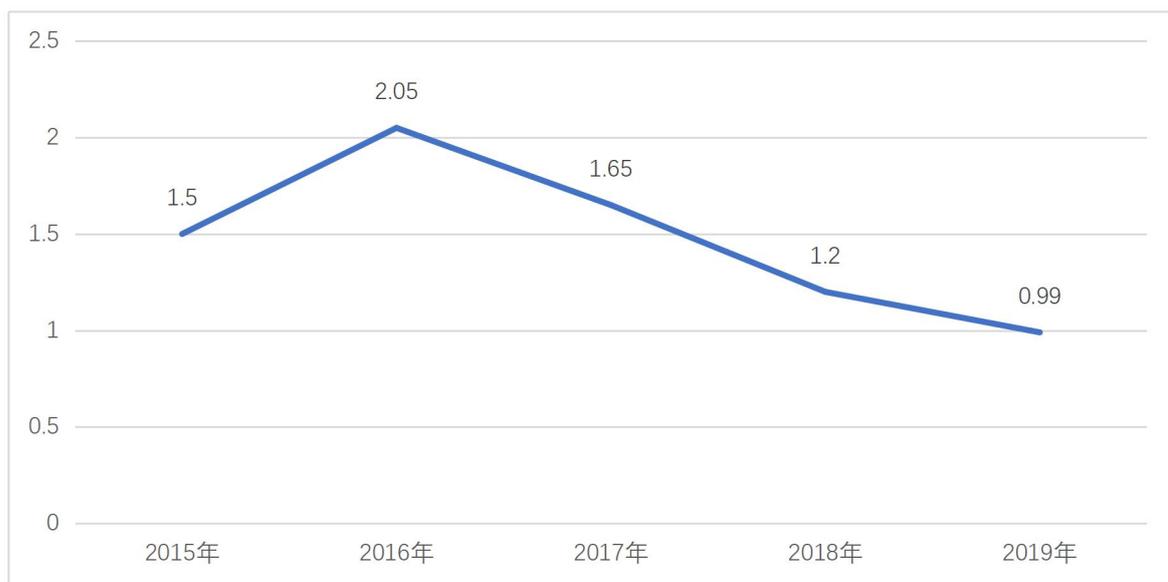
图 4.1 永辉超市 2015 年 11 月 30 日至 2017 年 11 月 30 日收盘价变化情况

根据图 4.1 可以看出，永辉超市在股票回购之前的 2015 年 12 月 21 日股价达到了最高点为 10.58 元/股，随后一直呈现下滑趋势，到 2016 年 6 月 3 日股价跌至了最低点 4.28 元/股，成为了全年最低值，与 2015 年 12 月 21 日相比，下跌了 59.55%。

此后，永辉超市积极进行内部管理，通过一系列降本增效的举措，优化资源的合理配资，稳固并拓展了销售渠道，巩固并改善了企业的经营状况，达到了一定的成效。公司股价有了改变，但增长速度较为缓慢，截止到 2017 年 1 月 3 日股价为 5.02 元/股，相比于 2016 年 6 月 3 日增长了 17.29%。2017 年企业各项业绩指标相比于去年都有了一定程度的改善，但股价增速仍不明显。与 2015 年 12 月 21 日股价 10.58 元/股相比而言，相差了 5 元多。

永辉超市要想继续保持股价增长的稳定趋势，公司高层就需要通过实施股票回购的来稳定股价，通过发布公告给股民传递利好消息并融合股权激励的措施使股价有较大的提升。因而，提升股价的上涨趋势，是永辉超市股票回购动因的一个因素。

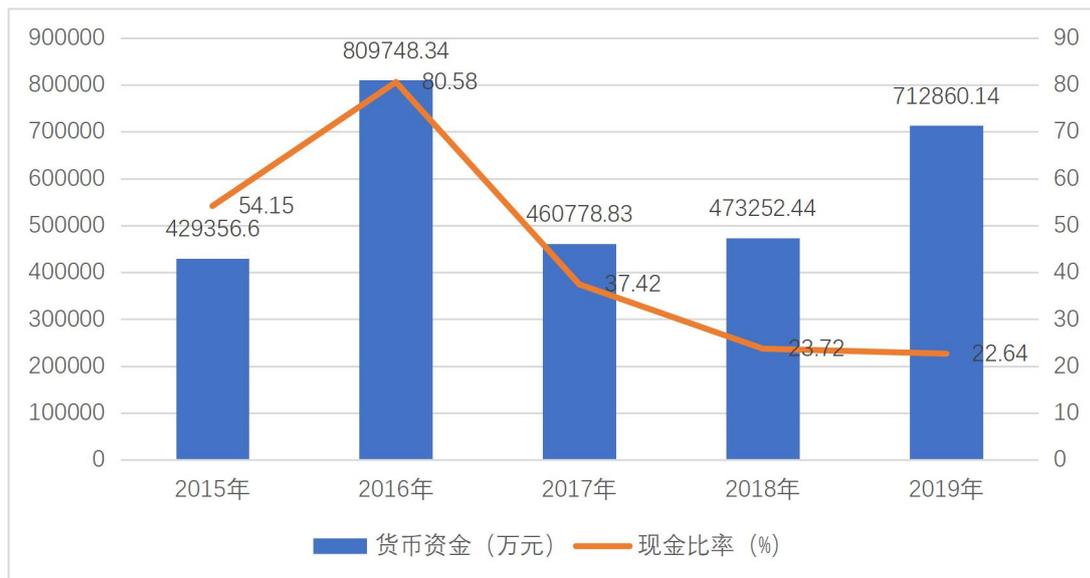
## 4.2 优化资金使用效率



数据来源：根据永辉超市年报整理

图 4.2 永辉超市 2015 年—2019 年流动比率

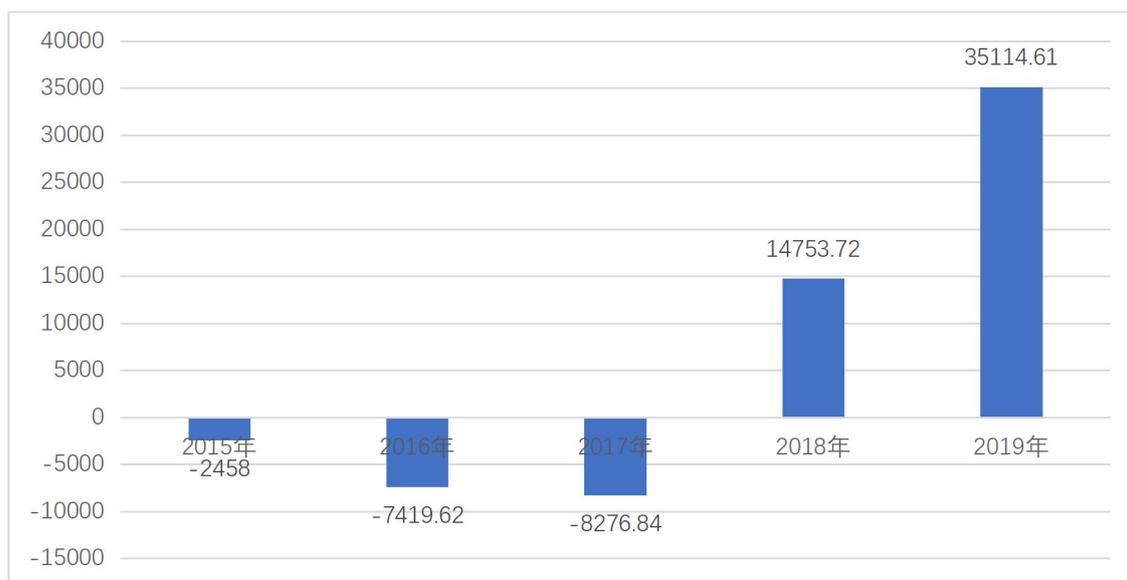
如图 4.2 所示，永辉超市从 2015 年开始到 2016 年流动比率由 1.5 增长到了 2.05，说明企业资产的流动性很好有充足的资金，并且短期偿债能力也很强。在有强大资金的保障情况下，2017 年永辉超市实施股票回购将闲置的资金进行合理应用，提升运作效率。从 2017 年到 2019 年流动比率持续走低，一直在最低标准 0.5 以上，从而也说明这个阶段是在一个合理的区间里。



数据来源：根据永辉超市年报整理

图 4.3 永辉超市 2015 年—2019 年货币资金和现金比率

如图 4.3 所示，永辉超市从 2015 年到 2016 年货币资金和现金比率均上升，货币资金由 429356.6 万元上升到了 809748.34 万元，增长了 88.60%，现金比率由 54.15% 上升到了 80.58%，增长了 48.81%。说明股票回购之前闲置资金量很大，短期偿债能力很强，企业经营状况很好。



数据来源：根据永辉超市年报整理

图 4.4 永辉超市 2015 年—2019 年财务费用（单位：万元）

从图 4.4 可以看出，永辉超市的财务费用从 2015 年到 2017 年一直持续为负值，并且逐渐增多，从-2458 万元增长到了-8276.84 万元，增长了 2.37 倍。说明永辉超市的利息收入大于利息支出，企业没有充分利用资金进行投资，存在的闲置现金很多。在股票回购之后，财务费用转为正值，对闲置资金进行了合理的运用，提升了运作效率。

### 4.3 增强财务灵活性

表 4.1 永辉超市股票回购前后财务杠杆

指标/年份	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年
利润总额（万元）	79732.55	155649.00	203315.57	144901.68	177709.46
利息支出（万元）	0	0	837.13	7128.82	29166.99

数据来源：根据永辉超市年报整理

根据表 4.1 所示，2015 年与 2016 年利息支出均为零。但 2017 年利息支出 837.13 万元，查看企业相关财务报告也可以看出 2017 年企业负债相比 2016 年明显增多。费用的增多会导致财务灵活性变弱，为了避免传递消极信号，实行股票回购是很有必要的。

### 4.4 股权激励推动企业成长

永辉超市本次股票回购的股票全部用于对公司 338 名员工进行股权激励，共耗资 16 多亿元，限制性股票数量是 166343400 股，授予价格为 4.58 元/股，占公司股本 1.74%。股权激励有助于增强员工责任感，使得员工长期为企业价值创造，可以有机更好地将企业和员工融为一体，形成命运共同体。其次，相比直接从股票二级市场购买股票进行股权激励，企业可以在自身承受的合理价格区间内获取股票，更具有灵活性。再者，股票回购后进行股权激励可以避免股东权益的稀释，有效地维护股东财富最大化。

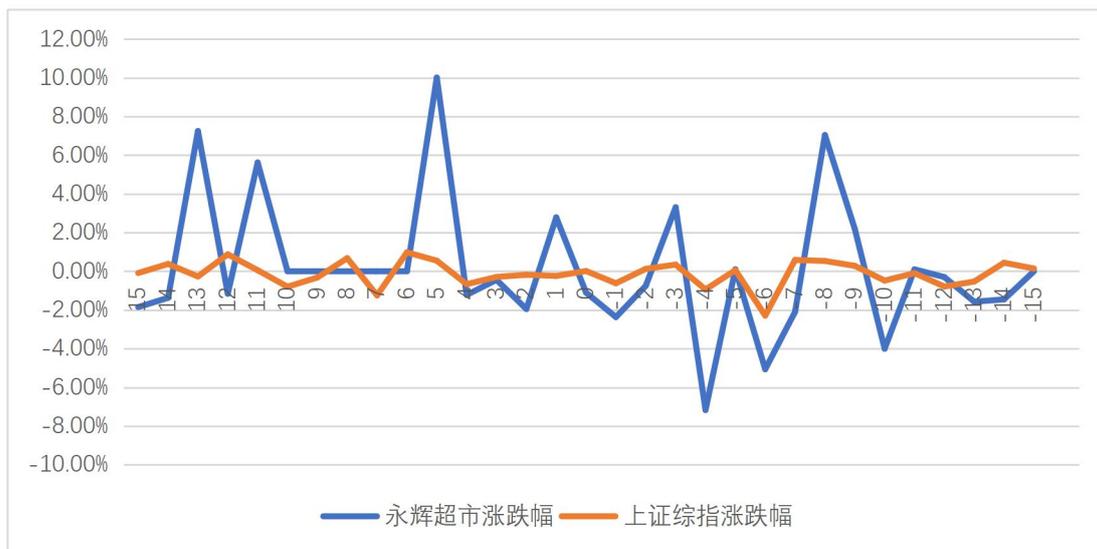
## 5 永辉超市股票回购绩效分析

对一个企业全面的绩效分析包括三个方面的内容。运用事件研究法对企业的市场绩效进行分析，运用会计指标对财务数据进行分析，运用非财务指标对企业运行效果进行分析。这三个方面相辅相成，相互影响，加以补充形成一个对企业整体完善的绩效分析。下面首先对市场绩效进行分析。

### 5.1 公告时点的绩效分析

#### 5.1.1 永辉超市股票回购公告前后股价变动情况

为了研究市场对永辉超市股票回购这一行为的反应，本文选取永辉超市股票回购公告日前后各 15 天的股价波动以及大盘指数进行观察和分析。



数据来源：根据巨潮资讯整理

图 5.1 窗口期永辉超市与上证综指股价变动情况

在发布股票回购信息日前，永辉超市股价呈现出下降的趋势。而 12 月 1 日回购预案发布后股价开始出现反弹。由此可以看出，市场将永辉超市股票回购的行为视为一个推动股价上涨的利好消息。在随后的十个交易日内，永辉超市股价持续保持平稳上升。

从图 5.1 不难发现,永辉超市的股价在实施回购前总体走势与大盘指数保持同步,有着强烈的正相关性,在 11 月 10 日至 11 月 30 日间两者变动紧密相关,并无异常之处。

而在永辉超市股票回购的第二天开始,其股价与大盘出现了相反的走势,上证指数在 12 月 1 日表现为下降趋势,永辉超市则表现为股价上升。这一现象表明市场接受了永辉超市股票回购的利好消息,并对其做出了积极的反应。与此同时,永辉超市公告日后的股价上涨也在一定程度上表明了股票回购对股价的稳定与提升作用。

### 5.1.2 基于事件研究法的股票回购市场绩效分析

#### (1) 事件研究法简介

通过研究某一事件发生前后一段时间内公司股价的变动情况可以得出该经济事件是否会使公司股票产生超额收益,进而分析事件对公司价值的影响。而这种研究方法就是研究中常用的事件研究法,通过该方法可以研究某一事件对于公司价值的影响。

在运用事件研究法时,首先必须明确两个概念。其一,超额收益率是指的该事件产生的效益,主要表现为窗口期内实际收益率与市场收益率之差。其二,累计超额收益率为窗口期内超额收益率之和。通过这两个指标可以进行经济事件对股价影响程度的分析。

事件法涉及到对三个变量的控制,分别是目标事件,事件日和窗口期。

a.确定目标事件

b.确定事件日

c.确定事件窗口期和估计窗口期

本文研究的目标事件为永辉超市股权回购事件。由于市场首次知悉永辉超市股票回购日为回购预案公布日,且预案发布后并未遇到休市或停牌事件发生,本文选择将回购预案发布日作为事件日记为 0。为了避免同时期其他事件对永辉超市股票价格波动法的干扰,事件研究窗口期不宜过长,为了防止事件的影响未能充分体现在股价变动上,事件研究窗口期也不宜过短。因此,本文选择股票回购日即事件日前后各 15 个交易日作为事件窗口期进行研究记做[-15, +15],选取事

件日前 190 到前 15 个交易日的区间为估计窗口期，记为[-190,-15]。

## (2) 永辉超市股票回购市场反应的事件法分析

一般而言，市场在得到一个利好消息时，股价往往会出现上涨，超额收益率会为正；市场在得到一个利空消息时，股价往往会出现下降，产生负的超额收益率。

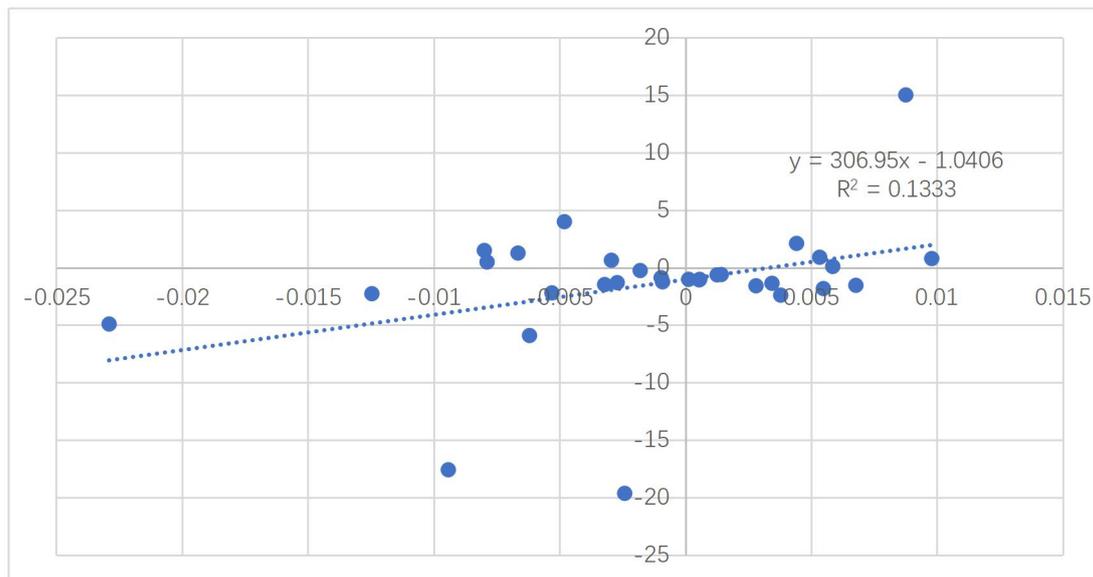
### a.基本计算模型

采用事件研究法，最主要的是计算出超额收益率。其计算公式为：

$$AR_{it}=R_{it}-\alpha-\beta R_{mt}$$

该公式中， $AR_{it}$  表示的是股票  $i$  在  $t$  时点的超额收益率， $R_{it}$  表示的是股票  $i$  在  $t$  时点的实际收益率， $\alpha$  和  $\beta$  都是股票  $i$  的回归系数， $R_{mt}$  代表的是股票市场指数的实际收益率。本文选取永辉超市所在的上证综指收盘价作为股票市场指数的实际收益率。该研究方法主要是用一只股票的实际收益率与经调整过的股指实际收益率之差衡量超额收益。

### b.具体数据分析



数据来源：根据巨潮资讯整理

图 5.2 永辉超市股票回归分析结果图

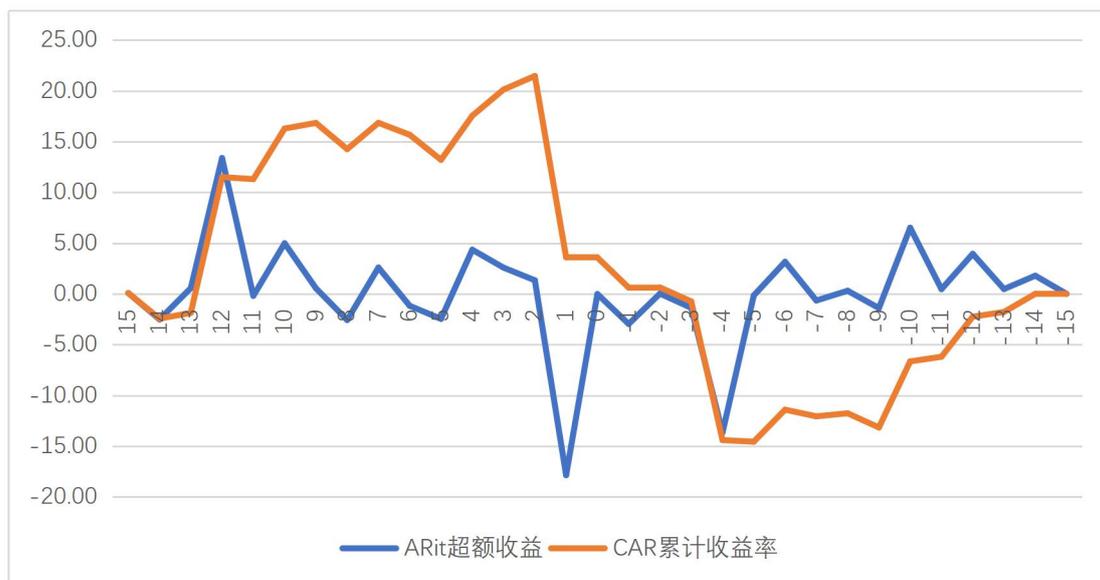
选取事件窗口期内永辉超市股价与上证综指每日涨跌幅为基础，进行回归计算可以得到回归方程  $Y=306.95X-1.0406$ ，其中  $\alpha = -1.0406$ ， $\beta = 306.95$ 。将上证指

数在窗口期内的日实际收益率带入可得永辉超市窗口期内每日的正常收益率。将永辉超市的日实际收益率与正常收益率相减便可得出超额收益率，再将窗口期内日超额收益率相加便可得到累计超额收益率。通过上述计算方法可以得出永辉超市窗口期内日超额收益率和超额累计收益率如下：

表 5.1 永辉超市事件窗口期超额收益率统计

事件窗口期	日期	上证综指收盘价	永辉超市收盘价	超额收益率 AR	累计超额收益率 CAR
15	2017/12/22	3297.06	10.6	0.0796	0.0796
14	2017/12/21	3300.06	10.8	-2.5201	-2.4405
13	2017/12/20	3287.61	10.95	0.5629	-1.8776
12	2017/12/19	3296.54	10.21	13.3754	11.4978
11	2017/12/18	3267.92	10.33	-0.1956	11.3022
10	2017/12/15	3266.14	9.78	4.9825	16.2847
9	2017/12/14	3292.44	9.78	0.5518	16.8364
8	2017/12/13	3303.04	9.78	-2.5824	14.2541
7	2017/12/12	3280.81	9.78	2.5915	16.8456
6	2017/12/11	3322.20	9.78	-1.1785	15.6671
5	2017/12/8	3289.99	9.78	-2.4663	13.2008
4	2017/12/7	3272.05	8.89	4.3456	17.5464
3	2017/12/6	3293.97	9	2.5796	20.1260
2	2017/12/5	3303.68	9.04	1.3365	21.4625
1	2017/12/4	3309.62	9.22	-17.8627	3.5998
0	2017/12/1	3317.62	8.97	-0.0200	3.5799
-1	2017/11/30	3317.19	9.07	-2.9685	0.6113
-2	2017/11/29	3337.86	9.29	0.0201	0.6315
-3	2017/11/28	3333.66	9.36	-1.3803	-0.7489
-4	2017/11/27	3322.23	9.06	-13.6593	-14.4082
-5	2017/11/24	3353.82	9.76	-0.1585	-14.5666
-6	2017/11/23	3351.92	9.75	3.1576	-11.4090
-7	2017/11/22	3430.46	10.27	-0.6591	-12.0681
-8	2017/11/21	3410.50	10.49	0.3046	-11.7635
-9	2017/11/20	3392.40	9.8	-1.4041	-13.1676
-10	2017/11/17	3382.91	9.59	6.5110	-6.6566
-11	2017/11/16	3399.25	9.99	0.4582	-6.1984
-12	2017/11/15	3402.53	9.98	3.9447	-2.2537
-13	2017/11/14	3429.55	10.01	0.4679	-1.7858
-14	2017/11/13	3447.84	10.17	1.7888	0.0030
-15	2017/11/10	3432.67	10.32	-0.0022	0.0008

数据来源：计算得出



数据来源：根据巨潮资讯整理

图 5.3 永辉超市事件窗口期超额收益率与累计超额收益率趋势分析

为了使上图所列数据更为直观，便于分析超额收益率在发布股票回购预案公告前后的变化情况，做了如上图 5.3 所示：永辉超市超额收益率在-15 到-6 日间波动较大，且在-10 日和-12 日出现两个高点。在-5 日到 2 日间出现两个低点，在 2 日到 15 日再次出现两个高点。综上所述可以看出[-15,-6]和[2,15]这两个窗口期内的超额收益率较为显著。事件日后，从 1 至 15 日，超额收益率以在坐标轴上方振幅波动较大。从累计超额收益率的表现来看，在股票回购预案发布后，累计超额收益率的变化与超额收益率基本保持一直的变化，基本上以正值呈现，并在 2 日达到 21.4625 的最大值，随后超额收益率出现持续大幅下降，并降至最低值 0.0769。

从上述计算与分析中可以看出，永辉超市的超额收益率从-2 日开始正向变化，并于预案发布日达到小高峰，累计超额收益率也从 2 日开始出现上升。这表明永辉超市此次股票回购得到了市场的认可与支持，在短期内提升了股票价格。同时，我们还要注意到，市场的提前反应说明永辉超市此次股票回购的信息可能已为投资者所预期。

## 5.2 股票回购前后财务绩效分析

本部分主要从会计指标进行逐一分析永辉超市回购前后偿债能力、盈利能力、营运能力和成长能力的财务变化情况。

### 5.2.1 偿债能力分析

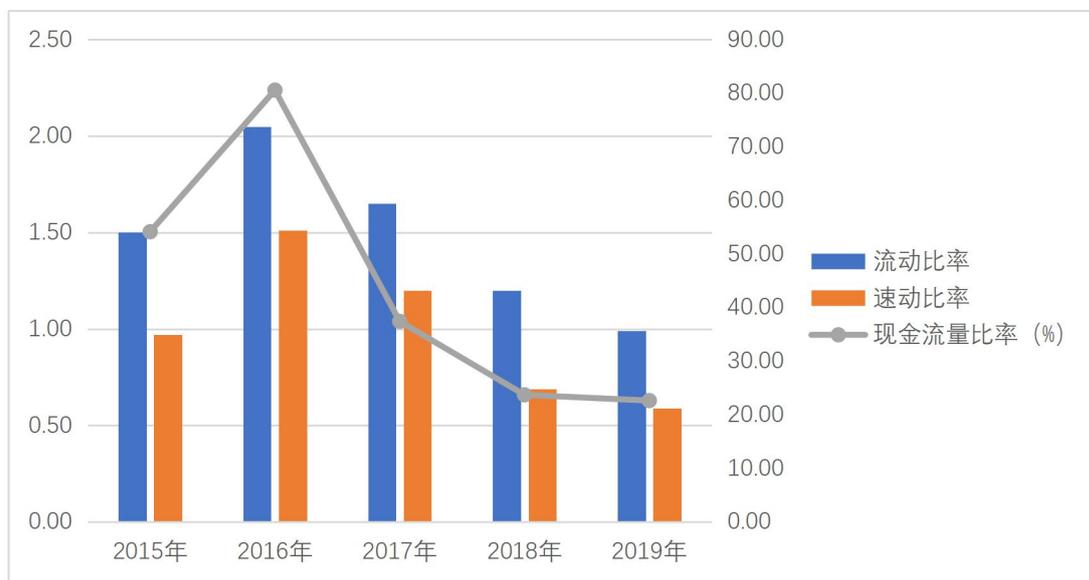
永辉超市偿债能力主要通过对短期偿债能力和长期偿债能力进行分析。下面以 2015 年—2019 年的数据为基础进行分析。

#### 1. 短期偿债能力

表 5.2 2015 年—2019 年短期偿债能力表

年份	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年
流动比率	1.50	2.05	1.65	1.20	0.99
速动比率	0.97	1.51	1.20	0.69	0.59
现金流量比率 (%)	54.15	80.58	37.43	23.72	22.64

数据来源：根据永辉超市年报整理



数据来源：根据永辉超市年报整理

图 5.4 永辉超市 2015 年—2019 年短期偿债能力指标分析

根据图 5.4 所示，对永辉超市短期偿债能力的分析主要从流动比率、速动比

率和现金流量比率进行分析，研究股票回购前后短期偿债能力对财务的影响情况。从上图可以看出，永辉超市在 2017 年公布股票回购后，2018 年和 2019 年的流动比率、速动比率和现金流量比率都低于 2015 年、2016 年及 2017 年，成下降趋势。2017 年到 2019 年，流动比率从 1.65 下降到了 0.99，速动比率从 1.20 下降到了 0.59，现金流量比率从 37.43% 下降到了 22.64%。说明永辉超市在股票回购后短期偿债能力受到了不好的影响。虽然短期偿债能力在短期内有所下降，但是永辉超市在商业百货行业地位处于领先地位，受到这种情况波及的因素是企业利用自有资金进行股票回购并且进行了大规模的店面扩张，使得大量的资金迅速减少。在此期间，永辉超市和林芝腾讯公司签订了战略合作，共同增资永辉云创公司，林芝腾讯的加入也给永辉超市传递了强大积极的信号，为未来永辉超市的整体战略布局打下了坚实的基础。所以可以表明，该企业对流动资金的运用很好，有效的降低了代理成本。

## (2) 长期偿债能力

表 5.3 2015 年—2019 年短期偿债能力表

年份	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年
资产负债率	39.51%	34.64%	37.91%	50.96%	60.93%
产权比率	64.56%	52.23%	60.33%	102.67%	153.94%

数据来源：根据永辉超市年报整理

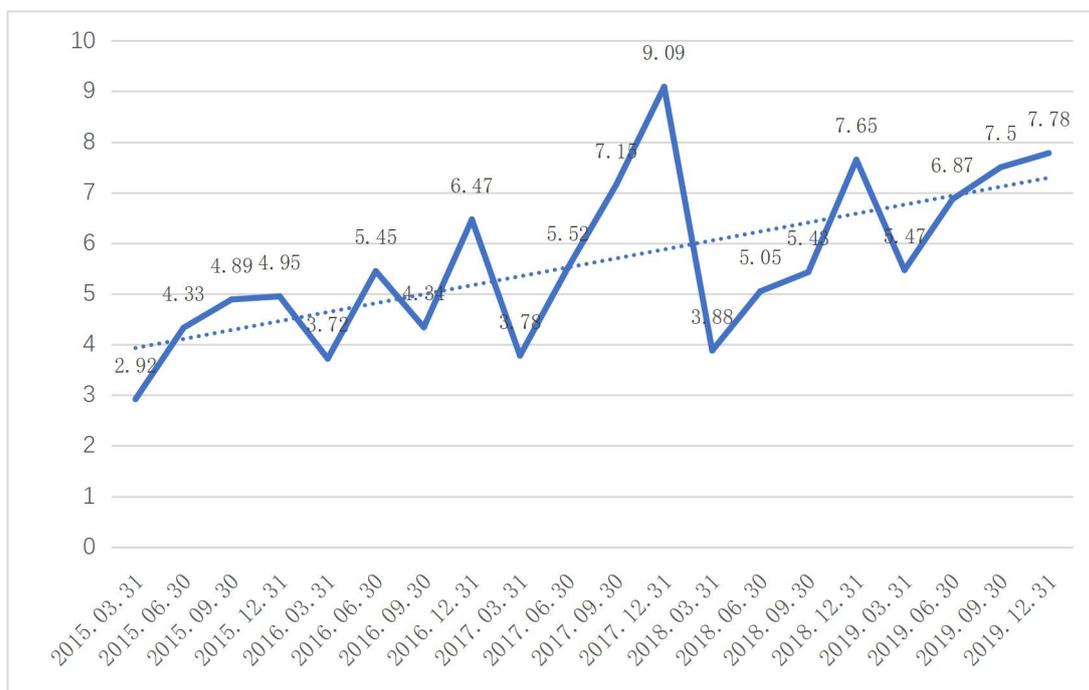


数据来源：根据永辉超市年报整理

图 5.5 永辉超市 2015 年—2019 年长期偿债能力指标分析

从表 5.3 和图 5.5 中可以看出，永辉超市 2015 年—2019 年资产负债率呈上升趋势，尤其在进行了股票回购的 2017 年到 2018 年由 37.91% 上升到了 50.96%，上升了 34.42%，2018 年到 2019 年由 50.96% 上升到了 60.93%，上升了 19.56%，资产负债率增幅速度在股票回购之后逐渐减缓了并且资产负债率能保持在百分之四十到百分之六十的区间内。说明企业在未来很长一段时期内偿还债务的能力比较稳定。永辉超市股票回购前后的产权比率与资产负债率的变化趋势一致，也是处于上升的态势。由 2017 年 60.33% 上涨到了 2018 年的 102.67%，上涨了 70.15%，2018 年 102.67% 上涨到了 2019 年 153.94%，上涨了 49.94%，涨幅有了较大程度的减弱并且产权比率能在百分之七十到百分之一百五的范围内波动，属于正常波动。说明永辉超市此次股票回购的偿债能力有所变弱，但还是在能接受的区间内，进一步也能发现企业的资本结构也有所改变。

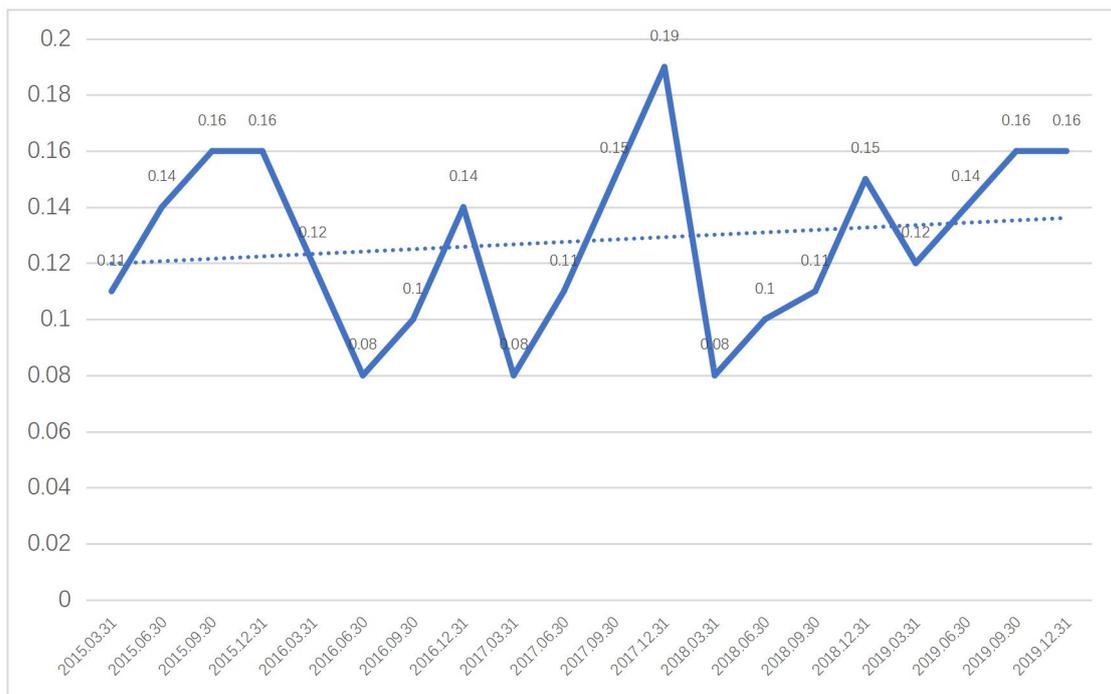
## 5.2.2 盈利能力分析



数据来源：根据永辉超市年报整理

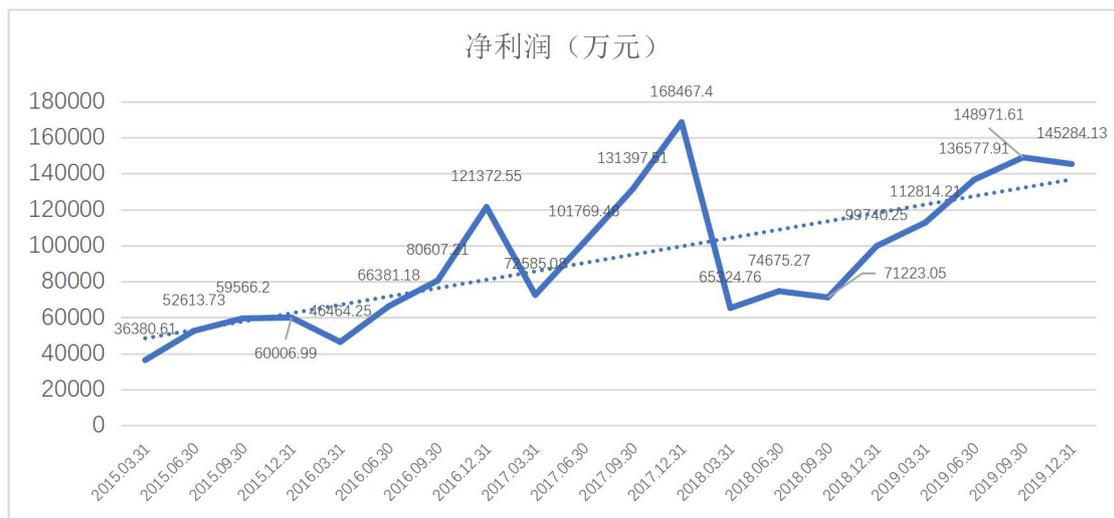
图 5.6 永辉超市 2015 年—2019 年净资产收益率

企业盈利能力分析中最重要的一个指标就是净资产收益率（ROE）。美国伟大的投资家芒格说过，长期持有有一个公司的收益率近似可认为等于净资产收益率（ROE）。巴菲特也曾说过买股票时最应看重的一个会计指标就是 ROE。ROE 是指股东的投资能产生多少回报。根据图 5.6 可以看出，永辉超市在 2017 年 12 月 1 日公布股票回购草案之后，ROE 到达了最高值 9.01。随着新的一个会计年度的展开，2018 年 3 月 31 日 ROE 指标为 3.88,相比于 2017 年 12 月 31 日下降了 56.94%。主要导致 ROE 指标的下降的原因是永辉超市进行了股权激励，另一个原因是门店数量有了大幅度增加，使得营业成本同速增加，导致利润同速降低。总体来说，自从 2018 年开始，ROE 指标呈上升趋势。从 2018 年 3 月 31 日 3.88 上涨到了 2019 年 12 月 31 日 7.78，增长了 1 倍多。说明从长远来看，股票回购对于永辉超市的盈利能力有一定的推动作用。



数据来源：根据永辉超市年报整理

图 5.7 永辉超市 2015 年—2019 年每股收益



数据来源：根据永辉超市年报整理

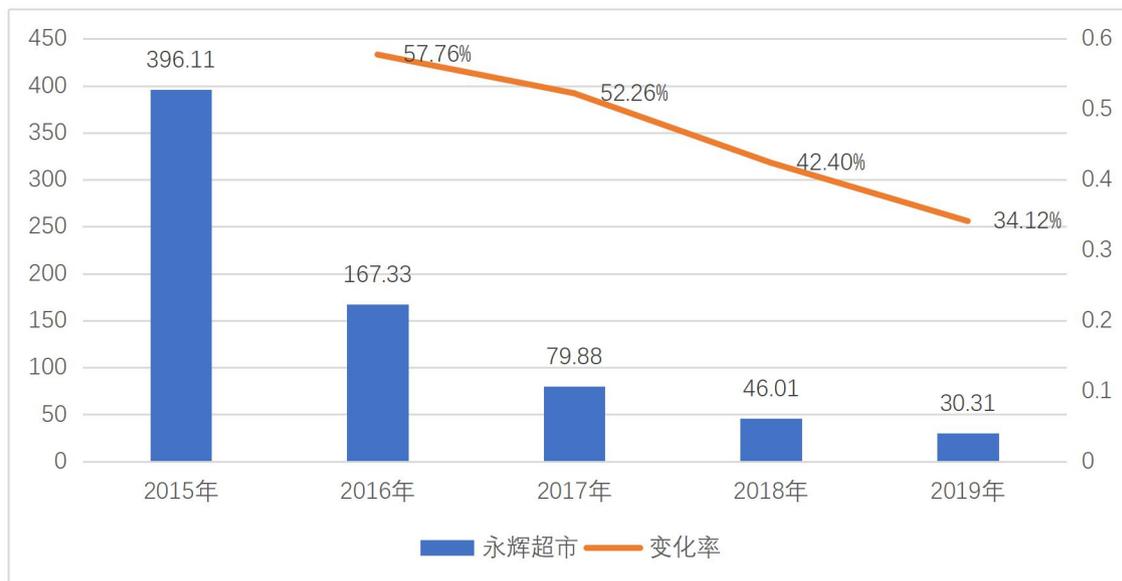
图 5.8 永辉超市 2015 年—2019 年净利润（万元）

每股收益（EPS）这个会计指标主要反映股票的获利情况，是信息使用者分析企业经营状况、管理能力的重要指标。根据图 5.8 所示，永辉超市在 2017 年 12 月 1 日公布股票回购后，EPS 在当期是 0.19，相比于股票回购前的 2015 年的第四季度 0.16，增长了 18.75%，与 2016 年的第四季度 0.14 相比，增长了 35.71%。相比于股票回购之后的 2018 年第四季度 0.15 来说高了 26.67%，比 2019 年第四季度 0.16 高了 18.75%。自 2018 年开始，永辉超市股票回购后 EPS 整体呈上升趋势，管理效率较高，股东的投资所创造的收益在增加，说明永辉超市进行股票回购是一个利好的消息。永辉超市从 2017 年第四季度到 2018 年第一季度 EPS 有所下滑，由 0.19 下降为 0.08，下降了 57.90%，导致 EPS 下降的主要原因是净利润由 168467.40 万元下降到了 65324.76 万元，下降了 61.22%。2018 年第一季度公司新开绿标店 19 家、永辉生活店 47 家、超级物种 11 家。绿标店签约 36 家，永辉生活店 20 家，超级物种 7 家。永辉超市扩张了店面，吸引了更多消费者，增强了用户粘性，从而大大增加了营运成本，导致净利润的下降。从长远来看，永辉超市的潜在盈利能力会越来越强的。

### 5.2.3 营运能力分析

在商业百货这个行业中，周转率最能体现一个企业营运能力的好坏。周转率

是企业管理者综合素质的体现，看谁能用更多的资产，创造出更多的价值。其中最具有代表性的指标是应收账款周转率。



数据来源：根据永辉超市年报整理

图 5.9 永辉超市 2015 年—2019 年应收账款周转率

根据图 5.9 所示，永辉超市的应收账款周转率从 2015 年开始一直持续下跌，由 2015 年 396.11 下降到了 167.33，下降了 57.76%。2016 年 167.33 下降到了 2017 年 79.88，下降了 52.26%。在 2017 年股票回购后，永辉超市 2017 年到 2019 年应收账款周转率分别是 79.88、46.01、30.31，分别下降了 42.40%、34.12%。说明永辉超市进行股票回购能有效减缓应收账款周转率的下降速度，企业的应收账款回收幅度有所提高，资金的利用效率也更加高效。

#### 5.2.4 成长能力分析



数据来源：根据永辉超市年报整理

图 5.10 永辉超市 2015 年—2019 年总资产增长率

如图 5.10 所示,股票回购之前的 2015 年至 2017 年总资产增长率先由 31.17% 增长到了 44.99%,紧接着持续下降由 44.99% 下降到了 11.66%,这表明永辉超市在 2017 年传递出了不是很积极的信号,为防止投资者对其产生消极的态度,稳定股价,促进企业良性的发展。永辉超市在 2017 年公布股票回购之后,从 2017 年到 2019 年,总资产增长率由 11.66 增长到了 32.11,增长了 1.75 倍。说明股票回购有效的稳定了总资产增长率下降的趋势,给投资者传递了积极的信号对其提振了信心。

### 5.3 EVA 绩效分析

EVA 绩效分析通过确定税后经营利润、加权平均资本成本以及总资本,运用公式进行计算。基本计算公式为:  $EVA = NOPAT - WACC \times TC$

#### (1) 计算税后经营利润 NOPAT

$NOPAT = \text{净利润} + \text{少数股东权益} + \text{研发费用资本化} + (\text{利息支出} + \text{营业外支出} - \text{营业外收入}) \times (1 - \text{所得税税率}) + \text{业务宣传费用} + \text{递延所得税负债增加} - \text{递延所得税资产增加}$

表 5.4 永辉超市 2015 年—2019 年 NOPAT

指标/年份	2015	2016	2017	2018	2019
净利润	60006.99	121372.55	138467.40	99740.25	145284.13
少数股东权益	41327.34	4284.77	5352.80	2608.57	-11088.62
研发费用资本化	0.00	0.00	0.00	14367.56	0.00
利息支出	-2458.00	-7419.62	-8276.84	14753.72	35114.61
营业外支出	12025.02	6872.26	7403.04	4822.39	887.45
营业外收入	18145.13	17914.44	16654.11	23277.95	2080.71
(1-所得税税率)	75.00%	75.00%	75.00%	75.00%	75.00%
业务宣传费用	5886.24	15721.16	24192.60	43561.40	45107.99
递延所得税负债	4913.54	5071.83	4487.77	12709.38	28173.03
递延所得税资产	7539.15	5949.55	16541.74	20269.66	42069.32
税后净营业利润	72827.80	95240.08	106857.85	120762.03	157299.35

数据来源：2015 年—2019 年永辉超市财务报告

## (2) 计算加权平均资本成本 WACC

$$WACC = \frac{E}{D+E} K_e + \frac{D}{D+E} (1-T) K_d$$

### a. 确定权益资本成本 $K_e$

确定权益资本成本  $K_e$  时，通常的方法是根据股票市场的行情，运用资本资产定价模型 (CAPM) 分析。公式如下：

$$K_e = R_f + \beta (R_m - R_f)$$

$K_e$  表示权益资本成本， $R_f$  表示无风险报酬率， $\beta$  表示永辉超市的  $\beta$  系数， $R_m$  表示股票市场收益率。

#### ① 确定无风险收益率 $R_f$

由于  $R_f$  是理想化的收益率，通过对已有文献进行梳理发现国外一般把近几年国债利率加权平均后作为  $R_f$ ，而国内主要观点认为我国国债起步较晚，发展不成熟，一般选择长期定期存款利率或者短期定期存款利率作为  $R_f$ 。然而，短期定期存款利率相比于长期定期存款利率来说，风险更接近于  $R_f$ 。因此，经查阅有关资料，近几年银行短期定期存款利率为 1.5%，本文将 1.5% 作为  $R_f$ 。

#### ② 确定永辉超市 $\beta$ 系数

永辉超市  $\beta$  系数是指永辉超市与商业百货行业的风险系数。 $\beta$  系数越高，说明该公司风险程度高，与之对应的预期收益也会越多。 $\beta$  系数越低，说明该公司风险程度低，与之对应的预期收益也会越少。根据相关资料的查找，2015 年至

2019 年永辉超市  $\beta$  系数依次是 0.61、0.59、0.61、0.66、0.63。

### ③确定股票市场收益率 $R_m$

本文经已有文献的研究发现， $R_m$  一般用国内生产总值增长率表示。2015 年至 2019 年国内生产总值增长率依次是 6.9%、6.7%、6.9%、6.6%、6.1%。

### ④计算权益资本成本 $K_e$

表 5.5 永辉超市 2015 年—2019 年的权益资本成本

指标/年份	2015	2016	2017	2018	2019
无风险收益率 $R_f$	1.50%	1.50%	1.50%	1.50%	1.50%
永辉超市 $\beta$ 系数	0.61	0.59	0.61	0.66	0.63
股票市场收益率 $R_m$	6.90%	6.70%	6.90%	6.60%	6.10%
权益资本成本 $K_e$	4.79%	4.57%	4.79%	4.87%	4.40%

数据来源：计算得出

### b. 确定债务资本成本率 $K_d$

通过前人对债务资本成本率的研究发现，大多数文献将扣除所得税影响的贷款利率作为债务资本成本率  $K_d$ 。从中国人民银行信息平台上可以查询到 2015 年至 2019 年贷款利率是 4.35%，扣除 25% 的所得税的影响。因此，计算得出 2015 年至 2019 年的债务资本成本率  $K_d$  是 3.26%。

### c. 计算加权平均资本成本 WACC

根据上述相关表格数据和文献研究，可以根据公式  $WACC = \frac{E}{D+E} K_e + \frac{D}{D+E} (1-T) K_d$  计算出 WACC，如下表 5.6 所示。

表 5.6 计算加权平均资本成本 WACC

项目/年份	2015	2016	2017	2018	2019
债务资本占比	10.42%	11.76%	12.85%	18.18%	13.28%
权益资本占比	89.58%	88.24%	87.15%	81.82%	86.72%
债务资本成本率 $K_d$	3.16%	3.16%	3.16%	3.16%	3.16%
权益资本成本率 $K_e$	4.79%	4.57%	4.79%	4.87%	4.40%
加权平均资本成本 WACC	4.62%	4.40%	4.58%	4.56%	4.24%

数据来源：计算得出

## (3) 计算总资本 TC

$TC = \text{权益资本} + \text{研发费用} + \text{负债合计} - \text{应付账款} - \text{应交税费} - \text{应付利息} - \text{其他应付款} - \text{预收账款} - \text{职工薪酬} - \text{在建工程} + \text{递延所得税负债} - \text{递延所得税资产} + \text{营业外收支}$

表 5.7 永辉超市 2015 年—2019 年资本总成本 TC

单位：万元

指标/年份	2015	2016	2017	2018	2019
权益资本	1228118.85	1924139.71	2040804.75	1943227.69	2045442.03
研发费用资本化	0.00	0.00	0.00	14367.56	0.00
应付账款	520102.58	649540.25	759138.08	971615.39	1298331.44
负债合计	802291.56	1019681.76	1246241.92	2019470.76	3189859.56
应交税费	21167.70	29222.20	40805.44	33480.28	39616.95
应付利息	0.00	0.00	0.00	490.45	0.00
其他应付款	94920.29	126849.29	204404.86	335759.98	345076.27
预收账款	121220.24	153164.07	183710.31	236575.20	320571.10
职工薪酬	35416.91	46133.24	43059.60	48621.07	63770.44
在建工程	37564.07	32446.29	42291.36	29178.32	17442.28
递延所得税负债	4913.54	5071.83	4487.77	12709.38	28173.03
递延所得税资产	7539.15	5949.55	16541.74	20269.66	42069.32
营业外收支	4590.08	8281.64	6938.30	13841.67	10281.89
总资本 TC	1201983.09	1913870.05	2008521.35	2327626.71	3146878.71

数据来源：2015 年—2019 年永辉超市财务报告

## (4) 计算经济增加值 EVA

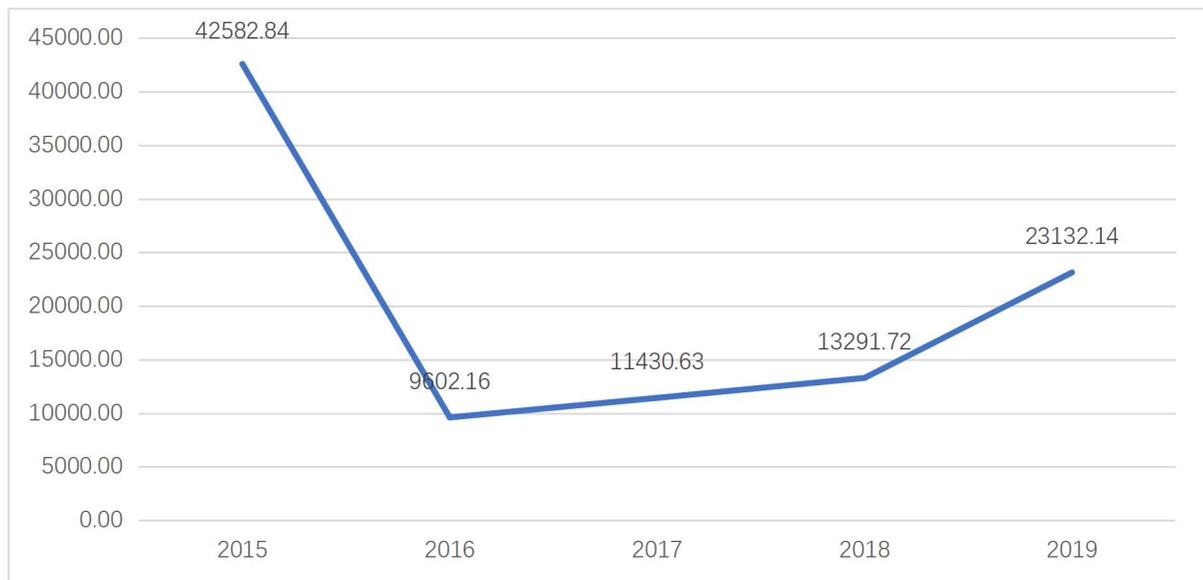
依照前文数据及 EVA 公式可得永辉超市 2015 年至 2019 年 EVA, 如下表所示:

表 5.8 永辉超市 2015 年—2019 年经济增加值 EVA

项目/年份	2015	2016	2017	2018	2019
NOPAT	72827.80	95240.08	105357.85	120762.03	157299.35
WACC	2.44%	4.40%	4.58%	4.56%	4.24%
TC	1239547.16	1946316.34	2050812.71	2356805.03	3164320.99
EVA	42582.84	9602.16	11430.63	13291.72	23132.14

数据来源：计算得出

## (5) EVA 股票回购评价分析



数据来源：自行整理

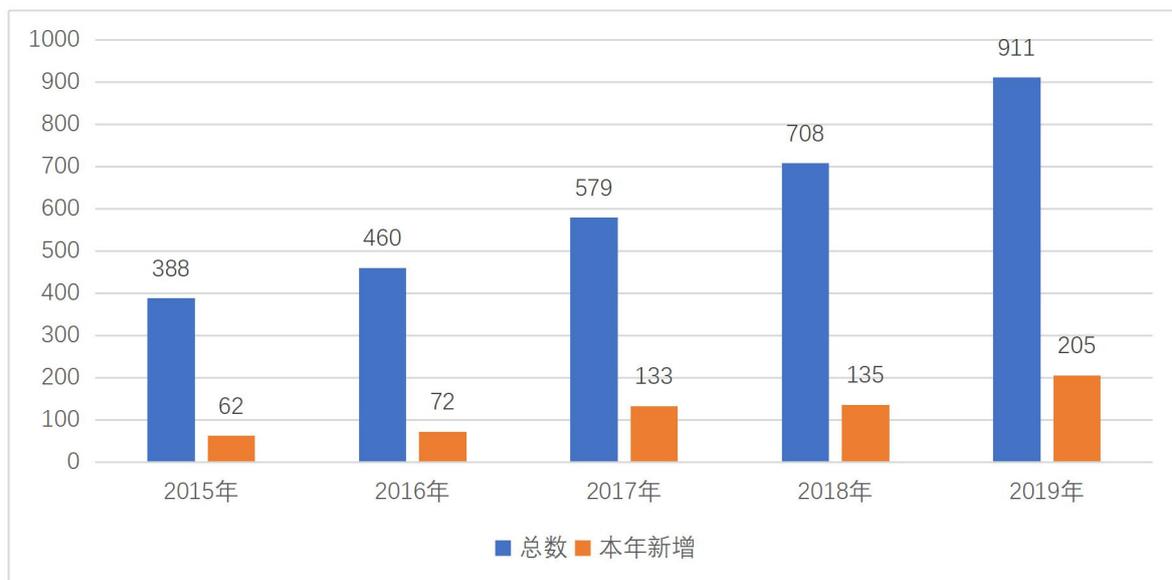
图 5.11 永辉超市 2015 年—2019 年 EVA 变化趋势图（单位：万元）

如图 5.11 所示,永辉超市在股票回购之前的 2015 年 EVA 值达到了 42582.84 万元,紧接着急剧下降到了 9602.16 万元,下降了 4 倍多。产生的原因是该企业进行了扩张性经营战略,增加了不少店面,拓宽市场占有率,增强消费者粘性。但是经济增加值的大幅度下降势必会给投资者股民们传递出消极的信号,对公司股价会造成不好的影响。因此,企业管理层实施股票回购是必然的。永辉超市在 2017 年实施股票回购后,EVA 从 11430.63 万元增加到了 23132.14 万元,增长了 102.37%。这说明永辉超市进行股票回购对市场能传递出积极的信号,并且能使企业得到更好地发展,创造出更多的价值。

## 5.4 非财务绩效分析

运用会计指标进行分析后,还不能全面反映出永辉超市股票回购的状况。因此本部分通过对永辉超市非财务数据进行绩效分析,从而达到完善企业绩效分析的目的。本部分选取门店规模、人均运营能力和营销创新三项非财务角度来评价永辉超市股票回购的运行效果。

### 5.4.1 门店规模

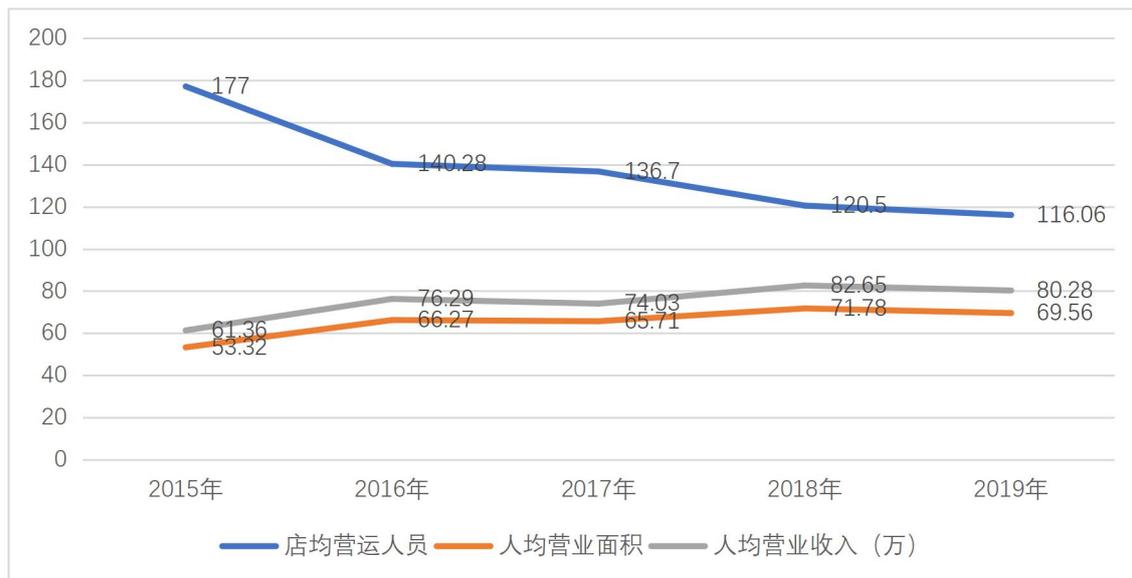


数据来源：永辉超市 2015 年—2019 年永辉超市报表

图 5.12 永辉超市店面数量和本年新增

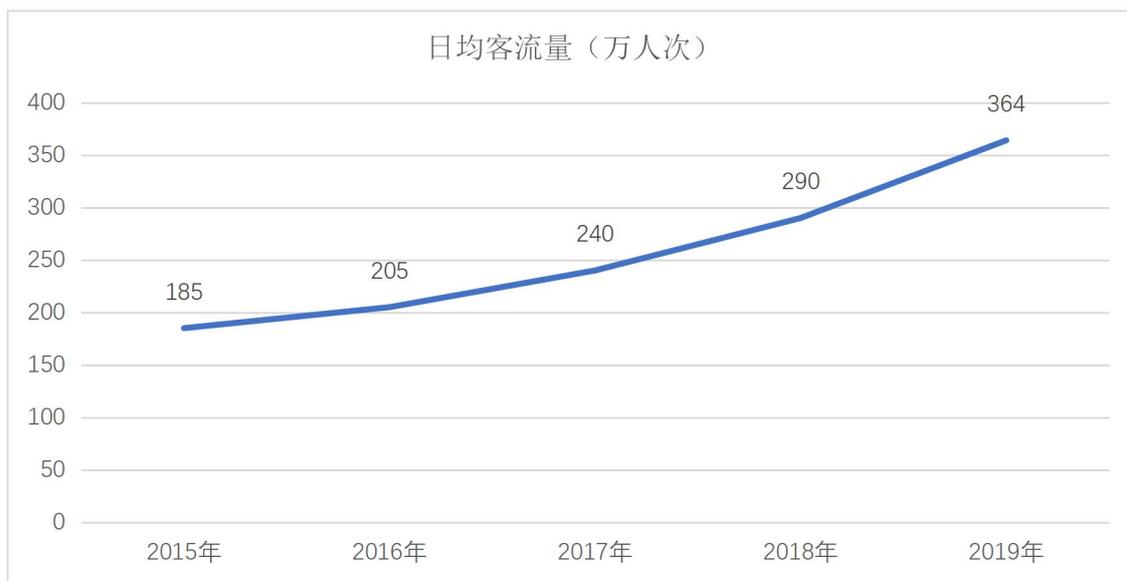
根据图 5.12 所示，永辉超市在股票回购之前的 2015 年至 2016 年超市总数由 388 家增长到了 460 家，增长了 18.56%，本年新增超市数量由 62 家增加到了 72 家，增长了 16.13%。在 2017 年经过股票回购之后，从 2018 年至 2019 年超市总数由 708 家增长到了 911 家，增长了 28.67%，本年新增超市数量由 135 家增加到了 205 家，增长了 51.85%。这说明永辉超市实施股票回购后进行了飞快的扩张店面的举措，市场占有率有了进一步提升，拓宽了运营渠道，打造了更好地品牌效应，提高了用户的粘性，吸引了更多的消费者，提升了更高的市场价值，为未来永辉超市可持续的发展奠定了一定的基础，同时也给投资者们传递出积极的信号。

### 5.4.2 人均运营能力



数据来源：永辉超市 2015 年—2019 年永辉超市报表

图 5.13 永辉超市人均运营能力



数据来源：永辉超市 2015 年—2019 年永辉超市报表

图 5.14 永辉超市人均运营能力

根据图 5.13 和图 5.14 所示,永辉超市在股票回购之后,虽然店面迅速扩张,但是店均营运人员在逐渐变少,由 137 人减少到了 116 人,减少了 15.33%。日均客流量也有了大幅度的提升,从 240 万人次增长到了 364 万人次,增长了 52.08%。同时人均营业面积和人均营业收入也都呈现增长的趋势。这表明永辉超市在扩张店面的同时吸引了更多得消费者,并且其内部管理效率也在逐渐上升。

### 5.4.3 营销创新

自从2017年永辉超市实施股票回购之后,在营销方面有了很大程度的创新。永辉超市拥有的专门的采购团队,团队分工明确,采购的商品都是从种植、养殖基地等产地进行获取的,并且团队有专人进行定点分销商品,这样既保证了能够获取尽可能低价格的商品,同时也能掌控其他购买者获取商品的价格,从而达到降本增效的目的。门店采用精细化管理的方式运用合伙人制度提高员工主观能动性。员工主观意识增强了就会更高效的为企业奋斗,多推销商品卖出更多货物。

永辉超市运用超级物种新的营销模式,有机的将超市和开放式厨房结合到一起。这种差异化的竞争策略不但能直观的感受食材的新鲜程度,而且还能使新颖独特的销货方式更加激发消费者的购买欲望。零售融合餐饮形成了一种潮流的新型营销模式,使永辉超市具有很强大的竞争能力。

## 6 研究结论与启示

### 6.1 研究结论

本文通过以永辉超市为研究对象,相比于同期进行股票回购的公司,回购金额较大,对股票回购的相关文献进行了整理,主要对其动因及绩效两方面进行了分析,最终得出以下结论。

永辉超市这次股票回购最主要的动因就是进行股权激励促进企业长远的发展。通过股票回购这种行为可以有效节约时间成本,相比于从证券市场上进行回购来说可以缩短时间,高效的推动股票回购实施进度,进而避免了股价的波动对回购产生的不良影响,同时也为企业降低了代理成本。员工通过股票回购实现人人持股,这样企业的经营业绩与员工之间产生了一条无形的纽带,激发员工的创造力,人人都会为企业发展尽可能的做出贡献,使得员工更具有使命感。

永辉超市在 2017 年股票回购之前股价呈现下跌趋势,为了稳定下行的股价,公司进行了股票回购。在 2017 年 12 月 1 日公布股票回购草案后,股价有所上涨,上涨到了 9.22 元/股。同比公布股票回购草案前一天(2017 年 11 月 30 日)增长 0.15 元,增长了 1.65%。在随后的几个月里,股价呈现上涨的趋势。从长期发展的角度来看,股票回购对于提升股价的作用不是很明显。实施股票回购可以短暂的提升股价,为股民传递出利好的消息可以使股价有明显的提升,但是提升的效果是不是很长久,从长期的股票价格趋势来看,永辉超市此次的股票回购并没有给股票价值的提高带来持续长久的推动作用。

永辉超市实施股票回购后将过多的闲置资金用于了股票回购,使得财务灵活性加强了,对其资本结构进行了很好的优化,在股票回购之后由原先较低的资产负债率 37.91%上升至 50.92%,优化了资本结构使之处于一个合理的区间内。

在市场绩效方面,股票回购对永辉超市短期内有一定积极的影响,但从长远来看绩效不是十分突出。在财务绩效方面,从偿债能力、盈利能力、营运能力、成长能力以及 EVA 进行全面的分析股票回购前后的变化,综合发现永辉超市此次股票回购的行为是利好的,为布局的战略性扩张计划提供了一定的保障。在非财务绩效方面,通过对门店规模、人均营运能力和营销创新进行了补充分析,使得对永辉超市股票回购行为有了更充分的认识。

## 6.2 启示

永辉超市属于商业百货行业。通过对永辉超市股票回购的分析，可以从以下几个方面获得启示与借鉴经验。

首先，永辉超市股票回购前会计指标会对回购后的会计指标产生一定的影响。从已有相关文献可以看出，回购金额越多，势必会减少企业自有资金，使得资产负债率提高，资本结构得以调整，回购的绩效也会越好。但是，影响股票回购绩效的因素有很多，要从企业自身战略意图需要出发，整体布局，权衡各方利弊，在偿债能力减弱的同时，要考虑债权人的权益。

其次，永辉超市在股票回购信息披露的过程中公布的信息很少，对各种情况的说明不够细致，对股民来说获取的内容非常受限。从永辉超市这次股票回购的公告可以看到只是一些宏观方面的条目，没有公布具体细节、回购前后各个股东股权变化情况以及如何设定回购价格等方面。假如永辉超市能够公布更多的细节内容，这样会使投资者们对企业有一个更好的认识，为企业的发展打下一个更好地平台。

最后，随着经济的迅速发展，我国股票回购的企业越来越多，公司进行股票回购的动因也有更多的变化，许多隐含的动因公司没有有效的进行披露。因此，证监局等有关部门应该对这方面加以管控，出台更多的政策加以规范股票回购的过程，防范不正当回购行为，进而减弱股票回购的风险，提高我国股票回购的发展进程。

## 参考文献

- [1] Brav A, Graham J R, Harvey C R, et al. Payout Policy in the 21st Century[J].Journal of Financial Economics, 2005, 77(3):483-527.
- [2] Busch P, Obernberger S . Actual Share Repurchases, Price Efficiency, and the Information Content of Stock Prices[J]. Review of Financial Studies, 2017, 30(1):324-362.
- [3] Caton G, Goh J, Lee Y T, et al. Open Market Share Repurchase Programs and Corporate Governance: Revaluation and Company Performance[J]. Social Science Electronic Publishing, 2015.
- [4] Dittmar A. Corporate Cash Policy and How to Manage it with Stock Repurchases[J]. Journal of Applied Corporate Finance, 2010, 20(3):22-34.
- [5] Fei L, Zhao K M. Insider trading around open-market share repurchases[J]. Journal of Economics & Finance, 2014, 38(3):461-491.
- [6] Gu A Y, Schinski M. Patriotic Stock Repurchases: The Two Weeks Following the 9–11 Attack[J]. Review of Quantitative Finance & Accounting, 2003, 20(3):267-276.
- [7] Gao X, Kronlund M. Does Dilution Due to Option Exercises Cause Share Repurchases?[J]. Social Science Electronic Publishing, 2017.
- [8] Hjelmstad M , Marshall A ,Walmsley T . Open market share repurchases in the UK: evidence on the agency theory of free cash flow[J]. Applied Financial Economics Letters, 2006, 2(6):383-387.
- [9] Hsu C C, Krause A. The Optimal Timing of Open Market Stock Repurchases[J]. Emerging Markets Finance & Trade, 2016, 52(4):776-785.
- [10] Kai L, McNally W. The information content of Canadian open market repurchase announcements[J].Managerial Finance,2007,33(1):65-80.
- [11] Leng F, Noronha G. Information and Long-Term Stock Performance Following Open-Market Share Repurchases[J].Financial Review,2013,48(3):461-487.

- [12] Reddy K S, Nangia V K, Agrawal R. Share Repurchases, Signalling Effect and Implications for Corporate Governance: Evidence from India[J]. Mpra Paper, 2013,9(1):107-124.
- [13] Sanders W G, Carpenter M A. Strategic Satisficing? A Behavioral-Agency Theory Perspective on Stock Repurchase Program Announcements[J]. Academy of Management Journal, 2003, 46(2):160-178.
- [14] Sandberg C M, Lewellen W G, Stanley K L. Financial strategy: Planning and managing the corporate leverage position[J]. Strategic Management Journal, 1987, 8(1):15-24.
- [15] Wu R S. Agency Theory and Open-Market Share Repurchases: Evidence from Taiwan[J]. Emerging Markets Finance & Trade, 2014, 48(sup2):6-23.
- [16] White H. Do managers intentionally use repurchase tender offers to signal private information? Evidence from firm financial reporting behavior[J]. Journal of Financial Economics, 2007, 85(1):205-233.
- [17] 白蔚秋.库藏股制度评析[J].中央财经大学学报.2002(03).
- [18] 卞琳,刘东.我国上市公司股票回购研究[J].商业研究.2005(18).
- [19] 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[J].管理评论.2016(04).
- [20] 侯啸天,葛长付.上市公司股份回购的主流动因研究[J].经济论坛.2017(03).
- [21] 姜英兵,屈慧敏.股票回购的市场时机选择及其影响因素研究[J].财务研究.2019(04).
- [22] 黄虹.美国股票回购动机演变对我国回购市场的启示[J].商业研究,2017(03): 28-32.
- [23] 林敏.股票回购、自由现金流量与企业价值[J].吉林工商学院学报.2009(02).
- [24] 梁丽珍.上市公司股票回购的公告效应及动因分析[J].经济与管理研究. 2006(12).
- [25] 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[J].经济管理.2010(05).
- [26] 蓝发钦.中国上市公司股利分配特征的现代经济学诠释[J].管理世界.2001(03).

- [27] 兰春华.我国上市公司股票回购公告的市场反应研究[J].会计之友.2013(34).
- [28] 吕兆德,杜炳昕.公开市场股票回购:信息传递还是机会主义[J].财会月刊.2016(15).
- [29] 瞿旭.谈我国股份回购中库藏股的会计处理问题[J].财会月刊.2006(13).
- [30] 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(04).
- [31] 谭洪益.我国上市公司股票回购效应研究[J].广西财经学院学报.2015, (2): 62-67.
- [32] 徐若曼.上市公司股票回购的财务效应——以宝钢股份股票回购为例分析[J].中国外资.2012(22).
- [33] 王伟.国有法人股回购的信息内涵及市场识别——“云天化”和“申能股份”公司回购国有法人股的实证研究[J].管理世界,2002(06):109-117.
- [34] 王文毅.上市公司股票回购及其市场效应研究[J].世界经济情况.2006(16).
- [35] 吴淦冷,王帅.股份回购与公司价值内在关系的实证分析[J].浙江金融.2007(05).
- [36] 王化成,王鑫,于艳清.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(08).
- [37] 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.2019(07).
- [38] 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).
- [39] 王剑,黄锦春.股票回购中投资者的反应是理性的吗?——来自我国 A 股市场的证据[J].中国商论.2016(28).
- [40] 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.
- [41] 王丰威,吕梦倩,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(40):312-315.
- [42] 王丰威,吕梦倩,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(自然科学版).2014(02).

- [43] 颜秀春,胡日东.我国上市公司股票回购的动机和风险分析[J].财会研究. 2005(11).
- [44] 闫永海.管理者过度自信与企业股票回购[J].技术经济与管理研究,2016(03):75-79.
- [45] 益智,张为群.我国上市公司股份回购效应分析——兼论股权分置改革背景下回购的作用[J].商业经济与管理.2005(10).
- [46] 钟丽红,周吟春.公司库藏股制度重解——基于相关利益者的角度分析[J].商场现代化.2013(15).
- [47] 张淑丽.我国股票回购动因探讨——基于我国资本市场股票回购的案例分析[J].现代商贸工业.2009(19).
- [48] 郑琚.公开市场股票回购的潜在动因分析——基于天音控股和海马股份的案例研究[J].财会研究. 2009(03).
- [49] 赵华,孙伟.上市公司股票回购影响因素分析[J].财会通讯(学术版).2008(02).
- [50] 朱晓莉.我国上市公司股票回购的独特性及发展[J].商业会计,2007(5):23-24.

## 后 记

研究生生活就要结束了，回想起这三年的日子有很多感触。从大一开始到研三，时间过得非常快，美好的学生生涯即将结束，在这期间里，内心有许多话想在此表达，手指在键盘上踌躇，不知该如何表达。

相比于本科阶段的学习，研究生的学习生活更加具有协作精神。从研一入学导师双选之后很荣幸加入到师门里。这一届老师带我们九个同学，我们之间关系融洽，共同学习，一起进步。老师带领我们解决了不少学习道路上的难题，谆谆教导、循循善诱、深入浅出的讲授理论知识，将枯燥难懂的问题融入到具体案例的学习中，我们受益颇多。在此期间，在老师的带领下进行了管理会计案例课题的撰写，响应铁路局降本增效的号召，针对具体站段运用具有现实意义的管理会计工具，业财融合的思想，深切感受到了理论知识如何巧妙地运用到实际工作中的魅力。

自从研究生二年级下学期研究生论文开始选题到论文撰写完毕，整个过程经历了多次修改、调整内容。在此，我非常感谢老师对我的帮助，如果没有您组织大家多次进行修改，我们也不会撰写出如此高质量的论文。老师您不厌其烦的指出论文中的不当之处，让我逐渐弥补自己论文的不足，加以精进。同时也培养出我对任何事情都要一丝不苟的态度。在此，我深深地向老师说一声，您辛苦了！在论文撰写的过程中，我还要感谢师兄、师姐以及舍友提出的宝贵意见。

最后，感谢会计学院负责研究生日常的两位老师，如果没有您们对学生的严格要求，我们也不会顺利完成研究生的学习生活。