

# 半强制分红政策能增加投资者财富吗

## ——基于市场流动性视角的事件研究

李茂良<sup>1</sup> 李常青<sup>1</sup> 魏志华<sup>2</sup>

(1.厦门大学 管理学院,福建 厦门 361005 2.厦门大学 经济学院,福建 厦门 361005)

[摘要] 2008年10月9日,中国证监会颁布了《关于修改上市公司现金分红若干规定的决定》,将再融资的分红要求从20%提高到30%。本文以此次政策公告为研究背景,考察市场流动性在投资者评价现金股利相关性时扮演的角色,并首次从市场流动性视角分析了半强制分红政策影响投资者财富的两条路径。实证结果表明:(1)股票的市场流动性越差,其在政策颁布时间窗口内的累计超常收益率越高;(2)政策颁布后,股票的市场流动性水平明显提升;(3)市场流动性水平提升越多的股票,其在政策颁布时间窗口内的累计超常收益率越高。

[关键词] 股利政策;市场流动性;半强制分红政策;市场反应

[中图分类号] F832

[文献标识码] A

[文章编号] 1007-9556(2014)06-0049-10

## Does the Semi-mandatory Dividend Policy Create Value for Investors

### ——An Event Study from the Perspective of Market Liquidity

LI Mao-liang<sup>1</sup>, LI Chang-qing<sup>1</sup>, WEI Zhi-hua<sup>2</sup>

(1. School of Management, Xiamen University, Xiamen 361005;

2. School of Economics, Xiamen University, Xiamen 361005, China)

**Abstract:** On October 2008, China Security Regulation Committee announced a stipulation titled “Decision on Revising Some Provisions on Cash Dividend Payments of Listed Companies”. In the context of the announcement, We investigate the role of market liquidity when investors assess the relevance of cash dividend. We also explore two ways by which the semi-mandatory dividend policy creates value for investors. The empirical results support our views and show that the cumulative abnormal return is positively associated with the illiquidity of a stock, suggesting that the policy of semi-mandatory dividend is good news for less liquid stocks, the market liquidity is improved substantially in the post-announcement period and the more the market liquidity improved, the greater the cumulative abnormal return obtained from a stock.

**Key Words:** dividend policy; market liquidity; semi-mandatory dividend policy; market reaction

### 一、引言

“股利之谜”是公司财务研究领域一个十分棘手的问题。根据 Miller 和 Modigliani(1961)(MM)的股

利无关论,公司的价值只取决于投资决策而与股利政策无关。当考虑到现实世界中资本利得和现金股利的税收差异,<sup>①</sup>公司发放的现金股利越多,对投资

[收稿日期] 2014-05-15

[基金项目] 本研究得到国家自然科学基金青年项目(71102058)、国家自然科学基金面上项目(71172050)以及中央高校基本科研业务费项目(2011221012)的资助

[作者简介] 李茂良(1981-),男,安徽庐江人,厦门大学管理学院财务学博士研究生,研究方向是公司财务与资本市场;李常青(1968-),男,安徽太湖人,厦门大学管理学院教授,管理学博士,博士生导师,研究方向是公司财务与资本市场;魏志华(1983-),男,江西赣州人,厦门大学经济学院副教授,财务学博士,研究方向是公司财务与资本市场。

者财富的伤害越大。然而,现实世界观察到的现象和理论预期存在较大差距。不论是Lintner(1956)的经典业界深入访谈,还是半个世纪后Brav等(2005)对公司股利政策的调查研究,结果都表明,上市公司十分重视股利分配政策。现有研究不但发现上市公司倾向于执行相对稳定的股利政策,而且市场上每年发放的现金股利数额庞大(Allen和Michaely,2003)。理论和现实的巨大反差激发了无数学者破解“股利之谜”的研究热情,形成了一系列具有代表性的股利理论,包括信号理论、自由现金流假说、迎合理论和生命周期理论等。<sup>②</sup>近年来,学者们开始从市场流动性视角对股利政策展开分析(Banerjee等,2007;Brockman等,2008)。市场流动性度量的是投资者在市场上交易股票的难易程度。市场流动性越差,投资者买卖股票的难度越大,或者说投资者承担的流动性成本就越高。在MM描述的理想世界中,市场具备完全流动性,投资者可以通过自制股利策略复制公司的股利政策,上市公司的股利政策对投资者财富没有影响。但是,在现实世界中,由于交易税费、信息不对称、存货风险等问题的存在,股票的市场流动性水平远远没有达到MM股利无关论所要求的高度。在市场流动性不足的情况下,由于流动性成本会降低自制股利的吸引力,现金股利作为回报投资者的方式变得十分重要。本文主要借助2008年10月9日中国证监会颁布《关于修改上市公司现金分红若干规定的决定》(下文简称《决定》)这一外生事件,研究投资者对现金股利的态度是否受到市场流动性的影响,同时从市场流动性视角评价《决定》的颁布实施对投资者财富的影响。

本文可能的研究贡献有三点。

第一,丰富了基于市场流动性的股利研究文献。股利文献浩如烟海,但从市场流动性视角研究上市公司股利政策相关性的文献并不多见。Banerjee等(2007)检验了市场流动性对上市公司股利行为的影响,发现在美国市场上持有市场流动性越差的股票越可能收到现金股利,他们认为这是上市公司为了迎合投资者在市场流动性不足时对现金股利的需求。但是,Banerjee等(2007)并没有提供市场流动性影响投资者对现金股利态度的直接证据。Amihud和Li(2006)在研究机构投资者对股利信息含量的影响时,附带考察了市场流动性对股利公告市场反应的影响,发现股票的市场流动性越差,现金股利公告的市场反应越好。然而,Amihud和Li(2006)只是将市场流动性作为其研究主题中的一个控制变量,并没有就此问题展开深入分析。本文将市场流动性在投资者评价现金股利时扮演的角色作为主要研究议

题,并首次提供了中国股票市场的相关经验证据。

第二,首次从市场流动性视角评价中国市场的半强制分红政策,<sup>③</sup>论证了半强制分红政策有利于增加投资者财富的两条路径,丰富了半强制分红政策的研究内涵。半强制分红政策作为一项对中国市场具有深远影响的政策法规,从颁布至今一直颇具争议,但对半强制分红政策的实证研究才刚刚起步。一方面,安青松(2012)、张跃文(2012)等发现,半强制分红政策实施后,中国上市公司分红水平逐步改善;另一方面,何涛和陈晓(2002)、李常青等(2010)、王志强和张玮婷(2012)等对半强制分红的合理性提出了质疑。目前,从市场流动性视角研究半强制分红政策效果的文献还没有。半强制分红政策能够激发市场活力吗?半强制分红政策能够缓解投资者的流动性约束吗?半强制分红政策通过市场流动性影响投资者财富的路径是什么?现有的半强制分红文献还没有给出这些问题的答案,本文就这些问题展开深入研究,论证了半强制分红政策有利于增加投资者财富的两条路径。其一,半强制分红政策通过增强上市公司的分红意愿,避免了投资者面临流动性约束时进入市场交易,从而降低了投资者承担的流动性成本。其二,半强制分红政策激发了市场活力,提高了市场流动性水平,进而降低了投资者买卖股票时承担的显性和隐性交易成本。从市场流动性视角探讨半强制分红政策对投资者财富的影响,丰富了半强制分红政策文献的研究内涵,有利于全面评价半强制分红规定的政策效果。

第三,借助外生事件冲击研究市场流动性是否影响投资者对现金股利的态度,缓解了股利相关事件研究中的噪音干扰问题。现有文献主要通过股利公告的市场反应来研究投资者对现金股利的态度(何涛和陈晓,2002;Amihud和Li,2006),但此类研究往往存在噪音过大的问题。由于上市公司股利政策通常伴随年报公布,一般难以将股利传递的信息和年报中其他信息进行区分。作为一项半强制分红政策《决定》的颁布实施一方面增强了上市公司分红的意愿(安青松,2012;张跃文,2012),另一方面又不会与年报信息混杂。因此,《决定》公告为研究市场流动性在投资者评价现金股利时扮演的角色提供了一个良好的实验环境,在一定程度上缓解了现有文献在研究设计上的不足。

## 二、理论分析和研究假设

### (一)有关半强制分红政策的争论

2001年以来,中国证监会颁布了一系列将上市公司再融资资格与公司分红水平相挂钩的政策规定,李常青等(2010)将这些政策规定界定为“半强制

分红政策”。半强制分红政策作为一项对中国市场具有深远影响的政策法规,从颁布至今一直颇具争议。一方面,现有研究发现,半强制分红政策实施以来,上市公司的派现意愿显著增强,派现公司的占比明显提高。安青松(2012)对2007~2011年中国上市公司的分红现状与趋势进行统计发现,随着监管部门一系列半强制分红政策的颁布实施,中国上市公司现金分红水平逐步改善,目前已趋近于成熟市场水平。张跃文(2012)分析了2000~2010年中国上市公司现金股利政策,也得到了类似结论。另一方面,半强制分红政策也受到诸多批评和质疑。何涛和陈晓(2002)对1997~1999年度现金股利预案公告的市场反应进行了实证研究,发现“纯”现金股利信息对股票的超常收益率没有显著影响,不能显著提高企业的市场价值,从而对监管层干预上市公司股利政策的合理性提出了质疑。李常青等(2010)认为,半强制分红政策存在“监管悖论”的局限性,他们分析了2008年半强制分红政策文件的市场反应,发现半强制分红政策可能对有再融资需求或潜在的再融资需求的成长型以及竞争行业上市公司带来一定的负面影响。王志强和张玮婷(2012)同样认为,半强制分红政策提高了高成长性公司的融资门槛,可能导致“监管悖论”,并建议监管当局减少在再融资资格筛选中的行政干预,加速资本市场的市场化进程。可以说,现有文献对半强制分红政策的实证研究才刚刚起步,需要继续深入研究。下文将从市场流动性视角分析半强制分红规定的政策效果,探究市场流动性不足条件下,半强制分红政策影响投资者财富的路径。

## (二)市场流动性与投资者对现金股利的评价

股票的市场流动性反映了投资者在市场上交易股票的难易程度,市场流动性好的股票能够以较低成本迅速完成大额交易且不会引发价格巨幅波动(Amihud, 2002; Pastor 和 Stambaugh, 2003)。股票的市场流动性对MM股利无关论成立与否至关重要。在MM世界中,市场具备完全流动性,投资者可以通过卖掉手中部分股票满足自身的现金流需求,这种做法又称为“自制股利”。对投资者而言,由于自制股利策略的存在,一元钱的现金股利和一元钱的资本利得并没有本质上的差别。因此,上市公司的现金股利政策对投资者财富没有影响。从MM世界回到现实生活中,我们可以发现市场流动性不足问题相当严峻。Amihud等(2005)、Amihud和Mendelson(2012)指出,市场流动性不足主要有以下三方面原因:(1)交易税费。投资者在市场上买卖股票时,交易税费不可避免,这些税费包括交易佣金、印花税和过户费等;(2)信息不对称问题。信息不对称问题在现实世

界普遍存在,市场参与者往往利用自身的信息优势发起交易。基于这一认知,交易的另一方会要求补偿其面临的逆向选择风险。因此,交易发起方要想迅速完成交易就必须做出价格让步,即交易发起的买方只能溢价买入,交易发起的卖方只能折价卖出;(3)存货风险。市场上的流动性提供者(如做市商)买入或卖出股票后面临公司基本面变化的风险,因此在交易时也要求一定的补偿,一般表现为买卖价差。由于上述市场摩擦问题的存在,现实世界的市场流动性远远没有达到MM股利无关论要求的高度。在市场流动性不足的情况下,投资者自制股利策略需要承受较高的成本(即流动性成本),因而更加偏好现金股利。可见,在市场流动性不足的情况下,现金股利政策不再无关。

近年来,已经有一些学者关注到,由于市场流动性不足问题的存在,投资者对现金股利和资本利得的态度可能产生差异。Allen和Michaely(2003)认为,由于个体投资者在交易时承担的成本往往高于机构投资者,所以当其希望从资本投资中获取稳定的现金流收益时,现金股利可能是实现这一目标最为经济的途径。Dong等(2005)的网络问卷调查结果也显示,交易成本的存在是个体投资者偏好现金股利的重要原因之一。Amihud和Li(2006)在研究机构投资者对现金股利信息含量的影响时,附带检验了股票流动性对现金股利公告市场反应的影响,结果发现,股票的市场流动性越差,现金股利公告的市场反应越好。然而,正如前文所述,通过现金股利公告的市场反应研究市场流动性在投资者评价现金股利时的作用,面临噪音过大的问题。由于现金股利公告一般处在财务报告公布期间,股票的超常收益率不一定是由现金股利公告引起。因此,我们应对基于股利公告的事件研究的结论持谨慎态度。

本文以2008年10月9日中国证监会颁布的《关于修改上市公司现金分红若干规定的决定》为研究背景。一方面,该事件不处于财务报告公布期间,因而不会夹杂公司财务报告信息;另一方面,《决定》公告增强了市场对上市公司发放现金股利的预期,已有文献表明半强制分红政策确实提高了上市公司的分红水平(安青松,2012;张跃文,2012)。至此,我们可以得出半强制分红政策影响投资者财富的第一条路径:半强制分红政策增强了上市公司现金分红的意愿,而上市公司发放现金股利将避免投资者面临流动性冲击时进入市场交易而承受过高的流动性成本。因此,《决定》颁布施行对流动性较差的股票是利好消息,有利于增加持有流动性较低股票投资者的财富。根据以上分析,我们提出研究假设1。

假设 1 :其他条件相同的情况下 ,股票的市场流动性越差 ,半强制分红政策公告的市场反应越好。

### (三)市场流动性与半强制分红政策

半强制分红政策会影响股票的市场流动性吗?如果答案是肯定的,那么这将对投资者财富产生什么影响?这正是我们探讨的半强制分红政策影响投资者财富的第二条路径。首先,从国外股利文献的研究成果看,上市公司发放现金股利有利于提升其股票的市场流动性,降低投资者面临的流动性风险。Banerjee 等(2007)对美国市场的研究表明,上市公司开始发放现金股利后,投资者面临的流动性风险显著降低。Igan 等(2010)认为,发放现金股利降低了上市公司投资高风险项目的可能,减少了公司未来现金流的不确定性,从而有利于提升股票的市场流动性。其次,从半强制分红政策颁布的初衷看,《决定》旨在“培育资本市场长期投资理念,增强资本市场的吸引力和活力”。资本市场吸引力和活力表现为投资者持股意愿的增强和交易活跃度的提升,这将意味着市场流动性水平的提高。此外,李茂良等(2014)考察了中国市场上市公司现金股利的稳定程度,发现半强制分红政策有效地提高了现金股利的稳定性。稳定的现金股利收益有利于增强投资者持股意愿和持股信心,从而有利于增强股票的市场流动性。据此,我们提出假设 2。

假设 2 :半强制分红政策颁布后,上市公司股票的市场流动性水平显著提高。

进一步地,市场流动性水平的改善有利于增加投资者财富吗?现有文献表明,市场流动性是资产定价的重要决定因素。Amihud 和 Mendelson(1986)首次建立了市场流动性和投资者要求回报率之间的理论模型,该理论模型表明,预期收益率是买卖价差的增函数,买卖价差越高(即市场流动性越差),投资者要求的回报率越高。后续实证研究大多证实了市场流动性对股票横截面收益具有显著的解释能力(Amihud、Mendelson,1986;1989;Brennan、Subrahmanyan,1996;Amihud,1997;Eleswarapu,1997)。Amihud(2002)、Jones(2002)进一步从时间序列角度分析了市场流动性和预期收益率之间的关系。Amihud(2002)研究发现,从时间序列看,股票收益与同期股票的市场流动性水平的改善程度正相关。Jones(2002)研究发现,市场流动性对未来一年及以上的股票收益具有预测能力,买卖价差越高,股票的预期收益越高。市场流动性和股票预期收益率的关系表明,当投资者预期到未来股票的市场流动性会改善,其要求的最低回报率会降低,从而当期的股票价格亦会随之上涨。就本文研究的问题而言,股票的预期

流动性水平增加越多,《决定》公告期间的超常收益越高。据此,我们提出假设 3。

假设 3 :其他条件相同的情况下,股票的市场流动性水平预期改善越多,半强制分红政策公告的市场反应越好。

## 三、研究设计

### (一)样本选择和数据来源

本文以沪、深两地中国 A 股市场上市公司为研究样本。为确保数据的准确性和可靠性,我们执行了以下筛选程序:(1)剔除了金融类公司,因为这些公司具有行业特殊性;(2)剔除了净资产为负的公司,因为这些公司可能面临财务困境;(3)为了估计股票的市场流动性和系统风险 BETA,进入样本的公司要求在《决定》公告日前至少有 205 个交易日数据,并且期间累计停牌时间不长于 30 天;(4)为了避免公司其他重大事项的干扰,我们剔除了公告日前后 5 天内有停牌的公司;(5)为控制极端值对回归结果的影响,我们对研究中涉及的连续变量在 1%和 99%分位数上进行了逐年缩尾处理。最终,获得 1 144 家公司横截面观测值。本文的研究数据均来自 CSMAR 金融数据库。

### (二)事件研究法的相关说明

本文采用事件研究法,通过考察 2008 年 10 月 9 日《决定》颁布前后上市公司的短期市场反应,研究市场流动性在投资者评价上市公司股利政策时的作用。事件研究法最早由 Fama 等(1969)在研究股价对新信息的反应速度时提出,后来迅速成为财务金融领域研究市场反应的标准化实证方法。事件研究法主要涉及事件窗口、估计窗口和正常收益率估计模型的选择,就本文而言,我们进行了相应的具体设定。

1.事件窗口的选择。本文以《决定》颁布日(2008 年 10 月 9 日)作为事件日,选取[-5,+5]天作为事件研究期间。我们主要报告[-3,+3]天的市场反应,而将[-1,+1]天、[-5,+5]天的市场反应留作稳健性检验。

2.估计窗口的选择。一般而言,当以日收益率建立估计模型时,估计期间通常选择 100 天至 300 天(李常青等,2010)。因此,本文选取[-205,+6]共 200 个交易日作为估计窗口。

3.正常收益率估计模型的选择。借鉴李常青等(2010)的做法,本文选取市场模型作为股票正常收益率的预测模型。其中,日个股收益率是考虑了现金分红和送、转、配等因素后的收益率。关于市场指数收益率,沪市样本我们选择上证综指(000001)日收益率,深市样本选择深证综指(399106)日收益率。

根据以上设定,我们按照标准化的事件研究法,

先用估计窗口期内的数据拟合出市场模型的相关参数，然后通过市场模型及其相关参数计算事件窗口内的正常日收益率，最后用实际日收益率减去正常日收益率得到超常收益率 AR，累计超常收益率 CAR 为事件窗口内日超常收益率的加总。

### (三) 变量选择

1. 因变量。在检验假设 1 和假设 3 时 本文采用的是多元回归分析方法，因变量为时间窗口内的累计超常收益率 CAR。根据有效市场假说(Fama, 1970 ;Fama ,1991) ,若市场达到半强式有效 ,价格可以迅速反映所有公开可得的信息。因此《决定》公告期间累计超常收益率 CAR 的大小 ,反映了半强制分红政策对投资者财富的影响程度。

在检验半强制分红政策对市场流动性的影响(假设 2)时 ,我们主要比较《决定》颁布前后市场流动性水平的变化情况 ,采用的是单变量分析法。理想情况下 ,我们希望估计投资者预期的流动性变化程度。但是 ,流动性预期变化程度难以直接获得 ,因此我们用实际的流动性变化程度作为代理变量。具体来说 ,我们分别计算出《决定》公告期间之前 30 天(即[-35 ,-6]天)和公告期间之后 30 天(即[6 ,35]天)股票的流动性水平 ,股票的市场流动性变化程度即为《决定》公告前后的流动性水平之差 ,即  $\Delta ILLIQ$  和  $\Delta TURN$ 。我们预期  $\Delta ILLIQ$  为负 , $\Delta TURN$  为正 ,表明半强制分红政策的颁布实施有效激发了市场的活力 ,提升了股票的市场流动性水平。需要说明的是 ,流动性变化程度在检验假设 2 时是作为因变量处理 ,而在检验假设 1 和假设 3 时 ,则作为核心解释变量处理。

2. 解释变量。股票的市场流动性水平是本文的核心解释变量。本文主要从股票的价格弹性和交易活跃度来度量股票的市场流动性水平。Amihud(2002)提出的非流动性指标 ILLIQ 是从价格弹性方面度量市场流动性的常用指标。ILLIQ 的计算方法为 :先求出日收益率的绝对值与日交易量的比值 ,然后在年内平均得到年度的非流动性指标。ILLIQ 反映的是单位交易量所引起的价格变化程度 ,该指标越大表明股票的市场流动性越差。股票换手率是从股票交易活跃度方面度量市场流动性的常用指标 ,本文用年内日均换手率来度量股票的换手率水平 ,日换手率为日交易金额和股票总市值的比率。

股票的市场流动性变化程度(即  $\Delta ILLIQ$  和  $\Delta TURN$ ) 是本文的另一个核心解释变量 ,有关  $\Delta ILLIQ$  和  $\Delta TURN$  的计算方法如前文所述。根据流动性和资产定价的关系 ,我们预期股票的市场流动性改善程度越大《决定》公告期间的累计超常收益

率越高。

表 1 变量定义一览表

变量类型	变量名称	变量符号	变量描述
因变量	累计超常收益率	CAR[-1,1]	[-1,1]交易日内的累计超常收益率
		CAR[-3,3]	[-3,3]交易日内的累计超常收益率
		CAR[-5,5]	[-5,5]交易日内的累计超常收益率
解释变量	非流动性指标	ILLIQ	$ILLIQ = \frac{1}{D} \sum_{d=1}^D \frac{ R_d }{Vol_d}$
	非流动性指标变化	$\Delta ILLIQ$	公告前后非流动性指标的变化
	换手率	TURN	$TURN = \frac{1}{D} \sum_{d=1}^D \frac{Vol_d}{MCAP_d} \times 100\%$
	换手率变化	$\Delta TURN$	公告前后换手率的变化
控制变量	成长性	GROWTH	销售额增长率
	系统风险	BETA	市场模型估计的BETA值
	大股东持股比例	H1	第一大股东持股数量 / 总股本
	公司规模	SIZE	总资产的自然对数
	盈利能力	ROA	净利润 / 总资产
	市值账面比	M/B	权益总市值/净资产
	负债水平	LEV	总负债账面值 / 总资产
	现金持有	Cash	现金及其等价物/总资产
	股息率	DYIELD	派现总额/权益总市值
	行业哑变量	IND	以证监会行业分类标准进行划分 ,制造业按二级子行业划分 ,共设置20个行业虚拟变量

3. 控制变量。为了刻画市场流动性对《决定》颁布市场反应的边际影响 ,本文借鉴 Ayers 等(2002)、李常青等(2010)的做法 ,在多元回归模型中尽可能地控制了公司其他特征变量。我们控制的变量主要包括成长性(GROWTH)、系统风险(BETA)、大股东持股比例(H1)、公司规模(SIZE)、盈利能力(ROA)、市值账面比(M/B)、负债水平(LEV)、现金持有水平(CASH)和股息率(DYIELD)。李常青等(2010)研究发现 ,《决定》对不同行业存在不同的影响 ,因此本文还控制了行业哑变量。我们以证监会行业分类标准进行公司的行业划分 ,其中制造业按二级子行业划分 ,共设置了 20 个行业哑变量。控制变量所涉及的财务数据均为上一年的年末数据 ,即 2007 财年年报数据。在估计股票的系统风险 BETA 时 ,我们选用了与估计正常收益率一致的时间窗口 ,即《决定》颁布前 6 至前 205 个交易日。本文主要变量的定义详见表 1。

### (四) 多元回归模型

为了检验假设 1 和假设 3 ,我们建立了以下多元回归模型 :

$$CAR_i = \alpha + \beta_1 ILLIQ_i + \beta_2 \Delta ILLIQ_i + \sum \gamma_j CV_{ji} + \varepsilon_i \quad (1)$$

其中 ,因变量  $CAR_i$  为第  $i$  家公司在《决定》公告期间的累计超常收益率 ;核心解释变量为股票的市

市场流动性 ILLIQ 和市场流动性水平的预期变化程度  $\Delta ILLIQ$   $CV_{jt}$  表示控制变量,包括 GROWTH、BETA、H1、SIZE、ROA、M/B、LEV、CASH、DYIELD 和行业哑变量  $\rho_{it}$  为随机扰动项。根据研究假设 1,我们预期 ILLIQ 的系数显著为正,表示股票的市场流动性水平越差,投资者对《决定》颁布的反应越好。根据假设 3,我们预期  $\Delta ILLIQ$  的系数显著为负,即对股票的市场流动性预期改善越多的公司,投资者要求的最低回报率越低,《决定》公告期间股票价格上升的越高。

#### 四、实证结果分析

##### (一)变量的描述性统计与分析

表 2 报告了本文主要变量的描述性统计结果。首先,《决定》公告期间,全样本 1144 家上市公司的市场反应整体上偏负面。公告日前后 1 天、3 天、5 天的累计超常收益率分别为 -1.4%、-1.5% 和 -3.7%,该结果在一定程度上支持了李常青等(2010)对半强制分红政策可能引发“监管悖论”的担忧。当然,也可能是股票价格在金融危机期间惯性下跌的体现。<sup>④</sup>

表 2 主要变量的描述性统计

变量	样本数	均值	中位数	标准差	最小值	最大值
CAR[-1,1]	1144	-0.014	-0.015	0.056	-0.177	0.237
CAR[-3,3]	1144	-0.015	-0.015	0.092	-0.311	0.606
CAR[-5,5]	1144	-0.037	-0.034	0.128	-0.481	0.607
ILLIQ	1144	0.193	0.143	0.168	0.011	0.877
$\Delta ILLIQ$	1107	-0.036	-0.006	0.206	-1.235	0.922
TURN(%)	1144	1.252	1.083	0.793	0.157	4.477
$\Delta TURN(\%)$	1107	0.525	0.378	0.839	-3.429	8.265
GROWTH	1075	0.373	0.207	0.873	-0.558	6.915
BETA	1144	1.112	1.138	0.166	0.596	1.391
H1	1143	0.362	0.351	0.149	0.089	0.739
SIZE	1144	21.531	21.414	1.134	19.236	25.270
ROA	1144	0.048	0.043	0.055	-0.202	0.220
M/B	1144	6.036	4.919	4.026	1.548	25.684
LEV	1144	0.487	0.498	0.175	0.082	0.869
Cash	1144	0.165	0.135	0.121	0.010	0.599
DYIELD	1144	0.004	0.002	0.005	0.000	0.024

其次,表 2 的统计结果显示,《决定》颁布后股票的市场流动性水平明显提升。其一,  $\Delta ILLIQ$  为 -0.036,表明《决定》颁布后上市公司股价对交易量的敏感性降低。其二,  $\Delta TURN$  为 0.525%,表明《决定》颁布后上市公司股票的交易活跃度明显提高。进一步地, t 检验结果显示,市场流动性水平的改善程度在 1% 的水平上显著。因此,本文的研究假设 2 得到验证。

最后,我们注意到中国上市公司具有一些明显的特色。主要表现为:(1) 公司具有较高的成长性。表

2 显示,2007 年中国上市公司的销售额平均增长 37.3%。(2) 公司的股权高度集中,一股独大现象十分普遍。表 2 显示,中国上市公司第一大股东持股比例平均高达 36.2%。(3) 股价存在虚高嫌疑。表 2 的统计结果显示,2007 年末中国上市公司的市净比(M/B)平均高达 6.036,而股利收益率平均只有 0.4%。<sup>⑤</sup>

##### (二)分组检验

我们进一步将样本公司按照上年的流动性水平分成高流动性公司和低流动性公司。图 1 描绘的是不同流动性水平的公司在半强制分红政策颁布期间的市场反应情况。从整体上看,市场表现出“预期—失望”的反应过程,该结果与李常青等(2010)的研究结论一致。“预期”反映的是市场对证监会颁布《决定》规范上市公司分红行为的认可,“失望”的原因可能在于《决定》要求的现金分红比例没有达到投资者预期。图 1 还显示,低流动性公司相对于高流动性公司而言具有更好的市场反应,这主要是由于半强制分红政策提高了上市公司现金分红的可能性,有利于缓解投资者的流动性约束,从而对流动性差的股票形成利好。

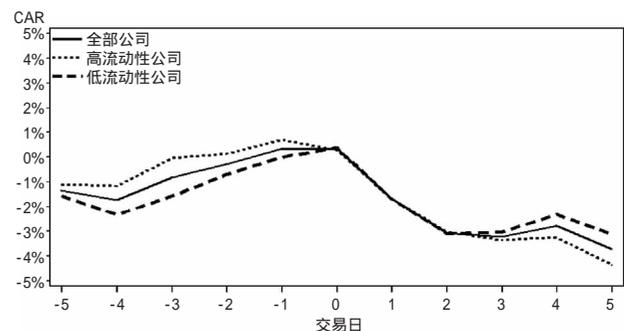


图 1 半强制分红政策公告的市场反应

进一步地,我们对不同流动性水平的股票在《决定》公告期间的市场反应差异做分组检验,表 3 报告了两样本的 t 检验结果。表 3 的 Panel A 报告的是 [-1, 1] 时间窗口内的分析结果。结果显示,高流动性公司组的平均累计超常收益率为 -1.8%,低流动性组的平均累计超常收益率为 -1.0%,两组相差 0.8%,且在统计上显著。由此可见,持有流动性差的股票的投资者更欢迎半强制分红政策。表 3 的 Panel B 和 Panel C 报告的是 [-3, 3] 和 [-5, 5] 时间窗口内的检验结果,结论与 Panel A 一致。通过分组检验,本文的假设 1 得到初步验证。

表 3 半强制分红政策公告的市场反应

Panel A: CAR[-1,1]					
组别	样本量	均值	标准误	最小值	最大值
高流动性公司(1)	572	-0.018	0.002	-0.177	0.237
低流动性公司(2)	572	-0.010	0.002	-0.156	0.188
差异(1-2)		-0.008	0.003		

(续表 3)

Panel B : CAR[-3,3]					
组别	样本量	均值	标准误	最小值	最大值
高流动性公司(1)	572	-0.022	0.004	-0.311	0.320
低流动性公司(2)	572	-0.007	0.003	-0.264	0.606
差异(1-2)		-0.015	0.005		

Panel C : CAR[-5,5]					
组别	样本量	均值	标准误	最小值	最大值
高流动性公司(1)	572	-0.044	0.006	-0.481	0.488
低流动性公司(2)	572	-0.031	0.005	-0.426	0.607
差异(1-2)		-0.012	0.008		

### (三)多元回归分析

表 4 列示了半强制分红政策市场反应的多元回归结果。采用多元回归是为了进一步控制公司的其他特征变量,以分离出股票的市场流动性对半强制分红政策市场反应的边际影响。表 4 第(1)列报告的是只控制行业特征后的回归结果。结果显示 ILLIQ 的系数为 0.045,且在 1%的水平上显著。表 4 第(2)列是进一步控制其他公司特征变量后的回归结果,ILLIQ 的系数仍在 1%的水平上显著为正。ILLIQ 的系数显著为正表明,市场流动性越差的股票在《决定》公告期间的累计超常收益率越高。换言之,相对于流动性高的股票而言,半强制分红政策对流动性差的股票形成利好。因此,本文的研究假设 1 得到验证,从而半强制分红政策有利于增加投资者财富的第一条路径获得实证支持。

接下来,我们分析半强制分红政策带来的流动性水平改善对投资者财富的影响。前文的描述性统计分析表明,半强制分红政策颁布以后,股票的市场流动性水平明显提高,具体表现为 Amihud(2002)的非流动性指标明显下降和股票换手率明显上升。根据流动性定价的相关文献(Amihud、Mendelson, 1986; Amihud, 2002; Amihud 等, 2005),当预期到半强制分红政策颁布实施能够改善股票的流动性水平,投资者将会降低其要求的最低回报率,短期内表现为股票价格上升。表 4 的第(3)列和第(4)列报告了流动性水平改善对《决策》颁布期间股票累计超常收益率的影响。结果显示,不论是否控制公司其他特征变量,ΔILLIQ 均在 1%的水平上显著为负,表明预期半强制分红政策后股票的市场流动性水平改善越多,股票的累计超常收益率越高。结合前文分析,我们可以看出,半强制分红政策的颁布实施有效地提升了市场的流动性水平,而流动性水平的改善又有利于增加投资者财富。因此,半强制分红政策有利于增加投资者财富的第二条路径得到实证支持。表 4 第(5)列报告了全模型的多元回归结果,结论与前 4

列一致。至此,本文的三个研究假设均得到了验证。

表 4 还报告了其他一些有趣的结果。首先,高成长的股票在《决定》颁布期间的市场表现较差,这是因为半强制分红政策的颁布可能加大了高成长公司再融资的难度,导致其可能失去一些好的投资机会,从而伤害了这类公司的价值。其次,第一大股东持股比例越高,半强制分红政策的市场反应越差,这可能是投资者担心大股东借机恶意分红,进而伤害中小投资者的价值。这些结果虽然不是本文聚焦的研究问题,但在一定程度上验证了李常青等(2010)提出的“监管悖论”的观点。

表 4 半强制分红政策市场反应的多元回归结果

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)
ILLIQ	0.045*** (2.91)	0.120*** (4.80)			0.070*** (2.63)
ΔILLIQ			-0.075*** (-4.56)	-0.097*** (-5.01)	-0.084*** (-4.08)
GROWTH		-0.008*** (-2.89)		-0.008*** (-2.74)	-0.008*** (-2.83)
BETA		0.071*** (3.69)		0.041** (2.23)	0.058*** (2.97)
H1		-0.055*** (-2.66)		-0.025 (-1.23)	-0.038* (-1.77)
SIZE		0.011*** (2.65)		-0.000 (-0.01)	0.007* (1.65)
ROA		-0.074 (-1.29)		-0.078 (-1.34)	-0.071 (-1.23)
M/B		0.001 (0.59)		-0.000 (-0.09)	0.000 (0.38)
LEV		-0.030 (-1.50)		-0.019 (-1.00)	-0.032 (-1.62)
CASH		-0.010 (-0.37)		-0.021 (-0.81)	-0.020 (-0.77)
DYIELD		0.604 (1.10)		0.997* (1.86)	0.881 (1.64)
IND	控制	控制	控制	控制	控制
Constant	0.048** (2.47)	-0.241** (-2.54)	0.051*** (2.61)	0.028 (0.40)	-0.141 (-1.45)
样本量	1144	1074	1107	1038	1038
F值	4.06	3.74	4.43	3.82	3.95
调整后的R <sup>2</sup>	5.5%	8.2%	7.0%	9.2%	9.7%

注:(1)\*\*\*、\*\*、\*分别表示在 1%、5%、10%的水平上显著(双尾);(2)t 统计值经 White(1980)异方差调整。

### 五、稳健性检验

首先,我们用《决定》颁布日前后 1 天和前后 5 天作为事件窗口计算累计超常收益率,并代入模型(1)进行相关回归分析,表 5 报告了对应的回归结果。除了因变量的计算窗口出现变化,表 5 对应回归中的变量设置与表 4 对应的回归完全一致。由于篇

幅限制,我们主要报告了核心解释变量对应的系数及其显著性情况。结果显示,不论是扩大时间窗口还是缩小时间窗口,非流动性指标 ILLIQ 的系数均显著为正,而流动性变化指标  $\Delta$ ILLIQ 显著为负。因此,基于 Amihud(2002)的 ILLIQ 指标,本文的结论在不同的时间窗口保持一致。

表 5 半强制分红政策市场反应的多元回归结果:基于 ILLIQ

Panel A 选择[-1,1]个交易日为时间窗口					
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)
ILLIQ	0.027*** (2.74)	0.064*** (4.32)			0.040** (2.56)
$\Delta$ ILLIQ			-0.044*** (-5.68)	-0.056*** (-5.98)	-0.048*** (-4.90)
公司特征变量		控制		控制	控制
行业哑变量	控制	控制	控制	控制	控制
Panel B 选择[-5,5]个交易日为时间窗口					
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)
ILLIQ	0.053** (2.27)	0.196*** (5.59)			0.124*** (3.41)
$\Delta$ ILLIQ			-0.111*** (-5.24)	-0.150*** (-6.42)	-0.126*** (-5.06)
公司特征变量		控制		控制	控制
行业哑变量	控制	控制	控制	控制	控制

注:(1)\*\*\*、\*\*、\* 分别表示在 1%、5%、10%的水平上显著(双尾);(2)t 统计值经 White(1980)异方差调整;(3)回归的控制变量同表 4,为了节省空间,没有在此报告。

其次,我们用股票换手率 TURN 代替 Amihud(2002)的 ILLIQ 指标,以检验前文多元回归结论的稳健性。表 6 报告了基于换手率数据的回归结果,我们同时考虑了不同时间窗口对应的情况。其一,换手率 TURN 的系数显著为负,即换手率越高的公司,在《决定》公告期间的市场表现越差,表明持有高换手率股票的投资者对半强制分红政策并不欢迎。换言之,持有低换手率股票(即流动性差的股票)的投资者对半强制分红政策更认可,这与前文基于 ILLIQ 指标的回归结果一致。其二,换手率变化  $\Delta$ TURN 的系数显著为正,表明市场流动性提高越多的股票在《决定》公告期间的累计超常收益率越高,同样与前文基于 ILLIQ 指标的研究结论一致。总之,不论是变换研究的时间窗口,还是选择不同的流动性度量指标,本文的研究结论均保持稳健。

表 6 半强制分红政策市场反应的多元回归结果:  
基于 TURNOVER

Panel A 选择[-1,1]个交易日为时间窗口					
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)
TURN	-0.010*** (-4.32)	-0.016*** (-5.58)			-0.014*** (-5.32)
$\Delta$ TURN			0.008*** (2.82)	0.009*** (3.05)	0.009*** (3.10)

公司特征变量		控制		控制	控制
行业哑变量	控制	控制	控制	控制	控制
Panel B 选择[-3,3]个交易日为时间窗口					
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)
TURN	-0.003 (-0.97)	-0.014*** (-3.31)			-0.012*** (-2.95)
$\Delta$ TURN			0.012* (1.79)	0.011* (1.67)	0.011* (1.66)
公司特征变量		控制		控制	控制
行业哑变量	控制	控制	控制	控制	控制
Panel C 选择[-5,5]个交易日为时间窗口					
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)
TURN	-0.023*** (-4.92)	-0.031*** (-5.48)			-0.029*** (-5.28)
$\Delta$ TURN			0.019** (2.52)	0.022*** (2.64)	0.021*** (2.65)
公司特征变量		控制		控制	控制
行业哑变量	控制	控制	控制	控制	控制

注:(1)\*\*\*、\*\*、\* 分别表示在 1%、5%、10%的水平上显著(双尾);(2)t 统计值经 White(1980)异方差调整;(3)回归的控制变量同表 4,为了节省空间,没有在此报告。

## 六、研究结论和理论启示

股利政策是否影响投资者财富,在现有股利研究文献中一直没有形成共识。基于股利公告的事件研究虽然为股利政策影响投资者财富提供了一定的证据,但由于股利信息难以与年报中的其他信息有效地加以区分,导致股利政策是否影响投资者财富这一经典财务问题悬而未解。鉴于中国资本市场“重融资、轻回报”的现实状况,2008年10月9日,中国证监会颁布《关于修改上市公司现金分红若干规定的决定》,将再融资的分红要求从 20%提高到 30%,并且考核现金分红水平。该项法规的颁布,一方面提高了投资者对上市公司现金分红的预期,另一方面又没有受到年报信息的干扰,从而为检验股利政策是否影响投资者财富提供了一个契机。本文正是基于该项政策法规颁布事件,从市场流动性视角对股利政策是否影响投资者财富展开研究,同时深入考察了半强制分红政策基于市场流动性影响投资者财富的具体路径。

本文的主要研究结论可以概括为三点。第一,半强制分红政策的颁布对市场流动性差的股票形成利好,即股票的市场流动性越差,政策公告期间的累计超常收益率越高。一般来说,投资者持有股票的流动性越差,其承担的流动性成本越高。半强制分红政策颁布后,投资者预期到上市公司分红的可能性增加,其面临流动性冲击时被迫进入市场交易的可能性降低,需要承担的流动性成本也随之减少。因此,投资者会降低其要求的最低回报率,导致股价上升,从而

有利于增加投资者财富。第二,本文统计结果显示,半强制分红政策颁布后,股票的市场流动性水平明显上升。由此可见,半强制分红政策的颁布有效地激发了市场的活力和吸引力,取得了一定的预期效果。第三,本文的实证结果还表明,股票的市场流动性水平改善越多,其在半强制分红政策颁布期间实现的累计超常收益越高。

总之,本文以2008年10月9日中国证监会颁布《关于修改上市公司现金分红若干规定的决定》为

契机,从市场流动性视角系统考察了半强制分红政策对投资者财富的影响,认为半强制分红政策通过两条路径减少投资者承担的流动性成本,从而有利于增加投资者财富。其一,半强制分红政策通过敦促上市公司派现,避免了投资者在面临现金需求时被迫进入市场交易。其二,半强制分红政策激发了市场的活力和吸引力,直接提升了股票的流动性水平,从而降低了投资者在买卖股票时所承担的显性和隐性交易成本。

注释:

① 世界上大多数国家的现金股利税率要高于资本利得税率。根据《中华人民共和国个人所得税法》(1980年9月、1993年10月、1999年8月、2005年10月、2007年6月、2007年12月、2011年6月)股息、红利所得适用比例税率,税率为20%。2005年下发的《关于股息红利个人所得税有关政策的通知》(财税[2005]102号)规定:对个人投资者从上市公司取得的股息红利所得,暂减按50%计入个人应纳税所得额。2012年下发的《关于实施上市公司股息红利差别化个人所得税政策有关问题的通知》(财税[2012]85号)规定:个人从公开发行和转让市场取得的上市公司股票,持股期限在1个月以内(含1个月)的,其股息红利所得全额计入应纳税所得额;持股期限在1个月以上至1年(含1年)的,暂减按50%计入应纳税所得额;持股期限超过1年的,暂减按25%计入应纳税所得额。当前,资本利得收益在中国境内仍免征税。

② 更多关于股利理论的讨论和分析参见Allen和Michaely(2003)、Brav等(2005)、DeAngelo等(2008)和Denis和Osobov(2008)。

③ 2001年3月28日颁布的《上市公司新股发行管理办法》首次要求,“对于公司最近三年未有分红派息,董事会对于不分配的理由未作出合理解释的,担任主承销商的证券公司应当重点关注并在尽职调查报告中予以说明”。2004年12月7日颁布的《关于加强社会公众股股东权益保护的若干规定》则进一步规定,“上市公司最近三年未进行现金利润分配的,不得向社会公众增发新股、发行可转换公司债券或向原有股东配售股份”。在此之后,证监会于2006年5月6日颁布了《上市公司证券发行管理办法》,首次明确了再融资公司的分红“门槛”,即“上市公司公开发行证券应符合最近三年以现金或股票方式累计分配的利润不少于最近三年实现的年均可分配利润的百分之二十”。进一步地,在2008年10月9日颁布的《关于修改上市公司现金分红若干规定的决定》中,证监会又将这一分红标准提高为,“上市公司公开发行证券应符合最近三年以现金方式累计分配的利润不少于最近三年实现的年均可分配利润的百分之三十”。

④ 《决定》公告日(2008年10月9日)处在2008年金融危机引发的下跌周期内,期间沪深300指数持续下跌。但是,我们注意到从2008年11月5日起,中国股市开启了长达10多月的小牛市行情,沪深300指数从1606.73点上升到3803.06点。将小牛市行情归因于《决定》的颁布实施固然牵强,但不可否认存在这方面原因的可能。

⑤ 本文统计的结果与李常青等(2010)的统计结果(0.8%)存在差异,主要原因是本文是先计算出个股股息率,然后在个股间等权平均,而李常青等(2010)的计算方法为(A股市场)现金股利总额/A股年末总市值(%)。

#### [参考文献]

- [1] Miller, Merton H, Franco Modigliani. Dividend Policy, Growth, and the Valuation of Shares [J]. the Journal of Business, 1961, 34(4): 411-433.
- [2] Lintner, John. Distribution of Incomes of Corporations among Dividends, Retained Earnings, and Taxes [J]. The American Economic Review, 1956, 46(2): 97-113.
- [3] Brav, A., J. R. Graham, C. R. Harvey, R. Michaely. Payout Policy in the 21st Century [J]. Journal of Financial Economics, 2005, 77(3): 483-527.
- [4] Allen, Franklin, Roni Michaely. Payout Policy [J]. Handbook of the Economics of Finance, 2003, 1: 337-429.
- [5] DeAngelo, Harry, Linda DeAngelo, Douglas Skinner. Corporate Payout Policy [J]. Foundations and trends in finance, 2008, 3(2-3) 95-287.
- [6] Denis, D. J., I. Osobov. Why Do Firms Pay Dividends? International Evidence on the Determinants of Dividend Policy [J]. Journal of Financial Economics, 2008, 89(1): 62-82.
- [7] Banerjee, S., V. A. Gatchev, P. A. Spindt. Stock Market Liquidity and Firm Dividend Policy [J]. Journal of Financial and Quantitative Analysis, 2007, 42(2): 369-397.
- [8] Brockman, P., J. S. Howe, S. Mortal. Stock Market Liquidity and the Decision to Repurchase [J]. Journal of Corporate Finance, 2008, 14(4): 446-459.

- [9] Amihud, Y.,K. F. Li. The Declining Information Content of Dividend Announcements and the Effects of Institutional Holdings [J]. Journal of Financial and Quantitative Analysis, 2006, 41 (3): 637-660.
- [10] 安青松.中国上市公司分红现状与趋势研究[J].证券市场导报 2012(11): 15-19.
- [11] 张跃文.我国上市公司现金分红决策研究[J].证券市场导报 2012(9): 27-32.
- [12] 何涛 陈晓.现金股利能否提高企业的市场价值——1997~1999年上市公司会计年度报告期间的实证分析[J].金融研究 2002(8): 26-38.
- [13] 李常青 魏志华 吴世农.半强制分红政策的市场反应研究[J].经济研究 2010 (3): 144-155.
- [14] 王志强 张玮婷.上市公司财务灵活性、再融资期权与股利迎合策略研究[J].管理世界, 2012(7): 151-163.
- [15] Amihud, Y. Illiquidity and Stock Returns: Cross-Section and Time-Series Effects [J]. Journal of Financial Markets, 2002, 5(1): 31-56.
- [16] Pastor, L.,R. F. Stambaugh. Liquidity Risk and Expected Stock Returns [J]. Journal of Political Economy, 2003, 111(3): 642-685.
- [17] Amihud, Yakov, Haim Mendelson, Lasse Heje Pedersen. Liquidity and Asset Prices [J]. Foundations and Trends in Finance, 2005, 1(4): 269-364.
- [18] Amihud, Yakov,Haim Mendelson. Liquidity, the Value of the Firm, and Corporate Finance [J]. Journal of Applied Corporate Finance, 2012, 24(1): 17-32.
- [19] Dong, M., C. Robinson, C. Veld. Why Individual Investors Want Dividends [J]. Journal of Corporate Finance, 2005, 12(1): 121-158.
- [20] Igan, Deniz, Aureo de Paula, Marcelo Pinheiro. Liquidity and Dividend Policy [R]. Working Paper, Available at ResearchGate : <http://www.researchgate.net/publication/50341525>.
- [21] 李茂良 李常青 魏志华.中国上市公司股利政策稳定吗——基于动态面板模型的实证研究[J].山西财经大学学报, 2014(3): 33-42.
- [22] Amihud, Y.,H. Mendelson. Asset Pricing and the Bid Ask Spread [J]. Journal of Financial Economics, 1986, 17(2): 223-249.
- [23] Amihud, Y.,H. Mendelson. The Effects of Beta, Bid-Ask Spread, Residual Risk, and Size on Stock Returns [J]. Journal of Finance, 1989, 44(2): 479-486.
- [24] Brennan, M. J.,A. Subrahmanyam. Market Microstructure and Asset Pricing: On the Compensation for Illiquidity in Stock Returns [J]. Journal of Financial Economics, 1996, 41(3): 441-464.
- [25] Amihud, Y., H. Mendelson, B. Lauterbach. Market Microstructure and Securities Values: Evidence from the Tel Aviv Stock Exchange [J]. Journal of Financial Economics, 1997, 45(3): 365-390.
- [26] Eleswarapu, V. R. Cost of Transacting and Expected Returns in the Nasdaq Market [J]. Journal of Finance, 1997, 52(5): 2113-2127.
- [27] Jones, Charles. A Century of Stock Market Liquidity and Trading Costs [R]. Working paper, New York: Columbia Univ, 2002.
- [28] Fama, Eugene, Lawrence Fisher, Michael Jensen, Richard Roll. The Adjustment of Stock Prices to New Information [J]. International economic review, 1969, 10 (1): 1-21.
- [29] Fama, Eugene F. Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work [J]. Journal of Finance, 1970, 25(2): 383-417.
- [30] Fama, E. F. Efficient Capital-Markets: Ii [J]. Journal of Finance, 1991, 46(5): 1575-1617.
- [31] Ayers, B. C., C. B. Cloyd, J. R. Robinson. The Effect of Shareholder-Level Dividend Taxes on Stock Prices: Evidence from the Revenue Reconciliation Act of 1993 [J]. Accounting Review, 2002, 77(4): 933-947.

[责任编辑：冯霞]