

上市公司股利政策与 股市波动的实证研究

田祥新, 徐国栋, 周永强

(厦门大学 经济学院, 福建 厦门 361005)

[摘要] 运用事件研究法从实证的角度分析了中国上市公司的年度股利公告对股票价格的影响, 研究结果表明, 三种不同的股利分配形式都可以引起股价的异常反应, 相对于现金股利而言, 市场更加欢迎股票股利和混合股利, 而股票股利和现金股利之间的差异并不显著。

[关键词] 股利政策; 超常收益; 事件研究法

[中图分类号] F830.9

[文献标识码] A

[文章编号] 1008-875X(2003)03-0051-04

一、引言

股利政策是现代公司理财活动的三大核心内容之一。一方面, 它是公司筹资、投资活动的逻辑延续, 是其理财行为的必然结果; 另一方面, 恰当的股利分配政策, 不仅可以树立起良好的公司形象, 而且能激发广大投资者对公司持续投资的热情。西方股利理论的研究始于二十世纪六十年代, 起初的研究主要集中在股利政策与股票价格是否有关这一焦点问题上。以米勒 (Miller) 和莫尼迪亚利 (Modigliani) 为代表的“股利无关论”认为股利不会引起股价的变化, 以戈登 (Gordon) 为代表的“一鸟在手”理论认为高股利有利于增加企业价值, 而“税差理论”则认为低股利增加企业价值。研究表明, “股利无关论”在其严格的假设条件下为理论界所接受, 而在现实生活中其假设条件并不成立。因此进入二十世纪八十年代后, 股利理论的研究又集中在股利为什么会引起股价的变化这一问题上来, 主要观点有“追随者效应理论”, “信号理论”, “代理学说”和“行为学派”等。这些观点从放松 MM 股利无关论的假设条件入手, 又进一步引进相关学科的研究成果, 使股利研究在“质”和“量”上产生了巨大的飞跃。但从总体上

看, 无论是传统理论还是现代理论都各自存在这样或那样的缺陷, 直到今天, 西方股利理论也未达成共识, “股利之谜”仍未解决。

由于国内证券市场发展时间过短的原因, 我国学术界对股利理论的探索还处于初级阶段, 但仍取得一定的理论研究成果: 陈晓、陈小悦和倪凡 (1998) 在信号传递理论背景下研究了 1996 年以前上市的公司首次红利分配政策。他们认为市场对首利公告的反应在 (2, +3) 这一区间, 并发现与纯股票股利和混合股利相比, 现金股利不受市场欢迎。魏刚 (1998) 对 1997 年度股利分派预案进行研究, 市场欢迎股票股利。此外, 他还运用年报公布的其他信息, 比较了分红与不分红的市场反应、解释不分红原因与不解释原因的市场反应。他发现不分配红利的消息引起的市场反应较小, 而市场对于解释了不分配原因的股票则表现出失望的反应。俞乔和程滢 (2001) 从价量两个方面考察了股市对红利政策的反应, 研究结果指出, 无论是首利公告还是一般的分红公告, 公告日当天和公告日后一天的股价和交易量都出现了显著变化。在具体的分红方案中, 市场对送股或混合股利的分红政策有较强的正向反应, 而对单纯的现金红利极不敏感。

以上的研究均采用事件研究法, 在计算超

[收稿日期] 2003-01-19

常收益时都采用市场与风险调整模型，陈汉文和陈向民(2001)在《证券价格的事件性反应》一文中对计算超常收益的三种模型(均值调整模型，市场模型，市场与风险调整模型)进行比较得出结论：虽然市场模型和市场与风险调整模型有某些优点，但由于交易背景的差异，其在应用中有更容易拒绝原假设的倾向；对我国证券市场而言，均值调整模型在不同的情况下对事件的研究有很多优于市场模型的优点。本文尝试运用均值调整模型作为计算超常收益的基础，通过事件研究法考察股利分配信息公开前后样本公司股票价格的变化，来检验我国股票市场对于不同的股利分配形式的反应，并与以前的研究结论作以比较。

二、研究方法 with 数据选择

事件研究法以影响股票市场某类股票价格的某一特殊事件为中心，通过研究事件的发生是否影响了时序性数据来检验市场对事件的反应。本文通过研究股利信息公开前后股票平均超常收益(AAR)和累计超常收益(CAR)的变化来检验市场对信息公布的反应。

1. 均值调整模型的计算方法

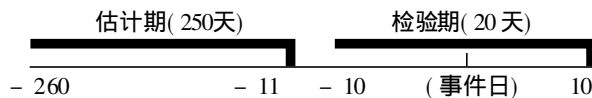
$$AR_{i,t} = R_{i,t} - R_t; R_t = \frac{P_{i,t} - P_{i,t-1}}{P_{i,t-1}}$$

$$R_i = \frac{1}{T} \sum R_{i,t}$$

$AR_{i,t}$ 为股票 i 在第 t 日的超常收益, $R_{i,t}$ 为股票 i 在第 t 日的收益率, $P_{i,t}$ 为股票 i 在第 t 日的经过复权处理的收盘价, R_t 为股票 i 在估计期内的日平均收益, T 为估计期长度, 一般 $T=250$, $t = t_1, t_2, \dots, t_x$, x 为事件期长度。

$$AAR = \frac{1}{N} \sum AR_{i,t}, CAR = \sum_{t=1}^x AAR$$

AAR 为第 t 日的平均超常收益, CAR 为第 t 日的累计超常收益, N 为研究的样本数量。



2. 假设检验

1) 为了检验不同的股利公告期内的超常收益是否存在，我们假设各样本相互独立且服从

正态分布。我们计算了每个公司在不同的时间窗口的累计超常收益，并求出三类公司的均值，分别表示为 R_1, R_2, R_3 ,

以 $H_0: R = 0$ 为原假设, $H_1: R \neq 0$ 为备择假设。

$$\text{检验统计量: } t = \frac{R}{S / \sqrt{n}}$$

2) 为了对三类公司的累计超额收益率的均值进行比较, 确定它们的大小顺序, 我们仍假设样本相互独立且服从正态分布。

以 $H_0: R_1 = R_2$ 为原假设; $H_1: R_1 > R_2$ 为备择假设。(R_1, R_2 分别表示股票股利, 现金股利或混合股利, 现金股利或混合股利, 股票股利)

$$\text{检验统计量: } t = \frac{R_1 - R_2}{\sqrt{S_1^2/n_1 + S_2^2/n_2}}$$

3. 样本选择

我们将 2001 年分配股利的上市公司作为总体, 样本选取的原则有 1) 股利公告日之前该股票至少有 260 天的交易记录, 以便我们有足够的的数据计算正常收益; 2) 股利公告日与除息日相隔至少 5 个交易日, 以尽量减少除息日效应对研究结果的影响。这里的股利公告日是指公司分红派息公告日。

我们将上市公司的股利分配分为三种形式: 纯现金股利, 股票股利(含资本公积转增), 混合股利(现金股利加股票股利), 本文经过筛选, 分别抽取 25, 30, 40 家公司作为股票股利, 混合股利和现金股利的研究样本。样本的交易数据来自飞狐交易师系统所提供的交易数据, 股利公告日数据来自《中国证券报》和《上海证券报》, 数据的整理与分析过程中分别运用了 Excel 和 Spss 10.0 统计软件。

三、实证结果

1. 三种股利公告在 (-10, 10) 检验期的 AAR 与 CAR 分别如下图所示。

2. 不同的时间窗口上, 三种股利公告的 CAR 及其差异检验。

四、结论与现实意义

(一) 实证结论与成因分析

1. 从图 1、2、3 可以看出, 股票股利与混合

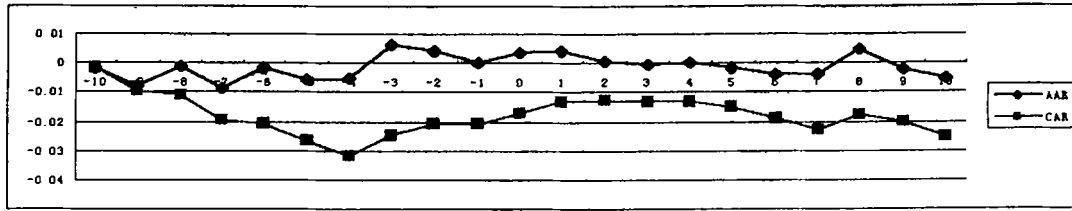


图 1 股票股利的 AAR 与 CAR

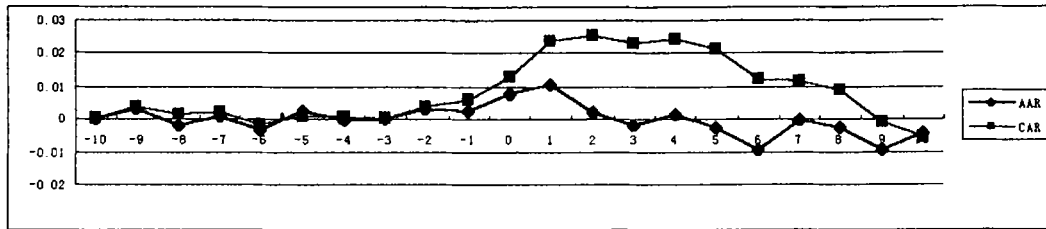


图 2 混合股利的 AAR 与 CAR

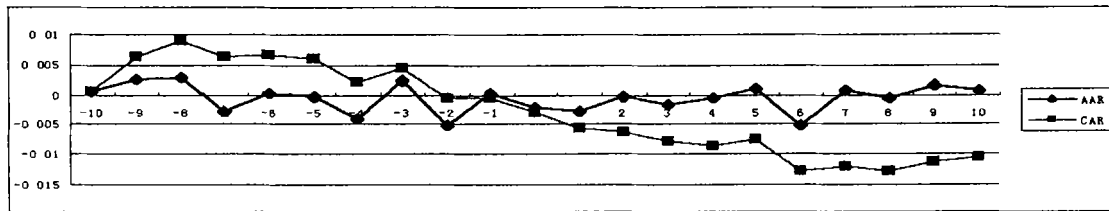


图 3 现金股利的 AAR 与 CAR

表 1 不同红利公告的 CAR 及 t 检验值

事件窗口	股票股利		混合股利		现金股利	
	CAR (%)	T(car)	CAR (%)	T(car)	CAR (%)	T(car)
(- 1, 0)	0.347	0.979	2.289	3.791***	- 0.487	- 1.406
(- 1, 1)	0.782	2.064**	2.296	4.054***	- 0.486	- 1.405
(- 2, 2)	1.239	1.846*	2.001	4.043***	- 1.048	- 2.700**
(- 2, 3)	1.196	1.783*	2.296	4.054***	- 1.220	- 2.720**
(- 3, 2)	1.886	2.274**	2.289	3.719***	- 0.815	- 2.148*
(- 3, 3)	1.842	1.988**	2.486	4.451***	- 0.987	- 2.133*

注: *表示在 0.1 水平上显著, **表示在 0.05 水平上显著, ***表示在 0.01 水平上显著,下同。

表 2 不同红利公告的 CAR 差异检验

事件窗口	派现	送股	混合	事件窗口	派现	送股	混合
派现		- 2.287***	- 3.541***	派现		- 2.416***	- 3.516***
送股			- 1.245*	送股			- 1.100
(- 3, 2)	(- 3, 3)						
派现		- 2.701***	- 3.309***	派现		- 2.830***	- 3.276***
送股			- 0.608	送股			- 0.446

股利的 CAR 在 (- 3, 3) 这一时间窗口呈现单调上升趋势, 而现金股利的 CAR 则是一个单调下降的趋势, 这说明市场对三类股利公告的反应都是在 (- 3, 3) 这一区间内完全实现。

2. 从表 1 可以看出, 股利公告期间混合股

利与股票股利均取得显著的正累计超常收益, 而现金股利却是显著的负累积超常收益。说明市场比较欢迎股票股利和混合股利, 对现金股利反应冷淡, 甚至排斥。这一结论与陈晓 (1998), 魏刚 (1998), 俞乔 (2001) 得出的结论基本一致, 即现

金股利不受市场欢迎。我国股市的这种现状与国外成熟市场上观察到的现象恰恰相反,在西方较成熟的股市中,投资者大都关心的是能拿到手的现金股利,而对股票股利不太敏感。我国股市之所以出现这种情况,首先是因为现金股利的支付率不高,平均来说,每股只有 0.1-0.2 元的现金股利,而现金股利又被课以 20% 的红利税,扣除税金以后,投资者拿到手中的现金股利更加有限。其次,在我国的证券市场,投资者持有股票的目的大多是为了谋取短期的资本利得收益,而非获得定期的股利收益,因而投资者对于上市公司发放多少现金股利并不感兴趣,这也是现金股利不受欢迎的另一个原因。再次,股票股利会向投资者传递上市公司业绩好、利润高、增长潜力大的信息,从而提高投资者对公司的信心,因而会引起市场的正向反应。最后我国证券市场仍处于供不应求阶段,市场参与者具有强烈的拥有更多股票的动机,发放股票股利能够迎合投资者多持有股票的偏好。

3. 从表 2 可以看出,在各个时间窗口上,混合股利和股票股利的 CAR 均显著大于现金股利的 CAR,而股票股利与混合股利的 CAR 除了在 (-2, 2) 这一时段外,差距并不显著。与俞乔(2001)得出的结论不同的是,我们抽样调查的结果是,在股利公告期间混合股利的 CAR 大于股票股利,虽然这种差异并不具有统计上的显著性。如在 (-3, 3) 这一时间窗口,股票股利和现金股利的 CAR 分别为 1.842% 和 2.486%。引起这种结果的原因可能是,混合股利由于既有现金股利又有股票股利,因而它能满足不同投资者的股利偏好,因而会比单纯的股票股利更能引起市场的正向反应。另外,从 2001 年的股利分配情况看,混合股利中股票股利的发放量并不比单纯的股票股利少。

4. 我们的实证结果从另一个角度检验了中国股市的有效性。根据市场有效性及理性预期假设,只有预期外的信息才会引起市场的波动,对于市场已经预期到的信息,股价不会有异常波动。在我国证券市场上,分红方案经过在年报、股东大会决议中的公告后,应该不再包含任何未预期到的信息,但我们仍在第三次分红

公告中发现了超常收益,说明市场信息传播呈现非有效分布的状态。

(二) 现实意义

1. 由于市场相对偏好股票股利和混合股利,因而上市公司在决定股利分配形式时也应考虑这一因素,在公司拥有良好的投资机会及经营效率时,尽量采取股票股利或混合股利的发放形式。当然上市公司在进行股利决策时,也不能纯粹的迎合市场的需要,在公司资本结构合理,经营规模适当,尚无更好的投资机会时,发放现金股利从长远看也不失为明智之举。

2. 由于股利信息公告前后,股票价格发生了异常变动,因而对于短期投资者而言,有可能采取某种投资策略取得超常收益。例如,在公司股利公告前三日购入股票,公告后三日售出,就可以获得大于平均收益的超常收益。因此,在我国股票市场中,提早以某种方式获取股利分配方案是有价值的。

3. 对市场监管者而言,首先,当上市公司采用送股形式的股利分配政策时,证券监管部门可考虑要求其披露转做股本的可分配利润的用途和投资方向等方面的信息。这样既可以让投资者自身对送股公司的分配信息进行评价,减少信息的不对称,又可以规范送股公司的行为,督促其使用好属于股东的每一分钱。其次,由于通过分析公共信息可以获取超常收益,所以市场监管者应进一步完善上市公司公共信息的披露,以免造成竞争的不公平,同时也应注意加强信息公布的及时性。

[参考文献]

- [1] 陈晓, 陈小悦, 倪凡. 我国上市公司首次股利信号的实证研究[J]. 经济科学, 1998, (5).
- [2] 魏刚. 我国上市公司股利分配的实证研究[J]. 经济研究, 1998, (6).
- [3] 俞乔, 程滢. 我国上市公司红利政策与股市波动[J]. 经济研究, 2001, (4).
- [4] 陈汉文, 陈向民. 证券价格的事件性反应[J]. 经济研究, 2001, (1).
- [5] 李常青. 股利政策理论与实证研究[M]. 北京: 中国人民大学出版社, 2001.

[责任编辑: 晓 雯]