

硕士专业学位论文

伊利集团股份回购动因及效应研究

2023年7月

目 录

摘 要	I
ABSTRACT.....	II
第 1 章 绪论.....	1
1.1 研究背景与意义	1
1.1.1 研究背景	1
1.1.2 研究意义	2
1.2 文献综述	2
1.2.1 关于股份回购的动因研究	2
1.2.2 关于股份回购的市场效应研究	4
1.2.3 关于股份回购的财务效应研究	6
1.2.4 文献述评	7
1.3 研究内容与方法	8
1.3.1 研究内容	8
1.3.2 研究方法	9
1.3.3 论文框架	10
1.4 研究创新	11
第 2 章 相关概念及理论基础.....	13
2.1 股份回购的概念	13
2.2 股份回购的方式	13
2.2.1 公开市场回购	13
2.2.2 要约回购	13
2.2.3 协议回购	14
2.3 股份回购的相关理论	14
2.3.1 信号传递理论	14
2.3.2 委托代理理论	15
2.3.3 有效市场理论	15
2.4 股份回购的影响机理	16
2.4.1 股份回购的市场效应影响机理	17
2.4.2 股份回购的财务效应影响机理	17
2.4.3 股份回购的非财务效应影响机理	18
第 3 章 伊利集团股份回购案例介绍.....	19
3.1 案例选取的依据	19
3.2 伊利集团概况	19
3.3 伊利集团股份回购的背景	20
3.3.1 相关政策背景	20
3.3.2 回购前的经营状况	21

3.3.3 回购前的股权分布概况.....	22
3.4 伊利集团股份回购的过程.....	23
3.4.1 股份回购计划.....	23
3.4.2 股份回购进程.....	23
3.4.3 股份回购结果.....	24
第 4 章 伊利集团股份回购动因分析	26
4.1 回购宣告动因分析.....	26
4.1.1 传递股价低估信号.....	26
4.1.2 实施股权激励.....	28
4.2 回购潜在动因分析.....	29
4.2.1 优化企业资本结构.....	29
4.2.2 提高闲置资金使用效率.....	32
第 5 章 伊利集团股份回购效应分析	34
5.1 股份回购的市场效应分析.....	34
5.1.1 短期市场效应分析.....	34
5.1.2 长期市场效应分析.....	38
5.2 股份回购的财务效应分析.....	40
5.2.1 偿债能力分析.....	41
5.2.2 营运能力分析.....	45
5.2.3 盈利能力分析.....	47
5.2.4 发展能力分析.....	49
5.2.5 EVA 指标变动分析	51
5.3 财务绩效综合评价.....	55
5.3.1 财务绩效综合评价体系构建.....	56
5.3.2 数据预处理及可行性检验.....	57
5.3.3 因子分析及结果评价.....	59
5.4 股份回购的非财务效应分析.....	63
5.4.1 创新能力分析.....	64
5.4.2 人才流动性分析.....	64
第 6 章 研究结论与启示	67
6.1 研究结论.....	67
6.2 研究启示.....	68
6.3 研究不足与展望.....	69
参考文献.....	70
致谢.....	74

伊利集团股份回购动因及效应研究

摘要

股份回购最早出现在美国资本市场，最初是用作代替支付股利，经过长时间的探索及发展，已经成为上市公司比较常见的资本运作方式。通过实施股份回购可以达到优化企业资本结构、降低代理成本、维持公司股价等目的。2018年10月通过的新《公司法》，完善了股份回购相关制度，放宽了股份回购的实施条件，充分调动了上市公司进行股份回购的积极性。2019年，伊利便实施了“百亿回购计划”，成为当年A股单次回购金额最大的上市公司。这样一个乳制品行业的龙头企业，为何要进行如此大规模的股份回购，此次回购又起到了怎样的效果，此次回购又有哪些值得学习的地方。基于此，本文将对伊利集团的股份回购动因及效应展开全面分析，为想要实施股份回购的上市公司带来经验启示。

本文以信号传递理论、委托代理理论、有效市场理论为基础，分析了伊利进行股份回购的动因及产生的效应。首先，整理归纳了国内外关于股份回购动因、市场效应、财务效应的相关研究，并对已有文献作了简要总结。其次，使用案例分析法对伊利实施股份回购的背景、过程进行梳理，并运用现有的回购动因理论来验证了伊利实施股份回购的动因。最后，从市场效应、财务效应、非财务效应三个方面分析了此次股份回购对伊利所产生的影响。在市场效应方面，基于事件研究法从短期和长期两个维度分析了回购的市场效应；在财务效应方面，选取了传统财务指标和EVA指标作为评价指标，并基于因子分析法对伊利整体财务绩效进行综合评价；在非财务效应方面，分析了伊利的研发创新能力和人员流动性。

通过研究发现，伊利实施股份回购的动因包括：传递股价低估信号、实施股权激励、优化企业资本结构、提高闲置资金使用效率。股份回购产生的效应包括：带来了积极的短期和长期市场效应；削弱了伊利的短期偿债能力、提升了伊利的营运能力和发展能力，综合来看对其财务绩效产生了积极影响。本文的创新之处在于采用了BHAR模型研究回购的长期市场效应，以及运用因子分析法对财务绩效进行了综合评价。希望本文的研究一方面可以丰富我国股份回购相关案例研究成果，另一方面可以为各利益相关者正确认识和理解股份回购行为提供参考借鉴。

关键词：股份回购；回购动因；效应分析

RESEARCH ON THE MOTIVATION AND EFFECT OF SHARE REPURCHASE OF YILI GROUP

ABSTRACT

Share repurchase first appeared in the US capital market and was initially used as a substitute for paying dividends. After a long period of exploration and development, it has become a common capital operation method for listed companies. By implementing share repurchases, the goal of optimizing a company's capital structure, reducing agency costs, and maintaining the company's stock price can be achieved. The new Company Law passed in October 2018 has improved the relevant system for share repurchase, relaxed the implementation conditions for share repurchase, and fully mobilized the enthusiasm of listed companies for share repurchase. In 2019, Yili implemented the "Ten Billion Repurchase Plan", becoming the listed company with the largest single repurchase amount of A-shares that year. Why is such a leading enterprise in the dairy industry conducting such a large-scale share buyback? What has been the effect of this buyback, and what are the learning points of this buyback. Based on this, this paper will conduct a comprehensive analysis of the reasons and effects of Yili Group's share repurchase, and bring experience and enlightenment to listed companies who want to implement share repurchase.

This article uses signal transmission theory, principal-agent theory, and efficient market theory as the theoretical framework to analyze in depth the reasons for Yili's share repurchase and the impact of this repurchase. This article first summarizes the relevant research on the motives, market effects, and financial effects of share repurchase at home and abroad, and provides a brief summary of existing literature. Secondly, using case analysis method, the background and process of Yili's implementation of share repurchase were sorted out, and the existing repurchase motivation theory was used to verify the motivation of Yili's implementation of share repurchase. Finally, the impact of this share repurchase on Yili was analyzed from two aspects: market effects and financial effects. In terms of market effect, this paper analyzes the changes in Yili's share price caused by repurchase from the short-term and long-term dimensions, and analyzes the abnormal

return rate generated by repurchase based on the Event study method; In terms of financial effects, traditional financial indicators and EVA indicators were selected as evaluation indicators to analyze the financial effects brought by repurchase.

Through research, it has been found that the motivations for Yili's implementation of share repurchase include: transmitting signals of undervaluation of stock prices, implementing equity incentives, optimizing the company's capital structure, and improving the efficiency of idle fund utilization. The effects of share repurchase include: bringing positive short-term and long-term market effects; Weakened Yili's short-term debt repayment ability, improved Yili's operational and development capabilities, and overall, had a positive impact on its financial performance. The innovation of this article lies in the use of the BHAR model to study the long-term market effects of repurchase, as well as the use of factor analysis to comprehensively evaluate financial performance, and the inclusion of non-financial effects analysis of share repurchase. It is hoped that the research of this paper can enrich the results of Case study related to share repurchases in China on the one hand, and provide reference for stakeholders to correctly understand and understand share repurchases on the other hand.

Keywords: share repurchas; repurchase motivation; effect analysis

第 1 章 绪论

1.1 研究背景与意义

1.1.1 研究背景

股份回购最早于 20 世纪 70 年代出现在美国资本市场，当时美国正值经济萧条时期，政府为刺激经济限制上市公司现金股利的发放，一些公司便想到采用股份回购来代替现金股利分配。到了 20 世纪 80 年代，美国政府放松对市场的管控，一时间，市场上频繁出现恶意收购现象，很多上市公司开始采取股份回购以巩固股权，防止被恶意收购。经过长时间的探索及发展，股份回购已经成为上市公司一种比较常见的资本运作方式。上市公司通过实施股份回购来达到优化企业资本结构、降低代理成本、维持公司股票价格等目的。

相比国外，我国股份回购起步较晚，1992 年大豫园协议回购小豫园股份才是我国发生的第一起股份回购案例。但是在早期股份回购基本都是政府为了防止国有股权太过于集中而进行定向回购，加上我国对实施股份回购的限制条款非常多，导致进行股份回购的企业很少。我国股份回购取得重大发展是在 2005 年 6 月，当时证监会颁布了《上市公司回购社会公众股管理办法》，该办法完善了实施股票回购的相关法律规范，并作为实施股票回购的指南。第二年，颁发的《公司法》又对允许实施股份回购的情形作出了详细列举。两年的时间里，我国共发生了三十多起回购案例，比较成功的回购案例有江苏阳光、九芝堂、华电能源等。在 2008 年，中国证监会首次表示股份回购不再是审核制，执行只要备案便可以的注册制，股份回购限制条件的减少使得越来越多上市公司开始进行股份回购。2015 年，《公司法》对股份回购再次进行了完善，股份回购稳定资本市场的作用显而易见。在那之后众多公司都开始股份回购，典型的回购案例有美的集团、海通证券、中兴通讯等。

2018 年，新《公司法》出台，增加了更多允许股份回购的情形，放宽了实施股份回购的条件，简化了进行回购的程序，充分调动了上市公司实施股份回购的积极性。据统计，当年共有 782 家公司进行股份回购，回购金额高达 617.02 亿元，创下股份回购规模新高。2018 年以来，中国资本市场动荡不安，上市公司股价“蒸发”，数家公司实施股份回购进行股价“挽救”。到 2019 年，回购热情依旧不减，当年 A 股市场上又有 1048 家上市公司进行了股份回购，金额高达 1174 亿元。

有 276 家上市公司回购规模超亿元，再一次刷新 A 股市场回购规模记录。据 2019 年《A 股回购排行榜》显示，有 50 家企业回购资金总额超 1.5 亿元，其中伊利股份、招商蛇口、美的集团、中国平安回购金额更是超 20 亿元。伊利更是用近 58 亿元自有资金回购了本公司 3% 的股份，堪称“百亿回购计划”，成为当年 A 股单次回购金额最高的企业。

1.1.2 研究意义

(1) 理论意义

比起西方国家，我国股份回购出现的时间相对较晚，对股份回购的研究不及西方国家透彻，已有研究也基本建立在西方国家的理论基础之上。但是我国经济体制与发展和西方国家有着较大的差距，国外的相关研究理论不一定适用于我国国情。随着我国资本市场的不断发展以及股份回购制度的不断完善，实施股份回购的企业变得越来越多，对股份回购展开研究一方面可以结合我国目前的市场背景对现有理论进行验证，并丰富信号传递理论、委托代理理论等理论在实践中的应用，另一方面还可以丰富我国股票回购相关案例研究成果，加深对股份回购的理解。

(2) 实践意义

股份回购作为一种资本运作手段，可以帮助企业提升股价、巩固股权、优化资本结构，加上我国股份回购制度的不断完善，从 2013 年以来已经爆发了三次股份回购热潮，且在 2018 年爆发第三次回购热潮之后，2019 年回购热情依旧不减，实施股份回购的企业越来越多。因此研究上市公司实施股份回购的动因及产生的影响十分重要，一方面可以为想要实施股份回购的上市公司带来经验启示，提升股份回购在我国资本市场的实施效果，另一方面还可以帮助投资者理性认识股份回购行为，为各利益相关者提供参考借鉴。

1.2 文献综述

1.2.1 关于股份回购的动因研究

关于股份回购的动因研究，国内外相关学者研究认为股份回购的动因主要有传递股价低估信号、提高自由现金使用效率、提升企业财务杠杆、实施股权激励、增加财务灵活性五个方面。

(1) 传递股价低估信号

Dann (1980) 首先提出信号传递假说, 研究发现很多公司实施股份回购向市场传递出了发展趋势较好的信号, 这也是企业实施股份回购的主要动机之一^[1]。Comment (1991), Dittmar (2000) 以及 Vermaelen (1981) 在内的诸多权威学者, 也纷纷验证了这一动因, 认为传递股价低估信号是上市公司实施股份回购的首要动机^[2-4]。这一看法也被许多国内学者所赞同, 比如闫永海 (2016) 对近年来进行股票回购的企业展开深入研究, 发现上市公司管理者对公司未来发展有着较大信心, 且信心程度与回购的可能性、规模呈正相关^[5]。也有一些学者通过实证研究验证了这一动因, 比如温丽萍 (2017) 选取了 2005 年-2015 年上海证券交易所里的股份回购数据, 研究发现很多公司选择在市场低迷时实施股份回购以达到提升股价的目的^[6]。侯啸天和葛长付 (2017) 以 2008 年-2015 年在 A 股市场上以集中竞价方式进行回购的公司为样本数据, 研究发现这些上市公司实施股份回购的主要动因就是希望通过回购的信号传递作用去拉动自身股价持续上涨^[7]。

(2) 提高自由现金使用效率

国内外学者研究发现, 上市公司股份回购动因还包括充分利用闲置资金, 降低代理成本。Jensen (1986) 率先提出了自由现金流假说, 认为企业拥有大量自由资金使得管理层与企业股东之间的代理成本增加, 而回购可以减少自由资金, 降低代理成本^[8]。Dittmar (2000) 同样认为企业进行股份回购是为了充分利用企业的闲置资金^[3]。King (2021) 研究发现规模越大、自有现金水平越高、投资规模不断下降的企业越想要实施股份回购, 目的是为了降低代理成本^[9]。国内学者如何瑛等 (2014) 选取 2005 年-2013 年在资本市场上进行公开回购的企业为样本数据, 证明了股份回购的目的之一是提高企业自由资金的使用效率^[10]。之后, 又有一些国内学者从其他角度论证了这一观点。比如贺霞 (2017) 从管理层视角深入分析得出企业利用剩余闲置资金进行股份回购, 既可以提高公司使用自由资金的效率, 又可以降低代理成本, 优化资源配置^[11]。王瑞华 (2019) 同样认为回购动因除了提升股价外, 还包括充分利用自由现金, 降低代理成本^[12]。

(3) 提升企业财务杠杆

部分学者认为股份回购可以调整企业资本结构, 充分发挥财务杠杆效应。Vermaelen (1981) 采用实证分析方法得出, 上市公司采用举债的方式实施回购相当于以发行债务的方式替代增发新股, 可以达到提升企业财务杠杆, 改善企业资本结构的目的^[4]。BonaiméAA (2014) 研究也得出了上市公司通过股份回购手段来调整企业资本结构、提升企业财务杠杆水平的结论^[13]。国内学者比如冯雅

(2013),发现部分上市公司实施股份回购是为了发挥财务杠杆作用,减少利益被大股东侵占的可能^[14]。何瑛和孔静敏(2015)认为股份回购是企业的一种自我管理,可以达到优化资本结构、降低代理成本的目的,肯定了财务杠杆假说的适用性^[15]。殷盛(2019)也提出股份回购可以在一定程度上起到调节企业股权结构、提高企业杠杆水平、提升企业每股盈利水平、充分发挥财务杠杆效应的作用^[16]。

(4) 实施股权激励

国内外很多学者认为实施股权激励也是上市公司进行股份回购的目的之一。Kahle(2002)通过研究上市公司的薪酬管理以及支付制度发现,部分上市公司选择对企业的核心管理层进行股权激励,而这些公司更愿意利用股份回购或者是库存股实施股权激励计划^[17]。方重和武鹏(2018)研究发现上市公司有利用股份回购进行市值管理以及实施股权激励计划的需求^[18]。刘柳(2019)提出实施股权激励已经是上市公司进行股份回购的普遍动因,上市公司拟通过这种方式使其管理层的利益向企业利益靠拢,使员工更加努力工作,为公司创造更多的价值^[19]。朱德睿(2019)也提出配合企业员工持股计划以及实施股权激励是上市公司实施股份回购的原因之一^[20]。杨慧辉等(2022)以美的集团股份回购事件为研究对象,探究美的集团频繁进行回购的动因,发现美的集团的回购原因之一也是用于实施股权激励计划^[21]。

(5) 增加财务灵活性

众多学者经研究认为增加财务灵活性也是上市公司进行股份回购的动因之一。Jagannathan(2000)提出股份回购是替代股息发放的一种手段^[22]。后来许多学者都证实了股份回购和发放现金股利之间存在一定关系,验证了财务灵活性假说在股份回购动因中的适用性。比如王帆和倪娟(2016)研究发现,投资者更想要获得当前应得的现金股利,但是企业的高管们会优先考虑利用股份回购来替代向投资者分配现金股利^[23]。何瑛等(2016)从公司治理以及企业财务状况出发,研究发现股份回购拥有较强的灵活性,一方面可以将其用作提升股价的手段,另一方面也可以用于代替现金股利的发放^[24]。郑俊梅(2020)通过研究新潮中宝股份回购案例,发现股份回购比起直接支付股利,更具有灵活性,利用股份回购的偶然性、突发性可以在一定程度上缓解企业的现金分红压力^[25]。

1.2.2 关于股份回购的市场效应研究

目前国内外学者普遍认为股份回购会向市场传递出积极信号,会带来积极的

市场效应。不过也有部分学者研究认为股份回购带来的这种市场效果长期来看并不显著，甚至还会带来负面影响。

（1）积极效果

很多国外学者率先研究了股份回购带来的市场效应，大部分学者认为回购会带来积极效果。Vermaelenetal（1981）、Jarrel 和 Comment（1991）都认为股份回购可以在短时间内提升公司股价，获得一定的超额收益^[2-4]。Paramita（2019）研究印度公开市场股票回购公告是否会带来超额股票回报，发现平均而言，这些公司在股票回购后股价得到了改善^[26]。国内学者也普遍得出一致的研究结论，比如王艺颖（2019）提出股份回购增加了投资者购买公司股票的欲望，促进了股价的升高^[27]。吴杰和杨梦欣（2019）选取中国 A 股市场上 2018 年 10 月-2019 年 4 月实施股份回购的企业作为样本数据，实证研究发现股份回购向资本市场传递出了积极信号，吸引了投资者目光，提升了公司股价^[28]。金爱华和于海云（2020）采取模糊集定性比较分析法研究 2019 年沪深市场的股份回购案例，发现管理层持有公司股票比例越高，公司股权集中度越高，带来越高的累计超额收益率^[29]。张本照和李国栋（2021）以 2015 年至 2019 年第一次在公开市场上实施股份回购的案例公司为样本数据，研究这些公司实施回购产生的市场反应以及反应机制，发现我国资本市场的股份回购存在积极的市场效应^[30]。赵晴等（2021）以 2007 年至 2018 年在 A 股市场上进行公开股份回购的公司为样本数据，研究发现股份回购可以在一定程度上有效地抑制股价崩盘风险^[31]。李炳念等（2021）同样认为股份回购可以起到股价“稳定器”作用，降低股价崩盘风险^[32]。徐晟和阚沂伟（2022）以 2018 年-2019 年市场上的股份回购公司为样本数据，研究股份回购与股价稳定性之间的关系，结果表明股份回购可以显著地减少股价波动，提高股价稳定性^[33]。

（2）长期效果不显著

大部分学者认为股份回购存在积极的市场效果，有一部分学者则认为这种积极效果并不持久。比如李军（2012）以海马汽车、天音通信控股和健康元药业集团为研究对象，发现回购确实可以提升公司股价，但效果持续不久^[34]。何瑛等（2014）以 2005 年-2013 年我国 A 股市场上进行公开回购的上市公司为研究对象，以信息不对称、市场有效性理论为基础，分析实施股份回购的经济后果，研究表明股份回购的短期市场效果较为显著，但是不存在长期正向超额收益率^[10]。吕兆德和杜炳昕（2016）认为股份回购公告效应确实可以提升公司短时间内股价，但

观察股价长期发展趋势，发现股价变动还是取决于公司真实价值的变化，而不是回购这一本身行为引起^[35]。薛景伊和孙伟（2018）认为当市场环境不景气时，回购受到时效性影响，股价提升效果较短，无法发挥长期积极效应^[36]。邓泉瑛等（2021）以万丰奥威股份为研究对象，研究公司实施股份回购的市场表现，发现发布的三次回购公告都只是短暂地提升公司股票价格，并不能对公司长期股价产生显著影响^[37]。

（3）消极效果

还有学者研究认为股份回购会带来消极的市场反应。比如王清刚和徐欣宇（2014）选取了 2006 年-2012 年我国 A 股市场上进行回购的上市公司为样本数据，研究不同动因下股份回购带来的市场反应。统计结果发现如果公司实施回购是为了进行股权激励时，会带来负面的市场反应^[38]。顾小龙和辛宇（2022）提出由于特殊经济事件，特定的对象采取场外交易来回购的这种被动式回购，因为回购动机本身不单纯，且具有负面性，所以会带来明显的消极市场效应^[39]。杨慧辉等（2022）以科陆电子回购事件为案例研究对象，发现公司因为投资失败严重影响公司经营业绩，加上负债积压，最终导致回购非但没有提升公司股价，反而还产生了显著负面的市场效应^[40]。沈红波等（2022）选取了我国沪深市场上 2012 年-2020 年进行公开回购的上市公司为样本数据，研究控股股东股权质押比例对股份回购计划产生的影响，发现发布虚假回购信息的上市公司无法提升公司股价，只会增大股价崩盘风险^[41]。

1.2.3 关于股份回购的财务效应研究

目前国内外关于股份回购的财务效应研究主要集中在财务指标的变化、股权结构的变化以及债务融资成本的变化等方面，产生的财务效应分为积极效应和消极效应。

（1）积极效应

国内外学者依据回购后财务数据的变化研究股份回购产生的财务效应，大部分学者认为股份回购会对公司产生积极的财务效应。Hsu（2016）使用随机优势分析台湾公司宣布股票回购计划后 2000 年至 2013 年的财务业绩，研究结果表明回购公告发布后其财务业绩得到显著提升^[42]。Yang（2021）以阿里巴巴在 2019 年的回购事件为研究对象，发现回购后公司盈利能力得到提升，资本结构也得到改善，得出回购会带来正向财务效应的结论^[43]。谭洪益（2015）以上海宝钢为案

例研究对象，根据回购前后财务数据的变化，发现回购产生了积极的财务效应^[44]。李丽萍（2016）提出股份回购可以优化企业资本结构，提升企业财务杠杆水平，且如果企业的经营状况稳定，其净资产收益率也会有所提升^[45]。单慧杰（2018）采用杜邦分析法分析回购前后江中制药的财务状况，研究结果表明股份回购在改善企业资本结构，净资产收益水平，提高企业价值方面都有着积极影响^[46]。赵晴和兰俊涛（2020）选取了近十年在上交所进行公开回购的上市公司作为样本数据，研究发现股份回购可以在一定程度上降低公司债务融资成本^[47]。冯俊秀（2021）以 A 公司为案例研究对象，发现股份回购提升了企业的每股收益和净资产收益率^[48]。

（2）消极效应

部分学者对股份回购产生积极财务效应提出质疑，认为股份回购的积极作用并不存在，甚至会产生消极的财务效应。Jagannathan and Stephens（2003）认为从长期财务绩效来看，股份回购非但没有改善企业的经营状况、盈利水平，甚至部分财务指标还呈现下滑趋势^[49]。Zigan（2020）研究发现股份回购会导致企业的长期托宾 Q 值、盈利能力、发展能力、创新能力降低^[50]。国内学者比如隋彤彤（2012）提出一些企业可能会利用股份回购粉饰财务指标进而操纵利润，损害中小股东、债权人的利益^[51]。田薪渝（2015）以金华科技回购事件作为研究对象，发现回购消息的提前泄露会损害中小股东利益^[52]。薛景伊和孙伟（2018）研究认为市场环境不景气，加上回购消耗的大量资金，最终会加大企业财务风险并增加企业支付回购股票的资金压力^[36]。李银香和骆翔（2019）以 2015 年-2017 年在我国 A 股市场上进行公开回购的公司为样本数据，研究认为股份回购对企业的财务效应有着明显的负面效应^[53]。叶星星（2019）认为股份回购会减少企业资产，减少公司股本，违背了维持资本原则，会加剧公司被收购的风险，更甚者会破坏回购前的股权平衡状态，损害中小股东权益。同时，股份回购容易带来内幕交易，易引发公司经济犯罪^[54]。陈东鸿（2020）采用实证分析法研究回购后的企业财务效果，结果证明股份回购不仅没有产生正面的财务效应，反而使得企业盈利水平明显下降^[55]。刘莹（2021）以我国沪深 A 股市场上进行公开回购的上市公司为样本数据，研究发现股份回购与企业债务融资成本呈正相关关系^[56]。

1.2.4 文献述评

本文梳理了国内外关于股份回购的研究，发现国外关于股份回购相关理论的

研究更早，且已经形成了较为全面的理论体系。而我国股份回购发展较缓慢，加上资本市场不及西方国家成熟，因此很多理论都是基于西方国家形成。国内外学者大多都从股份回购的动因、市场效应、财务效应角度对股份回购展开了研究。

在股份回购动因方面，西方国家资本市场中股份回购的产生较早，也形成了被公众所认可的股份回购动因理论。主要动因包括信号传递、提高自由资金使用效率、提升企业财务杠杆、实施股权激励、增加财务灵活性。我国学者对股份回购动因的研究多建立在国外的研究基础之上，结合现有市场对动因理论进行验证，普遍认同国外股份回购动因理论。

在股份回购市场效应方面，国内外学者对于股份回购的市场效应研究主要基于信号传递理论，大多数学者认为企业的股份回购行为会对股价有影响，尤其在短期内市场反应较显著，但是也有学者认为从长期来看并不存在正向超额收益率，更有甚者认为回购会带来负面效果。

在股份回购财务效应方面，学者普遍认为股份回购产生的财务效应有利有弊。股份回购既可以带来积极的财务效应，包括提升企业的盈利能力、每股收益、净资产收益率、改善企业的资本结构、充分发挥财务杠杆作用等，也可能带来负面的财务效应，比如导致长短期偿债能力下降、侵害中小股东和债权人权益、加剧企业财务风险、带来一定资金支付压力等。

总的来说，国外学者从不同研究视角，采用不同研究方法对股份回购展开了研究，取得了较为丰富的研究成果。而我国关于股份回购的研究以实证分析为主，研究回购产生的公告效应，少有学者结合具体案例研究股份回购带来的长期市场效应。鉴于此，本文结合具体的回购事件，研究其实施股份回购的动因，分析回购产生的长短期市场效果、财务效果、非财务效果。希望通过分析具体企业实施股份回购的动机和影响可以进一步加深对股份回购的理解，丰富我国股份回购相关案例研究成果。同时为上市公司管理者、其他利益相关者提供一定参考，以及为相关部门规范股份回购的实施和监督提供参考依据。

1.3 研究内容与方法

1.3.1 研究内容

本文以国内外关于股份回购的相关理论基础，选择伊利集团作为研究对象，采用案例研究的方法，对伊利集团实施股份回购的动因、市场效应、财务效应、非财务效应（由于本文单独分析了股份回购的市场效应，因此本文所指非财务效

应是除了市场效应以外的非财务效应)进行剖析,得出相关研究结论及启示。本文共分为六章,具体的研究内容如下:

第 1 章绪论。具体包括研究背景、研究意义、国内外相关文献综述、研究内容与研究方法以及文章的创新之处。

第 2 章相关概念及理论基础。具体包括股份回购的概念、方式、相关理论以及影响机理,为下文的研究奠定理论基础。

第 3 章伊利集团股份回购的案例介绍。本章首先介绍了伊利集团的基本情况,其次介绍了伊利集团实施此次股份回购的背景,最后梳理了伊利集团股份回购的过程,包括实施股份回购的计划、具体进程以及股份回购的结果。

第 4 章伊利集团股份回购动因分析。对伊利实施股份回购的动因进行了剖析。具体动因包括传递股价低估信号、实施股权激励、优化企业资本结构以及提高闲置资金使用效率。

第 5 章伊利集团股份回购效应分析。本章首先采用事件研究法分析了伊利集团实施股份回购的短期、长期市场效应。其次分析了股份回购对伊利集团财务绩效产生的影响,包括传统财务指标分析以及基于 EVA 的评价分析,并基于因子分析法对伊利股份回购前后的整体财务绩效进行了综合评价。最后,分析了股份回购间接带来的非财务效应。

第 6 章研究结论与启示。本章在前五章分析的基础上得出本文研究结论及启示,并阐述了本研究尚存的不足之处和对未来研究的展望。

1.3.2 研究方法

(1) 文献研究法

为进一步分析和研究股份回购行为,通过阅读国内外有关股份回购的文献,并对国内外股份回购的动因、市场效应、财务效应进行整理与归纳,为下文的分析奠定理论基础。

(2) 案例研究法

本文采用案例研究的方法,选取伊利集团回购事件作为研究对象,并以其回购相关公告、财务报表为依托以及各种经济数据库的使用,对伊利实施股份回购的动因、市场效应、财务效应以及非财务效应进行分析,得出案例研究结论与启示。

(3) 事件研究法

本文通过设置事件日与窗口期，构建相关模型，估算预期收益率，进而计算出实际收益与预期收益之间的差值，观察股份回购公告发布事件，于宣告期间是否具有异常报酬的产生来判断此事件是否产生了正向市场反应。

（4）财务分析法

对于股份回购财务效应的研究，本文整理了股份回购前后的相关财务指标，观察其变化趋势，并结合案例情况进行分析，从不同角度反映股份回购事件对公司财务业绩的影响。

（5）因子分析法

本文使用因子分析法，选取若干个财务指标，将这些财务指标按相关性分组，提取每组公因子作为新变量，利用公因子对回购的的财务效果进行综合评价。

1.3.3 论文框架

本文以伊利集团作为研究对象，采用案例研究的方法，对伊利集团实施股份回购的动因及效应进行研究。分析出伊利实施此次回购的动因以及回购所带来的市场效应、财务效应和非财务效应。最后得出研究结论，并站在不同视角分析此次股份回购的启示。具体研究思路如图 1.1 所示：

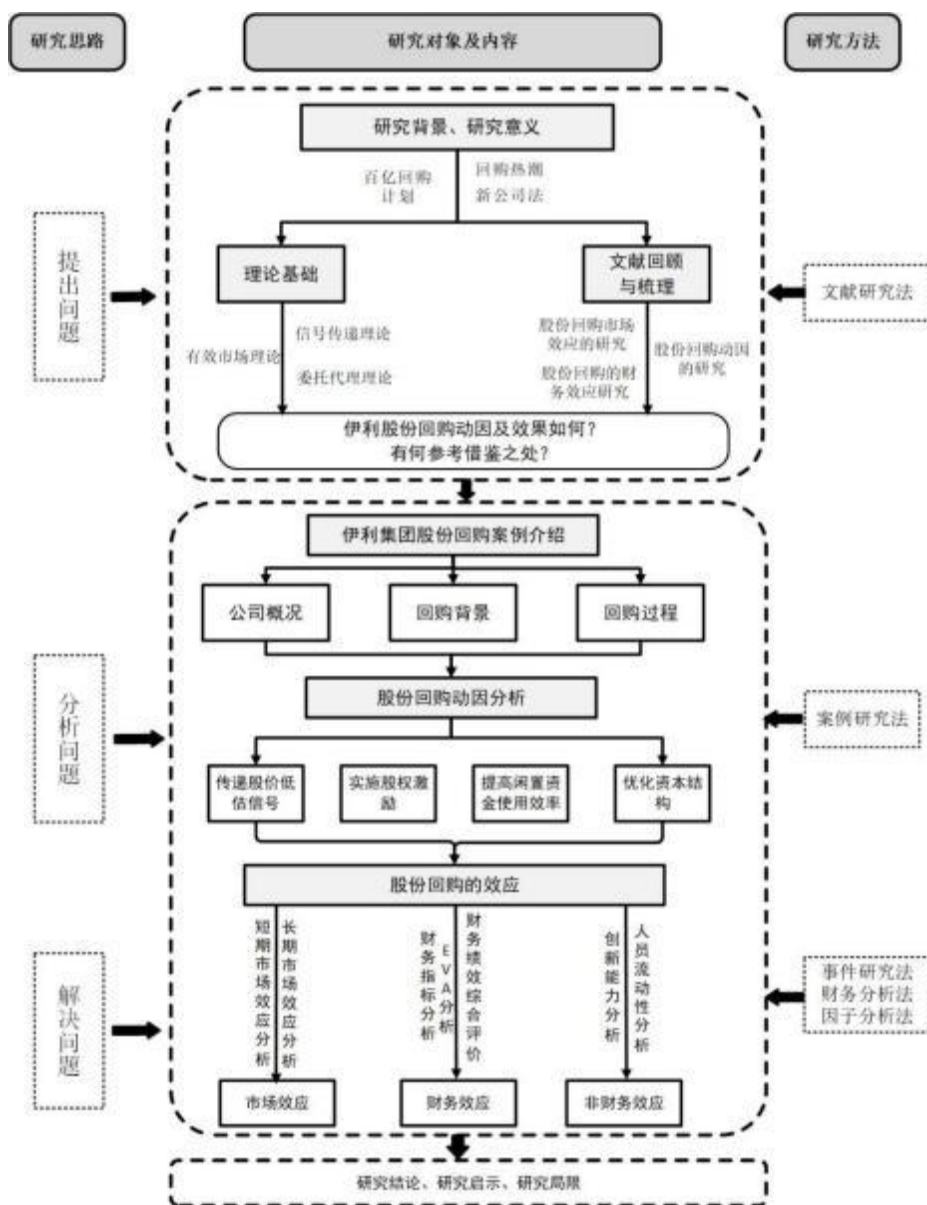


图 1.1 研究框架图

1.4 研究创新

(1) 研究视角的创新：现有股份回购的案例研究在分析股份回购的市场效应时，大多只关注于股份回购的短期市场效应，少有文献研究了股份回购的长期市场效应。而这部分研究长期市场效应的文献要么是采用观察长期股价走势的分析方法，要么是沿用事件研究法计算长期 CAR（累计超额收益率）值的分析方法，没有考虑到复合效应对超额收益的影响，对于长期市场效应研究来说缺乏一定的合理性。而本文则从短期和长期两个维度来分析了股份回购的市场效应，并在针对长期市场效应的研究中采用了更适宜进行中长期研究的 BHAR（购入-持有超额

收益率)法,发现股份回购会带来一定的正向长期效应,但这种效应随着时间呈减弱的态势。从研究视角和研究方法的选取来看具有一定的创新性。

(2) 研究内容的创新:在股份回购的财务效应方面,已有研究大多只单纯对比分析了股份回购前后财务指标的变化情况,没有探索财务指标变化背后的深层次原因,也较少考虑同时期其他因素对财务指标的影响,因此得出的结论可能不够客观。而本文在进行财务效应分析时,尽量综合考虑了股份回购前后除回购外其他因素对财务指标的影响,并分析了指标为何会如此变化,因此得出的结论更为客观准确。另外,本文还基于因子分析法对伊利的财务绩效进行了综合评价,进一步验证了财务指标分析的结果,同时发现股份回购对伊利的综合财务绩效产生了一定正向作用。

第 2 章 相关概念及理论基础

2.1 股份回购的概念

股份回购是指公司按照一定程序购回公司发行在外股份的行为，回购来的股票可以选择直接注销，也可以将其留作库存股，未来用于实施股权激励、或是用来发行可转换债券、或是再次出售等。股份回购可以起到调整企业资本结构、降低代理成本、提升公司股票价格、巩固股权等作用，因此股份回购已成为上市公司一种常见的资本运作手段。

2.2 股份回购的方式

2.2.1 公开市场回购

公开市场回购是指上市公司与股票市场的潜在投资者一样有着同等机会，以当前的市场价格去购回本公司发行在外的股票。这种股份回购方式在目前股票市场中最为常见。当上市公司认为本公司股票价格存在被低估现象以及为满足一些特殊用途，比如实施股票激励、执行可转换债券等就会实施股权回购。这种回购方式在回购时间、数量、截止时间等方面有较强的自主性，且这种方式是以当前股票市场价格进行回购，意味着不用支付溢价。但是这种方式回购耗时较长，且会随着股份回购公告的披露而造成公司股价上涨，最终导致回购成本上升，甚至还可能导致恶意收购现象发生。

2.2.2 要约回购

要约回购是指公司在回购前向所有股东发出要约，以决议好的价格回购一定数量本公司股票的行为。这种回购方式使得全体股东都有同等机会卖掉其手中的股份，体现了公平公正的原则。要约回购是在既定的价格基础上进行，说明公司对自身价值有一定判断，这向市场传递出了公司目前经营状况良好的积极信号。这种回购方式主要用在短期内需求量大的回购，还能够一定程度上预防恶意收购现象发生。但这种方法发出的要约价格一般很高，加上还会产生超过市场价格的溢价部分，从而导致使用这种方式回购的成本通常较高。

要约回购一般分为固定价格要约回购以及荷兰式拍卖回购两种。固定价格要约回购是指以高于市场的固定价格回购一定数量股票的要约行为。这种回购方式

通常回购时间较短、过程简单，能向市场传递出更为积极的信号，且对全体股东来说都有同等机会出手掉自己手中的股票，但是这种回购方式会产生较高的回购成本，一些上市公司通常会采用这种方法去抵制恶意收购。荷兰式拍卖回购会首先决定回购价格、回购数量范围，股东自行选择愿意的价格以及卖出的股票数量，最后公司依据所要回购股票的实际数量来确定最后的回购价格，股东的报价低于这个回购价格的股票就会被收购，这种回购方式产生的溢价较低，更具有灵活性。

2.2.3 协议回购

协议回购是指企业与部分股东签订回购协议，以双方协议好的价格和数量去回购他们手中持有的本公司股份。这种方式的回购价格一般比市场价格低，但当主动权掌握在股东手上时，比如公司出于防止股权过多地集中在非控股股东手中的目的而进行的回购，就很可能造成协议价格高于市场价格的现象发生，提高回购成本。此外，由于这种回购方式不是在公开市场上进行的，所以信息透明度不高，容易产生内幕交易，无法确保回购股票的价格是否公允，继而可能会对其他没有参加这次回购的股东权益造成损害，因此该回购方式目前采用较少。

2.3 股份回购的相关理论

2.3.1 信号传递理论

信号传递理论，由经济学家 Spence（1973）提出，该理论认为信息不对称现象的存在，使得上市公司管理者比起公司外部投资者更能了解到公司真实的经营状况，而外部投资者只能通过上市公司的信息披露来大致了解公司的情况。因此，投资者很难准确判断出企业内部的实际价值。再加上股价容易受到各种经济环境、外部市场环境因素的影响，公司股价可能会无法反映出企业当前真实价值，出现股价被低估问题，影响企业在资本市场的形象^[57]。而上市公司宣告实施股份回购行为可以向市场释放积极信号^[4]（Vermealen.T,1981），即公司价值被低估的信号，反映出上市公司管理者对企业当前以及未来发展充满信心，以此吸引更多的投资者，提高公司股价。这一理论也是最被大众认可和接受的股份回购动因理论。

在本文研究案例中，伊利宣告实施股份回购计划，表明了公司对自身长远发展的坚定信心，向外界传递出了利好信号，以此增强投资者信心，获得积极的市场反应。

2.3.2 委托代理理论

委托代理理论最早由美国经济学家伯利和米恩斯提出，该理论主张随着公司规模扩大，企业所有权与经营权分离，即产生了委托代理关系。管理者因为专业知识、能力、精力，参与公司经营程度比公司股东更高，所掌握的公司真实情况会多于公司股东。二者之间最理想的情形应该是管理者利用自己所掌握的优质信息与决策能力帮助企业创造出更多的投资回报，然后根据公司薪酬管理办法获得自己应得的报酬。但是管理者与股东之间所追求的利益不同，管理者往往追求自身津贴工资等最大化，而股东追求的是财富最大化。二者之间的利益冲突容易诱发管理者作出损害股东利益的行为，可能对公司长远发展造成不利影响，产生较高的代理成本问题。

自由现金流假说来源于委托代理理论，Jensen（1986）认为如果企业的资金除了用于维持公司日常的经营活动、投资活动外还有多余的资金，管理者很可能为追求自身的高利益，把这部分资金投放到低风险低收益项目上，造成公司利润降低，增加管理层和股东之间的代理成本^[8]。而实施股份回购除了可以在一定程度上对管理层的这种短期行为进行约束外，还可以将这部分剩余资金输送给部分股东，增加股东财富，提高公司价值。

伊利集团在此次回购当年成功发行超短期融资券取得了大量的流动资金，通过股份回购可以充分利用自由现金流，降低上述自由现金流假说中的代理成本，另外，运用回购的股份进行股权激励还可以将管理层的利益与公司利益相结合，促进管理层勤勉尽责，减少代理问题。

2.3.3 有效市场理论

有效市场理论起源于 20 世纪初期，由美国著名教授 Fama（1970）提出，根据法玛的论述，如果证券价格可以体现出全部相关信息，就把它叫做有效率，即证券价格不会由于向外部投资者公开相关信息而受到影响，就说这个市场对信息的反映有效^[58]。如果市场上全部投资者都知道全部相关信息时，就不会出现套利机会，投资者就无法利用套利手段获取额外利益。而当市场存在此套利机会时，就会有投资者利用一些套利手段获取额外收益。因此，有无可能从资本市场上获得额外收益就成为了判断市场是否为有效市场的依据。

有效市场包括强式有效市场、半强式有效市场、弱式有效市场三种形式。在强式有效市场中，股票价格可以完全地反映出与之相关的所有信息，包括内幕信

息，那么就没有投资者可以获得套利机会从资本市场上获得额外非正常收益；在半强式有效市场中，股票价格反映的是历史信息、公开信息，投资者无法从已获得的公开信息里进行一些基础分析来获得额外收益；在弱式有效市场中，股票价格只可以反映出与之相关的历史信息，投资者即便采用一些技术分析手段分析历史信息也是无效的。因此，只有在强式有效市场中，上市公司股价才可以反映出企业真实价值，而在半强式有效市场以及弱式有效市场中，公司股价与其真实价值很可能存在不相符的情况。我国资本市场属于弱式有效市场，上市公司股票很可能无法体现其真实价值，所以上市公司管理者们很关注公司在资本市场上的表现，特别重视市值管理工作。

伊利是乳制品行业的龙头企业，无论是其历史表现还是未来发展都应该是行业中的佼佼者，但和同行业企业相比，其在资本市场上的表现却似乎并没有体现出企业的真实价值，而股份回购如今已经发展成为一种有效的资本运作方式，管理层则有可能通过股份回购来进行市值管理。

2.4 股份回购的影响机理

根据已有的文献研究表明，股份回购对企业会产生一定的市场效应以及财务效应。另外，通过分析发现股份回购还会通过实施股权激励间接产生非财务效应。通过对文献的整理与分析，得出股份回购产生市场效应、财务效应以及非财务效应的影响机理，具体影响路径如图 2.1 所示：

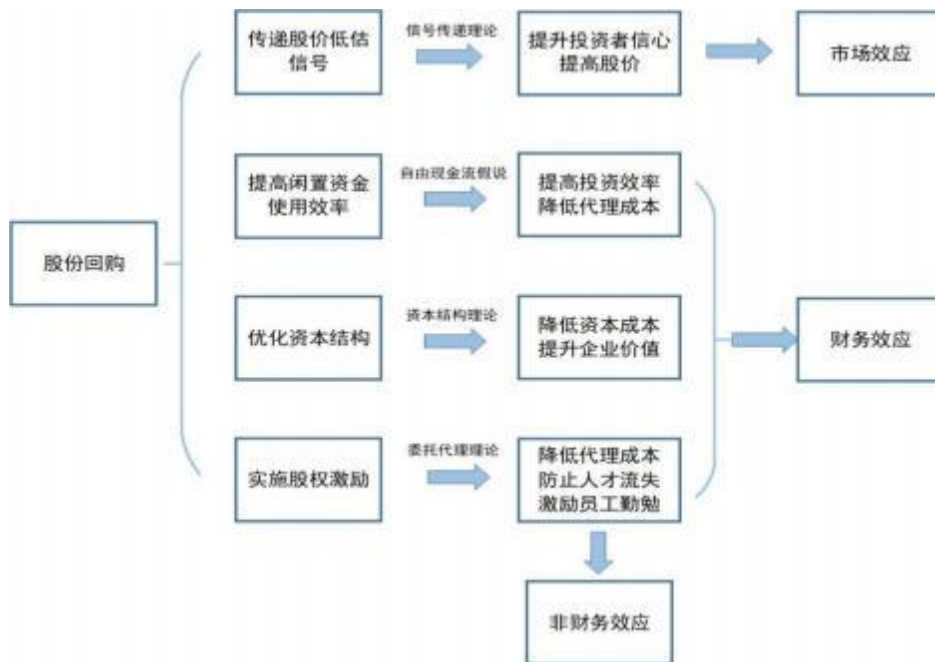


图 2.1 股份回购影响路径图

2.4.1 股份回购的市场效应影响机理

上市公司实施股份回购计划，一方面可以减少在外流通股股数，在利润不变的情况下，会提高企业每股收益水平。每股收益是衡量一个企业经营状况、股票获利水平的重要指标，该指标的提高会吸引投资者的关注，进而刺激股价上涨。另一方面，企业发布回购计划往往代表着企业管理层对企业未来的发展持乐观态度，并将这种积极信号传递给投资者。投资者经过综合理性判断，同样认为该公司此举对公司日后的发展有所帮助，就乐意购买公司股票。最终达到公司股价上涨，实现正向累计超额收益率的市场效果。

2.4.2 股份回购的财务效应影响机理

（1）降低代理成本

依据委托代理理论，由于公司所有权与经营权分离产生委托代理关系，而委托人与代理人之间存在利益冲突，委托人追求企业价值最大化，代理人追求自己利益最大化，因此代理人很可能会作出损害委托人利益的行为。当公司拥有大量的闲置资金时，管理者出于自身利益考虑往往更倾向于将多余资金投资于低风险低收益项目，导致公司利润减少。而实施股份回购可以充分地利用这笔闲置资金，约束管理者的短期行为，从而降低代理成本。此外，股份回购的股票如果直接用于股权激励计划，员工为了达到股权激励的行权条件，也会更加勤勉工作，努力提升公司经营业绩，为公司创造更多利润。基于股权激励的回购有利于将员工与公司利益紧密结合，使公司员工参与企业利润分红、与企业共担风险，提高公司员工对公司的忠诚度，促进公司更长远的发展，进而可以在减少代理成本的同时提升公司业绩。

（2）优化企业资本结构

上市公司无论使用的是自有资金还是通过外部举债的方式来进行股份回购，都会导致企业总资产和公司所有者权益的减少，提高企业债务资金占比，改变公司资本结构。与此同时，公司的财务杠杆也会随着公司资本结构的变化而发生改变。债务资金比率的提高会在一定程度上降低企业加权平均资本成本，为企业带来额外收益。但是财务杠杆并不是越大越好，想要发挥好财务杠杆效应，为企业带来更多收益，就得保证企业的资本结构处于合理的状态。因为企业债务融资的比例过高会使其财务风险增大，且债务成本一旦高于了利息带来的抵税作用，反而就会造成企业的加权平均资金成本上升，得不偿失。

2.4.3 股份回购的非财务效应影响机理

伊利明确了此次回购的股份将用于股权激励，将股东利益、公司利益、核心管理层利益结合在一起，共同为公司的长远发展努力。因此，股权激励要达到的效果即是此次股份回购的目的之一，可以将股权激励带来的影响看作是此次股份回购的间接效应。通过实施股权激励，一方面可以防止人才流失，因为股权激励发放的限制性股票在授予日后三年内满足一定条件才可解除限售，这其中隐含着员工服务期限的条件，即激励对象必须在公司工作满三年才能享受股权激励的全部好处，并且股权激励作为一种权益奖励手段，还会对激励对象以外的人员起到一定的吸引作用。另一方面可以提升伊利的研发创新能力，因为随着人们的生活水平提高和消费升级，人们对消费品的需求也趋于多样化，企业必须不断推陈出新满足大众的不同需求，才能维持业务和收入的稳定增长。另外，技术创新是当今时代的发展主题，通过生产工艺、技术、系统等方面的不断创新来降低成本也是行业竞争的趋势，因此管理层为了完成财务业绩指标来解除限售，势必要加大研发创新的投入力度。

第 3 章 伊利集团股份回购案例介绍

3.1 案例选取的依据

本文选择 2019 年伊利股份回购事件作为案例研究对象，其原因主要有以下三点。首先，伊利作为乳制品行业的龙头企业，位居中国乳业第一、亚洲乳业第一，是中国唯一的全球五强乳制品企业，无论是其市场份额、产品质量还是其品牌影响力在行业里都是数一数二，研究其回购的动因及效应对乳制品行业的股份回购来讲比较有代表性和参考性。其次，2019 年伊利集团以近 58 亿的自有资金实施股份回购计划，相比于 2015 年、2022 年的回购，此次回购规模更大，回购股票价格更高，成为了当年 A 股单次回购金额最高的企业，也是股份回购新规出台后短期内的最大规模回购，该事件在资本市场上引起的反响也十分强烈。最后，伊利实施股份回购的主要原因是进行限制性股票激励计划，这对研究基于员工激励的回购具有参考意义。综上所述，伊利的此次回购在众多股份回购事件中具有较高的代表性和参考性，比较适宜作为案例研究对象。

3.2 伊利集团概况

内蒙古伊利实业集团股份有限公司成立于 1993 年，并于 1996 年 3 月在上交所上市，成功进入 A 股市场，是当年 A 股市场上第一只乳制品行业股票。经过几十年的发展，伊利集团现已成长为中国规模最大、产品种类最多的乳制品企业。伊利还曾经为 2008 年北京冬奥会、2010 年上海世博会提供过乳制品服务，并在 2017 年官宣成为 2022 年北京冬奥会、冬残奥会的唯一乳制品合作伙伴。伊利集团凭借其优质产品质量与服务已经赢得了国际市场的认可，如今在国际市场上的影响力不容小觑。

在发展历程中，伊利始终秉承着“国际化、创新、质量、责任”的理念，依靠其高品质、多元化产品赢得了广大消费者的青睐。每天就有超过一亿的伊利产品送到消费者手中，每年更有将近十一亿的中国消费者选择伊利产品。伊利拥有着目前国内最大的奶源基地以及许许多多的优质牧场，与此同时，伊利还在寻求国外的优质奶源，源源不断地为伊利提供高质量、稳定的原奶，为后续生产出高品质、高附加值的多元化产品提供了坚实的保障。经过不断努力，伊利现已实现了全规模、标准化的养殖，并在全球乳业发达地区构建了一套全球资源、创新、

市场体系。

伊利经过这几十年的不断发展，凭借其高品质产品和全球产业布局成为我国乳制品行业的龙头企业。2021年，伊利还蝉联了荷兰合作银行发布的全球乳业20强榜单中的五强，长达8年稳居亚洲乳业第一，是中国唯一的全球五强乳制品企业。即使面对2020年疫情爆发，全球经济环境发生巨大变化，伊利依然能发挥其产业链优势成功抵抗住这次考验，实现营收的增长。这些都充分地说明了伊利目前在乳制品行业中的领先地位。

3.3 伊利集团股份回购的背景

3.3.1 相关政策背景

2018年，我国资本市场受到国内外经济形势变化影响，股市低迷，中国证监会为了鼓励企业实施股份回购发挥其维稳功能，在同年10月颁布了新《公司法》，增加了允许股份回购的情形，简化了实施股份回购的程序，同时放宽了实施股份回购的条件，充分地调动了上市公司进行股份回购的积极性。新《公司法》的颁布使得A股市场上再一次掀起回购热潮，回购规模再创新高。

2018年10月26日，第十三届全国人民代表大会常务委员会第六次会议通过了新《公司法》。该新《公司法》在第142条里面对于股份回购相关制度作出了修改，具体修改内容如下：

一是增加了允许股份回购的情形。一共增加了两种情形：其一是股份可以用来转换上市公司发行在外的可以转换为公司股票的公司债券；其二是企业为免受重大损害，用于保护股东权益以及维护企业价值所必需而进行回购。二是简化了实施股份回购的程序。原公司法规定实施股份回购必须经过股东大会同意，新《公司法》说明除“减资”、“合并”这两个特殊原因需经过股东大会同意外，为其他原因而实施的股份回购，依据公司章程规定或是经过股东大会授权，经过三分之二以上董事出席的董事会决议即可。三是对股份回购的交易方式作出了明确规定。此次新修订的公司法规定股份回购需要采用公开集中竞价方式进行，保证股份回购过程公开、公正、透明。四是放宽了回购资金的来源限制。原公司法规定如果上市公司回购目的是将公司股票奖励给本公司员工的，回购资金必须来源于公司的税后利润，此次新修订的办法取消了这一限制。也就是说上市公司可以通过发行优先股、发行债券等方式筹集股份回购所需资金，拓宽了上市公司实施股份回购的融资渠道。五是增大了公司持有本公司股票的数额。原公司法规定用

于奖励员工的回购股票要少于公司已经发行在外股票总数的 5%，而新修订的公司法规定回购股票数为不超过股票总数的 10%。持股比例的提高，在增大上市公司回购力度的同时还可以防止公司被恶意收购。

上述新修订的公司法相关内容，赋予了上市公司实施股份回购更多的自主权，鼓励上市公司实施股份回购来进行市值管理、实施股权激励、发行可转债等工作，以维护公司价值，增强投资者信心，促进资本市场的健康稳定发展。

3.3.2 回购前的经营状况

本文搜集了伊利公司进行股份回购前五年经营相关的财务指标，即 2014 年至 2018 年的营业收入、净利润以及销售商品、提供劳务收到的现金数据，整理得到如图 3.1 所示的伊利 2014 年-2018 年经营概况图：

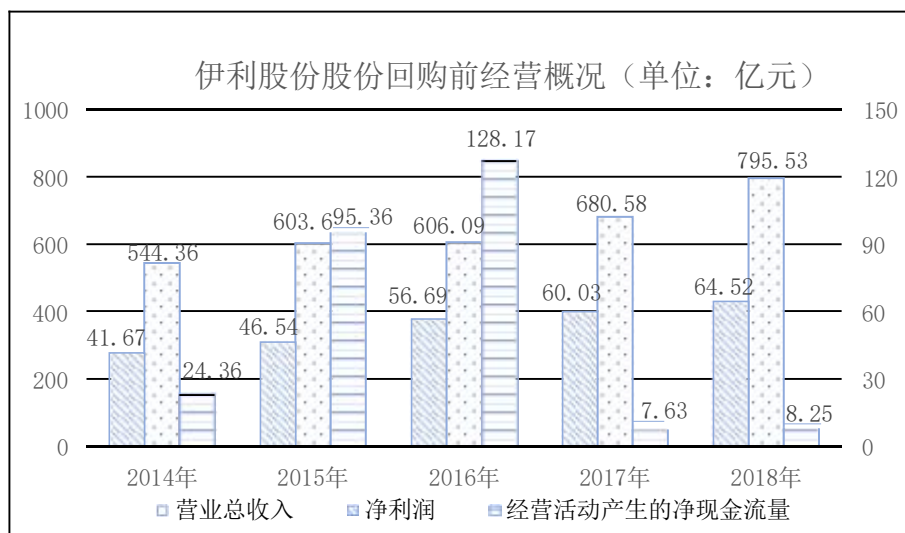


图 3.1 伊利股份回购前经营概况

数据来源：国泰安数据库

从图 3.1 可以看出伊利集团股份回购的前五年，营业收入一直保持着增长状态，增长率分别为 13.93%、10.88%、0.41%、12.29%、16.89%。这几年的营业收入中超过 90% 的收入都来源于主营业务收入，说明伊利在回购前五年的日常生产经营状态较好且收入来源稳定。伊利 2014 年-2018 年的净利润也在持续增长，这五年的净利润增长率分别为 30.16%、11.71%、21.80%、5.89%、7.48%。这与伊利这几年不断地进行产品结构调整、挖掘明星产品、提高现有市场份额有着较大关系，这些举措使得伊利的生产销售状态得到持续健康增长。但是伊利 2014 年至 2018 年经营活动产生的净现金流量变化波动较大，2015 年实现 2.91 倍的增长，但是 2017 年突然骤降，下降幅度高达 94%，出现这种现象主要是因为当年原辅料价

格上涨、财务公司存放中央银行款项净额增加以及支付的企业所得税和增值税较上年同期增加。综上可以看出伊利回购前五年的经营状况较好，呈现稳定增长状态。

3.3.3 回购前的股权分布概况

伊利在宣告实施股份回购前前十大股东和前十大限售条件股东情况如表 3.1 所示：

表 3.1 股份回购前前十大股东情况

序号	股东名称	持股数量（股）	占公司总股本比例 （100%）
1	香港中央结算有限公司	873,569,479	14.37
2	呼和浩特投资有限责任公司	538,535,826	8.86
3	潘刚	236,086,628	3.88
4	中国证券金融股份有限公司	182,421,501	3.00
5	阳光人寿保险股份有限公司 -分红保险产品	109,108,607	1.8
6	赵成霞	84,090,140	1.38
7	刘春海	83,308,288	1.37
8	胡利平	79,340,536	1.31
9	招商银行股份有限公司-兴全合宜灵 活配置混合型证券投资基金	75,049,642	1.23
10	阳光人寿保险股份有限公司 -吉利两全保险产品	71,159,452	1.17
合计		2,332,670,099	38.37

数据来源：伊利股份回购公告

从表 3.1 可以看出回购前伊利前十名股东持股达到 23.33 亿股，占公司总股本的 38.37%。其中前三名股东分别为香港中央结算有限公司、呼和浩特投资有限责任公司、潘刚，分别持股 8.74 亿股、5.39 亿股、2.36 亿股。占公司总股本数分别为 14.37%、8.86%、3.88%。三大股东合计占公司总股本的 27.11%。剩余 7 位股东合计占公司总股本的 11.26%。另外可以发现前十名股东中有 6 名股东均为机构投资者，共计持股 18.5 亿股，占公司总股本的 30.43%。综合以上分析可以看出伊

利集团的股权结构较为分散，无实际控制人，不存在控股股东，权力相对制衡。

3.4 伊利集团股份回购的过程

3.4.1 股份回购计划

2019 年 4 月 8 日，公司召开了第九届董事会临时会议，会议通过了《关于以集中竞价交易方式回购公司股份方案的议案》。该议案对实施此次股份回购的目的、回购种类、回购方式、回购期限、回购价格等作出了安排，具体方案如表 3.2 所示：

表 3.2 伊利实施股份回购的具体方案

回购项目	具体内容
回购目的	实施股权激励。
回购种类	人民币普通股 A 股。
回购方式	集中竞价交易方式。
回购期限	限自董事会审议通过回购方案之日起不超过 12 个月。
回购价格	不超过 35 元/股。
回购数量	不低于 151,953,191 股（占公司总股本的 2.5%）且不高于 303,906,380 股（占公司总股本的 5%）。
回购的资金来源	全部来源于公司自有资金，预计使用资金 106.37 亿元。

数据来源：伊利股份回购公告

从表 3.2 可以看出伊利实施此次股份回购采用的是集中竞价交易方式，回购资金全部来源于伊利自有资金，以不超过 35 元每股的价格回购不低于 1.52 亿股，不高于 3.04 亿股的公司股票。并宣告此次回购股票的目的一方面是用于后期实施股权激励，增加员工持股比例，更好地将公司利益、股东利益、核心团队利益紧密结合。另一方面则是表明伊利对自身长期内在价值的坚定信心，增强投资者信心。

3.4.2 股份回购进程

伊利对实施股份回购的进程陆续进行了公告披露，本文通过对这些公告进行整理，得到如表 3.3 所示的伊利股份回购进程表：

表 3.3 伊利股份回购进程

截止日期	累计回购 股份数量 (万股)	累计占总股本 比重 (100%)	回购最低价 (元/股)	回购最高价 (元/股)	回购均价 (元/股)	回购资金总额 (万元) (不含 交易费)
2019/05/06	154.67	0.0254	29.58	29.92	29.74	4600.46
2019/05/30	6368.90	1.0446	29.02	30.25	29.90	190456.11
2019/05/31	6634.43	1.0881	29.02	30.25	29.91	198459.60
2019/06/30	9463.38	1.5521	29.02	32.95	30.48	288427.56
2019/07/09	13074.27	2.1443	29.02	33.50	31.24	408403.03
2019/07/24	18292.00	3.0001	29.02	33.80	31.67	579264.15

数据来源：根据伊利股份回购公告整理所得

从表 3.3 可以看出伊利从股份回购从开始到结束共耗时两个多月，以集中竞价方式累计回购 1.83 亿股股票，累计占总股本的 3%，与预期回购计划比例相符。回购资金总额为 57.93 亿元，回购最低价为 29.02 元每股，最高价为 33.8 元每股，回购均价为 31.67 元每股，这与当初股份回购计划以不超过 35 元每股价格进行回购一致。可以看出伊利回购进程开展符合回购预案，耗时较短，进程比较顺利。伊利于 2019 年 7 月 26 日宣告完成回购，并表示本次回购来的股票数超过预计最低回购数，且回购不会对伊利未来经营与发展带来负面影响，由于回购计划已经完成、回购目的已经达到，之后不再继续回购。

3.4.3 股份回购结果

截止到 2019 年 7 月 24 日，伊利已完成回购计划，回购完毕后伊利股权变动情况如表 3.4 所示：

表 3.4 伊利股份回购后股权变动情况

股份类别	回购前		回购后	
	数量 (股)	比例 (%)	数量 (股)	比例 (%)
有限售条件股份	38,333,446	0.63	38,333,446	0.63
无限售条件股份	6,039,794,162	99.37	5,875,871,637	96.37
回购专用证券账户	0	0	182,920,025	3.00
总股本	6,078,127,608	100.00	6,097,125,108	100.00

数据来源：伊利股份回购公告

从表 3.4 可以看出伊利一共回购了 1.83 亿股股票，此次回购使得无限售条件股份减少，并转入到回购专用证券账户中。最终导致回购专用证券账户增加 1.83 亿股，无限售条件股份减少 1.64 亿股，这其中相差的 0.19 亿股股份是因为回购期间伊利股票激励行权的结果。

2019 年 9 月 6 日，伊利召开第九届董事会临时会议决议，公司决定调整之前关于回购股份用途的计划，原计划是将回购所得的 1.83 亿股股份全部用于实施股权激励，调整为仅 1.52 亿股用于实施股权激励，余下的 0.31 亿股将进行注销，最终使得注册资本减少 0.31 亿股。公司总股本数由原来的 60.97 亿股变为 60.66 亿股。

第 4 章 伊利集团股份回购动因分析

根据前文文献梳理可以发现，股份回购经过长时间的发展已经成为一种上市公司进行资本运作的方式，通过股份回购可以实现传递股价低估信号、提高自由资金使用效率、提升企业财务杠杆、实施股权激励、增加财务灵活性等目的，不同的实施目的可能会倾向于实现不同的效果，带来不同的效应，因此有必要对伊利此次实施股份回购的动因进行探索，本章除了分析伊利发布的回购公告中宣告的动因外，还将探索上述其他可能存在的潜在动因。

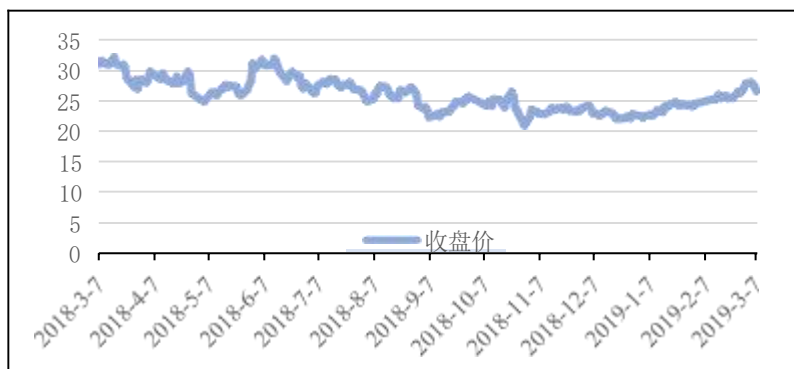
4.1 回购宣告动因分析

伊利在 2019 年 4 月 9 日发布的回购公告中披露此次回购的目的一共有两个，其一是体现公司对其长期内在价值的坚定信心，帮助投资者更加清晰地认识公司长期内在价值，增强投资者对公司的投资信心。其二是将回购的股票用于实施股权激励，将股东利益、公司利益、核心管理层利益结合在一起，共同为公司的长远发展努力。

4.1.1 传递股价低估信号

根据信号传递理论，由于公司内部管理者和外部投资者之间存在信息不对称现象，所以管理者比起投资者更能评估出公司真实价值。当公司管理层认为公司当前股价低于公司真实价值时，实施股份回购就可以向外界发出公司目前经营状况良好，管理者对公司未来发展充满信心的积极信号，以此吸引投资者，最终达到提升公司股价的目的。

为验证这一动因，本文首先分析了伊利实施股份回购前的股价变动情况，选取回购前一年的每日收盘价作为分析基础，整理得数据如图 4.1 所示：



数据来源：巨潮资讯网

图 4.1 伊利股份回购前股价变动情况

从图 4.1 可以看出伊利在回购的上年即 2018 年股价走势不容乐观，呈现波动下降的趋势，其中部分原因是受到 2018 年经济不景气影响，到 2019 经济形势好转，伊利股价略有上升，但是上升幅度较小，且股价普遍不高，最高只有 27.32 元每股。通过前文对伊利经营状况的分析得知伊利近五年的营业收入、净利润、净现金流数据都在逐渐上升，经营状况良好并且持续向好，但股价表现却并不如此。说明伊利的市场表现欠佳，可能存在投资者对伊利信心不足的情况。

为进一步验证传递股价低估信号是否是伊利实施股份回购的动因之一，本文选择了市盈率这一指标并与同行业公司作对比来判断伊利是否存在公司价值被低估的情况。市盈率是最常用来分析股票价格是否处于合理水平的重要指标，它是指股票价格与每股收益的比率，一般来说市盈率越高股票价值越有可能被高估。本文计算的市盈率是以股票 2019 年 4 月 7 日的收盘价与上一年的每股收益为基础，选取具有可比性的同行业公司包括蒙牛乳业、光明乳业、三元股份、燕塘乳业、天润乳业、贝因美、新乳业这 7 家乳制品企业进行对比。分别计算所得的市盈率如表 4.1 所示：

表 4.1 同行业公司静态市盈率对比表

公司名称	股价（元）	每股收益（元）	市盈率（倍数）
伊利	29.78	1.06	28.09
蒙牛乳业	29.30	0.78	37.56
光明乳业	10.37	0.28	37.04
三元股份	6.13	0.12	51.08
燕塘乳业	19.42	0.27	71.93
天润乳业	16.27	0.55	29.58
贝因美	7.95	0.04	198.75
新乳业	19.33	0.32	60.41
均值	14.91	0.43	64.31

数据来源：国泰安数据库

从表 4.1 可以看出，伊利 2018 年的每股收益为 1.06 元，远高于行业均值 0.43 元，说明伊利股票每股创造的税后利润较高，约为行业平均值的 2.47 倍。伊利的市盈率为 28.09 倍，而行业平均市盈率为 64.31 倍，约为伊利的 2.23 倍，一般来讲市盈率较低更具有投资价值，说明伊利股票的投资价值较大。再结合伊利股价趋势变动以及股票价格来看，伊利的股价较低，市场表现较差，存在股价被低估现

象。综合伊利前五年的经营状况、股价趋势以及市盈率分析来看，伊利股价存在被低估问题，且伊利回购预案中宣告了此次回购动因之一是维护公司在资本市场的形象，因此伊利存在通过股份回购传递股价低估信号，增强投资者对伊利的信心，从而提升公司股价的动因。

4.1.2 实施股权激励

直接实施股权激励需要重新发行股票，会增加企业流通股股数，可能会稀释控制权和摊薄每股收益。但假如将回购的股票作为股权激励股票使用，则不会有这一影响，所以一些企业就利用这一优势通过股份回购来实施股权激励计划。公司承诺员工可以优先以特定价格购买本公司一定数量股票的权力，该方式可以使员工参与企业利润分红、与企业共担风险，将员工与企业的利益紧密结合起来，员工会更加勤勉地工作，对公司忠诚度更高，为公司创造更多价值。

从伊利发布的股份回购预案披露来看，本次回购的股份将全部用于实施股权激励。可见实施股权激励计划是伊利进行股份回购的动因之一。2019年8月6日伊利发布《伊利股份2019年限制性股票激励计划（草案）》，该草案对此次股票激励的对象名单及分配情况作出的详细披露情况如表4.2所示：

表 4.2 激励对象名单及分配情况表

激励对象	职务	获授的限制性股票数量 (万股)	占授予限制性股票 总数的比例 (%)	占目前股本总额 的比例 (%)
潘刚	董事长兼总裁	6,080.00	33.2386	0.9972
刘春海	董事、副总裁	1,000.00	5.4669	0.1640
赵成霞	董事、副总裁、 财务负责人	1,000.00	5.4669	0.1640
闫俊荣	董事	50.00	0.2733	0.0082
邱向敏	董事会秘书	40.00	0.2187	0.0066
其他核心人员（共 469 人）		10,122.0025	55.3356	1.6601
合计（共 474 人）		18,292.0025	100.00	3.00

数据来源：伊利股权激励公告

从表 4.2 可以看出伊利此次回购股票的确是用于实施股权激励计划。此次激励对象一共有 474 人，获授的限制性股票数量为约 1.83 亿股，占总股本的 3%。其中董事、总裁、高级管理人员共 5 人获授股票共计 8170 万股，占授予股票的

44.66%。伊利选择这些对公司经营业绩和发展有重要影响的员工进行股权激励，可以充分调动员工积极性，激发公司内部活力，紧密地将核心管理人员利益与公司利益结合在一起，在一定程度上降低了代理成本，有利于伊利更加长远的发展，综合以上分析来看伊利确实存在利用股份回购来实施股权激励计划的动因。

4.2 回购潜在动因分析

尽管伊利在首次宣告实施股份回购计划的公告里已经披露了此次回购的目的，但是上市公司往往不会将其进行股份回购的所有真实想法都披露出来，可能会存在一些其他隐藏动因。本节将依据现有的回购动因理论验证分析伊利进行回购的潜在动因。

4.2.1 优化企业资本结构

企业的资本可以分为权益资本和债务资本，资本结构即是企业这两种资本的价值构成及比例关系，保持合适的资本结构有利于降低资本成本。根据现代资本结构理论，在考虑所得税和破产成本的情况下，适当提高债务资本可以提高企业财务杠杆效应，获得节税利益，有助于降低资本成本。股份回购可以起到调整企业资本结构的作用，因此伊利集团有可能通过股份回购来调整优化资本结构，因为伊利通过自有资金回购股份会导致大量货币资金流出，流动资产和所有者权益减少，而负债不受影响，这就会导致债务资本的比例上升，基于此，本文将首先通过资产负债率和财务杠杆系数来分析伊利此次股份回购是否存在优化资本结构的动因。但是债务资本占比提高的同时会提升企业的财务风险，增加债务资本成本，现代资本结构理论认为企业加权平均资本成本（WACC）最低的资本结构才是最佳资本结构，并不是资产负债率越高越好，因此本文还将采用加权平均资本成本来分析伊利此次股份回购是否存在优化资本结构的动机。

本文选取了伊利 2016 年-2018 年的资产负债率和财务杠杆系数，现整理得到如表 4.3 所示的回购前后资本结构相关指标数据，并绘制出如图 4.2 所示的变化趋势图。

表 4.3 伊利回购前后资本结构相关指标

	2016	2017	2018
资产负债率	40.82%	48.80%	41.11%
资产负债率行业均值	44.60%	46.43%	44.78%
财务杠杆系数	1.00	1.02	0.99
财务杠杆系数均值	1.23	1.16	1.26

数据来源：国泰安数据库

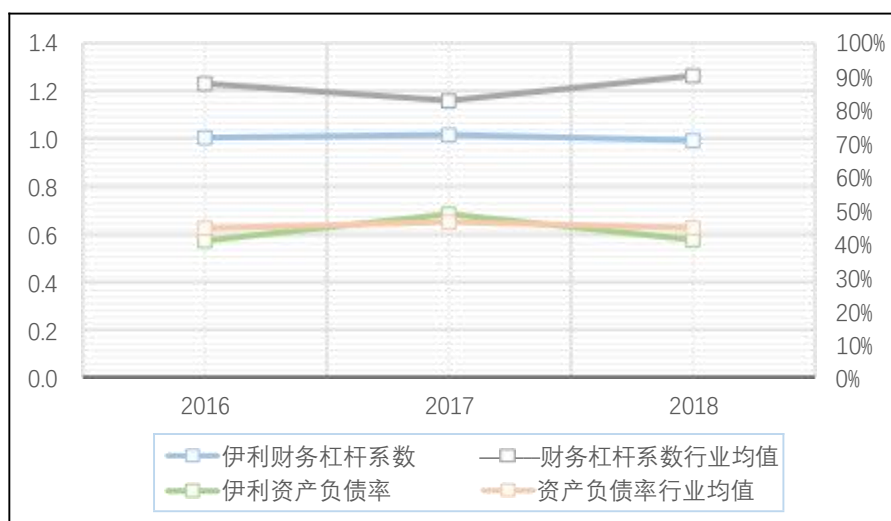


图 4.2 伊利回购前后资本结构相关指标变化趋势图

从表 4.3 中可以发现伊利回购前三年里，除 2017 年外伊利资产负债率均低于行业均值，而 2017 年资产负债率较高的原因是当年为了采购原材料增加了 70 多亿元短期借款，否则很可能 2017 年的资产负债率也低于行业均值。另外，从图 4.2 可以发现伊利的财务杠杆系数也是一直低于行业均值，说明伊利进行股份回购前并没有充分利用财务杠杆效应，债务资本的占比还可以继续提高。因此伊利很可能希望通过股份回购来调整资本结构，增加债务资本的占比，提升企业财务杠杆效应。

除分析资产负债率和财务杠杆系数变化外，本文还根据伊利回购前后的加权平均资本成本，进一步论证了优化资本结构是伊利进行股份回购的动因之一。加权平均资本成本是以负债、权益总额占企业总资产的比重加权平均计算的。具体计算公式如式 4.1 所示：

$$\text{加权平均资本成本} = \text{税后债务资本成本} * \text{债务资本比重} + \text{权益资本成本} * \text{权益资本比重} \quad (4.1)$$

①债务资本成本

本文选取 1 年银行短期贷款利率作为短期利率，选取 3 年期银行定期存款利率作为长期利率，伊利 2016 年-2018 年债务资本成本具体计算数据如表 4.4 所示：

表 4.4 伊利 2016 年-2018 年债务成本计算数据

项目	2016	2017	2018
短期借款（万元）	15,000.00	786,000.00	152,300.00
长期借款（万元）	28.90	28.90	28.90
短期借款比例	99.81%	100.00%	99.98%
长期借款比例	0.19%	0.00%	0.02%
短期利率	4.35%	4.35%	4.35%
长期利率	2.75%	2.75%	2.75%
债务资本成本	4.35%	4.35%	4.35%

数据来源：伊利年报、国泰安数据库

②权益资本成本

本文根据国资委对于主业处于充分竞争行业和领域的商业类企业的相关规定，将权益资本成本率定为 6.5%。

③加权平均资本成本

根据公式 4.1 计算出伊利 2016 年-2018 年的加权平均资本成本如表 4.5 所示：

表 4.5 伊利加权平均资本成本计算数据

项目	2016	2017	2018
债务资本成本	4.35%	4.35%	4.35%
税后债务资本成本	3.69%	3.70%	3.70%
债务资本比重	0.66%	24.17%	5.34%
权益资本成本	6.50%	6.50%	6.50%
权益资本比重	99.34%	75.83%	94.66%
加权平均资本成本	6.48%	5.82%	6.35%

数据来源：伊利年报、国泰安数据库

从表 4.5 可以发现伊利进行股份回购前的加权平均资本成本处于较高水平，2017 年加权平均资本成本较低也是因为当年增加了 70 多亿元短期借款，导致债务资本占比较高，由于债务资本成本小于股权资本成本，所以导致加权平均资本成本降低。这也说明伊利的资本结构还可以通过提高债务资本占比来进行优化，这

也是促使伊利进行股份回购的动因之一。

综上所述，通过股份回购来提升债务资本占比，从而优化企业资本结构也是伊利进行股份回购的动因之一。

4.2.2 提高闲置资金使用效率

根据委托代理理论，由于企业所有权与经营权分离产生代理问题，企业经营者出于自身利益考虑可能会作出不利于企业长远发展的决策。比如当企业拥有较多可自由支配的闲置资金时，经营者为谋取私利可能会滥用资金。因此企业更倾向于在其资金充沛时进行股份回购以约束管理层的这种短期行为，降低代理成本，提高闲置资金的使用效率。

本文整理了伊利股份回购前三年，即 2016 年-2018 年的现金流量及投资支出数据来分析伊利的现金流情况，具体数据如下表 4.6 所示。

	2016	2017	2018
货币资金	138.24	218.23	110.51
净利润	56.69	60.03	64.52
经营活动现金净额	128.17	70.06	86.25
净利润现金含量	2.26	1.17	1.34
筹资活动现金净额	-88.15	40.53	-107.49

数据来源：伊利年报、国泰安数据库

伊利在 2017 年通过了发行中期票据及超短期融资券的议案，拟筹集资金主要用于企业的日常经营活动，但是短时间内因为审批、注册等原因没有发行成功，于是在当年又增加了 70 多亿元的短期借款，主要用于购买原材料，本期大量原材料的采购以致于之后用于日常经营的资金需求减少。在 2019 年伊利终于成功发行了第一期超短期融资券，之后陆陆续续发行了多期的融资债券，发行金额共计 90 亿元。此外，从表 4.6 可以看出伊利每年的货币资金均超过百亿，再观察筹资活动现金净额的变化，可以看出在伊利 2018 年偿还了大额的借款，且偿还了 2017 年因购买原材料的 70 多亿元银行短期借款后账上仍有 100 多亿的资金，说明其资金较充裕。此外伊利的净利润现金含量在回购前三年均大于 1，说明伊利的现金造血能力较强。通过债券融资筹集的资金加上账面上的百亿资金和自身强大的现金造血能力以及后续购买原材料的资金需求的降低，均反映出伊利拥有较充裕的

自由现金流。伊利选择在此时实施股份回购不但不会对企业的日常经营产生不利影响，反而会因为使用大量闲置资金而提高资金的使用效率，降低代理成本，为企业带来收益。因此，提高闲置资金使用效率很可能是伊利进行股份回购的潜在动因之一。

以上内容仅为本文档的试下载部分，为可阅读页数的一半内容。如要下载或阅读全文，请访问：<https://d.book118.com/397030022150006026>