

doi:10.19920/j.cnki.jmsc.2026.01.004

## 股份回购损害了债权人利益吗?<sup>①</sup>

陈选娟<sup>1,2</sup>, 胡涛<sup>3\*</sup>, 李曜<sup>1</sup>, 杨刚<sup>4</sup>, 董莹<sup>5</sup>

(1. 上海财经大学金融学院, 上海 200433; 2. 上海财经大学滴水湖高级金融学院, 上海 200120;  
3. 建信基金管理有限责任公司, 北京 100032; 4. 中国民生银行金融市场研究中心, 北京 100031;  
5. 浙江大学经济学院, 杭州 310058)

**摘要:** 自2018年我国《公司法》修订以来, 监管层大力支持上市公司实施公开市场股份回购, 旨在使上市公司成为维护股票市场稳定的中坚力量, 但国内部分媒体和投资者却认为股份回购会导致债权人财富流向股东。为此, 本文将资产价值分解思想引入 Merton 模型, 论证了公开市场股份回购对债权人利益的影响机制, 并利用我国上市公司的数据对研究命题进行检验。研究发现: 在上市公司宣告股份回购预案之后, 债券价格短期内整体上出现了显著的上涨。同时, 在长期内实施回购的上市公司违约风险显著下降, 经营绩效也显著提升。进一步研究发现, 相较于中期票据和短期融资债, 公司债对于股份回购的正向反应更为显著; 当上市公司以股权激励或员工持股计划为目的进行股份回购时, 债券市场的正向反应要更为显著。另外, 本文还发现股份回购的正向信号传递效应不局限于债券市场, 也能够辐射到商业信用和银行等其他金融机构的贷款决策之中, 进而显著提高公司的商业信用获取, 降低债务融资成本。本文丰富了股份回购对债权人财富效应影响的文献, 也为监管层的股份回购监管提供了政策依据。

**关键词:** 股份回购; 债权人保护; 信号传递; 财富转移

**中图分类号:** F832.5 **文献标识码:** A **文章编号:** 1007-9807(2026)01-0056-17

### 0 引言

公开市场股份回购作为上市公司盈利分配的重要方式, 具有信号传递、市值管理和反收购等多种作用<sup>[1,2]</sup>。在国外成熟的资本市场上, 上市公司和投资者对股份回购的偏好甚至超过了现金股利<sup>[3]</sup>。我国股份回购制度改革始于1997年, 期间历经了2005年、2008年和2015年等多次政策修订。直至2018年《公司法》修订之后, 当年11月证监会、财政部和国资委联合发布《关于支持上市公司回购股份的意见》, 进一步放松了回购条件, 并鼓励各类上市公司实施公开市场股份回购。

自此之后, 我国上市公司进行股份回购的积极性迅速提升。

就在资本市场大力推行股份回购之时, 部分上市公司的债权人却提出了担忧——认为股份回购可能会损害他们的利益。以福星股份为例, 该公司在2019年8月发布了公开市场股份回购的预案, 但在同年12月债权人会议上遭遇到反对之声。债权人认为公司的股份回购有可能侵害其利益, 希望公司能够追加债务担保<sup>②</sup>。然而, 福星股份的高管认为公司的回购是多方共赢的好事, 并没有损害债权人的利益, 后续将继续加强与债权

① 收稿日期: 2021-11-11; 修订日期: 2025-01-19。

基金项目: 安徽省自然科学基金资助项目(2208085MG186)。

通讯作者: 胡涛(1997—), 男, 安徽安庆人, 博士, 研究员。Email: htsufe@163.com

② 参见上海证券报报道, 网址: [https://company.cnstock.com/company/scp\\_gsxw/202001/4476398.htm](https://company.cnstock.com/company/scp_gsxw/202001/4476398.htm)。同时, 据本文作者检索, 除了福星股份外, 也有部分其他上市公司在股份回购过程中遇到了债权人群体或新闻媒体对债权人利益受损的质疑。

人的沟通.那么,公开市场股份回购到底有没有侵害债权人的利益呢?

对于这个问题,学术界的观点并不一致.一种观点认为,上市公司实施股份回购向外界传递了价值低估的信号,能够缓解内部人和外部投资者间的信息不对称,有利于维护中小投资者的权益<sup>[4,5]</sup>.同时,上市公司通过回购调整股权结构,配合股权激励建立长效的激励模式,进而能够提升公司的整体质量和投资价值<sup>[6,7]</sup>.另一种对立观点认为,公司的股权人和债权人之间存在潜在的代理冲突,股份回购可能会降低公司的现金和投资水平,增大债权的违约概率,从而造成债权人的损失<sup>[8-10]</sup>.另外,上市公司管理层和大股东为了短期的利益可能会利用股份回购向市场传递虚假信号误导投资者,进而损害中小股东和债权人的利益<sup>[1,11]</sup>.

为尝试解决上述现实分歧,本文首先在 Merton<sup>[12]</sup>和 Smith 和 Warner<sup>[9]</sup>的分析框架下,建立了股份回购对债权人利益影响的理论模型.通过推导得到如下理论推断:上市公司实施股份回购后,债权人利益的变化取决于信号传递效应和财富转移效应,其中信号传递效应分为正向效应和负向效应两类,正向信号传递效应能够提升债权市场价值,负向信号传递效应则相反;而财富转移效应则会降低债权市场价值.

在构建理论模型后,本文实证分析了股份回购对债权人的影响.债券市场作为上市公司重要的债务融资渠道之一,其对于股份回购信息的反应更加及时,因此本文选择债券市场作为基准视角展开研究.核心研究结论如下:1)在上市公司宣布公开市场股份回购后,债券价格出现了显著的正向反应,具体表现为债券在窗口期内超额累积收益显著大于0,债券利差显著下降;2)债券市场反应与股票市场反应之间没有显著的相关关系,并且公司估值水平与股票市场反应显著负相关,结合理论模型的分析,说明中国上市公司宣告回购后正向信号传递效应起主导作用;3)在长期内,即在宣告回购后的3个月和6个月,实施股份回购的公司违约风险也显著降低.在经过各种稳健性检验后,结论仍然成立.进一步研究发现,相较于中期票据和短期融资债,公司债对于股份回购的正向反应更为显著;当上市公司以股权激励

或员工持股计划为目的进行股份回购时,债券市场的正向反应强于以市值管理为目的实施的股份回购.另外,本文还发现股份回购的正向信号传递效应不局限于债券市场,也能够辐射到商业信用和银行等其他金融机构的贷款决策之中.

本文的边际贡献如下:1)在 Merton<sup>[12]</sup>、Smith 和 Warner<sup>[9]</sup>分析框架下,建立了股份回购对债权人利益影响的理论模型,为研究中国上市公司股份回购的效应及相关问题提供了理论依据;2)检验了我国债券市场对公开市场股份回购公告的反应及其影响因素.之前国内该领域文献均集中于股份回购的股东财富效应,缺少对债权人的财富效应研究,也缺乏来自于债券市场的经验证据;3)检验了我国上市公司在股份回购后长期债务违约风险的变化,为分析股份回购对债权人的影响提供了更全面的经验证据;4)本文的实证结果不仅丰富了公开市场股份回购和债权人保护的相关文献,也为监管层规范上市公司股份回购行为的监管提供了政策依据.

## 1 文献综述与理论模型

### 1.1 文献综述

理论文献指出,股份回购对债权人利益可能存在着两种相反的影响.

其中一些文献支持财富转移假说,即公司实施股份回购会使债权人的财富流向股东,进而损害债权人利益. Maxwell 和 Stephens<sup>[8]</sup>使用债券月度窗口期超额累积收益衡量债券市场反应,发现在宣告回购之后,虽然公司整体价值上升,但是债券市场却出现了显著的负向反应. Jun 等<sup>[13]</sup>发现债券利差在回购宣布之后平均上升了3.2个基点,在管理层持有较多股票期权的样本公司中,债券市场的负向反应更为明显. Billett 等<sup>[14]</sup>研究了股票回购对公司财团贷款的影响,发现在公司宣布公开市场回购后,债权人的超额收益率为-0.35%,股份回购损害了债权人利益.

另一些文献则支持信号传递假说,认为上市公司实施股份回购向外界传递了价值低估的信号,能够缓解内部人和外部投资者间的信息不对称,有利于维护债权人的利益. Eberhart 和 Siddiq-

ue<sup>[15]</sup>估计了回购期间的债券月度超额累积收益,发现债券市场出现了显著的正向反应,并没有证据表明存在财富转移的现象. Nishikawa 等<sup>[16]</sup>估计了回购事件窗口期 $[-30, +30]$  d 内债券利差平均下降了3个基点,债券市场对公开市场回购表现了正向的反应. Alderson 等<sup>[17]</sup>研究发现公司宣告股份回购后,债券市场出现了显著的正向反应,且股票市场反应与债券市场反应显著正相关,支持了信号传递假说.

国内对于公开市场股份回购与债权人利益的探讨,目前主要集中在法律层面,缺少较为系统的经验证据. 王荣康<sup>[18]</sup>认为回购后的股份无论是注销还是设置为库藏股,公司的所有者权益都将减少,公司整体资产和现金流随之减少,对债权人的保障力下降,因而债权人的风险程度将进一步上升. 宋国权<sup>[19]</sup>认为在2018年《公司法》的修订尊重并鼓励上市公司自主实施股份回购行为,但是公司债权人在此过程中并无任何实体权利表达,完全处于被动地位,因此需要完善我国上市公司股份回购规则中对公司债权人的利益保护. 张保华<sup>[10]</sup>表述了同样的观点,认为2018年《公司法》修订忽略了对债权人的利益保护.

综上所述,国外关于股份回购对债权人利益影响的研究文献较多但各执不同意见,部分文献支持财富转移假说,另一部分文献则支持信号传递假说,认为不存在财富转移现象. 而国内学者研究主要集中于法律探讨,没有系统的经验证据.

## 1.2 股份回购与债权人风险: 理论模型

### 1) 资产价值分解与债务定价

吴冲锋等<sup>[20]</sup>探讨了基于资产链的资产定价思想,提出资产形式演化的四个阶段: 实物资产、公司资产、资本资产和衍生资产. 其中资本资产和衍生资产同属金融资产. 企业家的创新推动实物资产向公司资产转化,在此基础上的一系列金融创新又产生金融资产. 崔长峰和刘海龙<sup>[21]</sup>在此基础上进一步探讨了市场估值溢价对债务价值的影响,他们指出公司资产的市场价值不仅反映基础资产的价值,还应包含金融创新所带来的价值增值. 因此,如果公司正常运营,金融市场的估值可以让公司资产市场价值获得一个超额溢价  $MV$ , 这部分的溢价就是资产从公司层面向金融层面转化所带来的增值.

Merton<sup>[12]</sup>指出公司股权价值  $E$  可以表示为公司资产市场价值  $V$  的欧式看涨期权,其期限与公司债务  $F$  的期限相同,执行价格为债务未来的价值,该看涨期权可以表示为:  $\max\{0, V - F\}$ . 将吴冲锋等<sup>[20]</sup>、崔长峰和刘海龙<sup>[21]</sup>的定价思想引入到 Merton 模型中: 在期末  $T$  时,公司正常经营,则股东权益为  $V_T + MV - F$ ,  $F$  表示公司债务在期末时的价值; 如果公司经营失败,则宣告破产,股东权益为 0. 故公司的股权价值可以表示为:  $\max\{0, V_T - F + MV\}$ .

根据已有文献的推导范式<sup>[12, 22]</sup>, 并结合 BS 定价公式,得到

$$E = VN(d_1) - e^{-rT}FN(d_2) + MVe^{-rT}N(d_2) \quad (1)$$

$$d_1 = \frac{\ln\left(\frac{V}{F}\right) + \left(r + \frac{\sigma^2}{2}\right) \times T}{\sigma \sqrt{T}} \quad (2)$$

$$d_2 = \frac{\ln\left(\frac{V}{F}\right) + \left(r - \frac{\sigma^2}{2}\right) \times T}{\sigma \sqrt{T}} \quad (3)$$

式(1)中  $N(\cdot)$  为标准正态累积分布函数;  $\sigma$  表示公司资产收益率的标准差. 为确定股东权益价值随资产收益率的标准差  $\sigma$  的变化情况, 本文对  $E$  求关于  $\sigma$  的偏导数, 即 Vega-E, 得到

$$\frac{\partial E}{\partial \sigma} = V\sqrt{T}n(d_1) - MVe^{-rT}n(d_2) \frac{d_1}{\sigma} \quad (4)$$

式中  $n(\cdot)$  表示标准正态分布的概率密度函数.

进一步地,可以得到债权人权益价值随资产收益率的标准差  $\sigma$  的变化情况, 即 Vega-B

$$\frac{\partial B}{\partial \sigma} = -V\sqrt{T}n(d_1) + MVe^{-rT}n(d_2) \frac{d_1}{\sigma} \quad (5)$$

根据式(4)和式(5),若不存在市场估值溢价 ( $MV=0$ ) 时, Vega-E 恒大于 0, 股东权益会随着公司风险的上升而增加; Vega-B 恒小于 0, 债权人权益会随着公司风险的上升而减少. 但是若  $MV > 0$ , 则会存在状态  $S(MV, V, \sigma)$ , 使得 Vega-E 小于 0, Vega-B 大于 0. 这就意味着, 在市场估值溢价存在的情况下, 股东价值可能随着公司风险的增加而减少, 债权人价值可能会随着公司风险增加而增加, 即市场估值约束了公司风险激进行为, 同时提高了债权人对公司风险的容忍度.

综上所述,上市公司管理层为了协调股东和债权人的利益,有强烈的动机进行市值管理,进而

提升公司的市场估值. 而股份回购作为当前重要的市值管理手段之一, 其对于股权和债权价值的影响到底如何呢? 本文对上述模型进行进一步的拓展.

## 2) 公开市场股份回购与公司债务价值

在已有框架下, 本文借鉴 Smith 和 Warner<sup>[9]</sup> 的处理方法, 在债权定价公式中引入公开市场股份回购变量. 假设公司的公开市场股份回购是一个连续的过程, 每期的回购金额为  $\gamma = R/V$ . 同时, 假设市场估值溢价  $MV$  会受公司特征和股份回购两个因素的影响. 则可得

$$B = Ve^{-\gamma T}N(-\hat{d}_1) + Fe^{-rT}N(\hat{d}_2) + MVe^{-rT}N(-\hat{d}_2) \quad (6)$$

$$\hat{d}_1 = \frac{\ln\left(\frac{V}{F}\right) + \left(r - \gamma + \frac{\sigma^2}{2}\right) \times T}{\sigma \sqrt{T}} \quad (7)$$

$$\hat{d}_2 = \frac{\ln\left(\frac{V}{F}\right) + \left(r - \gamma - \frac{\sigma^2}{2}\right) \times T}{\sigma \sqrt{T}} \quad (8)$$

首先, 当不存在市场估值溢价时, 即  $MV = 0$ , 本文的理论模型退化为 Smith 和 Warner<sup>[9]</sup> 的模型, 此时

$$\frac{dB}{d\gamma} = -\Delta < 0 \quad (9)$$

$$\frac{dE}{d\gamma} = \Delta > 0 \quad (10)$$

式(9)和式(10)中  $\Delta = T \times N(-\hat{d}_1) \times Ve^{-\gamma T}$ . 由以上推论可知, 上市公司实施股份回购提升了股权价值, 损害了债权价值, 并且债权人的损失等于股权价值的提升  $\left(\frac{dE}{d\gamma} = -\frac{dB}{d\gamma}\right)$ , 这即 Smith 和 Warner<sup>[9]</sup>、Maxwell 和 Stephens<sup>[8]</sup>、Jun 等<sup>[13]</sup> 等学者提出的财富转移效应.

而在本文的模型设定之下, 存在市场估值溢价时, 即  $MV$  不为 0, 参考 Smith 和 Warner<sup>[9]</sup> 的推导范式, 可求得

$$\frac{dB}{d\gamma} = F^B(\gamma, MV) - \Delta \quad (11)$$

$$\frac{dE}{d\gamma} = F^E(\gamma, MV) + \Delta \quad (12)$$

式(11)和式(12)中  $F^B(\gamma, MV)$  和  $F^E(\gamma, MV)$  主要受公司估值和股份回购  $\left(MV, \frac{\partial MV}{\partial \gamma}\right)$  的影响, 可

以理解为“信号传递效应”的影响;  $\Delta$  与式(9)和式(10)中一致, 主要为“财富转移效应”的影响.

在此推论下,  $\frac{dB}{d\gamma}$  和  $\frac{dE}{d\gamma}$  的正负性不能确定, 上市公司实施股份回购对债权人和股东的影响与“信号传递效应”和“财富转移效应”两重因素相关, 这与 Smith 和 Warner<sup>[9]</sup> 模型存在一定的差异.

在此背景之下, 存在一种状态  $S_1 \left[MV, \frac{\partial MV}{\partial \gamma}\right]$ , 使得

$$F^B(\gamma, MV) > \Delta; F^E(\gamma, MV) > 0 \Rightarrow \frac{dB}{d\gamma} > 0; \quad \frac{dE}{d\gamma} > 0 \quad (13)$$

此时, 上市公司实施股份回购能够同时提高债权和股权价值. 本文认为中国目前的现实场景更符合状态  $S_1$ . 大量研究表明, 中国上市公司的公开市场回购大多由价值低估所驱动的, 并且在回购后公司的估值得到显著提升<sup>[3, 5]</sup>. “价值低估所驱动的回购”说明我国实施股份回购的上市公司估值大都处于相对低估的状态. 同时, “回购后估值得到显著提升”说明公司实施股份回购向外传递的正向信号传递效应较强. 综合这两个条件, 式(13)能够成立, 即股份回购能提高债权和股权价值. 另外, 2018 年的股份回购新政改革对价值严重低估的上市公司实施回购的支持力度更大, 在一定程度上也能加强股份回购的正向信号传递效应.

当然, 也有可能存在另一种状态  $S_2 \left[MV, \frac{\partial MV}{\partial \gamma}\right]$ , 使得

$$F^B(\gamma, MV) < \Delta \Rightarrow \frac{dB}{d\gamma} < 0 \quad (14)$$

此时, 上市公司实施股份回购会损害债权人的利益. 这种状态在现实中也有可能发生, 部分研究表明: 第一, 管理层并非是理性的. 即使公司价值没有被低估, 过度自信的管理层也会实施股份回购<sup>[23, 24]</sup>; 第二, 管理层是存在私利的. 管理层会利用股份回购误导投资者, 达到私利目的<sup>[4, 11, 25]</sup>. 在此背景之下, 上市公司实施股份回购的正向信号传递效应将较弱, 也有可能产生负向的信号传递效应. 本文认为状态  $S_2$  更可能是个案, 而非我国

上市公司实施股份回购的常态. 李曜和何帅<sup>[1]</sup>发现,市场能够识别出“假”回购的上市公司,这些公司在宣告回购后市场反应相对较差. 朱德睿<sup>[26]</sup>认为现阶段我国上市公司的回购整体上未出现影响公司可持续发展的情形. 这些研究说明,虽然市场上存在少数虚假回购的情形,但并不影响股份回购的整体作用,而且事后这些虚假回购也均受到了交易所、证监会的问询和处罚.

综上所述,股份回购对债权人的影响是信号传递效应和财富转移效应共同决定的,可能存在三种不同的情形:第一种情形,正向信号传递效应强于财富转移效应,上市公司实施回购会提高债权人的价值;第二种情形,正向信号传递效应弱于财富转移效应,上市公司实施回购会损害债权人利益;第三种情形,负向信号传递效应和财富转移效应共存,股份回购会严重损害债权人利益. 我国上市公司股份回购的债权人价值效应,究竟属于哪一种情形,还需要更为细致的实证检验.

## 2 实证研究设计

### 2.1 数据来源

我国 A 股公开市场股份回购集中发生在 2015 年以后,因此本文选择 2015 年 1 月 ~ 2020 年 12 月我国 A 股上市公司的公开市场回购事件作为研究对象. 同时,借鉴多数学者对公开市场回购的研究,对样本进行了如下基本处理: 1) 剔除金融类、ST、\*ST 以及已经退市的公司; 2) 剔除有关股票回购信息和公司财务数据缺失的样本; 3) 为排除其他事件的影响,剔除宣告回购前后 30 d 内发生其他重要事件(如并购和违规处罚等)的上市公司样本; 4) 为排除异常值的影响,对所有的连续变量经过上下 1% 的缩尾处理. 经过上述处理后,共获得 855 个上市公司公开市场股份回购事件样本. 其中,上市公司的公开市场股份回购数据、股票交易数据和财务数据来源于 WIND 数据库,债券交易数据来源于中国外汇交易中心暨全国银行间同业拆借中心(CFETS).

### 2.2 研究设计

#### 1) 股票市场反应

借鉴高佳和荣鹰<sup>[27]</sup>和 Maxwell 和 Stephens<sup>[8]</sup>

的研究,使用事件研究法考察股份回购宣告的股票市场短期和长期反应. 首先,确定事件的发生日. 根据已有研究,本文选择上市公司公开市场股份回购预案公布日作为事件的发生日,记为  $D = 0$ . 如果预案公布日不是交易日,则将  $D$  定为之后临近的交易日. 然后,确定事件的窗口期. 事件的窗口期是指事件发生前后的一段时间,即  $(D - t, D + t)$ . 对于短期市场反应的检验,本文选取  $(-1, +1)$  作为事件窗口期,即  $t = 1$ . 最后,为了估计股票在窗口期内的正常收益率,需要确定事件的估计期. 本文选择事件发生日前的第 150 个交易日到前第 30 个交易日,即  $(-150, -30)$  作为估计期.

使用市场模型法估计正常收益率. 第一步,对估计期内的股票收益率和市场收益率做如下回归

$$R_{it} = \alpha_i + \beta_i R_{mt} + \varepsilon_{it} \quad (15)$$

式中  $i$  表示上市公司标识;  $t$  表示交易日期,这里  $t \in (-150, -30)$ ;  $R_{it}$  表示股票  $i$  在交易日  $t$  的收益率;  $R_{mt}$  为市场组合在交易日  $t$  的收益率,本文使用综合 A 股收益率作为市场组合收益率.

第二步,对估计期内的交易数据进行回归,得到参数估计值  $\hat{\alpha}_i$  和  $\hat{\beta}_i$ ,再利用个股在窗口期内的交易数据估计个股的日正常收益率  $\hat{R}_{it}$

$$\hat{R}_{it} = \hat{\alpha}_i + \hat{\beta}_i R_{mt} \quad (16)$$

使用式(17)和式(18)计算个股的日超额收益率  $AR_{it}$  和超额累积收益率  $CAR_{it}$

$$AR_{it} = R_{it} - \hat{R}_{it} \quad (17)$$

$$CASR_i(D - t, D + t) = \sum_{D-t}^{D+t} AR_{it} \quad (18)$$

当确定个股的超额累积收益率后,计算均值来估计整体样本窗口期的超额累积收益率

$$\overline{CASR} = \frac{1}{N} \sum_i CASR_i(D - t, D + t) \quad (19)$$

借鉴何瑛等<sup>[7]</sup>和 Alderson 等<sup>[17]</sup>的研究,使用股票买入并持有的超额收益(buy-and-hold abnormal return, BHAR)来衡量股份回购预案颁布后股票市场的长期反应,  $BHAR$  衡量投资者购买股票后一直持有到考察期结束,股票收益率超过基准组合收益率的那部分超额收益. 个股  $i$  买入并持有至到期超额收益的计算公式如式(20)所示,  $BHAR_i$  表示股票  $i$  在窗口期  $(D, D + M)$  的买入并持有至到期超额收益,后文中分别选取了回购后

的一个季度(3个月)、两个季度(6个月)作为窗口期

$$BHAR_i(D, D+M) = \prod_{t=0}^M (1 + R_{it}) - \prod_{t=0}^M (1 + R_{mt}) \quad (20)$$

式中的符号含义与前文一致。同样地,当确定个股的买入并持有至到期超额收益后,再计算均值来估计整体样本窗口期的买入并持有至到期超额收益,如式(21)。最后,使用  $T$  检验判断样本企业在窗口期内  $CASR$  和  $BHAR$  指标是否显著异于 0

$$\overline{BHAR} = \frac{1}{N} \sum_i BHAR_i(D, D+M) \quad (21)$$

## 2) 债券市场反应

本文使用事件研究法来考察债券市场反应。首先,设定债券事件研究的窗口期。鉴于债券市场的流动性较低,本文选择(-15, +15)和(-30, +30)两个窗口期分析债券市场的反应,这与 Bessembinder 等<sup>[28]</sup>和 Klein 等<sup>[29]</sup>等的研究一致。另外,参考 Nishikawa 等<sup>[16]</sup>的处理方法,对样本做了进一步的筛选:①仅保留交易所市场的企业债和公司债、银行间市场的企业债、短融和中期票据样本;②对于窗口期(-30, +30),仅保留在(-30, -1)和(0, +30)均存在交易记录的债券样本,针对窗口期(-15, +15)的筛选方法类似;③剔除银行间市场上债券买入价格大于卖出价格的异常数据。经过上述处理之后,(-30, +30)窗口期内共获得 158 支信用类债券;(-15, +15)窗口期内共获得 107 支信用类债券,共 1 349 条债券交易记录,平均每支债券在窗口期内拥有约 8 d 交易记录。

本文使用两个指标来衡量债券持有人财富的异常变化。第一个指标是基于债券的到期收益率所构建,为事件期间债券信用利差的变化,表示为  $CYS$ 。具体的计算过程为

$$YS_{it} = BY_{it} - TY_{it} \quad (22)$$

$$CYS_i = YS_{i,T} - YS_{i,-T} \quad (23)$$

式(22)和式(23)中  $YS_{it}$  为债券  $i$  在交易日  $t$  的信用利差; $BY_{it}$  为债券  $i$  在交易日  $t$  的加权收益率; $TY_{it}$  为国债收益率曲线相同期限匹配利率; $CYS_i$  为债券  $i$  在窗口期的利差变化; $YS_{i,T}$ 、 $YS_{i,-T}$  为债

券  $i$  在交易日  $+T$  和  $-T$  的信用利差,如果  $+T$  和  $-T$  交易日没有交易记录,则向前类推到较近的交易日。

当确定单个债券的利差变化后,再计算均值来估计整体样本窗口期的信用利差变化,如式(24)

$$\overline{CYS} = \frac{1}{N} \sum_i CYS_i \quad (24)$$

另一个是基于债券的价格所构建,为事件期债券的超额累积收益率,表示为  $CABR$ 。本文参考 Alderson 等<sup>[17]</sup>,通过收益匹配法(matching portfolio model)计算  $CABR$ ,并使用中债综合指数的收益率作为债券匹配收益。具体计算公式如下

$$CABR_i = \sum_{t=-T}^T \left[ \left( \frac{P_{i,t} - P_{i,t-1}}{P_{i,t-1}} \right) - \left( \frac{P_{m,t} - P_{m,t-1}}{P_{m,t-1}} \right) \right] \quad (25)$$

式中  $CABR_i$  表示债券  $i$  在窗口期(- $T$ ,  $+T$ )的超额累积收益率, $P_{i,t}$  表示债券  $i$  在交易日  $t$  的收盘价, $P_{m,t}$  为中债综合指数在交易日  $t$  的收盘价。

同样地,当确定单个债券的超额累积收益率后,再计算均值来估计整体样本窗口期的超额累积收益率,如式(26)。最后,使用  $T$  检验判断样本企业在窗口期内  $CYS$  和  $CABR$  指标是否显著异于 0

$$\overline{CABR} = \frac{1}{N} \sum_i CABR_i \quad (26)$$

## 3) 回归分析:财富转移效应和信号传递效应检验

借鉴 Maxwell 和 Stephens<sup>[8]</sup>和 Alderson 等<sup>[17]</sup>学者的处理方式,构建模型(27)和模型(28)分析财富转移效应与信号传递效应,主要关注回归系数  $\beta_1$ 、 $\beta_2$  和  $\beta_3$  的正负号和显著性

$$CASR_{it} = \alpha + \beta_1 CABR_{it} + \beta_3 PB_{it-1} + \beta Controls_{it-1} + Industry + year + \varepsilon_{it} \quad (27)$$

$$CASR_{it} = \alpha + \beta_2 CYS_{it} + \beta_3 PB_{it-1} + \beta Controls_{it-1} + Industry + year + \varepsilon_{it} \quad (28)$$

模型(27)和模型(28)中  $CASR_{it}$  为窗口期股票的超额累积收益; $CABR_{it}$  和  $CYS_{it}$  为窗口期债券的

超额累积收益和利差变化;  $PB_{it-1}$  为回购宣告前一周的市净率,用以衡量公司回购前的估值水平.

第一种情形:若模型(27)中  $\beta_1$  显著为负且  $\beta_3$  不显著,对应的经济含义:债权人与股东的财富效应变化方向完全相反,且公司估值并非回购驱动股权价值提升的关键因素,这说明股份回购是以债权人财富损失带来股权的价值提升,估值因素并不重要,即理论模型中指出的财富转移效应优于信号传递效应(此种情形对应到模型(28)中为:  $\beta_2$  显著为正且  $\beta_3$  不显著,即信用利差的显著上升对应股权价值的上升); 第二种情形:若  $\beta_1$  显著为正或不显著,且  $\beta_3$  显著为正,对应的经济含义:债权人与股东的财富效应变化方向完全相同或相关性较弱,且公司估值是回购驱动股权价值提升的关键因素之一,这说明股份回购能同时促进债权和股权的价值提升,即理论模型中指出的信号传递效应优于财富转移效应(此种情形对应到模型(28)中为:  $\beta_2$  显著为负或不显著,且  $\beta_3$  不显著,即信用利差的显著下降对应股权价值的上升).

$Controls_{it-1}$  为控制变量,选取回购前一个季度的公司规模 (*Size*)、资产负债率 (*Lev*)、资产收益率 (*ROA*)、托宾 *Q* 值 (*TobinQ*)、营业收入增长率 (*Growth*) 和现金流量比率 (*Cash*); 另外,本文还分别控制了行业固定效应 (*Industry*) 和年度固定效应 (*Year*).

4) 长期表现分析

鉴于债券市场的流动性较低,导致可供研究

的样本受限,通过市场价格变化反映债券价值变化的作用亦有局限. 所以使用修正的 KMV 模型测算公司违约距离的季度数值,进行拓展性分析. 具体的计算步骤如下

$$E = V_A N(d_1) - De^{-r\tau} N(d_2) \tag{29}$$

$$d_1 = \frac{\ln\left(\frac{V_A}{D}\right) + \left(r + \frac{\sigma_A^2}{2}\right)\tau}{\sigma_A \tau} \tag{30}$$

$$d_2 = d_1 - \sigma_A \tau \tag{31}$$

$$\sigma_E = N(d_1) \frac{V_A}{E} \sigma_A \tag{32}$$

借鉴 Geng 和 Pan<sup>[30]</sup> 对模型(28)~模型(31)的输入变量进行如下校准: *E* 为公司的权益价值;  $V_A$  为公司资产价值; *D* 为公司负债;  $\sigma_A$  为资产价值波动率; *r* 为无风险收益率;  $\tau$  为公司季度末债务剩余期限,  $\sigma_E$  为股权波动率. 违约边界 *K* 等于公司的流动负债加上长期债务的一半. 基于上述参数校准后进行迭代算法,可解出公司资产波动率  $\sigma_A$ ,进而估算出违约距离  $DD = (V_A - K) / V_A \sigma_A$ ,违约距离 *DD* 越大,公司的违约风险越低. 最后,本文使用宣告回购前一周的违约距离作为基期,分析宣告回购后一周违约距离的变化.

主要变量的描述性统计如表 1 所示. 表 1 中,全样本和债券样本的市净率 *PB* 均值分别为 2.57 和 1.73,最小值分别为 0.53 和 0.56,说明部分宣告回购的上市公司的股价是低于每股净资产. 资产负债率 *LEV* 的最大值分别为 89% 和 86%,总资产收益率 *ROA* 最小值分别为 -0.41 和 0.00,说明部分宣告回购的上市公司负债水平较高,盈利能力较弱. 其余变量的均值和方差水平等描述性统计结果与相关文献类似.

表 1 描述性统计  
Table 1 Summary statistics

Panel A: 全样本						
变量	样本数量	均值	标准差	最小值	中位数	最大值
<i>PB</i>	855	2.572 0	1.778 8	0.527 8	2.134 2	23.377 4
<i>SIZE</i>	855	22.615 3	1.207 4	19.982 0	22.424 4	26.395 1
<i>LEV</i>	855	0.385 7	0.182 5	0.035 3	0.376 9	0.889 5
<i>ROA</i>	855	0.045 8	0.073 0	-0.414 7	0.048 5	0.244 2
<i>Cash</i>	855	0.058 7	0.063 7	-0.149 6	0.056 3	0.258 1
<i>TobinQ</i>	853	1.648 6	0.855 9	0.799 2	1.423 7	10.752 9
<i>Growth</i>	855	0.122 2	0.318 5	-0.731 6	0.097 6	3.590 8

续表 1

Table 1 Continues

Panel B: 债券样本						
变量	样本数量	均值	标准差	最小值	中位数	最大值
<i>PB</i>	158	1.728 7	1.083 7	0.557 5	1.430 2	8.134 9
<i>SIZE</i>	158	24.778 5	1.209 5	21.938 5	24.614 2	26.395 1
<i>LEV</i>	158	0.619 6	0.126 0	0.325 9	0.626 5	0.858 4
<i>ROA</i>	158	0.036 8	0.026 9	0.001 0	0.028 9	0.133 2
<i>Cash</i>	158	0.039 0	0.059 4	-0.180 3	0.044 9	0.219 2
<i>TobinQ</i>	158	1.241 9	0.558 2	0.827 0	1.069 1	4.171 6
<i>Growth</i>	158	0.253 5	0.285 1	-0.569 8	0.190 5	1.645 2

### 3 实证结果分析

#### 3.1 基础实证结果

本文分析公开市场股份回购的股票和债券的市场反应,结果如表 2 所示. 股票价格出现了显著的正向反应,窗口期(-1, +1)内的超额累积收益率分别为 2.64% 和 2.71%,均在 1% 的显著性程度为正,这与已有研究基本一致<sup>[6, 7]</sup>. 同样地,债券价格也出现了显著的正向反应. 在窗口期(-15, +15)内,债券的超额累积收益为 0.28%,利差平均下降了 40 个基点,分别通过了 5% 和 10% 的显著性水平检验;在窗口期(-30, +30)内,债券的超额累积收益为 0.21%,利差下降了 23 个基点,均通过了 5% 的显著性水平检验.

本文根据模型(27)和模型(28)构建回归模型进一步分析财富转移效应和信号传递效应,结果如表 3 所示. 其中, *CABR*(-15, +15) 和 *CABR*(-30, +30) 分别表示不同窗口期内债券的超额累积收益率, *CYS*(-15, +15) 和 *CYS*(-30, +30) 分别表示不同窗口期内债券的信用利差变化情况,上述指标从债券的价格和到期收益率两个维度测度了债权人的利益变化. 表 4 回归结果显示,

*CABR* 和 *CYS* 的回归系数均不显著,表明债券市场反应和股票市场反应之间的相关性较弱. 而公司估值水平(*PB*)的系数均在 5% 和 1% 的显著性水平下为负,说明公司低估的程度越大,宣布回购带来的股票超额累积收益率越大. 以上结果与理论模型的预计一致,说明在中国资本市场的现实情景下,股份回购具有传递正向信号的作用,且该信号传递效应占优于财富转移效应,从而股票市场和债券市场均出现了显著的正向反应.

表 2 公开市场股份回购的股票和债券市场反应

Table 2 Stock and bond market responses to share repurchases

Panel A: 股票市场反应		
	(-1, +1)	(-1, +1)
<i>CASR</i> (%)	2.64*** (4.38)	2.71*** (5.15)
<i>N</i>	63	81
Panel B: 债券市场反应		
	(-15, +15)	(-30, +30)
<i>CYS</i>	-0.40* (-1.47)	-0.23** (-2.17)
<i>CABR</i> (%)	0.28** (1.92)	0.21** (1.72)
<i>N</i>	107	158

注: 括号内为 *T* 值, \*、\*\* 和 \*\*\* 分别表示 10%、5% 和 1% 的显著性水平.

表 3 财富转移效应和信号传递效应的回归分析

Table 3 Regression analysis of the wealth transfer effect and the signaling effect

变量	(1)	(2)	(3)	(4)
	<i>CASR</i> (-1, +1)	<i>CASR</i> (-1, +1)	<i>CASR</i> (-1, +1)	<i>CASR</i> (-1, +1)
<i>CABR</i> (-15, +15)	-0.192 (0.625 2)			
<i>CYS</i> (-15, +15)		-0.093 5 (0.301 8)		
<i>CABR</i> (-30, +30)			0.062 0 (0.237 8)	

续表 3

Table 3 Continues

变量	(1)	(2)	(3)	(4)
	CASR(-1, +1)	CASR(-1, +1)	CASR(-1, +1)	CASR(-1, +1)
CYS(-30, +30)				-0.0517 (0.1540)
PB	-1.4922** (0.6842)	-1.4622** (0.6705)	-1.4459*** (0.5410)	-1.4343*** (0.5449)
Controls	Yes	Yes	Yes	Yes
行业固定效应	Yes	Yes	Yes	Yes
年度固定效应	Yes	Yes	Yes	Yes
Cons	21.44 (15.59)	18.33 (12.10)	5.782 (11.07)	5.886 (10.94)
R-sq	0.536	0.535	0.493	0.493
N	107	107	158	158

注：括号内为稳健标准误；\*、\*\*和\*\*\*分别表示10%、5%和1%的显著性水平。

### 3.2 分组分析

本文要求上市公司在股份回购宣告窗口期内,需同时存在股票和债券交易记录,而这可能会使得质量较好的公司保留下来,进而导致实证结果产生偏差.为了减轻该因素的影响,本文对那些财富转移效应可能占据主导地位的公司进行单独检验(即理论模型中的 $\Delta$ 值相对较大).如果在这些公司中,仍能观测到债券市场的正向反应,则可以说明本文的结果并非是由样本选择所产生.根据Maxwell和Stephens<sup>[8]</sup>和Alderson等<sup>[17]</sup>的研究,信用等级较低、财务状况较差的公司实施股份回购后,财富转移效应更有可能占据主导地位,因此本节将根据公司的信用等级和财务状况进行分组分析.

首先,根据主体信用评级进行划分.本文按照上市公司的主体评级,将样本分为高信用评级(评级高于或等于AA+)公司和低信用评级公司(评级低于AA+)进行分组检验.结果如表4的列(1)所示,无论是高评级公司还是低评级公司,其在宣告回购后债券市场均出现了显著的正向反应,这表明股份回购向市场传递了正向价值信号.同时,分组差异检验的结果显示,低评级组和高评

级组之间存在显著的差异.在低评级公司中,债券市场的正向反应程度强于高评级公司,这说明低评级公司的债券投资者对股份回购的价值信号更为敏感.上述发现与Maxwell和Stephens<sup>[8]</sup>的研究存在差异,他们发现相较于高评级公司,在评级较低的公司中财富转移现象更严重,即低评级公司债券出现了强烈的负向反应.

其次,根据财务状况进行划分.本文使用Altman Z值衡量公司的财务状况,并根据临界值2.6将样本分为财务状况较好( $>=2.6$ )和财务状况较差( $<2.6$ )的公司.结果如表4的列(2)所示,财务状况较差和较好的公司在宣告回购后,债券市场均出现了正向反应,这表明股份回购向市场传递了正向信号传递效应.同时,分组差异检验的结果显示,财务状况好、差两组之间的差异并不显著,这说明财务状况较好公司和财务状况较差公司的债券投资者对股份回购价值信号的感知并无差异,即公司财务状况对股份回购信号质量的影响较小.

本节的实证研究进一步支持了前文的理论模型与实证结论,即在中国情景下,股份回购的正向信号传递效应要占优于财富转移效应.

表 4 股票和债券市场反应的分组分析

Table 4 Grouped analysis of stock and bond market reactions

分组依据	(1) 主体评级 (主体评级高于 AA+, 为 High)			(2) 财务状况 (Z 值 > 2.6, 为 High)		
	High	Low	Mean-diff	High	Low	Mean-diff
CYS(-15, +15)	-0.04 (-1.14)	-1.33* (-1.38)	1.29** (2.14)	-0.68 (-1.22)	-0.14 (-1.24)	-0.54 (-0.98)
CABR(-15, +15)	0.16 (0.92)	0.58** (2.22)	-0.42* (-1.32)	0.24* (1.42)	0.31* (1.35)	0.07 (0.23)
CYS(-30, +30)	-0.08** (-2.34)	-0.58** (-1.68)	0.50** (2.16)	-0.33** (-2.03)	-0.13 (-0.95)	-0.20 (-0.96)
CABR(-30, +30)	0.14 (0.92)	0.40** (1.74)	-0.26 (0.95)	0.31** (2.18)	0.12 (0.58)	0.19 (0.77)

注：括号内为 T 值；\*、\*\* 和 \*\*\* 分别表示 10%、5% 和 1% 的显著性水平。

### 3.3 长期表现分析

本文进一步对上市公司回购后的长期表现进行研究。结果如表 5 中 Panel A 所示，在宣告回购后的三个月，股票市场的 BHAR 为 3.38%，且在 1% 的显著性水平上为正。同时，上市公司在回购后违约风险显著下降，DD 增加了 0.15%，并在 1% 的显著性程度上为正。以上实证结果支持了前节的结论，说明从长期来看上市公司实施股份回购也是发挥着正向的信号传递效应，并未损害债权人的利益。进一步地，本文发现上市公司在宣告回购的下一个季度，经营绩效得到了显著提升，ROA 平均增加了 0.5%，并在 5% 的显著性水平上为正，这说明股份回购是真实的价值信号，从事后验证了正向信号传递效应的存在。

同样地，为了排除样本选择对于本文结论的

影响，进行分组分析。如表 5 中 Panel B 所示。首先，低信用评级的上市公司在股份回购后的长期表现要优于高信用评级公司，其 DD 平均增加 0.19%，ROA 平均增加 0.5%，均在 1% 的显著性程度为正。该结果说明，宣告股份回购确实是一个真实的正面价值信号，特别是低信用评级公司，其在回购后经营业绩出现显著改善，信用风险显著下降。其次，本文发现财务状况较好和较差的公司 ROA 和 DD 也均出现了正向变化，但财务状况较差的公司指标并不显著，出现该结果的可能原因是财务状况较差公司的盈利与信用风险改善需要一定的时间。但整体来看，即使在财务状况较差的公司中，股份回购也并非是一个负向的价值信号，因为经营业绩和信用风险均未发生显著变化。

表 5 回购后公司长期表现分析

Table 5 Analysis on the long-term performance of share repurchase

Panel A: 全样本分析						
	BHAR		ΔDD		ΔROA	
全样本	3.38*** (4.39)		0.15*** (2.75)		0.50** (2.24)	
Panel B: 分组分析						
分组依据	主体评级 (主体评级高于 AA+, 为 High)			财务状况 (Z 值 > 2.6, 为 High)		
	High	Low	Mean - diff	High	Low	Mean - diff
ΔDD	0.05 (0.32)	0.19*** (3.10)	-0.14 (-0.92)	0.22*** (3.09)	0.05 (0.62)	0.17* (1.35)
ΔROA	0.19 (0.60)	0.50*** (2.57)	-0.31 (-0.64)	0.56*** (2.61)	0.21 (0.75)	0.35 (0.96)

注：括号内为 T 值；\*、\*\* 和 \*\*\* 分别表示 10%、5% 和 1% 的显著性水平。

## 4 稳健性检验<sup>③</sup>

### 4.1 重新验证财富转移效应和信号传递效应

由于股份回购是企业的内部决策,管理层实施股份回购的真实目的无从得知,所以无法辨别股份回购向市场传递的真实信息(即正面的价值信号还是负向信号)。为此,本文参考 Maxwell 和 Stephens<sup>[8]</sup>的方法,构建公司整体价值指标来判断财富转移效应和信号传递效应。结果显示,当股份回购向市场传递正面的价值信号时,股票和债券市场均出现了显著的正向反应;当股份回购向市场传递负面信号时,股票和债券市场均出现了负向反应。同时,正负向信号之间存在显著的差异。这一发现与 Maxwell 和 Stephens<sup>[8]</sup>的研究有所不同,支持了信号传递假说,股份回购并没有使得债权人财富流向股权人。

### 4.2 信用等级的变化

为了保证结果的稳健性,本文从信用等级的角度考察信用风险的变化。结果显示,在上市公司宣告回购后,未到期债券中有 14 个债券评级上调,其余债券维持在原有评级。主体评级的结果与之类似,回购后均为上调和维持。结论支持了前文的分析,说明股份回购并没有侵害债权人利益。

### 4.3 更换窗口期分析

为了保证结果的稳健性,本文增加股票窗口期  $CASR(-15, +15)$  重新进行检验。回归结果显示,  $CABR$  和  $CYS$  的系数均不显著,  $PB$  的系数显著为负,这与前文的实证结果一致。同时,为了保证结果的稳健性,本文继续考察宣告回购后六个月  $BHAR$ 、 $DD$  和  $ROA$  的变化。结果显示,在宣告回购后的第二个季度  $BHAR$ 、 $DD$  和  $ROA$  仍显著增大,支持了前文的分析。

### 4.4 内生性分析

为了保证结果的稳健性,本文使用 PSM-DID 重新考察  $DD$  的变化。首先,按照 1:3 和匹配半径 0.000 1 有放回匹配的原则,依据企业的财务特征

和行业使用倾向得分匹配法(PSM),为回购公司匹配对照组。匹配结果显示回购公司和匹配后的对照组在样本特征上并不存在显著差异,误差均在 5% 以内,匹配结果较好。然后,进行 DID 分析,结果显示,在匹配后,  $\Delta DD$  的平均处理效应(ATT)为 0.106,在 10% 的显著性程度上为正,表明在控制企业层面异质性后,股份回购后企业的违约风险显著下降。以上结果再次验证了前文的分析。

### 4.5 2018 年前后对比分析

考虑到 2018 年我国股份回购相关法律和政策进行了大幅度调整,为了保证结果的稳健性,本文对 2018 年前后的样本进行差异分析。结果显示,2018 年前后的样本表现与前文的实证结果一致,说明股份回购政策的调整并不影响核心结论。

## 5 进一步分析

### 5.1 基于债券类型的进一步分析

不同债券持有人的风险偏好和投资策略可能存在差异,进而导致股份回购的市场效应会有所差异。本文在实证中存在公司债、中期票据和短期融资券三类信用债,为了分析其中的内在差异,本文依据债券类型做进一步地分析。

表 6 汇报了基于债券类型分组分析的实证结果,可以发现不同样本的  $CASR$  都显著大于 0,而在债券市场反应上,不同样本之间存在一定的差异。其中:公司债样本在两个窗口期内,  $CABR$  平均为 0.45%,利差平均下降了 6~10 个基点,分别通过了 5% 和 10% 的显著性水平检验;中期票据样本在两个窗口期内的  $CABR$  平均为 0.17%~0.34%,利差平均下降 2~4 个基点,但均不显著;而短期融资券样本出现了完全相反的债券市场反应,在两个窗口期内,  $CABR$  均为 -0.1%,并通过了 1% 和 5% 的显著性水平检验,利差表现不明显。

<sup>③</sup> 稳健性检验结果,如有兴趣可联系本文作者索取。

不同类型债券样本的债券市场反应存在差异,可能的原因在于不同类型债券持有人的投资策略存在一定差异.具体而言,公司债的期限一般较长,本文样本中公司债期限平均在4.9年,因此公司债的持有人更关注公司长期的偿债能力;而短期融资券的期限较短,本文样本中短期融资券的期限平均在0.8年,短期融资券的持有人更关注公司短期债券的兑付能力.股份回购通常被认为是公司未来发展的正面信号,因此这一增量信息可能对于长久期债券投资者的边际影响更强,对中久期债券投资者的边际影响一般;而短久期的债券投资者对于长期信号的关注程度较弱,进而对短期内因回购产生的大额现金支出做出一定的风险规避.

那么以上结果是否就意味着对于短期融资券

的债权人而言,股份回购的财富转移效应要大于正向信号传递效应呢?本文使用前文的模型(27)和模型(28)对公司债、中期票据和短期融资券三类信用债样本作分组回归,结果显示 *CABR* 和 *CYS* 系数基本上不显著,而 *PB* 的系数均显著为负<sup>④</sup>.结合理论分析,*CABR* 和 *CYS* 系数不显著可以拒绝财富转移效应占优这一可能性,而 *PB* 的系数显著为负说明正向的信号传递效应是存在的.综合 Panel A 和 Panel B 以及理论模型的结果,本文推测对于短期融资券的债权人,正向的信号传递效应和财富转移效应的边际影响接近.当然,未来可以结合更多的交易数据,对债券久期与信号传递效应、财富转移效应之间的关系进行更为深入的检验.

表6 基于债券类型的进一步分析

Table 6 Analysis based on bond types

Panel A: 股票市场反应						
	公司债		中期票据		短期融资券	
	(-1, +1)	(-1, +1)	(-1, +1)	(-1, +1)	(-1, +1)	(-1, +1)
<i>CASR</i> /%	3.75 ***	3.40 ***	1.51 **	2.00 ***	1.58 **	2.15 **
	(3.52)	(3.90)	(1.84)	(3.31)	(2.19)	(1.94)
<i>N</i>	31	39	13	22	19	20
Panel B: 债券市场反应						
	公司债		中期票据		短期融资券	
	(-15, +15)	(-30, +30)	(-15, +15)	(-30, +30)	(-15, +15)	(-30, +30)
<i>CYS</i>	-0.98 *	-0.56 **	-0.04	-0.02	0.06	-0.002
	(-1.49)	(-2.15)	(-0.58)	(-0.57)	(1.26)	(-0.04)
<i>CABR</i> /%	0.45 **	0.45 **	0.34	0.17	-0.10 **	-0.11 ***
	(2.27)	(1.92)	(0.99)	(0.77)	(-1.98)	(-2.49)
<i>N</i>	43	62	37	60	26	36

注: Panel A 和 Panel B 的括号内为 *T* 值; \*、\*\* 和 \*\*\* 分别表示 10%、5% 和 1% 的显著性水平.

## 5.2 基于回购动机的进一步分析

已有研究表明,在不同的回购动机下,上市公司宣告股份回购对于股票市场的影响存在差异<sup>[1, 25]</sup>.那么不同的回购动机对财富转移效应和信息传递效应的影响是否也存在差异呢?

上市公司一般会在预案中公布回购的动机,因此本文手工整理出所有上市公司的回购预案,并阅读预案对上市公司的回购动机进行了全面梳

理.经过整理,上市公司最常见的回购动机有市值管理、配合员工持股计划和股权激励、维护股东权益并在后期减持、配合可转债发行等.在所有的动机中,市值管理与配合员工持股计划和股权激励占比最高,因此本文对这两种动机进行重点分析.

表7汇报了基于回购动机分组分析的实证结果.在 Panel A 中,市值管理样本的 *CASR* 分别为

④ 分组回归的结果,有兴趣者可联系本文作者索取.

6.54%和6.32%，而股权激励 & 员工持股计划样本的仅有1.49%和1.44%。反观 Panel B 中的债券市场反应，股权激励 & 员工持股计划样本在两个窗口期内，CABR 平均为0.17%~0.23%，利差平均下降33~58个基点，而市值管理样本在两个窗口期内，债券的超额累积收益平均为0.05%，利差平均下降11~16个基点。综合来看，股票市场与债券市场均出现了正向的反应，结果基本与前文一致，说明在两个子样本中也均是正向的信号传递效应占优。但具体到正向反应的强弱，两组

子样本却出现了相反的结果，即市值管理样本的股票市场正向反应大于股权激励 & 员工持股计划样本；而股权激励 & 员工持股计划样本的债券市场正向反应大于市值管理样本。

综上所述，当上市公司的回购动机不同时，股票市场和债券市场反应将存在一定差异。当上市公司基于“股权激励 & 员工持股计划”进行股份回购时，股票市场的正向反应要弱于“市值管理”的上市公司，债券市场的正向反应要强于“市值管理”的上市公司。

表7 基于回购动机的进一步分析

Table 7 Analysis based on share repurchase motives

Panel A: 股票市场反应				
	市值管理		股权激励 & 员工持股计划	
	(-1, +1)	(-1, +1)	(-1, +1)	(-1, +1)
CASR/%	6.54 *** (3.88)	6.32 *** (4.84)	1.49 *** (3.67)	1.44 *** (3.62)
Panel B: 债券市场反应				
	市值管理		股权激励 & 员工持股计划	
	(-15, +15)	(-30, +30)	(-15, +15)	(-30, +30)
CYS	-0.16 *** (-2.61)	-0.11 ** (-1.86)	-0.58 * (-1.71)	-0.33 ** (-1.89)
CABR/%	0.05 (0.33)	0.05 (0.51)	0.23 * (1.65)	0.17 (1.07)

注：括号内为T值；\*、\*\*和\*\*\*分别表示10%、5%和1%的显著性水平。

### 5.3 基于不同类型债权人的进一步分析

不同类型债权人的利益并不完全一致，且不同类型债权人的利益保护机制也不完全相同<sup>[31]</sup>。除了债券投资者外，供应商的商业信用以及银行等其他金融机构提供的贷款等也是上市公司债务的重要组成部分。那么股份回购是否会影响供应商商业信用提供决策以及银行等其他金融机构的贷款决策呢？

为了解答上述问题，本节利用PSM-DID的方法分析上市公司宣告股份回购前、后一年的供应商信用提供与融资成本的变化情况。首先，使用应付账款周转率(包含应付票据)作为供应商商业信用提供的代理变量，使用“利息支出/有息负债”作为企业债务融资成本的代理变量。然后，

按照1:3和匹配半径0.0001有放回匹配的原则，根据行业和财务特征为回购公司匹配对照组。匹配结果显示回购公司和匹配后的对照组在样本特征上并不存在显著差异，误差均在10%以内<sup>⑤</sup>。

最后，本文展开DID分析，结果如表8 Panel A和Panel B所示。在匹配后，“Δ应付账款周转率”的平均处理效应为-0.33，在1%的显著性程度上为负，说明相较于对照组公司，回购组公司在实施股份回购后，应付账款周转率出现了显著下降，表明上游供应商的商业信用提供显著增加；“Δ利息支出/有息负债”的平均处理效应为-0.007，在5%的显著性程度上为负，说明相较于对照组公司，回购组公司在实施股份回购后，债

⑤ PSM的匹配结果，有兴趣者可联系本文作者索要。

务融资成本出现了显著下降。

上述结论说明股份回购的信号传递效应不局

限于债券市场,也能够辐射到商业信用和银行等

其他金融机构的贷款决策之中。

表8 基于不同类型债权人的进一步分析

Table 8 Analysis based on different types of creditors

Panel A: 供应商商业信用提供			
	回购组	对照组	ATT
$\Delta$ 应付账款周转率	-0.52 *** (-4.47)	-0.18 *** (-2.75)	-0.33 *** (-2.47)
Panel B: 债务融资成本			
	回购组	对照组	ATT
$\Delta$ 利息支出 / 有息负债	0.024 *** (9.22)	0.032 *** (15.97)	-0.007 ** (-2.28)

注: 括号内为  $T$  值; \*、\*\* 和 \*\*\* 分别表示 10%、5% 和 1% 的显著性水平。

## 6 结束语

自 2018 年《公司法》修订以来,上市公司纷纷实施股份回购得到了监管层的有力支持。股份回购会如何影响股东和债权人的利益关系? 是否回购在增加股东利益的同时却以损害债权人的利益为代价? 本文首先构建了基于资产价值分解思想的 Merton 模型,用以刻画股份回购对公司债权人的影响。理论模型表明,债权人利益的变化取决于正向信号传递效应和财富转移效应,其中正向的信号传递效应能够提升债权市场价值,财富转移效应则相反。

然后,本文利用 2015 年—2020 年 A 股上市公司公开市场股份回购的数据实证分析了回购股份对股东和债权人利益的影响,发现上市公司在宣告股份回购预案之后,股票价格和债券价格整体上出现了显著的正向反应。同时,也发现在长期内实施回购公司的债务违约风险显著下降。进一步研究发现,相较于中期票据和短期融资债,公司债对于股份回购的正向反应更为显著;当上市公司以“股权激励 & 员工持股计划”为目的进行股

份回购时,债券市场的正向反应强于以“市值管理”为目的实施的股份回购。另外,本文还发现股份回购的正向信号传递效应不局限于债券市场,也能够辐射到商业信用和银行等其他金融机构的贷款决策之中,具体表现为:相较于对照组公司,回购组公司在实施股份回购后,供应商的商业信用提供明显增加,债务融资成本也明显下降。

本文的研究发现对于理解我国上市公司公开市场股份回购的影响具有明确的启示意义。首先,对于监管层而言,建立有效的差异化监管机制是重中之重,对价值低估驱动的公开市场股份回购进行大力支持;而对于利用股份回购操纵市场或内幕交易的上市公司,则应进行严格的惩治,遏制管理层在回购中的短视行为;其次,股份回购作为上市公司向资本市场传递信号的重要方式,上市公司在实施地过程中,应加强与各方投资者的沟通以及正面宣传,特别是短期债务的债权人,进而更好地发挥股份回购的正面效应。最后,部分上市公司的债权人和媒体提出的“回购导致股东和债权人之间发生利益转移效应”的担忧是完全没有根据的,因此债权人应合理看待上市公司的公开市场股份回购,一贯反对并非是理性决策。

## 参考文献:

- [1] 李 曜, 何 帅. 上市公司公开市场股份回购宣告动因的真与假——基于公司财务与市场识别的研究[J]. 经济管理, 2010, 32(5): 95-104.

- Li Yao, He Shuai. True and false motivations for the announcement of open market share repurchases by listed companies: A study based on corporate finance and market recognition[J]. *Business Management Journal*, 2010, 32(5): 95 – 104. (in Chinese)
- [2] Almeida H, Fos V, Kronlund M. The real effects of share repurchases[J]. *Journal of Financial Economics*, 2016, 119(1): 168 – 185.
- [3] 马鹏飞, 隋 聪. 股价超跌能驱动股票回购吗? ——基于一个准自然实验[J]. *系统工程理论与实践*, 2020, 40(12): 3080 – 3094.
- Ma Pengfei, Sui Cong. Can the excessive decline of stock prices drive share repurchases?: Based on a quasi-natural experiment[J]. *Systems Engineering: Theory & Practice*, 2020, 40(12): 3080 – 3094. (in Chinese)
- [4] Babenko I, Tserlukevich and Y, Vedrashko A. The credibility of open market share repurchase signaling[J]. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 2012, 47(5): 1059 – 1088.
- [5] 董 竹, 马鹏飞. 我国公开市场股票回购的信号作用研究[J]. *数量经济研究*, 2017, 8(2): 116 – 131.
- Dong Zhu, Ma Pengfei. Research on the signaling effect of open market share repurchases in China[J]. *Journal of Quantitative Economics*, 2017, 8(2): 116 – 131. (in Chinese)
- [6] Dittmar A K. Why do firms repurchase stock? [J]. *Journal of Business*, 2000, 73(3): 331 – 355.
- [7] 何 瑛, 黄 洁, 李 娇. 中国上市公司股份回购的经济后果研究——来自 A 股市场 2005—2013 年的经验数据[J]. *经济管理*, 2014, 36(10): 53 – 63.
- He Ying, Huang Jie, Li Jiao. Research on the economic consequences of share repurchases by Chinese listed companies: Empirical data from the A-share market from 2005 to 2013[J]. *Business Management Journal*, 2014, 36(10): 53 – 63. (in Chinese)
- [8] Maxwell W F, Stephens C P . The wealth effects of repurchases on bondholders[J]. *Journal of Finance*, 2003, 58(2): 895 – 919.
- [9] Smith C W, Warner J B. On financial contracting: An analysis of bond covenants[J]. *Journal of Financial Economics*, 1979, 7(2): 117 – 161.
- [10] 张保华. 债权人保护: 股份回购资金来源限制的法律漏洞及其填补[J]. *证券市场导报*, 2020, (5): 64 – 71, 77.
- Zhang Baohua. Creditor protection: Legal loopholes in the restrictions on the sources of funds for share repurchases and their remedies[J]. *Securities Market Herald*, 2020, (5): 64 – 71, 77. (in Chinese)
- [11] Chan K, Ikenberry D L, Lee I, et al. Share repurchases as a potential tool to mislead investors[J]. *Journal of Corporate Finance*, 2010, 16(2): 137 – 158.
- [12] Merton R C . On the pricing of corporate debt; The risk structure of interest rates[J]. *Journal of Finance*, 1974, 29(2): 449 – 470.
- [13] Jun S G , Jung M , Walkling R A . Share repurchase, executive options and wealth changes to stockholders and bondholders[J]. *Journal of Corporate Finance*, 2009, 15(2): 212 – 229.
- [14] Billett M T, Elkamhi R, Mauer D C, et al. Bank Loan Price Reactions to Corporate Events: Evidence from Traded Syndicated Loans[R]. Bloomington: Kelley School of Business Research Paper, 2016.
- [15] Eberhart A, Siddique A R. Why are stock buyback announcements good news? [EB/OL]. [https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=647843](https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=647843), 2005.
- [16] Nishikawa T, Prevost A K, Rao R P. Bond market reaction to stock repurchases: Is there a wealth transfer effect? [J]. *Journal of Financial Research*, 2011, 34(3): 503 – 522.
- [17] Alderson M J, Halford J T, Sibilkov V. An examination of the wealth effects of share repurchases on bondholders[J]. *Journal of Corporate Finance*, 2020, (65): 101499.

- [18]王荣康. 股份回购及对债权人和中小股东的保护[J]. 现代法学, 2002, (3): 66-72.  
Wang Rongkang. Share repurchase and the protection of creditors and minority shareholders[J]. Modern Law Science, 2002, (3): 66-72. (in Chinese)
- [19]宋国权. 上市公司股份回购中公司债权人利益的法律保护[J]. 上海金融, 2020, (5): 53-62.  
Song Guoquan. Legal protection of the interests of corporate creditors in the share repurchase of listed companies[J]. Shanghai Finance, 2020, (5): 53-62. (in Chinese)
- [20]吴冲锋, 王柱, 冯芸. 基于资产链的资产定价问题的思考[J]. 管理科学学报, 2008, 12(1): 1-11.  
Wu Chongfeng, Wang Zhu, Feng Yun. Thoughts on asset pricing issues based on the asset chain[J]. Journal of Management Sciences in China, 2008, 12(1): 1-11. (in Chinese)
- [21]崔长峰, 刘海龙. 资产价值分解与公司债务定价[J]. 管理科学学报, 2013, 17(10): 51-62.  
Cui Changfeng, Liu Hailong. Asset value decomposition and corporate debt pricing[J]. Journal of Management Sciences in China, 2013, 17(10): 51-62. (in Chinese)
- [22]项后军, 张清俊. 中国的显性存款保险制度与银行风险[J]. 经济研究, 2020, 55(12): 165-181  
Xiang Houjun, Zhang Qingjun. The explicit deposit insurance system and bank risks in China[J]. Economic Research Journal, 2020, 55(12): 165-181. (in Chinese)
- [23]Sheng-Syan C, Keng-Yu H, Po-Hsin H, et al. CEO overconfidence and bondholder wealth effects: Evidence from mergers and acquisitions[J]. Journal of Corporate Finance, 2022, (77): 102278.
- [24]李丹蒙, 叶建芳, 卢思绮, 等. 管理层过度自信、产权性质与并购商誉[J]. 会计研究, 2018, (10): 50-57.  
Li Danmeng, Ye Jianfang, Lu Siqi, et al. Managerial overconfidence, nature of property rights and merger and acquisition goodwill[J]. Accounting Research, 2018, (10): 50-57. (in Chinese)
- [25]李曜, 胡涛. 股份回购如何影响股票流动性?[J]. 证券市场导报, 2023, (2): 51-61.  
Li Yao, Hu Tao. How does share repurchase affect stock liquidity? [J]. Securities Market Herald, 2023, (2): 51-61. (in Chinese)
- [26]朱德睿. 深市公司回购股份与增持计划情况分析[J]. 证券市场导报, 2019, (11): 61-68.  
Zhu Derui. Analysis on the share repurchase and shareholding increase plans of companies listed on the Shenzhen Stock Exchange[J]. Securities Market Herald, 2019, (11): 61-68. (in Chinese)
- [27]高佳, 荣鹰. 自然灾害对企业价值的实质影响——基于中国上市公司地震公告的事件研究[J]. 管理科学学报, 2022, 25(4): 67-87.  
Gao Jia, Rong Ying. The substantive impact of natural disasters on corporate value: An event study based on earthquake announcements of Chinese listed companies[J]. Journal of Management Sciences in China, 2022, 25(4): 67-87. (in Chinese)
- [28]Bessembinder H, Kahle K, Maxwell W, et al. Measuring abnormal bond performance[J]. The Review of Financial Studies, 2009, (22): 4219-4258.
- [29]Klein A, Zur E. The impact of hedge fund activism on the target firm's existing bondholders[J]. The Review of Financial Studies, 2011, (24): 1735-1771.
- [30]Geng Z, Pan J. The SOE premium and government support in China's credit market[J]. The Journal of Finance, 2024, 79(5): 3041-3103.
- [31]石晓军, 叶震. 中国债券评级变动峭壁的投资信息价值研究[J]. 管理科学学报, 2021, 24(7): 110-126.  
Shi Xiaojun, Ye Zhen. Investment information value of Chinese bond creditrating cliff[J]. Journal of Management Sciences in China, 2021, 24(7): 110-126. (in Chinese)

## Does the share repurchase harm creditors?

*CHEN Xuan-juan*<sup>1,2</sup>, *HU Tao*<sup>3\*</sup>, *LI Yao*<sup>1</sup>, *YANG Gang*<sup>4</sup>, *DONG Ying*<sup>5</sup>

1. School of Finance, Shanghai University of Finance and Economics, Shanghai 200433, China;
2. Dishui Lake Advanced Finance Institute, Shanghai University of Finance and Economics, Shanghai 200120, China;
3. CCB Principal Asset Management Company, Beijing 100032, China;
4. China Minsheng Banking Research Institute, Beijing 100031, China;
5. School of Economics, Zhejiang University, Hangzhou 310058, China

**Abstract:** Since the revision of the Company Law in 2018, the regulatory authorities have strongly supported listed companies in repurchasing stocks, with the intention of making listed companies the backbone for maintaining stock market stability. However, some domestic media and investors believe that share repurchases will result in a transfer of wealth from bondholders to shareholders. To this end, the paper introduces the idea of asset value decomposition into the Merton model, demonstrates the mechanism by which share repurchases affect the interests of bondholders, and uses the data from Chinese listed companies to test the research propositions. The study found that after a listed company announced a share repurchase plan, bond prices, overall, showed a significant positive reaction. At the same time, default risk has been significantly reduced, and operating performance has also been remarkably improved. It is further found that corporate bonds are more responsive to share repurchases than medium-term notes and short-term financing bonds, and the bond market reacts more positively to share buybacks by listed companies conducted for equity incentives and employee stock ownership plans. In addition, the paper finds that the positive signaling effect of share repurchase is not limited to the bond market but can also extend to commercial credit, banks, and other financial institutions, significantly improving the company's access to commercial credit and reducing the overall financing cost. The paper not only enriches the relevant literature on share repurchase but also provides a policy basis for the supervision of share repurchases.

**Key words:** share repurchase; creditor protection; signaling effect; wealth transfer