

我国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)

关键词: 股利政策; 超常收益; 事件研究法

摘要: 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, 运用的研究方法是事件研究法。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。

中图分类号: F830.91 文献标识码: A 文章编号: 1672-4755(2003)06-0068-02

1 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布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。

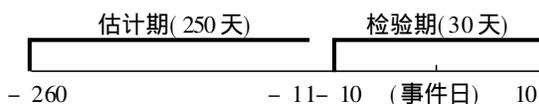
1.1 均值调整模型的计算方法:

$$AR_{i,t} = R_{i,t} - \bar{R}_i; R_{i,t} = \frac{P_{i,t} - P_{i,t-1}}{P_{i,t-1}}; \bar{R}_i = \frac{1}{T} \sum R_{i,t}$$

$AR_{i,t}$ 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, \bar{R}_i 为股票 i 在估计期内的日平均收益, T 为估计期长度, 一般 $T = 250$, $t = t_1, t_2, K, t_2, x$ 为事件期长度。

$$AAR_i = \frac{1}{N} \sum AR_{i,t}, CAR_i = \sum AAR_i$$

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



1.2 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。

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

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)

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

1.3 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, 以便我们有足够的数计算正常收益。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 Spss10.0 统计软件。

2 实证结果

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

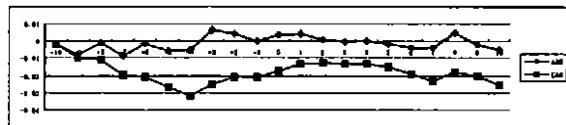


图 1 股票股利

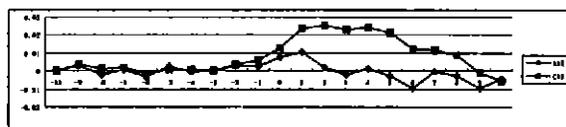


图 2 混合股利

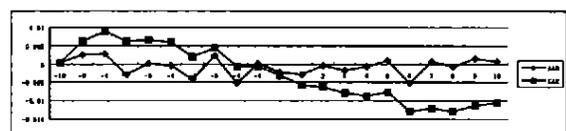


图 3 现金股利

收稿日期: 2003-01-21

作者简介: 田祥新(1979—), 山东青岛人, 硕士研究生, 主要研究方向: 统计基本理论与方法, 资本市场。

2.2 不同的时间窗口上, 三种股利公告 CAR 的及其差异检验

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

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

3 结论与现实意义

3.1 实证结论与成因分析

3.1.1 从图 1、2、3 可以看出, 股票股利与混合股利的 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。

3.1.2 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。

3.1.3 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%, 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。

3.1.4 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。

3.2 现实意义

3.2.1 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。

3.2.2 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, 在我国的股票市场中, 提早以某种方式获取股利分配方案是有价值的。

3.2.3 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, (05).
- [2] 魏刚. 我国上市公司股利分配的实证研究[J]. 经济研究, 1998, (06).
- [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, (04).
- [4] 陈汉文、陈向民. 证券价格的事件性反应[J]. 经济研究, 2001, (01).
- [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: 迈 夫