

摘要

股票回购制度最初出现于西方国家相对完善的融资市场中,主要用于完善上市公司的治理架构,被视为一个有效的资本运作工具。近些年,随着中国的证券市场结构越来越健全,股票回购操作也获得了更多的大企业的认可。当前,我国 A 股市场受多种因素影响走势低迷,股份回购作为上市公司释放企业良好经营状况的信号和工具,参与其中的公司数量和涉及金额都有了大规模的激增。雅戈尔在 2019 年至 2021 年期间用将近 40 亿自由资金,前后开展了约 30 次回购操作将发行在外的 6 亿普通股购回,在行业内属于规模极大的股份回购操作计划。企业进行股份回购最直接的动机无非是提振市场信心,推动股价上升。但是雅戈尔的第二大股东昆仑信托却在股份回购公告发出之后紧锣密鼓地开展起了减持操作,浇灭了市场投资者的热情。基于隐藏动机的股份回购操作会给上市公司带去何种效应,这需要我们进一步探讨。

本文以雅戈尔实施股份回购作为案例研究对象,主要分析了此次股份回购的动因和经济效应。介绍了雅戈尔股份回购的过程,探究了雅戈尔实施此次周期较长的股份回购操作的动因,从自由现金流量、每股收益、财务灵活性、公司股价被低估以及掩护大股东财富转移五个方面进行了验证分析。过程中利用绝对估值法和相对估值法验证了其提升股价动因的真实性。基于自由现金流假说和财务效应理论发现公司自由现金流充足为其实施股份回购操作提供了先天条件,提升财务灵活性也是雅戈尔开展股份回购的关键动因。股份减持与股份回购齐上阵的操作也验证了雅戈尔大额股份回购背后潜藏着掩护大股东财富转移的隐秘动机。在分析雅戈尔股份回购的市场效应时采用事件研究法以及 BHAR 模型证实雅戈尔此次回购操作只能为企业带来短期的市场公告效应,长期市场效应不明显,企业股价也并没有提升。但是,在利用传统财务指标以及因子分析法进行纵向和横向财务效应分析时,发现雅戈尔股份回购发挥了良好的财务效应,降低企业经营风险。

通过综合分析,本文得出如下结论:雅戈尔股份回购的短期市场公告效应为正,对于公司股价有正向提升作用,但缺乏持续增长动力。企业左手回购,右手减持,从而实现内部人交易的操作不值得提倡。除开市场效应之外,雅戈尔股份回购带来了良好的财务效应。此外,雅戈尔股份回购事件对于上市公司资本运作、投资者投资决策以及监管方的监督管理都具有启示和指导意义。

关键词: 雅戈尔; 股份回购; 回购动机; 市场效应; 财务效应

Abstract

The stock repurchase system first appeared in the relatively complete financing market of western countries, mainly used to improve the governance structure of listed companies, and was regarded as an effective capital operation tool. In recent years, as the structure of China's securities market has become more and more sound, the stock repurchase operation has also been recognized by large enterprises. At present, Chinese A-share market is sluggish due to various factors. Share repurchase, as a signal and tool for listed companies to release the good operating conditions of the company, has seen a large-scale surge in the number of companies involved. From 2019 to 2021, Youngor used nearly 4 billion free funds to carry out about 30 repurchase operations to repurchase the 600 million common shares issued, which is also a large-scale share repurchase operation in the industry. The most direct motivation for companies to carry out share repurchase is to boost market confidence and push stock prices up. However, the second largest shareholder of Youngor, has carried out a reduction operation after the announcement of the share repurchase, which dampened the enthusiasm of market investors. What effect the share repurchase operation based on hidden motives will bring to listed companies requires further discussion.

Taking Youngor's share repurchase as the case study object, this paper introduces the process of Youngor's share repurchase, and explores the motivation of Youngor's implementation of this long-cycle share repurchase operation, from free cash flow, earnings per share, financial flexibility, The undervaluation of the company's stock price and the shielding of the wealth transfer of major shareholders are verified. In the process, the absolute valuation method and the relative valuation method are used to verify the authenticity of the motivation for raising the stock price. Based on the free cash flow hypothesis and the financial effect theory, it is found that the company's sufficient free cash flow provides innate conditions for its implementation of share repurchase operations, and improving financial flexibility is also a key motivation for Youngor. The operation of share reduction and share repurchase at the same time also verified that Youngor's large share repurchase hides the hidden motive behind the financial transfer of major shareholders. When analyzing the market effect of Youngor's share repurchase, the event study method and BHAR model are used to confirm that Youngor's repurchase operation can only

bring short-term market announcement effect to the company, the long-term market effect is not obvious, and the company's stock price has not increased. However, when using traditional financial indicators and factor analysis to analyze the vertical and horizontal financial effects, it is found that Youngor's share repurchase has played a good financial effect and reduced the business risk of the enterprise.

Through a comprehensive analysis of the motivation and economic effect of Youngor's share repurchase, this paper draws the following conclusions: the market effect of share repurchase has a positive effect on the company's stock price in the short term, but it lacks sustained growth momentum. It is not worth advocating that the left-handed repurchase of the enterprise and the reduction of the right-handed holding to realize insider trading are not recommended. In addition to market effects, Youngor's share repurchase has brought good financial effects. In addition, the Youngor share repurchase incident has enlightenment and guiding significance for the capital operation of listed companies, investors' investment decisions and the supervision and management of regulators.

Key words: Youngor; Share repurchase; Repurchase motivation; Market effect; Financial effect.

目录

第 1 章 引言	1
1.1 选题背景和研究意义	1
1.1.1 选题背景	1
1.1.2 研究意义	3
1.2 文献综述	3
1.2.1 关于股份回购动因的研究	3
1.2.2 关于股份回购效应的研究	5
1.2.3 文献述评	8
1.3 研究思路和研究方法	9
1.3.1 研究思路	9
1.3.2 研究方法	9
1.4 创新点与不足之处	10
1.4.1 创新点	10
1.4.2 不足之处	10
第 2 章 股票回购相关概念与理论基础	11
2.1 股份回购的相关概念	11
2.1.1 股份回购的类型	11
2.1.2 股份回购的方式	11
2.2 股份回购的理论基础	12
2.2.1 信号传递理论	12
2.2.2 自由现金流理论	13
2.2.3 财务效应理论	13
2.2.4 委托代理理论	14
2.3 本章小结	14
第 3 章 雅戈尔股份回购案例介绍	15
3.1 雅戈尔公司概况	15
3.1.1 雅戈尔公司简介	15
3.1.2 雅戈尔经营状况	16
3.2 雅戈尔股份回购背景	18
3.3 雅戈尔股份回购实施过程与结果	18
3.3.1 股份回购方式与资金来源	18
3.3.2 股份回购数量	19
3.3.3 雅戈尔股份回购进程	19

3.3.4 股份回购用途	20
3.4 本章小结	21
第 4 章 雅戈尔股份回购动因分析	22
4.1 企业自由现金流充足	22
4.2 提振市场信心并增加每股收益	23
4.3 提升财务灵活性	24
4.4 公司价值被低估	26
4.4.1 相对估值法	27
4.4.2 绝对估值法	27
4.5 掩护大股东资产转移	31
4.6 本章小结	33
第 5 章 雅戈尔股份回购的经济效应分析	34
5.1 雅戈尔股份回购的市场效应分析	34
5.1.1 短期市场效应	34
5.1.2 长期市场效应	38
5.2 雅戈尔股份回购的财务效应分析	40
5.2.1 基于传统财务指标的纵向分析	40
5.2.2 基于因子分析法的横向分析	46
5.3 股份回购对公司资本结构的影响	51
5.3.1 对公司股东权益的影响	51
5.3.2 对公司财务杠杆的影响	52
5.3.3 加权平均资本成本	53
5.4 本章小结	54
第 6 章 研究结论与启示	55
6.1 研究结论	55
6.1.1 雅戈尔股份回购存在隐藏动机	55
6.1.2 雅戈尔股份回购的长期市场公告效应不佳	56
6.1.3 股票回购降低了雅戈尔的经营风险	56
6.2 研究启示	57
6.2.1 投资者应谨慎看待企业股份回购意图并理性投资	57
6.2.2 企业应基于自身良好经营状况开展股份回购	57
6.2.3 政府应规范并引导企业股份回购行为	58
参考文献	60
致谢	63

第 1 章 引言

1.1 选题背景和研究意义

1.1.1 选题背景

2018 年的中国股票市场上诸多投资者由于跌跌不休的走势退出了市场，一众机构和个人投资者的失望而归更是说明了 A 股市场的不佳表现。其实，2018 年并非 A 股市场走低的开端，自 2008 年起我国股市就已经走上了下坡路，2008 年伊始还有四千多点，十几年过去了，2020 年我国 A 股市场不但没涨反而跌到了三千多点。与此形成了鲜明对比的是，中国 GDP 在过去这些年始终维持着较高增速，从三十多万亿元到如今的突破了一百万亿元，甚至已提高了三倍之多，人们都说中国股市是宏观经济市场的晴雨表，为何在中国宏观经济市场高速成长并获得了可喜成就的这些年，投资者手中的股票反而却日益贬值呢？这里面的最深层因素，不乏中国国内股票市场超发、中美贸易战，以及美国对中国诸多领域征收不合理关税，更不可忽视的因素则是最近两年中国国内外的新冠肺炎疫情，影响中国国内各行各业。在这样的历史背景下，为了扭转市场投资者对于宏观经济的消极预期，不少上市公司选择股份回购来提振市场信心。简单来说，股份回购就是上市公司通过汇集内部自由闲置资金或者筹借外部资金的方式，将企业发行在外的部分流通股购回，从而实现减少注册资本、调整资本结构以及提振股价的目标。股份回购本质上是一种高效的资本运作工具，可以优化企业的内部资本结构，灵活利用内部自由现金流，提升企业的市场价值。此外，股份回购也能够帮助上市公司规避市场上的恶意收购。股票回购起源于美国纽约，在国外成熟的投资金融市场上已出现了数十年，产生了很大影响。在我国起步的时间比较晚，运用频率较低，早期更是由于我国股票市场以及股份回购制度都还不成熟和完善，上市公司使用股份回购这一手段的非常少。

2018 年 10 月份《新公司法》出台，进一步完善修改了原先关于股份回购限制的法案，将适用股份回购的情形进行了拓展，放宽了企业获取回购资金的来源和渠道，并在信息披露方面增加了更为严格的规定，新规的出台迅速把股份回购这一资本运作工具重新带回大众视野。从 WIND 数据库显示的具体数据信息可以看到 2018 年参加股份回购的企业高达 782 家，而且大部分是在 2018 年 10 月份新规出台之后，回购金额更是超过 617 亿元人民币，占 A 股上市公司总数的五分之一；同比增加接近 6 倍，是前三年回购总金额总和的 2.3 倍，创历史新高。随后的 2019-2021 年更是保持了这一增长趋势，参与回购的公司数和回购数额都

刷新了记录。尤其在 2021 年参与股份回购的企业增加了 10%，回购金额增长率竟达到了 50%。

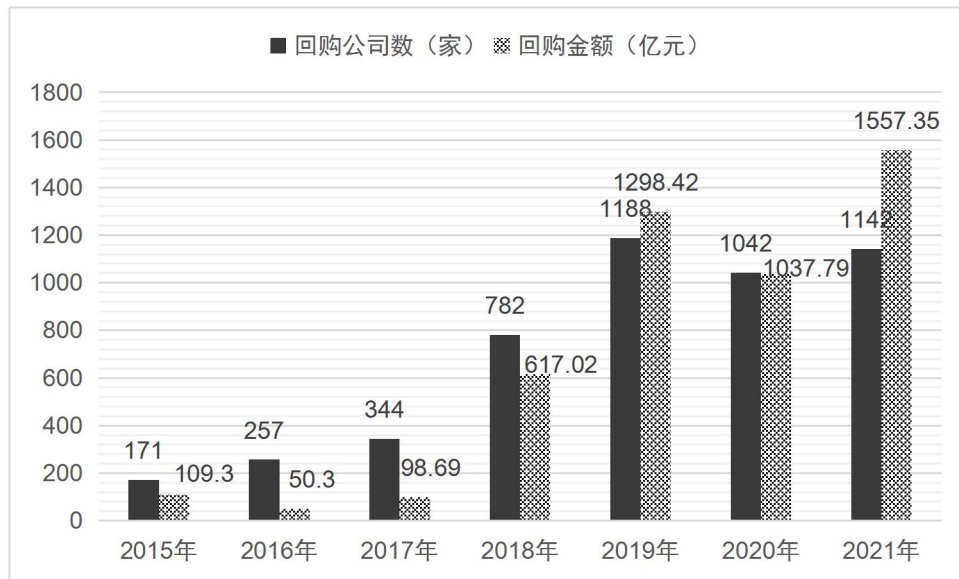


图 1-1 2015 年-2021 年股份回购情况

数据来源：WIND 数据库

从图 1-1 中可以看到近些年产生了大规模的股份回购，对比 2017 年之前的数据，不禁让我们产生这样的疑问：股份回购真的能够挽救跌跌不休的股价吗？它又真的能为企业带去正向的经济效应吗？在这样的背景下，我们有必要通过研究典型的股份回购案例来对股份回购的方式方法以及作用效果进行分析评判，以此为其他上市公司或企业提供参考建议。雅戈尔成立于上世纪 80 年代末，成立之后凭借服装主业迅速积累了大量现金流，赢得市场份额，在 1998 年成功上市之后，涉足投资产业。因其表现优异，短期内得到众多投资者青睐，同时他也不负众望，在投资市场上颇具眼光，吸引了并开展了大量高收益投资。根据雅戈尔 2019 年披露的年报数据显示，这家公司在当年的资产规模已经有 800 多亿元，营业收入 124 亿元，获取净利润 40 亿元。这样的成绩是行业内的翘楚，雅戈尔自身规模也是打破了 20 年增长 28 倍的记录。雅戈尔的发展史拥有自身的特征，他不仅在主营业务服装市场上占据很大份额，为其创造源源不断的现金流量，这样一家公司还成功在投资市场上获得一席之地。靠着服装赚钱起家，服装一直为雅戈尔提供发给了大量稳定的现金流。服装业可以说是雅戈尔最不像主业的主业，且自 2020 年以来受贸易战和疫情的影响，服装业的财务数据并不尽如人意，公司自 2019 年 6 月 11 日公布第一次大额股份回购之后，又在 2020 年 9 月 18 日公告第二次大额股份回购计划。基于以上背景，对股份回购如此迫切的雅戈尔的案

例分析将具有典型的代表意义。

1.1.2 研究意义

(1) 理论意义。股份回购在我国起步较晚，早期大多数选择股份回购操作是在政府主导下开展和进行的，最近几年才出现了大规模和自发开展的上市公司股票回购热潮。在这样的背景下，研究中国上市公司的股份回购操作具有普遍意义，也能进一步完善我国在股份回购研究中存在的空白，有针对性地为我国上市公司在股市不景气的情况下，提供可靠的指导。

(2) 现实意义。近些年,更多的公司选择了采用股份回购方式来向市场和投资人释放公司业务信息,而国内外的各大交易所也均表示非常支持采用股票回购的方法来实现合理的资本运作和市场引导,我国政府层面也通过修订有关法律来进行规范上市公司的股份收购活动。我们可以看到在这其中产生的积极影响,不过,我们也需要提防在股票回购操作过程中隐含着一些不为人知的利益输送,伤害中小投资者的动机。

1.2 文献综述

1.2.1 关于股份回购动因的研究

国内外学者对于股份回购的研究可追溯到 20 世纪 50 年代，早期对于股份回购的研究还只停留在对于股份回购份额规模的表层分析。后期伴随着各国股票市场发展的完善和成熟，以及相关法律法规方面的引导限制，股份回购的方法被越来越多的上市公司选择。此时，学者开始逐渐将研究重点放在了对于企业选择股份回购原因的研究上。

早期国外关于股份回购动因的探讨重点主要集中在信号传递假说上，Baker、Powell 和 Veit (2003) 通过使用问卷调查的方法来研究股份回购的动因，发现上市公司开展股份回购操作的用途差异很大，其中相对较多的企业是因为公司股价在市场上的价格被低估^[1]。另外，也有研究人员尝试以搭建信号模型的方法研究公司进行股份收购时的成本，从 Vermaelen(1981)的后续调查中发现，当一个较低价格企业或仿照一个较高价格企业收购股票时，所面临的成本也会是极高的，因此将股票收购用于当前价格远小于其实际价格的公司时，也可认为这是企业内部传递信息的正向信号^[2]。Bagwell(1991)研究市场上的股票回购活动的过程中，探究了通常与股票回购公告相关的积极股价效应是否会激励公司回购股票而不是投资于未来的增长^[3]。Utpal 和 Stacey (2016) 的实证结果指出股东异质性以及公司规模促使企业在支付选择上倾向于选择股份回购，而不是股息支付，并且还认为

短期股价操纵不是支付选择的驱动因素^[4]。在印度和外部的许多早期研究发现,公司回购活动的主要驱动力是存在多余现金。但是, Dann 和 Schwert (1981) 的研究过程中并没有找到支持过剩资本假设的任何证据。对印度企业而言,只分派股利的政策才是最稳妥的派息政策,因此印度企业通常采用回购作为向公司分派现金的最灵活方法,而并不是采用股份回购来代替股利^[5]。同样是研究印度市场,Dittmar (2000) 另辟蹊径,讨论了被市场低估的公司(低 MBR 和负 SRET) 具有更高的 ROA 和 NOPER 更倾向于收购公司股票^[6]。Graham 和 Harvey (2005) 在有关股票期权补偿制度的有关内容时指出,管理层拥有股票期权的企业更有机会收购公司股票,但并没有应付股利^[7]。由于股票回购的积极信号效应,再加上股票回购一般不会影响所持有的股票期权的数量和行权价格。因此,股份回购不仅会增加管理层薪酬(基于所持有的股票期权的价值),还会增加他们在公司中的所有权。

基于此,有学者进一步探讨了股份回购与企业资本结构调整之间的关系,对英国市场上的股票回购动机进行了经验研究, Grullon 和 Michaely (2004) 的注意力集中在了公司管理层的决策上,给 200 家顶级 200 家公司财务董事发放了调查问卷并展开调查审查,结果与当量的美国研究相比发现英国股票回购的主要动机是实现最佳资本结构^[8]。股票回购通常受到股东价值创造利益的推动,如股票回购公告后股价和每股收益(EPS)的增长所观察到的, Wesson et al. (2018) 选择的研究对象证实了这一点,人们不常关注的短期福利与高管薪酬方案之间的联系可能很好地解释了股票回购活动的增加^[9]。与此同时, Babenko et al. (2012) 也发现很多 IPO 公司在上市后很快就开始回购股票,以通过向股东分配现金来应对股价下跌和估值折扣,此时股票回购主要被用于降低独立现金流代理成本费用^[10]。所以,对于 IPO 公司明显而令人意外的收购决定最好用超额现金或持有的代理成本来说明。Drousia et al. (2019) 在上市企业得到的税收优惠和支付临时收入的数据中,抓住了关键,倾向于认为这两项也是主要原因。与支付股息相比,现金流波动较大的成长型公司更有可能回购^[11]。此外, Hamouda 和 Arab (2013) 指出在股票回购合法化之前更经常支付股息的公司不太可能在合法化后回购股票^[12]。

国内学者也从多个角度展开分析,股份回购是一种替代发放现金股利的良好方式,但是李银香和骆翔 (2020) 认为相比于发放现金股利股份回购释放信号的时间较短,设计的回购金额通常情况下是远远高于现金股利发放额的,从这个角度上不难推出企业想要快速调整资本结构从而实现资金的高效利用时,往往会选择股份回购^[13]。何瑛等 (2016) 的分析模型利用股份回购行为关键影响因素,发现上市公司当前的经营业绩以及股权分配情况会决定企业是否采取股份回购操

作，股价波动以及自身财务状况也是影响这一决策的关键因素^[14]。另外，以 2011-2018 年的沪深 A 股上市公司为主要调研样本实证地分析了股票价格的崩盘风险怎样影响企业股票收购策略，严丹良等（2020）得到的有关数据分析结果表明企业的股票价格崩盘风险促使公司重新选择了股票收购操作，上市公司在这样股市表现时的股份回购操作实质上是为了向市场传递企业经营状况的真实信息^[15]。

曹玉珊（2007）开展股份回购研究时，指出企业的经营绩效在达到一定的要求之后企业才会开展这样的资本运作行为，同时也会受到股权集中度的影响^[16]，但是这些并不能完全解释企业最终决定实施回购的行为，股价低估假说在这个环节是不能遗忘的。当企业股价表现不佳时，上市公司的管理层会通过调整财务战略借助回购流通股的方式化解股价下行压力，李曜和赵凌（2013）更支持企业这一操作的目的是为了最终调整市场预期^[17]。具体来看，宣告实施公开市场股票收购的企业，还面临着在公布前实行负向调节操作性应计、在公布后实行正向调节操作性应计的特殊情况，鹿坪和姚海鑫（2014）认为这是为了实现企业“在收购之前隐藏收益、压低股票价格、回购后释放获利，提升股价”的目的^[18]。上市公司迫于信息披露的压力，账面财务的良好表现是吸引和维持投资者的基本，企业必须考虑。另外，企业管理中的股东规模、独立股东的比率等因素也影响了公司的股权收购，何瑛和胡月（2016）意识到在股权相对集中时期，公司进行股权收购的困难会增加，可见，管理层的决策权能够有效分散股权过于集中的风险，进而推动股份回购的适时开展^[19]。利用 2018 年的最新数据显示沪深股市参与股份回购的金额高达 1700 多亿元，朱德睿（2019）的统计数据发现在这里面有六成的企业选择将回购的股份用于员工的股权激励，一成为了兑现可转换债券，还有 25%选择注销，股份回购的用途也呈现出多样化趋势^[20]。

1.2.2 关于股份回购效应的研究

关于股份回购的效应，目前已有的研究成果主要分成了两大类：一类是股份回购的市场效果，一类是股份回购的财务效应。对股份回购效应的分析，可以帮助企业经营者深入了解股份回购是否真的能够有效地、高效地实现信号传递、提升股价的目的。另外，上市公司股份回购后的财务指标的变化也可以向投资者传递企业经营的资讯，帮助投资者和监管部门更好地了解公司经营的详细内容。对于股票回购效应的研究可以进一步规范上市企业的股份回购操作，可以引导市场投资者理性投资，最终这将有利于降低投资风险和市场风险。

（1）股份回购的市场效应

关于股份回购的市场效应,早期的研究倾向于认可股份回购带来资本运作的市场效应时积极正向的,Foued et al. (2011)对比了上市公司在进行股票回购之前的股票数量,在这个过程中观察到企业通过股票回购能够保持公司股价的合理稳定,同时投资者对于上市公司运营也会产生积极预期^[21],这对于市场上的投资者以及企业自身都是利好的。Busch 和 Obernberger (2017)在这一基础上进一步验证了这一结论,认为在资本市场上,股票回购可以帮助公司稳定股价,维护市值^[22]。然而,除了以上学者得出的有关积极效应,股票回购也会出现消极的市场反应,Aissia 和 Hallara (2012)赞同企业会因股份回购错失良好的投资机会和增长机会,股息支付和回购费用也会加重企业的财务负担,流动性风险进一步增加^[23]。Miller 和 McConnell (1995)的实证研究表明市场对于股份回购的反应可能并不总是很大,例如,标准普尔 500 指数回购索引,其追踪最高的 100 个股票回购比率显示,2018 年最大股票的回报仅为 1.3%,标准普尔 500 点的 3.2% 回报。此外,花旗集团于 2017 年宣布股份购回(买卖)超过 150 亿美元,但其股票在以下一年期间下降了 20% 以上^[24]。Cohen et al. (2012)在研究美国的餐饮业中是否存在特定因素以及如何影响市场对股票回购的市场反应时,增长机会和特许经营均减轻了市场对股票回购的反应^[25]。Ilona et al. (2012)更多关注的是现象别后的原因,所以针对性地研究了出现这些状况的最主要因素,可能是这些原因都削弱了证券回购在发出信号和减少自由现金流产生代理成本方面的效用^[26]。

我国企业开展股份回购最初是为了化解国有资本难题,但是在使用过程中发现这一操作能够在降低国有法人股份比重的同时改善上市企业的资本结构,经济效益非常明显。但是黄钰群和龚立恒(2012)发现这种促进作用是不稳定的,因企业回购动机不同,最终形成的经济效果也不一致^[27]。另一方面,赵晴等(2020)从实证分析的角度来研究股票回购的市场效应,通过搜集一定期间内沪深 A 股市场上采取股份回购操作的企业样本数据,回归结果发现股份回购通过限制企业的过度投资行为提升了企业的投资效率^[28]。当按照股份回购动机研究不同上市公司股份回购的市场反应时,王清刚和徐欣宇(2013)以及朱庆(2012)的实证结果显示累积收益率与提升股价动机、用于股权激励以及以股抵债的目的呈现出显著的负向相关关系^{[29][30]}。在全球经济危机的大前提下回购公告能否向市场传递有关企业投资价值的信息?杨青(2011)研究完一般情况下的股份回购效应之后,有学者另辟蹊径研究起了经济危机背景下的股份回购效应,利用实证证实了回购没有为公司的股价和每股收益带去积极的影响^[31]。短期内,大多数股份回购操作都能让上市公司尝到甜头,但是石涛(2011)的观点却出现了分歧,当把研究时间拉长,股份回购为企业提供的正向超常收益得不到延续,无法稳定保持^[32]。基

于以上的研究成果,本文在研究市场效应时从短期和长期两个方面开展研究分析,通过上市公司的数据表现来验证股份回购的市场效应的短期和长期效应是否一致。

(2) 股份回购的财务效应

关于股份回购的财务效应,已有文献主要通过上市公司股份回购前后的财务数据,分析股份回购后企业自身的财务状况,经营绩效和经营风险是否有良好或者消极的变化。Khaled 和 Pia (2019) 将目光投向越南资本市场上的股份回购,通过考察 2008 年至 2016 年间越南的股票回购样本数据,发现活动公司在一年窗口之后始终保持较高的股票回购收益和盈利能力^[33]。毫无疑问当企业采取外部融资的方式开展股票回购时,必然会增加企业的财务杠杆的,但是 Srinivasa 和 Kumar (2013) 强调的是杠杆效应的发挥不代表对企业的股价也能起到积极提升作用,也说明了股份回购并不能常常获得积极财务效应^[34]。为了进一步验证这一结论,有学者使用盈余管理作为回购公告背后管理动机的代理,并重新审视回购公告、未来业绩和盈余管理之间的关联,其中 Chen et al. (2018) 发现不太可能从事盈利管理的公司更合理地期望实现实际现金流量,以资助回购并提高公司价值^[35]。Bedchuk 和 Fried (2005) 使用 1985 年至 2004 年在全球范围内的交错股票回购合法化来研究其对企业行为的影响。回购股票的现金更多来源于公司内部现金而不是发行外债,以便降低资金费用和技术研发费用^[36]。Cheng et al. (2020) 再次强调尽管这种策略会提升股票价格,但也会造成长期的托宾 Q、获利能力、增长和创新价值降低^[37],在选择股份回购的企业中也有一部分出于盈余管理考虑而进行股票回购的操作,但是 Cesari et al. (2012) 的研究让我们注意到这个过程中此类股份回购企业的每股收益驱动的回购会导致公司减少投资、就业和研发,并减少财务闲置^[38]。使用回购来改变盈利意外迹象的公司会对其盈利公告产生积极的股市反应,Chang 和 Chen (2010) 对于上述观点莫衷一是,每股收益驱动的回购可能会对价值和业绩产生更多负面影响^[39]。但是具体对经营业绩的哪些方面产生了负面影响,已有研究并未详细指出具体内容。

再来看国内学者关于财务效应的研究,张保华 (2020) 早期的一些研究成果曾证实公司通过股票回购可以有效提高其财务管理效果,就具体例子来说,"云天化"和"申能股份"两个企业进行股份收购可以在企业运营情况不良时期提高企业财务指标^[40]。稍早时期,何瑛等 (2014) 以中国于二零一三年实施了公开市场股票收购的上市公司为样本,可以发现案例中收购操作的短期财务效果也十分明显^[41],另一方面,唐松等 (2014) 的研究重点聚焦在了股份回购带来的财务效应以及超额收益率的变化趋势与波动性上,发现目标企业的财务效应和累计超常收益变动一般是正向^[42]。与以上学者相对的是,冯帆和温万祥 (2017) 将注意点放在

股份回购后,观测到企业的日常经营业绩和回购前相比并没有大幅增长,基本持平,但是上市公司的投资水平在回购之后却出现显著下降^[43]。

除开站在企业总体经营绩效的角度之外,也有学者从股东权益的角度出发来研究企业的财务效应,方重和武鹏(2018)最新研究从不同的角度提出了消极观点:股份回购不仅会增加企业的财务风险和支付风险,而且还会侵害中小股东及债权人的利益^[44]。贾盾等(2019)的股份回购研究目标公司减少了权益资本,而且一次性支付的大量现金,这些毫无疑问增加了上市公司在回购之后需要面对极大的财务风险^[45]。从这个角度来看,高榴(2021)认为股份回购释放的是负向信号,回购带来的盈余管理和权益调整,仅仅是浮于表面的财务游戏,无法从根本上扭转公司的经营业绩和 market 价值^[46]。2018年整个市场正在低迷时期,我国上市公司的股票回购促进了股票价格上升,具有正面的社会效果。而在另一方面,陈东鸿(2020)的实验结果也证实了大部分实施过股票回购的上市公司的运营情况并没有出现改善,可能出现部分企业利用股票回购公告误导投资人的情形^[47]。

1.2.3 文献述评

不管是实际运用还是理论研究,中国企业在股票回购上做出的努力和积攒的经验都是不够的,而国外学者对于股票回购的研究最初应该追溯到上世纪六十年代,而中国企业在上世纪末针对大小豫园的试验性股票回购,也是为破解中国经营性国有资产结构困难问题才产生的,实际市场意义上的股票回购操作则是在中国2005年出台了股份收购管理办法以后,在政策性制度方面有了相应保障和指引,上市股份公司才逐渐敢于尝试股票回购。另一方面,由于市场不够发达,我国上市公司采用股份回购在内外外部获得成功经济效应的案例较少,可靠数据的公布和披露不足,从上述文献研究结果可以看出国外在这一方面积攒了大量理论和实证研究,数据层面的支持也比较充足。

鉴于我国市场与国外发达市场存在着较大差异性,所以目前已有的相关理论并不能完全的移植到我国资本市场当中。随着2018年新公司法颁布之后,对于股票回购方面的规范和制度越来越完善,结合实际情况探索出股票在新形势下所能够为中国上市企业带来的效应就显得尤为必要。本文选取雅戈尔集团作为研究对象,进一步深入探究该企业的股票回购动因,针对性地分析了这些动因的真实性,尤其在当前新冠疫情冲击全球经济市场的背景下,雅戈尔释放持续股票回购信号,这样的操作是否能够对公司的经营发展产生正向的积极推动效果,本文试图探讨这方面的问题。

1.3 研究思路和研究方法

1.3.1 研究思路

第一步通过文献参考的方法加深对于现有关于股票回购研究成果的了解,深入学习有关上市公司采用股份回购的理论基础,为随后的独立研究夯实基础。并在翻阅文献,查阅有关股份回购的理论知识的过程中初步构思研究背景、意义、等内容。第二步,搜集资料了解雅戈尔的发展和经营状况,梳理雅戈尔股票回购流程,开展有关回购背景和动因分析。第三步,研究雅戈尔股票回购所带来的经济效果,在这过程中我将经济效果大致上区分为市场效果与财政效应的分析。最后,给出相关调查结果,将分别从企业、投资人以及政策制定者三种视角给出意见。

1.3.2 研究方法

(1) 案例研究法

该方法选取代表性案例,总结出适用性结论和经验。本文通过对雅戈尔 2019 年 6 月 11 日至 2020 年 5 月 19 日、2020 年 9 月 18 日至 2021 年 9 月 17 日的两次股票回购事件作为案例标本,深入分析雅戈尔股票回购的特定背景,探究该上市公司运用这样的资本运作工具的内外动因,进一步分析所产生的市场效应和财务效应。

(2) 事件研究法

事件研究法研究的是特定对象在特定时间出现特定行为之后产生的某种效应,本文在分析雅戈尔股份回购案例过程中用到事件研究法主要是为了观测雅戈尔股份回购之后在股市上产生的公告效应。把雅戈尔集团股票收购之前的一段时间设定为估计窗时期,预计雅戈尔集团控股公司在事件窗口期未进行股票收购时的收益,并把实际收益率与这一预期收益加以比较,确定股份回购事件是否为这家上市公司带去正向的公告效应。另一方面,本文从长期角度来检验此次股份回购给雅戈尔的超额收益带来的影响时,考虑计量较长期间的收益基础会因为积累效应发生变化,为了削弱复合效应对超额收益的干扰,本文使用 BHAR 模型来对较长时期的时间序列数据进行分析。

(3) 因子分析法

本文采用传统财务指标分析法对雅戈尔股份回购展开纵向分析,同时也采用因子分析法,利用纺织服装行业内其他 19 家公司的数据展开了横向分析对雅戈尔进行股份回购期间财务效应进行分析,使得财务分析结果更加真实可靠。

1.4 创新点与不足之处

1.4.1 创新点

(1) 本文利用多种分析方法更为全面的展开股份回购经济效应研究。目前,很多学者针对于上市公司的股票回购效应的验证还没有更为深入和长期的数据支撑,但是本文在分析过程中不仅通过事件研究法,得到了大量股票回购后的短期市场超额收益率数据,进行了短期分析,同时也采用 BHAR 模型对雅戈尔股份回购的长期市场效应展开了分析。另外,本文作者在研究雅戈尔股票回购的财务效果之时,又运用因子分析法展开了分析,以横向与纵向的分析方法组合来考察股票回购操作前后对上市公司的财务效果。

(2) 我国早期关于股份回购的研究主要集中于实证分析,近两年有学者开始选取具体案例展开研究,但开展股份回购操作购回的金额较少,本文选取雅戈尔股份回购事件利用案例分析法展开研究,且本文研究的雅戈尔在 2019 年-2021 年间开展多次股份回购,使用自有资金将近 40 亿元,回购股份超过总股本的 10%,更具有代表和说服力。最后发现股份回购对于上市公司长期提振市场股价缺乏正向促进作用,但这一资本运作工具确实能够降低雅戈尔的经营风险,提高其自身的经营绩效。

1.4.2 不足之处

(1) 缺乏市场投资者对股份回购的反馈。本文总体的研究重点是上市公司本身的表现,包括公司的股价表现以及内部财务状况的变化。但是,本文的政策建议从投资者角度进行了分析,相对应的前文也应该涉及市场投资者对于上市公司采取股份回购操作的反馈。由于数据搜集的不易得,本文仅仅在分析雅戈尔股份回购的短期市场公告效应时,涉及到了市场投资者用脚投票的形式对于股份回购的反馈。关于市场投资者表现的研究,缺乏深入和全面的数据支持以及分析。

(2) 横向对比针对性不强。在分析雅戈尔股份回购的经济效应时,本文选取行业平均水平以及同行业内具有代表性的公司作为参照进行了对比,这些公司并未开展过股份回购操作。严格来讲,应选择行业内同样开展过股份回购操作的企业市场表现和财务表现作为对比对象,才更能突出和显示雅戈尔基于内部人交易,帮助大股东进行资产财富转移的隐藏动机下的经济效应如何。

第2章 股票回购相关概念与理论基础

股票回购最早起源于美国，在上市公司之间作为一种资本运作工具广为使用，学者关于股票回购的理论研究主要集中在股票回购的作用上，也正是关于股份回购作用的这些探讨和理论研究推动了股票回购被越来越多的上市公司使用，并发挥作用。当前，关于股票回购的理论研究成果有信号传递理论、每股收益理论、财务杠杆理论、委托代理理论、自由现金流假说、财务灵活性假说等。这些理论从应用机制上说明了企业选择股份回购的重要原因，以及该资本运作工具能够带来的效用。

2.1 股份回购的相关概念

2.1.1 股份回购的类型

根据企业进行股份回购的目的的不同，通常情况下学者将股份回购简单的划分为常规回购和战略回购这两种类型。

常规回购就是红利替代型回购，股份回购最初也是作为替代分配现金股利的一种优化方式出现的，上市通过使用自有资金进行股份的定期回购，这样的方式可以替代派发现金股利的操作。企业在股份回购上有更多的主动选择权，无论是股份回购的时间，抑或是购回股份的方式以及规模等，企业都可以根据自身实际情况灵活决定；而发放现金股利时，股东只能被动接受并依据收到的现金股利缴纳足额的税款。所以，从这些方面来看，当股份回购作为发放现金股利的一种优化方式时，我们就把这种类型的回购称之为常规回购。

相较于常规回购，企业实施战略回购的动机不再是简单地为了派发股息，而是为了实现企业经营战略的一系列目标：当公司的股价被市场低估时，通过股份回购可使得公司股价回归合理水平；改善企业的财务状况；调整企业的资本结构；抵御市场上的恶性竞争和恶意收购行为等。

2.1.2 股份回购的方式

企业进行股份回购的方式日趋多样化，发展到今天已经出现了能够适应不同情况的回购方法，上市公司在选择股份回购的方式时，主要依据自身的财务状况和经营状况来选取合适的方式。按照不同的分类方式，存在多种类型的回购方式，本文主要选取其中常用的方式进行介绍。

公开市场回购主要是上市公司通过证券交易所这一中介根据市场价格将已发行的本公司股票购回的一种方式。当公司准备购回的股份占公司总股本的比例较低的情况下，上市公司会倾向于选择此种回购方式，该方式在成熟的证券市场上应用最广泛。

协议回购的回购价格是通过公司与股东的协商确定的，回购的时间、价格、数量以及支付的方式都是双方共同商议决定的，具有一定的灵活性。在这样的条件下，公司的回购价格通常情况下也是低于市场价格的。

要约回购指的是公司在发布回购预案时就已经确定了本次回购的股票数量以及回购价格。按照回购价格的确定方式，又可以进一步细分为荷兰式拍卖回购和固定价格回购。荷兰式拍卖回购是公司首先确定回购价格的区间范围和回购的股票数量，通过股东的投标情况掌握股东的出价信息，进而确定此次股份回购的价格和数量。

2.2 股份回购的理论基础

2.2.1 信号传递理论

由于企业的管理者与投资者掌握的关于企业运营的信息是不对等，不对称的，所以信号传递理论认为企业的管理者处于优势地位，作为内部的经营管理者掌握了企业经营较为全面和完善的的信息。最为关键的一点，这些信息都是真实可靠的。但是对于投资者来说，他们可以参与的事项和了解的信息是十分有限的。管理层在经营过程中，为了塑造企业良好的形象，攫取市场更多的利益和广大投资者的信任，某些情况下势必会释放积极信号，隐藏一些不利于企业经营管理的消息。

当企业察觉自身股价在股票市场上没有被合理估值，实际价值应高于现有市场价格时，便会采用股份回购向市场投资者释放企业运营良好，价值现在被低估的信号，从而提升投资者对于该企业发展的信心，进一步吸引投资者投资。在投资者行为调整之后，短时间内该上市公司由于释放的积极信号，其公司股票的股价在市场上会迅速上升。但是这个过程有时也会出现意外，那是因为有些公司一味向股市传递积极信号不是建立在自身经营良好的基础上，只是为了获取利益，后期便因为缺少充足资金支撑回购行为，损害市场投资者的利益。因此，信号传递理论不仅释放积极信号，在现实情况中也隐藏着消极信息，市场投资者应具体结合公司经营情况看待企业释放的信号，做出明智和正确的投资决定。本文中的雅戈尔股份发布的股份回购公告本身就是传递企业自身经营良好的一种积极信号，伴随后续的实际回购操作而来的便是企业股价的变化，以及投资者的青睐。

2.2.2 自由现金流理论

自由现金流是公司在保障自身正常经营发展的同时留存的用来分配给上市公司股东以及债权人的最大的现金额度。从自由现金流的概念来理解这部分现金流是企业覆盖日常经营所需资金之外留存的多余出来的资金。自由现金流理论指的也就是当企业内部存在多余现金，而且当时没有高效的可供投资项目时，企业就可以选择通过采取股份回购操作进行高效的资本运作。这以行为一方面实现了利润分配，增加股东收益，增强股东粘性，还可以进一步避免低效率低价值的企业投资，降低管理层的代理成本，单从这一角度来看，自由现金流理论与委托代理理论有些许相似之处，但是自由现金流理论发挥作用的前提一定是企业拥有足够的自由现金流，这是关键前提，也是支撑股份回购的有力保障。雅戈尔在股份回购前的自由现金流量的累积呈现除了稳步增长的趋势，这毫无疑问为企业使用自有资金开展股份回购操作提供了前提和基础保障。

2.2.3 财务效应理论

股权收购直接降低了市场上企业的流动股份数量,也减少了公司净资产中所有者股权所占的比重,而债务资产的比例也会相应增加,从而导致了公司的财务杠杆比增加。在公司内部的融资还不充分时,企业可能利用对外的债务投资获得更多资本支撑,并借此来支持和实现股票收购计划,如果这种获得融资的方法导致了对外债务投资上升,财务杠杆就会增加。企业资金充足抑或是不足的情况下,股份回购会提高企业的资产负债率,降低内部的所有者权益,这样的变化将推动企业发挥财务杠杆效应,优化资本结构。

根据 MM 理论,债务利息在税前就能被扣除,这不仅减少企业所得税费用,还可以降低企业的加权平均资本成本。但是我们必须要考虑的一点是外部融资能够帮助企业获取资金,同时也会增加企业偿还债务的压力,当这部分资金数额很大时,企业的流动性风险也会增加。企业进行外部融资前,应根据自身财务状况合理预估债务融资成本,从而在可控范围内获取股份回购的资金。只有合理避税能带来的收益大于其所需要支付的资金成本时,股份回购产生的才是正向收益。另一方面,股份回购作为替代发放现金股利方式,可以减轻企业定期支付股利的压力,降低流动性风险,进一步保障公司财务方面的灵活性。传统缴纳股息的方法企业必须定期缴纳固定股息,但如果公司的内部资金管理发生问题或无法照常派发股息时,市场上就会觉得公司运营中存在问题,从而影响外部投资人的对企业信任,公司对外形象和股票价格也就会收到负面影响。雅戈尔采取股份回购这一资本运作工具是化被动为主动的策略,股份回购的方式给予雅戈尔更多的主动选择权,企业可以依据自身的经营状况和财务状况决定股份回购的数量、价格的

合理区间和范围，这在很大程度上降低了企业所要面临的财务风险。另一方面，股份回购还能够提高雅戈尔股份回购前积累的大量自由现金流量，提高资金的利用效率。

2.2.4 委托代理理论

企业上运营过程中的所有权和经营管理权是相互分离的，这使得股东与作为公司代理人的管理层之间存在严重的信息不对称，管理层参与企业的日常运营管理对于公司的内部经营状况和信息掌握的比较全面，而股东作为信息劣势方通常情况下只能掌握代理人想要让他们了解的信息。此外，由于代理人和委托人的目标也不一致，股东将会格外关注公司内部管理层的操作，防止因其不合理的操作损害自身的利益。此外，委托代理理论也认为股份回购会影响委托人和代理人的关系，由于二者的利益诉求的不同，发生争执也是无可避免。委托代理理论可以从自由现金流、财富转移以及股权激励这三个方面进行说明，本文将自由现金流理论单独作为一种理论在前文进行了说明，接下来主要从财富转移和股权激励的角度来谈论委托代理理论中的股份回购行为。

大多数选择股份回购的公司内部都存在闲置资金，通过股份回购可以将这部分资金和财富转移到参与到回购过程中的股东手中。在企业的盈余索要权中，欠款人的索赔权是要优于企业内部股东的，而股权收购这一方法可以突破这一原则的规定，本文的研究对象雅戈尔股份通过把内部闲散资本以股权收购的办法从欠款人手里转让到企业手里，财富完成了转化，购回的股份又通过员工持股计划或者是给予股份的方式激励股东和员工，提升他们对于公司未来发展和运营的信心，这样的方式处理闲置资金也能够打消雅戈尔股东对于内部人代理问题的担忧，降低代理成本，提高公司股价。

2.3 本章小结

本章介绍了股份回购的相关概念和有关理论基础，相关概念的界定主要有股份回购的定义、常见的股份回购类型以及股份回购的方式。股份回购依据回购目的不同主要分为常规回购和战略回购，上市公司常用的股份回购方式主要有要约回购、协议回购、公开市场回购，这些基本概念是展开雅戈尔股份回购案例介绍的基础，方便读者进行基础理解。另一方面，本章主要给出了有关股份回购的四项理论基础，这些理论和假说给后文对雅戈尔股份回购的动机进行分析提供了基础。

第 3 章 雅戈尔股份回购案例介绍

雅戈尔在《公司法》修订之后接连展开多次股份回购操作，这和这家企业的经营战略的转变有密不可分的关联。雅戈尔的多元化经营道路和定位股份回购前几年伴随宏观经济环境以及政策限制的影响，出现了式微趋势。因此，公司在 2018 年就着手重新回归服装经营主业，并在这一板块加大投资，进行战略转型。在这样的关键时期，雅戈尔选择多次开展股份回购操作和其自身经营状况以及面临的宏观经济变化有极大关系。本章内容将通过介绍雅戈尔概况，以其 2019 年开始发布的股份回购公告为起点，梳理雅戈尔股份回购操作的具体内容。

3.1 雅戈尔公司概况

3.1.1 雅戈尔公司简介

1979 年，雅戈尔在浙江宁波成立，一开始这只是一间不知名的小规模服装厂，如今在国内他已经成为家喻户晓的高端服装品牌。成立至今已经有四十余年的时间，而雅戈尔人在企业运营中也逐步建立了自己独到的运营理念与公司文化。成立初期，雅戈尔集团股份有限公司一直注重发展和深耕于自己的服装产业，在这一阶段企业已经积聚了巨大的现金流，并通过富有竞争力的产品质量和口碑在市场上建立起了良好的形象。1993 年，雅戈尔开始迈向股权投资市场，凭借其卓越的投资眼光和一大批著名的金融企业开始了合作共赢。到了 1998 年，雅戈尔已经集聚了足够的现金流，具备完善的条件，最终选择在上海证券交易所上市。上市之后，雅戈尔并没有满足现状，而是开始了多元化经营的探索之路，经营主业也逐渐形成了了服装、地产和投资三足鼎立之势。其中最为显眼的就是雅戈尔的投资板块，因为这一板块为企业注入了源源不断的活力和收益。2006 年的我国展开股权分置改革，这一政策的问世大大提升了公司的股份市值，也使得雅戈尔的所有者权益得到了明显提高，这无疑让投资者看到了这家服装类公司巨大的投资和增值空间。

在企业多元化经营的道路上，雅戈尔继续保持并发展自身的服装业务从而积累现金流，打造自身品牌；另一方面其在投资市场上的惊艳表现让广大投资者看到了这家企业的真正实力不限于服装业务，雅戈尔发挥优势吸纳大量投资并不断拓展自身规模。截止 2020 年，雅戈尔的总资产规模超 800 亿元，公司各项经营业务在疫情影响下实现当年营收将近 115 亿元，其规模和盈利水平在服装业表现十分出彩。但是公司在长期的投资发展过程中逐渐发现投资板块业务和投资效果

受市场环境影响较大,产生了大幅波动和起伏,不利于公司长期战略的稳健推进。为了降低外部环境的变化产生的不利影响,雅戈尔着眼内部股权投资架构的改善,一方面出售了部分投资业务,另一边同时也减少了对对外投资数量的金额。该阶段雅戈尔的发展战略便是逐步退出既有的财务性股权投资项目,适度介入流动性较好的中短期投资项目,以进一步增加个人利润和公司收益。2020年公司管理层释放信号,未来几年雅戈尔将投放大多精力在服装业板块的探索上,致力于做好服装主业,坚持创新驱动,巩固男装行业龙头地位。从行动上来看,公司也确实在不断拓宽服装业务经营渠道,通过并购国外品牌尝试为公司的服装业务开拓成长空间。

3.1.2 雅戈尔经营状况

雅戈尔的主要业务包括品牌服装、地产开发和投资业务。

(1) 品牌服装。2020年的新冠肺炎疫情阻碍宏观经济的的增长,迫使服装行业进行结构调整。雅戈尔线下销售渠道堵塞,迅速启动微商城全员分销模式,并且尝试拓宽产品销售途径,积极探索通过直播视频引流,高效地填充了线下店铺的产品销售短缺。在复工复产复商复市工作全部推开后,雅戈尔不断推进线上线下经营的深度融合,线上产品销售途径保持高速发展的同时,也积极推动了线下产品销售途径的企稳回补,整体营销表现也逐步回升。

(2) 地产开发。在地产项目发展上,雅戈尔积极提高资金周转速度。二零二零年将继续发展新开工项目,截止到目前雅戈尔置业的投资项目还有十四个,通过以资源优势互补达到合作共赢、降低企业在特殊时期的经营风险。利用引入合作方或联合拿地的方式,竞得温州市、宁波市多个地块的国有建设用地使用权。

(3) 投资业务。

雅戈尔关于投资业务方面的经营战略近些年来趋于保守,也许是公司管理层觉察到了投资市场上的风险,目前雅戈尔正在逐步退出既有的财务性股权投资项目,适当参与流动性较好的中短期投资项目,以提高收益和股东回报,持续关注与主业相关的大消费行业的投资并购机会。2020年投资业务带来的净利润超46亿元,主要受到同年公司出售宁波银行股权的影响,较上年同期增加近32亿元,同比增长了2倍还要多。

表 3-1 2020 年雅戈尔主营业务经营状况

分行业	营业收入 (亿元)	同比增减	营业成本 (亿元)	同比增减	毛利率	同比增减
品牌服装	56.65	-8.23%	16.62	-10.06%	67.65%	0.66%
地产开发	50.33	-14.05%	29.72	-1.76%	40.96%	-7.39%

数据来源：WIND 数据库

表 3-2 2020 年雅戈尔现金流状况（亿元）

科目	2020 年	2019 年	增减变化
营业收入	114.76	124.21	-7.61%
营业成本	53.26	56.02	-4.94%
销售费用	26.65	23.99	11.07%
管理费用	7.48	7.77	-3.62%
研发费用	0.67	0.85	-20.89%
财务费用	7.61	11.55	-34.07%
经营活动产生的 现金流量净额	22.06	27.64	-20.21%
投资活动产生的 现金流净额	58.22	66.48	-12.42%
筹资活动产生的 现金流净额	-67.04	-29.48	-128.90%

数据来源：WIND 数据库

雅戈尔在 2020 年的经营情况受疫情影响，营收同比下降 7.61%，达到 114 亿元；但是净利润却同比增长 80%以上，实现净利润 72 亿元。企业在投资板块获取的利润较高，服装板块营业收入 56.65 亿元，同比下降了 8%左右；房产板块完成营业收入 51 亿元，较上年同期下降约 14%；实现的净利润有 16.5 亿元，较上年同期增长近 13%。总的来看，雅戈尔 2020 年的经营业绩较之 2019 年有所下降，服装主业毛利率保持微弱的增速，投资板块创造的盈利在净利润中占有较大比重，但是地产板块不管是营业收入，还是毛利率，均出现了大幅的下降。

3.2 雅戈尔股份回购背景

从政策层面来看，新修订的《公司法》中关于股份回购的相关法律法规进一步健全了证券市场的制度体系。修订过后的《公司法》优化了企业股份回购的决策程序，又新增了多种政策层面允许回购的情形，打开公司股份回购的用途限制。同时，库存股制度帮助企业利用资本工具实现公司股价的稳定，这将对企业的市值管理产生积极影响，从这些变化中不难看出我国证券市场对于股份回购制度的支持和鼓励，同时这也给市场广大投资者以及企业经营管理者提供了更强有力的保障。

雅戈尔的主营业务涉及三大板块：服装业、房地产以及投资业务。从他的主营业务不难看出，近几年，公司的发展和推进过程是承受着不容忽视的压力的。先从雅戈尔的“老本行”服装业来看，伴随着中国电商平台的崛起，我国各种类型和规模的服装行业如雨后春笋般进入这个大市场中，由于门槛低，且获利周期短，行业竞争不可谓不激烈。雅戈尔服装行业的定位是中高端服装品牌，但时代的发展已经改变了当前消费群体主力军的购买习惯，时尚和高性价比是众多购买者的首要考虑因素，在这样的变化前，雅戈尔也通过并购国际时尚轻奢品牌来重塑自身服装品牌，拓宽销售渠道，来吸引更多消费者，占据市场。但是这个过程必定不是一蹴而就的。另一方面，受新冠疫情影响，线下销售受到猛烈冲击，销售额下降，利润空间压缩。未来疫情常态化的背景下，公司要想重振服装主营业务，想来需要采取更多变革。房地产行业主要受宏观政策影响，房子是用来住的，不是用来炒的。为抑制房市泡沫过大，诸多限制性政策都暗示了雅戈尔的房地产板块同行业内的所有企业一样在未来几年必定是不会继续扩大的。投资业务是雅戈尔的明星板块，曾经也给公司立下过汗马功劳，但是投资板块的红利不可能一直保持，这和投资板块的性质以及宏观经济状况息息相关。我们从公司披露的公告和公开发言中已经嗅出端倪，公司在近两年已经有意的小规模缩小投资板块的规模，致力于回归主营服装业务。

3.3 雅戈尔股份回购实施过程与结果

3.3.1 股份回购方式与资金来源

本文主要研究了雅戈尔在 2019 年至 2021 年期间的股份回购行为。2019 年 4 月 26 日雅戈尔召开董事会议，选择以集中竞价交易的方式进行此次股份回购。2020 年 9 月 18 日，决定将同样以集中竞价交易的方式完成第二次股份回购，由于公司内部财务状况良好，考虑到自由现金流情况，两次股份回购资金来源均属

公司自有资金。

3.3.2 股份回购数量

2020年5月19日，雅戈尔完成第一次股份回购计划，这个过程中实际回购公司股份估计3.85亿股，这一数量占公司总股本的7.68%，整个过程的回购均价达到了6.5元左右，使用内部自由资金超过25亿元。紧接着第一次股份回购操作进入尾声之时，雅戈尔发布了第二次回购计划，由于两次回购计划基本相当于无缝衔接，本文研究过程中将两次连续的股份回购操作视作周期较长的一次股份回购计划来研究。2021年8月3日，雅戈尔第二次股份回购操作基本结束，回购过程中雅戈尔实际回购公司流通在外的股份大约有20亿股，占公司总股本的4.32%，此次回购过程中回购均价为7.20元，略高于上次回购均价，此次回购计划使用自有资金总额超14亿元人民币，从规模上来看也是略低于第一次回购计划的25亿人民币，但和回购公告计划中设定的标准来看，此次回购计划还是完成了各项指标。符合公司拟以不超过人民币十五亿的自有资本，以不高于人民币七点五零元的价款收购有限公司股权，已收购股票总量不低于十亿股，并与已收购股本占公司收购前总股本的2.16%-4.32%的相关内容一致。

3.3.3 雅戈尔股份回购进程

雅戈尔股份自2019年4月、2020年5月发布公司股份回购计划的议案之后，逐渐展开了公司股份回购的进程，陆续在之后的每个月份按时披露了公司回购的相关信息 and 内容。

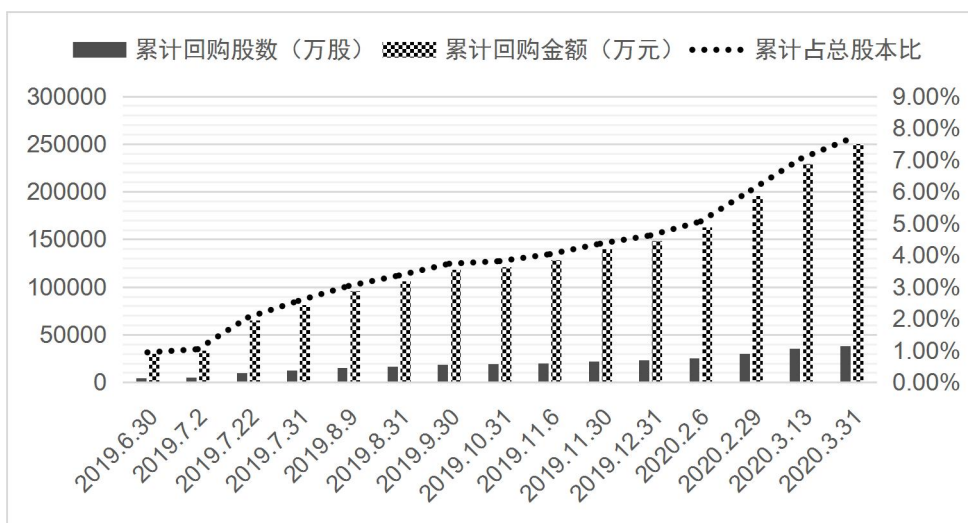


图 3-1 雅戈尔第一轮股份回购数据图

数据来源：WIND 数据库

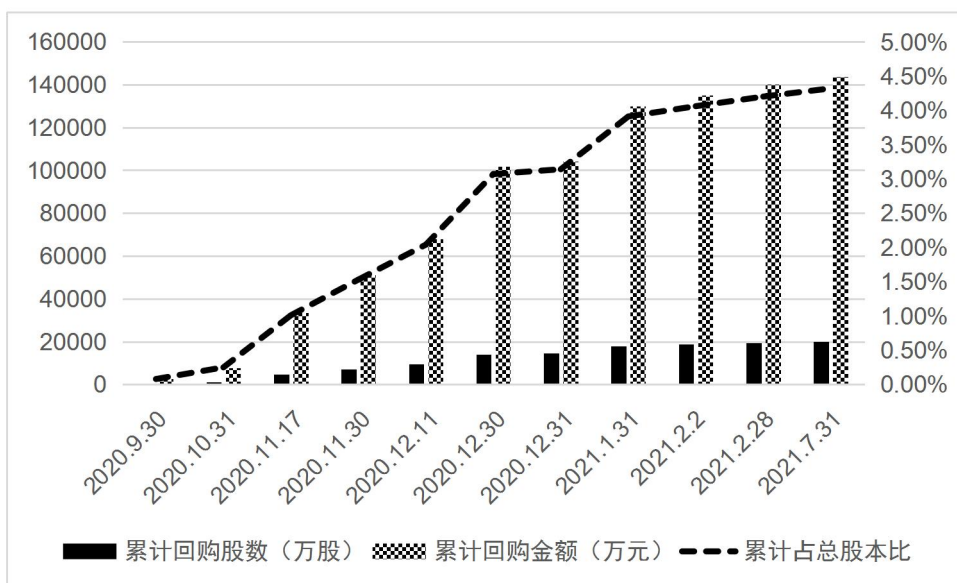


图 3-2 雅戈尔第二轮股份回购数据图

数据来源：WIND 数据库

图 3-1 和 3-2 的左纵轴指示的是累计回购股数和累积回购金额的指标数据，右纵轴代表的是累计占总股本比，从图 3-1 中可知，雅戈尔为完成 2019 年-2020 年第一次股份回购计划先后展开了 15 次回购，最终在规定期限内按时按量完成此次回购计划，共花费 25 亿人民币购回近 4 亿普通股，占公司总股本 7.68%；如图 3-2 中的数据所示，在 2020 年-2021 年间，雅戈尔前后开展了 11 次股份回购行为，出资超 14 亿将公司发行在外的近 2 亿普通股购回，此第二次回购计划约占公司总股本的 4.32%，雅戈尔在前后 3 年的时间里利用公司的内部自有资金回购市场价值近 40 亿的股份，约占公司总股本的 12%，力度不可为不大。

3.3.4 股份回购用途

从雅戈尔披露的股份回购目的和用途的公告来看，此次股份回购主要是为了提振市场信心，向市场传递积极信号，从而调整公司股票价格回归的合理的价值区间。并且在回购操作完成之后，雅戈尔将回购的股份全部依法注销，直接导致公司注册资本的减少。另一方面，雅戈尔的公告中披露回购主要是为了落实企业持股激励规划，以逐步健全企业法人的治理结构，并促使企业本身也可以构建起完善的激励约束制度，确保公司长期经营战略的实施，同时也能够提升公司整体价值。雅戈尔在 2021 年 3 月召开董事会议，将用途进行拓展，变更为实施公司股权激励计划和员工持股计划，进一步拓展了用途，也能实现激励普通员工的目的。

3.4 本章小结

本章首先介绍了案例研究对象雅戈尔公司的基本简介和主营业务经营状况，随后分析了雅戈尔股份回购的背景，主要分为内部和外部背景展开分析。内部背景是雅戈尔在股份回购前正处于战略转型的关键期，股票市场表现不佳，但公司管理层结合企业内部财务状况存在积极预期，外部宏观经济下行，A股表现不佳，贸易战也一定程度上影响着公司的主营业务经营。新《公司法》的修订将股份回购这一资本操作工具再次推到上市公司眼前，为上市公司带来新的选择。雅戈尔在发布股份回购公告之后如约开展股份回购操作，本章介绍了雅戈尔股份回购操作的主要流程，为接下来的动因分析交代清楚事件概况。

第 4 章 雅戈尔股份回购动因分析

雅戈尔在 2019 年-2021 年间开展的多次股份回购操作基本上完全按照回购公告计划内容和进程展开，比较顺畅，中间环节除了更改股份回购用途没有出现太大疏漏。当下 A 股市场表现不佳，企业开展股份回购操作是为了提振市场信心，这一点毫无疑问。但是雅戈尔开展规模如此之大的回购操作，并且在回购过程中出现大股东抛售持有股份的举动，均说明了企业的回购动机不单单是为了进行股权激励那么简单。本章通过对雅戈尔内部财务状况的表现以及外部市场表现进行分析，归纳概括出如下回购动机。

4.1 企业自由现金流充足

前文曾提到的自由现金流假说认为当企业内部存在较多的自由现金，但是企业当前又没有良好的投资项目时，考虑到自由现金流闲置的成本，企业可以通过股份回购达到灵活运用这部分资金的目的。这个过程一方面通过使用公司内部自由资金将公司发现在外的普通股购回，解决了资金闲置的问题；另一方面，自由现金流过多时，容易产生不必要的代理成本和资金浪费。所以，利用股权回购把这些资金运用起来后，可以减少代理成本，实现资本的合理使用，可以建立完善的公司和委托人关系，大大提高资本的运用效益和全体投资人的利益。接下来，将通过雅戈尔披露的财务数据进一步分析该公司的自由现金流特点来证明雅戈尔实施股份回购的又一动因。

如图 4-1 所示，本文选取了雅戈尔公布股份回购计划之前一年半的数据来验证雅戈尔股份回购的充足自由现金流动因。数据主要来自 2018 年四个季度以及 2019 年上半年两个季度的财务指标，选取了货币资金以及经营活动产生的现金流量金额和投资活动产生的现金流量净额这三个项目。通常利用企业经营活动产生的现金流量净额加上投资活动的净现金流量可以得到上市公司的自由现金流量。雅戈尔的货币资金从 2018 年第一季度开始保持稳定增速，货币资金由 2018 年第一季度的 74.89 亿元人民币增至 2019 年第二季度的 162.89 亿元人民币，增幅达 119%。经营活动产生的现金流量净额在 2018 年第一季度表现为负值，大约是 -0.41 亿元，在随后的一年多时间内增长到 21.23 亿元，逆袭成功。再来看投资活动产生的现金流量净额，从表中数据可知，除了 2018 年第二季度相对于第一季度的数值有所下降之外，考察期内，雅戈尔的投资活动产生的现金流量净额在各个季度均呈现出高速增长的趋势，在一年半时间内，这一科目由初期的 10.53

亿元增长至 75 亿元，增长了将近 6.5 倍。综合来看，考察期内雅戈尔的自由现金流量确实实现了迅速累积和增长，公司处于高效利用自由现金流的动因进行股份回购的动因成立。

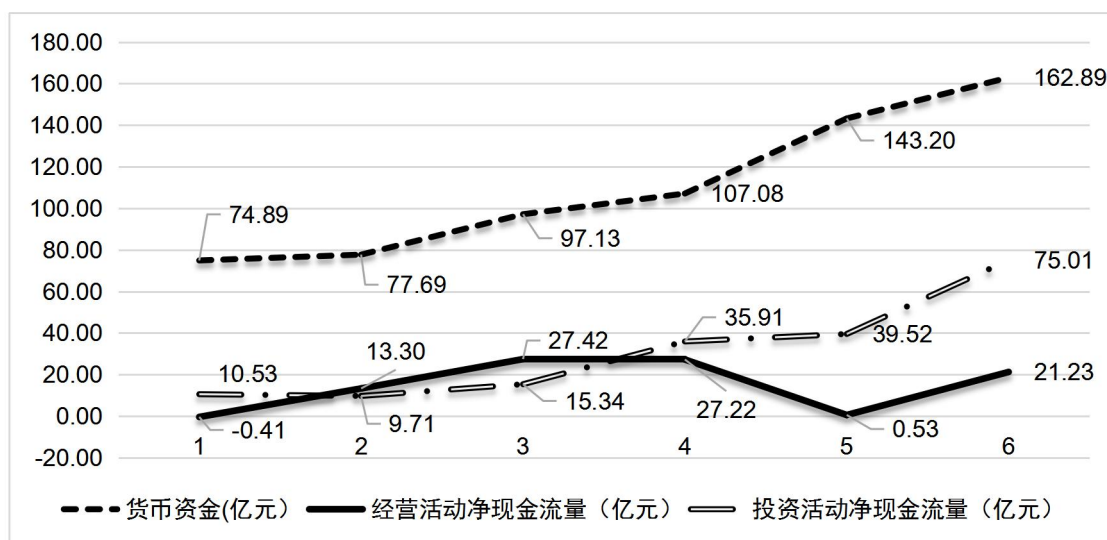


图 4-1 2018-2019 年雅戈尔现金流量情况变化趋势图

数据来源：WIND 数据库

4.2 提振市场信心并增加每股收益

前文在梳理理论基础时，我们曾提到信号传递效应。近年来雅戈尔的市场表现总体不佳，对于投资者来说，从公司每年公布的财务数据上可以看出端倪，其中的总资产利润率等盈利能力指标反映了公司经营状况，这无疑也是一种信号传递。结合股份回购的信号传递理论，雅戈尔股份回购有充分动机是为了提振市场信心。谈及收益状况，我们不能遗漏的一项关键指标就是每股收益。黄锦春和王剑（2014）在分析上市公司股份回购影响因素的过程中，利用实证分析的方式验证了 EPS 假说并得出企业的每股收益越低，其采取股份回购的可能性越大的结论。本文选用雅戈尔在 2016-2018 年的总资产利润率和每股收益指标来进一步研究其股票回购动机。

从表 4-1 中可以看出 2016-2018 年雅戈尔的每股收益由 1.51 降低近 50% 跌至 1.03；总资产利润率也呈现出下降趋势，由 6.60% 变为 4.87%。与此同时，我们可以看到同行业的七匹狼和鄂尔多斯的每股收益在绝对值上均低于雅戈尔，但是这两家公司在 2016-2018 年期间分别上升了 30% 和 300%，总体上是大幅度增加的趋势；另一方面，七匹狼和鄂尔多斯的总资产利润率近几年均未能超越雅戈尔的表现，但与雅戈尔逐年下降的趋势不同，这两家服装行业 2016-2018 年的总资产利润率呈现出逐年上升的趋势。

表 4-1 2016-2018 年雅戈尔每股收益状况及行业对比

公司	科目	2016	2017	2018
雅戈尔	每股收益	1.51	0.08	1.03
	总资产利润率	5.77%	0.44%	4.87%
七匹狼	每股收益	0.35	0.42	0.46
	总资产利润率	3.51%	4.00%	4.24%
鄂尔多斯	每股收益	0.26	0.5	0.89
	总资产利润率	1.28%	2.24%	3.26%
行业均值	每股收益	0.41	0.35	0.15
	总资产利润率	4.60%	5.30%	3.43%

数据来源：WIND 数据库

上述均从侧面表明了雅戈尔集团股份有限公司近年来的股价表现和运营情况虽然在业内里相对靠前,不过和业内其他公司运营情况越来越好的势头不同,雅戈尔集团公司的股东收益和利润情况总体表现的是式微的态势,每股利润下降接近百分之五十,结合行业均值的数据可知,雅戈尔的每股收益和总资产利润率总体显著高于行业平均水平。基于黄锦春和王剑(2014)公司 EPS 和股份收购决策成负相关关系的结果得出,雅戈尔处于提升每股收益,提振市场信心的目的,有充分理由开展股份回购^[48]。

4.3 提升财务灵活性

股份回购之所以能够增强企业的财务灵活性,关键在于股份回购对于发放现金股利的替代作用。第二章中的财务效应理论提到了当企业选择发放现金股利时,就需要将内部的净利润分割出一部分,进而分配到各个股东的手上。这无疑增加了企业的财务负担,增加企业未来的经营风险,也会导致公司未来面临好的投资机会时,却苦于没有多余资金的困境。但是股份回购却可以将更多的主动权放到公司手中,公司可以选择量力而行,决定股份回购的价格、数量。王剑和黄锦春(2014)在研究股票回购决策影响因素的分析过程中利用实证分析验证了财务灵活性假说,并得出成长性越高的企业越偏好进行股份回购的结论^[48]。因此,在研究雅戈尔的财务灵活性动机时,我们采用该公司的成长性指标进行验证。

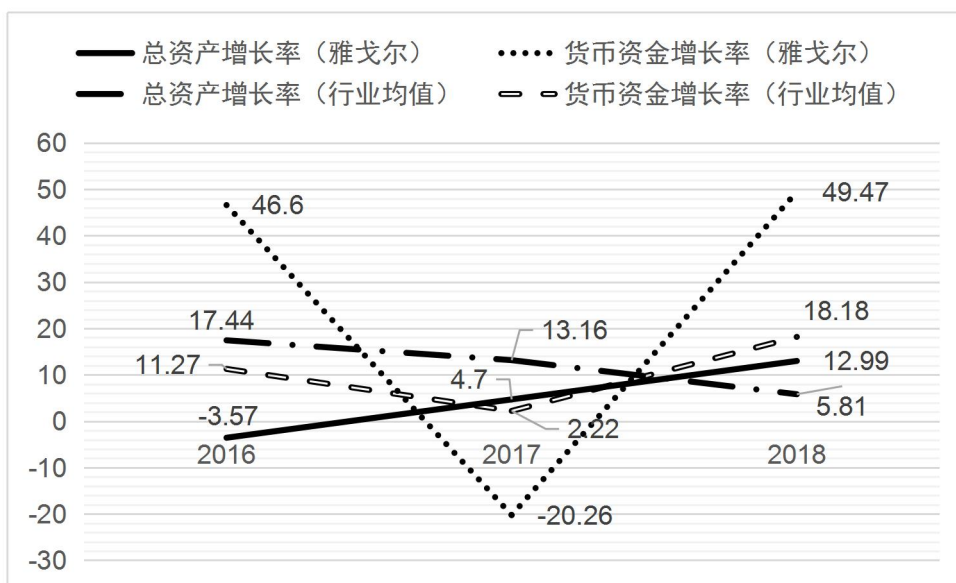


图 4-2 2016-2018 年雅戈尔成长性指标变化趋势图

数据来源：WIND 数据库

我们通过雅戈尔的总资产增长率和货币资金增长率来观察公司在展开股份回购计划的前三年的成长性如何。如图 4-2 所示，雅戈尔的总资产增长率在 2016-2018 年表现出连续增长的趋势，并在 2018 年产生将近 13% 的同比增长率，表示公司的总资产处于快速增长阶段；2016 年雅戈尔的货币资金同比增长 46%，但是在 2017 年该指标出现 20% 的降幅，2018 年迅速上升，增幅将近 50%，货币资金绝对值在这一期间变化幅度较大，较不稳定，总的来看呈现出上升趋势。此外 2016 年和 2017 年雅戈尔的净利润表现出同比下降趋势，但是在 2018 年这一指标增加了 11 倍还要多。综合来看，雅戈尔在 2016-2018 年期间经营较不稳定，各项成长性指标总体呈现出上升趋势，因此，我们认为雅戈尔成长性较高，存在为提升财务灵活性进行股份回购的动机。

表 4-2 2015-2018 年服装行业股利支付率 (%)

公司	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年
雅戈尔	46.82	34.70	48.28	48.70
七匹狼	27.68	28.28	23.87	21.82
鄂尔多斯	21.42	19.43	19.81	16.76
行业均值	42.30	48.70	52.50	102.93

数据来源：东方财富 Choice 金融终端

雅戈尔从一九九八年挂牌至今,始终注重于对投资者的合理回馈,并逐年向公司分派发现金分红,截止 2020 年累计实施现金分红 22 次,派发现金红利总额 193.37 亿元, 分红占净利润的比例为 51.53%。从表 4-2 中可以看出, 雅戈尔在 2015 年的股利支付率为 46.82%, 在 2017 年下降 20%左右, 股利支付率降为 34.70%, 此后两年股利支付率均高于 48%, 总体呈现上升趋势, 2015-2018 年的股利支付率均值达到 44.63%, 明显高于同时期同行业的七匹狼和鄂尔多斯, 股利支付率均值分别为 25.41%和 19.36%。可以看出, 雅戈尔的股利支付率在全行业中明显处于高水平, 且近几年仍处于不断增长的趋势中。按这一均值水平, 雅戈尔在接下来的 2019 年和 2020 年的股利支付率保守估计为 48%, 根据公式股利支付率=现金分红/净利润, 如果不进行股份回购, 雅戈尔 2019 年和 2020 年的预计现金分红将高达 19 亿元和 35 亿元。从表 4-3 可知这两个预计现金分红额度明显高于 2019 年和 2020 年实施股份回购计划的 14.83 亿元和 20.60 亿元。因此在分红金额较大、现金流不够稳定的分红年度, 雅戈尔另辟蹊径, 开展股份回购操作能够以替代现金红利的形式提前向股东回报一部分利润, 给予了企业自身在分红上更多的主动权和灵活性。

表 4-3 2016-2020 年雅戈尔现金分红情况表

分红年度	现金分红 (万元)	净利润(万元)	现金分红 占净利润 的比率 (%)	回购股份 (万元)	回购股 份占净 利润的 比率(%)
2020 年	437,418.65	723,559.16	60.45	205,968.51	28.47
2019 年	240,877.49	397,240.89	60.64	148,297.43	37.33
2018 年	179,072.37	367,692.92	48.7	—	—
2017 年	143,257.89	29,673.14	482.79	—	—
2016 年	127,908.83	368,474.73	34.7	—	—

数据来源: WIND 数据库

4.4 公司价值被低估

从信号传递假说中我们能够看到上市公司选择实施股票收购的重要动机就是传达企业运营良好的信息,以便向市场和投资人释放正面消息,提升企业的市值。何瑛和孔静敏(2015)指出当上市公司认为企业的实际市场价格已经被市场低估了的时候,就会利用股票回购修正市场偏差,提高公司股价,使公司的市场价值回归正常合理的估值区间^[49]。雅戈尔的市场价值是否被低估? 雅戈尔实施本次股份

回购的目的是否是为了向市场传递积极信号，从而提升公司股价？接下来，本文将利用两种方法来验证雅戈尔的股份回购动机。

4.4.1 相对估值法

相对估值法是把目标企业和市场平均或者可比公司平均进行比较,用后者的价格来评估目标公司的价格,最后得出的是一个相对价格。这个评估流程中,人们最经常使用的评估指数包含了市盈率（PE）、市净率（PB）、市销率（PS）、EV/EBIT、EV/EBITDA 等，本文我们选取市盈率和市销率这两个指标来计算雅戈尔的相对价值。

表 4-4 纺织服装、服饰业市盈率和市净率表

行业	时间	股票家数	最新市盈率	近一个月平均市盈率	近三个月平均市盈率	近六个月平均市盈率	近一年平均市盈率
纺织服装、服饰业	2019.4.30	37	20.03	21.54	20.47	19.17	21.19
			最新市净率	近一个月平均市净率	近三个月平均市净率	近六个月平均市净率	近一年平均市净率
			2.07	2.25	2.15	2.01	2.21

数据来源：WIND 数据库

考虑到雅戈尔是 2019 年 4 月 30 日首次发布的股份回购公告，本文选取雅戈尔回购当日的行业市盈率、市销率数值作为衡量标准，从表 4-4 中可以看到行业在雅戈尔公布回购公告的最新市盈率为 20.03，最新市净率为 2.07。此外，我们使用雅戈尔 2019 年的半年报披露的每股收益和每股净资产来计算其股价，经查询，雅戈尔 2019 年半年报中的每股收益是 0.4，每股净资产是 5.57。根据市盈率和市销率的公式，我们知道我们应该使用的是年度每股收益，所以我们此处将半年报中的每股收益乘以 2，具体计算过程如下：

$$P1=EPS*PE=0.40*20.03*2=16.02$$

$$P2=BV*PB=5.57*2.07=11.53$$

经查询可知 2019 年 4 月 30 日，雅戈尔的收盘价是 9.54，明显小于根据市盈率和市净率计算得出的 16.02 和 11.53，所以我们认为雅戈尔的股价被低估。

4.4.2 绝对估值法

企业的估值方法中还有一种相对精确的方法，就是绝对估值法。常用的绝对估值法涉及两大类估值模型，分别是 DDM 模型和 DCF 模型。前者是我们常说

的股利折现模型，本文选择的 FCF 模型是 DCF 模型中的一种，FCF 模型就是将股利折现模型（DDM）中的股利改成了自由现金流，本质上都是将现金流以一定的风险折现率 r 折现到选定时间，以此来计算当时的公司估值。史金艳等(2021)指出股利的分配量不仅取决于公司的盈利，还取决于公司管理层的决定^[50]。我们常说一个公司的估值应该包含对于一个公司成长的预期，那么如果我们用 DDM 模型，那么这部分成长就很容易被忽视，使得公司的估值偏离了本身的价值。还有一点一些公司会选择不分红，那么 DDM 模型就很难对这个公司进行估值。最后一点就是 DDM 模型不能反映公司的亏损对于公司估值的影响。因此，本文最终选取 DCF 模型中的 FCF 模型来对雅戈尔进行估值。

(1) 预测企业自由现金流

鉴于我们分析的是雅戈尔回购前的价值是否被低估，因此我们选取 2018 年 12 月 31 日作为本文估值雅格股份价的评估基准日，设定预测期为 5 年。根据公式：公司自由现金流=息税前利润*（1-所得税率）+折旧摊销-资本支出-营运资本增加的公式，分析预测雅戈尔的利润总额、利息、折旧摊销、资本支出和营运成本。接下来我们将利用雅戈尔 2014 年-2018 年相关指标的披露数据来估计对应指标的算术平均增长率，表 4-5 给出了计算自由现金流的相关财务指标在 2014 年-2018 年的增长情况，剔除极端值之后，最终得到利润总额的算数平均增长率为 5.89%，利息支出的平均增长率是 10.91%，折旧摊销的增长率为 15.21%，营运资本增加额的算数平均增长率为-33.69%，资本支出的增长率为 7.99%。接下来，在预测未来自由现金流时，本文将通过这些指标的平均增长率来测算自由现金流的具体数值。

(2) 计算加权平均资本成本 WACC

通常情况下，无风险国债收益率被用作企业估值时的无风险收益率，本文选取短期的五年期国债收益率 2.94%作为无风险收益率 R_F 。

风险溢价的计算公式是 $R_M - R_F$ ，这一指数深受中国证券市场和企业的融资结构及其对世界经济和政治环境的稳定性的影响短期的市场平均指数一定程度上能够代表这一收益，因此本文选取 10 年沪深指数的平均收益率 7.35%作为此次估值过程中的风险溢价数值。

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/498121042007006026>