

分类号 _____
U D C _____

密级 _____
编号 _____



MBA 学位论文

论文题目 卫宁健康股票回购动因及效应分析

研究生姓名: 孙振宁

指导教师姓名、职称: 史亚荣 教授

学科、专业名称: 工商管理 (MBA)

研究方向: 风险投资方向

提交日期: 2023 年 09 月 14 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： 孙振宇 签字日期： 2023-12-21

导师签名： 史亚荣 签字日期： 2023-12-19

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： 孙振宇 签字日期： 2023-12-21

导师签名： 史亚荣 签字日期： 2023-12-19

Analysis on the Motivation and Effect of Weining Health Share repurchase

Candidate : Sun Zhenning

Supervisor: Shi Yarong

摘 要

2018年4月,国务院办公厅印发了《关于促进“互联网+医疗健康”发展的意见》的文件,提出了要加快发展“互联网+医疗”,让“百姓少跑腿、数据多跑路”,不断提升公共服务均等化、普惠化、便捷化水平的要求,信息化建设逐渐成为缓解医疗服务“三长一短”的有效手段。同时,自2020年以来我国经济增长呈下行趋势,许多企业股价出现了不同程度的下跌,为了扭转这种趋势,上市公司纷纷采取股票回购来提升股价,但是在实际实施过程中,其股票回购行为是否取得了预期效果是值得我们思考的。因此,深入探究上市公司实施股票回购的动机和效果显得尤为重要,同时,分析其回购原因及产生的影响,并根据公开披露的动机来验证其合理性,对于揭示企业股票回购背后真正的动机、保护中小股东的利益等方面具有一定的实际意义。

本文选择我国医疗信息行业的标杆企业卫宁健康科技集团股份有限公司作为研究对象,对其2022年3月14日实施的股票回购行为进行了分析,系统性的分析了股票回购的原因、实施过程,以及回购前后的市场效应和财务效应。首先,通过分析股权激励计划以往实施情况,发现其回购目的与回购公告中的目的基本一致。同时,通过分析财务杠杆系数、静态市盈率等指标,发现其回购还存在其他动机,包括调整资本结构、调节现金流量等。其次,通过事件研究法和财务指标对股票回购的市场效应和财务效应进行了多维度的分析,一方面,发现其实施股票回购后营运能力和成长能力有所上升,但盈利能力并不显著,且偿债能力有所减弱;另一方面,公司实施股票回购对其股价并未产生较大影响,说明股票回购行为对股价的影响有时并不明显。

本文通过对卫宁健康股票回购行为的分析,实现了对医疗信息化企业股票回购行为的初步探索,并提出如下建议:1、企业应制定合理有效的回购计划,确保回购行为不会对公司的长远可持续发展产生不利影响;2、企业应提升自己的核心竞争力,确保企业能持续健康地发展;3、投资者应正确认识股票回购,不能将其作为上市企业股价上升的信号灯;4、加强企业股票回购行为的监管,增强市场参与者的能力和信心。

关键词: 信号传递理论 财务杠杆 超额收益率 行业群同效应

Abstract

In April 2018, the General Office of the State Council issued the document "Opinions on Promoting the Development of" Internet plus+Health Care ", which proposed to accelerate the development of" Internet plus+Health Care ", so that" people run less errands, data more routes ", and constantly improve the level of equalization, inclusiveness, and convenience of public services. Informationization has gradually become an effective means to alleviate the" three strengths and one weakness "of medical services. Meanwhile, since 2020, China's economic growth has shown a downward trend, with many companies experiencing varying degrees of decline in stock prices. In order to reverse this trend, listed companies have adopted stock repurchases to increase their stock prices. However, in the actual implementation process, it is worth considering whether their stock repurchases have achieved the expected results. Therefore, it is particularly important to deeply explore the motives and effects of listed companies implementing stock repurchases. At the same time, analyzing the reasons for their repurchases and their impacts, and verifying their rationality based on publicly disclosed motives, has practical significance in revealing the true motives behind enterprise stock repurchases and protecting the interests of small and medium-sized shareholders.

This article selects Weining Health Technology Group Co., Ltd., a

benchmark enterprise in China's medical information industry, as the research object to analyze its stock repurchase behavior implemented on March 14, 2022. It systematically analyzes the reasons for stock repurchase, the implementation process, and the market and financial effects before and after repurchase. Firstly, by analyzing the past implementation of the equity incentive plan, it was found that its repurchase purpose is basically consistent with the purpose stated in the repurchase announcement. Meanwhile, by analyzing indicators such as financial leverage coefficient and static P/E ratio, it was found that there are other motivations for its repurchase, including adjusting capital structure and cash flow. Secondly, a multidimensional analysis was conducted on the market and financial effects of stock repurchases using event study methods and financial indicators. On the one hand, it was found that the operational and growth capabilities of the company increased after implementing stock repurchases, but the profitability was not significant, and the debt repayment ability was weakened; On the other hand, the implementation of stock buybacks by the company has not had a significant impact on its stock price, indicating that the impact of stock buybacks on stock prices is sometimes not significant.

This article analyzes the stock repurchase behavior of Weining Health and explores the stock repurchase behavior of medical information technology enterprises. The following suggestions are proposed: 1.

Enterprises should develop reasonable and effective repurchase plans to ensure that repurchase behavior does not have adverse effects on the long-term sustainable development of the company; 2. Enterprises should enhance their core competitiveness to ensure their sustainable and healthy development; 3. Investors should have a correct understanding of stock repurchases and not use them as a signal for the rise of listed company stock prices; 4. Strengthen the supervision of corporate stock repurchase behavior, enhance the ability and confidence of market participants.

Keywords: Signalling Theorie; leverage; Excess return rate; Industry group synergy

目 录

摘 要	4
Abstract	5
1 绪论	1
1.1 研究背景和选题目的	1
1.1.1 研究背景	1
1.1.2 选题目的	3
1.2 研究意义	4
1.2.1 理论意义	4
1.2.2 现实意义	5
1.3 国内外研究现状	5
1.3.1 股票回购动因的研究现状	6
1.3.2 股票回购效应的研究现状	8
1.3.3 文献述评	11
1.4 研究内容、方法和框架	12
1.4.1 研究内容	12
1.4.2 研究方法	13
1.4.3 研究框架	13
1.5 创新点与不足	14
1.5.1 本文的创新点	14
1.5.2 本文的不足	15
2 核心概念界定和理论基础	16
2.1 股票回购的概述	16
2.1.1 股票回购的定义	16
2.1.2 股票回购的基本类型	16
2.1.3 股票回购的方式	17
2.1.4 股票回购的目的	18
2.2 股票回购的理论基础	19

2.2.1 信号传递理论	19
2.2.2 委托代理理论	20
2.2.3 财务灵活性理论.....	22
2.2.4 个人税赋理论	23
2.2.5 财务杠杆理论	23
2.2.6 每股收益最大化理论.....	23
2.3 股票回购动因与回购效应的关系	24
2.3.1 股东价值和股东回报率.....	24
2.3.2 股权结构和市场信心.....	24
2.3.3 资本配置和财务指标.....	25
2.4 本章小结	25
3 卫宁健康股票回购案例介绍.....	26
3.1 卫宁健康公司概况.....	26
3.1.1 卫宁健康公司简介.....	26
3.1.2 卫宁健康公司的股权结构	27
3.1.3 卫宁健康公司的经营状况	28
3.2 卫宁健康股票回购的历程	33
3.2.1 回购方案.....	33
3.2.2 回购进展情况	34
3.2.3 回购结果.....	35
3.2.4 回购的影响.....	36
3.3 本章小结	37
4 卫宁健康股票回购的动因.....	38
4.1 实施股权激励或员工持股计划	38
4.2 调节股价	38
4.3 调整财务杠杆	40
4.4 调整资本结构	41
4.5 调节现金流量	43
4.6 管理层自利动机	44
4.7 提升每股收益	46

4.8 本章小结	46
5 卫宁健康股票回购的效应	48
5.1 卫宁健康股票回购的市场效应	48
5.1.1 回购对股价的影响	48
5.1.2 回购对超额收益率的影响	50
5.2 卫宁健康股票回购的财务效应	55
5.2.1 营运能力分析	55
5.2.2 偿债能力分析	58
5.2.3 成长能力分析	60
5.2.4 盈利能力分析	62
5.2.5 每股收益分析	64
5.2.6 托宾 Q 值分析	65
5.3 卫宁健康股票回购的宏观效应	66
5.4 本章小结	68
6 总结和建议	69
6.1 研究结论	69
6.2 研究建议	70
6.2.1 企业应制定合理有效的回购计划	70
6.2.2 企业应提升自己的核心竞争力	71
6.2.3 投资者应正确认识股票回购	71
6.2.4 加强企业股票回购行为的监管	72
参考文献	74
后 记	77

1 绪论

1.1 研究背景和选题目的

1.1.1 研究背景

股份回购是成熟资本市场常见的资本运作方式和公司理财行为，它始于美国。在 1985 到 1996 年期间，美国股票回购的总价值已达到 4710 亿美元，同时实施股票回购的企业也增长至 755 家，在其示范效应下，英国、加拿大等西方资本市场的股票回购活动发展迅速。随着亚洲企业对于股东回报和财务优化的关注增加，越来越多的公司开始采取股票回购措施。日本、韩国等亚洲主要金融市场均出现了较为活跃的股票回购活动。这一发展趋势受到了多个因素的推动，包括企业盈利能力提升、投资者对回报的追求以及政府监管政策的支持。同时，亚洲股票回购也受到了全球股市的影响，如美国和欧洲市场的回购潮流。亚洲公司通过回购股票调整资本结构、提高每股收益和股东权益回报，增强市场信心，并有助于改善公司治理和股权结构。然而，不同国家和地区的股票回购规模和频率存在差异，由于法律制度、公司文化和市场环境等方面的限制，部分亚洲市场的股票回购仍相对谨慎。

我国股票市场虽然起步较晚，最早的案例可以追溯到 1992 年的小豫园并入大豫园的合并回购案例，随后，陆家嘴、云天化和申能股份等上市公司也相继宣布了股票回购计划。到 2005 年 6 月 16 日，中国证监会发布了《上市公司回购社会公众股份管理办法（试行）》，允许上市满一年且近一年内没有重大违规行为，并具有持续经营能力的公司进行股票回购。2008 年 9 月 21 日，证监会进一步修订了《上市公司回购社会公众股份管理办法（试行）》，放宽了集中竞价交易方式回购股份的条件。这些措施推动了我国股票回购制度的发展和规范化。随着经济的快速增长和金融市场的开放，越来越多的上市公司开始意识到回购的重要性，并将其作为一种增加股东价值和提高市场认可度的手段。根据数据统计，2013 年至 2018 年间，我国上市公司回购规模逐年增加，如图 1.1 所示，成交金额分别达到 63.14 亿元、88.22 亿元、45.55 亿元、95.29 亿元、75.03 亿元和 498.21

亿元。

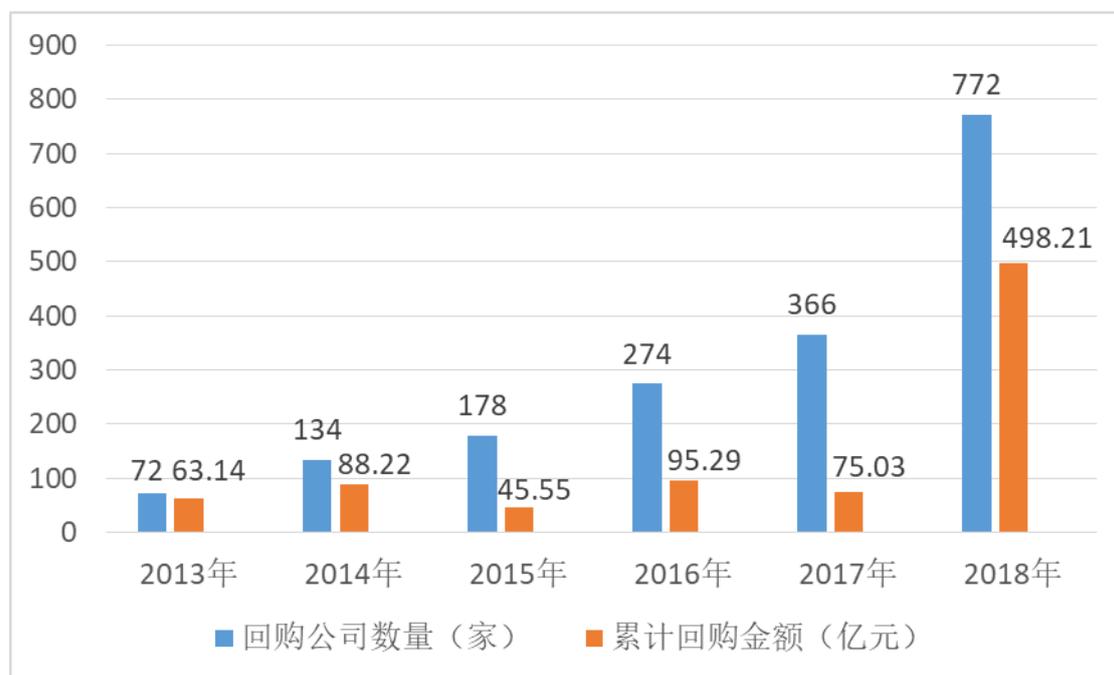


图 1.1 2013-2018 年我国上市公司股票回购公司数量及回购金额情况

2019 年底受新冠疫情影响，大量企业停产停工，致使许多上市公司股价呈现下跌趋势。通过整理 Wind 近四年数据得到图 1.2，2019 年我国实施股票回购企业为 980 家，回购金额 1016.79 亿元，2020 年累计回购金额为 682.14 亿元，同比 2019 年下降 32.91%。从 2021 年开始实施股票回购的公司逐渐增多，到 2022 年，我国实施回购的上市公司数量为 1128 家，累计回购金额 1029.16 亿元，这说明通过股票回购手段来提升股价的公司越来越多。

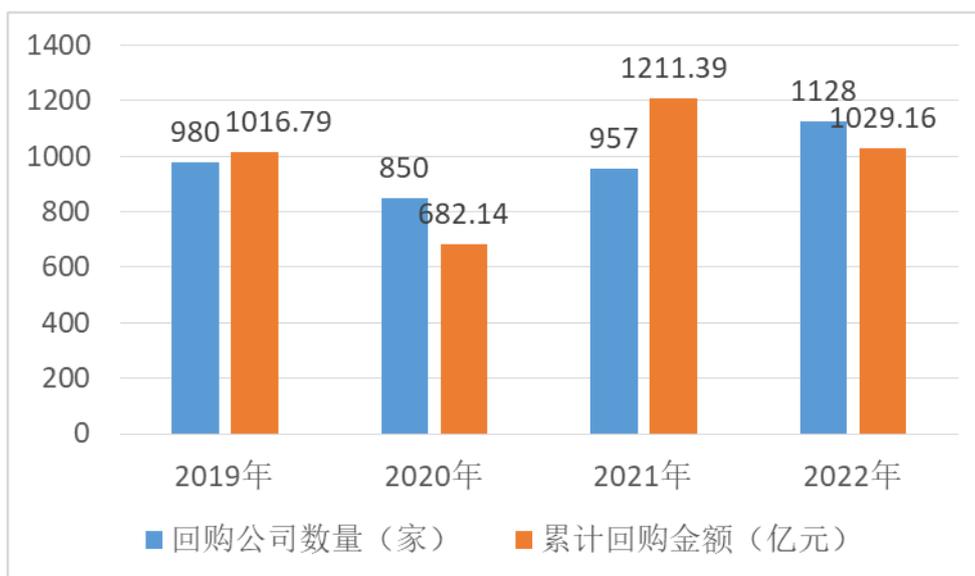


图 1.2 2019-2022 年我国上市公司股票回购公司数量及回购金额情况

自 2018 年国务院办公厅印发《关于促进“互联网+医疗健康”发展的意见》文件以来，我国医疗信息化企业在近几年取得了长足的发展，这些企业致力于将信息技术应用于医疗领域，在电子医疗记录、数字化医院、移动医疗和数据安全等方面不断创新，为医疗行业带来了更加高效便捷的服务，促进了医疗领域的现代化转型。根据中商产业研究院相关报告，2022 年我国智慧医疗应用规模约为 780.5 亿元，预计未来行业将继续高速发展，到 2023 年国内智慧医疗应用规模可达到 936.6 亿元。目前智慧医疗的相关上市企业约为 50 家，其中作为行业领头羊的卫宁健康属于综合性独立软件开发商，其产品和方案比较全面，可以提供医院或者公共卫生所需的医疗信息系统，具备较强的系统集成及软件开发运维能力，且长期专注于这个领域，所以本文选择卫宁健康作为分析对象，这对于智慧医疗信息化行业是非常具有代表意义的，同时对于上市企业的股票回购的动机、市场和财务效应的研究均具有重要的参考意义。

进入 2022 年，卫宁健康开年后股票最高价为 1 月 4 日的 17.16 元/股，随后一直呈下跌趋势，3 月 9 日创阶段性最低价 9.39 元/股，跌幅达到 45.28%。2022 年 3 月 14 日，卫宁健康发布股票回购公告，提出使用自有资金以集中竞价方式回购公司股份，拟回购的资金总额不低于人民币 1 亿元，且不超过人民币 1.5 亿元（均含），本次回购股份价格不超过人民币 15 元/股（含）。虽然卫宁健康在其公告中指出本次股票回购的动机是为了未来实施员工持股计划和进行股权激励，但其股价在回购前后均出现了先大幅度增长后持续滑落的情况。同时考虑到大部分上市企业实施股票回购最直接的动机就是提升股价，因此作为智慧医疗信息行业龙头的卫宁健康在进行本次股票回购时，是否也存在提升股价或其他方面的原因，需要作进一步分析研究。此外在实施股票回购后，股价是否得到提升以及各种财务指标产生什么影响，这也需要进行深入分析研究。

1.1.2 选题目的

本文以卫宁健康 2022 年 3 月股票回购为例进行研究，虽然回购规模相对较小，但作为医疗信息方面的领先企业，其回购案例在行业中具有重要的借鉴意义。本文以公司在其官网发布的年报数据和回购前的财务状况作为研究基础，通过多角度分析卫宁健康进行股票回购的行为动因和绩效，以及购后效应，验证卫宁健

康进行股票回购是否是为了实施股权激励以及是否还存在其他进行股票回购的动因，同时期望实现以下目的：

（1）研究卫宁健康股票回购后的市场效应。通过所构建得线性回归模型来计算企业的超额收益率，并以此来分析本次回购对市场影响和效应。

（2）研究卫宁健康股票回购后的财务效应。通过分析营运能力、偿债能力、成长能力和盈利能力等指标在回购前后的变化，来分析本次回购对企业财务状况的影响。

（3）对相关财务指标在股票回购前后的变化进行总结后，本文对企业本次回购的目的进行了验证，同时也分析了股票回购动因除公告发布的内容外是否还存在其他动因，最终根据股票回购所带来的效应为企业提供合理建议，为企业再次进行股票回购提供了宝贵的经验参考，对行业内其他企业也起到了标杆示范作用。

1.2 研究意义

1.2.1 理论意义

理论上来说，西方国家的股票回购理论研究均从完善的市场经济角度开展，因此很多结构或制度方面的因素被舍弃了，而这些因素对于我国则是非常重要的。此外，我国证券市场起步较晚，股份回购的案例相对较少，理论研究仍以借鉴国外的经验和研究为主。回顾我国股票回购文献，研究多集中在法律法规分析、回购条款设计、回购定价等方面，且多处于定性分析阶段，关于决策主体的财务特征实证研究仍是空白，如果直接采用国外回购理论分析公司的股票回购行为，其结论往往缺少现实意义。所以，将国外成熟经验与我国资本市场的回购案例相结合具有重要的意义。相比较西方国家股票市场，中国上市公司在进行股票回购时更加注重长期稳定性，企业更加注重对公司价值的长期认同和发展，股票回购通常用来表明对公司未来盈利能力的信心。因此，将卫宁健康股票回购案例作为研究对象，深入分析其回购动因及效应，可以丰富我国股票回购的理论研究。

1.2.2 现实意义

现实中,我国上市公司的股票回购已经对公司的健康发展和证券市场发展形成了重要的影响。一方面,上市公司对股票回购的理解各不相同。一些公司没有认识到股票回购所带来的好处,而另一方面则是盲目跟风。股票回购虽然能够给上市公司带来相当多的好处,但不是提高股价增加收益的仙丹妙药。如果操作不当,也会带来一些负面影响,例如投机操作、引起公司财务危机等,不但会损害大多数中小股东的利益,还会损害证券市场的公平、公正。在大多数上市公司缺乏经验的情况下,通过股票回购研究,不仅可以使投资者更好地理解公司的财务和战略情况,以做出更明智的投资决策;也可以通过评估回购计划的实施和效果,提高公司的治理水平,维护股东权益,从而推动我国上市公司与资本市场的发展与创新。

卫宁健康是智慧医疗信息行业的领先企业之一,通过其财务数据可以看出,2020年-2022年虽然其亏损额同比增加多,但战略性投入逐渐增大,企业业务仍保持高速发展。2022年3月14日股东大会通过了股票回购的具体实施方案,并与2023年3月13日提前完成回购计划。卫宁健康使用自有资金以集中竞价的方式回购公司部分股份,回购方案公告中指明,股票回购的目的是用于公司员工持股计划、股权激励计划或者转换上市公司发行的可转债。通过分析卫宁健康股票回购案例,深入探究企业回购的动因及回购前后财务相关指标的变化,可以在其他医疗信息行业进行股票回购时起到标杆示范的作用,同时还为我国企业的股票回购案例增加了新的样本,丰富了相关研究领域的数据和理论基础。这不仅有助于更全面地理解股票回购对企业和市场的影响,还能够为制定相关政策和规范提供现实依据。

1.3 国内外研究现状

股票回购最早出现在20世纪初的美国金融市场,因此关于股票回购的研究和调查很早就开始了。在总结国内外关于股票回购文献的基础上,本文将股票回购理论研究归纳为股票回购的动因、效应分析两方面,其中效应分析方面包含了市场效应和财务效应两部分,并对其涉及的研究成果进行评价。

1.3.1 股票回购动因的研究现状

在 20 世纪 80 年代末和 90 年代初，股票回购的早期研究主要集中在美国市场。这一时期，美国法规放宽了股票回购的限制，许多企业开始实施大规模的股票回购计划，这引发了对企业为何选择回购股份的研究兴趣。Schultz（1980）首次提出了公司可以通过回购股票来解决资本结构问题，并改善股东财富。他认为，回购可以在不增加债务的情况下降低总股本，提高每股收益和股权报酬，从而增加公司价值。Dann（1981）最早提出了要约回购的信号传递假说^[1]。Bradley 和 Jarrell（1988）提出了信号传递的理论观点，认为股票回购可以作为一种信息传递机制，通过公司回购自己的股票来向市场传递积极的信号。当公司选择进行股票回购时，这表明企业未来前景较好，当前股价被低估。这一积极的信号能够引起投资者的注意，并激发市场上的买盘活动，推动股价上涨，进而提升公司股东的财富。他们研究了美国公司进行股票回购的动机，并通过实证分析发现，回购公司的股价通常在回购公告后上涨，还进一步探讨了回购行为与管理层激励机制之间的关系。Comment 和 Jarrell（1995）发现宣布股票回购的公司通常会在回购公告后获得股价上涨的正面市场反应。这种反应部分源于投资者对于公司管理层表达的信心的认可，并将其作为对公司未来前景积极评价的证据。同时，正面的市场反应还可能引发股价进一步上涨，因为投资者把持有股票看作是一种追随管理层决策的方式，回购行为可以引发市场的正面反应，并潜在地吸引更多投资者的兴趣。这一理论为我们理解股票回购的动机和效果提供了重要的观点和解释^[2]。Jensen（1986）首次提出了自由现金流理论。该理论认为，资本市场存在坏消息传递机制，公司如果有大量的自由现金流，可能会导致低效率投资、浪费资源和飙升管理团队薪酬等问题。这些问题可能削弱公司的价值，并给潜在收购者提供了低估收购目标的机会^[3]。Nyborg（2021）认为股票流动性的增强增加了公司持有现金的倾向，当回购限制放松时，股票流动性更强的公司增加现金持有量相对更多，就股票流动性对现金持有的影响而言，回购动机主导了实际投资动机^[4]。Dayanandan（2022）通过 2022 年美国对股份回购征收 1% 的消费税得到启示，认为公司并没有减缓其进行股份回购的步伐。相反，为了抵消增加的税负，他们增加了资本投资。通过结合股份回购和资本投资，他们成功减少了自由现金流^[5]。DJha（2022）认为，自由现金流与股票回购之间的积极关联符合股东利益，

而高管期权与股票回购之间的积极关联则符合经理人的利益。通过使用公司的企业社会责任（CSR）评级，发现了道德文化可能在回购决策中起到作用：它可能鼓励与股东利益一致的回购，并阻止那些主要符合经理人利益的回购。此外，还发现高 CSR 评级的企业与更高的已公布回购计划完成率相关，并获得更有利的股票市场反应^[6]。Gamage（2022）发现对于低于目标水平的公司而言，股票回购的可行性降低了杠杆增加的预期成本。通过将基于调整成本的统一框架扩展到股份回购的可行性，我证明了股票回购的可行性会外生地降低目标公司增加杠杆的预期成本，从而推动这些公司加快对目标公司的杠杆调整速度^[7]。关于股票回购的国内研究如下，王海龙（2011）发现通过股票回购活动会增加大股东的相对持股比例或提高每股盈利，从而使大股东获得利益。同时，公司规模越大，其进行股票回购的能力更强。相对较大的公司往往具备更稳定、更高的现金流，有更好的资金支持回购行动，并且容易吸引投资者的关注，从而推动股价上涨。过去“以股抵债”型回购受到应收账款周转率所反映的影响，但现在已不再显示出明显的相关性。这意味着公司采取了其他形式的回购策略或债务管理方式，并不再依赖于应收账款周转率^[8]。宋坤（2021）以 2005 年至 2020 年间沪深两市 A 股上市公司为样本，将股权质押可能引起的风险分为比例、道德、市场和法律四类，并对股票回购与股权质押风险之间的关系进行了研究。研究表明，在股权质押后，上市公司更倾向于利用和创造利好消息提升股价，以此来缓解股权质押风险^[9]。冯文（2022）以 2007 年至 2020 年中国 A 股市场的股票回购上市公司为样本，检验了内部人股票购买与公司股票回购公告所引起的市场反应以及回购完成比例之间的关系。实证结果表明，内部人的股票购买显著提高了公司股票回购公告的市场反应，并增加了回购完成的比例。这一效果主要出现在董事会规模较小、内部董事占比较低的公司，尤其是民营上市公司中。该研究对于监管内部人交易和公司股票回购具有重要的现实意义^[10]。Clarke（2022）通过分析企业停止回购股票后的异常收益来评估股份回购的时机，发现只有在停止回购股票后，回购型公司才能获得积极的异常回报，同时存在证据表明频繁进行回购和规模较大的公司会对回购时机进行计划，但仅在停止回购股票后测量异常收益^[11]。任鹤（2023）通过选择 2014 年至 2021 年实施股份回购的上市公司样本数据，对股份回购对资本市场定价偏误的影响机制进行了实证检验。结果表明，上市公司实施股份回购

可以有效减轻资本市场定价偏误现象,并且在内外部治理水平较高的企业中影响更加显著。此外,股份回购通过提高信息透明度和降低投资者异质信念水平这两个途径发挥作用。积极进行股份回购的企业在不同回购特征下都能有效减轻定价偏误,尤其是当股份回购用于市值管理计划和股权激励计划时,可以有效降低误定价水平^[11]。

1.3.2 股票回购效应的研究现状

(1) 财务效应

上市公司常常会通过回购自己的股票来对其财务状况和经营绩效产生影响。Joanna (2019) 调查了财务会计准则 (FAS) 123R 是否影响了公司的股票回购活动,该准则要求公司以公允价值确认其股票薪酬,研究发现 FAS 123R 与股票回购的增加有关,并且管理层股票期权水平越高,这种影响越大;但是对股息收益率的影响就不是很明显^[12]。陈东鸿 (2020) 选取 2018 年我国 A 股上市公司作为样本,从市场效应、财务效应和信号传递效应等方面使用事件研究法进行了验证。换句话说,对我国上市公司进行的研究表明,股票回购对于提升公司市场价值具有积极影响。这一结论是通过观察市场在股票回购事件发生后所显示出来的变化得出的。在回购事件(-10, 10)的窗口期内,累积超常收益率为 0.83%。同时,实证结果也表明大部分股份回购的上市公司的经营状况并未出现改善,可能存在部分公司通过股份回购宣告误导投资者的情况^[13]。商芳 (2021) 发现公司左手回购右手减持股票的真实动机是管理者机会主义,以此为目的的企业股票回购公告会产生消极的市场效应。在对比财务指标在回购前后的变化后,发现公司的盈利能力、偿债能力及成长能力会受到其损害,并针对管理者机会主义动机提出了相关的解决建议^[14]。宋坤 (2021) 以 2005—2020 年沪深两市 A 股上市公司作为研究样本,将上市公司股权质押可能引致的风险分为比例、道德、市场和法律四类风险,对上市公司股票回购与股权质押风险的关系进行了研究,结果表明在进行股票回购时,上市公司可以有效应对由股权质押导致的各种风险。这包括降低质押比例相关风险以及减少市场和法律风险的可能性。此外,股票回购还有助于减轻未来一期可能面临的道德风险^[15]。叶勇 (2022) 以 2014—2018 年 A 股上市公司季度数据为样本,探讨股权质押的控股股东是否会用股票回购进行市值管理,该

研究表明：企业股票回购的可能性会受到控股股东股权质押影响，并与控股股东股权质押的比例呈正向变化。进一步的分析发现，在非融资约束组、管理者过度自信组和非国有产权性质组中，控股股东股权质押对股票回购的正向效应更为显著。这些研究结果加深了监管机构对于股权质押和股票回购的理解，并为完善相关制度提供了基础和依据^[17]。杨慧辉（2022）从美的集团的多次股份回购出发，剖析其回购动机，对比分析了回购的实施效果。研究发现，美的集团每次公布股票回购的消息时，会引发明显的市场反应，并且这些回购行动对于保持公司市值具有积极的影响。同时，股份回购承接了多层次、常态化的股权激励政策，彰显了良好的公司治理和市值管理能力。相比“虚假回购”，美的集团的“真回购”为资本市场做出了表率，有助于引领股份回购健康发展^[18]。

（2）市场效应

国外学者 Richard（2006）通过研究发现，股票回购并不是股票价格短期提升的原因，其市场效应与企业长期经营状况应该是息息相关的^[19]。Benjamin（2023）使用电子计算机会计数据库的量化数据，对 1982 年至 2021 年在美国证券交易所上市的公司进行了股票回购的描述性分析，利用健康透镜的社会生态决定因素探讨股票回购对人口健康和健康不平等的潜在影响^[20]。Madhu（2023）选取了时间跨度为 1999-2000 年至 2020-2021 年，在孟买证券交易所和/或国家证券交易所上市的 589 家印度跨行业公司作为研究样本，分析揭示了通过回购事件创造的短期回报存在不规则的趋势。企业部门正在从回购的证券交易所方法转向招标方法，并鼓励股东对回购要约做出反应^[21]。张志元（2021）基于 2010 年至 2017 年的中国上市公司季度数据，实证检验了经济政策不确定性对股票回购的影响。研究结果显示，当我国经济政策不确定性上升时，会显著促进上市公司进行股票回购。进一步的中介分析表明，投资者情绪在这种正向影响中发挥了中介作用。此外，企业面临的融资约束越严重，经济政策不确定性对股票回购的正向影响会减弱，而股价波动越大，该影响则会更加显著。此外，经济政策不确定性对股票回购的影响在非国有企业中表现得更为显著^[22]。李炳念（2021）以 2008 年至 2018 年的中国 A 股上市公司数据为样本，基于不完全市场信息传递理论，从股票回购的角度研究上市公司市值管理对股价崩盘风险的影响及其作用机制。研究结果表明，上市公司进行的股票回购越多，未来的股价崩盘风险越低。股票回购能够

显著抑制股价崩盘风险，即股票回购在股价方面起到了稳定器的作用，而非加剧崩盘的“加速器”。该结果经过内生性处理、解释变量转换、股灾影响控制和调整时间窗口后仍具有稳健性。进一步研究发现，杠杆率渠道和企业规模因子是影响股票回购在股价稳定方面的重要基本面机制。中介机制检验表明，股票回购主要通过缓解融资约束的渠道来降低股价崩盘风险^[23]。潘婉彬（2021）以中国公开市场股票回购事件为样本，时间范围为 2011 年 1 月至 2019 年 6 月。研究将企业声誉分为两个维度：大小和好坏，并探讨了企业声誉是否会对股票回购的市场反应产生影响。实证结果显示，声誉较大的企业在回购公告中能够实现更好的价值效应；而声誉较好的企业在回购公告后的价值效应较差。此外，声誉较大的企业通常倾向于回购数量较少的股票，利用其声誉优势进行实际回购过程。另外，如果回购公告明确说明回购目的是提升股价，那么企业将得到市场更积极的反应^[24]。邵子钰（2020）以沪深 A 股上市公司为研究基础，使用事件分析法研究企业实施回购后所带来的市场效应，并对市场效应进行了多元回归分析，由此得出结论：我国上市企业存在正向的市场效应，虽然存在一定的信息泄露情况，但与之前的研究相比，信息泄露有明显减少；回购比例、营业收入增长率与股票回购的市场效应之间存在正向相关关系，公司规模、市盈率与回购市场效应负相关，而公司的资产负债率与回购市场效应呈倒 U 型关系，资产负债率水平较低时提升资产负债率会提高回购的正向市场效应，资产负债率水平较高时提高资产负债率降低回购的正向市场效应^[25]。陈晶璞（2021）以我国 2016—2019 年 A 股上市公司为样本，从崩盘风险视角考察了公司股票回购的市场效应。研究发现，公司回购股票能够抑制股价崩盘风险，并且回购频次越高，股价崩盘风险越低。进一步研究发现，相对于国有企业，非国有企业实施股票回购抑制股价崩盘风险的作用更为显著。而且，存在股权质押、高成长性的公司股票回购更能够有效抑制股价崩盘风险，为股票回购抑制股价崩盘风险提供了经验证据，有助于加深对股票回购经济后果的认识，甄别疫情冲击下的非理性回购^[26]。

（3）宏观效应

吴一丁（2023）以 2015—2021 年沪深 A 股上市企业为样本展开研究，发现股票回购受到行业同群效应的驱动。本企业的回购决策会受到同一行业中其他企业的回购决策的正向影响。与信息获取机制不同，驱动股票回购行业同群效应形成

的真正原因是行业竞争和维护管理层声誉机制。具体而言，行业同群效应在行业竞争越激烈，以及高管层平均年龄和金融背景占比越小的情况下，会变得更加强烈。进一步的研究显示，企业价值能够被股票回购的行业同群效应长期提升^[27]。

1.3.3 文献述评

通过梳理以上国内外关于股票回购的相关文献，对于股票回购的研究主要集中在两个方面：一方面是分析股票回购的动因，另一方面则是分析股票回购所带来的效应。效应方面的研究又分为股票回购的市场效应和财务效应两个层面。从 20 世纪中期的价值低估信号传递假设，到抵御收购兼并假说，及 20 世纪末的现金流假说、股票期权假说等，均体现了股票回购演绎规律。各类假说的多样性说了股票回购的多重性。我国证券市场迄今已经发展了三十多年，但股票回购的样本期间较为有限，样本数较少，与西方国家丰富的理论研究相比，仍存在许多不足。但随着国家政策的大力实施，相关的理论研究及实例分析逐步加快。在股票回购的动机研究方面，国内外学者一致认为股票回购是基于内外部环境变化应对不同问题的一种决策选择，不同的上市公司的股票回购动机也具有多样性。学者们指出，在信号传递方面，企业发布股票回购公告之前和之后，累计超额收益率都呈正值。此外，在优化资本结构方面，学者们认为通过股票回购可以调整企业财务杠杆、提高负债比率，以实现资本结构的优化。另外，研究表明，企业的自由现金流越多，进行股票回购的可能性就越大，从而降低代理成本^[28]。此外，我国股票回购相关文献多着重从股票回购的目的、作用、程序、回购法律法规完善途径及回购对市场各方影响等方面进行一些零散研究，很少将国外现有理论研究成果与我国股票回购实情相结合进行具体分析。

本文选择卫宁健康 2022 年-2023 年股票回购作为分析案例，根据股票回购的相关理论，在分析公司相关财务及公布信息的基础上，从股价、财务杠杆、股权激励、资本结构和现金流等五个方面对卫宁健康股票回购的动机进行多角度分析，同时对回购前后市场和财务指标的变化进行对比分析，并对股票回购所产生的负向影响进行总结，这为我国同类型企业进行股票回购活动提供更加丰富的案例经验。

1.4 研究内容、方法和框架

1.4.1 研究内容

本文以卫宁健康为研究基础，首先从五个方面对股票回购的动机进行了分析，然后根据财务指标在回购前后的变化，从市场和财务两个方面，分析了股票回购对卫宁健康所产生的正面和负面影响，最后对卫宁健康在股票回购过程中所产生的问题进行归纳总结。全文共六章，主要内容如下：

第一章：绪论部分。主要对股票回购的研究背景及选题目的进行了论述，本文根据对国内外相关研究文献的整理，总结了本文的研究基础及框架，同时对本文研究的创新点及不足进行了分别阐述。

第二章：股票回购的相关理论基础。首先对股票回购的基本概念进行了详细描述，然后分别从股票回购的动因和效应两个方面进行对应理论的阐述，最后对股票回购的动因和效应之间的关系进行描述，从而本文的后续研究奠定理论基础。

第三章：卫宁健康股票回购的案例介绍。本章先对卫宁健康的公司情况进行了概述，然后对本次回购的整个历程进行了多角度的分析总结，为后续的动因及效应分析奠定数据基础。

第四章：卫宁健康股票回购动因分析。本章首先以股票回购公告中说描述的股权激励为基础进行了对应动机的分析，然后分别从股价、财务杠杆、资本结构和现金流量四个方面展开了相应分析，研究卫宁健康进行股票回购是否是为了实施股权激励以及是否还存在其他进行股票回购的动因。

第五章：卫宁健康股票回购效应分析。本章首先在微观层面通过整理分析企业财务指标在回购前后的变化，分析了股票回购实施对企业所带来的市场和财务方面的影响。在市场效应方面，分别从股价及超额收益率方面进行了分析；财务效应方面，则通过营运能力、偿债能力、成长能力和盈利能力等四个方面的指标进行对应分析。最后从宏观层面，对企业股票回购的效应进行分析

第六章：总结和建议。对卫宁健康回购案例中的真实动机与本次回购中所产生的市场效应进行总结，并提出相应建议和展望。

1.4.2 研究方法

(1) 文献资料法

在开始数据研究前,首先通过大量阅读与了解关于股票回购动机及效应相关的研究报告和国内外相关文献杂志,快速了解相关理论研究基础和研究现状,同时参考国内外学者珍贵的研究成果,结合本案例的特点,选择性的采纳相关理论观点,以确定本文的思路。

(2) 案例分析法

本文选取卫宁健康 2022 年股票回购案例作为主题部分,在对其进行详细分析后,利用公司官网及财经类网站所公布的信息,作为研究卫宁健康股票回购的数据依据,接着分析其相关指标,然后进行线性回归分析,用超额收益率来评价股票回购对股价的长短期影响。

(3) 事件研究法

事件研究法是使用统计分析方法对收集的数据进行比较和评估,以揭示事件对研究变量的影响。该方法通过选择一个具有显著影响的事件,收集与研究问题相关的数据,构建样本集合,包括事件前后的信息和可能影响的因素,在事件窗口期间分析和比较它们的股价表现、交易量和和其他关键指标。这样可以识别出回购计划是否对股价产生了显著影响。

本文以卫宁健康股票回购为例,采用事件分析法进行分析,通过构建一元线性回购模型,测算其窗口期的超额收益率,最终得到相应的结论。

1.4.3 研究框架

本文的研究技术路线图如图 1.3 所示:

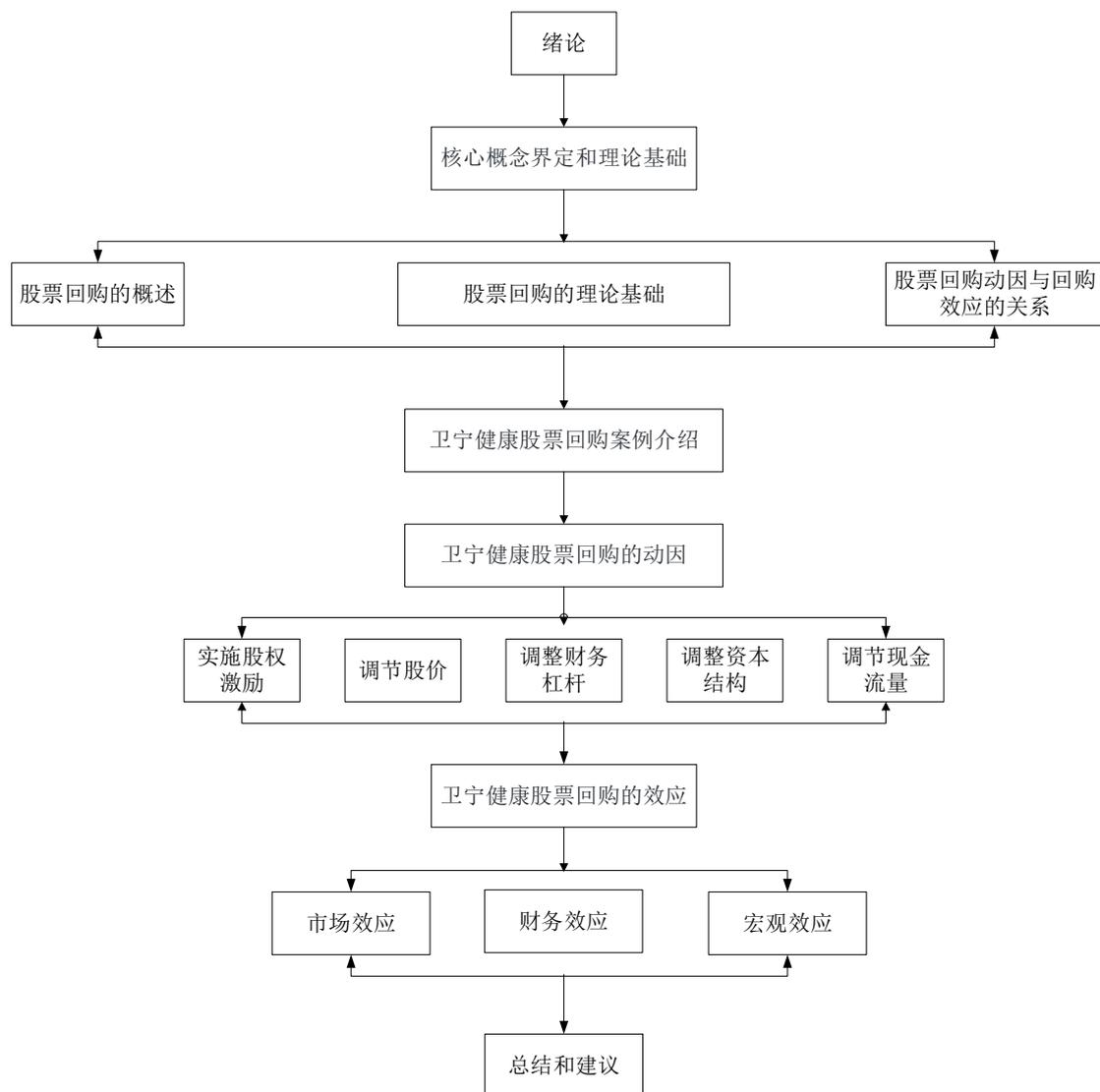


图 1.3 技术路线图

1.5 创新点与不足

1.5.1 本文的创新点

不同经营状况下，上市公司回购股票会对企业发展产生不同影响。随着我国证券市场的不断发展，股票回购对上市公司越来越具有吸引力。作为智慧医疗企业的卫宁健康公司发展稳定，在 2022 年宣布实施股票回购计划。本次研究需要重点解决的问题是通过分析卫宁健康股票回购前后的市场表现和财务状况，立足于管理层机会主义视角，通过多个角度分析公司进行股票回购活动的动机，帮助广大投资者更为理性地对待上市公司的股票回购行为，同时总结股票回购对公司

财务和市场的影晌以及股票回购市场中暴露的问题,发现通过股票回购对财务结构的影响主要取决于回购数量、回购价格和融资方式等,并为进一步完善股票回购政策提供建议,同时为公司下一次进行股票回购提供经验借鉴和启示。

此外,不少学者在分析股票回购时,基本上只是对市场效应或财务效应某个方面开展的研究且研究方法多通过股价和基本财务指标来展开。本文在分析股票回购的市场效应时选用事件研究法进行建模分析,弥补了传统财务指标在分析过程中的不足。

1.5.2 本文的不足

卫宁健康的股票回购行动从 2022 年 3 月开始,于 2023 年 3 月结束。但是由于新冠疫情三年所带来的负面影响,使得在市场整体低迷的背景下,企业的市场表现及发展势头都受到了影响,因此得出的分析结果可能不够全面。此外,本文案例分析的数据主要来源于上市企业所公开的财务报告,卫宁健康实施股票回购是否还存在其他更为深入的动机,本文难以获得,所以本文案例分析的结果可能与现实存在一定差距。同时,由于本文采用了单个案例进行分析,所以研究成果的广泛性还需要通过之后不断的实践结果来进行验证。

2 核心概念界定和理论基础

通过整理国内外学者的文献综述,本章对股票回购的相关理论知识进行了详细描述。具体而言,本章内容包含以下三个部分:(1)对股票回购的基本概念进行介绍;(2)探讨股票回购的动因理论基础;(3)阐述股票回购效应的理论基础。

2.1 股票回购的概述

2.1.1 股票回购的定义

股票回购是指一家公司利用其自有资金或借款等方式,通过购买市场上已经发行的自身股票的行为。公司可以在公开市场或与现有股东进行交易来回购股票,从而减少其在市场上流通的股份。这种操作是公司向投资者提供回售机会或将其股票归入内部持有的一种方法,旨在提高股价、改善财务状况,并增加股东价值。股票回购通常是在管理层认为公司的股票被低估时实施的,它可以通过增加每股收益、提高市盈率和降低公司总股数来提升市场对公司的认可和信心。此外,股票回购还可以用于管理公司的股权结构,防止潜在的收购威胁,并为员工股权激励计划提供股票。但是如果公司购买股票的价格过高,或者回购计划没有成功地增加股东价值,那么公司将面临资本浪费和财务压力的风险。此外,过度依赖股票回购可能导致公司缺乏资金投入战略性项目和业务扩展,从而影响长期发展。

2.1.2 股票回购的基本类型

(1) 开放式回购

在此类回购中,公司宣布有意回购股票,并向所有股东开放回购机会。股东可以根据自己的意愿出售部分或全部持有的股票。这种类型的回购通常基于公司希望减少流通股数量或提供投资者灵活性的目标。

(2) 被动回购

被动回购通常发生在特定事件或条件触发时,如股东登记日期后发生了资本

重组、合并、收购或分拆等。在这种情况下，公司必须回购一定数量的股票，以满足法律、合约或监管要求。

（3）交易所回购

交易所回购指的是公司在证券交易所上市的回购计划。公司将根据预先确定的价格和时间表，在交易所上市的市场中回购自己的股票。这种类型的回购通常由公司向交易所提交回购计划，并遵循交易所的规则和要求。

（4）隐含价格回购

在隐含价格回购中，公司以某种方式表达对其股票的兴趣，但不公开确定回购价格。当该公司认为其股票被低估时，它可能会采取控制性买入方式来增加自己的持股。这种类型的回购可能导致股价上涨，因为市场猜测公司有意提高持股比例。

（5）债务回购

虽然不是直接与股票相关，但债务回购也是一种回购形式。具体而言，公司可以回购其已发行的债券，以减少债务负担或改善财务结构。这种类型的回购通常是通过在二级市场上购买债券来实现的。

2.1.3 股票回购的方式

（1）开放市场回购

这是最常见的股票回购方式之一。公司通过证券交易所在公开市场上购买自己的股票，在市场价格范围内交易。此方式具有灵活性和秘密性，公司可以根据市场情况和可获得的资金量来定期、临时或不定期地进行购买。

（2）自愿性回购计划

公司向股东发出购买要约，邀请他们以特定价格出售股票。股东可以自愿选择是否参与回购计划，并以其期望的价格出售一部分或全部股票。该方式可用于拥有大量股东的公司，以便快速收购大量流通股份。

（3）交易指令式回购

美国证券交易委员会（SEC）制定了一项规则（Rule 10b-18），提供了一个安全渠道，使公司可以通过特定条件在公开市场上回购其股票，以避免操纵股价。该规则要求在买卖行为中遵循数量、价格和时间的限制。

（4）固定期限回购

固定期限回购是指在股票回购中，公司和投资者之间达成的一种协议，约定了回购操作的特定期限。在这种回购中，公司会以事先确定的日期和价格回购其已发行的股票，通常是在数月或数年内进行。

（5）公开拍卖回购

公司通过公开拍卖的方式购买其股票。这种方式允许潜在卖家按照竞价方式提供股票，而买方则根据投标的股票价格和数量选择是否购买。这种方式可以帮助确保高效市场定价并提高交易透明度。

（6）信托授权计划

这是一种事先计划好的回购方式。公司与经纪人签订交易计划，规定未来的回购操作，包括数量、价格和时间。这种方式允许公司在特定条件下自动进行回购，无需干预或调整。

2.1.4 股票回购的目的

股票回购在全球金融市场中已成为一种常见的策略，其动机也因地、时、公司不同而存在多重考虑，其作为一种常见的财务手段，被许多上市公司用来管理股本、提高股东价值和灵活运用资金。股票回购的主要目的可以分为以下几个方面。

（1）健全公司管理制度

股票回购可以促使公司更加注重信息披露，加强与股东之间的沟通和透明度。在回购过程中，公司需要向市场发布相关公告和报告，及时披露回购计划和执行情况。这有助于投资者了解公司的财务状况、战略规划和未来发展前景，提高公司治理的透明度和公平性。

（2）改善公司财务结构

通过回购股票，上市公司可以将多余的现金投入到回购计划中，从而减少公司的股东权益或全部股本。这样可以降低每股收益和每股净资产，提高每股利润指标，进而提升公司的财务指标，如每股盈余、净资产收益率和每股收益等。对于公司来说，改善财务结构有助于增强市场信心，提高公司的估值和吸引力。

（3）调整股东结构

股票回购可用于回购机构投资者持有的股份，降低大股东持股比例，增加散户股东的影响力。这有助于平衡公司内部利益关系，减少大股东对公司决策的控制权。此外，回购股份还可以增加与员工持股计划相结合的机会，激励和留住优秀的员工。

（4）一种有效的资本配置方式

在业务发展受限、市场前景不确定或潜在投资项目不具备吸引力的情况下，公司可以选择将闲置资金用于回购股份。这样可以避免资金长期闲置和贬值，同时向股东传递一个积极的信号，即公司认为其股票价格被低估，并且没有更好的利用资金的选择。

（5）防止敌意接管

当公司认为其股票被低估或存在潜在收购威胁时，回购股份可以有效地提高公司的抗收购能力。通过回购股份，公司可以增加固有价值和市场价值之间的差异，提高收购者必须支付的溢价，从而增加收购的成本和难度，增强公司对敌意收购的抵挡能力。

总的来说，股票回购对健全公司管理制度具有积极的影响。它提高了公司治理的透明度和公平性，减少了大股东对公司决策的控制权，激励和保留了优秀员工，调整了财务结构，降低了敌意收购风险。这些都为公司创造了良好的管理环境，促进了公司的稳定发展和长期价值的实现。

2.2 股票回购的理论基础

2.2.1 信号传递理论

信号传递理论认为，公司通过实施股票回购行为来向市场传递特定的信息和信号，以影响投资者对其股票和未来前景的看法。这个理论主要基于两个关键观点：一方面，股票回购被视为一个积极的信号，表明公司管理层认为当前股价被低估。当一家公司宣布或展开股票回购计划时，这意味着管理层认为公司的内在价值高于市场目前的估值。这种积极的信号可以吸引潜在的投资者，增加他们对公司的兴趣，并可能推动股价上涨。另一方面，股票回购被认为是一种财务优化策略，表明公司有足够的现金流和盈利能力来支持回购计划。通过回购自己的股

票，公司可以减少已发行股份的数量，提升每股盈利指标和每股收益。这些改善的财务指标使公司变得更具吸引力，提高了投资者对公司未来利润增长和价值潜力的期望。根据信号传递理论，股票回购还可以传达其他重要的信息。例如，公司可能通过回购股票来管理股权结构或防止潜在的敌意收购。这在市场上显示出公司管理层对控制权保持稳定和支持现有股东利益的承诺，从而增强了投资者对公司治理质量和长期稳定性的信心。然而，信号传递理论也存在一些限制。首先，回购行为并不总是准确地反映公司真实的价值或前景。有时公司会利用回购来调整短期股价，或者因为其他非基本面的原因，如纾困资金、股票期权计划等。其次，如果公司的基本面出现问题或没有持续的盈利能力，仅仅依赖回购来提升股价和改变投资者情绪可能无法取得长远的效果。

综上所述，股票回购中的信号传递理论认为，通过股票回购，公司向市场传递积极的信号，影响投资者对公司的看法。回购被视为一个表达管理层对股票被低估的信心手段，同时也是一种财务优化策略。然而，投资者应谨慎分析回购背后的动机和目的，并考虑公司的整体基本面以及市场环境的影响。

2.2.2 委托代理理论

在股权和经营权分立的公司结构中，委托代理理论认为，股东作为公司所有权的持有者，将其财产交由公司的管理层来管理，形成了一种委托代理关系。基于委托代理管理系的理论具体包含以下四个方面：

(1) 自由现金流理论

自由现金流理论是指公司在进行股票回购时，该决策应基于其可获得的自由现金流水平。自由现金流是指企业的净利润加上非现金支出（如折旧和摊销），再扣除资本支出和运营资本投入。在进行股票回购时，公司应该只使用其可用的自由现金流而不依赖额外的借款或其他外部资源。这个理论的理念是，公司应该优先考虑使用其内部产生的现金流来购买自己的股票，而不是通过负债融资或其他手段来实施回购计划。核心原因是对公司管理层和股东之间的代理成本进行削减，确保公司能够承受回购所带来的财务风险，并避免过度借贷导致财务杠杆过高。使用自由现金流来进行股票回购可以降低公司的财务风险，并给予公司更大的灵活性来处理未来的变化和挑战。此外，自由现金流理论还强调了公司管理层

对于投资决策的责任，如果公司的自由现金流无法支持股票回购，那么管理层应该优先考虑其他的资本分配方式，如增加股息支付或加大投资以促进业务增长。

（2）抵御收购兼并理论

抵御收购兼并理论基于以下两个观点：一方面，股权分散会增加公司受到袭击的可能性；另一方面，大规模的股票回购会提高公司的股东集中度，并使袭击者的成本变得更高。首先，股权分散可能导致公司受到收购兼并的风险更大。当一家公司的股权分散时，其股票持有人往往难以统一行动，这也使得攻击者可以更容易地获得控制权。相反，当公司进行股票回购并集中了多数股份时，股东们占据了更强有力的地位，可以帮助抵制任何收购兼并威胁。股票回购可以提高公司的股东集中度，并使得攻击者的成本更高。公司可以通过进行股票回购，以减少已经流通的股票数量，进而提升每一股股份的所有权。这意味着，大股东拥有了更多的个人利益，也会与公司密切合作。如果有人想要收购该公司，就需要购买更多的股份才能获得控制权，这就使得攻击者必须付出更高的代价。例如，上海大众公用事业股份有限公司利用其制定的特别回购条款来抵御恶意收购，同时通过公司章程中所设置金色降落伞规则，来加大了敌意收购的成本。

（3）股票期权理论

该理论认为股利的发放方式和公司的股价受经理人股票期权影响，上市公司进行股票回购是为了股票期权计划的实施。依据参考文献，该理论又可细分为消除稀释理论、储备理论和代理理论三类：

①消除稀释理论

该理论认为股票回购不但可以减少流通在外的股本，而且可以符合股票期权方案的需要，这样就使得每股盈余在相同利润的情况下分摊到更少的股份上，进而提高每股盈余水平。

②储备理论

储备理论是指上市公司回购及储备股票的目的是为了符合股票期权发行的需要。股票期权方案的规模越大，意味着授予员工的期权数量越多，可能导致公司未来需要发生更多的股票回购。这是因为当员工行使期权时，他们购买公司股票，而公司通常会从现有股东手中回购股票来满足员工行使期权的需求。因此，较大的期权方案可能增加了股票回购的需求。

③代理理论

根据该理论，企业实施股票回购可以减少发行在外的股票，当企业管理层同时拥有股票期权时，该行为可以相应提升其持股比例，促使管理者和投资者的利益趋于一致。

(4) 财富转移理论

依据财务转移理论，股票回购并不属于真正的投资决策行为，它是一种“零和博弈”。股票回购公司通过购买自己的股票来减少流通股份，这导致剩余股东所持有的股份相对增加。因此，回购公司内部的财富会从持有较小股份的股东转移到持有较大股份的股东手中。此外，股票回购一般使用可自由配置的现金，该资金在购买股票后就永久离开了公司。这导致公司总市值减少，将公司价值中的一部分转移到回购公司内部的股东手中。同时，在股票回购过程中，股价可能因为市场需求的减少而上涨，但整体而言，回购操作并没有创造新的价值，只是转移现有的财富。尽管股票回购可以提高股东的回报，并为那些仍然持有股份的股东创造价值，但也存在负面影响。如果股票回购导致公司缺乏充足的内部投资，并优先考虑了高管和管理层的利益，那么财富的转移就会发生。因此，在执行股票回购计划时需要谨慎权衡各种因素，确保公司和股东的利益都能得到合理的平衡。

2.2.3 财务灵活性理论

财务灵活性理论认为公司可以通过回购自己的股票来增强其财务灵活性。通过回购行为，公司可以利用现有的资本资源来回收股票并降低股东权益，同时可以以较低的成本回收超额现金流，并在未来需要时将这些资金重新配置到更有潜力的项目或投资中。该理论所基于的前提是股利分红是连续性的，而股票回购是非连续性的。研究表明，投资者更倾向于可预测和持续增长的股利支付，以获得稳定可靠的投资回报，波动性较大的现金股利支付可能给投资者带来不确定性和风险，使得投资者感到厌恶和不满。因此，一旦确定用现金方式来支付股利，就意味着公司至少需要保持相应的股利水平，使得公司财务弹性变小。

2.2.4 个人税赋理论

该理论认为，现金股利分配需缴纳的个人所得税相对较高，股票回购使得股东可以用较低的资本利得税来代替，降低了股东个人纳税责任中的交易成本，提高了股东的实际回报率，从而为股东创造了财富。虽然个人税赋理论认为股票回购可能通过降低个人税赋、提高公司股价和改善股东回报来产生积极效应。然而，实际的效果受到税收制度和个人投资者行为的多种因素的影响。尽管个人税赋假设在理论上具备合理性，但为了更全面地评估股票回购对个人税赋的影响，需要考虑各种实际情况和相关因素的复杂性。

2.2.5 财务杠杆理论

财务杠杆理论是伴随资本结构最优的讨论而发展的，该理论认为股票回购通过对购回的股票进行注销，使得公司财务结构中债务的比重相应提高，财务杠杆率提高，促使公司的资本结构接近最佳。根据财务杠杆效应，公司的利润和股东权益将更加敏感于经营业绩的变化。如果公司的盈利能力增强，债务成本相对较低，股东权益部分的收益可能会大幅上升。然而，反之亦然。这种财务杠杆效应使得公司管理层在制定财务政策和决策时需要谨慎考虑风险与回报之间的平衡。

2.2.6 每股收益最大化理论

根据这一理论，股票回购被广泛认为是一种能够增加每股收益的财务手段。公司执行股票回购将导致每股收益的最大化。首先，回购会降低公司的股本总额，由于在回购后，公司股份较少，每股盈利（净利润除以股本）将得到提升。其次，在回购完成后，公司仍然保留了同样的利润水平，但分配给投资者的股份更少，相同利润的分配将更集中，因此每股收益也会进一步提高。因此，公司管理层常把提升每股收益作为一个重要的经营目标。但股票回购执行可能会使用大量现金，降低公司的流动性并造成债务负担。如果市场对公司的回购计划持怀疑态度，股价可能受到负面影响。此外，回购并不能改变公司的实际经营业绩，如果未来业绩下滑，每股收益仍可能受到影响。

2.3 股票回购动因与回购效应的关系

股票回购的动机是指驱使上市公司进行股票回购的原因和动力，而股票回购的效应则是指实施股票回购所带来的结果和影响，其相互之间的关系总是存在一定的必然性。

2.3.1 股东价值和股东回报率

(1) 提高股东价值的动机

股票回购是上市公司为了提高股东价值而回购自己股份的一种手段。通过回购股份，公司可以减少流通股数量，从而提高每股收益、每股净资产和每股分红等关键财务指标。这将直接增加剩余股东的收益，提高公司的估值，并向投资者传递积极的信号，促使更多投资者参与，进一步推动股票价格上升。

(2) 提高股东回报率的效应

股票回购将现金用于回购股份，相当于将现金返还给股东。这样一方面降低了股东投资的风险，另一方面增加了他们的投资回报率。通过回购股份，公司可以利用现金以较低的价格收回股份，并减少未来分配给股东的利润份额。这将提高剩余股东的股权比例，使他们能够充分享受到公司未来利润增长所带来的回报。

2.3.2 股权结构和市场信心

(1) 优化股权结构的动机

股票回购可以用于调整公司股东结构，平衡各股东之间的利益关系。通过回购股份，公司可以减少大股东的持股比例，增加散户股东的影响力。这有助于提高公司治理的公平性和透明度，降低大股东对公司决策的控制权。相应地，较为散乱的股权结构有利于各利益相关方之间进行更加平等和公正的协商，促进公司管理和决策的科学性、合理性和有效性。

(2) 增强市场信心与吸引力的效应

股票回购可以改善公司财务结构，提高财务指标，并进一步增强市场对公司的信心。回购股份会降低每股收益、每股净资产等关键指标，但对投资者而言，

这反映了公司对自身价值的认可和重视。市场通常会将回购行为视为正面信号，表明公司认为其股票被低估，值得回购。这将提高公司在投资者心目中的吸引力，增加投资者的关注度和认可度，有利于公司筹资和扩大业务。

2.3.3 资本配置和财务指标

(1) 优化资本配置的动机

股票回购在缺乏更好的投资机会时，可以成为一种有效的资本配置方式。当公司认为市场前景不确定、潜在投资项目不具备吸引力或现金闲置时，回购股份可以避免资金长期闲置和贬值，同时向股东传递积极的信号。这种信号表明公司认为自身股票价值被低估，并且当前没有更好的利用资金的选择。通过回购股份，公司将现金用于股票回购，实现了合理利用资本，保护了股东利益，并改善了公司整体资本结构。

(2) 提升每股价值和财务指标的效应

通过回购股票，公司可以降低流通股份总数，从而增加每股价值和关键财务指标，如每股收益、每股净资产等。这对投资者来说是积极的信号，表明公司认为自身价值被低估，并且回购股票是一种有效的资本利用方式。这有助于增强市场对公司的信心，引起投资者的注意，并为公司筹集资金提供更有吸引力的条件。

2.4 本章小结

本章首先对股票回购的基本定义和相关概念进行了描述，然后从股票回购动因理论和股票回购效应理论两个角度展开论述，分别对信号传递理论、委托代理理论、财务灵活性理论、个人税赋理论、财务杠杆理论和每股收益最大化理论等六类内容进行了较为详尽阐述，最后从股票回购的动因和效应之间的关系展开论述，这为本文的后续分析奠定了理论基础。

3 卫宁健康股票回购案例介绍

第二章介绍了与股票回购相关的概述，并对股票回购的相关理论基础进行了阐述。本章主要介绍卫宁健康的基本概况和股票回购的背景历程。

3.1 卫宁健康公司概况

3.1.1 卫宁健康公司简介

卫宁健康始于 1994 年，自成立以来一直集研发、销售和技术服务为一体，为客户提供“一体化”的解决方案，致力于提供医疗健康卫生信息化解决方案，不断提升人们的就医体验和健康水平。通过持续的技术创新，自主研发适应不同应用场景的产品与解决方案业务覆盖智慧医院、区域卫生、基层卫生、公共卫生、医疗保险、健康服务等领域，是中国医疗健康信息行业具有竞争力的整体产品、解决方案与服务供应商。

公司自成立以来，一直坚持研发优先和人才优先战略，重视自主研发、技术积累和优秀人才储备，累计取得计算机软件著作权证书超过 1,200 件，多项产品和核心技术列入国家和地方重大专项和科技计划。同时，凭借对医疗信息化行业的管理模式、业务模式等有长期、深入及全面的理解，其技术团队始终放眼并耕耘于科技前沿，企业产品、维护和技术保障都能达到一个超出客户满意的水平。在创新业务领域，公司也做了大量的研究，形成了自有的“优势资源带动、本地化项目推进、标准化规范复制、多元化服务衔接”的互联网医疗健康服务模式

公司在夯实医疗信息化产品和服务的同时，自 2015 年起积极布局医疗健康服务领域，推动互联网+模式下的医疗健康云服务 etc 创新业务的发展，贯彻“双轮驱动”战略（传统的医疗信息化业务、创新的互联网+医疗健康业务）。2022 年初，公司正式将“双轮驱动”战略升级为“1+X”战略。“1”是基于统一中台的 WiNEX 系列产品，实现医疗卫生服务资源数字化；依托开放互联的卫宁数字健康平台 WinDHP，构建行业数字基座“+”，汇聚并数字化医药健险各方能力；通过能力交换兑现价值，在数字空间构建出数字化产品、数据服务创新、互联网医院、医药险联动等“X”个数字健康应用场景，充分释放医疗机构能力，持续

丰富医疗数字化生态。

3.1.2 卫宁健康公司的股权结构

卫宁健康的于 2022 年 3 月 14 日正式公告开始实施股票回购,因此根据其所发公告中描述的回购决议前一个交易日(即 2022 年 3 月 11 日)登记在册的前十名股东的名称、持股数量及持股比例情况公告如表 3.1 所示:

表 3.1 回购公告发布前一交易日卫宁健康前十大股东明细

序号	股东名称	持股数量(股)	占总股本比例	股份性质
1	周炜	176,474,241	8.22%	流通 A 股, 流通受限股份
2	香港中央结算有限公司	133,603,765	6.22%	流通 A 股
3	王英	106,529,129	4.96%	流通 A 股, 流通受限股份
4	上海云鑫创业投资有限公司	106,205,970	4.95%	流通 A 股
5	招商银行股份有限公司-睿远成长价值混合型证券投资基金	105,244,800	4.90%	流通 A 股
6	刘宁	103,612,949	4.82%	流通 A 股, 流通受限股份
7	周成	63,050,000	2.94%	流通 A 股
8	兴业银行股份有限公司-富国兴远优选 12 个月持有期混合型证券投资基金	59,495,843	2.77%	流通 A 股
9	中欧基金-农业银行-中欧中证金融资产管理计划	26,026,983	1.21%	流通 A 股
10	博时基金-农业银行-博时中证金融资产管理计划	26,026,983	1.21%	流通 A 股
	合计	906,270,663	42.20%	

数据来源: 卫宁健康 2022 年 3 月 15 日公告

由表 3-1 可以看出,回购公告发布前一交易日卫宁健康前十大股东一共持有卫宁健康股份 906,270.663 股,合计持股比例达 42.20%。其中公司控股股东、实际控制人为周炜、王英夫妇,合计持股数量为 283,003,370,持股比例 13.18%。第二大股东为香港中央结算有限公司是港交所全资附属公司,所持股份占公司的 6.22%。截止回购公告发布前一交易日周炜为公司最大股份持有者,其亲属周成持股比例为 7.9%,为一致行动人。通过十大股东的持股情况可以看出,该公司的股权结构相对分散,意味着除了控制人外,还存在多个其他股东拥有一定比例的股份。相对于集中控制权的公司,该公司可能具有较为多样化的股东群体,并且可能存在一定程度的股权平衡。同时,较低的持股比例意味着可能有更多的股票可供交易,从而提高股票的流动性和市场交易活跃度。此外,十大股东中自然人持股比例合计为 20.94%,这表示个人投资者对该公司具有相对较高的影响力和参与度。同时,这也可能意味着卫宁健康吸引了一定数量的个人投资者,并且他们对该公司的业务前景和投资价值持有较为乐观的看法,同时由于其股权的相对分散,有利于权利制衡机制形成和财务数据相关分析可靠性的提高。

3.1.3 卫宁健康公司的经营状况

(1) 卫宁健康资产负债情况

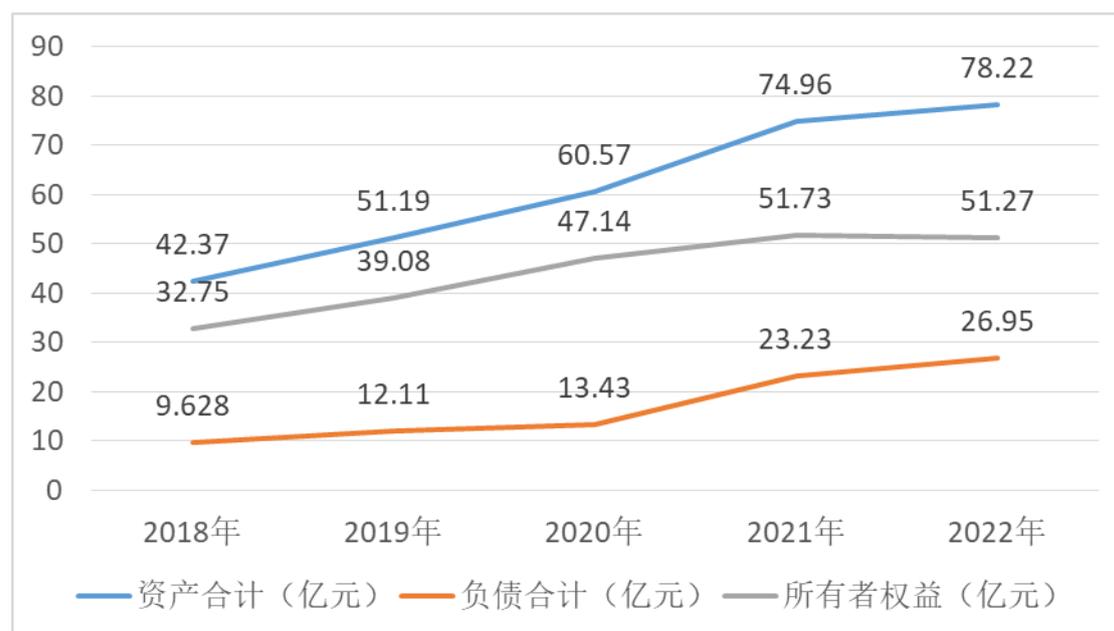


图 3.1 卫宁健康 2018 年-2022 年资产负债趋势图

由图 3.1 可以看出,卫宁健康作为一家成熟的医疗信息化企业,资产规模在近五年逐步扩大,2018 年-2022 年卫宁健康总资产、总负债和所有者权益稳步上升。2018 年卫宁健康总资产为 42.37 亿元,总负债为 9.628 亿元,所有者权益为 32.75 亿元,到 2022 年卫宁健康的总资产、总负债及所有者权益分别增长到 78.22 亿元、51.27 亿元和 26.97 亿元,增长幅度分别为 84.61%,179.91%,56.55%。可以看出公司负债增长程度高于总资产和所有者权益的增长,究其原因系其实施“1+X”战略后,把领先抢占市场作为首要任务,为了扩大经营规模而筹集资金,再加上报告期内收到应收票据及待转销项税余额增加等原因,导致公司负债增长较快。详细数据如表 3.2 所示。

表 3.2 卫宁健康 2018 年-2022 年资产负债情况

科目	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年
流动资产(亿元)	20.67	26.06	32.35	41.75	43.12
非流动资产(亿元)	21.70	25.13	28.22	33.21	35.10
资产合计(亿元)	42.37	51.19	60.57	74.96	78.22
流动负债(亿元)	8.823	11.06	12.29	12.74	15.82
非流动负债(亿元)	0.8053	1.046	1.136	10.49	11.13

表 3.2 (续表) 卫宁健康 2018 年-2022 年资产负债情况

科目	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年
负债合计(亿元)	9.628	12.11	13.43	23.23	26.95
归属母公司股东权益(亿元)	31.34	37.33	45.22	51.00	51.10
少数股东权益(亿元)	1.403	1.748	1.922	0.7346	0.1684
所有者权益合计(亿元)	32.75	39.08	47.14	51.73	51.27
负债和股东权益合计(亿元)	42.37	51.19	60.57	74.96	78.22
资产负债率(%)	22.72	23.66	22.17	30.99	34.45

数据来源：卫宁健康 2018 年-2022 年年度报告

表 3.2 展示了卫宁健康近 5 年的资产负债情况，可以看出 2022 年的资产总额在这五年最大，为 78.22 亿元，相比疫情前 2018 年增加了 35.85 亿元，其中 2022 年流动资产占总资产的 55.13%，非流动资产约占 44.87%，意味着企业在短期和长期资产方面有一定的平衡分配，且该企业在资产配置上相对注重短期流动性和灵活性。2022 年负债总额为 26.95 亿元，大部分所有者权益是由母公司所有者权益组成，资产负债率为 34.45%，未超过百分之五十，表明企业债务负担并不过重，经营风险较低，且股东与债券人的代理成本也相对较低。虽然所有者权益增速相较于疫情前有所放缓，但仍保持稳定上涨趋势。综上所述说明卫宁健康经营稳定，财务状况良好，具备股票回购的基础。

(2) 卫宁健康利润情况

以卫宁健康 2018 年至 2022 年的财务报表数据为依据，通过整理并分析其净利润的变动趋势，绘制出其相应的净利润变化趋势图，如图 3-2 所示，从中可以看出企业净利润呈先升后降的趋势。

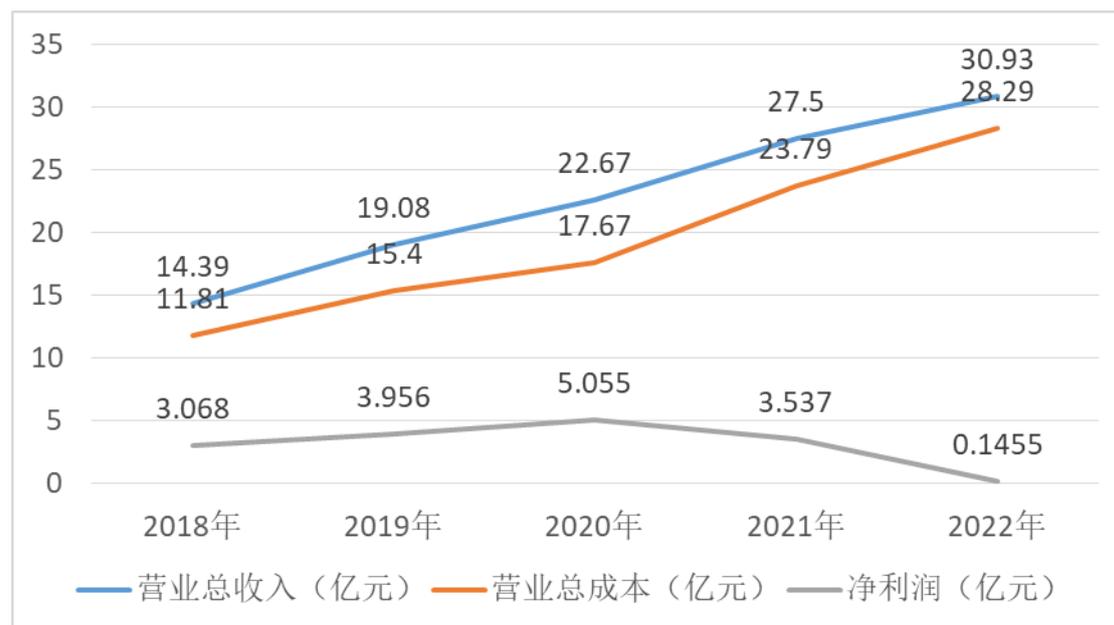


图 3.2 卫宁健康 2018 年-2022 年净利润变动情况

根据当时政策环境和医疗市场情况,估计主要原因可能是受疫情影响自 2020 年开始,营业收入增长缓慢,但营业成本仍保持较高速度增长,使得企业净利润呈下跌趋势。对 2018 年至 2022 年的财报数据汇总整理后,详情如表 3.3 所示。

表 3.3 卫宁健康 2018 年-2022 年利润表

科目	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年
营业总收入(亿元)	14.39	19.08	22.67	27.50	30.93
营业总成本(亿元)	11.81	15.40	17.67	23.79	28.29
营业成本(亿元)	6.906	9.269	10.41	14.76	17.42
销售费用(亿元)	2.008	2.417	3.188	3.871	4.959
管理费用(亿元)	1.181	1.402	1.453	1.988	2.118
研发费用(亿元)	1.472	2.056	2.294	2.557	3.138
财务费用(亿元)	0.08017	0.03207	0.05735	0.3553	0.3966
净利润(亿元)	3.068	3.956	5.055	3.537	0.1455
归属母公司股东净利润(亿元)	3.033	3.984	4.911	3.782	1.084
每股收益(元)	0.1897	0.1895	0.2311	0.1765	0.0507

数据来源:卫宁健康 2018 年-2022 年年度报告

通过表 3.3 可以看出,卫宁健康得益于疫情背景下公司互联网医疗业务,尤

其是云医、云药等创新业务的加速发展，

2022 年的净利润为 5.055 亿元，企业营业总收入为 22.67 亿元，同比增长 18.81%，虽然营业总收入同比增长了约 3.59 亿元，但营业总成本也从 2019 年的 15.40 亿元增长至 2020 年的 17.67 亿元。受疫情影响收入和回款导致计提信用或减值损失增加，使得营业利润下降，从 2021 年到 2022 年营收总成本从 23.79 升至 28.29，相较于 2019 年增长了 83.7%，净利润也仅下降为 1455 万元。

(3) 卫宁健康现金流情况

对卫宁健康财务报告进行整理后，制作出卫宁健康 2018-2022 年现金流量变化图和卫宁健康 2018-2022 年现金流量表。

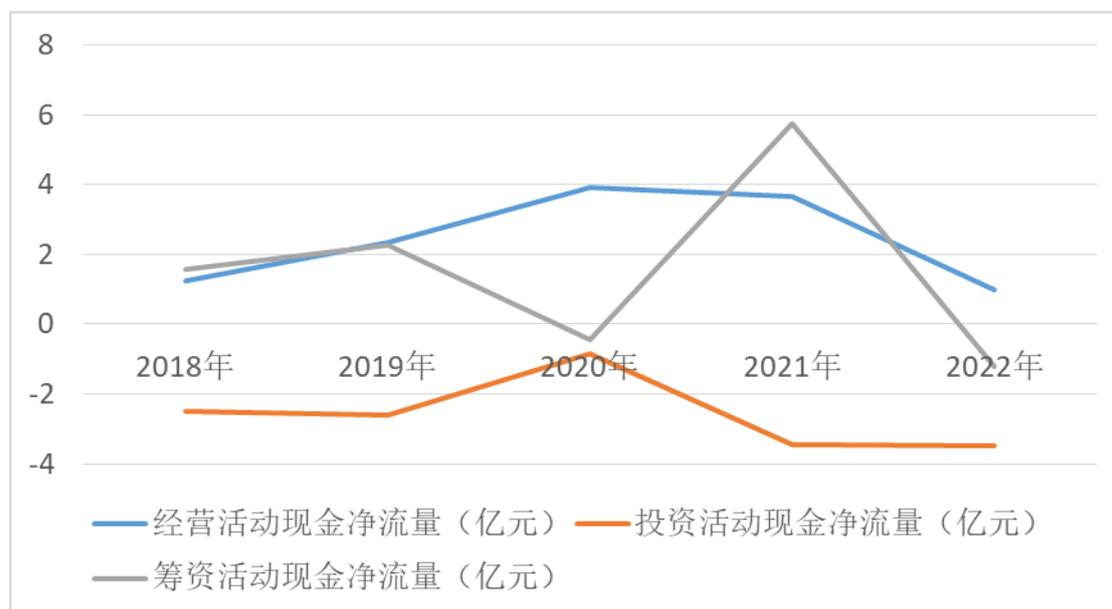


图 3.3 卫宁健康 2018 年-2022 年现金流量变化图

由图 3.3 可以看出，除 2020 年投资活动实现了正向的经营活动的现金流量现金流入外，其余年度卫宁健康的投资活动现金流量均在零刻度线以下，其中 2022 年是五年中最低的。经营活动的现金流量与投资活动基本保持一致，均呈下降状态，但经营活动的现金净流量下降趋势较为平缓。筹资活动现金净流量在 2021 年达到顶峰，随后快速下降，2022 年所筹资金为五年内最低，说明卫宁健康在 2021 年筹集到了大量的资金，而且当年的投资活动并未带来现金流入。五年中，经营活动现金净流量变化相对较小，但一直有正向的现金流入。相关数据如表 3.4 所示。

表 3.4 卫宁健康 2018 年-2022 年现金流量表

科目	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年
经营活动现金流入(亿元)	16.92	19.73	22.40	29.92	34.56
经营活动现金流出(流出)	15.68	17.40	18.50	26.24	33.56
经营活动现金净流量(亿元)	1.239	2.333	3.904	3.681	1.004
投资活动现金流入(亿元)	0.2595	0.06288	1.308	0.2449	0.1808
投资活动现金流出(亿元)	2.762	2.680	2.168	3.672	3.679
投资活动现金净流量(亿元)	-2.503	-2.617	-0.8608	-3.427	-3.498
筹资活动现金流入(亿元)	4.283	4.852	4.129	11.33	1.470
筹资活动现金流出(亿元)	2.716	2.590	4.566	5.573	2.667
筹资活动现金净流量(亿元)	1.568	2.262	-0.4367	5.757	-1.197
现金及等价物余额(亿元)	5.066	7.045	9.651	15.66	11.97

数据来源：卫宁健康 2018 年-2022 年年度报告

对表 3.4 数据分析后，发现 2020 年投资活动现金净流量为-0.8608 亿元，为五年内最大值，2021 年突然减少 2.5662 亿元，此时现金净流量为-3.427 亿元，同时筹资活动净现金流量反向变动，增加了 6.1937 亿元，净现金流变化远大于投资活动所产生的现金流净值。虽然 2022 年现金及等价物余额为 11.97 亿元，同比上一年下降 23.56%，但在这五年中仍位居第二位。

3.2 卫宁健康股票回购的历程

3.2.1 回购方案

2022 年 3 月 14 日卫宁健康第五届董事会第十五次会议审议通过了其回购方案。股东大会结束之后，卫宁健康于 3 月 15 日随即发布股票回购的公告，公告表明公司计划以集中竞价的方式使用自有资金进行股份回购。回购资金总额将在 1 亿元至 1.5 亿元之间，并且每股回购价格不超过 15 元（含）。

(1) 回购的目的及用途

为了保障投资者的利益，建立有效的长期激励机制，并充分提高公司员工的积极性，公司基于对未来发展前景的坚定信心，在综合考虑公司的财务状况、经

营情况以及未来盈利能力等因素后，公司计划使用自有资金以集中竞价方式回购企业部分股份，并将其用于实施员工持股计划、股权激励或转换上市公司发行的可转换为股票的公司债券。

（2）回购的方式

本次回购计划将在深圳证券交易所系统上以集中竞价交易的方式进行公司股份的回购。

（3）回购的价格区间

本次回购的股份价格将不超过每股人民币 15 元（含），这一价格上限没有超过公司董事会决定进行股份回购之前 30 个交易日内的股票交易均价的 150%。具体的回购价格将结合回购期间的二级市场股票价格、财务状况和经营情况来确定。

（4）回购的资金来源

本次回购股份所使用的资金将来自于公司自有可支配资金。

（5）回购股份的种类

公司发行的普通股（A 股）。

（6）本次用于回购的资金总额

本次回购计划的具体资金总额将在人民币 1 亿元至人民币 1.5 亿元之间，实际使用的资金总额将根据实际需求而确定。

（7）回购的类型

开放式回购。

3.2.2 回购进展情况

根据规定，在回购期间，卫宁健康将按时履行信息披露义务，并在定期报告中披露回购进展情况，以确保合规性。具体整理如下：

（1）公司将在首次回购股份实施后的次日进行披露；

（2）每当公司回购股份占上市公司总股本比例增加 1%，将在回购实施后的三个交易日内进行披露；

（3）公司将会在每个月的前三个交易日内发布公告，披露截至上一个月底的回购进展情况；

(4) 如果在回购方案规定的回购实施期限过半时，尚未实施回购方案，公司将公告未能实施回购的原因，并说明后续的回购安排；

(5) 当回购期限到期或者回购方案已经全部实施完毕时，公司将停止进行股份回购，并在两个交易日内披露回购结果和相应的股份变动公告。

直至 2023 年 3 月 14 日收盘，卫宁健康的回购计划已完全到期并成功完成了股票回购。结果如表 3.5 所示：

表 3.5 卫宁健康股票回购进展情况

截止日期	累计回购数量 (股)	累计占总 股本比例	最高价 (元/股)	最低价 (元/股)	支付金额(元)
2022.03.31	5,132,200	0.24%	9.744	9.32	48,859,764
2022.04.29	11,739,600	0.55%	9.744	7.22	99,946,478.16
2022.05.31	14,256,400	0.66%	9.744	7.22	120,623,771.16
2022.06.30	14,256,400	0.66%	9.744	7.22	120,623,771.16
2022.07.31	14,256,400	0.66%	9.744	7.22	120,623,771.16
2022.08.31	14,256,400	0.66%	9.744	7.22	120,623,771.16
2022.09.30	14,256,400	0.66%	9.744	7.22	120,623,771.16
2022.10.31	14,256,400	0.66%	9.744	7.22	120,623,771.16
2022.11.30	14,256,400	0.66%	9.744	7.22	120,623,771.16
2022.12.31	14,256,400	0.66%	9.744	7.22	120,623,771.16
2023.01.31	14,256,400	0.66%	9.744	7.22	120,623,771.16
2023.02.28	14,256,400	0.66%	9.744	7.22	120,623,771.16
2023.03.13	14,256,400	0.66%	9.744	7.22	120,623,771.16

数据来源：卫宁健康 2022 年-2023 年每月公布的《关于公司回购股份进展情况的公告》

3.2.3 回购结果

2023 年 3 月 13 日，卫宁健康提前完成了本次股票回购计划的实施。累计回购 1425.64 万股，股份数量约占总股本的 0.66%。在回购过程中，最高成交价为 9.744 元/股，最低成交价为 7.22 元/股，支付不含交易费用的总金额约 1.21 亿

元。详细的回购结果如表 3.6 所示：

表 3.6 卫宁健康股票回购结果

回购结果	具体内容
首次回购日期	2022-03-14
提前完成日期	2023-03-13
已回购股份价格下限（元）	7.22
已回购股份价格上限（元）	9.74
已回购股份数量（股）	1425.64 万
已回购金额	1.21 亿

数据来源：卫宁健康 2023 年 3 月 16 日《关于股份回购结果暨股份变动的公告》

3.2.4 回购的影响

一直到 2023 年 3 月 14 日，卫宁健康在股票市场上实际可自由交易的股票数量因为股票回购方案的实施减少了 452,985 股，且已经回购的股份尚未进行注销，本次回购的股份 14,256,400 股已全部存放于公司回购专用证券账户，回购前后公司股本变动情况如表 3.7 所示：

表 3.7 卫宁健康股票回购前后股本结构变化

股份性质	回购前		回购后	
	股数（股）	比例	股数（股）	比例
限售条件流通股	299,142,121	13.93%	298,689,136	13.91%
无限售条件流通股	1,848,586,058	86.07%	1,849,040,645	86.09%
总股本	2,147,728,179	100.00%	2,147,729,781	100.00%

数据来源：卫宁健康 2023 年 3 月 16 日《关于股份回购结果暨股份变动的公告》

根据卫宁健康回购前后股本结构变化，可以看出，公司在进行股票回购后，虽然股份总额^①没有产生任何变化，但其内部股本总额占比发生了变化，有限售条件的股份由 299,142,121 减少到 298,689,136，无限售条件股份在总股本中占

^① 注：1、回购前数据为截至 2022 年 3 月 10 日股数，回购后数据为截至 2023 年 3 月 13 日股数。2、2022 年 3 月 10 日至 2023 年 3 月 13 日期间，“卫宁转债”转股引起股本增加 1,602 股。

比由 86.07 变为 86.09%。

3.3 本章小结

本章分别从卫宁健康公司的基本情况和股票回购的历程两个方面,对本次回购案例进行了详细描述。一方面,通过对公司经营业务、股权结构特点和利润负债等经营情况的分析,介绍了公司的发展及财务背景;另一方面,从回购方案、回购计划、回购结果和回购影响等四个角度对本次股票回购的历程进行了详细描述。总体来说,本章将回购前的公司组织及经营情况作为股票回购实施的背景,并就回购方案整体进行了描述,这为后续股票回购的深入分析奠定了研究基础。

4 卫宁健康股票回购的动因

上一章对卫宁健康股票回购的案例进行了整体介绍,在此基础上从四个方面对卫宁健康股票回购的动因进行分析,旨在为卫宁健康股票回购的效应研究提供依据。

4.1 实施股权激励或员工持股计划

信号传递理论认为,股票回购是公司向市场发出的正面信号,表明公司管理层对公司未来业绩的信心。他们认为现在的股票价格低于其真实价值,或者认为公司未来的盈利能力较好。结合股票期权理论,可以看出股权激励是一种企业用于激励和回报员工的机制。它通过向员工提供公司股票或股票期权的形式,使他们成为公司的股东或有资格持有股票,以此激发员工的积极性和忠诚度。股权激励计划通常根据员工在公司所做的贡献和表现来确定分配。卫宁健康在股票回购公告中清楚表明,所回购的股份用于未来公司实施员工持股计划、股权激励或用于转换上市公司发行的可转换为股票的公司债券。在公司回购股份完全放入专门回购证券账户期间,这些股份将不享有股东大会表决权、利润分配、公积金转增股本、配股、质押等相关权益。如果在完成回购后的 36 个月内未用于上述目的,未使用的股份将按照相关程序注销。

根据 2022 年 12 月 2 日发布的《关于 2022 年股权激励计划首次期权授予登记完成的公告》,当年激励对象 812 人,股票期权数量 13,173.28 万份,行权价格为 5.71 元,截止 2023 年 7 月,其回购专用账户存有股份仍为 14,256,400 股。

综上所述,卫宁健康所发相关公告以及公司行动均表明其会通过股权分配来实施股权激励计划和员工持股计划。因此,可以合理推测,卫宁健康将来能依据实际情况,将该部分股票用于对企业管理层及技术人员的股权激励。

4.2 调节股价

根据信号传递理论,当公司股价低于企业内在价值时,会使投资者可能对公司的前景失去信心,导致他们减持或出售自己的股票。这种情况下,公司可能面临股价进一步下跌的压力,形成恶性循环。同时,低估的股价可能会使公司面临

资本稀缺的问题。如果股价不体现企业真正的价值，那么公司就难以通过股票发行或债务融资来筹集必要的资金。这可能导致项目延期、新产品研发受阻，甚至在极端情况下，会威胁到公司的生存和发展。同时，根据每股收益最大化理论，通过公司实施股票回购，可以减少流通在市场上的股票数量，从而提高每股收益（EPS）和股价。

为了探究卫宁健康进行本次回购是否还存在提升股价的动机，本节先根据涨跌情况，对股票回购前 12 个月内卫宁健康的股价表现进行评估，然后再通过对比卫宁健康的静态市盈率与行业平均静态市盈率，来判断卫宁健康的股价是否存在被低估的情形。如果这两种情况中至少存在一种，那么卫宁健康就有可能存在提升股价的动机，通过股票回购使其恢复到合理水平。

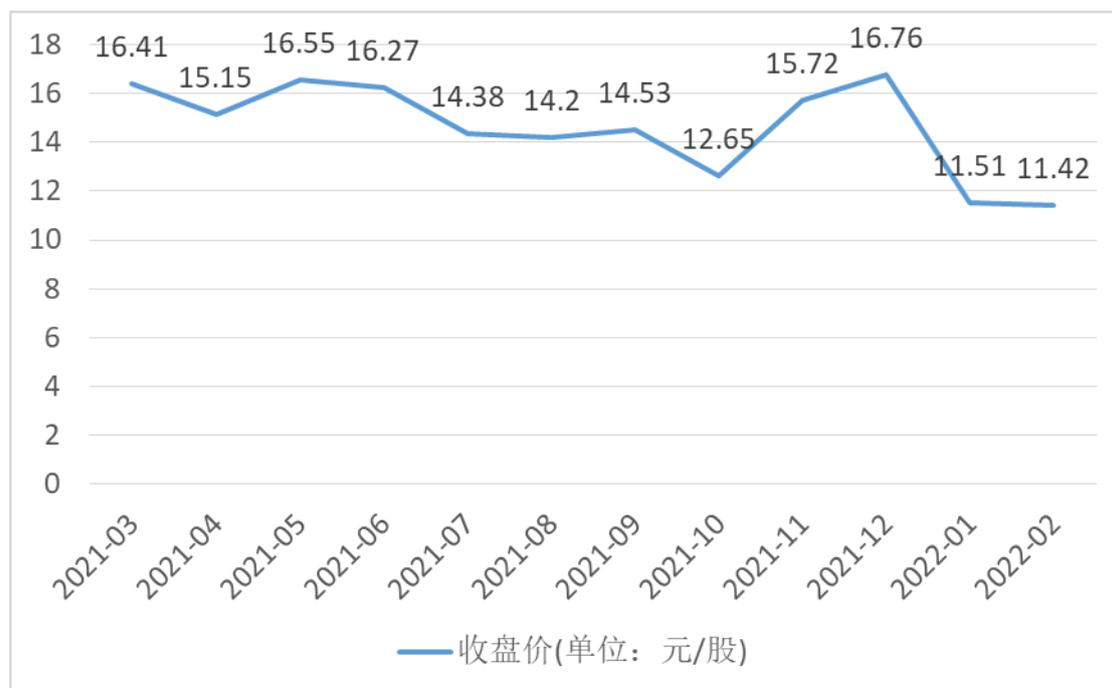


图 4.1 卫宁健康 2021 年 3 月-2022 年 2 月收盘价

如图 4.1 所示，2021 年 3 月至 2022 年 2 月，卫宁健康股价整体呈下跌趋势，除 2021 年 5 月、2021 年 11 月和 2021 年 12 月略微上涨外，其余月份均在下降，尤其进入 2022 年后，股价从 16.76 元/股逐步降到 9.39 元/股，跌幅达到 43.97%，下跌趋势非常明显。因此可以看出，虽然企业股价呈现波动趋势，但总体仍表现为下滑状态，尤其是股票回购之前的一个月，卫宁健康的收盘价降至最低的 11.42 元/股，股市表现持续疲软。

为了进一步判断卫宁健康股价是否存在被低估等情形,本文选择将卫宁健康的静态市盈率与行业平均静态市盈率进行对比,如果对比值大于 1,说明其股价处于适当水平且未被低估;否则存在股价被低估的情况,这将引发投资者失去信心、资本稀缺、并购风险、员工不满和诉讼等一系列问题。本文将卫宁健康与行业内其它几家医疗信息化公司作对比分析,卫宁健康的静态市盈率使用 2022 年 2 月 28 日的股价比上 2021 年的每股收益计算得出,行业平均静态市盈率则取其它几家具有代表性的医疗信息化公司静态市盈率的算数平均值,通过对两者比较,来判断卫宁健康股价是否被低估。具体情况如表 4.1 所示:

表 4.1 卫宁健康与行业静态市盈率对比

上市企业	收盘价(元)	上年度每股收益(元)	静态市盈率
东软集团	12.89	0.98	13.15
东华软件	8.23	0.1434	57.39
创业慧康	9.29	0.27	34.41
思创医惠	6.81	-0.87	-7.83
久远银海	25.65	0.54	47.5
嘉和美康	30.94	0.48	64.46
行业平均值	--	--	34.85
卫宁健康	11.42	0.1765	64.70

数据来源:2021-2022 年西南证券数据库

通过计算东软集团、东华软件和创业慧康等六家上市企业的静态市盈率,得出的行业静态市盈率为 34.85,而卫宁健康每股收益为 0.1765,仅高于东华软件和思创医惠,远低于其它四家企业,但股价却为 11.42 元,导致计算得出的静态市盈率为 64.47 倍,高出行业静态市盈率 85.65%,意味着股票当前价格相对于每股收益水平过高。因此,卫宁健康在股票回购公告发出前股价较高,未被低估,此次股票回购没有提升股价的动因。

4.3 调整财务杠杆

财务杠杆理论指的是通过使用借款资金来增加股东投入资金比例,从而放大

投资回报率。这意味着企业可以用低成本的借款资金来进行投资，以实现更高的回报。但债务水平的增加会使企业面临更大的偿债压力，如果经营不善或者遇到不利经济环境，就可能导致无法按时偿还债务。股票回购作为调节财务杠杆的工具之一，可以减少公司的股本总量，相对增加每股盈利和股东权益比例，从而提高每股收益和股东价值；同时也可以将未分配利润转化为股份，降低公司净资产的规模，进而改善负债结构和财务杠杆比率，减少公司对债务的依赖程度。本文采用财务杠杆系数（DFL）作为衡量公司财务杠杆程度的指标，通过对比股票回购前后卫宁健康财务杠杆系数变化，来判断卫宁健康的财务杠杆是否得到调节，并以此来确定本次回购中是否存在财务杠杆调节的动因。我们使用 DFL 代表财务杠杆系数，EBIT 为变动前的息税前利润，I 代表利息支出，P 代表利润总额，设公式为：

$$DFL = EBIT / (EBIT - I) = (P + I) / P$$

计算的详细数据如表 4.2 所示：

表 4.2 股票回购前后的财务杠杆

财务指标	2021-12-31	2022-03-31	2022-06-30	2022-12-31	2023-03-31
利润总额（亿元）	3.732	0.2324	0.2654	0.3854	-1.081
利息支出（亿元）	0.4668	0.1564	0.3155	0.5963	0.1566
息税前利润（亿元）	4.1988	0.3888	0.5809	0.9817	-0.9244
财务杠杆系数	1.13	1.67	2.19	2.55	0.86

数据来源：2021-2023 年西南证券数据库

根据表 4.2，卫宁健康在进行股票回购前的财务杠杆系数为 1.13，直至 2022 年末该指标上升到 2.55，税前利润显著增加，但到 2023 年一季度末股票回购结束后，税前利润为-0.9244 亿元，财务杠杆系数为 0.86，下降明显，相比回购前，财务杠杆系数下降 23.89%，说明本次实施股票回购不存在调节财务杠杆的动因。

4.4 调整资本结构

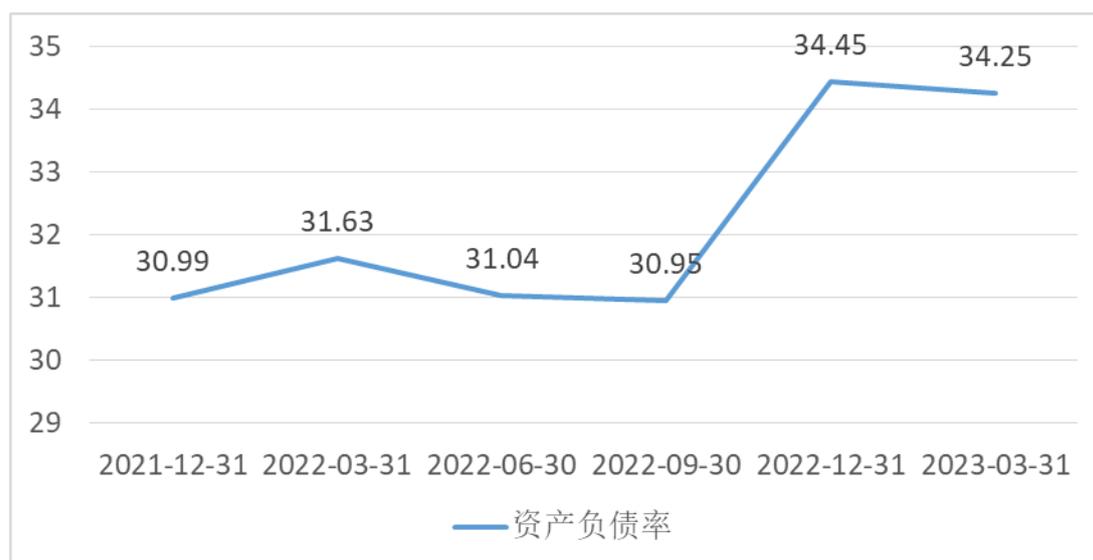


图 4.2 卫宁健康资产负债率

如图 4.2 所示，公司资本结构不仅仅能够使得公司保持健康稳定地发展，还有利于财务杠杆在市场中充分地发挥作用。本文统计了从 2021 年第四季度至 2023 年第一季度卫宁健康的资产负债率。

根据财务杠杆理论和财务灵活性理论，回购股票能够帮助公司维持或改善资本结构，使其更符合公司战略目标。例如，当公司认为其股权膨胀过度、或者债务负担过轻时，可以通过股票回购来增加财务杠杆，从而优化资本结构。企业使用自有资金进行股票回购时，公司的负债不发生变化，但是由于回购股票会导致公司总资产减少（现金资产减少），因此资产负债率会相应增加。众所周知，利用债务可以用来减少纳税额，从而增加公司的净利润，这就是税盾效应。同时根据 Modigliani-Miller 理论，较高的资产负债率可以带来税盾效应和资本成本优势，从而增加抵税效应并有可能提高企业价值。在企业成熟阶段，如果其负债水平较低且具备股票融资能力，可以利用股票回购来增加其企业杠杆比例，从而实现优化资本结构和提升企业价值的目标。一般医疗信息化企业的资产负债率保持在 40%-50% 的左右比较合适，卫宁健康在股票回购前后，其资产负债率均保持在 30.95% 到 34.45% 之间，处于较低水平。卫宁健康实施股票回购前，资产负债率为 30.99%，待回购结束后，其资产负债率为 34.25%，上升了 3.26%，虽然整体上涨趋势缓慢，提高了企业的资产负债比率，但企业资本结构受负债税盾效应增加而得到了进一步的优化，说明卫宁健康进行股票回购存在调整资本结构的动因。

4.5 调节现金流量

自由现金流是企业特定时间段内可供自由支配的净现金流入，用于满足投资、扩张、债务偿还或分配给股东等目的，代表了企业经营活动所产生的现金净额，减去固定资本支出和运营资本变化所需的资金。根据自由现金流理论，自由现金流是一个重要的财务指标，可以反映公司的盈利能力、资本运作效率和偿付能力，它能指示出一家公司有多少现金流量能够为投资者（包括权益和债权人）创造价值。比如，对于一些稳定并且已经成熟的公司来说，能够产生正的自由现金流通常被视为一个积极的信号，因为这说明这家公司有足够的现金去进行新的投资或者向投资者派发回报。自由现金流的正值表示公司在特定期间内有足够的现金流来满足各项业务需求，并且有多余的现金可用于分红、偿还债务、进行收购或投资等活动。反之，负值则表示公司可能需要额外的融资或资本注入以支持其业务运营或债务偿还。为了分析卫宁健康本次股票回购是否具有此动因，本文收集整理从 2021 年一季度至 2023 年第一季度卫宁健康的现金流情况，如表 4.3 所示：

表 4.3 卫宁健康现金流量表

时间	货币资金 (亿元)	经营活动产生的现 金流量净额(亿元)	投资活动产生的 现金流出(亿元)	投资活动产生的 现金流入(亿元)
2021.03	16.27	-1.984	0.8066	0.1756
2021.06	10.97	-1.036	0.5566	-0.09587
2021.09	10.45	0.5145	1.185	0.021
2021.12	16.01	6.187	1.124	0.1451
2022.03	13.48	-0.9868	1.168	0
2022.06	10.95	-1.107	0.4907	0
2022.09	9.517	-0.3047	0.9771	0
2022.12	12.82	3.403	1.043	0.1371
2023.03	10.86	-0.9203	0.7934	0.7930

数据来源：2021 年一季度-2023 年一季度西南证券数据库

2021 年第四季度卫宁健康经营活动产生的净现金流为 6.187 亿元，但 2022

年受新冠疫情影响，企业经营活动受到影响，前三季度经营活动产生的净现金流一度下降至-1.107 亿元，根据卫宁健康发布公告，主要用于支付给职工以及为职工支付的现金增加所致。虽然回购期间 2022 年前三季度经营活动产生的净现金流都是负值，但这些不影响公司具有充足现金流进行股票回购，可以看出这些数据是有规律的，由于国内公立医院及卫生管理单位需要严格执行标准的预算管理制度，导致其对外付款周期较长，年度资本开支多集中在下半年，而卫宁健康的客户多为国内的公立医院、医保局等单位，这意味着项目的验收和回款也多集中在下半年。2022 年第四季度卫宁健康的经营活动净现金流不仅实现了 1.0045 亿元的盈余，还弥补了前三个季度的负面经营性现金流。由于卫宁健康的经营收入由于上述原因也随之具有周期性的特点，所以 2022 年前三季度的经营收入并不能够代表卫宁健康正常的收入水平。

卫宁健康本次回购金额不超过 1.5 亿元，而回购前 2021 年 12 月公司持有的货币资金为 16.01 亿元，回购金额仅占货币资金的 9.37%，由此可见卫宁健康有充足的闲置资金来回购股票。2022 年，卫宁健康在各个季度的投资活动现金流净额都是负值，这表明公司在投资方面的正面效果相对较小，并未实现投资活动带来的收益。2022 年从一季度开始投资活动现金流出额整体呈下降趋势，从第一季度的 1.168 亿元到第四季度的 1.043 亿元，期间受疫情影响，三季度和四季度投资活动现金流出额分别为 0.4907 亿元和 0.9771 亿元，缺乏良好的投资机会，如果公司不进行股票回购的话，可能会增加其代理成本。由此可知，卫宁健康此次的股票回购存在提高减少代理成本并提高资金利用效率的动因。

4.6 管理层自利动机

在股票回购期间如果出现高管减持的现象，这可能会被视为高管利用股票回购来提高股价，从而获得更好的减持价格，这样的行为可能会被认为是高管追求个人利益而不顾公司长远发展。对于投资者和市场参与者而言，这可能会引起对公司管理层动机和治理问题的忧虑，可能对公司的声誉和投资者信任产生负面影响。但有时高管的减持可能基于合法的、计划好的安排，与股票回购并无直接关联，例如由于个人财务需求或已提前确定的减持计划。因此，在出现这种现象时，还需要综合考虑具体的背景和相关信息，以免单一因素的片面解读。

表 4.4 回购结束后第二个交易日卫宁健康十大股东持股情况

序号	股东名称	持股数量（股）	变动情况
1	周炜	176,474,241	未变动
2	香港中央结算有限公司	133,603,765	未变动
3	王英	106,529,129	未变动
4	上海云鑫创业投资有限公司	106,205,970	未变动
5	招商银行股份有限公司-睿远成长价值混合型证券投资基金	105,244,800	未变动
6	刘宁	103,612,949	未变动
7	周成	63,050,000	未变动
8	兴业银行股份有限公司-富国兴远优选 12 个月持有期混合型证券投资基金	59,495,843	未变动
9	中欧基金-农业银行-中欧中证金融资产管理计划	26,026,983	未变动
10	博时基金-农业银行-博时中证金融资产管理计划	26,026,983	未变动
合计		906,270.663	未变动

数据来源：卫宁健康 2023 年 3 月 16 日公告

由表 4.4 可以看出，在股票回购期间，公司的前十大股东、控股股东、实际控制人以及其一致行动人没有进行任何买卖公司股票的交易。根据卫宁健康所发公告，回购期间仅高级管理人员王利和孙嘉明通过大宗交易分别减持 72.39 万股和 19.50 万股，减持数量很少。这表明公司的管理层并没有在股票价格上升期间利用其所掌握的信息优势来大量减持自己持有的股票，并以较高的价格出售。

4.7 提升每股收益

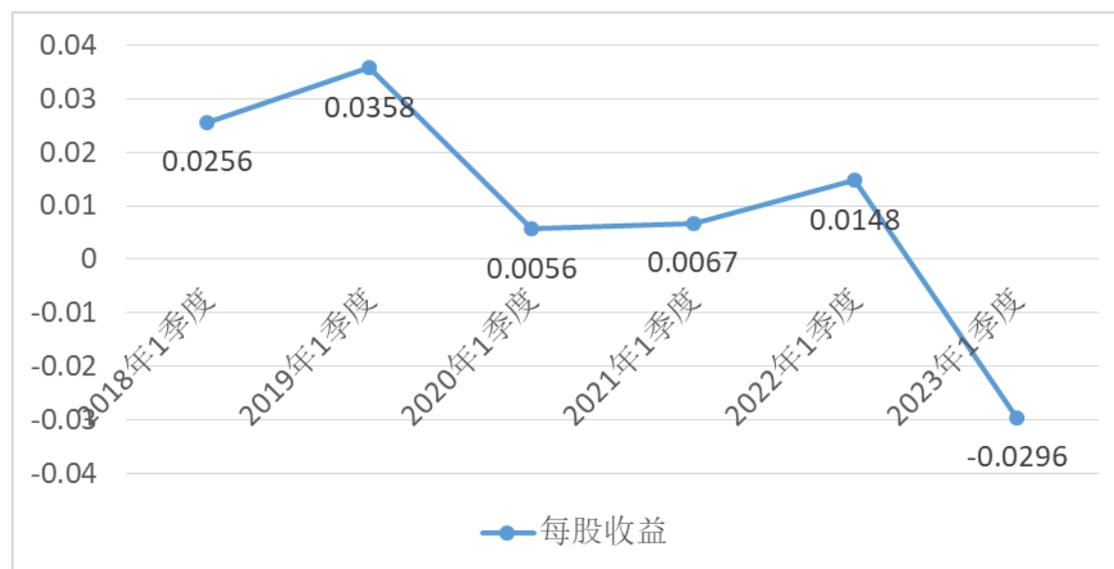


图 4.4 卫宁健康每股收益

鉴于卫宁健康尚未发布 2023 年的年度报告，我们选择使用 2018 年至 2023 年第一季度的财务报表中的每股收益数据进行计算。从图 4.4 可以看出，在 2018 年至 2019 年期间，卫宁健康的每股收益稳步增长。然而，自 2020 年起受到疫情的影响，其每股收益大幅下降，回购后的每股收益也显著减少并陷入负值，这反映了公司在 2022 年盈利水平较差。在 2023 年第一季度，卫宁健康完成回购后的总股本为 2,147,729,800 股，而回购数量仅占总股本的 0.66%（共回购了 14,256,400 股）。因此，可以得出结论，此次股票回购对卫宁健康每股收益的影响微乎其微，并且说明公司回购股份并没有增加每股收益的动机。因此，卫宁健康股票回购并没有为管理者实现高位套现的动机服务。

4.8 本章小结

本章从多个方面对卫宁健康公司进行股票回购的动因进行详细分析。首先，将回购公告中所描述的回购目的与卫宁健康 2022 年 12 月所发布的股权激励公告进行对比分析，发现本次回购确实存在股权激励方面的动机。其次，通过分析回购前 12 个月的股价变化及静态市盈率，得出股价调节不在本次回购的动机中。接下来，通过分析报告期内财务杠杆系数的变化，发现本次回购不存在财务杠杆调节的动因。最后，根据税盾效应和 2021 年一季度至 2023 年一季度的企业现金

流量变化，发现存在股票回购的动机。这样的研究不仅能帮助我们洞察卫宁健康公司的决策背景，还能为其他公司在制定类似策略时提供有价值的经验借鉴和参考，探究其实施股票回购的真正意图。

5 卫宁健康股票回购的效应

本章主要从市场和财务两方面对卫宁健康实施股票回购所产生的效应进行分析。在市场效应方面，主要是通过构建一元线性回归模型，通过计算超额收益率来对本次回购的市场效应进行分析；在财务效应方面，则是从营运能力、偿债能力、成长能力和盈利能力等四个角度展开分析。通过这两方面的分析整理，可以看出卫宁健康股票回购的实施会对其市场和财务形成了哪些影响。

5.1 卫宁健康股票回购的市场效应

5.1.1 回购对股价的影响

2022 年受疫情影响，深证成指、上证指数等各大指数大幅下跌，卫宁健康的股价也遭遇严重下滑。3 月 14 日，卫宁健康在第五届董事会第十五次会议上公布并通过股票回购实施的方案，向外界表达了公司对未来发展的信心，也向投资者传达积极的信号。实施股票回购，会减少公开市场上的股票供应量，从而提高了每股收益（EPS），促使股价上升。一般来说，当投资者对企业的股票回购行为持积极态度时，会吸引更多的买方进入市场，增加股票的需求，并为股票提供一定程度的价格支撑，从而推动股价上涨。否则，会引发投资者的疑虑和不确定性，致使市场卖方增多，导致大量抛售情况的出现，从而对股价造成下行压力。由于卫宁健康属于深交所创业板 A 股，所以选择将深证成指的收盘价作为标准，将其与卫宁健康的收盘价进行对比，来分析其股票价格在回购期间的变动情况，最终总结出股票回购对股价所产生短期及长期的市场效应。

（1）回购期间的股价变化

卫宁健康公司计划在公司董事会审议通过股份回购方案后的 12 个月内实施回购股份，具体时间为 2022 年 3 月 14 日到 2023 年 3 月 14 日。本文选择股票回购实施期间的股价变动作为短期市场效应分析的区间，通过对比卫宁健康和深证成指的收盘价，来验证本次回购对股价产生哪种短期市场效应。为了能完整直观反映回购期间股价的变化情况，本文研究数据选择从股票回购实施开始的前三个交易日到回购完成日股票收盘价及深证成指的收盘指数（2022 年 3 月 8 日-2023

年 3 月 14 日)，如图 5.1 所示，整个股票回购期间的收盘价变动趋势图。

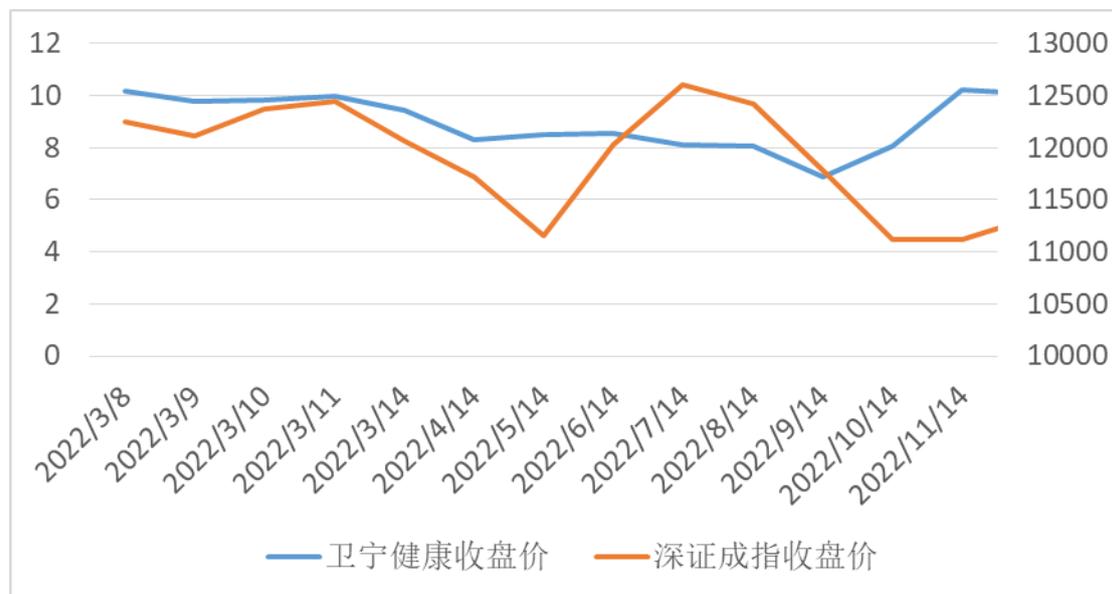


图 5.1 卫宁健康回购期间股价与深证成指的变动趋势

从图 5.1 所展示的股价走势可以看出，卫宁健康的股价在回购公告发布前两出现了小幅上涨，但在公告发布过后其股价又呈现出下跌趋势，尤其是公告后的第一个交易日，下跌幅度达 1.2%，同时当日上证指数下跌 1.06%，这说明可能存在消息泄露的情况，而且投资者对本次回购持消极态度。通过查看卫宁健康的股票回购进展公告，发现从 2022 年 6 月到 2023 年 3 月再未开展相应的股票回购工作，而且在 2022 年 6 月到 2022 年 9 月四个月期间，个股的收盘价一直位于大盘股价之下，尤其是 9 月 14 日股价更是下跌至 6.86 元，这种情况可能是因为外部投资者对本次回购产生了悲观的消极反应，再加上疫情封控的影响，导致股价逐步下跌。但随着疫情封控的逐步解除，市场情绪逐渐恢复，尤其在 2022 年 9 月 30 日卫宁健康发布《2022 年股票期权激励计划（草案）》公告发布之后，股价开始逐步上升，但深证成指的股价持续走低。到 2023 年 3 月 14 日回购结束，卫宁健康的收盘价均高于同期大盘指数的上涨幅度。总体而言，股票回购期间卫宁健康股价前期中期表现一般，后期受市场及利好公告影响，股价表现良好，所以其股价在 2022 年 10 月到 2023 年 3 月出现上涨主要是受市场和其他利好因素的影响，本次回购对公司股价的提高作用并不显著。

（2）回购结束后的股价变化

卫宁健康公司于 2023 年 3 月 16 日发布公告,宣布完成了股票回购实施计划,并达到了既定的回购目标,所以本文选择回购结束后四个月内股价的变动情况,作为效应分析的依据,并通过对比同期深证成指的变化来确定股票回购对卫宁健康所产生的长期市场效应。图 5.2 为卫宁健康 2023 年 4 月 1 日到 2023 年 7 月 31 日的股价与大盘的股价走势图。

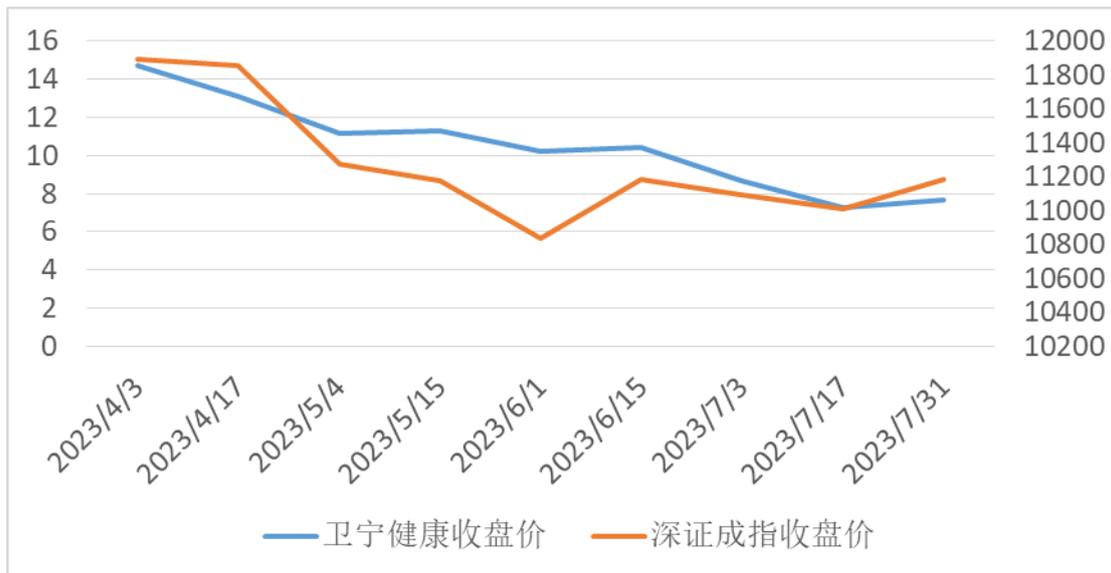


图 5.2 卫宁健康回购结束后股价与深证成指的变动趋势

卫宁健康的股价在回购结束后四个月内,一直处于持续走低状态,2023 年 7 月 17 日更是跌至最低的 7.25 元/股。虽然在 5 月 4 日至 7 月 17 日期间收盘价增长幅度高于大盘,但涨势并未持续太长时间,随后逐渐被大盘超越。通过对比股价在股票回购前后的变化可以看出,实施股票回购后的股价下降趋势反而明显,所以公司不应完全依赖股票回购来维持公司的长期价值,若打算增强投资者信心,让股价得到进一步提升,那么应该对公司的经营管理进行改善,同时提升公司业绩,只有通过这样的方法,才能从根本上解决股价下跌的问题。

5.1.2 回购对超额收益率的影响

股票回购的效果是即时可见的。通过回购股票,公司可以迅速减少股份总数,并使回购后的每股收益增加。这些变化在公司公布回购活动后的短期内就会反映在股价和每股盈利等指标上。事件研究法是一种经济学和金融领域常用的研究方法,用于评估某个事件对特定资产或证券价格的影响。该方法通过分析事件前后的数据来确定事件对市场的冲击效果,并进一步判断这种影响是否具有因果关

系。主要用于评估某个特定事件对经济、金融或其他领域中相关变量的影响。这种方法通过分析相关事件前后的数据变化，来判断事件对特定变量的因果关系。

学者们通常采用事件研究法来分析股票回购的市场效应，首先根据公司股票回购预案公告发布的时间确定合适的事件窗口期和评估期，通过构建市场模型计算出窗口期的超额收益率和累计超额收益率，以此结果来判断股票回购对市场所产生的效应。如果超额收益率为正，则表示资产的回报高于预期或参考基准，显示了相对强劲的表现，表明资产在股票回购的影响下有利可图，且具备增长潜力；否则，这说明资产的回报低于预期或参考基准，企业资产在股票回购实施后受到不利因素的负面冲击，遭遇市场消极反应。本文对卫宁健康实施股票回购所产生的市场效应采用事件研究法进行分析，分析步骤具体如下：

(1) 确定事件日

是指选择一个具体的日期或时间点作为研究事件的起始点。卫宁健康在 2022 年 3 月 14 日发布了股票回购公告，本文选择回购公告发布的那一天作为事件日，即 $T = 0$ 。

(2) 确定窗口期

本文选择股票回购公告发布的前 10 个交易日和后 10 个交易日作为短期市场效应分析的窗口期，即从 2022 年 2 月 28 日到 2022 年 3 月 28 日，共计 21 天。

(3) 确定评估期

即股价不受股票回购公告影响的交易日。本文以窗口期之前的 100 个交易日作为评估期，即从 2021 年 9 月 24 日到 2022 年 2 月 25 日。

(4) 计算实际收益率和市场收益率

$$\text{实际收益率: } R_t = (P_t - P_{t-1}) / P_{t-1}$$

其中， R_t 是个股在交易日第 t 天的收益率， P_t 是在交易日第 t 天的收盘价， P_{t-1} 是在交易日第 $t-1$ 天的收盘价。

$$\text{市场收益率: } R_{mt} = (P_{mt} - P_{mt-1}) / P_{mt-1}$$

其中， R_{mt} 是交易日第 t 天市场指数 m 的实际收益率， P_{mt} 是交易日第 t 天的收盘指数， P_{mt-1} 为交易日第 $t-1$ 天的收盘指数，由于卫宁健康在深交所上市，本文选择深证成指。

(5) 计算正常收益率

本文通过市场模型来计算卫宁健康的正常收益率，构建如下一元线性方程：

$$R_{nt} = \alpha + \beta * R_{mt} + \varepsilon$$

其中， R_{nt} 为个股在交易日第 t 天的期望收益率， R_{mt} 是第 t 日的市场收益率， α 是股票特质所带来的收益， β 是股票对市场收益率的敏感程度。

本文通过计算卫宁健康估计期内的市场收益率 R_{mt} 和实际收益率 R_t ，得出一元线性的市场模型，并以此得到市场收益率和实际收益率线性关系，如图 5.3 所示：

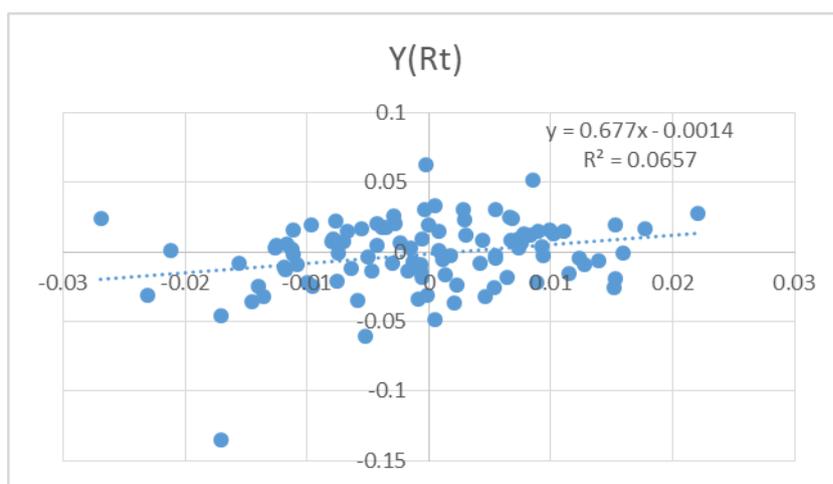


图 5.3 卫宁健康市场收益率和个股收益率回归分析

通过整理窗口期内卫宁健康的收盘价，结合 excel 得到卫宁健康的回归方程为：

$$y = 0.677x - 0.0014$$

(6) 计算超额收益率和累计超额收益率

$$AR_t = R_t - R_{nt}$$

其中， AR 是卫宁健康当日的超额收益率， R_t 是卫宁健康股票当日实际日收益率， R_{nt} 是卫宁健康当日期望收益率。

$$CAR_t = \sum AR_t, t=1,2,3,\dots$$

其中， CAR_t 是累计超额收益率。

表 5.1 卫宁健康回购窗期的 AR 和 CAR

T	交易日	实际收益率 (R_t)	市场收益率 (R_{mt})	预期收益率 (R_{nt})	超额收益率 (AR)	累计超额收 益率 (CAR)
-10	2022/02/28	0%	0.32%	0.0008	-0.08%	-0.08%
-9	2022/03/01	-0.79%	0.24%	0.0002	-0.81%	-0.89%
-8	2022/03/02	-0.79%	-1.05%	-0.0085	0.06%	-0.83%
-7	2022/03/03	-1.25%	-1.09%	-0.0088	-0.37%	-1.20%
-6	2022/03/04	-0.54%	-1.37%	-0.0107	0.53%	-0.67%
-5	2022/03/07	-4.89%	-3.43%	-0.0246	-2.43%	-3.10%
-4	2022/03/08	-3.14%	-2.62%	-0.0191	-1.23%	-4.33%
-3	2022/03/09	-4.03%	-1.12%	-0.009	-3.13%	-7.46%
-2	2022/03/10	0.82%	2.18%	0.0134	-0.52%	-7.98%
-1	2022/03/11	1.32%	0.62%	0.0028	1.04%	-6.94%
0	2022/03/14	-5.42%	-3.08%	-0.0223	-3.19%	-10.13%
1	2022/03/15	-4.14%	-4.36%	-0.0309	-1.05%	-11.18%
2	2022/03/16	3.32%	4.02%	0.0258	0.74%	-10.44%
3	2022/03/17	2.46%	2.41	0.0149	0.97%	-9.47%
4	2022/03/18	2.19%	0.31%	0.0007	2.12%	-7.35%
5	2022/03/21	1.84%	0.41%	0.0014	-1.98%	-9.33%
6	2022/03/22	-1.04%	0.49%	-0.0047	-0.57%	-9.90%
7	2022/03/23	1.89%	0.73%	0.0035	1.54%	-8.36%
8	2022/03/24	-2.07%	-0.83%	-0.007	-1.37%	-9.73%
9	2022/03/25	-0.95%	-1.89%	-0.0142	0.47%	-9.26%
10	2022/03/28	-0.96%	-1.02%	-0.0083	-0.13%	-9.39%

数据来源：2022 年西南证券数据库

为了更加清晰的看出相关指标在窗口期内的变动情况，由表 5.1 数据可得窗口期的变化趋势图，如图 5.4 所示：

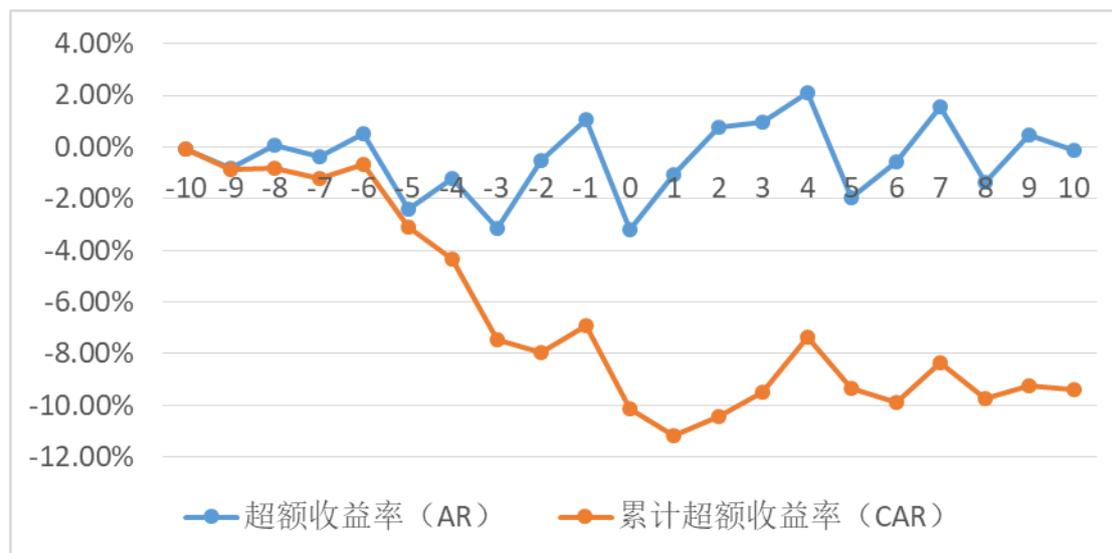


图 5.4 卫宁健康股票回购窗口期超额收益率和累计超额收益率变化趋势图

图 5.4 为卫宁健康股票回购窗口期超额收益率和累计超额收益率变化趋势。从其表现可以看出，企业在回购公告发布前的 10 个交易日内超额收益率大多为负，只有 3 月 4 日和 3 月 11 日超过了市场水平，企业在市场上的表现并不出色。回购前三日超额收益率由 3 月 9 日的-3.13%迅速提升至 1.04%，达到窗口期前 10 日内的最大值。由于回购公告是 3 月 14 日才发布的，该情况说明本次回购的信息可能存在泄露的可能，从而导致企业内部人员提前购买卫宁健康的股票，导致股票价格在回购公告发布前出现了明显的上涨，从而使得超额收益率异常上涨。紧接着在公告发布当日超额收益率迅速回落下降为-3.19%，为整个窗口期的最小值，说明之前提前购买卫宁健康股票的人员开始利用股票回购的利好消息出货，从而赚取利润，导致股价表现不佳。随后四个交易日内上升至 2.12%，说明投资者对卫宁健康股票反应积极，市场对公告也做出了积极反应。最后在窗口期其余交易日内超额收益率约在±4%小范围进行波动。

从图 5.4 也可以看出超额收益率在股票回购公告发布前后的窗口期内大部分小于零，从-0.08%降至-11.18%，说明企业的收益率低于市场表现。

综上所述，本文认为虽然市场方面在卫宁健康实施股票回购前后做出了积极响应，但并不持续，特别是存在信息提早泄露的情况，使得股价在公告发布前三日内快速上涨，但在公告发布当日及后几日呈下跌状态。总的来说，企业向社会公布要进行股票回购的消息是，将会传达一种积极的信号，使得股价会在短时间内有一定程度的上涨，但由于存在消息泄露的情况，会使得股价对回购消息进行

提前反映,说明我国股票回购制度还需进一步完善,对于上市企业的股票回购行为需要相关部门进行进一步的监管。截止股票回购公告发布后的第 10 天,其累计超额收益率仍然是负数,说明卫宁健康本次股票回购提升股价的动因并未实现。

5.2 卫宁健康股票回购的财务效应

本文从营运能力、偿债能力、成长能力和盈利能力等方面对卫宁健康股票回购给公司财务状况带来的影响进行分析,看回购是否会影响公司的正常生产经营。

5.2.1 营运能力分析

股票回购中的营运能力是指公司在进行股票回购时展现出的经营实力和财务稳定性。一家公司能够成功进行股票回购通常意味着其拥有充裕的自由现金流,可以支持回购计划并维持正常的业务运营。营运能力还包括公司的利润能力,通过回购股票可以提高每股盈利、稳定和增强公司利润水平。此外,公司的资产负债状况也对营运能力起到重要作用。如果公司有足够的净资产和强大的财务结构,它就能够承担回购股票所需的资金而不影响日常经营。因此,在股票回购中的营运能力关键在于公司有无足够的自由现金流、盈利能力和财务健康状态,以保证回购行为的顺利执行,并向市场传递积极的财务信号。

为了分析股票回购后企业的营运能力变化,本节选择应收帐款周转率、存货周转率、流动资产周转率和总资产周转率等四项指标,用于对卫宁健康 2021 年至 2022 年的运营状况展开横向的分析对比。

首先是应收帐款周转率,这是一个重要的财务指标,是衡量公司对于销售所形成的应收账款的回收速度的指标,可帮助评估企业的收款能力、风险管理和资金运作情况,从而提供更全面的经营状况评估。它反映了企业经营效率和资金运作的情况。较高的应收账款周转率表示公司能够迅速收回销售账款并将其转化为现金,体现了较好的流动性和资金利用效率。较低的周转率可能意味着销售收回速度较慢,存在坏账风险或公司的信用销售政策过于宽松,导致资金滞留在应收账款中。

其次所选指标是存货周转率，它是一个衡量企业存货管理效率的财务指标，用于评估企业将存货转化为销售的速度和频率。存货周转率高表示企业能够快速有效地卖出存货，避免存货积压，降低滞销和过期损失的风险，并释放资金用于其他经营活动。较低的存货周转率可能暗示着存货销售不畅，供应链管理存在问题，或企业的采购和库存控制不够紧密。综合来看，较高的存货周转率通常被视为良好的经营表现。

再次选择的指标是流动资产周转率，它用于衡量企业流动性资产的利用效率和运作速度，反映了企业将流动资产转化为销售收入的能力。较高的流动资产周转率表示企业能够高效地运用流动资金，迅速转换为现金流入，并实现销售增长。而较低的周转率可能意味着企业无法充分利用其流动资产，导致资金滞留在库存或应收账款中。

最后所选指标是总资产周转率，它反映了企业在销售收入和总资产之间的关系。较高的总资产周转率表示企业能够高效地利用其总资产，实现更多的销售收入，增加资金回报。而较低的周转率可能意味着企业无法有效利用其资产，导致降低盈利能力和资本效率，这个指标可以帮助评估企业整体资产利用的效率和经营方式的健康程度。按报告期整理卫宁健康的营运指标及趋势分别如表 5.1 和图 5.3 所示：

表 5.1 卫宁健康运营能力指标

报告期	应收账款周转率 (次)	存货周转率 (次)	流动资产周转 率(次)	总资产周转率 (次)
2021-12-31	4.26	11.29	0.74	0.41
2022-03-31	0.64	1.79	0.11	0.06
2022-06-30	1.55	4.13	0.27	0.15
2022-09-30	2.48	7.42	0.46	0.25
2022-12-31	3.78	15.11	0.73	0.40

表 5.1 (续表) 卫宁健康运营能力指标

报告期	应收账款周转率 (次)	存货周转率 (次)	流动资产周转 率(次)	总资产周转率 (次)
2023-03-31	0.48	2.98	0.11	0.06
2023-06-30	1.36	6.79	0.28	0.15

数据来源：2021 年-2023 年西南证券数据库

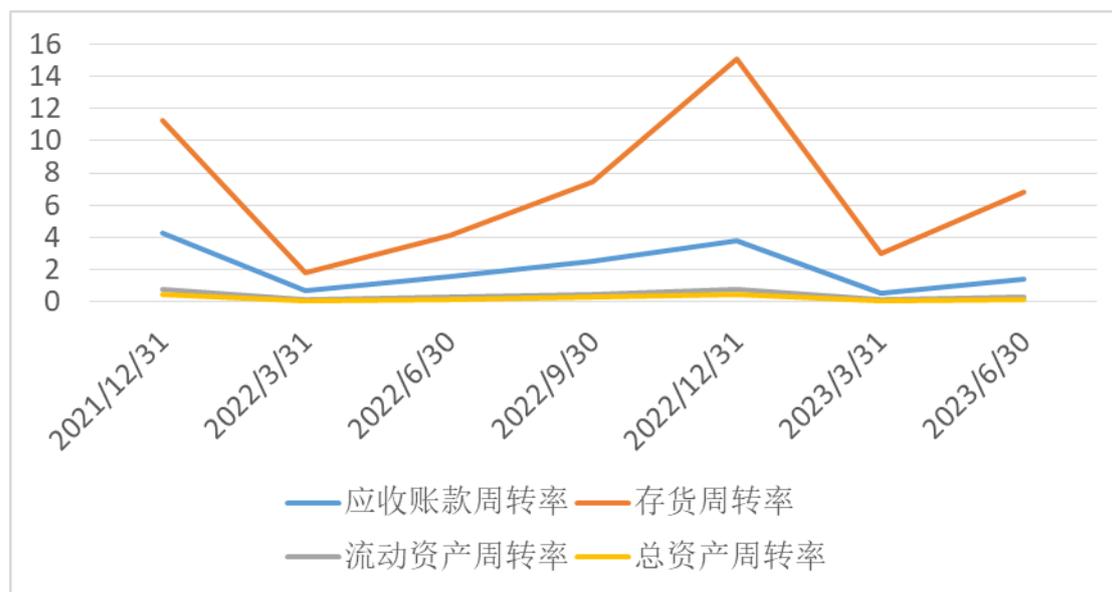


图 5.3 卫宁健康营运能力指标趋势图

从 5.1 和图 5.3 可以看出，卫宁健康的营运能力指标在 2021 年-2023 年整体呈上涨趋势。存货周转率从 2022 年 3 月的 1.79（次）增长至 2022 年 12 月的 15.11（次），呈大幅上涨趋势，可知在期间企业的销售能力提升明显。应收账款周转率在 2022 年 3 月至 2022 年 12 月也呈上涨趋势。相较之下，期间流动资产周转率和总资产周转率上涨幅度不明显，整体呈平稳趋势。在 2023 年回购结束前的一个季度，营运能力指标呈 V 字形变化。

通过对卫宁健康实施股票回购后的表现深入分析，我们可以知道 2022 年公司营运指标切实实现了增长，这种提升可能源于企业内部资源得以有效利用并赋能整个企业运作，但也有可能是公司的回购行为让投资者产生信任，愿意采购自卫宁健康的产品，从而带动了销售的显著增长。无论哪种原因，都印证了股票回购具备提升公司运营效能的推动力。

5.2.2 偿债能力分析

偿债能力是指公司在面对债务到期时，有足够的资金和能力按时偿还债务。评估企业的偿债能力通常涉及分析财务指标如债务比率、流动比率、利息保障倍数等。一个具有良好偿债能力的企业通常拥有低债务比率、高流动比率，并能够产生稳定的现金流入以支付债务本息。此外，公司的盈利能力和财务状况也对偿债能力产生影响。强大的偿债能力对于吸引投资者、维持信用评级、降低财务风险，并建立可靠的商业关系至关重要。

本文将从短期偿债能力和长期偿债能力两个方面选取财务指标对卫宁健康 2021 年 12 月至 2023 年 6 月的偿债能力进行详细分析，具体数据见表 5.2。

表 5.2 卫宁健康偿债能力指标

报告期	流动比率	速动比率	产权比率	资产负债率
2021-12-31	3.28	3.11	0.46	30.99
2022-03-31	3.24	3.05	0.47	31.63
2022-06-30	3.24	3.02	0.46	31.04
2022-09-30	3.22	3.01	0.45	30.95
2022-12-31	3.72	2.59	0.53	34.46
2023-03-31	2.78	2.63	0.52	34.25
2023-06-30	2.89	2.72	0.49	32.89

数据来源：2021 年-2023 年西南证券数据库

（1）短期偿债能力分析

短期偿债能力是指企业在一年内或一个营业周期内，有足够的资金和资产来偿还其短期债务的能力。本节通过对流动比率和速动比率两个财务指标的分析，来评估企业的短期偿债能力。如果一个公司的短期偿债能力强大，那通常意味着它具有较高的流动比率和速动比率，流动比率是流动资产与流动负债的比率，用于评估企业在短期债务到期时偿还能力，通常情况下，流动比率大于 1 被认为是良好的，意味着企业有足够的流动资产来偿还其流动负债。而当流动比率大于 3 时，就表明企业具备更强的短期偿债能力。速动比率是通过将企业的流动资产减去存货后的净流动资产与流动负债进行比较计算得出，用于评估企业在短期债务

到期时能够偿还能力的程度。一般而言，速动比率大于 1 被视为良好的水平，表示企业有足够的快速可变现的资产来偿还短期债务。强大的短期偿债能力可以帮助企业应对流动性压力、提升信誉和稳定财务状况，从而保持业务连续性和吸引投资者信任。

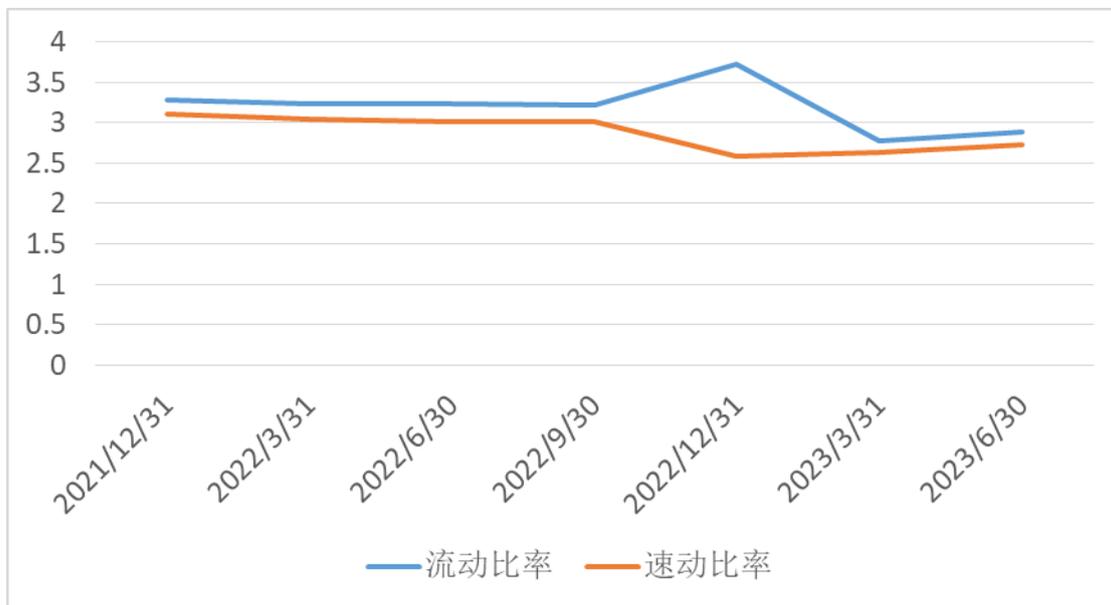


图 5.4 卫宁健康短期偿债能力指标变动趋势图

根据表 5.2 和图 5.4 可以看出，从 2021 年 12 月到 2023 年 6 月期间卫宁健康的流动比率和速动比率分别维持在 2.78 和 2.59 以上，但整体呈下降趋势，回购前流动比率为 3.24，速动比率为 3.05，实施股票回购后，其流动比率降为 2.78，速动比率降为 2.63，这说明虽然企业仍具有较强偿还短期负债的能力，但股票回购将会占用企业的自由资金，导致企业短期债务偿还能力下降，增加企业的支付风险。

(2) 长期偿债能力分析

本文选择资产负债率和权益比例两项财务指标，来研究股票回购对卫宁健康长期偿债能力的影响。资产负债率表示了公司总负债在总资产中所占的比例，这个比例反映了公司的债务占其全部资源的程度，数值越高意味着公司使用债务融资的程度越高；权益比例反映了企业所有者权益（即股东资本）占企业总资产的百分比，如该比例较高，则表示公司主要依赖所有者的资本来融资，说明公司具有较强的自我融资能力，面临的财务风险可能较低。否则说明公司更倾向于债务融资，意味着透明度和偿债压力可能会提高，企业所面临的风险会增加。因此，

管理层需要对这两类指标尤其需要关注，警惕可能出现的财务风险。

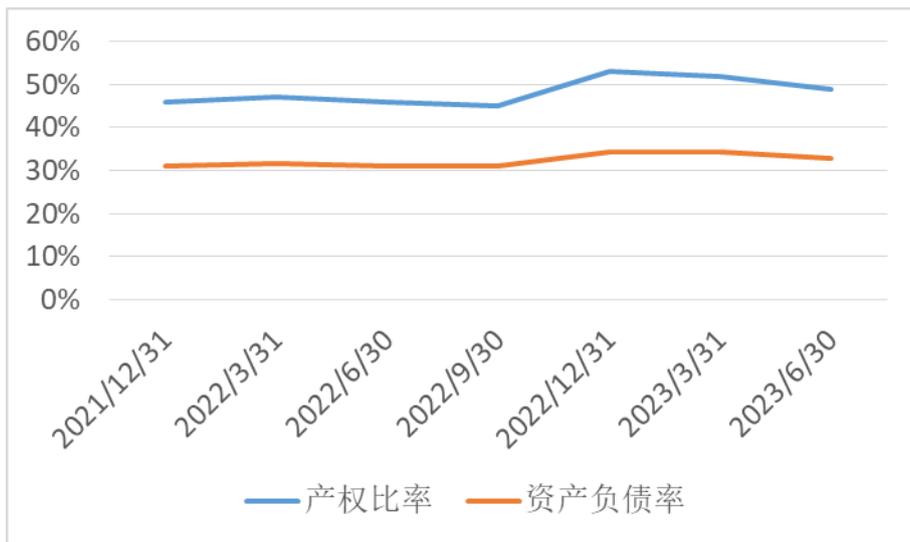


图 5.5 卫宁健康长期偿债能力指标变动趋势图

从图 5.5 可以看出，回购前卫宁健康的资产负债率为 30.99%，股票回购结束后，资产负债率增长为 34.25%，卫宁健康实施股票回购期间资产负债率有所上升，虽然进一步优化了企业的资本结构，但对债权人利益的保障减弱了，企业长期偿债风险也同时增加；股票回购后产权比率也有所上涨，说明企业也具备一定的长期债务清偿能力。对比股票回购前后的数据，发现卫宁健康的产权比率和资产负债率均得到一定程度提高，本次回购实现了对企业资本结构的优化，为企业维持了安全的经营环境。

5.2.3 成长能力分析

成长能力是指企业在经营过程中持续增加市场份额、营收和利润的能力。一个具有良好成长能力的上市企业通常表现出以下特征：稳定且高速的营收增长，持续增长的盈利能力，健康的现金流状况，积极的投资和扩张策略，不断增加的市场份额以及对行业前景的积极看好。本节对成长能力的分析，主要从净资产增长率、总资产增长率、营业收入和净利润增长率四个方面展开。具体数据如表 5.3 所示：

表 5.3 2021-2023 年卫宁健康成长能力指标

报告期	净资产增长率 (%)	总资产增长率 (%)	营业收入增长率 (%)	净利润增长率 (%)
2021-12-31	12.78	23.76	21.34	-22.99
2022-03-31	-0.65	-0.49	29.25	121.73
2022-06-30	-1.88	-1.87	6.98	-40.09
2022-09-30	-0.11	-0.39	6.13	-46.08
2022-12-31	0.19	4.34	12.46	-71.33
2023-03-31	0.19	-1.00	0.82	-300.02
2023-06-30	2.62	-0.24	8.75	-75.20

数据来源：2021 年-2023 西南证券数据库

通过表 5.3 可以看出，卫宁健康净利润增长率从 2022 年 3 月股票回购开始至 2023 年 3 月回购结束呈下降趋势；营业收入除 2022 年第四季度有所增长外，整体也呈快速下降趋势，说明企业发展能力存在不足，未来的成长能力减弱。总资产增长率可以反映企业资产规模的增长幅度，代表了企业资金实力，在表 5.3 中，总资产增长率和净资产增长率数值变化不显著，总体上趋于稳定。

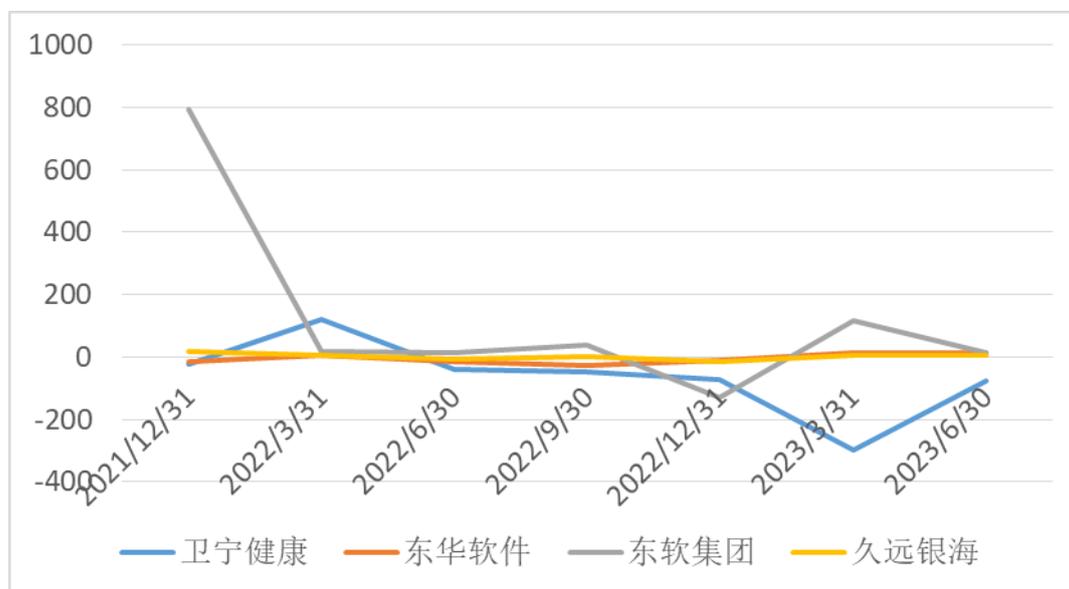


图 5.6 卫宁健康及同行业净利润增长率走势图

由图 5.6 可知，相比较其他医疗信息化企业，卫宁健康的成长能力相对较弱，净利润同比增长率较低。2022 年 3 月 15 日卫宁健康股票回购实施后，企业净利

润同比增长率从 2022 年一季度的 121.73% 降至 2023 年一季度的 -300.02%。同期同行业企业净利润增长率变化相对平稳,呈稳步上升趋势,与卫宁健康变动趋势相反,相比同行业差距较大。说明卫宁健康的发展能力还有改进的空间,股票回购后企业发展能力有所下降,但是回购结束后也逐步回升,且持续时间相对较短。未来卫宁健康的成长能力是否提升取决于公司下一步的经营策略及医疗信息行业的未来具体走势。

5.2.4 盈利能力分析

盈利能力是指企业在一定期间内创造利润的能力,体现了公司的经济效率、市场竞争力,以及为股东创造收益的能力。较高盈利能力说明公司在经营管理、成本控制等方面做得很好,具有健康的财务状况和稳定的生存发展基础。同时,强大的盈利能力通常可以吸引更多投资,为股东带来较高的回报。因此,关于股票回购对企业盈利能力的影响,本文则通过分析财务指标中的净资产收益率(ROE)来完成。企业利润与股东权益之间的关系也可以用净资产收益率来衡量,它通过将净利润与平均股东权益进行比较,反映了企业对股东投资获得的回报率。ROE 的数值越高,意味着企业对股东的投资产生了更好的回报。较高的 ROE 说明企业具有较强的盈利能力和资源利用效率,能够有效地将资产转化为净利润。

表 5.4 卫宁健康盈利能力指标

报告期	净资产收益率 (%)	每股收益	销售净利率 (%)
2021-12-31	2.37	0.0547	11.49
2022-03-31	0.62	0.0148	3.10
2022-06-30	0.70	0.0164	3.06
2022-09-30	1.45	0.0340	6.03
2022-12-31	-0.62	-0.0145	-5.40
2023-03-31	-1.24	-0.0296	-20.08
2023-06-30	1.55	0.0373	9.91

数据来源:2021 年-2023 年西南证券数据库

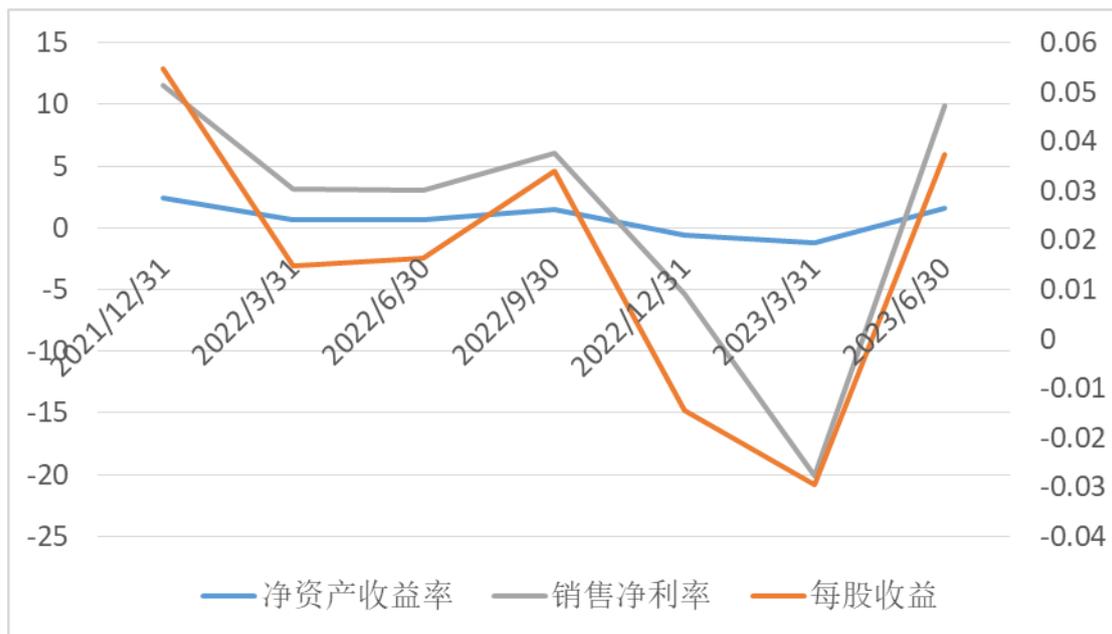


图 5.7 卫宁健康盈利指标趋势图

从表 5.4 和图 5.7 可以看出，卫宁健康回购前净资产收益率为 0.62%，随后在第二季度和第三季度显著增长，到第四季度开始回落，直到回购结束的最后一个季度下降为-1.24%，低于回购前的水平。每股收益和销售净利率在第一季度和第三季度均显著上升，第四季度开始下降，直到回购结束的最后一个季度下降至最低。说明股票回购对卫宁健康的盈利能力短期内有明显的积极作用，但长期缺少作用。

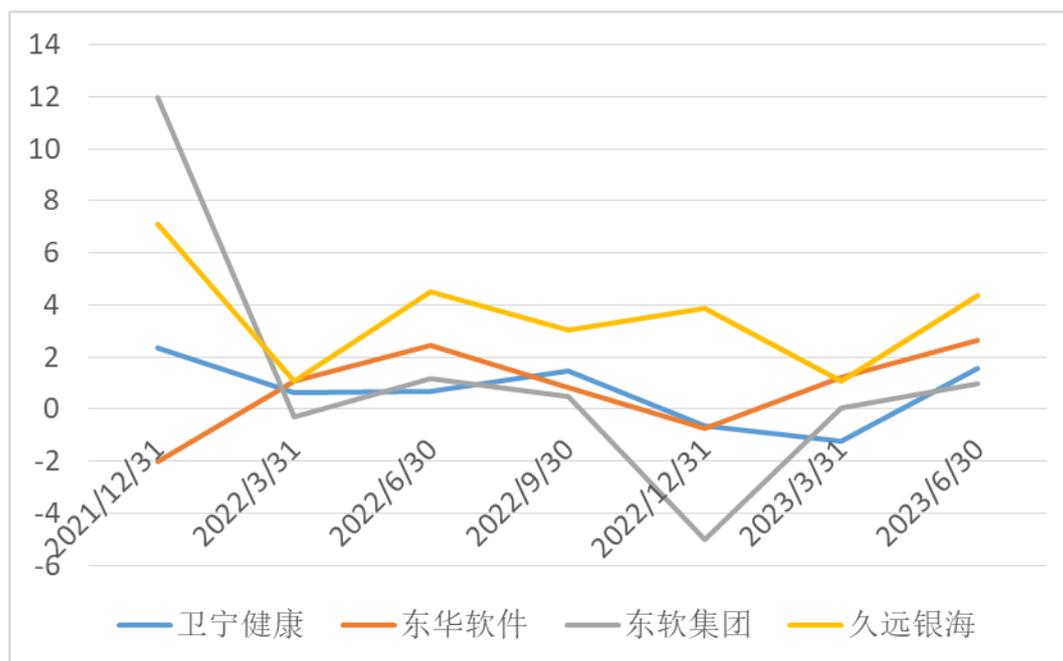


图 5.8 卫宁健康及同行业净资产收益率走势图

如图 5.8 所示,卫宁健康的净资产收益率相较于其他医疗信息化企业处于较低水平,但变动趋势与行业仍能整体保持一致。2022 年受新冠疫情所带来的宏观经济下行的影响,卫宁健康与同行业净资产收益率整体呈下降趋势。2022 年股票回购开始实施后,卫宁健康净资产收益率在 2022 年第二季度和第三季度小幅上扬,但随后迅速回落,这说明当企业经营表现不佳时,实施股票回购对于提升公司的盈利能力可能只能发挥有限的作用。总的来说,卫宁健康的盈利能力主要受宏观经济条件和自身经营状况的直接影响,股票回购对其盈利能力影响较小。

5.2.5 每股收益分析

为了分析卫宁健康实施股票回购后公司价值的变化,本文选择市净率和市盈率这两个指标来评价公司价值。市净率是公司当前市值与其每股净资产之间的比率,市净率较低一般意味着较低的估值,可能表明投资机会较为吸引人,市净率较高则可能表示市场对公司的潜在增长有较高的期望。市盈率是指公司当前股价与每股收益之间的比率,它反映了投资者愿意支付多少倍的盈利来购买公司的股票。一般来说,市盈率越高,表示市场认为该公司具有更高的增长潜力和回报率。本文整理出卫宁健康回购结束后最近一期财务报表(2023 年 3 月 31 日)中的市净率和市盈率,并与行业内其它几家医疗信息化公司作对比分析,行业平均值则取其它几家具有代表性的医疗信息化公司的算数平均值,结果如表 5.5 所示:

表 5.5 卫宁健康市销率、市净率和市盈率与行业对比

上市企业	收盘价(元)	上年度每股收益 (元)	上年度每股净资产 (元)	市净率	市盈率
东软集团	12.09	-0.29	7.5511	1.60	-41.69
东华软件	8.30	0.1251	3.4777	2.39	66.35
创业慧康	10.98	0.03	2.9648	3.70	366
思创医惠	5.68	-1.06	1.2710	4.47	-5.36
久远银海	28.32	0.45	3.7796	7.49	62.93
嘉和美康	49.11	0.49	13.1334	3.74	100.22

表 5.5 (续表) 卫宁健康市销率、市净率和市盈率与行业对比

上市企业	收盘价 (元)	上年度每股收益 (元)	上年度每股净资产 (元)	市净率	市盈率
行业平均值	--	--	--	3.90	91.41
卫宁健康	13.87	0.0507	2.3314	5.95	273.57

数据来源：2023 年西南证券数据库

从表 5.5 可以看出，实施股票回购后第一个报告期内，卫宁健康的市盈率为 273.57 倍，远高于行业平均水平，说明其股价处于高位，投资者进行投资的风险较大。此外，卫宁健康的市净率为 5.95 倍，高于行业平均 52.56%，表明市场投资者对该公司的未来发展抱有积极态度，认为该公司具有较高的潜在增长和盈利能力，但也可能是由于市场过度炒作或短期投资者情绪的影响。

5.2.6 托宾 Q 值分析

托宾 Q 值是一种用于衡量公司在股票回购活动中的质量和效益的指标。该指标由经济学家 James Tobin 提出，通过计算企业回购股票所支付的金额与股票市值之比来评估回购的质量。较高的托宾 Q 值表示公司能够以低价回购自己的股份，因此被视为回购活动的积极信号。这意味着公司认为自身股票被低估，并且回购能够提供增加股东价值的机会。相反，较低的托宾 Q 值可能暗示着公司将股票回购作为不利信号的手段，如支撑股价或控制其他股东权益等。托宾 Q 值在投资者和学术界中被广泛应用，用于评估和解释公司回购行为的动机和效果。本文研究通过将卫宁健康股票回购前后的托宾 Q 值与同行业公司进行比较，来评估回购对该公司的市场价值产生的影响。

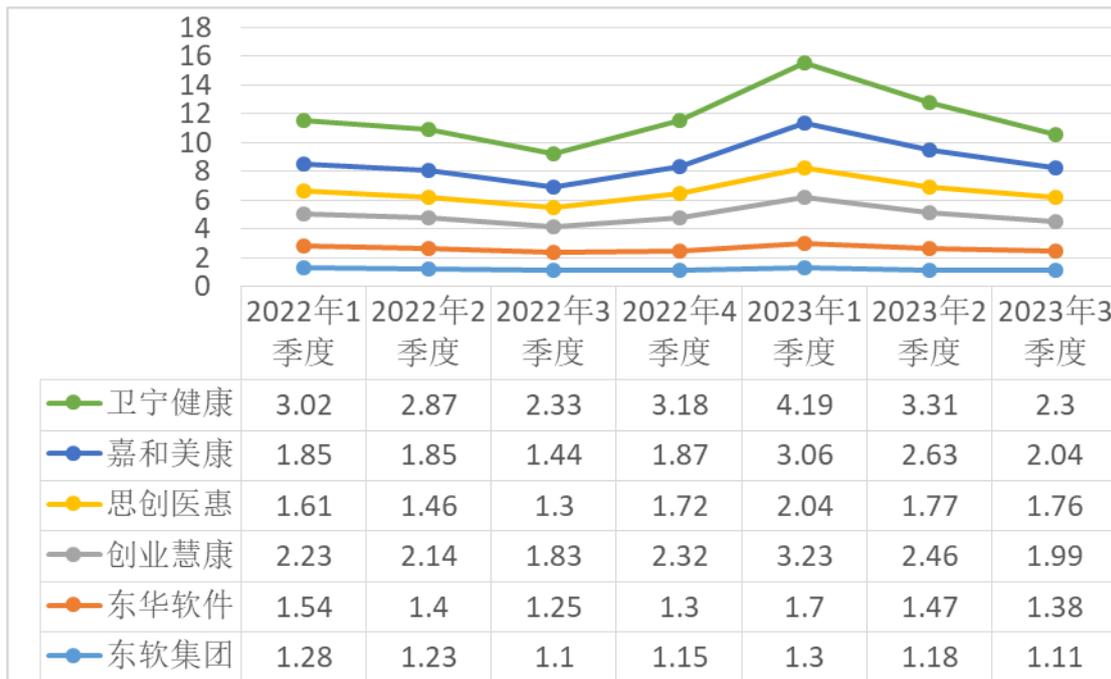


图 5.9 卫宁健康回购前后托宾 Q 值与同行业对比

由图 5.9 可以看出。卫宁健康在 2022 年前三个季度的托宾 Q 值的波动范围相对较小，第三季度为 2.33，该指标说明公司的价值被高估，市场认为其具有高增长潜力。自 2022 年 3 月实施股票回购计划以来，公司托宾 Q 值与较上一季度略有增长，但回购完成后的第一个季度达到 4.19，随后在三季度该指标下降到 2.3。总体而言，股票回购并未使公司的市值得到持续性提高。与同行业其他公司相比，卫宁健康的托宾 Q 值较高，表明股票回购对公司价值的提升起到了积极作用。然而，股票回购仅是提高公司市值的一种手段，要想持久地提升公司价值，还需关注公司的实际经营状况并采取相应的措施。

5.3 卫宁健康股票回购的宏观效应

股票回购的行业同群效应是指在一个特定行业内，一家公司进行股票回购后，其他同行业的公司也受到影响而采取类似的行动。当一家公司在某个行业内进行股票回购时，其他公司会对其行为产生关注，并开始评估自己是否应该采取类似的行动。行业同群效应可能出现的原因如下：

(1) 信号效应

股票回购被视为公司认为股票被低估的信号。其他公司可能会认为他们自己的股票也被低估，因此决策参与回购以提升自身市场价值。

(2) 竞争压力

在竞争激烈的行业中，一家公司的股票回购可能被认为是一种优化资本结构和减少竞争对手影响力的策略。其他公司可能感到竞争压力，进而决定进行回购以保持市场地位。

(3) 规模经济

一旦行业内某家公司进行股票回购，他们可能会通过减少流通的股票量来提高每股盈利。这可能引发其他公司的注意，逐渐形成一种规模经济效应。更多的公司参与回购，可以降低整个行业的股票供应量，进而推高股价。

(4) 投资者期望

一家公司进行股票回购后，股东可能从中受益，因为这意味着他们获得了更大比例的公司财富。这可能激发其他公司的股东期望，希望通过回购来实现类似的增值。

国内其他主要医疗信息化公司的股票回购情况如表 5.5 所示：

表 5.5 医疗信息行业股票回购情况

上市企业	回购开始时间	已回购股份数(单位：万)	已回购金额(单位：亿元)
东软集团	2022-06-07	1843	2.00
创业慧康	2023-08-22	470	0.31
思创医惠	2021-03-16	3350	2.30
嘉和美康	2023-08-22	55.48	0.18

数据来源：2021-2023 年西南证券数据库

从表 5.5 可以看出，同一行业内的其他企业在相近的时间段内均进行了股票回购，行业内实施股票回购的企业会对其他企业的回购决策产生显著的积极影响，从而形成了行业群体效应，并在整个行业内产生连锁反应。如果多家公司相继进行股票回购，会导致整个行业的股价上涨，并进一步鼓励更多的公司采取类似举措。这种积极循环可能会促使更多公司进行股票回购，进一步推动行业内的回购潮。

5.4 本章小结

本章主要从市场和财务两个方面对股票回购的效应进行分别展开了分析。在市场效应分析方面，本文采用事件分析法进行相应研究，通过构建线性回归市场模型，可以计算出企业在回购窗口的超额收益率以及累计超额收益率，并将其用于分析市场对股票回购的接受程度；在财务效应分析方面，主要是通过对比回购前后企业营运能力、偿债能力、成长能力和盈利能力等四类财务指标的变化，来分析股票回购实施对企业财务数据的影响，可以发现股票回购具有两面性，可以引发的积极效应也可以带来消极效应。最后通过行业群同效应分析，可以知道股票回购也存在群同效应，并在长期内提升企业价值。

6 总结和建议

6.1 研究结论

近几年实行股票回购的上市企业逐渐增多,本文选取了卫宁健康实施股票回购的案例进行分析,主要分析了其实施回购的真实动机及所带来的效应,其中股票回购动机方面,主要是验证回购公告中所描述的回购目的是否存在,同时也探究是否还存在其他动机,通过分析回购前后企业的经济情况,最终得出卫宁健康实施股票回购的相关必要性;在股票回购效应方面,通过分析卫宁健康回购前后公司财务指标变化及所带来的市场效应,最终得出以下结论:

(1) 股票回购有助于实施股权激励计划

根据企业关于实施股票回购及后续股权激励相关公告,可以看出卫宁健康将回购的股票主要用于股权激励和员工持股计划,企业通过发放回购的限制性股票来代替现金股利对高管员工发放红利,以股份形式给员工分红,将公司利益与企业员工激励捆绑在一起,增强了员工的归属感和忠诚度,相比于仅仅领取现金股利,持有股票能够为员工提供更好的财务回报机会,同时也向员工传递了企业未来发展大好的信号。

(2) 股票回购有助于优化企业资本结构

通过比较卫宁健康实施股票回购前后资产负债率的变化,可以看出通过股票回购提升了企业的资产负债率,根据 Modigliani-Miller 理论和税盾效应,通过负债水平的提高,企业可以优化资本结构,实现利润拉动和增加企业价值。但也意味着企业偿债压力增大大,难以保障债权人权益。

(3) 股票回购有助于降低现金流量

企业拥有过高的现金流量就意味着资金被大量的搁置,未得到合理有效的运用,会增加其代理成本。在实施股票回购前 2021 年的现金流量较高,股票回购后现金流量进行了一定程度的下降。虽然股票回购可以把企业的现金流量有效运用起来,但会降低财务的灵活性,限制企业在长期增长和竞争力方面的投资和发展机会。

(4) 股票回购财务效应具有两面性

上市公司的财务指标主要表现为营运能力、偿债能力、成长能力和盈利能力

四个方面。经本文分析发现，实施股票回购并不会同时对这四个方面均具有提升作用。有时会提升其中一部分，例如本文案例中的对营运能力和短期盈利能力的提升作用，有时则会产生一定的消极作用，例如对短期偿债能力和企业成长能力的影响。

(5) 股票回购财务效应影响具有时限性

经过本文的分析，股票回购的财务效应短期作用表现明显，对上市企业有较好推动作用，但在较长时间后，例如 6 个月及以上，这种效应作用基本消失。一方面，这是因为股票回购所带来的正面效应具有暂时性，随着时间推移，市场对回购的潜在收益可能逐渐反映在股价中；另一方面，回购股票虽然意味着企业当前现金流充足，但在长期内，可能会对需要持续投入资本用于研发、扩张或其他战略性投资产生限制作用。所以，上市公司要想提升企业价值，真正提升股价，就必须提升企业自身的核心竞争力，并确保回购策略与公司的长期战略目标相一致。

6.2 研究建议

本文以卫宁健康股票回购作为分析对象，首先对股票回购的过程进行了整理，其次对其回购动因进行探索，最后对股票回购所产生的市场效应和财务效应进行了分析。通过对卫宁健康股票回购行为的分析，本文提出部分建议，希望对其它上市企业提供参考。

6.2.1 企业应制定合理有效的回购计划

企业应制定合理有效的回购计划，以充分利用股票回购这一工具，为公司和股东创造最大的价值。企业应明确回购计划的目标，例如提高每股盈利、增加股东权益价值或改善财务指标等。这样可以使回购行为能够更好地与公司的战略目标相一致，并为发起回购提供明确的动力和方向。同时回购计划应基于合理的财务评估和风险管理。企业应考虑自身的财务状况、现金流情况和长期资本需求，以确定可用于回购股票的适当资金规模。此外，也需要评估市场环境、竞争态势和预期未来现金流的变化等因素，以制定风险管理策略，确保回购行为不会对公司的长远可持续发展产生不利影响。

通过分析上述案例，发现卫宁健康实施股票回购尚属首次，并未积累太多的相关经验；同时，回购的股票在其总股本中所占份额也相对较小。从执行股票回购前后的股价和财务指标变动来看，这次回购只引起了短暂的市场反应，并且其激发的积极影响并未持续很长时间，持续时间不长。结合卫宁健康自身的经营状况来看，卫宁健康属于创新成长性企业，现金流相对充足，企业可以在稳定发展一段时间后，根据之前实施回购的经验，同时参考同行业其他企业的回购经验，再次展开回购。

6.2.2 企业应提升自己的核心竞争力

本文通过上述案例企业卫宁健康的回购效应进行分析，可以发现，实施股票回购对企业所带来的负面或正面影响都只是短期的，并不能对企业股票价格产生长期影响。在股票市场整体疲软的背景下，采用股票回购来向投资者传递信号的效果是有限的，所以要想进一步提升企业价值，还需从企业的实际情况着手。

首先需要注重技术创新和产品优化，医疗信息化领域技术更新迅速，公司应不断投入研发活动，进行技术创新和产品优化。通过推出具有先进功能和灵活性的解决方案，可以满足客户需求，并提高产品竞争力。其次，需要深入了解客户需求，了解医疗行业的特点和客户的需求是提升公司价值的基础。通过与医疗专业人士和医院管理层的紧密合作，深入了解他们的痛点和挑战，并根据需求开发相应的解决方案。同时，建立长期合作伙伴关系，提供定制化服务以满足个性化需求，从而提高客户满意度并增加客户留存率。最后要注重专业服务和培训支持，除了提供高质量的产品，企业还应注重专业的售前咨询和售后支持服务。为客户提供及时响应和解决问题的渠道，增加客户黏性，建立良好的口碑和客户忠诚度。此外，提供系统培训和知识传授，帮助医疗机构充分发挥信息化系统的潜力，加强用户体验，并增加与客户之间的互动与亲近感。企业发展的关键在于增强自身的盈利能力并提升经营状况。为了稳定公司的股票价格和提高抗风险能力，可以采用股票回购的方式，这有助于提高公司的价值，并确保企业能持续健康地发展。

6.2.3 投资者应正确认识股票回购

经过本文的分析发现，股票回购的动因和所产生的效应都很复杂，动因分为

很多种,回购的效应也并不都是正向的,因此投资者需要加强对股票回购的认识,避免盲目投资。因为回购动因的多种多样,企业进行股票回购不一定是为了提升股价,常常会与投资者为了收益的目的背道而驰。股票回购通常是管理层认为当前股价低估或市场存在过度卖压时的积极举措。这意味着管理层相信回购是一种有效的方式来增加股东价值,并表达对未来发展的信心。投资者需要仔细研究公司的财务状况、盈利能力和市场环境,以评估回购是否真正反映了公司的内在价值潜力。由于回购可能消耗大量的现金储备,从而导致公司面临流动性风险或限制其他重要的投资机会。投资者需要仔细评估回购计划是否符合公司的财务可承受能力,并确保公司能够维持稳定的运营和未来发展所需的资金。此外,投资者应关注回购是否代表了管理层短期行为或操纵股价的手段。通过掌握公司治理结构和财务报告的透明度,在评估回购计划时可以更全面地了解公司的真实意图。因此,投资者需要正确认识股票回购,不能将其作为上市企业股价上升的信号灯。

6.2.4 加强企业股票回购行为的监管

由于小型和中型投资者只能依赖上市公司的公告来获取股票回购的相关信息。但是,这些公告仅仅揭示了基本信息,如资金来源、回购金额、进度和方式等,并没有透露回购对企业可能产生的影响和真正的动机。另外,政府在对企业进行股票回购行为方面的监管表现不佳。近年来,我国经历了一系列上市公司的内幕交易事件,严重破坏了资本市场的公平性。股票回购公告发布前,其内容可能被提前泄露,增加了内幕交易发生的风险。通过分析卫宁健康股票回购公告发布前后十天的超额收益率,我们发现其股票价格在公告发布前出现了攀升,推测有可能存在内部消息泄漏问题。这严重伤害了小股东的利益,并威胁到了资本市场的公平秩序。所以,对于企业股票回购的行为监管可以从两方面展开,一方面是加强市场监管机制,一方面是加强企业内部控制机制。根据监管需求,可以从以下方面展开:

首先,提高透明度和披露标准是加强监管的关键方面。要求公司在决定进行股票回购之前向公众充分披露信息,包括回购目的、规模和预计时间表。此外,强制要求公司及时披露回购行为的细节和结果,如已回购的股票数量、价格和时间等。通过透明度的提高,投资者能够更全面地了解回购行为,并作出明智的投

资决策。

其次，促进投资者教育和保护。提供更多关于股票回购的信息和指导，帮助投资者了解回购的影响和风险。加强投资者保护机构的角色，及时调查和处理与回购相关的投资者投诉和争议。通过投资者教育和保护的加强，可以提升投资者对回购行为的认知和理解，增强市场参与者的能力和信心。

第三，优化信息披露程序。公司应确保信息披露程序严格遵循相关法规和规定，并制定详细的操作指南。为了限制回购信息泄露的风险，可以采取预通知披露的方式，在实施回购计划之前提前向合适的监管机构和投资者披露相关信息。此外，加强信息披露渠道的安全性和可靠性，避免第三方入侵和未经授权的访问。

最后，加大违规行为的打击和处罚力度。加强监管机构在监测和调查违规行为方面的能力，建立有效的举报和投诉机制。对于泄露回购信息的行为，要予以严厉的法律制裁，包括罚款、民事赔偿甚至刑事责任。通过严惩违规者，可以起到威慑效应，减少信息泄露的发生。

参考文献

- [1] Dann Larry Y. Common stock repurchases: An analysis of returns to bondholders and stockholders[J]. Journal of Financial Economics, 1981, 9(2) : 113-138.
- [2] R Comment, GA Jarrell. Corporate focus and stock returns[J]. Journal of Financial Economics, 1995, 31(1) : 67-68.
- [3] Michael C. Jensen. The Free Cash Flow Theory of Takeovers: A Financial Perspective on Merger and Acquisition Activity [J]. Journal of Economic Perspectives, 1986, 2(3) : 23-44.
- [4] Nyborg Kjell G., Wang Zexi. The effect of stock liquidity on cash holdings: The repurchase motive [J]. Journal of Financial Economics, 2021, 142(2): 905-927.
- [5] Dayanandan Ajit, Donker Han, Nofsinger John. Taxing share repurchases [J]. Economics Letters, 2022, 9: 221.
- [6] DJha Anand, Kulchania Manoj, Kwon Min-Jeong. Stock repurchasing and corporate social responsibility [J]. Journal of Financial Stability, 2022, 10:62.
- [7] Clarke Nicholas. It's just a matter of time: Abnormal returns after firms stop repurchasing shares [J]. Finance Research Letters, 2022, 8(4):49.
- [8] 王海龙. 股票回购原因的实证研究 [J]. 无锡商业职业技术学院学报, 2011, 11(05) : 35-39.
- [9] 宋坤, 田祥宇. 上市公司股票回购与股权质押风险 [J]. 经济经纬, 2021, 38(06) : 140-149.
- [10] 冯文, 李涛. 内部人股票购买与公司股票回购——基于 A 股市场的经验证据 [J]. 技术经济与管理研究, 2022(09) : 73-78.
- [11] Clarke Nicholas. It's just a matter of time: Abnormal returns after firms stop repurchasing shares [J]. Finance Research Letters, 2022, 49.
- [12] 任鹤, 赵秀云, 李宇铭. 股份回购与资本市场定价偏误——基于上市公司的经验证据 [J]. 科学决策, 2023(9) : 77-95.
- [13] Joanna Golden, Mark Kohlbeck. The Unintended Effects of Financial Accounting Standard 123R on Stock Repurchase and Dividend Activity [J]. Journal of Accounting, Auditing & Finance, 2019, 34(3) : 411-433.

- [14]陈东鸿. 上市公司股份回购的经济效应分析[J]. 金融经济, 2020(05): 37-45.
- [15]商芳. 股票回购中管理者机会主义及效应分析——以信息发展公司为例[J]. 商业会计, 2021, (05): 58-61.
- [16]宋坤, 田祥宇. 上市公司股票回购与股权质押风险[J]. 经济经纬, 2021, 38(06): 140-149.
- [17]叶勇, 夏佳, 文旭倩. 控股股东股权质押对企业股票回购的影响——基于中国上市公司的经验证据[J]. 经济经纬, 2022, 36(03): 119-128.
- [18]杨慧辉, 田淳, 沈红波. 股份回购维护市值和激励员工的双重效应——基于美的集团的案例研究[J]. 中国管理会计, 2022(01): 98-114.
- [19] Richard John Fairchild. When Do Share Repurchase Increase Shareholder Wealth?[J]. Journal of Applied Finance, 2006, 16(01): 31-36.
- [20] Wood Benjamin, Sacks Gary. The influence of share buybacks on ill-health and health inequity: an exploratory analysis using a socio-ecological determinants of health lens [J]. Globalization and Health, 2023, 19(1): 3-3.
- [21] Bala Madhu. Trend of short-term returns generated through share buyback offers in India [J]. Mudra: Journal of Finance and Accounting, 2023, 9(2): 15-38.
- [22]张志元, 李昕琪. 经济政策不确定性与股票回购: 抑制还是促进?[J]. 哈尔滨商业大学学报(社会科学版), 2021(01): 3-17.
- [23]李炳念, 王淳祥, 杨光. 股票回购与股价崩盘风险: 稳定器还是加速器[J]. 哈尔滨商业大学学报(社会科学版), 2021, 41(04): 37-50.
- [24]婉彬, 洪国俊, 陶利斌. 企业声誉与股票回购公告的价值效应研究——基于信号传递理论视角[J]. 哈尔滨商业大学学报(社会科学版), 2021, 23(05): 35-46
- [25]邵子钰, 王元, 晋锐, 等. 我国上市公司股票回购市场效应及影响因素研究[J]. 时代金融, 2020(22): 93-96.
- [26]陈晶璞, 戚笑天. 股票回购能否抑制股价崩盘风险——基于 A 股的经验证据[J]. 会计之友, 2021(17): 27-34.
- [27]吴一丁, 胡珍珍. 股票回购背后的驱动力: 行业同群效应[J]. 金融发展研究, 2023(2): 76-84.

- [28]刘怡. Z 公司股票回购动因与效应研究[D]. 重庆: 重庆理工大学, 2022: 5-7.
- [29]郝婷, 王伟光. 基于 EVA 模型的企业价值评估研究——以创业慧康为例[J]. 现代营销(经营版), 2021(05): 119-121.
- [30]李延喜, 宋德武, 孔宪京. 基于 EVA 和 DCF 企业价值评估方法的比较研究[J]. 工业技术经济, 2011, 30(04): 102-106+112.
- [31]周慧琳. 创业板股票流动性对收益率的影响实证分析[J]. 合作经济与科技, 2023(01): 61-63.
- [32]刘飞. 基于逻辑回归方法的股票价值分析——以数字货币板块为例[J]. 柚子与合作, 2022(12): 32-34.
- [33]阮佳琪. 行为金融学视角下股票市场个人投资者的投资行为分析[J]. 市场周刊, 2023, 36(02): 144-147.
- [34]赵美玲. 股票回购条例修订对制造业企业股价的影响——基于事件研究法[J]. 时代金融, 2020(07): 84-85.
- [35]钱金娥, 俞毛毛. 股票回购能够降低企业债务违约风险吗?[J]. 哈尔滨商业大学学报(社会科学版), 2022(01): 3-15.
- [36]陈远志, 田靖. 股票回购、产权性质与股价崩盘风险[J]. 财会通讯, 2022(11): 50-55+61.
- [37]金芳. 股票回购对企业价值的影响路径研究[J]. 营销界, 2022(13): 98-100.
- [38]崔迎港. 企业股票回购潮效应分析——基于 2022 年 A 股和 H 股上市公司的案例分析[J]. 管理会计研究, 2022(04): 46-55.
- [39]冯文, 李涛. 内部人股票购买与公司股票回购——基于 A 股市场的经验证据[J]. 技术经济与管理研究, 2022(09): 73-78.
- [40]杨慧辉, 李逸君, 沈红波. 控股股东高质押率下的公司股票回购——基于科陆电子的案例研究[J]. 会计之友, 2022(22): 62-70.
- [41]赖红波, 贾德彪. 股票回购对投资者情绪的影响研究[J]. 生产力研究, 2023(06): 144-149.
- [42]俞路平. 股票回购合法化对公司行为的实际影响[J]. 清华金融评论, 2022(11): 99-100.

后 记

经过近三年的刻苦学习，笔者即将完成在兰州财经大学 MBA 学习的精彩篇章。历经数个月的不懈努力，我的论文终于得以完稿。在本次论文的撰写过程中，导师、科任教师和同学们给予了我巨大的支持与帮助，其中尤其是导师的热情指导与不断鼓励，若没有他们的引导和支持，我将难以完成这篇论文。因此，在此我要向导师表达最诚挚的谢意，并对其他科任教师和同学们表示深深的感激之情。在本次论文的撰写过程中，我不仅扩展了理论知识，还加深了个人的思维认知。更重要的是，我对所学专业的热爱愈发浓厚。此期间的学习使我对管理知识和商业领域有了更深入的理解，同时也培养了我的分析能力和问题解决能力。我坚信这些所取得的进步将在我未来的职业道路上产生积极的影响。

同时，我还要衷心感谢所有曾经教导过我的老师们。在过去的三年中，你们不仅传授给我书本知识，更教导了我许多有关人生哲理的道理。这些在社会工作中至关重要的原则和价值观将贯穿我未来的发展。我将铭记初心，坚定前行。在未来的日子里，我将以更加严谨、科学和务实的态度继续提升自己的管理水平，致力于成为对社会和祖国建设有所贡献的人才。我将努力实现人生目标，为实现个人梦想而奋斗，同时也为推动社会进步与发展贡献自己的力量。再次感谢导师、科任教师和同学们的支持与鼓励，我期待着未来的挑战，并充满信心地迎接新的阶段。