

学校代号 10532

学 号 B07142019

分 类 号 _____

密 级 _____



湖南大学
HUNAN UNIVERSITY

博士学位论文

上市公司股票送转动机 与相关效应研究

学位申请人姓名 刘悉承

培 养 单 位 工商管理学院

导师姓名及职称 单汨源 教授 谢 赤 教授

学 科 专 业 工商管理

研 究 方 向 企业理财与资本运营

论文提交日期 2013 年 9 月 30 日

学校代号: 10532

学 号: B07142019

密 级:

湖南大学博士学位论文

上市公司股票送转动机 与相关效应研究

学位申请人姓名: 刘悉承

导师姓名及职称: 单汨源 教授 谢 赤 教授

培 养 单 位: 工商管理学院

专 业 名 称: 工商管理

论文提交日期: 2013 年 9 月 30 日

论文答辩日期: 2013 年 11 月 29 日

答辩委员会主席: 朱慧明 教授

**Study on the Motivation and Effects of Stock Dividend
and Stock Split of Listed Companies**

LIU Xicheng

M.B. (Central South University)1984

M.M. (Third Military Medical University)1989

**A dissertation submitted in partial satisfaction of the
Requirements for the degree of
Doctor of Management**

in

Business Management

in the

Graduate School

of

Hunan University

Supervisor

Professor SHAN Miyuan

Professor XIE Chi

September, 2013

摘要

股利分配政策是上市公司的重要财务决策之一。制定科学合理的股利分配政策既有利于上市公司的可持续发展，也能够对股东作出合理回报。长期以来，与成熟市场经济国家的情况不同，中国上市公司“重送转、轻派现”，构成了证券市场的一大特色。作为上市公司披露的重要信息，股票送转往往被视为上市公司经营业绩的直接体现和真实价值的外在表现，在现实中作为股利政策被频繁采用。但是，股票送转往往容易导致经营者的机会主义行为和市场参与者的高度关注甚至追捧，从而引发公司财务绩效、股票价格和市场流动性的剧烈变化。因此，股票送转的动机和相关效应目前已经成为学术界和实务界关注的热点。

在明确已有研究不足和掌握股票送转的实际情况后，本文首先从股利迎合理论的角度探究上市公司股票送转的动机。接着基于信号传递理论分析上市公司股票送转的股价效应、流动性效应和财务效应，其中不仅包括股票送转对送转公司的影响，也包括送转对同行业内未送转公司的影响。在得到股票送转动机与效应的实证研究结果后，针对上市公司提出相应的对策建议。最后对上市公司股票送转的总体效应进行综合，对股票送转的效应和动机进行匹配，进而反向验证上市公司进行股票送转的动机，并从监管层和投资者两方面提出相关的政策建议。本文的研究不仅有助于对现有的相关经典假说在中国的解釋能力进行验证，有助于完善和丰富现代公司理财尤其是股票股利分配的理论内涵与分析方法，还为上市公司制定合理的股票送转政策、投资者根据上市公司股利公告制定有效的投资决策提供重要的参考。

本文的实证研究以近年来沪深两市实施送转的 A 股上市公司作为样本，选取相对应的同行业同一时间段内未发布送转公告的 A 股上市公司作为配对样本，对上市公司股票送转的动机和相关效应进行考察。股票送转动机的研究表明，中国证券市场投资者对股票送转的需求表现为股利折价，上市公司为迎合投资者的需求而倾向于不进行送转，送转倾向与投资者需求显著负相关。同时，对于进行送转的上市公司，投资者偏好高送转公司的股票，为迎合投资者需求高送转现象日益普遍，送转比与投资者需求显著正相关。

本文从股价效应、流动性效应和财务效应三个方面对股票送转的相关效应进行分析。股票送转的股价效应研究表明，送转公司和同行业内未送转公司的股票在预案公告日前后均出现了显著为正的超额收益，送转传递的乐观信号在同行业内发生了转移，行业内股价效应显著存在，且传染效应占主导地位。同时，对行业内股价效应影响因素的研究发现，送转公司的股价效应越明显、规模越大，

送转公司与同行业内未送转公司的相似性程度越高，未送转公司的错误定价程度越高，则送转的行业内股价效应越显著。流动性效应研究结果表明，对送转公司而言，流动性效应显著存在，送转后股票流动性得到改善，并且送转比越大，账面市值比越高，公司规模越小，送转前股价涨幅越大，股票收益波动率越小，流动性改善的幅度越大；对同行业内未送转公司而言，流动性效应存在一定的滞后性但效应持续时间较长，并且采掘业、传播与文化业以及电力业中传染效应占主导地位，而制造业中竞争效应占主导地位。财务效应研究结果表明，上市公司股票送转存在财务效应，盈利能力、发展能力、资产管理能力与偿债能力在公司股票送转后均显著增强。但是整体而言，股票送转的财务效应存在一定的滞后性，一般为一个季度。此外，上市公司股票送转的财务效应强度与送转比成正比例关系，送转比越大，财务效应的强度也就越大。

关键词：股票送转；送转动机；股价效应；流动性效应；财务效应

Abstract

Dividend policy is one of the three major financial decisions of listed companies. Designing a scientific and reasonable dividend policy is not only conducive to the sustainable development of listed companies, but also can offer shareholders a reasonable return. Differently from the matured market economy countries, the dividend distribution policy of Chinese listed companies is featured with paying more attention to stock dividend and stock split compared to cash dividends. As the important information conveyed by listed companies, stock dividend and stock split is often seen as the direct reflection of listed companies' operating performance and true value. However, stock dividend and stock split can result in the operator's opportunism behavior and the market participant's high degree of attention, leading to drastic changes of the company's future financial performance, stock price and market liquidity. Therefore, the motivation and relevant effects of stock dividend and stock split have been the focus of the academic and practical circles.

After determining the deficiency of the existing researches and mastering the actual situation of stock dividend and stock split of Chinese listed companies, this paper studies the motivation of conducting stock dividend and stock split from the view of catering theory. Then, the paper analyzes the stock price effects, liquidity effects and financial effects of stock dividend and stock split of listed companies based on the signaling theory. Finally, the paper summaries the overall effects and matches the relevant effects and motivation of stock dividend and stock split, then puts forward relevant policy recommendations from the aspects of regulators, listed companies and investors. This study has important theoretical value and practical significance. It not only helps to test the explanation ability of existing relevant classical hypothesis in Chinese market, but also helps to rich and perfect modern corporation finance theory especially the dividend theory. In addition, it provides important instruction opinion to listed companies to make reasonable dividend delivery policy, and gives important guidance to investors to make effective investment decision according to the dividend announcements released by listed companies.

The empirical research of this paper selects A-shared listed companies which conduct stock dividend and stock split as well as the other A-shared listed companies in the same industry in recent years in Shanghai and Shenzhen stock exchange market as

research sample and paired sample respectively, then conducts an empirical research about the motivation and effects of stock dividend and stock split. The results of the study on motivation indicate that the investors demand for stock dividend and stock split, which shows as dividend discount, is significantly negatively correlated with the probability of paying stock dividend and reserve transfer. Listed companies tend to not pay dividend in order to cater to the needs of investors. With regard to companies paying dividend, investors prefer to stocks with high proportion of stock dividend and stock split. Investors demand is significantly positively correlated with the proportion of stock dividend and stock split.

The paper researches the effects of stock dividend and stock split from the three aspects such as stock price effects, liquidity effects and financial effects. The results of the study on stock price effects show that both sample companies' shareholders experience significantly positive excess returns before and after the dividend announcement day, which suggests that favorable information conveyed by stock dividend and stock split has shifted within the same industry and there is strong evidence of significant contagion dominant intra-industry stock price effect. In addition, the study on influencing factors of intra-industry stock price effects finds that intra-industry stock price effects are more significant when the stock price reactions of dividend issuing companies are more obvious, when the dividend issuing companies are larger, when the degree of similarities of dividend issuing companies and non-dividend issuing companies are higher and when the degree of mispricing for non-dividend issuing companies are higher. The results of the study on liquidity effects show that stock liquidity improved after the announcement day for companies issued stock dividends, and the improve degree is larger when the strength of stock dividend and stock split is greater, when book to market ratio is higher, when dividend issuing company is smaller, when stock price increase before the announcement day is greater and when the volatility of stock return is smaller. In addition, the liquidity effects experience some time lag but last long time for the other companies in the same industry. And there is strong evidence of significant contagion dominant intra-industry liquidity effect in the excavation industry, communication and culture industry, and the power industry. While there is significant competition dominant intra-industry liquidity effect in manufacturing industry. The results of the study on financial effects find that stock dividend and stock split do have financial effects, and profitability ability, development ability, assets management ability and solvency ability significantly increase after the implementation of stock dividend and stock split. But overall, the financial effects of

stock dividend and stock split exist certain hysteresis which generally is a quarter. In addition, the financial effects of stock dividend and stock split are positively related to the payout ratio, companies' profitability and development ability.

Key Words: Stock dividend and stock split; Motivation of stock dividend and stock split; Stock price effects; Liquidity effects; Finance effects

目 录

学位论文原创性声明与学位论文授权使用授权书	I
摘 要	II
Abstract	IV
插图索引	XI
附表插图	XII
第 1 章 绪论	1
1.1 研究背景与意义	1
1.1.1 研究背景	1
1.1.2 研究意义	2
1.1.3 课题来源	2
1.2 相关文献综述	3
1.2.1 上市公司股票送转动机相关研究	3
1.2.2 上市公司股票送转经济效应相关研究	7
1.3 研究思路与内容	11
1.3.1 研究思路	11
1.3.2 研究内容	13
1.4 研究创新	13
第 2 章 上市公司股票送转内涵与特征分析	15
2.1 上市公司股票送转概念界定	15
2.2 上市公司股票送转制度	17
2.2.1 上市公司股票送转的个人所得税制度	17
2.2.2 上市公司股票送转的其它相关制度	19
2.2.3 国内外股票送转制度的区别	19
2.3 上市公司的股利分配政策	21
2.3.1 剩余股利分配政策	21
2.3.2 固定股利或稳定增长股利政策	22
2.3.3 固定股利支付率政策	22
2.3.4 低正常股利加额外股利政策	23
2.4 上市公司股票送转基本特征分析	23
2.4.1 不分配股利现象及其特点	23
2.4.2 股利分配形式	25

2.4.3	股票送转政策缺点	30
2.4.4	股票送转强度和频率	30
2.5	本章小结	33
第 3 章	上市公司股票送转动机与影响因素分析	34
3.1	上市公司股票送转动机的理论分析	35
3.1.1	基于股利迎合理论的股票送转动机分析	35
3.1.2	研究假设的提出	36
3.2	股票送转动机与影响因素的实证研究设计	36
3.2.1	变量设置与说明	35
3.2.2	计算方法与模型构建	38
3.2.3	样本选择与数据来源	39
3.3	上市公司股票送转动机与影响因素的实证结果分析	40
3.3.1	上市公司股票送转倾向影响因素分析	40
3.3.2	上市公司股票送转比例影响因素分析	44
3.3.3	对股票送转动机的验证分析	49
3.4	本章小结	49
第 4 章	上市公司股票送转的股价效应研究	51
4.1	上市公司股票送转股价效应的理论分析	51
4.1.1	有效市场假说与 MM 股利无关论	51
4.1.2	送转公司股价效应及相应假设的提出	52
4.1.3	行业内股价效应及相应假设的提出	53
4.1.4	行业内股价效应的影响因素及相应假设的提出	53
4.2	股票送转股价效应的实证研究设计	55
4.2.1	研究方法与研究模型	55
4.2.2	样本选取与数据来源	56
4.3	股票送转股价效应的实证结果分析	57
4.3.1	送转公司股价效应存在性的检验结果分析	57
4.3.2	行业内股价效应存在性的检验结果分析	59
4.3.3	行业内股价效应的影响因素分析	62
4.4	本章小结	64
第 5 章	上市公司股票送转的流动性效应研究	65
5.1	上市公司股票送转流动性效应的理论分析	65
5.1.1	股票流动性的内涵	65
5.1.2	送转公司流动性效应及相应假设的提出	66
5.1.3	行业内流动性效应及相应假设的提出	67

5.2 股票送转流动性效应的实证研究设计	68
5.2.1 股票流动性衡量指标的选择	68
5.2.2 研究方法与变量选择	69
5.2.3 样本选择与数据来源	72
5.3 股票送转流动性效应的实证结果分析	73
5.3.1 送转公司流动性效应存在性的检验结果分析	73
5.3.2 送转公司流动性效应的影响因素分析	74
5.3.3 行业内流动性效应存在性的检验结果分析	77
5.4 本章小结	78
第 6 章 上市公司股票送转的财务效应研究	80
6.1 上市公司股票送转财务效应的理论分析	80
6.1.1 财务效应的概念界定	80
6.1.2 财务效应的度量方法	81
6.1.3 股票送转财务效应及研究假设的提出	82
6.2 股票送转财务效应的实证研究设计	83
6.2.1 财务效应度量方法的选择	83
6.2.2 研究方法与变量选取	84
6.2.3 样本选择与数据来源	86
6.3 股票送转财务效应的实证结果分析	86
6.3.1 股票送转前后各财务指标变化分析	86
6.3.2 股票送转前后企业综合业绩变化分析	89
6.3.3 综合业绩变化与股票送转比例关系分析	91
6.4 本章小结	93
第 7 章 上市公司股票送转总体效应与对策建议	95
7.1 上市公司股票送转相关效应的综合分析	95
7.1.1 对送转公司的影响	95
7.1.2 对同行业内未送转公司的影响	96
7.2 上市公司股票送转效应对动机的验证分析	96
7.2.1 传递公司利好信号的动机	96
7.2.2 降低股票价格至最优交易区间的动机	98
7.2.3 保留现金的动机	98
7.3 相关对策建议	99
7.3.1 对监管层的建议	99
7.3.2 对上市公司的建议	102
7.3.3 对投资者的建议	104

7.4 本章小结·····	106
结 论·····	107
参考文献·····	109
致 谢·····	119
附录 A 攻读学位期间发表学术论文目录·····	120

插图索引

图 1.1 论文结构图·····	12
图 2.1 上市公司不同股利分配形式比例·····	27
图 2.2 实施股票股利分配的上市公司比例变化·····	28
图 2.3 纯股票股利、纯股票转增、送转混合、混合股利上市公司比例·····	28
图 4.1 样本期间内送转样本和配对样本的超额收益率 AR ·····	61
图 4.2 样本期间内送转样本和配对样本的累积超额收益率 CAR_1 ·····	61
图 4.3 样本期间内送转样本和配对样本的累积超额收益率 $CAR(-5, t)$ ·····	62

附表索引

表 2.1	股票股利与股票转增的会计处理方式对比	16
表 2.2	中美股票送转制度的区别	20
表 2.3	股权分置改革前历年不分配上市公司统计	24
表 2.4	近 5 年不分配股利公司统计	25
表 2.5	上市公司股利分配政策实施情况	26
表 2.6	纯股票股利、纯股票转增、送转混合、混合股利上市公司统计	29
表 2.7	历年每股送转比例的描述性统计	31
表 2.8	各分配期公告送转的公司数量	32
表 3.1	股票送转动机实证模型的变量设计表	37
表 3.2	送转公司与不送转公司股利折/溢价统计表	40
表 3.3	模型(3.1)中变量的描述性统计	41
表 3.4	送转倾向影响因素模型回归结果	43
表 3.5	高送转公司与非高送转公司平均市值账面比统计表	45
表 3.6	模型(3.2)中变量的描述性统计	45
表 3.7	送转比例影响因素模型回归结果	48
表 4.1	模型(4.4)中变量的定义表	56
表 4.2	送转样本的超额收益率 AR 和累积超额收益率 CAR_t 数值表	58
表 4.3	送转样本累计超额收益率检验结果	58
表 4.4	配对样本的超额收益率 AR 和累积超额收益率 CAR_t 数值表	59
表 4.5	配对样本累计超额收益率检验结果	60
表 4.5	模型(4.4)中变量的描述性统计	63
表 4.6	行业内股价效应影响因素回归结果	63
表 5.1	流动性效应实证模型的变量描述	71
表 5.2	送转后不同时间段的流动性变化(换手率和流动比率变化百分比)	73
表 5.3	送转前后股票流动性的变化(配对样本 T 检验和非参数 K-S 检验)	74
表 5.4	流动性效应实证模型中变量的描述性统计	74
表 5.5	换手率指标的回归结果	75
表 5.6	流动比率指标的回归结果	76
表 5.7	送转前后同行业未送转公司的流动性变化(配对样本 T 检验)	78
表 6.1	相关财务指标定义表	84
表 6.2	模型(6.3)中变量的定义表	85

表 6.3	各财务指标在各区间上显著性检验结果	87
表 6.4	巴特利特球度检验和 KMO 检验	89
表 6.5	相关系数矩阵	89
表 6.6	特征根的共同度水平	90
表 6.7	主成分分析的总方差解释	90
表 6.8	股票送转前后企业综合业绩变化的显著性检验	91
表 6.9	模型(6.3)中变量的描述性统计	92
表 6.10	财务效应的多元回归结果	93
表 7.1	股票送转相关效应对利好信号传递动机的验证分析	97
表 7.2	股票送转相关效应对降低股价动机的验证分析	98
表 7.3	股票送转相关效应对降低股价动机的验证分析	99

第 1 章 绪 论

1.1 研究背景与意义

1.1.1 研究背景

股利分配政策是上市公司对盈利进行分配或留存再投资的决策问题。作为上市公司融资和投资决策的延续，股利分配政策是上市公司三大重要财务决策之一，在上市公司的经营管理中起着至关重要的作用。它不仅影响公司股东对投资回报的要求及资本结构的合理性，也关系到公司的长远发展和健康成长。制定合理的股利分配政策，一方面能够为企业规模扩张提供丰富的资金来源，另一方面能够帮助企业树立良好的形象，增加其对潜在投资者和债权人的吸引力，实现公司价值的最大化。因此，上市公司一直以来都十分重视股利分配政策的制定，而股利分配的动机和市场反应也成为学术界和实务界关注的热点。

长期以来，与主要发达国家资本市场不同，中国证券市场的一大特色是上市公司“重送转、轻派现”。所谓送转，是指发放股票股利和进行股票转增。前者为上市公司采用股票股利形式进行的利润分配，其来源是公司的留存收益，属于股利政策范畴；后者则为上市公司利用公积金向股东转送股份的行为，其来源包括资本公积金和盈余公积金，不是利润分配，不属于股利政策范畴，只是一种股本扩张行为。两者在概念和性质上完全不同，但在客观结果上相似，都是无偿获得上市公司分配的股票，都能起到扩大股本规模的作用。所以，在股票交易时投资者往往将发放股票股利和进行股票转增综合起来，统称为股票送转。

在理性投资和有效市场环境下，股票的真实价值是上市公司未来现金股利的折现值，上市公司对股东的回报最终将落实到现金股利上。股票送转仅仅是会计科目的调整(发放股票股利是资产负债表中股东收益不同科目的调整，进行股票转增是将公积金转移到“实收资本”或者“股本”账户)，将导致公司流通在外的股数增加，而对公司现金流、股东权益及真实价值并无实质性影响，仅仅是一种“粉饰”行为。

然而，中国证券市场起步较晚，成熟度和有效性还不高，非理性投资气氛还比较浓厚，上市公司经营者与投资者之间存在严重的信息不对称现象。作为上市公司披露的重要信息，股票送转往往被视为上市公司经营业绩的直接体现和真实价值的外在表现，在现实中作为股利政策被频繁采用。它可能导致经营者的机会主义行为和市场参与者的高度关注甚至追捧，引发公司财务绩效、股票价格和市

场流动性的剧烈变化。

近期以来，各界对中国上市公司股票送转的动机和股票送转后产生的相关效应的关注日渐增多，但多借鉴现代公司理财的经典假说对上市公司股票送转动机进行理论分析，或从单一角度出发对股票送转产生的各种相关效应进行实证分析，较少考虑相关效应的总体性以及相关效应与动机间的联系。

因此，深入研究股票送转的动机及其产生的相关效应，系统把握股票送转相关效应及其与动机的匹配关系，对于寻找中国上市公司股票送转的合理理论解释，规范上市公司和市场参与者行为，进而提高证券市场的成熟度和有效性显然是十分必要的。

1.1.2 研究意义

本文对上市公司股票送转的行为动机进行研究，能为寻找符合中国上市公司股票送转动机的理论假设提供思路 and 方向。在剖析股票送转动机的基础上，利用相关理论和计量经济方法对股票送转可能产生的相关效应进行研究，一方面有助于更加深刻地理解证券市场的价格特征和运行规律，从而完善和丰富现代公司理财尤其是股票股利分配的理论内涵与分析方法；另一方面，通过对比分析股票送转效应与动机间的匹配，有助于对现有的相关经典假说在中国的解釋能力进行验证。

股利政策是现代公司理财的核心问题之一，对其动机及股价效应、流动性效应和财务效应等相关效应进行科学而系统的研究具有重要的现实意义。首先，作为公司绩效的重要证据，合理的股票送转有助于上市公司在证券市场上树立良好形象，加强市场参与者对公司的信心，能够为公司未来的经营业绩和公司股票的市场表现注入生机和活力；其次，作为对公司股东的合理回报，股票送转政策有助于投资者了解上市公司的经营和财务状况，规范上市公司行为，从而保护投资者利益；最后，合理的股票送转能够有效地推动价值投资理念在证券市场的灌输，淡化证券市场的投机色彩，提高证券市场资源配置效率，推动中国证券市场实现平稳较快的发展。

1.1.3 课题来源

本文研究选题主要来源于以下项目：

- (1) 国家自然科学基金创新研究群体项目(71221001)；
- (2) 国家软科学研究计划项目(2010GXS5B141)；
- (3) 教育部创新群体项目(IRT0916)；
- (3) 教育部人文社会科学规划项目(09YJC630063)；
- (4) 湖南省自然科学基金创新群体项目(09JJ7002)。

1.2 相关文献综述

本节主要从上市公司股票送转的动机以及股票送转的相关经济效应两方面出发对已有文献进行回顾，股票送转的相关经济效应具体又包括股价效应、流动性效应与财务效应。

1.2.1 上市公司股票送转动机相关研究

国外市场主要通过股票股利(stock dividends)和股票分割(stock splits)增发股本，其中股票分割是将一张较大面值的股票拆分成几张较小面值的股票，与中国的股票转增相近。严格说，股票分割或股票转增不属于对股东的分红回报，但其与股票股利的结果都是使股东无偿获得了股票，扩大了股本规模。因此，按照中国学者的习惯，本文将股票股利和股票转增一并视为股票送转进行研究。

所谓送转动机，是指以特定目的或需要作为出发点，上市公司股票送转行为的内在驱动力。国外学者对股票股利和股票分割的动机及影响因素展开过广泛的研究，取得了丰富的成果。由 Miller 和 Modigliani 提出的作为传统股利理论代表之一的股利无关论认为，在有效市场中，上市公司的股利政策不会对其股东财富和公司价值产生影响^[1]。然而，为何现实中一些上市公司仍然选择支付股利，这一问题一直未能得到圆满解决，被 Black 称为“股利之谜”^[2]。后来，学者们从不同的角度对此现象进行了解释，具体包括基于传统金融理论以及行为金融理论两个主要方面。

1.2.1.1 基于传统金融理论的股票送转动机

一些学者从传统金融理论出发，提出了信号传递理论、最优价格区间理论和代理成本理论等具有代表性的现代股利理论。

(1) 信号传递理论

信号传递理论(Signaling Theory)从信息不对称角度探讨了股票股利的发放动因，认为上市公司管理者相对投资者拥有信息优势，通过发放股票股利向投资者传递公司未来盈余或成长潜力的乐观信号^[3]。许多学者试图从股票股利政策对股票价格或上市公司业绩的影响出发为信号假说寻找经验证据。

McNichols 等研究发现股票股利和股利分拆预案包含了上市公司关于未来利润增长的信息^[4]。Mougoue 和 Rao 通过协整和因果检验研究了股票股利和上市公司业绩的时序相关性，验证了信号假说^[5]。Foerste 和 Sapp 考察了银行业股票股利、股票价格和公司盈利之间的关系，发现股票股利政策传达有关未来股票价格和公司收益信息的微弱证据^[6]。

Bechmann 和 Raaballe^[7]，Dhar 和 Chhaochharia^[8]以及 Lyroudi 和 Dasilas^[9]认为，

信号假说能够解释发放股票股利的动机。Fuller 和 Blau 认为, 股票股利传递了未来收益的信号并且揭示了公司的自由现金流问题, 声誉较高的公司通过支付股票股利来消除自由现金流的问题, 声誉较低的公司则通过发放股票股利传递未来收益的利好信息^[10]。Charitou, Lambertides 和 Theodoulou 认为, 在盈利减少甚至亏损的公司中, 股票股利能够更好地传达与未来收益有关的信息^[11]。同时也有部分研究表明, 信号假说并不能很好地解释股票送转等股票股利政策。Khang 和 King^[12]以及 Ma, Sun 和 Austin^[13]指出, 股票股利或股票分割所传递的并非减少信息不对称的有效信号。

国内学者魏刚^[14]、余乔和程滢^[15]以及王东升^[16]对比分析了中国上市公司分红与不分红、派现与分配股票股利的市场反应, 实证结果支持了信号传递理论在中国资本市场的适用性。但是, 也有研究认为股票股利不能向市场传递公司未来经营业绩较好的信息^[17]。陈工孟和高宁认为, 股票股利能够加强或者减弱上市公司的盈余信号^[18]。国内也有学者研究了高送转的信号传递作用, 发现高送转并不意味着公司未来盈利的增加^[19]。

(2) 最优价格区间理论

最优价格区间理论(Optimal Trading Range Theory)基于股票流动性来解释股票股利行为, 认为股票价格过高或者过低都不利于股票的流动, 因此上市公司通过股票股利将其股票价格控制在一个最利于流动的最优价格区间内^[20]。Anshuman 等在最小买卖价差基础上建立了一个股票分拆市场微观结构的模型, 证明了在一定的假设下, 存在股票交易的最优价格^[21]。

然而, Lipson 和 Mortal 从市场微观结构的角度出发, 对最小买卖价差与股票分拆之间的关系进行研究, 其实证研究并不支持上市公司进行股票分拆是为了降低股票的最小价格变化单位, 也不支持最优价格区间假说^[22]。

(3) 代理成本理论

代理成本理论(Agency Cost Theory)考虑到现代企业两权分离的特征, 放松了 MM 股利无关论中公司经营者与股东之间利益完全一致的假设, 从与资本结构有关的所有权因素出发来解释股票送转的动机^[23]。该理论最早由 Jensen 提出, 随后 Allen 和 Bernardo 提出“所有权追随者”概念, 认为机构投资者和小户投资者税收的不同导致上市公司采取不同的股票股利政策^[24]。Farinha 通过代理成本理论发现英国上市公司的股票股利支付和内部所有权结构存在 U 形关系^[25]。Borokhovich, Brunarski 和 Harman 等找到了代理成本驱动股票股利分配的证据^[26]。

(4) 股利生命周期理论

近几年来, 部分学者提出股利生命周期理论, 试图对上市公司的股利分配政策(包括股利分配方式以及股利支付水平)进行解释^[27-30], 认为上市公司应该根据其所处的生命周期阶段, 判断应该选择的股利分配方式与支付水平。

1.2.1.2 基于股利迎合理论的股票送转动机

随着行为金融学的发展，一些学者试图将行为科学和心理学引入股利政策的研究。1984年，Shelfrin和Statman首次从心理学角度对投资者为什么偏好现金股利进行了解释，认为投资者分别设立两个心理账户对现金股利和资本利得进行核算，在这种情况下。按照Kahneman和Tversky的前景理论，确定的股利支付比不确定的资本利得更加具有吸引力^[31, 32]。在此基础上，Baker和Wurgler于2004年提出了股利迎合理论，认为由于投资者对股利支付和资本利得的态度不同，对发放股利和不发放股利的上市公司股票的投资需求也不同，导致两类公司股票的市场价值产生差异。而理性的公司管理者可以洞察到这种时变的差异，并制定相应的股利政策去迎合投资者的需求，以提升公司的股价，实现公司短期价值的最大化。

在理论论证的基础上，Baker和Wurgler使用发放股利与不发放股利的上市公司股票的平均市值账面比(M/B)的差值来度量股利折/溢价，对美国证券市场1962年至2000年的数据进行了实证检验，发现上市公司的股利发放倾向与股利折/溢价显著相关，当出现股利溢价，即投资者赋予发放股利的股票较高的市场价值时，上市公司将更倾向于发放股利；而当出现股利折价，即投资者赋予不发放股利的股票较高的市场价值时，上市公司将更倾向于不发放股利^[33]。Baker和Wurgler认为，股利迎合理论很好地解释了美国证券市场上“不断消失的股利”现象，与其股利发放的现实趋势密切相符^[34]。

在此之后，不少学者基于股利迎合理论对全球证券市场进行了实证检验，得出了不尽相同的结论。Li和Lie将Baker和Wurgler研究中离散型的股利迎合模型改进为连续型的股利迎合模型，对美国证券市场1962年到2000年数据的实证检验表明，股利支付概率和支付水平的变化都与股利溢价显著相关，当股利溢价较高时，上市公司倾向于增加股利支付；而当股利溢价较低时，上市公司则倾向于回购股票或者减少股利发放^[35]。Bulan, Subramanian和Tanlu将股利迎合理论与生命周期理论相结合，通过对美国证券市场1963年至2001年首次股利发放数据的实证研究发现，对于处于相同生命周期且具有相似特征的公司，面对更高水平股利溢价时会更倾向于发放股利^[36]。同时，Ferris, Sen和Yui对英国证券市场^[37]、Neves和Pindado对欧元区国家证券市场^[38]以及Tangjitprom对泰国证券市场^[39]的实证检验都表明，上市公司股利支付倾向与股利折/溢价显著相关，从而对股利迎合理论提出了支持。而Ferris, Jayaraman和Sabherwal对全球23个主要证券市场1995年至2004年数据的实证检验表明，投资者保护法律环境对迎合效应有显著影响，实施普通法国家的上市公司比实施大陆法国家的上市公司更倾向于迎合投资者的股利需求而制定股利政策^[40]。

但是，也有一些学者的研究得出了不支持股利迎合理论的结论。Hoberg和Prabhala认为，风险是影响股利支付的重要因素，当控制风险之后投资者需求对股

利支付倾向的解释就不再显著了^[41]。另外, Denis和Osobov对包括美国、加拿大等在内的6个发达国家证券市场^[42]以及Tsuji对日本证券市场^[43]的实证检验也不支持迎合理论对股利政策的解释。而Twite, Shi和He的实证研究结果则认为, 上市公司派发股票股利是要向市场传递公司未来发展前景较好的信息, 而流通股比例较低的上市公司倾向于派发现金股利以满足投资者的需求^[45]。

国内学者对股利政策的行为动因和影响因素也进行了一些研究, 但主要集中在现金股利方面, 对股票股利和股票转增的相关研究并不多。学者们主要基于经典公司金融理论, 从股本规模、股权结构、盈余质量和生命周期、机构投资者持股比例、税率等级、经济波动等角度对送转的影响因素进行分析和研究^[46, 52]。肖淑芳和张超发现, 股票送转是经理人操纵其股票期权收益的主要方式, 通过投资者的“价格幻觉”提高期权的收益, 其中经理人的激励比例、股权集中度和股价涨幅都是影响股票送转的主要因素, 而股东集中度又可以一定程度上抑制经理人的操纵行为^[53]。赵立三和赵子璐运用房地产上市公司的相关数据, 对上市公司股票送转的动机进行研究, 发现股票送转仅仅是上市公司满足对股本扩展的需求^[54]。近年来, 也有少数学者基于迎合视角对中国股票市场的股利行为进行了探讨, 但绝大部分都是针对现金股利。大部分学者的研究都表明, 投资者的现金股利需求对上市公司是否发放现金股利具有显著影响^[55~58]。

与国外学者研究结论不同的是, 饶育蕾, 贺曦和李湘平对2000年至2004年沪深两市A股上市公司的研究表明, 中国证券市场上投资者对现金股利的需求表现为股利折价, 即投资者对不发放现金股利的股票赋予更高的市场价值, 这对上市公司股利发放倾向产生了显著影响, 在一定程度上使得不发放现金股利的公司占较高比例^[59]。同时, 也有一些学者认为, 上市公司的现金股利政策仅考虑了对大股东股利需求的迎合, 由于中国上市公司股权结构的特殊性, 迎合理论并不适用于中国证券市场^[60, 61]。

仅有个别学者对送转行为的迎合效应进行了检验。龚慧云以2001年至2007年沪深两市A股上市公司为样本展开研究, 结果表明, 股票送转相对于现金股利具有更高的股利溢价。因此, 当上市公司有发放股利的意愿时, 会为了迎合投资者的需求而更倾向进行送转, 同时投资者的股利需求对其送转比例的高低也有重要影响^[62]。易志高, 茅宁和储晶对2005年至2009年深圳A股上市公司股票送转行为的研究发现, 低价股溢价、小盘股溢价和公告日效应越高, 公司的股票股利支付倾向就越高, 从而对股利迎合理论提出了支持^[63]。

国内外在有关基于传统金融理论的股票送转动机方面已经取得了丰硕的成果, 然而有关基于迎合理论针对股票股利(送转)行为的研究尚少, 而且绝大多数仅对上市公司是否发放股利的决策进行了探讨, 而忽略了股利支付水平是否也受投资者股利需求影响这一问题。因此, 探讨中国上市公司是否会为了迎合投资者的

需求而进行送转，以及送转比例与投资者股利需求之间是否存在相关关系，可以为上市公司股票送转行为影响因素的研究提供新的视角。

1.2.2 上市公司股票送转经济效应相关研究

作为股东权益的账面调整和信息披露的重要内容，上市公司股票送转势必对公司短期内股票价格和市场流动性，以及长时间内经营和财务绩效产生相关经济效应，学术界对此展开了一定程度的研究。

1.2.2.1 上市公司股票送转股价效应相关研究

学者们对股票股利和股票分割的股价效应展开了广泛的研究，取得了丰富的成果。1969年，Fama, Fisher, Jensen 和 Roll 首次使用事件研究法就纽约证券交易所上市公司股票分割对股价的影响进行了研究，发现分割公司的股价对分割信息进行了迅速的调整，在公告日前后出现了正的超额收益，因而认为股票分割公告传递了公司未来的利好信息^[66]。随后，大量学者采用相似方法对股票股利和股票分割的股价效应进行了研究。

其中，大部分学者如 Ikenberry, Rankine 和 Stice^[67], Elfakhani 和 Lung^[68], Hwang, Keswani 和 Shackleton^[69], Huang, Liano 和 Pan^[70], Campbell 和 Ohuocha^[71], Kalotychou, Staikouras 和 Zagonov^[72], Leledakis, Papaioannou 和 Travlos^[73]以及 Li, Stork 和 Zou^[74]的研究表明，上市公司的股价在股票股利或股票分割的公告日或除权日前后会出现正的超额收益，并认为这主要可以使用信号传递理论或最优价格区间理论对该超额收益进行解释。但是，Batchelor 和 Orakcioglu^[75], Kunz 和 Majhensek^[76]以及 Grullon, Michaely 和 Benartzi^[77]研究却发现，上市公司发放股票股利或进行股票分割对其股票价格并无显著影响。

另一方面，不少学者就上市公司公告信息对同行业内未发放公告的公司股价的影响进行了探索，得出了不同的结论。其中，一部分学者对公司破产公告^[78]、证券发行公告^[79]和盈利重述公告^[80]等的研究表明，同行业内未发放公告公司的股价与发放公告公司的股价变化方向一致，行业内传染效应占主导地位。而另一部分学者对公司股票回购公告^[81]、资金投资公告^[82]和收购公告^[83]等的研究则发现，同行业内未发放公告公司的股价与发放公告公司的股价变化方向相反，行业内竞争效应占主导地位。

近年来，一些学者开始关注股利公告是否存在行业内股价效应。最早的研究始于Firth，他发现股利变化公告对股价的影响存在行业内传染效应^[84]。后来，Caton, Goh和Kohers的研究也证实了此种观点^[85]。而针对股票股利和股票分割公告，Tawatnuntachai和Mello首次对美国证券交易所和纽约证券交易所上市公司1986年至1995年股票分割公告的行业内效应进行了检测，发现受分割公司影响，未分割

公司在分割公告日前后会获得正的超额收益，即股票分割公告对股价的影响具有行业内传染效应^[86]。Martin, Nishikawa和Qi对保险行业上市公司的研究却发现，股票分割公告对分割公司的股价产生了正面影响，而对未分割公司的股价产生了负面影响，行业内竞争效应占主导地位^[87]。而Balachandran, Faff和Nguyena对澳大利亚证券交易所上市公司特殊股利公告的研究则表明，股利公告对股价的影响在资源行业内表现为传染效应，在金融行业内表现为竞争效应，而在其它行业内无显著效应^[88]。Yan和Xie对房地产上市公司现金股利分配的行业内股价效应进行研究，发现现金股利预案公告日附近，标的股票有显著正的超额收益率。同时，同行业内未发放现金股利的公司股票的收益率也表现出类似的走势，说明现金股利分配在房地产行业存在行业内效应^[89]。

国内学者对股票股利和股票转增的股价效应也进行了一些研究，主要集中在送转公告对股价的影响和送转动因方面。与国外研究相似，大部分学者发现中国上市公司的股价在送转公告日前后会出现正的超额收益^[53, 90-97]，并从股本规模、股权结构和上市时间、管理层持股比例、收益波动等因素与投资者的反应程度角度对送转的影响因素进行了分析^[46, 93, 98]，提出了诸如价格幻觉假说^[47]、预期心理假说^[99]、信号传递假说^[53]等新的理论，对送转引起的股价效应进行解释。还有学者认为，股票送转对标的股票收益率的影响方向受股利支付率变动方向的影响，一般而言，若股利支付率下降，则股票送转对标的股票收益率具有正面影响，反之，对其具有负面影响^[100]。

然而，很少有学者对股利政策的行业内效应进行研究。仅有葛宗萍和李健对中国沪、深交易所上市公司2001年至2007年的送转行为是否会产生行业内信息转移效应进行了检测，发现在除权日前后，同行业内后除权公司的股价异常报酬与先除权公司的异常报酬正相关^[101]。目前，尚没有学者就中国上市公司送转行为对同行业内未送转公司股价的影响进行研究，因此对其进行考察具有特殊的意义。

1.2.2.2 上市公司股票送转流动性效应相关研究

目前，已有一些学者对送转(相当于国外的发放股票股利和进行股票分割)的流动性效应进行了研究，但是得出的结论却相互矛盾。

一方面，有学者认为送转后股票流动性上升。Baker和Gallagher^[102]，Aushman和Kalay^[103]以及Guo等^[104]认为，分割使股价回归到最优交易区间，吸引了更多的投资者，特别是小型投资者参与到公司的持股中，从而流动性增大。Muscarella和Vetsuypens^[105]对不伴随标的股票分割的美国存托凭证的分割进行实证，结果支持流动性假说，即认为股票分割后流动性增加。Hahn和Wulff^[106]研究了德国上市公司对股票分割的市场反应，用换手率、有交易天数所占百分比和交易量来度量流动性，认为除权日后收益增加，流动性也增加。他们并指出，如果流动性已经处

于高水平，则股票分割不能再进一步提高流动性。Elfakhani 和 Lung^[68]认为，股票分割后买卖价差短期和长期都显著性降低，而换手率和交易数量增加，由此可知分割提高了流动性。

Dennis 和 Strickland^[107]认为，股票分割后流动性得到改善，但是这种流动性的变化和分割前机构股东持股比例呈负相关关系。Gorkittisunthorn 等^[108]探究了泰国上市公司内部人持股是否缓和了股票分割对流动性的作用，认为内部人持股比例高的公司，分割后流动性几乎保持不变，而内部人持股比例低的公司，分割后流动性变化较大。Lin, Singh 和 Yu^[109]的实证发现，股票分割减少了无交易发生的情况，增加了股票流动性，并且这种影响是长期的。刘占稳和楼爱眉发现在股票送转后，标的股票的流动性显著增强^[110]。

另一方面，也有学者认为送转后流动性下降或者不变。Copeland^[111]认为，股票分割后，交易行为不平稳，交易量并没有随股票数目的增加而同比例增加，换手率下降，相对买卖价差增加，流动性下降。该研究还认为，这种流动性的下降变化并不是暂时的，这与 Lamoureux 和 Poon^[112]的研究一致。Lakonishok 和 Lev^[113]认为，股票分割对换手率没有持续影响，分割前换手率异常高导致分割后换手率无明显变化，说明流动性基本没变。Conroy 等^[114]实证研究 NYSE 的上市公司的股票分割对买卖价差的影响，认为分割后股价的下降，抵消了绝对价差的下降，导致相对价差的上升，所以分割后流动性下降了。即股票分割虽然降低了股价，但是却增加了买卖价差，所以没有改善流动性。Schultz^[115]以及 Kadapakkam 等^[116]的研究结果表明，股票分割使得股价下降，从而使最小股价变动幅度增大，导致相对买卖价差增大，激励股票经纪人推销和赞助新分割对股票，吸引更多对中小投资者，但是从相对买卖价差的上升来看，分割后流动性下降。Gray 等^[117]认为，股票分割后做市商的收入或超额利润上升，投资者交易成本上升，买卖价差相对增长，流动性下降。

何涛和陈小悦^[47]基于 1995 年至 2001 年底的日数据进行实证研究，就股票送转对股票流动性的影响进行了检验，发现不同流动性度量方式会得到不同的结果：用换手率表示流动性时，股票送转后流动性下降；而用流动比率表示流动性时，股票送转后流动性却有所上升。这一现象反映了对中国市场流动性进行度量的困难，也说明流动性假设对中国股市股票送转行为的解释能力仍属未知。朱元琪和刘善存^[118]利用日均交易额、日均换手率、相对价差以及深度等四类指标对股票流动性进行度量，基于 T 检验和 Wilcoxon 符号秩检验进行实证研究，认为股票股利虽能吸引更多的中小投资者参与到交易中去，使得小规模交易更活跃，但是并不能提高股票流动性。李昆和宋婷婷的研究也认为股票送转不能提高标的股票的流动性^[119]。

综上所述，进行送转流动性效应的研究时，多数学者都只是对送转公司股票

流动性受到怎样的影响进行探讨，而鲜少涉及送转对同行业不送转公司股票流动性的影响。并且已有的实证研究结果普遍存在争议，目前仍然没有确切的统一结论。流动性的度量方式、实证所取时间段以及样本数据的选择等方面的不同，都可能造成股票流动性效应研究结果的不一致。所以，有必要选取适合中国股市的多种流动性度量方式，截取不同的实证时间段，采用多种实证方法对上市公司股票送转的流动性效应展开针对性研究。

1.2.2.3 上市公司股票送转财务效应相关研究

股票送转对股东权益进行了账面调整，无论作为历史经营业绩的有利信号还是增加市场供给的有效手段，对上市公司未来一段时间内的投融资活动都将产生重要影响，这一影响在长期内主要反映于财务绩效上。目前，有关上市公司股票送转财务效应的文献大多是基于信号传递假说研究股票送转对公司盈利能力的影 响，但取得的结论不尽相同。

一些学者基于信号传递假说的研究发现，以股票送转为主要形式的股票股利政策意味着公司未来将有较好的财务业绩。Huang, You和Lin研究了送转比与业绩增长之间的关系，发现只有在股票股利和现金股利相结合的方式下送转比与支付股利后的业绩增长之间才存在显著正相关关系^[120]。Yagüe, Sala和Fuentes采用西班牙上市公司的相关数据，检验转增能否传递公司绩效的信息，结果表明在上市公司宣告公积金转增时，投资者会向上修正股票价格并提高对公司未来业绩的预期。与同行业相同规模的配对样本公司相比，进行转增的公司一般有更好的经营利润^[121]。Lukose和Sapar也发现，与不支付股票股利的公司相比，支付股票股利的公司的股票收益和经营业绩更好，这一结论与信号传递假说一致^[122]。

国内方面，林海^[123]及刘文军和赵亚娟^[124]的实证分析均支持股票送转提高了上市公司未来的经营业绩的观点。然而，吕长江和许静静认为，股票股利发放只是传递了关于公司当期净利润的信息，并没有传递关于公司未来盈余的信息^[125]。

也有学者认为，上市公司的股票送转政策不能有效提高公司业绩。Araujo, Moreira和Tsuchida分析了信号传递假设的局限性，其实证研究表明股利改变既可能对收益造成正面的影响，也可能造成负面的影响^[126]。阎大颖^[127]以及阎大颖和窦森^[128]考察了中国上市公司首次股票送转后的公司业绩，发现首次进行股票送转的公司在股票送转前后短期内业绩相对较好并产生积极的市场效应。

但是从长期来看，盈利能力与增长能力均明显下降。即其结论不支持信号传递假说。他们还指出，由于内部管理者与外部投资者之间的信息不对称，公司盲目追求股权融资和过热的市场投资预期，从而削弱了股票送转传递积极信号的功能。但是，阎大颖和窦森同时也发现，股票送转后公司的资产流动性得到显著改善^[128]。

还有学者按照股利支付水平增加、减少或者不变等三种情况，将股票送转分为三个子样本进行对比分析，发现上市公司提高股利支付水平能够向投资者传递利好消息，公司收益会有所改善，降低股利支付水平将起着相反的作用。例如，Jagannathan, Stephens和Weisbach对公司股票股利和股票回购进行比较，实证研究后发现，股利提高的公司会有更高的经营收入和非经营收入，而股利下降会使企业的绩效下降，因此公司一般会避免降低股利^[129]。Harada和Nguyen利用日本上市公司的数据研究股利调整、经营业绩和长期股票收益之间的关系，发现股票股利水平增加能够引起公司未来收益增长^[130]。Lie采用季度数据，以企业过去的绩效特征为基准，发现样本公司股利增加或者股利停止支付后，收益并没有发生显著的变化。作者在探究这一现象的原因后发现，样本公司在股利停止支付后收益恶化，但在一段时间以后回复。该研究还表明，在相关季度数据公告时的市场反应反映了企业未来的业绩，市场对于减少或停止支付红利的预期是悲观的^[131]。龚光明和龙立通过实证分析发现，高现金股利有利于企业价值的提升，而股票股利的发放对企业价值提升的作用不明显。他们同时还指出，股利稳定性本身对企业价值并没有显著的影响^[132]。

综上所述可以发现，目前有关股票送转财务效应的研究比较单一，往往只关注其对公司盈利能力的影响，仅有少数学者考察了股票送转对公司资产流动性的影响。因此，从相关理论出发，深入探讨股票送转对公司财务绩效可能造成的影响，全面分析股票送转的财务效应，具有重要理论价值与现实意义。同时，一般而言，研究某一事件财务效应的方法包括单一指标法和综合指标法，已有研究均采用单一指标法，而该法具有系统性、全面性较弱等不足，而综合指标法能够全面衡量公司各方面的财务表现，所以采用综合指标法对股票送转的财务效应进行研究在一定程度上能克服上述不足。

1.3 研究思路与内容

1.3.1 研究思路

本文拟结合相关理论假说和中国上市公司股票股利分配政策现状特点，分析上市公司股票送转的行为动机及产生的相关效应。全文的研究思路如下：

首先，对已有相关研究进行整理和分析，发掘已有研究的不足；界定股票送转概念，阐述股票送转制度、国内现有股利分配政策和股票送转特征，探究中国上市公司股利送转的现状，为下一步的研究奠定基础。

接着，将行为科学和心理学引入股利政策的研究，从股利迎合理论的角度出发，结合行为金融学知识和经典公司金融理论，对中国上市公司股票送转行为的

影响因素进行实证分析，从而从新的角度探究上市公司股票送转的动机。

然后，针对目前相关研究领域的不足，基于信号传递理论和信息转移假说等现代股利理论，从上市公司送转后股票价格和股票流动性的变化以及上市公司送转行为对同行业内未送转公司股票价格和股票流动性的影响两个方面，系统性检验股票送转的股价效应和流动性效应；通过全面探析上市公司股票送转对其盈利能力、发展能力、资产管理能力和偿债能力的影响，验证上市公司股票送转的财务效应；通过多元回归分析等方法进一步探析股票送转股价效应、流动性效应和财务效应的影响因素。

最后，总结上市公司股票送转的总体效应，对比分析股票送转效应与动机间的匹配，发掘除上文研究得出的上市公司股票送转动机以外的其它可能动机；并且结合中国上市公司实际情况和本文研究结论，针对监管层、上市公司和投资者提出相关对策建议。

论文结构如图 1.1 所示。

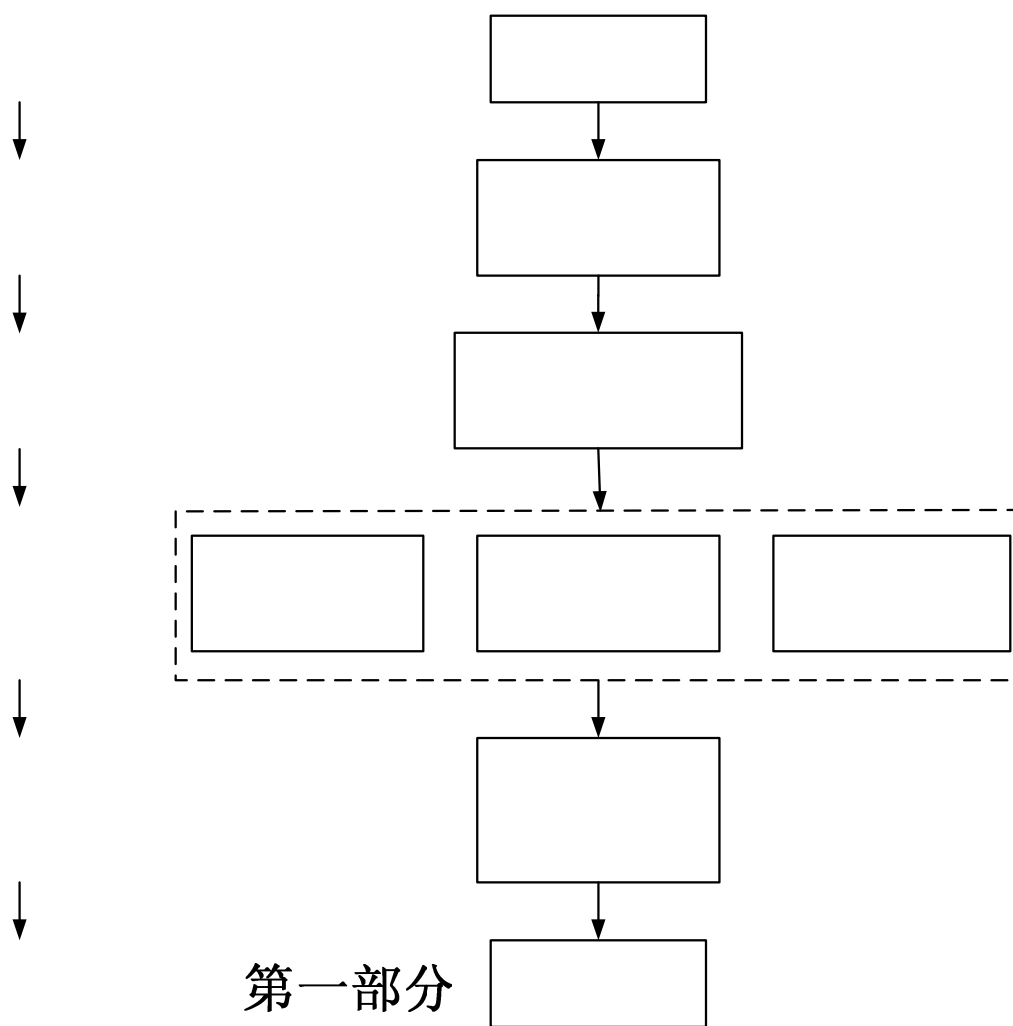


图 1.1 论文结构图

1.3.2 研究内容

全文共 7 章，构成 5 大部分，主要内容如下：

第一部分即第 1 章，是本文的绪论。首先简要介绍本文的选题背景、研究意义和课题来源，然后综述上市公司股票送转动机和经济效应的相关研究，分析已有研究不足，最后对本文的研究思路和研究内容进行说明。

第二部分即第 2 章，是上市公司股票送转的内涵与特征分析。首先明确界定上市公司股票送转的概念，接着阐述中国上市公司的股票送转制度和现有股利分配政策，最后分析上市公司股票送转的特征，以便掌握股票送转的实际情况，为下文奠定基础。

第三部分即第 3 章，是上市公司股票送转动机与影响因素分析。运用二元 Logistic 回归模型和多元线性回归模型，检验并分析投资者需求对上市公司送转倾向和送转比例的影响，从股利迎合理论的角度出发探究上市公司股票送转的动机。

第四部分是上市公司股票送转的股价效应、流动性效应和财务效应及其影响因素的研究，包括第 4 章、第 5 章和第 6 章。其中，第 4 章采用事件研究法和配对样本 T 检验考察送转公司和同行业内未送转公司在股票送转预案公告日前后的股价反应，并通过多元回归分析探究送转公司的股价效应、送转公司的规模、送转公司与同行业内未送转公司的相似性程度、未送转公司的信息非对称程度以及未送转公司的错误定价程度对行业内股价效应的影响。第 5 章采用配对样本 T 检验考察股票送转对送转公司以及同行业内未送转公司股票流动性的影响，对上市公司股票送转的流动性效应进行全面检验和分析，并采用多元回归分析方法探究流动性的影响因素。第 6 章采用 Wilcoxon 法就上市公司股票送转对盈利能力、发展能力、资产管理能力与偿债能力的影响进行研究，并采用主成分分析和多元回归分析探讨送转股财务效应强度与送转比之间的关系。

第五部分即第 7 章，是上市公司股票送转的总体效应分析及相关政策建议。首先对上市公司股票送转总体效应进行总结，并对比分析股票送转效应与动机间的匹配，然后对监管层、上市公司和投资者提出相关对策建议。

最后为结论。

1.4 研究创新

本文在剖析股票送转动机的基础上，利用相关理论和计量经济方法对股票送转可能产生的股价效应、流动性效应以及财务效应进行研究，以期验证现有的相关经典假说在中国市场的解释能力，丰富和完善股票股利分配的理论内涵与分析方法，为上市公司制定科学的股票送转政策、投资者制定有效的投资决策提供参

考。本文的主要创新点如下：

(1) 一方面，从行为金融学视角出发，基于股利迎合理论研究中国上市公司股票送转行为的动机和影响因素；另一方面，基于经典公司金融理论，将股票送转的相关效应和动机进行匹配验证，进一步发掘上市公司实施股票送转的动机。验证了股利迎合理论在中国资本市场上是否成立，扩展了股利迎合理论的适用范围。

(2) 在考察股票送转对送转公司股价和流动性影响的基础上，基于信息转移假说，研究股票送转的行业内股价效应和行业内流动性效应，从信息转移的角度就中国上市公司送转行为对同行业内未送转公司股价的影响进行了探索，深化了对上市公司送转的信息内涵的认识。

(3) 与已有研究不同，在分析股票送转的流动性效应时，不仅考虑送转的行业内效应以更加全面地考察流动性效应，同时还运用换手率和流动比率两种度量方式，截取不同时间段，采用多种实证方法，使实证结果更加具有稳健性。

(4) 在现有有关股票送转的财务效应的研究还不够全面的情况下，基于信号传递假说，在单指标法与综合指标法下考察中国上市公司实施股票送转对公司盈利能力、成长能力、偿债能力和资产管理能力以及企业综合财务业绩的影响，更加全面地分析股票送转对公司财务能力的影响，对现有相关研究做出了有益的补充。

第 2 章 上市公司股票送转内涵与特征分析

由于中国证券市场起步较晚，在相关法律法规、交易制度、体制方面还有待完善，加上受到国家宏观政策调控的影响，在股票送转制度以及实践方面必然表现出与成熟市场国家不同的特征，本章将着重明确界定股票送转的概念，分析中国上市公司股票送转的制度和特征。

本章的章节安排具体如下：首先，对上市公司股票送转的概念进行界定，接着寻找股票股利和股票转增的异同点，然后明确股票送转的流程；其次，阐述中国上市公司股票送转的相关制度，包括股票送转的个人所得税制度以及其它相关制度，进而分析国内外股票送转制度的差异；第三，考察中国上市公司现有股利分配政策；最后，分析中国上市公司股票送转的基本特征。

2.1 上市公司股票送转概念界定

如前所述，股票送转通常包含股票股利和股票转增两个内容。股票股利(stock dividend)，又称送股或赠送红股，是股权式股利的基本形式。股票股利是指上市公司向普通股股东按其持有股份的一定比例赠与普通股，以作为股东投资的报酬。股票股利只是将资金在公司内部所有者权益项目之间进行转换，将未分配利润转换为股本。股利股票没有真正导致企业现金流出，也不会改变其资产负债总额，所有者权益账面价值的总额也不发生变化。从这一点看，股票股利并非真正的股利。然而，上市公司发放股票股利会使其发行在外的普通股股票数量增加，进而导致每股普通股所拥有的所有者权益账面价值减少。不过，由于普通股股东所持有的股票数量将相应地增加，每位普通股股东的持股比例不变，每位普通股股东所持有股票所代表的所有者权益账面价值也不会变化。

股票转增(stock split)，又称公积金转股，是指上市公司将公积金向普通股股东赠予股份的股利分配方式。在中国资本市场上，股票转增的来源包括资本公积金和盈余公积金，由于这两者不属于上市公司的可分配利润，因此股票转增在本质上并不是真正的股利分配方式，而是一种股本扩张行为。与股票股利一样，股票转增不会真正导致企业现金流出，也不会改变其资产负债总额，所有者权益账面价值的总额也不发生变化，但会使上市公司发行在外的普通股股票数量增加，进而导致每股普通股所拥有的所有者权益账面价值减少。

在中国资本市场上，上市公司宣告分配股票股利时往往伴随着股票转增的行

为，使得广大投资者误认为股票转增也是一种股利分配方式。此外，在资本公积金转增股本时，由于资本公积金转股按股票的票面价值计算，尽管转增后公司的股价被除权，但其票面价值仍然很高，如果有填权行情，投资者可以从二级市场获取资本利得。因此，股票转增被误认为是一种分配形式，特别是在中国证券市场上，股票转增和股票股利通常不做区分。尽管股票股利与股票转增具有许多相同点，但仍有一些不同之处。

(1) 股票股利与股票转增的相同点

由于中国资本市场还处于初级阶段，法律法规和市场机制还不健全，上市公司规模普遍偏小，上市公司股利分配的主要形式还是现金股利和股票股利。大多数公司都有扩张股本的强烈愿望，因此股票股利是中国上市公司利润分配的主要形式。尽管资本公积金转增股本本质上不属于分红，但被上市公司作为扩张股本的一种手段，一般与分红方案一起公布，并被上市公司列为分红方案的一部分，从而被一些投资者混为一谈。他们将其同样作为股利政策分红方案，所以对于送、转股的市场反应都相差不大。

(2) 股票股利与股票转增的不同点

首先，因为股票转增的资金来源主要有资本公积金和盈余公积金(包括法定盈余公积金和任意盈余公积金)，而股票股利的资金来源有未分配利润和盈余公积金^[133]，所以只有在公司有盈余时才可以发放股票股利，而股票转增则不需要。其次，股东取得的股票股利需要缴纳 20%的税，而股票转增则不需要。最后，在会计处理上，两者的区别如表 2.1 所示^[134]。

表 2.1 股票股利与股票转增的会计处理方式对比

股利分配方式	会计处理方式	
	借方	贷方
股票股利	利润分配——转作股本的股利	股本
转增	资本公积/盈余公积	股本

资料来源：王杰. 我国上市公司高送转股利政策效应分析. 南京财经大学硕士学位论文, 2010。

在中国资本市场上，投资者在对待公积金转增股本的问题上，一般都简单地将它与股票股利一起称为股票送转。因此，本文在具体处理过程中没有将股票股利与公积金转增股本进行严格的区分，而是将二者统称为股票送转，作为同一种股利形式进行研究。

根据中国现行股利分配程序，上市公司实施股利送转的过程主要包括以下几个步骤：首先，由上市公司董事会决定并提请股票股利或股票转增的预案；其次，

由股东大会进行表决，决定是否通过股利分配预案；再次，由股东大会表决通过股利分配红预案后，上市公司一般在 2 个月内确定股利分配的具体时间并实施。最后，上市公司确定股利分配的时间后，发布股利分配实施公告，确定股权登记日，除权除息日，新增股份上市流通日等重要的日期。其中，这个过程涉及股利分配预案公告日、股东大会决议公告日、股利分配实施公告日、股权登记日、除权除息日和新增股份上市流通日。此外，股利分配预案公告与年报同时公布，是投资者首先获得上市公司股票送转方案相关信息的日期。一般情况下，由于股利分配预案与正式的分配方案不同的情况极少出现，并且通常都会通过股东大会表决，因此股利分配预案基本可以确认为实际方案，利润分配预案公告日的信息含量也最大。

2.2 上市公司股票送转制度

2.2.1 上市公司股票送转的个人所得税制度

众所周知，国家政策往往具有一定的导向与规范作用，同样，在股票送转个人所得税方面的政策必然会对上市公司如何选择股利分配方式以及股利支付比率等造成影响。现行中国股利个人所得税的主要法律基础包括：个人所得税法、个人所得税法实施条例、税收征管法以及由中国各级税务管理机关发布的有关税收征管的通知等。从 1990 年中国证券市场成立至今，股利的个人所得税以及其它相关政策经历了多轮废除或新增，对中国上市公司的股利分配行为产生了巨大影响，这一过程大概可以分为三个阶段。

2.2.1.1 股票送转个人所得税的开始阶段

1994 年颁布的《中华人民共和国个人所得税法实施条例》(以下简称《实施条例》)在《(旧)中华人民共和国个人所得税法》的基础上，第一次对股利个人所得税进行改革。

《实施条例》第八条指出，“税法第二条所说的各项个人所得的范围规定利息、股息、红利所得是指个人拥有债权、股权而取得的利息、股息、红利所得”。然而，尽管《实施条例》规定了股息与红利属于股东的个人所得，但是没有明确指出股票股利)的处理方式。

随后，在 1994 年 3 月，国家税务总局颁布的《关于征收个人所得税若干问题的规定》(国税发[1994]089 号)中详细规定了“股份制企业在分配股息、红利时，以股票形式向股东个人支付应得的股息、红利(即派发红股)，应以派发股票股利的股票票面金额为收入额，按利息、股息、红利项目计征个人所得税。”也就是说，从 1994 年以来，国家明确了要求：与现金股利一样，对要对股东获得的股票股利

征收 20% 的所得税。

2.2.1.2 股票送转个人所得税管理的加强阶段

虽然 1994 年颁布的《关于征收个人所得税若干问题的规定》明确规定了股份制企业以股票形式向股东分配的股息、红利需要计征个人所得税，然而在实际操作中，仍然有很多地区对股票股利尚未开始征收个人所得税，而仅仅对现金股利征收个人所得税。

为解决该问题，国家税务总局又于 1997 年 12 月 25 日颁布了《关于股份制企业转增股本和派发红股征免个人所得税的通知》(国税发[1997]198 号)，用以规范股票股利个人所得税的征收管理。该《通知》在股票转增与股票股利的个人所得税征收管理方面作出如下规定：“一、股份制企业用资本公积金转增股本不属于股息、红利性质的分配，对个人取得的转增股本数额，不作为个人所得，不征收个人所得税；二、股份制企业用盈余公积金派发股票股利属于股息、红利性质的分配，对个人取得的股票股利数额，应作为个人所得征税。各地要严格按照《国家税务总局关于印发〈征收个人所得税若干问题的规定〉的通知》([1994]国税发第 089 号)的有关规定执行，没有执行的要尽快纠正。派发股票股利的股份制企业作为支付所得的单位应按照税法规定履行扣缴义务”。

《关于盈余公积金转增注册资本征收个人所得税的问题》(国税函[1998]第 333 号)认为，将盈余公积金转增注册资本实际上是该公司将盈余公积金向股东分配了股息、红利，股东再以分得的股息、红利增加注册资本，税款由该公司在有关部门批准增资、公司股东会决议通过后代扣代缴，这也明确了进行转增资本的上市公司应承担的代扣所得税的义务。

可以看出，在实务中 1997 年以前，国家仅仅对股东获得的现金股利征收个人所得税；从 1997 年下半年开始，国家税务总局要求从 1998 年开始严格要求对股票股利征收 20% 的个人所得税。

2.2.1.3 股票送转个人所得税政策的完善阶段

国家税务总局、财政部于 2005 年 6 月 13 日颁布了《关于股息红利个人所得税有关政策的通知》，进一步完善了股票送转个人所得税的相关管理制度。该《通知》规定“对个人投资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，依照现行税法规定计征个人所得税。”至此以后，对股票股利，和现金股利同时征收 10% 的个人所得税。

国家对上市公司股票股利与股票转增的个人所得税的征收管理制度对上市公司股利分配方式的选择具有直接重大的影响。中国证券市场成立初期，由于上市公司数量的急剧增加，股市规模的扩大，股票股利一直都是主要的股利分配方式，在股利分配方式中占据了相当大的比重。但是在 1994 年以后，由于对股票股利开

始征收 20% 的个人所得税，使得上市公司对股票股利这种分配方式的偏好大大下降。但由于在实际操作中并没有对股票股利严格征收个人所得税，发放股票股利的比例又有所回升。直到 1998 年，在实务中，国家真正开始对股票股利征收个人所得税，并明确了上市公司的代缴义务后，股票股利这种股利分配形式所占比例也逐渐降低。

2.2.2 上市公司股票送转的其它相关制度

2.2.2.1 规范上市公司股票送转行为的相关制度

为维护证券市场的有序进行，进一步规范上市公司的股利分配行为，保护投资者的合法权益，中国证券监督管理委员会颁布的《关于规范上市公司行为的若干问题的通知》明确规定，上市公司进行股利分配方案必须符合以下原则：

(1) 上市公司制定配股方案同时制定分红送股方案的，不得以配股作为分红送股的前提。

(2) 要实行同股同权与同股同利。上市公司董事会必须按照《公司法》第一百三十三条关于同股同权、同股同利和《股票发行与交易管理暂行条例》第四条关于股票的发行与交易应当保障国有资产不受侵害的规定，制定公平的股利分配方案，不得向一部分股东派发现金红利而向其他股东派发股票红利。

(3) 要区别股票转增与股票股利。上市公司的股利分配方案必须明确区分股票转增与股票股利，并在股东大会上分项披露、分别作出决议，而不得将两者混淆。

2.2.2.2 规范上市公司再融资行为的相关制度

中国证监会于 2001 年 3 月颁布的《上市公司新股发行管理办法》第十一条第(七)款新增规定，将上市公司的分红派息作为再融资时的重点关注事项：“公司最近 3 年未有分红派息，董事会对于不分配的未作出合理解释的，要求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”。

为了进一步的规范、明确与落实该项规定，中国证监会又在 2001 年 5 月颁布了《中国证监会发行审核委员会关于上市公司新股发行审核工作的指导意见》，规定“发行审核委员会审核上市公司新股发行申请，应当关注公司上市以来最近 3 年历次分红派息情况，以及董事会关于不分配所陈述的理由。”

将上市公司的分红派息与其发行新股联系起来，无疑会对相当多上市公司的股利分配行为产生重大影响。

2.2.3 国内外股票送转制度的区别

与国外成熟市场相比，中国资本市场还处于初级发展阶段，法律法规、体制等方面还尚待完善。在此环境下，关于中国上市公司股票送转制度的规定也与国外市场存在一定差异。

(1) 送转比例上限的不同

早在 1993 年,中国证监会就发布了《关于上市公司送配股的暂行规定》,指出:因分配股票股利和进行股票转增而增加的股本数额与同一年内配股增加的股本数额之和不得超过上一财务年度截止日期的股本数额。这一规定限制了上市公司在一个会计年度内的股本扩张最高比例为 1:1,即便是上市公司当年没有配股,只要有足够的未分配利润,送转比例最高可达 10 送(转)10。然而,国外成熟资本市场以美国为例,美国相关法律规定上市公司在一个会计年度发放股票股利最高比例是 10 送 2.5,超过 25%时则称为股票分割。一般认为,中国的股票转增与国外的股票分割类似。

(2) 会计处理方式的不同

美国纽约证券交易所规定,上市公司向股东发放股票股利时,其价格一般以市场价格来计算,会计账务处理具体为:股本账户的增加额和资本公积账户的增加额之和等于未分配利润账户的减少额。而在股票分割时,则不必进行账目处理,只需要在备查账簿作如下处理:① 按比例增加股份数量;② 按比例降低每股股票面值。而中国上市公司发放股票股利、进行股票转增时都需要进行会计处理(具体见表 2.1)。

表 2.2 给出了中美关于股票送转的制度方面的一些区别。从该表可以看出,在上市公司股票送转的个人所得税制度方面,美国对于股票股利和股票转增均不征收个人所得税,而中国针对股票股利征收个人所得税,针对股票转增不征收个人所得税。

表 2.2 中美股票送转制度的区别

项目	美国		中国	
	股票股利	股票转增	股票股利	股票转增
是否缴纳所得税	否	否	是	否
是否影响留存收益	是	否	是	否
股本账面余额是否都变化	是	否	是	是
是否影响流通股数量	是	是	是	是

资料来源:王杰.我国上市公司高送转股利政策效应分析.南京财经大学硕士学位论文,2010。

在股票送转是否影响留存收益方面,由于美国和中国的股票股利和股票转增都来源于企业的留存收益或者公积金,因此两者对留存收益的影响是一致的。在股本账面余额是否发生变化方面,美国上市公司在股票转增(股票分割)时不必进行账目处理,因此股票转增对股本账面余额没有影响。

2.3 上市公司的股利分配政策

股利分配政策是指上市公司有关是否分配股利、分配多少股利、以何种形式分配股利以及何时分配股利的方针和政策。股利分配政策有狭义和广义两个层面的概念。狭义的股利分配政策是指探讨分配多少股利的问题，即股利分配比率的确定。而广义的股利分配政策包括股利分配形式、股利分配公告日以及股利分配比例的确定等问题。

合理的股利分配政策不仅能够激发广大投资者对上市公司持续投资的热情，还有助于上市公司树立良好的社会公共形象，这不仅有利于上市公司稳定股权结构，还使上市公司能够获取长期稳定的发展机会与条件，进而实现企业价值最大化的目标。

上市公司在制定股利分配政策时，受到诸多因素的限制，例如宏观经济环境、法律法规的规定、上市公司自身条件以及股东性质等。这些因素将决定上市公司股利政策的类型、股利支付程序、股利分配时间、方式以及支付水平。股利分配形式和股利支付率是上市公司股利分配政策的两大核心内容，股利支付形式包括现金股利、股票股利、股票转增、股票回购、财产股利、负债股利、配股等多种形式。不同的股利支付形式反映了公司不同的经营策略，对投资者和证券市场也会产生不同的影响。

目前在股利分配的实务中，中国上市公司使用的股利分配政策通常包括剩余股利政策、固定股利或稳定增长股利政策、低正常股利和额外股利政策以及固定股利支付率政策。

2.3.1 剩余股利分配政策

在剩余股利政策下，股利分配与上市公司的最佳资本结构有关。由于资本结构是由公司投资所需资金决定的，因此股利分配政策同时也受到企业投资机会的影响。剩余股利政策就是在公司有着良好的投资机会时，根据最佳资本结构，测算出投资所需的权益资金，并先从盈余中将其留用。若还有盈余，则将剩下的盈余予以分配；反之，则不进行股利分配。

剩余股利政策以满足公司的投资需求为出发点，关注企业的扩大再生产。准确的说，剩余股利政策在本质上是企业的一种筹资决策，它是一种投资优先的股利分配政策，是 MM 理论在股利分配实务中的具体应用。剩余股利政策着眼于内部留存收益进行投资的筹资成本低于外部权益融资或举债，进而最大化股东的长远利益。

企业之所以采用剩余股利政策，是因为它具有以下几个优点：首先，能够维

持企业的理想资本结构，降低资本成本；其次，虽然投资者在剩余股利政策下取得的股利可能比较少并且不稳定、不连续，但是由于剩余股利政策往往预示着上市公司有良好的投资机会，发展前景较好，因而其在二级市场上的股票价格往往会大幅上升，也会给投资者带来可观的回报。

然而，由于剩余股利政策使上市公司发放的股利处于经常变动的状态，即当公司的投资项目少时，股利发放额度就多；反之，股利发放额度就少。因此，实行剩余股利政策的上市公司对追求有稳定股利收入的投资者的吸引力较小。

2.3.2 固定股利或稳定增长股利政策

固定股利或稳定增长股利政策是指上市公司将每年派发的股利额度固定在某一特定水平上，并在较长的时期内保持不变。只有当公司认为未来的盈利水平与财务状况会显著地、不可逆转地变化从而足以维持新股利支付水平的时候，才提高每股股利发放额。

固定股利或稳定增长股利政策的优点在于：首先，稳定的股利向投资者传递着企业正常发展的信息，有利于公司树立良好的社会公众形象，若公司在税后利润下降的情况下仍然维持所支付的股利，有利于增强投资者的信心，从而达到稳定股价的作用；其次，稳定的股利有助于投资者安排股利收入和支出，特别是对那些对股利依赖性很高的投资者更是如此。而不稳定、不连续的股票股利则不会收到这些股东的欢迎；再次，稳定的股利有助于上市公司事先进行财务安排和资金调度；最后，虽然稳定的股利政策不符合剩余股利政策，但是考虑到证券市场投资者心理状态、偏好等多种因素的影响，因此为了维持股利在一个稳定的水平上，即使暂时偏离理想资本结构或者延迟某些投资项目，也可能要比降低股利或降低股利增长率更为有利。

然而，固定股利或稳定增长股利政策也存在一定的缺陷，因为它不能很好地与公司的盈余想结合，公司盈余较低的年度仍然需要支付固定的股利，这可能会导致企业资金短缺、财务状况恶化，影响公司的发展，甚至侵蚀公司的资本，扰乱公司的正常经营，因此很难长期采用该政策。

2.3.3 固定股利支付率政策

固定股利支付率政策是指公司事先设定一个每股股利占每股收益的比率(即股利支付率)，并长期按此比率向股东支付股利。在这一股利政策下，股利能够与盈余密切相关，充分体现了不盈不分、少盈少分、多盈多分的原则。固定股利支付率政策将支付股利作为优先考虑的重点，其次才是保留盈余，这点与剩余股利政策恰恰相反。

然而，由于各年的股利支付额度随着上市公司盈余的多少而上下波动，因此

极易给投资者以业绩不稳、风险高企的印象，造成投资者对其信息不足。同时，不稳定的股利收入也容易造成股票在二级市场上价格的异常波动。此外，由于固定股利支付率政策仅考虑公司盈余而不顾公司的财务状况如何，因此容易给公司造成较大的财务压力，缺乏财务弹性。由于确定较优的股利支付率难度大，所以一般的上市公司不采用这种股利政策，只有公司盈余和财务状况较为稳定的公司才会采用该政策。

2.3.4 低正常股利加额外股利政策

低正常股利加额外股利政策是指公司预先确定一个固定的、较低的股利，在盈利较多的年度再根据实际情况向投资者发放额外股利。另外，额外股利一般根据某一会计年度的盈余水平确定，并不是固定不变的。因此，这种股利分配政策使公司在剩余盈利的分配上具有较大的灵活性。

低正常股利加额外股利政策吸收了固定股利或稳定增长股利政策的优点，同时又摒弃了其不足之处，具有较大的灵活性。当公司盈余较少或投资需要较多资金时，可维持事先确定的较低的、固定的股利，确保股东能够获得基本的收益保障；相反，当公司经营业绩变好、盈余增加很多时，就可以向股东分配额外股利，增加股东收入。因此，这种股利政策在投资者中比较受欢迎。

然而，低正常股利加额外股利政策也有其缺点：首先，缺乏稳定性；由于公司盈利的变化，使得向股东分配的额外股利也十分不稳定，这就很难让投资者的信心得到保证；其次，当公司在较长时期内连续发放额外股利后，股东可能会习惯这种额外股利，将其看作正常股利。一旦取消额外股利的发放，容易使股东错误地认为企业经营业绩不好、企业财务状况恶化的印象，从而降低对公司股票的评价，导致股价下跌。

2.4 上市公司股票送转基本特征分析

中国资本市场起步较晚，但发展十分迅速，二十多年来取得了令人瞩目的成就。然而，中国资本市场在法律法规、制度体制以及执行方面还不够完善，加之国家宏观政策调控的影响，使得中国上市公司的股利分配政策呈现出不同于成熟资本市场的特征。

2.4.1 不分配股利现象及其特点

证券市场是上市公司募集资金的场所之一，便于上市公司发行大量股票以筹集充足的资金用于经营和发展，有助于增加公司价值和创造股东收益。投资者投资上市公司后可通过股利收入和资本利得来获得收益。但是中国证券市场建立至

今，上市公司不分配股利的现象一直普遍存在，体现了市场的不成熟，有待进一步完善和发展。

2005年4月29日，中国证监会启动了股权分置改革，截至2006年底，股权分置改革基本完成，揭开了中国证券市场新的篇章。表2.3和表2.4分别罗列了股权分置改革前(即1990~2004年)和股权分置改革后(即2007~2011年)历年不分配股利的上市公司数量。

表 2.3 股权分置改革前历年不分配上市公司统计

年份	上市公司数	不分配股利公司数	不分配公司比例(%)
1990	10	8	80.00%
1991	14	7	50.00%
1992	76	7	9.21%
1993	262	20	7.63%
1994	314	23	7.32%
1995	373	64	17.16%
1996	584	171	29.28%
1997	753	372	49.40%
1998	849	474	55.83%
1999	943	564	59.81%
2000	1095	383	34.98%
2001	1155	452	39.13%
2002	1210	562	46.45%
2003	1280	630	49.22%
2004	1356	605	44.62%

资料来源：根据国泰安数据库相关数据整理而得。

观察表2.3，股权分置改革前上市公司不分配股利现象表现出阶段性特征，大致可以分为四个阶段。

第一阶段为1990~1994年，该期间不分配股利公司所占比重逐年下降，由1990年的80%猛然下降至1994年的7.32%，主要是因为资本市场成立最初，上市公司数量较少，且以新上市公司缺乏经验又注重自身发展，进而忽视股利分配；随后上市公司数量有了一定的发展，且以新上市公司为主，其一方面注重增资扩股，另一方面试图给投资者提供一定回报以增强其信心并为自身建立良好信誉。第二阶段为1995~1999年，该期间不分配股利公司的数量逐年增多，不分配现象普遍存在。而第三阶段为2000~2001年，该期间不分配股利的上市公司比例为34.98%

和 39.13%，为 1997 年至 2004 年间最低。第四阶段为 2002~2004 年，该期间不分配股利的公司比例较第三阶段有所上升，但相比第二阶段则有明显改善。1995 年至 2004 年这三个阶段呈现出逐年上升，而后急剧下降，之后有逐年上升的态势，根本原因在于证监会于 2000 年出台的规范上市公司配股行为的限制条件。该限制条件要求“上市公司申请配股或增发必须满足近三年现金分配条件的规定，把现金股利的支付作为上市公司再融资的必要条件”。

表 2.4 近 5 年不分配股利公司统计

年份	上市公司数	不分配股利公司数	不分配公司比例(%)
2007	1565	660	42.17%
2008	1613	725	44.95%
2009	1714	716	41.77%
2010	1935	715	36.95%
2011	2056	698	33.95%

资料来源：根据国泰安数据库相关数据整理而得。

由表 2.4 可知，股权分置改革完成后，不分配股利公司数量较股改前上升，但不分配公司的比例下降，说明上市公司的股利不分配情况相对有所改善，但不分配现象依然较为普遍，在一定程度上损害了投资者的利益。了解股利分配的作用，帮助上市公司制定合理股利政策，有助于维护投资者的利益。

2.4.2 股利分配形式

(1) 现金股利、股票股利和股票转增是主流分配形式

股利分配形式种类丰富，其中现金股利、股票股利和股票转增是三种主流的分配形式。股票转增实质上不属于股利政策范畴，但是和股票股利一样，能起到扩大股本规模的作用，在股票交易时投资者也往往将股票股利和股票转增统称为股票送转。因此，本文也将股票转增看做是股利分配形式的一种。

1990~2011 年上市公司股利分配政策实施情况如表 2.5 和图 2.1 所示。由于一些上市公司同时实施三种分配方式，或者其中两种分配方式。而只要其实施了现金分配，不管其是否在实施现金分配的同时进行了股票股利的分配或者股票转增，都称其为实施现金分配的公司，以此类推。所以在表 2.5 和图 2.1 中，实施现金分配公司、实施股票股利分配公司和实施送转的总数大于分配股利总公司数。

由表 2.5 和图 2.1 可知，1994 年之前，分配股利的上市公司中，以股票股利为主，且实施股票股利分配的上市公司比例于 1992 年达到最高点，随后逐年下降；而 1994 年至今，以现金分配为主，且实施现金分配的上市公司比例成阶段性变化；股票转增的方式从 1992 年才出现，随后实施转增的上市公司比例也逐年呈阶段性

变化，并于 1999 年后超过实施股票股利分配的上市公司比例。但是，根据相关资料显示，与美国等发达国家上市公司中现金股利分配方式所占的绝对地位相比，中国上市公司中股票股利和股票转增的分配方式所占比例仍比较大，足以体现中国上市公司“重送转、轻派现”的特点，在一定程度上导致了部分上市公司股本数量的迅速膨胀。

因此，帮助上市公司了解送转的市场效应，有利于其审慎地作出股票送转的决策，有助于其健康稳定的发展。

表 2.5 上市公司股利分配政策实施情况

年份	分配股利公司数	现金分配公司	股票股利分配公司	转增公司
1990	2	1	2	0
1991	7	4	6	0
1992	69	34	60	7
1993	242	157	184	23
1994	291	228	157	6
1995	309	208	173	29
1996	413	181	246	160
1997	381	220	172	131
1998	375	250	143	132
1999	379	294	89	95
2000	712	684	101	124
2001	703	678	81	94
2002	648	619	57	106
2003	650	606	86	172
2004	751	729	47	139
2005	939	644	54	388
2006	774	714	89	147
2007	905	794	150	326
2008	888	840	76	190
2009	998	934	114	254
2010	1220	1148	122	387
2011	1358	1317	70	355

资料来源：根据国泰安数据库相关数据整理而得。

针对图 2.2 所示实施股票股利分配的上市公司比例的变化,就相关政策对股利发放的影响进行分析。初期,股票市场日益壮大,上市公司数量增加,股票股利这一股利支付形式受到的关注也相应加大。1994 年之前,实施股票股利分配的上市公司比例较大。并于 1992 年达到近 78.9%,其中,共有 31 家公司纯分配股票股利,约占上市公司总数的 45%;有 4 家公司采取了“股票股利+股票转增”的发放形式,还有 25 家发放了含有现金股利的混合股利,表明该时期发放股票股利这一股利支付形式占有绝对的优势。

而 1994 年之后,实施股票股利分配的上市公司比例从 1994 年的 50%急剧下降至 2002 年的 4.7%,随后又在回升(最低下跌至 2005 年的 3.3%)和跌落(最高上升至 2007 年的 9.6%)的小幅震荡中平稳发展,于 2011 年下跌至 3.4%,接近历史最低点,显现出股票股利之一股利支付形式逐渐淡出股票市场的趋势。这些现象的产生与股利所得税的征收及其它市场政策的制定密切相关。

与上述现象相对应的重要事件主要有:1994 年之后,对股利征收 20%的所得税;而 1998 年之后更是严格规定了上市公司的代缴义务;2000 年证监会明确规定“发行审核委员会审核上市公司发行新股申请,应当关注上市公司最近 3 年以来分红派息的情况,特别是现金分红占可分配利润的比例,以及董事会关于不分配的陈述理由”,表明上市公司需要通过发放现金股利来获取发行新股和配股的资格,因此该规定出台后实施现金股利分配形式的上市公司比例较出台前增加了 10%左右,相应的实施股票股利分配的上市公司比例下降了 10%以上。

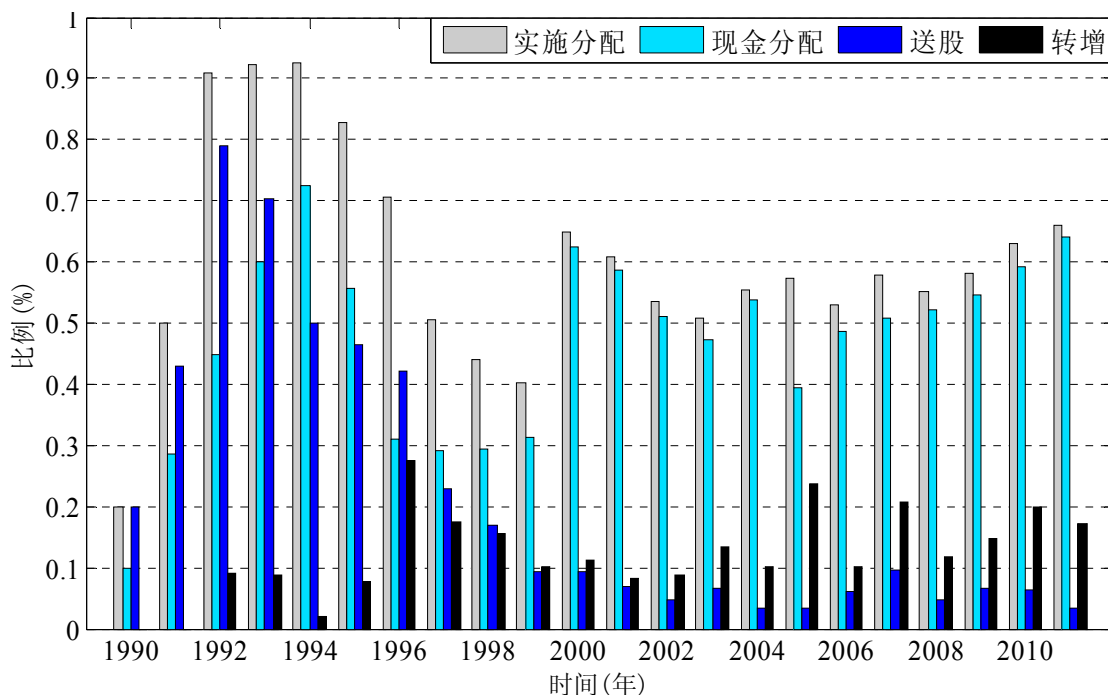


图 2.1 上市公司不同股利分配形式比例

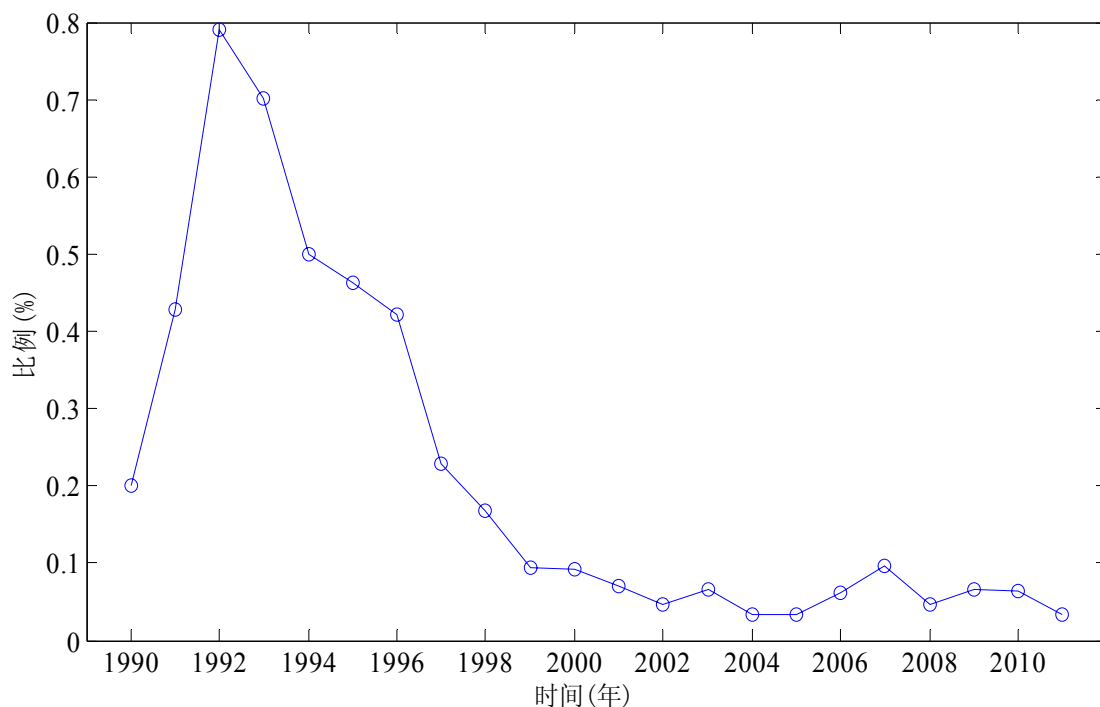


图 2.2 实施股票股利分配的上市公司比例变化

(2) 纯股票股利较少但混合股利较多

由图 2.3 和表 2.6 可知, 1998 年之前, 纯股票股利方式在上市公司股利分配中占主导地位, 于 1992 年到达顶峰, 纯股票股利的上市公司比例高达 40.79%, 之后逐年降低, 2000 年之后, 纯股票股利的上市公司比例不到 1%, 逐渐淡出证券市场。

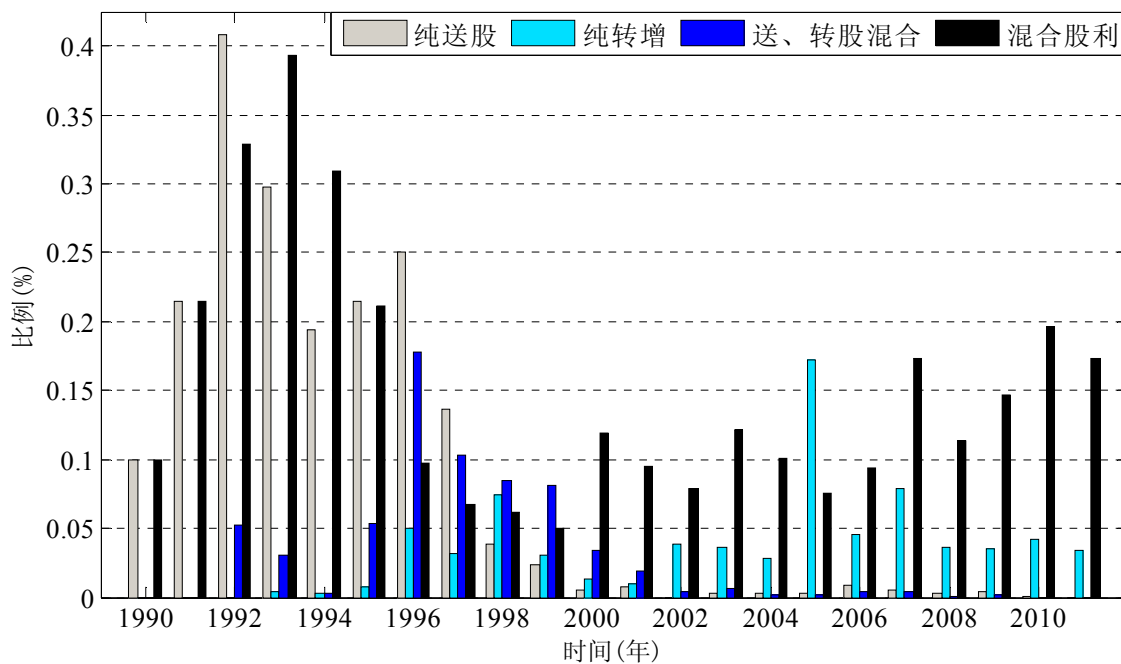


图 2.3 纯股票股利、纯股票转增、送转混合、混合股利上市公司比例

表 2.6 纯股票股利、纯股票转增、送转混合、混合股利上市公司统计

年份	纯股票股利	纯股票转增	送、转股混合	混合股利
1990	1	0	0	1
1991	3	0	0	3
1992	31	0	4	25
1993	78	1	8	103
1994	61	1	1	97
1995	80	3	20	79
1996	146	29	104	57
1997	103	24	78	51
1998	33	63	72	52
1999	22	29	77	47
2000	6	14	37	131
2001	9	11	22	110
2002	0	46	5	96
2003	3	47	8	155
2004	4	39	2	137
2005	5	282	3	123
2006	13	67	6	138
2007	9	123	6	271
2008	4	59	1	183
2009	6	61	3	252
2010	1	82	0	380
2011	0	70	0	357

资料来源：根据国泰安数据库相关数据整理而得。

而纯转增方式从 1993 年开始才出现，随着纯股票股利方式的没落，其得到一定的发展。送、转股混合的方式在 2000 年之前较受欢迎，其中 1996 年采用送、转股混合方式的上市公司比例高达 17.81%，但 2000 年后比例大幅下降至不到 1%。

混合股利包括了现金股利，即包括现金股利和纯送转、现金股利和纯转增、现金股利和送转混合三种形式。混合股利一直较受欢迎，发放混合股利的上市公司比例最高于 1993 年达到 39.31%，最低于 1999 年低至 4.98%，且 2000 年之后虽然在上升和回落的震荡中发展，但是震荡幅度逐渐增大，显现出发展良好的态势。

因此，由上述分析可知，从送转形式看，与现金股利混合发放的居多，纯股

票股利、纯股票转增或送转混合的较少。

2.4.3 股票送转政策缺点

Lintner 认为,上市公司保持稳定的股利政策,有助于均衡股利水平,发挥股利政策信号传递的功能,保持公司良好形象以及稳定公司股价,有利于公司长远并健康的发展。

在发达国家的证券市场上,上市公司为均衡股利水平,一般都采用较为稳定的股利政策,即确定未来较长时间内公司盈利会发生变动时才会改变股利政策。但是,中国上市公司股利政策的连续性和稳定性都较差,主要表现为:股价和股利支付率不稳定,时高时低;股利支付形式频繁变动,时而发放现金股利,时而派发现金股利,时而转增股本,时而发放混合股利,而时而不分配也不送转,毫无规律可言。

根据原红旗统计的数据显示,1993年至2001年连续3年发放股利(包括混合股利、股票股利和现金股利)的公司有385家,占2001年上市公司总数的33.33%。其中,包括24家连续8年发放股利的公司和12家连续9年发放股利的公司。根据华泰联合证券公司统计的数据显示,2000年至2005年连续4年实施股票股利分配(包括股票股利分配和现金分配同时进行的混合股利)的公司仅占2005年上市公司总数的4.5%。2007年至2009年连续3年实施股票股利分配(包括股票股利分配和现金分配同时进行的混合股利)的公司仅占2009年上市公司总数的7.44%。特别的,连续2年或以上纯送转股的公司数非常少,说明股票送转政策的连续性和稳定性极差。

上述现状的存在表明,中国大部分上市公司缺乏股利分配的明确目标和长期规划,在股利政策的制定过程中缺乏足够的远见,过于注重短期利益,股利政策的短期行为较为严重。这一定程度上会导致股利政策市场传递功能不能正常发挥,加剧证券市场的投机行为,不利于市场资源的优化配置,不利于上市公司长远发展,也不利于股东获得其投资收益。

2.4.4 股票送转强度和频率

(1) 股票送转公司的送转比例较高

表2.7的数据统计自实行纯股票股利、纯股票转增和送转混合的公司。观察表2.7可知,1990年至2011年的22年间,各上市公司平均每股送转0.45股,表明上市公司送转股的比例较高,股票送转强度较大;1990年,各上市公司的平均送转比例为0.2,而2011年该平均送转比例就上升至0.7363,表明送转比例在稳步增长;从历年送转比例的最小值、最大值和标准差可知,各上市公司间送转比例差异较大。

表 2.7 历年每股送转比例的描述性统计

年份	均值	标准差	最小值	最大值
1990	0.2000	—	0.2000	0.2000
1991	0.2167	0.0289	0.2000	0.2500
1992	0.2600	0.1958	0.1000	1.0000
1993	0.3636	0.4435	0.1000	3.0000
1994	0.2574	0.1863	0.1000	1.0000
1995	0.3050	0.2608	0.0300	1.0000
1996	0.4791	0.3123	0.0120	1.6000
1997	0.4805	0.2710	0.1000	1.1000
1998	0.4942	0.2485	0.1000	1.1000
1999	0.5282	0.2842	0.1000	1.6000
2000	0.5098	0.2693	0.1000	1.0000
2001	0.3732	0.2618	0.1000	1.0000
2002	0.4147	0.2574	0.1000	1.0000
2003	0.5413	0.2832	0.1500	1.4000
2004	0.5978	0.3230	0.1000	1.0000
2005	0.5366	0.3014	0.0460	2.2096
2006	0.4642	0.3325	0.0262	2.0000
2007	0.5425	0.3024	0.0866	1.0000
2008	0.5276	0.3136	0.1000	1.2000
2009	0.5276	0.3141	0.0700	1.4500
2010	0.5553	0.3452	0.1000	2.0000
2011	0.7363	0.3296	0.1000	1.5000

资料来源：根据国泰安数据库相关数据整理而得。

(2) 缺乏季度和中期股利分配

按季分配股利是上市公司对投资者的公开承诺和高度诚信。美国大部分上市公司都选择按季分配股利而不是年度或者中期分配，以便保持分配目标和分配政策的既定性和透明性，有助于投资者了解公司的股利分配水平从而制定长远投资计划。而中国上市公司则以年度分配为主，中期分配较少，季度分配几乎没有。

表 2.8 统计了各分配期公告送转的公司数量，其中送转公司总数是指实行纯股票股利、纯股票转增和送转混合的公司总计。同一年度各分配期公告要送转的公司数量相加大于送转公司总数是因为同一年度同一家公司可能在不同分配期都公

告要进行送转。

表 2.8 各分配期公告送转的公司数量

年份	送转公司总数	分配期类别		
		年度	中期	其它
1990	1	1	0	0
1991	3	3	0	0
1992	35	35	0	0
1993	87	85	2	0
1994	63	62	2	0
1995	103	102	1	0
1996	279	232	61	0
1997	205	160	51	0
1998	168	125	51	0
1999	128	85	46	0
2000	57	28	29	0
2001	44	25	19	0
2002	51	29	22	0
2003	58	44	15	0
2004	45	22	23	0
2005	290	38	9	257
2006	86	43	28	18
2007	138	100	29	9
2008	64	39	18	8
2009	70	57	8	5
2010	83	63	13	7
2011	70	37	30	2

资料来源：根据国泰安数据库相关数据整理而得。

如表 2.8 所示，1993 年以前没有中期分配，只有年度分配。中期分配出现于 1993 年，随后中期分配的公司有所增长，但是总体来说，仍然少于年度分配公司的数量。表中“其它”是指上市公司的额外分配，通常是一次性的、偶尔的或者有针对性的。2005 年在其它分配期进行送转的公司数量占有绝对比例，实属异常值，因为 2005 年之后该值急剧下降，大大少于年度分配公司的数量。

2.5 本章小结

本章首先界定了股票股利和股票转增的概念，接着对两者进行了比较，明确了它们的相同点和不同点，更好地把握了股票送转的概念，为下文的研究奠定了基础。

对于上市公司股票送转的制度，本章从送转的个人所得税制度和送转的其它相关制度两个方面进行了详细的阐述，进而比较了国内外股票送转制度的差异。接着本章简要讨论了目前中国上市公司的股利分配政策，包括剩余股利政策、固定股利或稳定增长股利政策、固定股利支付率政策以及低正常股利加额外股利政策。

对于上市公司股票送转的基本特征，本章采用来自国泰安数据库中中国上市公司红利分配研究数据库的数据进行统计分析，发现中国上市公司股票送转表现出不分配股利现象普遍、现金股利和送转是主流分配方式、纯送转股较少、股票送转政策连续性和稳定性较差、送转比例较高以及缺乏季度和中期股利分配等特征。

第3章 上市公司股票送转动机与影响因素分析

股利政策作为上市公司财务管理的核心内容之一，与公司的投资决策和融资决策密切相关。股利发放动机和影响因素等一直是学术界和实务界关注的热点。由Miller和Modigliani提出的作为传统股利理论代表之一的股利无关论认为，在有效市场中，上市公司的股利政策不会对其股东财富和公司价值产生影响^[1]。然而，为何现实中一些上市公司仍然选择支付股利呢？这一问题被Black称为“股利之谜”^[2]。后来，金融市场频繁发生的异常现象对作为股利无关论前提假设的市场有效性提出了质疑，公告效应、除权行情等大量客观现象的存在表明，基于严格有效市场假说对上市公司股利政策的研究缺乏理论和现实的支撑。

近年来，国内外学者试图通过放松有效市场假说中的限制条件来研究非完全市场条件下的股利分配问题，出现了信号传递理论、最优价格区间理论等现代股利理论。然而，现实中不仅存在市场摩擦，市场参与者的行为也会对经济活动产生不可忽视的影响。因此，随着行为金融学的兴起，学者们开始将行为科学和心理学引入股利政策的研究，试图从微观个体的行为及其心理、社会动机等角度来对企业的股利分配政策进行探究。其中，由Baker和Wurgler提出的股利迎合理论就是使用行为金融观点阐释股利政策的经典理论之一。该理论认为，上市公司发放股利的决策取决于投资者时变的股利需求，当投资者赋予发放股利的股票较高的市场价值时，上市公司将迎合这种需求而发放股利；反之，当投资者赋予不发放股利的股票较高的市场价值时，上市公司将迎合这种需求而不发放股利^[33]。股利迎合理论探讨了投资者行为对股利决策的影响，为上市公司股利发放动因和影响因素的研究提供了新的视角。

目前，在上市公司送转动机方面，学者们主要从经典公司金融理论出发对送转的动因和影响因素进行探讨，鲜有学者基于投资者行为视角对送转行为进行分析和研究。因此，本章试图从股利迎合理论的角度出发，结合行为金融学知识和经典公司金融理论，对中国上市公司股票送转行为的动机与影响因素进行实证分析和研究，从而进一步加深对公司行为金融理论在中国股票市场中解释能力的探讨，为上市公司股票送转政策的制定和投资者投资决策的调整提供有益的参考。

本章的内容安排为：首先，进行理论分析并提出研究假设；其次，设计实证研究方案，包括样本选取与研究方法和模型的说明；再次，展开实证研究，并对实证结果进行分析，验证上市公司股票送转动机，并针对上市公司提出相应对策建议；最后为本章小结。

3.1 上市公司股票送转动机的理论分析

关于上市公司股票股利与股票拆分的动机，主要有三种理论解释：信号传递理论、最适价格理论和股利迎合理论。从这几个理论可以推断出哪些因素对上市公司股票送转动机产生影响。信号传递理论认为，上市公司与股票投资者之间存在的信息不对称，公司执行股票股利与股票拆分政策主要是为了传递公司的乐观信息与吸引投资者注意。从该理论可以推断，公司业绩、成长性等均是影响上市公司股票送转的因素。最适价格理论认为，上市公司股票股利或股票拆分是为了将股价维持在一个合理区间内。股价过低会增加大投资者的变现成本和交易佣金，而股价过高会限制资金较少投资者的购买，因此存在一个对不同投资者来说的最优价格区间。从该理论可推断，股票价格是影响上市公司股票送转的另一因素。

中国证券市场发展起步较晚，投资者不够成熟，上市公司壳资源稀缺，企业筹资可选择的方式少，且有严格的审批程序，公司股本规模、上市时间、净利润增长速度等都可能成为影响中国上市公司股票送转动机的重要因素。本文主要将从股利迎合理论角度分析股票送转动机，验证股利迎合理论在中国证券市场上的解释力度。

3.1.1 基于股利迎合理论的股票送转动机分析

2004年，Baker和Wurgler首次提出股利迎合理论^[33]，从行为金融学视角对上市公司股利行为进行了解释，认为公司发放股利的决策取决于投资者的股利需求，当投资者愿意花较高的价格购买那些发放股利的股票时，管理者就会迎合这种需求而发放股利；相反，当投资者愿意花较高的价格购买那些不发放股利的股票时，经理们就会迎合投资者的需求而不发放股利。投资者对股利的特殊偏好会驱动公司的股利政策变化，或者说理性的管理者会迎合投资者的股利偏好制定股利政策，而迎合的目的是获得股利溢价。

股利迎合理论有三个基本要素：首先，出于心理原因，某些投资者对发放股利的上市公司股票有盲目的、随时间变化的需求；其次，由于有限套利的存在使得投资者的这种非理性需求能够对股票的当前价格产生影响，从而使股票的价格偏离其实际价值；再次，上市公司管理者足够理性，能够权衡当前错误定价带来的短期收益和长期运营成本之间的利弊，从而制定出迎合投资者需求的股利政策。

基于这三个要素，该理论认为在非有效市场中，投资者的对上市公司股票的投资需求导致发放股利和不发放股利的上市公司的股票市价出现差异，而理性的公司管理者可以洞察到这种时变的折价或者溢价，为了提高公司股票的市场价值，上市公司管理者将制定相应的股利政策去迎合投资者的需求，当出现股利溢价，

即投资者赋予发放股利的股票较高的市场价值时，上市公司将迎合这种需求而发放股利；反之，当出现股利折价，即投资者赋予不发放股利的股票较高的市场价值时，上市公司将迎合这种需求而不发放股利。

3.1.2 研究假设的提出

3.1.2.1 股票送转倾向假设的提出

根据股利迎合理论，投资者对进行送转和不进行送转的上市公司股票的需求不同，将导致这两类股票的市场价值出现差异。为了提升股票的市场价值，上市公司将迎合投资者这种不确定的、随时间变化的股利需求制定送转决策。当投资者赋予进行送转的公司股票较高的市场价值时，上市公司将更倾向于进行送转；而当投资者赋予不进行送转的公司股票较高的市场价值时，上市公司则更倾向于不进行送转。因此，根据以上分析，借鉴Baker和Wurgler的研究^[33]，将股利折/溢价定义为送转公司与不送转公司股票的平均市值账面比(M/B)的差值，并采用上市公司的市值账面比(M/B)对投资者需求进行度量，提出以下相应假设：

假设3.1：上市公司选择进行股票送转是为了迎合投资者的偏好，因此股票送转倾向受到投资者偏好的影响。当出现股利折价时，上市公司进行股票送转的倾向与投资者需求负相关；当出现股利溢价时，上市公司进行股票送转的倾向与投资者需求正相关。

3.1.2.2 股票送转比例假设的提出

近年来，中国证券市场上高送转现象十分突出。结合迎合理论观点，投资者对高送转股票的“追捧”将导致高送转公司与低送转公司股票的价值出现差异，送转股比例越高，投资者越愿意为送转公司股票支付更高的价格，而上市公司为了迎合投资者对高送转股票的投资需求将提高送转股的比例。因此，根据以上分析，借鉴Baker和Wurgler的研究^[33]，采用送转公司的市值账面比(M/B)对投资者需求进行度量，提出以下相应假设：

假设3.2：上市公司确定的送转比例的高低是为了迎合投资者的需求，送转比例受到投资者需求的影响，送转公司的股票送转比例与投资者需求正相关。

3.2 股票送转动机与影响因素的实证研究设计

3.2.1 变量设置与说明

3.2.1.1 因变量

对于假设3.1，采用上市公司进行股票送转的倾向 $DIVS$ 作为因变量，若上市公司当期进行股票送转，取值为1，否则为0。

对于假设3.2, 采用上市公司股票送转比例*PERS*作为因变量, 其值为上市公司送股比和转增比之和。其中, 送股比为每股所送股票数量之比例, 如每10股送1股, 则送转比为0.1; 转增比为每股所转增股票数量之比例, 如每10股转增2股, 则转增比为0.2。

3.2.1.2 自变量

为验证股利迎合理论是否在中国证券市场成立, 即上市公司进行股票送转是否是为了满足投资者的需求, 拟着重考察投资者需求对上市公司送转行为决策(包括股票送转倾向与股票送转比例)的影响。

采用投资者需求*DEMAND*作为自变量, 并借鉴Baker和Wurgler^[33]的研究, 使用上市公司市值账面比(*M/B*), 即“市场价值/账面价值”对其进行度量。

3.2.1.3 控制变量

现有诸多研究表明, 上市公司的盈利能力、送转能力、成长能力、股权结构和公司规模等对其送转行为决策具有重要影响^[46-48]。一般而言, 上市公司的盈利能力越强, 用于送转的资本越多、留存利润以及公积金越多, 其送转能力就越强, 因此越倾向于进行送转; 同样, 每股留存收益与每股公积金越大, 上市公司就越有能力进行送转; 上市公司成长性越强、公司规模越小, 其进行股本扩张的愿望就越强, 而股票送转能够以较低的成本、简单的审批程序使上市公司快速的进行股本扩展, 因此该类上市公司就越倾向于进行股票送转。流通股比例越大, 上市公司对其需求的迎合意愿就越强, 因此上市公司的股票送转倾向以及送转比例受到流通股比例的影响。

表 3.1 股票送转动机实证模型的变量设计表

变量	变量名称	符号	度量方法
因变量	送转倾向	<i>DIVS</i>	进行送转取 1, 否则取 0
	送转比例	<i>PERS</i>	送股比+转增比
自变量	投资者需求	<i>DEMAND</i>	市场价值/账面价值
控制变量	每股收益	<i>EPS</i>	净利润/总股数
	每股公积金	<i>SPS</i>	公积金/总股数
	每股留存收益	<i>RPS</i>	留存收益/总股数
	总资产增长率	<i>GROWTH</i>	(期末总资产-上年期末总资产)/上年期末总资产
	流通股比例	<i>PUB</i>	流通 A 股数/总股数
	公司规模	<i>SIZE</i>	总资产账面价值的自然对数

所以, 选取每股收益、每股公积金、每股留存收益、公司成长性、流通股比

例和公司规模作为控制变量，以综合考虑这些因素对上市公司送转行为的影响。其中，将每股收益作为衡量上市公司盈利能力的替代变量。由于派发股票股利是将留存收益转化为股本发放给股东，股票转增是将资本公积转化为股本划入股东账户，因此采用每股公积金与每股留存收益作为上市公司送转能力的衡量指标。分别将总资产增长率、流通股比例与期末总资产的自然对数作为上市公司成长性、股权结构与公司规模的衡量指标。

具体的变量定义与度量方法如表3.1所示。

3.2.2 计算方法与模型构建

3.2.2.1 股利折/溢价的计算

借鉴Baker和Wurgler对股利折/溢价的定义^[33]，将样本上市公司分为进行送转和不进行送转两组，分别计算每组的市值账面比(M/B)的均值，使用当年进行送转的上市公司组的平均市值账面比(M/B)减去当年不进行送转的上市公司组的平均市值账面比(M/B)，即得到该年的股利折/溢价，其值为正则为股利溢价，反正则为股利折价。

其中，送转公司是指上市公司公布的年度分配方案中规定分配股票股利、进行股票转增或者同时进行股票股利分配与股票转增的公司，不送转公司实在不进行任何形式的股利分配的公司。

3.2.2.2 股票送转倾向影响因素的回归模型

由于股票送转倾向是对上市公司是否进行股票送转的探讨，仅能用非连续型属性变量1或0表示，不符合多元线性回归变量的条件，因此不能使用多元线性回归建模。而Logistic回归采用的是逻辑概率分布函数，适用于定性变量的统计分析，因此本小结拟采用二元Logistic回归对假设3.1进行建模，具体模型如下：

$$\begin{aligned} \text{Logit}P(DIVS) = \alpha + \beta_1 DEMAND + \beta_2 EPS + \beta_3 SPS + \beta_4 RPS \\ + \beta_5 GROWTH + \beta_6 PUB + \beta_7 SIZE + \varepsilon \end{aligned} \quad (3.1)$$

$$\text{Logit}P(DIVS) = \ln(P(DIVS)/(1 - P(DIVS))) \quad (3.2)$$

其中， $P(DIVS)$ 为上市公司进行股票送转的概率，取值范围为0~1， $DEMAND$ 表示投资者需求， EPS 表示上市公司的每股收益， SPS 代表上市公司的每股公积金， RPS 代表上市公司的每股留存收益， $GROWTH$ 代表上市公司的总资产增长率， PUB 代表上市公司的流通股比例， $SIZE$ 代表公司规模。 α 和 $\beta_i(i=1, 2, \dots, 7)$ 为待估系数， ε 为随机误差项。

对于以上回归模型，采用二元Logistic回归分析方法对其参数进行估计。

3.2.2.3 股票送转比例影响因素回归模型

为验证假设3.2是否成立，拟构建回归模型以考察股票送转比例与投资者需求

之间的关系。为保持数据和指标的一致性，除了因变量以外，其余变量与送转倾向影响因素回归模型(3.1)保持一致。由于作为因变量的送转比例是连续变量，因此拟采用多元线性回归对假设3.2进行建模，检验和分析送转比例与投资者需求等因素之间的关系，具体模型如下：

$$PERS = \alpha + \beta_1 DEMAND + \beta_2 EPS + \beta_3 SPS + \beta_4 RPS + \beta_5 GROWTH + \beta_6 PUB + \beta_7 SIZE + \varepsilon \quad (3.3)$$

其中，*PERS*代表上市公司的送转比例，*DEMAND*表示投资者需求，*EPS*表示上市公司的每股收益，*SPS*代表上市公司的每股公积金，*RPS*代表上市公司的每股留存收益，*GROWTH*代表上市公司的总资产增长率，*PUB*代表上市公司的流通股比例，*SIZE*代表公司规模。 α 和 $\beta_i(i=1, 2, \dots, 7)$ 为待估计的系数， ε 为随机误差项。

对于以上回归模型，采用多元线性回归分析方法对其参数进行估计。

根据Baker和Wurgler的研究^[33]，投资者的股利需求是随时间变化的，可能在一段时间内偏好于支付股利的上市公司股票，而在另一段时间内偏好于不支付股利的上市公司股票。投资者的这种时变的需求将导致每年的股利折/溢价情况有所不同，可能在一些年份表现为股利溢价，而在另一些年份表现为股利折价。而根据假设3.1，不同折/溢价情况下，股利支付倾向与投资者需求之间的关系是不同的。基于此种考虑，将借鉴饶育蕾，贺曦和李湘平的研究^[56]，对送转倾向影响因素回归模型逐年进行回归。

另外，考虑到投资者对不同送转比例股票的需求也可能是时变的，同时为了保持研究方法的一致性和研究结论的可比性，对于送转比例影响因素模型也将逐年进行回归。

3.2.3 样本选择与数据处理

2005年4月29日，中国证监会启动了股权分置改革，截至2006年底，股权分置改革基本完成，开始了中国证券市场新的篇章。股权分置改革使得流通股占公司总股本的比例增大，流通股股东的需求对上市公司决策制定的影响可能增强。因此，选取2007年1月1日至2010年12月31日在上海证券交易所与深圳证券交易所两市已完成股权分置改革的纯A股上市公司作为样本进行研究，并按照以下标准进行筛选：

- (1) 剔除金融类和公共事业类样本，因为以往的研究发现该类公司在资本结构和监管机制方面和其他类别的公司差异较大，其股利政策的制定动机较为特殊；
- (2) 剔除ST股和PT股样本，因为这类公司连年亏损，其股利行为可能存在炒作现象；
- (3) 剔除在同一会计年度内同时有送转、派现、配股或其他重大事件的样本，以免对研究结果造成干扰；

(4) 剔除缺失数据的样本和极少数的特殊样本, 如股东权益(净资产)为负值;
 (5) 剔除A+H股和A+B股类的公司样本, 因为B股和H股的上市公司所面临的市场环境的不同, 会使得本类公司送转行为可能与纯A股公司不同。

经过以上筛选, 最终得到260个有效送转样本公司, 以及4616个不送转样本公司, 其中2007年、2008年、2009年、2010年每个年度的送转样本公司数量分别为106、44、45和65个, 相应会计年度内不送转样本公司数量分别为1038、1094、1168和1316个。

本章所使用的股票送转公告数据、上市公司财务数据和股权结构数据等均来自国泰安CSMAR(China Stock Market & Accounting Research Database)系列数据库, 数据处理软件为SPSS 16.0。

3.3 上市公司股票送转动机与影响因素的实证结果分析

3.3.1 上市公司股票送转倾向影响因素分析

3.3.1.1 送转公司与不送转公司股利折/溢价的描述性统计分析

根据上市公司是否进行股票送转, 将样本上市公司分为送转公司样本组和不送转公司样本组两组, 首先对2007年到2010年期间送转公司与不送转公司的样本数量、平均市值账面比(M/B)、送转公司占样本公司总体的比例以及每年的股利折/溢价情况进行了描述性统计, 具体结果如表3.2所示。

表 3.2 送转公司与不送转公司股利折/溢价统计表

	2007	2008	2009	2010
样本公司总数	1144	1138	1213	1381
送转公司数	106	44	45	65
不送转公司数	1038	1094	1168	1316
送转公司所占比例	9.266%	3.866%	3.710%	4.707%
送转公司平均 M/B	2.043	1.145	1.877	2.142
不送转公司平均 M/B	2.247	1.462	2.269	2.449
股利折/溢价	-0.204	-0.317	-0.392	-0.307

从表3.2可以看出, 受次贷危机的影响, 2008年中国证券市场大跌, 送转公司和不送转公司的平均市值账面比(M/B)都大幅下降, 其后两年又有所回升。然而, 无论送转公司样本组与不送转公司样本组的平均市值账面比(M/B)变化趋势如何, 不送转公司的平均市值账面比(M/B)始终高于送转公司的平均市值账面比(M/B), 即

从2007年至2010年期间，中国投资者对股票送转的需求表现为股利折价，其折价程度从2007年至2009年呈上升趋势，在2010年又有小幅下降。

同时，送转公司样本数量所占样本公司样本总量的比例从2007年到2009年逐步下降，在2010年又有所回升，但仍远低于2007年。这个过程可以理解为，越来越多的上市公司意识到投资者更愿意支付较高的价格购买不送转公司的股票，而为了迎合投资者的这种折价的股利需求，越来越多的上市公司选择不进行送转，因此，送转公司所占比例整体呈下降趋势。

为了进一步分析上市公司送转倾向与投资者需求之间的关系，下面对送转倾向的影响因素模型进行回归分析。

3.3.1.2 送转倾向影响因素回归模型变量的描述性统计分析

采用 SPSS16.0，对模型(3.1)涉及到的各个变量进行描述性统计分析，具体结果见表 3.3。

从表 3.3 中可以看出，2007 年至 2010 年期间虚拟变量是否进行送转 DIVS 的最大值为 1 即进行送转，最小值为 0 即不进行送转；其平均值在 2007 年、2008 年、2009 和 2010 年均很低，说明上市公司在 2007 年到 2010 年期间进行股票送转的上市公司占有所有上市公司的比例均较低。

表 3.3 模型(3.1)中变量的描述性统计

年度	变量	最小值	最大值	平均值	标准差
2007	<i>DIVS</i>	0.000	1.000	0.102	0.303
	<i>EPS</i>	-1.890	3.700	0.317	0.399
	<i>DEMAND</i>	0.900	10.240	2.225	1.118
	<i>SPS</i>	0.000	18.100	1.307	1.194
	<i>RPS</i>	-2.420	6.570	0.767	0.757
	<i>GROWTH</i>	-0.560	23.890	0.320	0.939
	<i>PUB</i>	0.000	0.960	0.462	0.174
	<i>SIZE</i>	19.120	25.960	21.573	1.063
2008	<i>DIVS</i>	0.000	1.000	0.038	0.192
	<i>EPS</i>	-2.300	4.030	0.189	0.406
	<i>DEMAND</i>	0.400	182.830	1.449	5.417
	<i>SPS</i>	-0.470	24.470	1.134	1.149
	<i>RPS</i>	-6.200	9.460	0.806	1.050
	<i>GROWTH</i>	-0.990	6.740	0.138	0.364
	<i>PUB</i>	0.000	0.960	0.428	0.196
	<i>SIZE</i>	14.110	26.250	21.552	1.169

续表 3.3

年度	变量	最小值	最大值	平均值	标准差
2009	<i>DIVS</i>	0.000	1.000	0.037	0.189
	<i>EPS</i>	-1.700	4.570	0.331	0.447
	<i>DEMAND</i>	0.870	16.010	2.255	1.339
	<i>SPS</i>	0.000	15.100	1.362	1.234
	<i>RPS</i>	-3.060	4.870	0.719	0.749
	<i>GROWTH</i>	-0.580	23.680	0.286	0.966
	<i>PUB</i>	0.00	1.00	0.384	0.245
	<i>SIZE</i>	18.27	26.47	21.718	1.201
	<i>DIVS</i>	0.00	1.00	0.047	0.212
2010	<i>EPS</i>	-0.97	5.35	0.412	0.478
	<i>DEMAND</i>	0.79	21.90	2.435	1.699
	<i>SPS</i>	-0.51	10.06	1.673	1.629
	<i>RPS</i>	-4.98	8.93	0.963	1.157
	<i>GROWTH</i>	-0.46	54.04	0.365	1.705
	<i>PUB</i>	0.00	1.00	0.639	0.284
	<i>SIZE</i>	18.83	26.71	21.804	1.207

上述现象可能是由以下原因造成的：首先，中国上市公司的股利分配方式包括现金股利、股票送转以及财产股利等多种形式，目前还是以现金股利这种分配方式为主；其次，中国上市公司缺乏保护投资者利益、回报投资者的意识，也没有十分健全的法律法规规范上市公司的利润分配，因此无论是采用现金股利还是送转形式进行股利分配的上市公司本身就不多。

从表3.3中还可以看出，从2007年至2010年期间，投资者需求的替代变量 *DEMAND* 的标准差分别为1.118、5.417、1.339、1.699，这表明不同样本公司的投资者需求存在一定差异。不同投资者对进行股票送转和不进行股票送转的上市公司股票的需求不同，这将导致这两类上市公司股票的市场价值存在一定差异。为提高股票在二级市场上的价格，上市公司将迎合投资者这种不确定的、随时间变化的股利需求进而决定是否进行股票送转以及在多大水平上进行股票送转。

此外，每股收益(*EPS*)在2007年到2010年期间的平均值分别为0.317、0.189、0.447和0.412，说明上市公司的平均盈利能力水平在2007年到2010年期间呈现出降后后增的趋势，这可能与2008年的金融危机有关，金融危机使企业的外部经营环境恶化，进而导致其盈利能力的下降，而随着经济形式的好转，企业的盈利能力也随之增强。受类似因素的影响，上市公司的成长性(*GROWTH*)、每股公积金(*SPS*)

也呈现出与企业盈利能力相近的趋势。

3.3.1.3 送转倾向影响因素模型的回归结果分析

采用二元 Logistic 回归分析方法对基于式(3.1)的送转倾向影响因素模型逐年进行参数估计和显著性检验，结果如表 3.4 所示。

Chi-square 值在 58.342 到 114.893 之间，模型在 99%的置信水平下通过了卡方检验，调整后的 R^2 值在 21.3%到 33.2%之间，各变量的 VIF 值都远小于 10，可以认为，该模型整体上是有效的，且不存在多重共线性。自变量 *DEMAND* 和各控制变量均在至少 90%的置信水平下通过了显著性检验。

表 3.4 送转倾向影响因素模型回归结果

		2007	2008	2009	2010
常数项	系数	9.258***	16.765***	14.405***	22.318***
	(p 值)	(0.000)	(0.000)	(0.000)	(0.000)
<i>DEMAND</i>	系数	-0.301**	-2.525***	-0.937***	-0.679***
	(p 值)	(0.027)	(0.000)	(0.003)	(0.001)
	VIF 值	1.241	1.062	1.427	1.431
<i>EPS</i>	系数	0.791***	1.519**	1.116***	1.202***
	(p 值)	(0.007)	(0.013)	(0.004)	(0.000)
	VIF 值	1.460	1.535	1.319	1.344
<i>SPS</i>	系数	0.135*	0.152*	0.208*	0.153**
	(p 值)	(0.078)	(0.066)	(0.069)	(0.044)
	VIF 值	1.140	1.069	1.210	1.310
<i>RPS</i>	系数	0.288*	0.371*	1.186***	0.236*
	(p 值)	(0.069)	(0.084)	(0.000)	(0.077)
	VIF 值	1.329	1.571	1.136	1.093
<i>GROWTH</i>	系数	0.151*	0.460*	0.273***	0.079**
	(p 值)	(0.080)	(0.096)	(0.001)	(0.030)
	VIF 值	1.079	1.187	1.047	1.027
<i>PUB</i>	系数	-2.060***	-1.801*	-1.342*	-1.289**
	(p 值)	(0.001)	(0.063)	(0.090)	(0.025)
	VIF 值	1.070	1.058	1.055	1.112
<i>SIZE</i>	系数	-0.586***	-0.892***	-0.867***	-1.207***
	(p 值)	(0.000)	(0.000)	(0.000)	(0.000)
	VIF 值	1.261	1.192	1.357	1.365
调整 R^2		21.3%	24.7%	33.2%	23.2%
Chi-square		58.342	81.242	114.893	104.879
Sig.		0.000	0.000	0.000	0.000

注：*为90%置信水平下显著，**为95%置信水平下显著，***为99%置信水平下显著。

由表 3.4 可知, 投资者需求的代理变量 *DEMAND* 的系数在-2.525 到-0.301 之间, 上市公司进行股票送转的倾向与投资者需求显著负相关, 假设 3.1 成立。这表明, 在出现股利折价的情况下, 投资者赋予不进行送转公司的股票更高的市场价值, 愿意花更高的价格购买不进行送转的上市公司股票, 而为了迎合投资者这种折价的股利需求, 提升公司股票价格, 上市公司更倾向于不进行送转。由此可见, 投资者需求对上市公司是否进行送转产生了重要影响, 上市公司的送转倾向表现为对投资者需求的迎合, 从而证实了股利迎合理论的观点。

同时, 实证结果还表明, 每股收益(*EPS*)、每股公积金(*SPS*)、每股留存收益(*RPS*)、公司成长性(*GROWTH*)、流通股比例(*PUB*)以及公司规模(*SIZE*)等控制变量对上市公司送转倾向也有显著影响。

其中, 每股收益、每股公积金、每股留存收益和公司成长性的系数在2007年至2010年期间均为正, 说明它们与送转倾向显著正相关; 流通股比例和公司规模的系数在2007年至2010年期间均为负, 说明它们与送转倾向显著负相关。这些都表明, 上市公司的盈利能力越强、用于转增的资本越多、留存利润越高, 其送转能力就越强, 因此越倾向于进行送转; 上市公司成长性越强、公司规模越小, 其进行股本扩张的愿望就越强, 因此也越倾向于进行送转。

然而, 与之前一些学者研究结论不同的是, 实证结果表明, 上市公司流通股比例越高, 越倾向于不进行送转。这可以理解为, 流通股股东所占比例越大, 上市公司对其需求的迎合意愿就越强, 而在股利折价情况下, 大多数流通股股东倾向于不进行送转。

因此, 上市公司送转倾向与流通股比例显著负相关, 这也进一步对迎合理论的观点提供了支持。

3.3.2 上市公司股票送转比例影响因素分析

3.3.2.1 高送转公司与非高送转公司股利折/溢价的描述性统计分析

借鉴陈珠明和史余森的研究^[91], 将高送转股票定义为每 10 股送转 5 股(含)以上的股票, 从而将送转样本公司分为高送转公司样本组和非高送转公司样本组两组, 对 2007 年至 2010 年期间高送转公司和非高送转公司的样本数量、平均市值账面比(*M/B*)、高送转公司占送转公司总体的比例进行了描述性统计, 具体结果如表 3.5 所示。

从表 3.5 可以看出, 从 2007 年至 2010 年期间, 高送转公司的平均市值账面比(*M/B*)始终高于非高送转公司的平均市值账面比(*M/B*), 即中国投资者对高股票送转的需求表现为股利溢价, 这说明对于进行股票送转的上市公司, 投资者更愿意支付较高的价格购买高送转公司的股票。

从表 3.5 中还可以看出, 投资者对高股票送转的股利溢价程度逐年上升, 虽然

在 2010 年小幅回落，但是仍然处于较高水平。同时，送转公司意识到了投资者对高送转股票的“追捧”，为了迎合投资者的这种需求，越来越多的送转公司偏向于制定较高水平的送转比例。因此，高送转公司所占比例从 2007 年至 2009 年呈上升趋势，虽然 2010 年有小幅回落，但仍处于较高水平。

表 3.5 高送转公司与非高送转公司平均市值账面比统计表

	2007	2008	2009	2010
送转公司总数	106	44	45	65
高送转公司数	62	31	33	45
非高送转公司数	44	13	12	21
高送转公司所占比例	58.491%	70.455%	73.333%	69.231%
高送转公司平均 <i>M/B</i>	2.149	1.250	2.106	2.426
非高送转公司平均 <i>M/B</i>	1.895	0.896	1.248	1.503
股利折/溢价	0.254	0.354	0.858	0.743

为了进一步分析送转比例与投资者需求之间的关系，下面对送转比例影响因素模型进行以下回归分析。

3.3.2.2 送转比例影响因素回归模型变量的描述性统计分析

运用 SPSS16.0，对模型(3.3)中涉及到的各个变量进行描述性统计分析，具体结果见表 3.6。

表 3.6 模型(3.3)中变量的描述性统计

年度	变量	最小值	最大值	平均值	标准差
2007	<i>PERS</i>	0.087	1.000	0.534	0.300
	<i>EPS</i>	0.012	2.220	0.439	0.386
	<i>DEMAND</i>	0.959	6.011	2.043	0.976
	<i>SPS</i>	0.046	9.265	1.789	1.517
	<i>RPS</i>	-0.187	2.846	1.029	0.644
	<i>GROWTH</i>	-0.382	7.527	0.590	1.097
	<i>PUB</i>	0.090	0.887	0.490	0.171
	<i>SIZE</i>	19.658	23.886	21.338	0.886
2008	<i>PERS</i>	0.100	1.200	0.577	0.304
	<i>EPS</i>	0.016	3.750	0.550	0.693
	<i>DEMAND</i>	0.396	2.130	1.145	0.358
	<i>SPS</i>	0.115	10.373	2.118	2.015

续表 3.6

年度	变量	最小值	最大值	平均值	标准差
2009	<i>RPS</i>	-0.405	4.874	1.383	1.018
	<i>GROWTH</i>	-0.203	2.886	0.470	0.666
	<i>PUB</i>	0.151	0.768	0.542	0.159
	<i>SIZE</i>	19.358	24.899	21.015	1.304
	<i>PERS</i>	0.100	1.000	0.590	0.277
	<i>EPS</i>	0.010	1.780	0.678	0.536
	<i>DEMAND</i>	0.946	5.533	1.877	0.897
	<i>SPS</i>	0.000	7.074	2.370	1.805
	<i>RPS</i>	-0.628	4.866	1.507	1.153
	<i>GROWTH</i>	0.022	8.494	1.453	1.624
2010	<i>PUB</i>	0.002	1.000	0.551	0.268
	<i>SIZE</i>	19.010	24.948	21.289	1.247
	<i>PERS</i>	0.100	1.500	0.620	0.319
	<i>EPS</i>	-0.242	4.070	0.778	0.763
	<i>DEMAND</i>	0.856	5.296	2.142	0.914
	<i>SPS</i>	0.179	10.060	3.123	2.022
	<i>RPS</i>	-0.920	8.925	1.479	1.274
	<i>GROWTH</i>	-0.040	3.649	1.168	0.981
	<i>PUB</i>	0.200	1.000	0.607	0.251
	<i>SIZE</i>	19.031	24.716	21.153	0.862

这里需要注意的是, 尽管在模型(3.1)和模型(3.3)中, 除了因变量不同外, 自变量与控制变量都是相同的, 但是由于模型(3.1)使用的研究样本是送转公司与不送转公司组成的总样本, 而模型(3.3)仅仅使用了送转公司样本, 因此, 仍然有必要对模型(3.3)涉及到的各相关变量进行描述性统计分析。从表 3.6 中可以看出:

(1) 从送转比例(*PERS*)来看, 进行股票送转的上市公司中, 从 2007 年至 2010 年期间, 中国上市公司送转比例的平均值分别为 0.534、0.577、0.590、0.620。按照对高送转股票的定义, 说明中国上市公司的送转比例平均都处在一个较高的水平, 并且 2007 年至 2010 年期间, 中国上市公司送转比例呈现逐年上升的趋势, 这也符合现实情况。中国上市公司之所以如此倾向于高股票送转的原因可能是为了满足投资者对低价股票的需求, 投资者对低价股票的偏好程度越高, 上市公司就就需要进行高比例送转去迎合投资者的需求; 并且随着偏好程度的增加, 进行高送转股的上市公司送转比例越高、送转后的股票价格越低。

(2) 从盈利能力(*EPS*)来看,与表 3.3 的结果对比分析可以发现:首先,送转公司的盈利能力要高于总体样本公司的盈利能力,说明送转公司比不送转公司盈利能力要强;其次,从 2007 年至 2010 年期间,送转公司的盈利能力呈现逐年上升的趋势,这与总体样本公司盈利能力的走势也是不同的。

(3) 从投资者需求(*DEMAND*)来看,从 2007 年至 2010 年期间,与总样本公司的投资者相比,送转公司样本的投资者需求略小,说明中国投资者对股票送转的需求表现为股利折价。

(4) 从每股公积金(*SPS*)与每股留存收益(*RPS*)来看,从 2007 年至 2010 年期间,送转公司样本的每股公积金与每股留存收益均呈现上升趋势,这与样本公司盈利能力的逐年增强是密不可分的。

3.3.2.3 送转比例影响因素模型回归结果分析

采用多元线性回归分析方法对基于模型(3.3)的送转比例影响因素模型逐年进行参数估计和显著性检验,结果如表 3.7 所示。

从表 3.7 可以看出, *F* 值在 13.016 至 19.704 之间,模型在 99%的置信水平下通过了 *F* 检验,调整后的 R^2 值在 44.5%至 74.8%之间,各变量的 *VIF* 值都远小于 10,这说明该模型的整体拟合程度较好,且各个变量之间不存在多重共线性。除了 2008 年的 *EPS*, *GROWTH* 以及 2010 年的 *RPS* 以外,自变量 *DEMAND* 和其他控制变量都在至少 90%的置信水平下通过了显著性检验。

由表 3.7 还可知,投资者需求的代理变量 *DEMAND* 的系数在 0.065 至 0.183 之间,送转公司的股票送转比例与投资者需求显著正相关,假设 3.2 成立。这表明,投资者对高送转股票表现为股利溢价,投资者赋予高送转公司股票更高的市场价值,愿意花较高的价格购买高送转公司的股票,上市公司管理者为迎合投资者对高送转股的需求,提高送转比例,以提升公司股票的市场价值。可见,投资者需求不仅对上市公司送转倾向有显著影响,而且对送转比例的高低也有不可忽视的影响,上市公司在制定股票送转比例时是为迎合投资者的需求,该结论在一定程度上对股利迎合理论的适用范围进行了扩展。

同时,从控制变量系数的符号以及显著性来看可知,盈利能力(*EPS*)、每股公积金(*SPS*)、每股留存收益(*RPS*)、公司成长性(*GROWTH*)、流通股比例(*PUB*)以及公司规模(*SIZE*)的系数几乎都在一定置信水平下通过了显著性检验,说明每股公积金、流通股比例以及公司规模等控制变量对上市公司股票送转比例也有显著影响。其中,每股公积金和流通股比例与送转比例显著正相关,公司规模与送转比例显著负相关。类似于对送转倾向影响因素的分析,送转公司用于转增的公积金越多、公司规模越小,其高比例送转的能力就越强,且通过高送转进行股本扩张的动机也越强,因此送转的比例也就越高。

表 3.7 送转比例影响因素模型回归结果

		2007	2008	2009	2010
常数项	系数	1.092*	0.786	1.242***	1.173*
	(p 值)	(0.058)	(0.154)	(0.010)	(0.092)
DEMAND	系数	0.068***	0.183**	0.065**	0.082***
	(p 值)	(0.005)	(0.024)	(0.034)	(0.008)
	VIF 值	1.149	1.271	1.564	1.292
EPS	系数	0.164**	0.010	0.100*	0.153***
	(p 值)	(0.040)	(0.856)	(0.073)	(0.002)
	VIF 值	1.964	2.394	1.919	2.140
SPS	系数	0.038**	0.040*	0.025*	0.031**
	(p 值)	(0.022)	(0.085)	(0.084)	(0.042)
	VIF 值	1.328	3.370	1.478	1.543
RPS	系数	0.084*	0.070*	0.046*	0.011
	(p 值)	(0.072)	(0.055)	(0.069)	(0.665)
	VIF 值	1.843	2.121	1.853	1.893
GROWTH	系数	0.041*	0.093	0.034*	0.061*
	(p 值)	(0.091)	(0.113)	(0.060)	(0.086)
	VIF 值	1.438	2.413	1.874	1.994
PUB	系数	0.390***	0.300*	0.178*	0.244**
	(p 值)	(0.010)	(0.092)	(0.088)	(0.024)
	VIF 值	1.357	1.248	1.700	1.193
SIZE	系数	-0.053**	-0.039*	-0.053**	-0.056*
	(p 值)	(0.044)	(0.095)	(0.014)	(0.079)
	VIF 值	1.126	1.424	1.471	1.247
调整 R ²		44.5%	71.7%	74.8%	63.7%
F 值		13.016	16.588	19.704	17.010
p 值		0.000	0.000	0.000	0.000

注：*为90%置信水平下显著，**为95%置信水平下显著，***为99%置信水平下显著。

与送转倾向影响因素不同的是，该模型中送转公司的流通股比例越高，送转比例就越高。基于之前的分析，流通股股东所占比例越大，上市公司对其需求的迎合意愿就越强，而在进行送转的上市公司中，投资者更倾向于送转比例高的公司。因此，上市公司送转比例与流通股比例显著正相关，这也进一步证实了迎合理论的观点。同时，每股收益、每股留存收益和公司成长性对送转比例的影响在大多数年份的回归中也都显著，其符号方向的解释与送转倾向影响因素模型中类似，说明上市公司的盈利能力越强、成长性越好、送转能力越强，就越有股本扩张的动机与能力，因此它们与公司的送转比例成正比例关系。

3.3.3 对股票送转动机的验证分析

从对上市公司股票送转倾向以及股票送转比例影响因素的研究结论知，上市公司的股票送转倾向以及制定的送转比例均受到投资者需求的影响。在股票送转倾向方面，上市公司的股票送转倾向与投资者需求成反比。在股票送转比例方面，上市公司的股票送转比例与投资者需求成正比。

投资者需求能够显著对上市公司的股票送转倾向产生负向影响，并对股票送转比例产生正向影响恰恰验证了股利迎合理论能够解释上市公司股票送转行为的观点。从本章的分析可知，中国投资者对股票送转表现为股利折价，即投资者愿意花费更高的价格购买那些进行股票送转的股票；而中国投资者对高送转股票表现为股利溢价，即投资者愿意花费更高的价格去购买那些进行高送转的股票。因此为迎合投资者的需求，上市公司的股票送转倾向与投资者需求成反比关系，而其股票送转比例与投资者需求成正比关系。

3.4 本章小结

本章从股利迎合理论出发，以 2007 年 1 月 1 日至 2010 年 12 月 31 日中国上海证券交易所与深圳证券交易所两市已完成股权分置改革的纯 A 股上市公司为研究样本，考察了中国证券市场的股利折/溢价情况，并在控制其它变量的基础上，采用二元 Logistic 回归模型和多元线性回归模型探讨了投资者需求对上市公司送转倾向以及送转比例的影响，进而得出股利迎合理论能否解释中国上市公司的股票送转动机，即上市公司进行股票送转以及所确定的送转比例是否为了迎合投资者的需求。

研究结果表明，中国证券市场投资者对上市公司股票送转的需求表现为股利折价，即投资者赋予不进行送转的上市公司股票更高的市场价值，而为了提升公司股票价格，上市公司为迎合投资者的这种需求而倾向于不进行送转，送转倾向与投资者需求显著负相关。同时，投资者需求对上市公司送转比例的高低也产生了不可忽视的影响。在进行送转的上市公司中，投资者愿意花较高的价格购买高送转公司的股票，上市公司为迎合投资者的这种需求而更多地进行高送转，送转比例与投资者需求显著正相关。另外，每股收益、每股公积金、每股留存收益、公司成长性、流通股比例以及公司规模等因素对上市公司的股票送转倾向和送转比例也有一定影响。其中，每股收益、每股公积金、每股留存收益和公司成长性送转倾向显著正相关，流通股比例和公司规模与送转倾向显著负相关。

本章从投资者行为角度对中国上市公司股票送转行为的动机以及影响因素进行了研究，不仅对投资者需求与上市公司送转倾向之间的关系进行了考察，而且

探讨了投资者需求对上市公司送转比例的影响，在一定程度上扩展了股利迎合理论的适用范围，对上市公司送转策略的制定和投资者投资决策调整具有一定的参考意义。

第 4 章 上市公司股票送转的股价效应研究

由Modigliani和Miller提出的作为传统股利理论代表之一的股利无关论认为,在有效市场中,信息能迅速充分地反映到股票价格中,基于股利信息获得超额收益的机会是不存在的^[1]。然而,现实金融市场中普遍存在的交易摩擦和信息不对称,使得公告效应、除权行情等金融异常现象频繁发生。一些实证研究表明,股利政策对上市公司股票价格和公司价值的影响是客观存在的。

近年来,国内外学者试图从市场微观角度对股利政策导致的股价效应进行解释,出现了信号传递理论、信息转移假说等现代股利理论。其中,信号传递理论认为,在信息不对称情况下,上市公司会利用股利政策向外界传递有关公司未来前景的信息,投资者根据该信息进行买卖决策的调整,从而引起股价的相应变动^[3]。而信息转移假说认为,某个公司发布的信息不仅会影响其自身的股价,而且会对同行业内其它公司的股价产生影响,即信息在行业内将发生转移^[135]。结合以上两个理论,将上市公司送转的行业内股价效应定义为,上市公司股票送转公告通过信号传递和信息转移对同行业内未送转公司的股票价格产生的影响。

目前,学者们对送转的研究主要集中在对其市场反应和发放动因的探讨,尚少有学者就中国上市公司送转行为对同行业内未送转公司股价的影响进行研究。所以,本章试图通过对中国上市公司送转的行业内股价效应的检测和分析,进一步加深对上市公司送转行为信息内涵的认识,为上市公司送转策略的制定和投资者投资决策的调整提供有益的参考。

本章的结构安排为:首先,对股票送转股价效应进行理论分析并提出研究假设;其次,进行实证研究设计,包括样本选取与研究方法和模型的说明;然后,展开实证研究,对实证结果进行分析,并针对上市公司提出相应对策建议,最后是本章小结。

4.1 上市公司股票送转股价效应的理论分析

4.1.1 有效市场假说与 MM 股利无关论

Fama 于 1970 年提出了有效市场假说(Efficient Markets Hypothesis, EMH),认为有效市场中的投资者具有充足的理性,能对所有市场信息迅速作出合理反映,积极参与竞争并追求利益最大化^[136]。因此在有效市场中,股价能充分及时地反映全部有价值的信息,市场价格代表了股票的真实价值,并能够根据新信息作出相

应调整。根据市场对信息反应的强弱，Fama 进一步将有效市场区分为强式有效市场、半强式有效市场和弱式有效市场。其中，强式有效市场中，证券价格总能迅速充分地反映所有公开信息和内幕信息，因此每位投资者所知晓的信息是一样的，对证券价值的判断也是一致的；半强式有效市场中，证券价格完全反应所有公开消息，包括历史的证券价格序列信息以及关于公司财务信息、公司价值、宏观经济形势等的信息，因此投资者仅根据公开资料进行分析无法获得超额利润；弱式有效市场中，证券价格充分反映了一系列历史信息，包括证券交易价格和交易量等，因此投资者利用当前及历史价格对未来做出预测将无法获得超额收益。

Miller 和 Modigliani 提出了股利无关论(Dividend Irrelevance Theory)，也称作 MM 理论，认为股利政策不会影响公司价值^[1]。该理论建立在“完全资本市场”假设的基础上。“完全资本市场”隐含了无摩擦和有效市场的条件，包括无交易费用、无税收、无代理成本、无股票发行费用、无管理层与股东间的利益冲突、每个投资者拥有相同信息、股票价格能反映所有有价值的信息等苛刻的要求。

综上所述，在有效市场环境下或 MM 股利无关论假设下，股票送转并不会对公司真实价值产生实质性影响。但是，许多学者对有效市场假说提出了质疑。相关研究表明，中国资本市场当前仍然处于弱势有效阶段，尚未达到半强式有效，即股票价格对各种信息的反映仍较滞后。而 MM 股利无关论的基础假设“完全资本市场”要求过于苛刻，没有考虑到交易摩擦和信息不对称等情况，明显与现实情况不符。因此，可以认为股票送转会影响公司价值。

4.1.2 送转公司股价效应及相应假设的提出

从放宽 MM 股利无关论中关于“投资者和公司管理者拥有相同信息”的假设出发，Lintner 于 1956 年首次将信号传递理论引入股利政策市场反应的研究^[3]，随后得到了大量实证研究的支持。该理论认为，在非完全有效市场中，当公司管理者与投资者之间存在信息不对称情况时，即公司的管理者比投资者拥有更多关于公司经营状况和未来前景的信息时，上市公司会利用股利政策向外界传递有关公司未来前景的信息，帮助投资者根据该信息进行买卖决策的调整，从而投资者行为，进而影响股票价格。

一般而言，当管理层对上市公司未来前景看好时，会通过发放或提高股利来向投资者传递利好的消息。相反，如果管理层不看好公司未来的发展前景，预期公司未来盈利将持续性不理想时，往往会降低股利甚至不会发放股利来向投资者传递利淡的信号。于是，根据股利政策传递的信息，投资者将修正其预期和需求，改变其行为，从而引起股票价格的变化。

由于市场和投资者普遍认为，送转扩大了上市公司的股本规模，节约了现金流出，降低了筹资成本，传递了公司未来盈余或成长潜力的乐观信号，因此往往

做出正面的投资决策回应，使得上市公司的股票在送转期间出现正的超额收益。

根据以上分析，本章提出以下相应假设：

假设4.1：送转公司的股票在公告日前后存在正的超额收益。

4.1.3 行业内股价效应及相应假设的提出

在信号传递假说的基础上，Foster于1981年提出了信息转移假说^[135]，认为公司公告的发布不仅传递了公司自身的信息，还传递了同行业内其它公司的相关信息，因此某个公司信息的发布不仅会影响其自身的股价，而且会对同行业内其它公司的股价产生影响。

基于信息转移假说，Lang和Stulz认为公司公告的发布对股价的影响存在着行业内传染效应和行业内竞争效应两种表现形式^[78]。一方面，处于同一行业的上市公司通常具有相似的特征，而在信息非对称情况下，当投资者无法获取某个公司的具体信息时，可能会根据同行业内其它公司发布的信息对该公司及整个行业的发展趋势进行推断，使得未发布公告公司与发布公告公司股价的变化方向一致，导致行业内传染效应的出现。

另一方面，由于社会财富和市场需求的相对固定，同行业上市公司间通常存在竞争关系，公司公告的发布使得投资者对该公司的价值和竞争力水平进行重新估定，打破了行业内的原有竞争平衡，使得市场财富与需求份额在行业内各公司间发生转移，从而导致未发布公告公司与发布公告公司股价的变化方向相反，即出现了行业内竞争效应。

值得注意的是，行业内传染效应和行业内竞争效应可能同时存在，股价的变动通常是二者共同作用的结果。

一般而言，股票送转传递了上市公司未来盈余或成长潜力的乐观信号，投资者在获知送转信息后往往做出正面的投资决策调整，使得送转公司的股票在公告日前后出现正的超额收益。同时，若公司送转信息在行业内发生了转移，则会对同行业内未送转公司的股价产生影响，当传染效应占主导地位时，行业内未送转公司的股价在公告日前后将产生正的超额收益，而当竞争效应占主导地位时，行业内未送转公司的股价在公告日前后将产生负的超额收益。

根据以上分析，本章提出以下相应假设：

假设4.2：同行业内未送转公司的股票在公告日前后存在(为正或为负)的超额收益。

4.1.4 行业内股价效应的影响因素及相应假设的提出

(1) 送转公司的股价效应

Balachandran, Faff和Nguyena研究发现，股利宣告公司在股利公告日前后的股

价效应越明显，则意味着股利政策的信号传递效果越好，对未宣告股利公司的股价影响也越大，行业内股价效应越明显^[88]。因此，本章选用送转公司在预案公告日前后5天的累计超额收益率作为股价效应的代理变量，其值越大表示送转公司的股价效应越明显。

(2) 送转公司的规模

Firth认为，公司的规模越大，越具行业代表性和影响力，其股利政策传递的信息含量越高，对行业内其他公司股价的影响也越明显^[84]。根据Balachandran, Faff和Nguyena的研究，本章使用送转公告前一个季度送转公司市值的自然对数作为公司规模度量，其值越大表示送转公司的规模越大^[88]。

(3) 送转公司与未送转公司的相似性程度

Lang和Stulz研究发现，相似性程度越高的公司受共同因素影响的可能性越大，上市公司之间的信息转移效果越明显^[78]。因此，如果同一行业内未送转公司与送转公司之间的相似性程度越高，送转公告对未送转公司的股价影响越大，表明行业内股价效应越明显。根据Firth的研究^[84]，本章使用送转公告前一年送转公司与未送转公司的收益相关系数对他们的相似性程度进行度量，其值越大表示上市公司相似性程度越高。

(4) 未送转公司的信息非对称程度

Ikenberry, Rankine和Stice的研究表明，上市公司与投资者间的信息非对称程度越高，股利政策的传递的信息越多，股利公告日前后的股价效应也越明显^[67]。由此可知，如果送转传递的信息包含同行业内其它公司的信息，那么在未送转公司中，信息非对称程度越高的公司在送转公告日前后的股价效应就会越明显。根据Krishnaswami和Subramaniam的研究^[137]，使用送转公告前一年未送转公司收益的标准差来度量其信息的非对称程度，其值越大表示未送转公司的信息非对称程度越高。

(5) 未送转公司的错误定价程度

Lakonishok, Shleifer和Vishny研究发现，账面市值比越高的公司，盈余增长速度越快，因为拥有高账面市值比的上市公司的价值被低估了^[138]。如果送转传递了行业内信息，使得投资者对行业内所有公司的价值进行了重新评定，那么在未送转公司中，账面市值比越高的公司在送转公告日前后的股价效应越明显。根据Tawatnuntachai和Mello的研究^[86]，本章选取公告前一个季度未送转公司的账面市值比作为错误定价程度的代理变量，其值越大表示未送转公司的错误定价程度越高。

根据以上分析，本章提出以下相应假设：

假设4.3： 同行业内未送转公司股票在公告日前后存在的超额收益与送转公司的股价效应、送转公司的规模、送转公司与未送转公司的相似性程度、未送转公司的信息非对称程度以及未送转公司的错误定价程度显著相关。

4.2 股票送转股价效应的实证研究设计

4.2.1 研究方法与研究模型

4.2.1.1 送转公司股价效应及行业内股价效应的检测方法

本章采用事件研究法对送转公司的股价效应以及送转的行业内股价效应进行检测。为防止信息公告的预先反映，以送转的预案公告日作为事件日；为防止股票送转的股价效应受到过多干扰，导致实证结果不准确，采用日数据进行实证，并取预案公告日的前后5天作为事件窗口，观察样本在事件窗口期内的累计超额收益率的变化情况，以检测送转公告事件是否对送转公司和同行业内未送转公司的股价产生了显著影响。定义 $t=0$ 为事件日， $t=-5$ 到 $t=5$ 为事件窗口，表示送转预案公告日前后5天，使用市场模型对窗口期内的累计超额收益率进行计算。

首先，选取事件日前240天的个股日收益率数据和市场日收益率数据，采用最小二乘法(OLS)对市场模型进行参数估计，市场模型如下所示：

$$R_{i,t} = \alpha_i + \beta_i R_{m,t} + \varepsilon_i \quad (4.1)$$

其中， $R_{i,t}$ 为股票 i 在第 t 日的实际收益率， $R_{m,t}$ 为第 t 日的流通市值加权平均市场日收益率， α_i 和 β_i 为待估参数， ε_i 为随机误差项。

接着，在估计出市场模型的参数 α_i 和 β_i 后，可使用以下公式计算超额收益率：

$$AR_{i,t} = R_{i,t} - \hat{\alpha}_i - \hat{\beta}_i R_{m,t} \quad (4.2)$$

其中， $AR_{i,t}$ 为股票 i 在第 t 日的超额收益率， $R_{i,t}$ 为股票 i 在第 t 日的实际收益率， $R_{m,t}$ 为第 t 日的流通市值加权平均市场日收益率， $\hat{\alpha}_i$ 以及 $\hat{\beta}_i$ 则为通过公式(4.1)估计得到的参数值。

最后，利用上述公式(4.2)计算得到的 $AR_{i,t}$ 对累计超额收益率进行计算，公式表述如下：

$$CAR_i(t_1, t_2) = \sum_{t=t_1}^{t_2} AR_{i,t} \quad (4.3)$$

其中， $CAR_i(t_1, t_2)$ 为股票 i 从第 t_1 日至第 t_2 日的累计超额收益率，其它符号意义同上。

本章采用单样本T检验分别对送转样本和配对样本组合在 $t=-5$ 到 $t=5$ 窗口期内的累计超额收益率序列进行检验， $H_0: CAR_i(t_1, t_2)=0$ ， $H_1: CAR_i(t_1, t_2) \neq 0$ 。对于送转样本，若拒绝了 H_0 ，且累计超额收益率均值为正，则表明送转公司的股票在公告日前后存在显著为正的超额收益，假设4.1成立；对于配对样本组合，若拒绝了 H_0 ，则表明同行业内未送转公司的股票在公告日前后存在显著的超额收益，送转的行业内股价效应显著存在，假设4.2成立。

4.2.1.2 行业内股价效应的影响因素回归模型

根据上述理论分析,本章构建如下多元回归模型对行业内股价效应的影响因素进行检验和分析:

$$CAR = \alpha + \beta_1 CAR_S + \beta_2 SIZE + \beta_3 CORR + \beta_4 RVAR + \beta_5 BM + \varepsilon \quad (4.4)$$

其中, CAR 为未送转公司股票在预案公告日前后 5 天的累计超额收益率, 可作为行业内股价效应的代理变量; CAR_S 为送转公司股票在预案公告日前后 5 天的累计超额收益率, 代表送转公司的股价效应; $SIZE$ 代表送转公司的规模; $CORR$ 代表送转公司与同行业内未送转公司之间的相似性程度; $RVAR$ 反映未送转公司的信息非对称程度; BM 代表未送转公司错误定价程度。回归变量的具体定义见表 4.1。 α 和 $\beta_i (i=1, 2, \dots, 5)$ 为待估系数, ε_t 为随机误差项。

对于以上回归模型, 采用多元回归分析方法对其参数进行估计。

表 4.1 模型(4.4)中变量的定义表

变量符号	变量描述
CAR	行业内股价效应的代理变量, 是未送转公司股票在预案公告日前后 5 天的累计超额收益率, 即市场模型计算得到的配对样本组合的 $CAR(-5, 5)$ 。
CAR_S	表示送转公司的股价效应, 为送转公司股票在预案公告日前后 5 天的累计超额收益率, 即通过市场模型计算得到的送转样本的 $CAR(-5, 5)$ 。
$SIZE$	表示送转公司的规模, 为预案公告日前一个季度送转公司市值的自然对数。
$CORR$	表示送转公司与同行业内未送转公司间的相似性程度, 为送转样本与配对样本组合在预案公告日前 365 天至前 30 天日收益率序列的相关系数。
$RVAR$	反映未送转公司的信息非对称程度, 为未送转公司股票在预案公告日前 365 天至前 30 天的日收益率序列的标准差。
BM	表示未送转公司错误定价程度, 为预案公告日前一个季度未送转公司的账面市值比。

4.2.2 样本选取与数据来源

2006年底, 股权分置改革基本完成。股权分置改革有利于建立统一的定价机制, 完善上市公司的治理结构, 改善证券市场的投资环境, 对中国证券市场的健康发展产生了深远的影响。考虑到股权分置改革对上市公司股价的调整和重新估值, 本章选取2007年1月1日至2010年12月31日在沪深两市发布送转公告的已完成股权分置改革的纯A股上市公司作为送转样本, 并选取与送转样本对应的同行业同一时间段内未发布送转公告的已完成股权分置改革的纯A股上市公司作为配对样本进行研究。

对于送转样本, 按照以下标准进行筛选: (1) 剔除金融类和公共事业类样本公

司，因为以往的研究发现该类公司在资本结构和监管机制等方面与其他类别的公司差异较大，其股利公告的信息含量较少；(2) 剔除在样本期间遭受特别处理(ST)和特别转让(PT)的样本，因为该类股票交易规则和其他股票不同，且炒作现象严重，容易出现异常值；(3) 剔除在送转预案公告日前后30个交易日内有派现、配股或其他重大事件的样本，以免对研究结果造成干扰；(4) 剔除同一会计年度多次发布送转公告的样本，因为频繁送转的公司在送转的动机和信息含量方面可能与其他公司存在显著差异；(5) 剔除缺失数据和缺乏配对的样本。经过以上筛选，最终得到127个有效送转样本，其中纯股票股利样本13个，纯股票转增样本106个，同时公布股票股利和股票转增的样本8个。

对于配对样本，本章的选取依据如下：(1) 与对应的送转样本具有相同的行业大类代码，行业分类标准参照证监会2001年4月3日发布的《上市公司行业分类指引》；(2) 在对应的送转样本公告日所处的会计年度内未发布任何形式的股利公告，且未发生其它重大事件，以免对研究结果造成干扰；(3) 剔除在样本期间遭受特别处理(ST)和特别转让(PT)的样本；(4) 剔除缺失数据的样本。依据以上标准，最终得到1642个配对样本，分布11个行业门类和38个行业大类。其中，每一个送转样本最少对应1个配对样本，最多对应70个配对样本，平均对应14.5个配对样本。由于每一个送转样本的公告事件期对其所有配对样本而言是相同的，有可能导致收益的集群效应，从而使得统计结果产生偏差。因此，参考Tawatnuntachai和Mello的研究^[86]，本章将每一个送转样本对应的所有对照样本进行等权组合，构造出相应的127个配对样本组合。

本章所使用的送转公告数据、个股收益数据、市场收益数据和上市公司财务数据等均来自锐思(RESET)金融研究数据库，数据处理软件为SPSS 17.0。

4.3 股票送转股价效应的实证结果分析

4.3.1 送转公司股价效应存在性的检验结果分析

为检验送转公司的股价效应，本章考察了送转样本的超额收益率 AR 和累积超额收益率 CAR_t 。首先，使用市场模型对送转样本在预案公告日前后5天窗口期内的超额收益率 AR 和累计超额收益 CAR_t 进行计算，结果如表4.2所示。其中， CAR_t 表示 t 天的累积超额收益率。

由表4.2可知，样本期间内，送转样本公司的股票超额收益率 AR 值围绕0值上下波动，仅在股票送转预案公告日后2个交易日、3个交易日及5个交易日分别出现负的 AR 值，明显少于 AR 值大于0值的次数。此外，累积超额收益率 $CAR(2, 3)$ 、 $CAR(4, 5)$ 、 $CAR(2, 4)$ 、 $CAR(3, 5)$ 、 $CAR(2, 5)$ 为负，其他绝大多数情况都为正。

说明送转公司股票送转后股价有所上升。

随后, 选取累积超额收益率 $CAR(-5, -4)$ 、 $CAR(-5, -3)$ 、 $CAR(-5, -2)$ 、 $CAR(-5, -1)$ 、 $CAR(-5, 0)$ 、 $CAR(-5, +1)$ 、 $CAR(-5, +2)$ 、 $CAR(-5, +3)$ 、 $CAR(-5, +4)$ 、 $CAR(-5, +5)$ 进行 T 检验, 进一步对送转公司正的股价效应进行分析与验证。

表 4.2 送转样本的超额收益率 AR 和累积超额收益率 CAR_t 数值表

t	AR	CAR_1	CAR_2	CAR_3	CAR_4	CAR_5	CAR_6	CAR_7	CAR_8	CAR_9	CAR_{10}
-5	0.008										
-4	0.005	0.013									
-3	0.001	0.007	0.014								
-2	0.010	0.012	0.017	0.025							
-1	0.011	0.022	0.023	0.028	0.036						
0	0.003	0.014	0.024	0.026	0.031	0.039					
1	0.005	0.008	0.019	0.030	0.031	0.036	0.044				
2	-0.002	0.004	0.006	0.018	0.028	0.030	0.035	0.042			
3	-0.002	-0.004	0.002	0.005	0.016	0.026	0.028	0.033	0.041		
4	0.002	0.001	-0.001	0.004	0.007	0.018	0.029	0.030	0.035	0.043	
5	-0.003	-0.001	-0.003	-0.004	0.001	0.004	0.015	0.026	0.027	0.032	0.039

表 4.3 送转样本累计超额收益率检验结果

时间段	送转样本CAR		
	均值	t值	p值
$(-5, -4)$	0.013***	2.898	0.004
$(-5, -3)$	0.014***	2.934	0.004
$(-5, -2)$	0.025***	4.360	0.000
$(-5, -1)$	0.036***	5.384	0.000
$(-5, 0)$	0.039***	4.830	0.000
$(-5, +1)$	0.044***	4.392	0.000
$(-5, +2)$	0.042***	4.011	0.000
$(-5, +3)$	0.041***	3.688	0.000
$(-5, +4)$	0.043***	3.650	0.000
$(-5, +5)$	0.039***	3.368	0.000

注: *、**、***分别表示显著性水平10%、5%、1%。

由表 4.3 的累计超额收益率 T 检验结果所示, 对于送转公司, 送转公告引起其股票出现正的累计超额收益, 且这种效应在预案公告日前后 5 天内一直显著存在,

11 天累计超额收益率均值达到 3.97%。

综上所述，送转公告传递了上市公司前景的乐观信号，对送转公司的股价产生了正面的显著影响，假设 4.1 成立。

4.3.2 行业内股价效应存在性的检验结果分析

为了清楚的分析 and 检验股票送转的行业内股价效应，本章考察了配对样本的超额收益率 AR 和累积超额收益率 CAR_t 。首先，使用市场模型对配对样本在预案公告日前后 5 天窗口期内的超额收益率 AR 和累积超额收益 CAR_t 进行计算，结果如表 4.4 所示。其中， CAR_t 表示 t 天的累积超额收益率。

表 4.4 配对样本的超额收益率 AR 和累积超额收益率 CAR_t 数值表

t	AR	CAR_1	CAR_2	CAR_3	CAR_4	CAR_5	CAR_6	CAR_7	CAR_8	CAR_9	CAR_{10}
-5	0.0003										
-4	0.002	0.003									
-3	-0.002	0.0001	0.001								
-2	0.0002	-0.002	0.0003	0.001							
-1	0.001	0.001	-0.001	0.001	0.001						
0	0.003	0.004	0.004	0.002	0.005	0.005					
1	0.001	0.004	0.005	0.005	0.003	0.005	0.006				
2	0.002	0.003	0.006	0.007	0.007	0.005	0.007	0.008			
3	0.002	0.005	0.005	0.009	0.009	0.010	0.007	0.010	0.010		
4	0.001	0.004	0.006	0.007	0.010	0.011	0.011	0.009	0.011	0.012	
5	0.002	0.003	0.006	0.008	0.008	0.012	0.012	0.013	0.011	0.013	0.013

由表 4.4 可知，样本期间内，配对样本公司的股票超额收益率 AR 值基本处于 0 值上方，仅在股票送转预案公告日前 3 个交易日出现负的 AR 值，明显少于 AR 值大于 0 值的次数。此外，累积超额收益率 $CAR(-3, -2)$ 、 $CAR(-3, -1)$ 为负，其他绝大多数情况都为正。说明送转公司进行股票送转后，同行业未送转公司的股价也有所上升。

随后，同样选取累积超额收益率 $CAR(-5, -4)$ 、 $CAR(-5, -3)$ 、 $CAR(-5, -2)$ 、 $CAR(-5, -1)$ 、 $CAR(-5, 0)$ 、 $CAR(-5, +1)$ 、 $CAR(-5, +2)$ 、 $CAR(-5, +3)$ 、 $CAR(-5, +4)$ 、 $CAR(-5, +5)$ 进行 T 检验，进一步对行业内正的股价效应进行分析与验证。累计超额收益率 T 检验结果如表 4.4 所示。对于同行业内未送转公司，其累计超额收益在预案公告日前一直不显著，直到预案公告日后 2 天开始才出现显著为正的超额收益，11 天累计超额收益率均值为 1.32%。

表 4.5 配对样本累积超额收益率检验结果

时间段	配对样本组合CAR		
	均值	t值	p 值
(-5, -4)	0.003	1.182	0.240
(-5, -3)	0.001	0.189	0.850
(-5, -2)	0.001	0.223	0.824
(-5, -1)	0.001	0.471	0.639
(-5, 0)	0.005	1.333	0.185
(-5, +1)	0.006	1.328	0.187
(-5, +2)	0.008*	1.696	0.092
(-5, +3)	0.010**	2.126	0.035
(-5, +4)	0.012**	2.346	0.021
(-5, +5)	0.013**	2.597	0.011

注：*、**、***分别表示显著性水平10%、5%、1%。

最后，为了便于形象分析股票送转的行业内股价效应，作图 4.1、图 4.2 和图 4.3，较为直观地比较股票送转对送转公司股票价格和同行业内未送转公司股票价格的影响。其中，图 4.1 是样本期间内送转样本和配对样本超额收益率 AR 的分布图，图 4.2 和图 4.3 是样本期间内送转样本和配对样本累积超额收益率 CAR_t 的分布图。

图 4.1、图 4.2 和图 4.3 中横轴表示时间窗口，纵轴表示超额收益率 AR 或者累积超额收益率 CAR_t 。由图 4.1 可知，样本期间内，送转样本公司和配对样本公司的股票超额收益率 AR 值围绕 0 值上下波动， AR 值均小于 0 值的次数明显少于大于 0 值的次数，表明样本期内 AR 的平均值应该也大于 0。图 4.2 中 CAR_t 值基本都在 0 值上方，图 4.3 中 $CAR(-5, t)$ 值均在 0 值上方，说明同行业内未送转公司和送转公司一样，在股票送转后产生了正向的股价效应。

综上所述，送转公告传递的利好信息在行业里发生了转移，投资者根据该信息对整个行业的发展趋势进行推断，使得同行业内未送转公司的股票也出现了显著的正面反应，行业内传染效应占主导地位，假设 4.2 成立。

此外，比较表 4.3 和表 4.5 的结果，并结合图 4.1、图 4.2 和图 4.3 可知，送转公告对送转公司股价的影响大于对同行业内未送转公司股价的影响，且对未送转公司股价的影响具有滞后性。值得注意的是，送转公司的股票在预案公告日之前就出现了显著为正的累积超额收益，这说明部分投资者在公告日之前就已得知送转信息，提前做出了买卖决策的调整，从侧面反映出中国证券市场上内幕交易的可能存在。而行业内的信息转移具有一定的时滞性，投资者在送转信息得到确认

后才对行业内其它公司的预期进行了调整，使得同行业内未送转公司的股价在公告日后才出现显著的超额收益。总而言之，上市公司的送转公告传递了乐观的信号，且利好信息在行业内发生了转移，导致正面的行业内股价效应的产生。

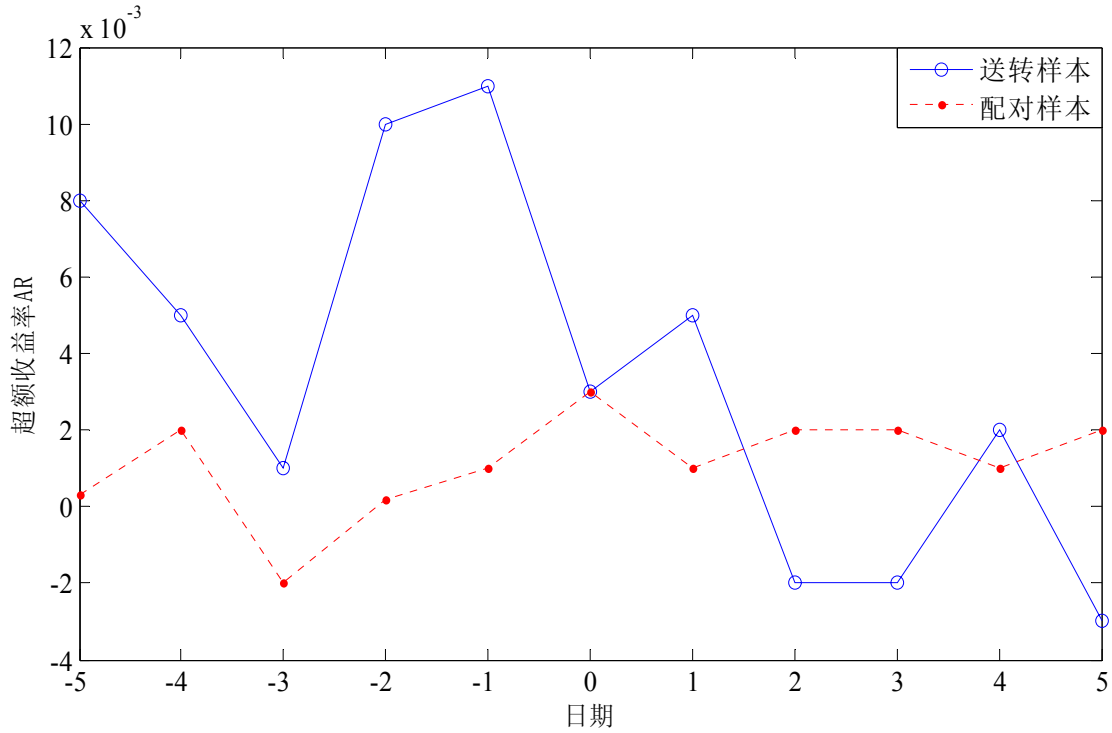


图 4.1 样本期间内送转样本和配对样本的超额收益率 AR

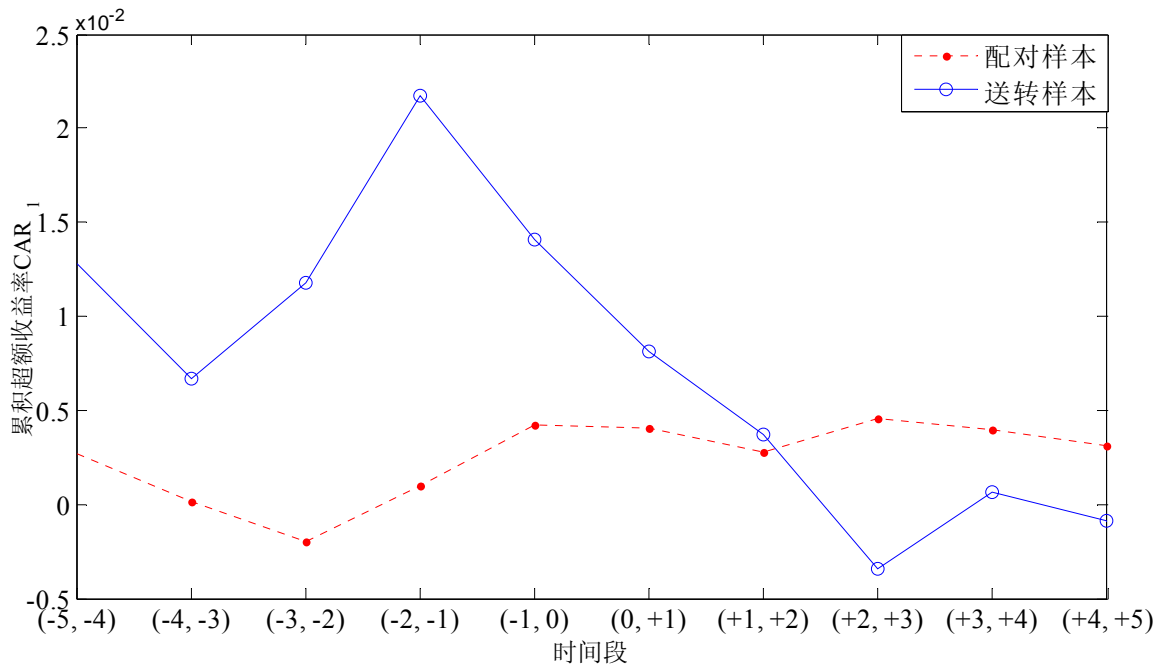


图 4.2 样本期间内送转样本和配对样本的累积超额收益率 CAR₁

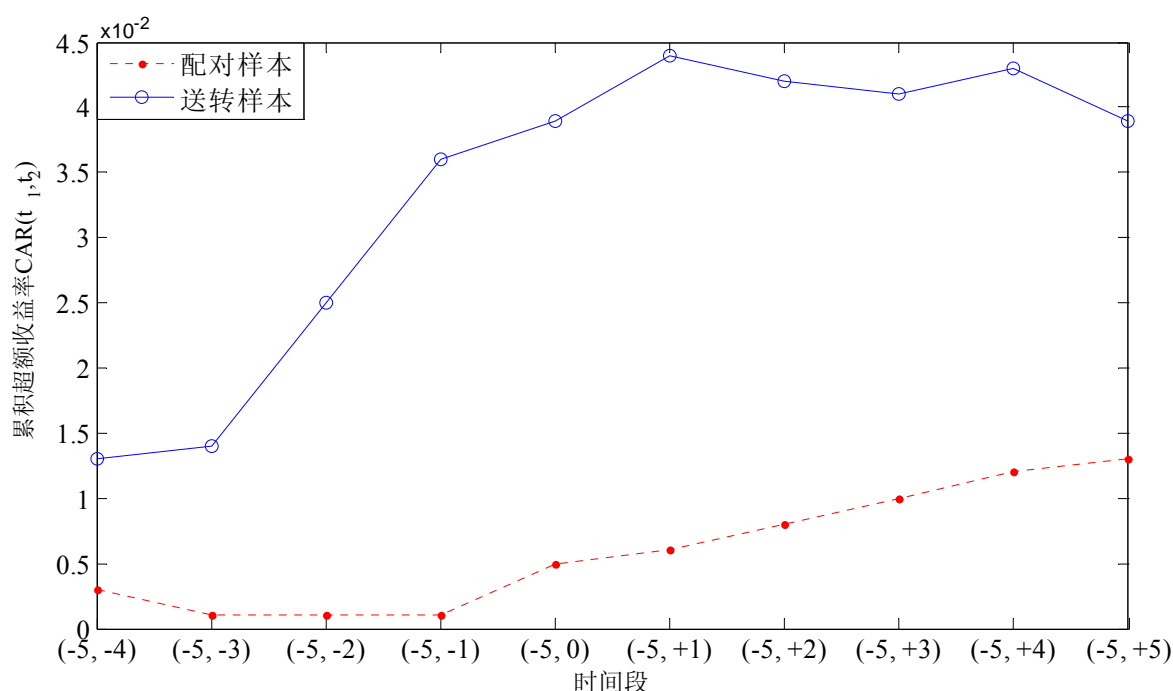


图 4.3 样本期间内送转样本和配对样本的累积超额收益率 $CAR(-5, t)$

4.3.3 行业内股价效应的影响因素分析

首先对多元回归分析的被解释变量和解释变量进行描述性分析。如表 4.5 的统计结果所示。从描述性统计可以看出，未送转公司股票在预案公告日前后 5 天的累计超额收益率 $CAR(-5, 5)$ 的均值为 0.007，说明未送转公司股票存在正向股价效应；送转公司股票在预案公告日前后 5 天的累计超额收益 $CAR(-5, 5)$ 的均指为 0.082，大于未送转公司股票在预案公告日前后 5 天的累计超额收益率，说明送转公司股票存在正向股价效应，并且强于未送转公司股票的股价效应。公司规模极小值为 20.269，极大值为 24.893，均值为 22.508，标准差为 0.858，说明企业规模差别不大。送转公司与同行业内未送转公司之间相似性程度的极小值为 0.017，极大值为 0.674，表明未送转公司与送转公司之间的相似性程度有较大差别，信息转移效果不同，行业内股价效应的程度也不同。未送转公司的信息非对称程度和错误定价的极小值分别为 0.021 和 0.038，极大值分别为 0.064 和 0.937，说明不同上市公司的信息非对称程度和错误定价程度在一定程度上存在差别。

接着，采用 SPSS 17.0 对基于式(4.4)的行业内股价效应的影响因素回归模型进行参数估计和显著性检验，结果如表 4.4 所示。模型在 99% 的置信水平下通过了 F 检验，调整后的 R^2 值为 22.1%，D-W 检验值为 2.175，可以认为，该模型整体上是有效的，且不存在自相关性。除了 $RVAR$ 的系数不显著外，其它解释变量的系数均在 90% 的置信水平下通过了显著性检验。

表 4.5 模型(4.4)中变量的描述性统计

	极小值	极大值	中位数	均值	标准差	偏度	峰度
<i>CAR</i>	-0.193	0.172	0.004	0.007	0.061	-0.085	4.393
<i>CAR_S</i>	-0.167	0.272	0.0200	0.028	0.082	0.349	4.031
<i>SIZE</i>	20.269	24.893	22.420	22.508	0.858	0.192	3.219
<i>CORR</i>	0.017	0.674	0.473	0.467	0.095	-1.283	8.212
<i>RVAR</i>	0.021	0.064	0.037	0.037	0.006	0.735	6.137
<i>BM</i>	0.308	0.937	0.596	0.615	0.134	0.508	3.018

表 4.6 行业内股价效应影响因素回归结果

模型参数	系数	标准误差	t 值	p 值
常数项	-0.464***	0.160	-2.901	0.005
<i>CAR_S</i>	0.146*	0.080	1.818	0.073
<i>SIZE</i>	0.014*	0.007	1.971	0.052
<i>CORR</i>	0.126*	0.072	1.747	0.085
<i>RVAR</i>	1.055	0.943	1.118	0.267
<i>BM</i>	0.092*	0.047	1.972	0.052
F 值		5.607		0.000
调整 R ²		22.1%		
D-W 值		2.175		

注：*、**、***分别表示显著性水平10%、5%、1%。

(1) *CAR_S*的系数为 0.146，说明送转公司股票与同行业内未送转公司股票在公告日前后的累计超额收益率显著正相关，进一步证实了行业内传染效应的存在。同时，送转公司的股价效应越显著，说明其信号传递效果越好，包涵的行业信息也越多，因此对同行业未送转公司的股价影响越大，行业内股价效应越显著。

(2) *SIZE* 的系数为 0.014，表示送转公司的规模与同行业内未送转公司股票在公告日前后的累计超额收益率显著正相关，意味着公司规模越大，在行业内的影响力越大，其发布的送转公告传递的行业信息也越多，对行业内股价效应产生了显著为正的影晌。

(3) *CORR* 的系数为 0.126，表明送转公司和同行业内未送转公司的相似性程度与未送转公司股票在公告日前后的累计超额收益率显著正相关。未送转公司与送转公司的相似性程度越高，其受相同信息的影响越大，信息转移效果越明显，因此行业内股价效应越显著。

(4) *RVAR* 的系数不显著，表明未送转公司股票在公告日前后出现的累计超额

收益与其信息不对称程度无显著关系。由于未送转公司的信息不对称程度是由其收益的标准差来度量的，而具有较高收益标准差的股票虽然信息非对称程度越高，但波动也通常更为剧烈，投资者有可能出于风险厌恶而在对此类股票的投资调整上更为保守，导致其对行业内股价效应的解释效果不明显。

(5) BM 的系数为 0.092，说明未送转公司的错误定价程度与其股票在公告日前后的累计超额收益显著正相关，这意味着投资者根据送转公告传递的行业信息，对同行业内未送转公司的股价进行了重新估值，错误定价程度越高的公司，股价调整幅度越大，行业内股价效应也就越显著。

总体而言，假设4.3的大部分内容得到了实证结果的支持，上市公司送转的行业内股价效应受到送转公司的股价效应、送转公司的规模、送转公司与未送转公司的相似性程度以及未送转公司的错误定价程度显著为正的影响。

4.4 本章小结

本章从信号传递理论和信息转移理论出发，以 2007 年 1 月 1 日至 2010 年 12 月 31 日中国沪深两市发布送转公告的 A 股上市公司及同行业内未发布送转公告的 A 股上市公司为研究样本，采用事件研究法，考察了送转公司及同行业内未送转公司在预案公告日前后的股价反映，对中国上市公司送转的行业内股价效应进行了检验与分析。

研究表明，送转公司及同行业内未送转公司的股票在预案公告日前后 5 天的累计超额收益率均显著为正。这意味着，送转公告传递了上市公司发展前景的乐观信号，使得送转公司的股票出现了正面的价格反应。同时，利好信息在行业内发生了转移，投资者根据该信息对整个行业的发展趋势进行推断，使得同行业内未送转公司的股价也出现了显著的正面反应，行业内传染效应占主导地位。另外，行业内的信息转移具有一定的时滞性，投资者在送转信息得到确认后才对行业内其他公司的预期进行了调整，使得送转的行业内股价效应表现出一定程度的滞后性。最后，行业内股价效应影响因素的回归结果表明，送转公司的股价效应越明显、规模越大，送转公司与同行业内未送转公司的相似性程度越高，未送转公司的错误定价程度越高，则送转的行业内股价效应越显著。

从信息转移的角度就中国上市公司送转行为对同行业内未送转公司股价的影响进行了探索，加深了对上市公司送转的信息内涵的认识，对上市公司送转策略的制定和投资者投资决策调整具有一定的参考意义。

第5章 上市公司股票送转的流动性效应研究

国内外学者对这种股票送转的动机以及市场反应等进行了广泛的研究。其中，关于送转行为流动性效应的研究主要集中于送转公司股票流动性受到怎样的影响，而鲜少涉及同行业不送转公司股票流动性所受到的影响(即行业内效应)，并且已有研究结果存在诸多争议和矛盾，目前仍未形成统一的结论。然而，作为证券市场吸引投资者的关键因素，股票流动性的提高有助于加强市场的活跃性，改善上市公司融资环境，降低其再融资成本，保护相关投资者的利益，是值得上市公司、投资者以及监管部门重视的关键问题。所以，将送转的流动性效应作为研究对象，科学准确地把握送转对送转公司以及同行业不送转公司股票流动性的影响，有效地引导公司制定合适的送转策略，控制恰当的送转强度，帮助它们改善股票流动性，以增进投资者信心和促进公司成长与发展，具有重要的理论价值与现实意义。

鉴此，本章将送转的流动性效应作为研究对象，根据上市公司实际需要，将送转的流动性效应分为送转对送转公司以及对同行业不送转公司股票流动性的影响展开分析。首先从信号传递理论和最优交易区间理论出发，提出基本假设，并且试图从理论上推导送转对送转公司以及同行业不送转公司股票流动性的影响机理，然后以送转公告日为事件日，通过配对样本 T 检验和多元回归分析对理论假设进行实证检验，以此判定送转流动性效应的存在性、强度及其影响因素。

本章的结构安排如下：首先，对股票流动性的内涵进行界定，继而进行相关理论分析并提出研究假设；其次，从股票流动性衡量指标选取、研究方法与相应变量选择、样本选择与数据来源等三个方面完成实证研究设计；然后，阐述实证研究结果，分析送转对送转公司股票流动性和同行业未送转公司股票流动性的影响，针对上市公司提出相关对策建议；最后是本章小结。

5.1 上市公司股票送转流动性效应的理论分析

5.1.1 股票流动性的内涵

一般而言，流动性可以分为宏观层面的和微观层面的。至今，流动性在学术界仍然缺乏统一的标准化的定义，大多数学者都是对市场流动性即宏观层面上的流动性进行探讨。例如，Black 指出，一个具有“流动性”的市场的买卖价差虽然总是存在的，但又是足够小的^[139]。Bernstein 发现，一个具有良好流动性的市场需

要具备足够的深度、宽度与弹性^[140]。Amihud 和 Mendelson 认为,流动性就是在一定时间内交易完成所需的成本或寻找理想价格所需的时间^[141]。而 Harris 则提出,流动性包括宽度、深度、弹性以及即时性等四个维度^[142],这就是后来被称为“流动性四维理论”的著名理论。学者们普遍认为,利用这四个维度可以基本全面了解市场流动性的特征。本章认为,送转的流动性效应包括两个方面:对送转公司股票流动性的影响和对本行业内未发生送转公司股票流动性的影响,因此还需要在微观层面上界定流动性的定义。参照国内外已有做法,结合中国实际情况,可以将股票流动性定义为股票迅速变现为现金而不受或少收损失的能力。与前述 Harris 的思路一致,股票流动性也具备深度、宽度、弹性与及时性四大要素。

5.1.2 送转公司流动性效应及相应假设的提出

信号传递理论(Signaling Theory)和最优交易区间理论(Optimal Trading Range Theory)是目前用于诠释送转(股票股利或股票分割)现实动机的两种主流理论,同时它们对送转的流动性效应也有一定的解释能力。

信号传递理论最早由 Lintner^[3]提出,接着得到 Fama 和 Babiak^[143]以及 Fama 等^[66]的实证研究支持。基于信息经济学相关原理,该理论认为管理者和投资者在“非完全的”市场中处于“信息不对称”境况,即管理者相对投资者拥有信息优势。就送转的信息内涵而言,具体包括以下三个方面:首先,股票股利或者股票转增使得公司流通在外的股数增加,导致股价下降。但是投资者认为,管理者作出分配股票股利或进行股票转增的决策是基于他们所掌握的关于公司经营状况和未来前景的信息,这些公司发展前景良好,未来业绩也将有所增长,股价会有很大上涨空间;其次,从保留最低盈余的角度来看,处于快速成长期的公司通过送转可以节约现金流出,把握未来投资机会,未来收益增大;最后,由于存在发布错误或信号不真实的成本,不存在“差”公司对“好”公司行为的模仿,管理者基于公司价值最大化的目的进行送转所传递的公司利好的信息是可信的。综上所述,送转成为了市场投资者认可的公司利好信号,投资者接受该积极信号后将修正其预期和需求,改变其行为,作出正面回应,从而在一定程度上增加股票流动性。

同时,信号传递理论还有一个衍生假说,称为“引起注意假说”或者“经纪人推销假说”。其认为,管理者通过送转这个事件吸引金融机构、分析家、投资者和市场的注意,使公司的未来现金流量和盈余得到重新评价,吸引更多投资者的参与,股东数量和交易次数都实现增加,进而流动性发生改善。

所谓最优交易区间理论,也称流动性假设,起源于实务界,最早由 Baker 和 Gallager 在其对上市公司财务主管的调查报告^[102]中提出。该理论认为,受公司特征、公司所属行业价格水平、市场平均价格水平以及交易所规定的最小报价单位

等的影响，上市公司股票存在一个最优的价格区间，股价过高或者过低都会影响股票交易，进而影响其流动性。股价过高，不仅不利于资金有限的个人投资者进行适度分散投资，还会阻碍资金受约束的投资者入市，导致流动性降低。公司送转就是针对股价过高所提出的策略，它可以使得股价降低到最优交易区间，吸引更多的个人投资者，改善股票流动性。

根据以上理论分析，本章提出相应研究假设：

假设 5.1：送转后，送转公司的股票流动性将显著改善。

从信号传递假说来看，股票送转比例越大，则公司股本规模增长越大，股价下降越大，表明管理者对公司未来业绩增长和股价上涨空间的信心越大。因此，股票送转比例越大，公司向外界传递的良好信息越强烈，上市公司股票流动性改善幅度越大。从最优交易区间理论来看，股票送转比例越大，股价下降幅度越大，达到最优交易区间的概率越大，速度越快，会吸引更多的中小投资者参与到公司股票交易中，因此流动性改善幅度越大。

根据以上理论分析，本章提出相应研究假设：

假设 5.2：流动性变化受送转比的影响，送转比越大，上市公司股票流动性改善幅度越大。

5.1.3 行业内流动性效应及相应假设的提出

股票送转的行业内效应是在信号传递理论的基础上产生的。如上所述，信号传递理论认为送转向市场上的投资者传递了利好的信号。而市场中的各个公司既是合作者也是竞争者，它们相互之间联系紧密，一个公司经营状况和发展前景的改变可能伴随着行业内其它公司的变化而发生。投资者在接收到上市公司的公告信号后会对其进行评估，综合考虑行业结构等因素后再进行处理、过滤和加工，使之成为包含同行业其它上市公司相关信息的信号，然后修正自己对这些公司的预期，作出相应的股票购买或卖出的决策，进而影响这些公司即同行业未送转公司的股票流动性，如此便可能产生行业内效应。

关于上市公司各种不同类型的公告事件，一些学者对其行业内效应进行了检验。例如，Foster 的实证研究发现，上市公司的盈利预告将影响同行业其它公司的股价^[135]。Otchere 和 Ross 认为，股票回购会使得回购方或者回购方的竞争对手获得正向超常收益^[144]。Tawatnuntachai 和 Mello 认为，股票分割使同行业未分割公司获得显著正向异常收益^[86]。葛宗萍和李健在研究中验证了中国上市公司送、转股的除权事件具有信息迁移效应，后除权的公司与先除权的公司一样，获得正向超常收益率^[101]。

不过，学者们对同一类型公告事件的行业内效应的研究结果存在分歧。不同于 Otchere 和 Ross^[144]以及 Hertznel^[145]所认为的股票回购所传递的信息只包含公司

自身信息，而不具行业普遍性，因此未宣告回购的公司并没有产生显著累计超常收益，Erwin 和 Miller 则认为股票回购对同行业竞争对手产生负向影响^[146]。

就行业内效应的表现形式而言，参照 Lang 和 Stulz 的研究^[78]，可以分为基于竞争平衡假说的竞争效应和基于预期假说的传染效应。竞争平衡假说认为，社会财富与市场需求在某一时间段内是固定的，行业内存在竞争，当某一事件的发生令竞争平衡被打破，则该行业内各公司所占取的市场份额将会被重新分配，直至恢复竞争平衡。所以，当某个公司公告其送转时，投资者接受其利好信息后就会认为该公司未来发展良好，市场竞争力增强，市场份额上升，相应地也就会认为同行业未送转的公司市场竞争力下降，被抢夺了市场份额，继而对这些公司信心下降，以致其股票流动性下降。这就是所谓的竞争效应，在此效应下，同行业竞争对手与公告方拥有反方向的流动性变化。

而预期假说认为，同行业内各公司具有相似特征。因此，某公司公告其送转时，投资者接受其利好的信息后就会判断整个行业处于向好的趋势，公告公司的利好信号也同样适用于未公告公司，使得投资者对整个行业的信心增加，未公告公司的股票流动性也有所增加。这就是所谓的传染效应，在此效应下，同行业竞争对手与公告方拥有同方向的流动性变化。

从以上分析不难看出，在竞争效应下和传染效应下流动性变化的方向相反，即竞争效应下未送转公司股票流动性降低，而传染效应下流动性得到改善。各行业特征不同，投资者对送转信号的预期不同，从而流动性效应也不同，若传染效应强于竞争效应，流动性效应是正向的；若传染效应弱于竞争效应，则流动性效应是负向的。

根据上面的理论分析，本章提出相应研究假设：

假设 5.3：送转前后，同行业未送转公司的股票流动性存在显著差异，即存在行业内效应。但是，在不同行业中送转的行业内效应存在差异。

5.2 股票送转流动性效应的实证研究设计

5.2.1 股票流动性衡量指标的选择

从已有文献来看，学术界就股票流动性的度量方法进行了大量的探讨，但目前尚无统一标准。关于送转(股票股利或股票分割)流动性效应，一般都是用买卖价差、交易数量和股东数目、换手率来对流动性进行度量。而吕晓青认为，中国证券市场的买卖价差并不是实际交易成本的反映，很大程度上代表了股价的波动意愿，不能很好反映公司股票流动性^[147]。何涛和陈小悦也认为，相对于交易数量、交易日数和交易次数等适合于度量整个股票市场的流动性的衡量标准，换手率和

流动比率更适合用于个股流动性变化的检验^[47]。本章参照谢赤和曾志坚的研究^[148]，考虑中国市场情况、理论支持的充实以及数据的易得性，采用股票换手率和 Amivest 流动比率作为股票流动性的度量方法。同时，采用股票换手率和 Amivest 流动比率作为股票流动性的度量方法，可以检验送转后的流动性效应是否受不同衡量指标的影响。

股票换手率的计算公式为：

$$Turnover_t = \frac{Vol_t}{V_t} \quad (5.1)$$

其中， $Turnover_t$ 表示股票在第 t 日的换手率； Vol_t 表示股票在第 t 日的成交量(仅指二级市场的流通股成交量)； V_t 表示股票在第 t 日的流通股数量。

股票换手率越高说明股票流动性越好；反之亦然。

Amivest 流动比率的计算公式为：

$$LR_t = \frac{V_t}{|r_t|} = \frac{\sum_{i=1}^N p_i \cdot q_i}{|r_t|} \quad (5.2)$$

其中， r_t 表示时间 $t-1$ 到 t 的收益率， V_t 表示时间 $t-1$ 到 t 的成交金额， p_i 表示股票 i 在时间 t 的收盘价， q_i 表示股票 i 在时间 $t-1$ 到 t 的交易量(股数)， N 表示股票数目。

当计算整个市场的流动性时， N 为该市场中所有股票的数目，而本章要计算的是某个公司的股票流动性，所以 $N=1$ 。这时有：

$$LR_t = \frac{V_t}{|r_t|} = \frac{p \cdot q}{|r_t|} \quad (5.3)$$

该流动比率指标比较了一定时期内的成交金额与绝对价格的变化，成交金额越高，可以吸收更多的价格变化。所以，Amivest 流动比率的值越大说明流动性越高；反之亦然。当一段时间的收益率为 0 时，则规定这段时间内的 Amivest 流动比率的值为 0。由于每个月的 Amivest 流动比率的数值很大，因此一般取其自然对数来衡量流动性的大小。

5.2.2 研究方法与变量选择

通常而言，送转公告日主要包括预案公告日、股东大会公告日和实施方案公告日。因为本章是为了验证送转的流动性效应，所以选择股票股利信息最早正式公开的预案公告日作为事件日以防止信息公告的预先反映。

再者，较长时间内，公司公告事件较多，对本章所研究的送转的流动性效应存在过多干扰，导致研究结果有异，所以本章采用日数据，并截取公告前后 30 天这个时间段进行实证。

5.2.2.1 送转公司流动性效应及行业内流动性效应的检测方法

本文采用配对样本 T 检验和非参数检验对假设 5.1 和假设 5.3 进行实证检验：

(1) 为了考察股票送转预案公告日前后送转公司股票流动性是否存在显著性差异(假设 5.1)，本章首先采用配对样本 T 检验来分别检验预案公告日前后 5 个、10 个、15 个、20 个、25 个、30 个交易日的换手率和 Amivest 流动比率均值是否发生显著性变化；然后将公告前的样本作为样本 1，公告后的样本作为样本 2，在每个时间段上进行非参数检验，进一步验证送转预案公告日前后流动性是否发生显著性变化。

(2) 为考察股票送转预案公告日前后同行业内未送转公司的股票流动性是否存在显著性差异(假设 5.3)，本章将行业分为采掘业、传播与文化业、电力业、房地产业、建筑业、交通运输业、农林牧渔业、批发零售业、社会服务业、制造业、综合等 11 类，利用配对样本 T 检验分别检验每个行业未送转公司在预案公告日前后 5 个、10 个、15 个、20 个、25 个、30 个交易日的换手率和 Amivest 流动比率的均值是否发生显著性变化。

5.2.2.2 行业内流动性效应的影响因素回归模型

(1) 因变量设计

对假设 5.2 的实证检验本文主要使用多元回归分析。首先，进行因变量的设计。为使不同公司的换手率和流动比率变动具有可比性，将换手率和流动比率的变化进行标准化，转换为换手率和流动比率送转前后变动百分比，计算公式分别如下：

$$\Delta\%Turnover_n = \frac{(\sum_i^n Turnover_{i,T} - \sum_j^n Turnover_{j,0})}{\sum_j^n Turnover_{j,0}} \times 100\% \quad (5.4)$$

其中， $\Delta\%Turnover_n$ 表示公告前后 n 个交易日换手率的变化百分比， $\sum Turnover_{i,T}$ 和 $\sum Turnover_{j,0}$ 分别表示公告后 n 个交易日和公告前 n 个交易日的换手率之和。

$$\Delta\%LR_n = \frac{(\sum_i^n LR_{i,T} - \sum_j^n LR_{j,0})}{\sum_j^n LR_{j,0}} \times 100\% \quad (5.5)$$

其中， $\Delta\%LR_n$ 表示公告前后 n 个交易日 Amivest 流动比率的变化百分比， $\sum LR_{i,T}$ 和 $\sum LR_{j,0}$ 分别表示公告后 n 个交易日 Amivest 流动比率之和和公告前 n 个交易日 Amivest 流动比率之和。

(2) 控制变量选取

虽然国内外学者对股票流动性的内涵理解不一，但仍对影响股票流动性的因

素进行了广泛的研究,认为宏观经济因素(利率、汇率、货币供给、通货膨胀、工业增长值和企业景气指数等)、市场微观结构(交易机制、信息透明度、税费、最小报价单位以及涨跌幅限制等)、公司特征变量(公司规模、公司成长能力、股票风险特征、公司股价涨跌幅度和股权集中度等)会对股票流动性产生较大的影响^[149,150]。

同一证券市场的宏观经济因素和市场微观结构是相同的,因此在同一证券市场的前提下研究上市公司股票流动性需要格外注意的是公司特征变量。参照已有相关研究,选取公司规模、公司成长能力、股票风险特征、公司股价涨跌幅度和股权结构等 5 个因素作为本章所建多元回归模型的控制变量,以便更规范准确的研究送转强度对流动性效应的影响。

(3) 回归模型构建

针对因变量 $\Delta \%Turnover_n$ 构建如下回归模型:

$$\Delta \%Turnover_n = \alpha_1 + \beta_{1,1}R + \beta_{1,2}BM + \beta_{1,3}VOL + \beta_{1,4}SIZE + \beta_{1,5}Z + \beta_{1,6}CHA + \varepsilon_1, \quad n=5, \dots, 30 \quad (5.6)$$

针对因变量 $\Delta \%LR_n$ 构建如下回归模型:

$$\Delta \%LR_n = \alpha_2 + \beta_{2,1}R + \beta_{2,2}BM + \beta_{2,3}VOL + \beta_{2,4}SIZE + \beta_{2,5}Z + \beta_{2,6}CHA + \varepsilon_2, \quad n=5, \dots, 30 \quad (5.7)$$

其中, R 为自变量,表示送转比,当公司公告股票股利和股票转增同时发生时, R 等于送股比和转增比的和,而仅公告股票股利或者股票转增时则仅仅指送股比或者转增比。 BM , VOL , $SIZE$, Z , CHA 为控制变量,具体定义见表 5.1。 n 为交易日的天数, α_1 和 α_2 为常数, $\beta_{i,j}$ ($i=1, 2; j=1, 2, \dots, 6$) 表示各变量的系数, ε_1 和 ε_2 表示残差项。

表 5.1 流动性效应实证模型的变量描述

	变量名称	变量符号	变量描述
流动性指标	换手率变化百分比	$\Delta \%Turnover_n$	公告前后 n 个交易日换手率变化百分比,是反映流动性变化水平的指标。指标越大,流动性变化越大。
	流动比率变化百分比	$\Delta \%LR_n$	公告前后 n 个交易日 Amivest 流动比率的变化百分比,是反映流动性变化水平的指标。指标越大,流动性变化越大。
自变量	送转比	R	表示投资者持有一单位股票可以额外获得的股票,是反映股票股利或者股票转增强度的指标。指标越大,送转强度越大。
控制变量	账面市值比	BM	是账面价值与市场价值的比值,是反映公司成长性的重要指标。指标越小,公司成长性越强。
	收益波动率	VOL	通过指数加权平均所计算的公告前一个交易日的收益波动率,用以反映股票风险程度。指标越大,股票风险越大。

续表 5.1

	变量名称	变量符号	变量描述
	公司规模		市值数值过大,因此取公告前 5 个交易日市值的自然对数作为公司规模的替代变量,反映信息不对称程度。指标越大,信息不对称越小。
控制 变量	股权集中度	<i>SIZE</i>	
		<i>Z</i>	<i>Z</i> 指数为第一大股东与第二股东持股份额的比值,用以反映股权集中度,衡量公司的股权分布状态。指标越大,股权集中度越大。
	股价涨幅	<i>CHA</i>	公告前 5 个交易日到公告前 1 个交易日股价的上涨幅度。股价的涨跌一定程度上反映了公司的发展情况以及未来涨跌,影响投资者决策。

5.2.3 样本选择与数据来源

自 1990 年至今,中国证券市场已有 20 多年的历史。在其兴起初期,各种交易规章制度仍处于初步拟定阶段,并且股票数量较少,流通市值较小,投资者的认识尚浅,相应的参与度也较低,因此该时期的市场呈现出大户操纵严重、收益波动较大等特征。这种情况可能会对本章研究结果产生影响。考虑到 06 年底,股权分置改革完成后,中国 A 股市场的股利分配朝着更加规范、合理、理性的方向完善,但其中隐藏着其发展过程中所独有的特征,即选择送转股的股利政策的上市公司越来越多。这不仅满足了一部分股东对现金股利的需求,而且增加了上市公司的流动性。

鉴于此,本章选取 2007 年 1 月 1 日至 2010 年 12 月 31 日沪深两市发生送转的 A 股上市公司作为研究送转对送转公司股票流动性影响的基本样本 A,而选取同一个时间段内同行业^①未进行送转的 A 股上市公司作为研究送转对行业内未送转公司股票流动性影响的基本样本 B。

按照以下标准对样本 A 和 B 进行筛选:(1) 剔除公共事业类和金融类的公司样本,因为该两类企业在资本结构上与其它公司存在较大差异,会给结果带来影响;(2) 剔除样本区间内特别处理(ST)股和特别转让(PT)股,因为 ST 股和 PT 股的日涨跌幅限制是 5%,而其他股票则是 10%,存在严重的交易规则差异,并且该类股票的流动性受涨停频繁及较严重炒作现象的影响,都可能对分析结果产生影响;(3) 剔除 A+H 股和 A+B 股类的公司样本,因为 B 股和 H 股的上市公司所面临的市场环境的不同,会使得本类公司送转行为可能与纯 A 股公司不同。并且公司如果同时发行 A 股和 H 股或同时发行 A 股和 B 股,则使用某一个市场的数据无法还原其流动性全貌,不利于集中解决本章的问题;(4) 剔除预案公告日前后 30 个交易日内有派现、配股、重大诉讼及重大重组公告的样本;(5) 剔除数据收集和整理

^① 行业分类标准参照证监会 2001 年 4 月 3 日发布的《上市公司行业分类指引》。

过程中存在严重缺失或者极端值的样本。经过以上过程的删选，样本 A 最终剩余 210 个观察值；而样本 B 最后剩余 630 个观察值。

本章所使用的股票股利和转增的公告数据、个股日交易数据、公司股权结构数据以及财务数据等都来自上海证券交易所和深圳国泰安信息技术有限公司的 CSMAR 交易数据库，日波动率数据来自锐思数据库。所采用的数据处理软件为 SPSS 17.0。

5.3 股票送转流动性效应的实证结果分析

5.3.1 送转公司流动性效应存在性的检验结果分析

两种流动性度量方法得到的送转后公司股票流动性的变化见表 5.2。从各时间段来看，送转公告后，换手率变化百分比和流动比率变化百分比的均值、中值都是正数，意味着两种度量方式的检验结果都说明送转公告后股票流动性有所上升。并且它们都是有偏分布，分布偏右，说明有一部分公司的换手率和流动比率显著上升。

表 5.2 送转后不同时间段的流动性变化(换手率和流动比率变化百分比)

时间段	换手率变化百分比(%)			流动比率变化百分比(%)		
	均值	中值	偏度	均值	中值	偏度
[-5,5]	1444.1762	22.5661	23.237	2.2730	1.2261	1.261
[-10,10]	65.3250	22.3812	4.561	2.2193	1.2714	0.764
[-15,15]	61.4955	22.9432	3.546	2.4641	1.7420	1.099
[-20,20]	62.5506	25.9365	3.211	2.3772	1.9236	0.976
[-25,25]	62.9932	26.7456	2.980	2.4196	1.8167	1.117
[-30,30]	61.0993	25.0314	2.881	2.5045	2.0328	1.106

利用配对样本 T 检验和非参数 Kolmogorov-Smirnov 检验对公告前后流动性是否发生变化进行进一步的检验(见表 5.3)。从换手率指标测度的流动性来看，各时间段都通过了配对样本 T 检验和 K-S 检验，且配对样本 T 检验的均值差皆为正，说明送转公告前后公司股票流动性显著得到改善。而从流动比率指标测度的流动性来看，各时间段都通过了配对样本 T 检验，均值差皆为正，并且除了[-5, 5]，其它时间段都通过非参数检验。

所以，综合两种检验方式可知，送转前后 5 个交易日内流动性并没得到改善，但是超过 5 个交易日后流动性就得到显著改善了。

综上所述，假设 5.1 成立，即送转后送转公司的股票流动性得到显著改善。

表 5.3 送转前后股票流动性的变化(配对样本 T 检验和非参数 K-S 检验)

	换手率		流动比率	
	配对样本 T 检验	非参数检验	配对样本 T 检验	非参数检验
	均值差	K-S 检验的 p 值	均值差	K-S 检验的 P 值
[-5,5]	0.0710*** (0.000)	0.000***	1.3134** (0.013)	0.139
[-10,10]	0.1080*** (0.000)	0.000***	3.5257*** (0.000)	0.011**
[-15,15]	0.1540*** (0.000)	0.000***	6.2092*** (0.000)	0.005***
[-20,20]	0.2057*** (0.000)	0.000***	8.2779*** (0.000)	0.001***
[-25,25]	0.2504*** (0.000)	0.000***	10.5010*** (0.000)	0.001***
[-30,30]	0.2840*** (0.000)	0.000***	13.1960*** (0.000)	0.002***

注：括号内为 p 值；**、*** 分别表示显著性水平 5%、1%。

5.3.2 送转公司流动性效应的影响因素分析

首先对多元回归分析的自变量和控制变量进行描述性分析。如表 5.4 的统计结果所示，送转比的极小值为 0.0460，极大值为 2.2096，均值为 0.5239，不同上市公司送转的强度相差较大；各个上市公司在账面市值比和股权集中度这两个重要公司特征上存在显著差异，特别是股权集中度，处于 1.0057 至 415.6667 之间，即第一大股东持股份额可以低至几乎与第二大股东相同，也可以高至第二大股东的 415 倍多，差异甚大；而各公司的规模差异以及在公告前 1 个交易日的收益波动率差异较其它变量来说较小；股价涨幅变量极小值为负，极大值为正，说明各公司公告前 1 个交易日的股价较之前可能上升也可能下降，对投资者产生不同影响。

表 5.4 流动性效应实证模型中变量的描述性统计

	有效值	极小值	极大值	中位数	均值	标准差
送转比 R	540	0.0460	2.2096	0.5000	0.5239	0.3105
账面市值比 BM	535	0.0017	18.6326	0.8037	0.8096	0.8097
股权集中度 Z	539	1.0057	415.6667	4.9157	21.1208	48.2344
收益波动率 VOL	540	0.0075	0.0664	0.0324	0.0326	0.0120
股价涨幅 CHA	540	-0.1858	0.4649	0.0272	0.0383	0.0889
规模 $SIZE$	540	12.0996	17.7435	14.6753	14.7435	0.9675

接着对构建的回归模型进行检验，结果见表 5.5 和表 5.6。从两个指标的回归

结果来看,除了[-5,5],其它时间段上回归模型都通过F检验,且D-W值都接近2,通过自相关检验,说明该模型在[-10,10],[-15,15],[-20,20],[-25,25],[-30,30]上都被接受,模型具有一定的稳健性。而且,调整R方随着时间段的变长而增大,[-30,30]时换手率和流动比率回归的调整R方分别为15.9%和17.3%,回归拟合效果较其它时间段的要好。

表 5.5 换手率指标的回归结果

解释变量	[-5,5]	[-10,10]	[-15,15]	[-20,20]	[-25,25]	[-30,30]
<i>C</i>	32611.32 (0.146)	353.68*** (0.001)	445.22*** (0.000)	479.96*** (0.000)	476.12*** (0.000)	465.76*** (0.000)
<i>R</i>	-3010.78 (0.510)	40.88* (0.060)	52.65*** (0.003)	62.06*** (0.000)	71.53*** (0.000)	75.09*** (0.000)
<i>BM</i>	1383.51 (0.433)	14.51* (0.084)	10.11 (0.137)	11.86* (0.074)	14.50** (0.041)	15.94** (0.013)
<i>Z</i>	-15.56 (0.588)	0.20 (0.153)	0.024 (0.828)	0.05 (0.667)	0.07 (0.521)	0.06 (0.562)
<i>VOL</i>	-33945.16 (0.774)	-1740.67*** (0.002)	-2026.52*** (0.000)	-2369.41*** (0.000)	-2512.39*** (0.000)	-2335.38*** (0.000)
<i>CHA</i>	33771.73** (0.038)	269.35*** (0.001)	189.35*** (0.003)	211.38*** (0.001)	223.59*** (0.000)	222.571*** (0.000)
<i>SIZE</i>	-2070.55 (0.166)	-18.97*** (0.008)	-24.52*** (0.000)	-26.56*** (0.000)	-26.45*** (0.000)	-26.51*** (0.000)
F 值	1.385 (0.219)	6.977*** (0.000)	10.722*** (0.000)	14.516*** (0.000)	16.608*** (0.000)	17.829*** (0.000)
D-W	2.010	1.957	1.949	1.955	1.957	1.977
R ² (%)	0.4	6.3	9.9	13.2	14.9	15.9

注:括号内为p值; *、**、***分别表示显著性水平10%、5%、1%。

(1) 以换手率指标作为流动性度量方式时,除了[-5,5],公司送转前后的股票流动性变化与送转比*R*显著成正比,并且系数从40.88增加到75.09,表示公告前后30个交易日的流动性变化受送转比的影响较更短时间段的大;以流动比率指标作为流动性度量方式时,公司送转前后的股票流动性变化与送转比*R*在[-25,25]和[-30,30]上显著成正比,系数从1.78增加到1.82。

总之,公司送转后股票流动性的改善具有一定的滞后性,虽然两个流动性度量指标检验得到的滞后期不同,但是还是验证了假设5.2,即送转比越大,流动性正向变化越大。并且流动性改善持续时间较长,前后30个交易日的流动性改善相对来说较明显,这和配对样本T检验的结果一致。

(2) 账面市值比与流动性变化显著成正比例关系,即账面市值比越大,公司成长性越弱,则流动性变化越大。在一般情况下,成长能力弱的公司对投资者的吸

引力较小，受到的关注也较小。根据信号传递理论，送转传递了这类公司利好的信息，投资者对其信心增强，所以送转前后流动性变化较大。而由引起注意假说或者经纪人推销假说也可以认为，这类公司送转后得到的关注增加，流动性变化较大。

(3) 规模与流动性变化成反比，即公司规模越小，流动性变化越大。一方面，由信号传递理论以及引起注意假说或者经纪人推销假说可以知道，公司规模越小，送转后流动性改善越大，因为它们之前受到的关注越少。

另一方面，规模大的公司为吸引较大的机构投资者以降低资本成本，会对外界披露更多信息，减少了内部与外界的信息不对称，即规模越小的公司信息不对称越严重。Venkatesh 和 Chiang^[149]，Merton^[150]，Chiang 和 Venkatesh^[151]以及 Lobo 和 Tung^[152]等学者都发现，信息不对称程度越高，流动性越低；Benston 和 Hagerman 以及王燕和王春峰认为，信息不对称因素的影响超过了其它因素对流动性的影响^[153, 154]。

根据信号传递理论，规模小的公司更有可能进行送转或者增大送转比以改善其内外部信息不对称程度，进而使得信号作用增强，流动性变化较大。

表 5.6 流动比率指标的回归结果

解释变量	[-5,5]	[-10,10]	[-15,15]	[-20,20]	[-25,25]	[-30,30]
<i>C</i>	11.18 (0.265)	11.69* (0.087)	15.20*** (0.008)	16.74*** (0.001)	19.43*** (0.000)	19.18*** (0.000)
<i>R</i>	-1.04 (0.612)	1.11 (0.423)	0.37 (0.752)	0.47 (0.644)	1.78* (0.068)	1.82** (0.047)
<i>BM</i>	1.02 (0.194)	1.003* (0.062)	1.61*** (0.000)	1.59*** (0.000)	1.50*** (0.000)	1.96*** (0.000)
<i>Z</i>	0.01 (0.414)	0.008 (0.341)	0.004 (0.578)	0.003 (0.668)	0.004 (0.479)	0.002 (0.685)
<i>VOL</i>	27.12 (0.611)	15.77 (0.663)	-6.698 (0.825)	-5.729 (0.828)	-22.52 (0.376)	-23.17 (0.331)
<i>CHA</i>	9.135 (0.211)	12.06** (0.015)	12.166*** (0.003)	14.732*** (0.000)	17.62*** (0.000)	19.91*** (0.000)
<i>SIZE</i>	-0.725 (0.28)	-0.82* (0.073)	-0.997*** (0.009)	-1.112*** (0.001)	-1.31*** (0.000)	-1.31*** (0.000)
F 值	1.160 (0.326)	3.130*** (0.005)	6.168*** (0.000)	9.610*** (0.000)	13.32*** (0.000)	19.567*** (0.000)
D-W	2.142	2.063	1.970	1.978	1.997	2.003
R ² (%)	0.2	2.3	5.5	8.9	12.2	17.3

注：括号内为p值；*、**、***分别表示显著性水平10%、5%、1%。

(4) 股价涨幅与流动性变化成正比例关系，即股价涨幅越大，流动性变化越大。

一方面，股价上涨幅度越大，反映公司发展良好，投资者对其有信心，流动性得到显著改善；另一方面，股价涨幅大，一定意义上表示股价高。根据最优交易区间理论，股价超过最优交易区间的股票对投资者，特别是资金有限的个人投资者的吸引力大大降低，而送转后股价降低，对投资者的吸引力增大，股票流动性变化大。

(5) 以换手率指标作为流动性度量方式时，收益波动率指标与流动性变化呈显著负相关。收益波动率越小，表示该股票风险越小，由于投资者大多为风险厌恶者，所以风险小的股票更容易吸引投资者，股票流动性较易得到显著改善；反之，风险大的股票的流动性改善相对没那么容易。而以流动比率指标作为流动性度量方式时，该指标与流动性变化的相关性并不显著，说明该指标并没有通过稳健性检验。

(6) 从回归结果来看，股权集中度指标与流动性变化没有显著关系，说明公司股权集中程度并不影响其送转前后股票流动性的变化程度。

5.3.3 行业内流动性效应存在性的检验结果分析

送转前后同行业未送转公司股票流动性变化的配对样本 T 检验见表 5.7。由此可以得出以下结论：

(1) 从不同流动性指标来看，换手率指标和流动性指标的检验结果在显著性以及流动性变化的方向上基本一致，说明检验结果具有一定的稳健性。

(2) 从不同行业来看，各行业中送转的行业内效应存在差异，有些行业具有行业内效应，而有些行业则不明显也不稳定。例如，采掘业、传播与文化业以及电力业具有显著正向行业内效应，送转后同行业未送转公司的股票流动性得到显著改善；制造业则具有显著负向行业内效应，送转后同行业未送转公司的股票流动性显著降低；而其它行业则没有观察到明显又稳定的行业内效应。本章认为，以上情况应该是由于传染效应和竞争效应的叠加所引起的。基于行业特征，投资者会对送转公司所传达的信号进行评估，以大致判断未送转公司是利好还是利空。由于行业特征不同以及投资者各异，可能产生传染效应(流动性正向变化)或者竞争效应(流动性负向变化)。当传染效应强于竞争效应时，流动性正向变化；竞争效应强于传染效应时，流动性负向变化；竞争效应和传染效应几乎持平时，行业内不存在明显的效应。相应地就产生了表 5.7 的结果。

(3) 从不同时间段来看，大多数行业的行业内效应也具有一定的滞后性，特别是传播与文化业，相对来说其滞后期较长。因为投资者不能及时根据新信息调整自己的预期，以致于调整速度较慢，导致滞后性的存在，根据实证结果，滞后期至少有 5 天。而且，行业内效应持续时间较长，从 10 个交易日到 30 个交易日送转流动性均值差变大。

表 5.7 送转前后同行业未送转公司的流动性变化(配对样本 T 检验)

行业	流动性指标	[-5,5]	[-10,10]	[-15,15]	[-20,20]	[-25,25]	[-30,30]
采掘业	换手率	0.039***	0.094***	0.143***	0.242***	0.307***	0.379***
	流动比率	2.020	3.773**	6.217***	12.773***	15.701***	17.380***
传播与文化	换手率	-0.018	-0.028	0.092	0.204***	0.326***	0.437***
	流动比率	2.041*	3.415	9.399	15.119**	18.116**	25.553**
电力	换手率	0.008	0.025	0.037*	0.080***	0.141***	0.157***
	流动比率	0.781	4.687***	6.535***	6.840**	1.294***	1.249***
房地产	换手率	69.841***	0.015	0.015	0.032	0.028	0.006
	流动比率	-1.139	-0.647	-1.799	-2.430	-1.664	-3.095
建筑业	换手率	-3.410**	-2.775	-1.434	0.442	1.821	5.240
	流动比率	-3.225	-3.776	-3.756	-1.695	3.795	4.976
交通运输	换手率	-0.007	-0.001	0.034	0.107**	0.157***	0.198***
	流动比率	-0.440	1.021	1.558	3.582	1.819	6.058
农林牧渔	换手率	-0.009	0.009	-0.019	-0.044	-0.052	-0.012
	流动比率	0.685	4.331*	5.157*	2.360	4.437	6.666
批发零售	换手率	0.008	0.009	0.017	0.039	0.050	0.054
	流动比率	0.718	0.343	0.161	1.474	2.358	2.124
社会服务	换手率	0.004	-0.001	-0.009	-0.014	0.009	0.035
	流动比率	0.115	-1.585	-1.908	0.472	1.896	4.737
制造业	换手率	-0.001	-0.034***	-0.077***	-0.155***	-0.235***	-0.297***
	流动比率	-0.079	-8.009***	-9.856***	-9.457***	-9.074***	-8.593***
综合	换手率	0.012	0.017	0.005	0.016	0.021	0.032
	流动比率	0.424	1.544	-0.066	3.163	0.379	-3.206

注：*、**、***分别表示显著性水平10%、5%、1%。

5.4 本章小结

本章从信号传递理论和最优交易区间理论出发，以 2007 年 1 月至 2010 年 12 月 31 日沪深两市进行送转的 A 股上市公司作为基本样本 A，以同一个时间段内未进行送转的 A 股上市公司作为基本样本 B，分别考察送转对送转公司和同行业内未送转公司股票流动性的影响，首次全面研究了中国上市公司送转的流动性效应。研究结果发现：

(1) 送转的流动性效应是存在的。一方面，公司股票流动性在送转后得到显著

改善；另一方面，同行业未送转公司的股票流动性也会受到影响，其中，采掘业、传播与文化业以及电力业的未送转公司的股票流动性得到显著改善；而制造业未送转公司的股票流动性显著降低。

(2) 公司送转前后股票流动性的变化受送转比的影响。送转比越大，流动性正向变化越大，说明送转强度越大，流动性改善的幅度就越大。

(3) 公司送转前后股票流动性的变化也受其它因素的影响，账面市值比和股价涨幅与流动性变化正相关，公司规模和股票收益波动率与流动性变化负相关，而公司股权集中度并不影响公司送转前后的流动性变化。

(4) 送转的流动性效应持续时间较长，不管是送转公司还是同行业未送转公司，前后 30 个交易日的流动性改善相对其它较短的时间段来说更明显。并且送转的流动性效应存在一定滞后性，从实证结果来看，滞后期至少有 5 个交易日。

与已有研究不同，本章不仅在研究内容中增加了送转的行业内效应以更加全面地考察流动性效应，还运用了换手率和流动比率两种度量方式，截取了不同时间段，采用了多种实证方法。使得实证结果更加具有稳健性，可为上市公司提供一定的决策参考，令其把握适宜的送转强度，适时增强其股票流动性。从而有助于改善公司融资环境，降低再融资成本，保护投资者的利益，增进投资者信心，促进公司的成长与发展。

第6章 上市公司股票送转的财务效应研究

股票送转是所有者权益内部各个项目结构的调整，仅仅改变了公司股票的价格与流通在外的普通股数目，并不涉及到公司所有者权益总额的改变和现金的流出，股票股利与股票转增也不会对上市公司价值与财务业绩造成影响，理论上股票送转不是公司股利分配最优方式。

股票送转对所有者权益进行了账面调整，无论作为历史经营业绩的有利信号还是作为增加市场供给的有效手段，其对上市公司未来一段时间内的投融资活动都将产生重要影响，这一影响在长期内主要反映在财务绩效上。然而，目前虽然已有文献就公司股票送转与其经营业绩、成长能力、资产管理能力与短期偿债能力之间的关系进行过研究，但是主要集中在股票送转的发放动因、影响因素与市场反应上，局限于这些财务能力对公司是否进行股票送转以及股票送转水平的影响。对于上市公司股票送转对公司财务绩效的影响的研究还停留在比较单一的层面，一般仅仅关注其对公司盈利能力的影响。探讨上市公司实施股票送转对其财务绩效的影响，可以深入认识股票送转对企业各个层面的影响。同时，财务目标能否实现对于公司的生存与发展具有十分重要的作用，财务指标是否处于一个合理的水平也是判定公司财务状况和经营成果是否良好的标准之一，因此公司的财务能力一直都是股东、债权人、管理者等利益相关者关注的重点。研究股票送转对公司财务指标实现程度即其财务能力的影响，能够为管理者合理制定股利政策提供一定的参考，也有利于促进公司的健康成长。因此，本章拟基于相关理论，对上市公司实施股票送转的财务效应进行深入探讨。

本章的章节安排具体如下：首先，界定财务效应的概念，并理论分析上市公司股票送转财务效应的产生机理；其次，设计实证研究方案，阐述研究方法、变量选取、样本选择与数据来源；第三，展开实证分析，检验上市公司在实施股票送转前后各个财务指标以及综合财务业绩是否发生显著变化，并分析综合业绩变化与送转比例之间的关系；第四，针对上市公司提出相应对策建议；最后，总结本章。

6.1 上市公司股票送转财务效应的理论分析

6.1.1 财务效应的概念界定

对于财务效应的界定，本章主要参考周俊和薛求知、余丽霞和赵根、曹玉珊

的定义，财务效应是指某一事件或者项目对公司实现其财务目标程度的影响，即对企业经营业绩的影响^[155-157]。不同的事件对公司财务指标影响不同，比如并购效应应具有协同效应与速度效应，协同效应是指并购后企业的总体效应大于并购前企业独自经营的效应之和，速度效应是指企业并购后的发展能力要强于并购前的发展能力；负债融资的财务效应包括正反两方面，正面效应是指其能够增加税盾效应，反面效应是指负债可以增加企业的破产风险。

股票送转对所有者权益进行了账面调整，无论作为历史经营业绩的有利信号还是作为增加市场供给的有效手段，对上市公司未来一段时间内的投融资活动都将产生重要影响，这一影响在长期内主要反映在财务绩效上。本章基于信号传递假说，将股票股利的财务效应界定为股票送转对上市公司盈利能力、成长能力、资产管理能力与短期偿债能力的影响。

6.1.2 财务效应的度量方法

财务效应的度量方法主要有单一指标分析法与综合指标分析法。为准确度量公司实施股票送转的财务效应，首先对这两种方法进行简要介绍。

6.1.2.1 单一指标分析法

单一指标分析法是指选取有限的具有较高效率的指标来衡量企业财务绩效。

已有研究主要选择每股收益、总资产收益率、净资产收益率与主营业务资产收益率、营业利润增长率、净利润增长率、总资产增长率、流动比率、速动比率、现金比率、资产负债率、应收账款周转率、存货周转率与总资产周转率等衡量企业不同财务能力的财务指标在一段时间内的变化趋势衡量某一事件的财务效应^[156, 157]。

6.1.2.2 综合指标分析法

综合指标分析法通常选取反映企业盈利能力、成长性、资产管理能力以及偿债能力等方面的多项财务指标，运用主成分分析法对这些指标进行，找出主成分，并寻求每一个主成分的经济含义，计算出每一个主成分的得分以及综合得分。主成分分析的基本思想是分析原始变量的相关系数矩阵，进而使多个相关变量降维为少数个变量的方法。基于主成分分析法计算得出的综合得分即可综合反应企业的业绩表现，进而通过考察综合得分在不同时点上综合得分的变化趋势检验某一事件的财务效应。

单一指标法选取的一项指标都具有十分明确的经济含义，具有很强的可操作性和简便性，但是该方法的全面性、系统性较差。综合指标法可以较全面地衡量企业各方面的财务表现，但其可操作性、简便性较差。学者们在研究某一事件的财务效应时，对这两种方法均有所应用。为全面、准确地衡量公司支付股票送转

的财务效应、判断股票送转对企业不同财务能力的影响，本章拟同时采用综合指标分析法与单一指标分析法对股票送转的财务效应进行研究。

6.1.3 股票送转财务效应及研究假设的提出

从 MM 的股利无关论，到后来放宽该理论假设条件而形成的税差学说、信号传递理论、股利迎合假说、股利生命周期假说等一系列理论假说，有关上市公司股利分配方面的理论历经了多轮发展。MM 理论认为，在完全市场条件下公司的股利分配政策与企业价值无关。税差学说指出，在股利所得税税率高于资本利得税税率的情况下，采取低股利支付水平或者不发放股利，股东才能获得最大收益。股利迎合假说从股东的边际所得税出发，认为不同的投资者的税收等级不同，公司为迎合不同投资者的需求将制定相应的股利政策。股利生命周期理论从公司特征、外部经营环境以及股东期望的角度出发，解释公司的股票送转行为。

信号传递理论认为，公司的股利政策传递了其未来盈利能力信息，股利增减变动引起股价波动原因在于股利包含了公司未来盈利能力的信息。Lintner 于 1956 年提出的信号传递假说放宽了股利无关论中关于“投资者和公司经理对未来投资机会拥有相同的信息”的假设，其内涵主要包括“显示管理者信心假说”、“现金替代假说”和“留存收益假说”等^[3]。

6.1.3.1 上市公司股票送转的财务效应的存在性

显示管理者信心假说认为，内部管理者和外部投资者之间存在“信息不对称”问题，即公司的管理者比投资者拥有更多关于公司经营状况和未来发展前景的信息。管理者根据公司的需要，制定不同的股利政策，向投资者传递其掌握的内部信息或者有关公司未来前景的信息，从而影响投资者的信心和行为。当公司管理者认为公司的发展前景较好，未来业绩将有所增长时，则选择派发股利或者提高股利支付水平将该信息传递给股东和潜在投资者；相反，如果预计未来经营业绩不理想，公司发展前景较差时，管理层则选择降低股利支付水平甚至停止支付股利，向投资者传递利淡的信号。送转作为股利分配的重要形式之一，也是传递公司未来发展前景与经营业绩的工具。

另外，送转对公司还有以下几方面的意义：一方面，在公司盈余不变的条件下，送转可以降低每股价格，使股票价格处于最优交易区间，吸引更多的投资者，使公司在资本市场上具有融资优势。另一方面，股东通过发放股票股利可以分享公司的盈余而无需支付现金，这样公司便可以保留现金以便再投资，有利于公司的长期成长与发展。一般认为，处于发展期的公司倾向于股票送转，将留存于公司的资金用投资于有价值的项目或者扩大公司规模，理论上股票送转将有利于公司未来业绩增长与发展。另外，企业的资产管理能力一般会随着其盈利能力的提高而得到改善。

基于以上分析, 提出假设 6.1.1、假设 6.1.2 与假设 6.1.3:

假设 6.1.1: 股票送转后公司盈利能力将显著增强。

假设 6.1.2: 股票送转后公司成长能力将显著增强。

假设 6.1.3: 股票送转后公司资产管理能力将显著增强。

根据现金替代假说, 实施股票股利是为了缓解可用资金的不足, 那么股票送转实施后公司资产的流动性会得到显著改善, 公司的短期偿债能力也将随之增强。

基于此, 提出假设 6.1.4:

假设 6.1.4: 股票送转后公司的短期偿债能力将增强。

6.1.3.2 上市公司股票送转财务效应强度与送转比

基于信号传递假说中的留存收益假说, 公司实施股票送转后会将盈余转变为股本, 进而限制股票送转的进一步发放。由于稳定的股票送转政策之于上市公司而言十分重要, 所以只有当管理者预期公司未来盈利能力可以稳步增加时才会选择实施股票送转。由此可以预期, 股票送转比越大, 公司就越能向市场传递良好发展的形象, 进而更能增强投资者的信心。同时, 也能够为企业保留更多的现金, 以便其进行再投资与改善企业资产的流动性。

基于此, 提出假设 6.2:

假设 6.2: 股票送转的财务效应受送转比的影响, 随着送转比的增加, 其强度也越大。

6.2 股票送转财务效应的实证研究设计

6.2.1 财务效应度量方法的选择

6.2.1.1 单一指标分析法

为了考察上市公司实施股票送转对企业盈利能力、发展能力、偿债能力与资产管理能力的影响, 从这四个方面选取了 10 个财务指标进行衡量。选取每股收益、净资产报酬率、资产报酬率与总资产报酬率衡量企业的盈利能力; 选取主营业务利润增长率与净利润增长率衡量企业的发展能力; 采用流动比率和现金比率衡量企业的短期偿债能力; 选取存货周转率和总资产周转率衡量企业资产管理能力。各指标计算方法如表 6.1。

为剔除行业的影响(证券公司公布的一级行业代码为准), 将所选取指标减去所在行业同一年度的中位数来进行标准化:

$$SV_{it} = V_{it} - V_{insm} \quad (6.1)$$

其中, t 取值为 -4, -3, -2, -1, 0, 1, 2, 3, 4, 令公司实施股票送转的年度为 $t=0$, 则 -4, -3, -2, -1, 1, 2, 3, 4 分别代表公司实施股票送转的前 4 个、前 3 个、前 2 个、前 1

个、后1个、后2个、后3个与后4个季度； V_{it} 表示 t 期第 i 个指标的实际值， V_{insm} 表示第 i 个指标所在行业第 t 期的行业中值； SV_{it} 代表 V_{it} 标准化后的值。

表 6.1 相关财务指标定义表

财务能力	财务指标	符 号	计算公式
盈利能力	每股收益	<i>EPS</i>	净利润/总股本
	净资产报酬率	<i>ROE</i>	净利润/所有者权益
	资产报酬率	<i>ROAEBIT</i>	(利润总额+财务费用)/总资产
	总资产报酬率	<i>ROA</i>	净利润/总资产
发展能力	主营业务利润增长率	<i>SGR</i>	(当年主营业务利润-上年主营业务利润)/上年主营业务利润
	净利润增长率	<i>Netprfgrr</i>	(当年净利润-上年净利润)/上年净利润
资产管理能力	流动资产周转率	<i>Liqasset</i>	销售收入/流动资产
	总资产周转率	<i>Asset</i>	销售收入/总资产
短期偿债能力	流动比率	<i>Liquid</i>	流动资产/流动负债
	现金比率	<i>Cash</i>	现金资产/流动负债

6.2.1.2 综合指标度量法

为了考察股票送转对公司业绩的综合影响以及考察上市公司决定的股票送转比例对股票送转财务效应强度的影响，将表 6.1 中涉及到的 10 个财务指标通过主成分分析法进行降维，提取主成分并分别为其命名，将因子的方差贡献率作为各主成分的权重计算综合得分，并将该综合得分作为衡量公司综合业绩的替代指标。主成分分析方法构造的综合指标的计算公式如下：

$$F_{i,t} = \sum_j^m w_j \times f_{i,j,t}, t = -4, 1, 2, 3, 4 \quad (6.2)$$

其中， $F_{i,t}$ 为第 i 个公司在 t 时的综合业绩， $f_{i,j,t}$ 为第 i 个公司在 t 个时点第 j 个因子的得分，为第 j 个因子的权重。为了确保权重 w_j 在各个时点一致，将 $t=-4, 0, 1, 2, 3, 4$ 上的各财务指标放在一起做主成分分析，将得出的 w_j 应用于各个时点。

6.2.2 研究方法 with 变量选取

6.2.2.1 上市公司股票送转财务效应的实证研究设计

为了验证假设 6.1.1 到假设 6.1.4，在单一指标法下，本小节拟对表 6.1 中涉及到的 10 个财务指标经剔除行业影响后的值在 $[t_{-4}, t_0]$ ， $[t_{-4}, t_{+1}]$ ， $[t_{-4}, t_{+2}]$ ， $[t_{-4}, t_{+3}]$ ， $[t_{-4}, t_{+4}]$ 上的变化是否具有显著差异，以探究上市公司在实施股票送转后一年内其盈利能力、发展能力、资产管理能力以及偿债能力发生怎样的变化。

由于财务指标一般不符合独立分布的条件，因此选取非参数检验——Wilcoxon

符号秩检验作为检验方法，以判断股票送转前后企业的盈利能力、发展能力、资产管理能力以及偿债能力是否有显著变化。Wilcoxon 符号秩检验方法既考虑了正、负号，又利用了差值大小，故检验效率较高。

在综合指标法下，运用 Wilcoxon 符号秩检验考察上市公司综合财务业绩即基于主成分分析法得到的综合得分在考察期 $[t_4, t_0]$, $[t_4, t_{+1}]$, $[t_4, t_{+2}]$, $[t_4, t_{+3}]$, $[t_4, t_{+4}]$ 上的是否有显著变化，以判断上市公司实施股票送转能否对公司综合业绩造成显著影响。

6.2.2.2 多元回归分析

为验证假设 6.2 是否成立，本小节拟构建多元回归模型，对上市公司实施股票送转的财务效应强度与送转比之间的关系进行检验。构建的多元回归模型如下：

$$\Delta Performance_t = \alpha_0 + \alpha_1 \times DPS + \alpha_2 \times ROE + \alpha_3 \times Netprfgrrt + \varepsilon \quad (6.3)$$

其中， $t=0, 1, 2, 3, 4$ ； $\Delta Performance_t$ 为因变量，表示在 $[-4, t]$ 间股票送转的财务效应； DPS 是自变量，代表每股送转比，为每股所分配的股票股利数与股票转增数之和。控制变量为净资产报酬率与净利润增长率，分别衡量公司的盈利能力和成长能力；相比于盈利能力差、成长性不好的公司，盈利能力强、成长性好的公司更能合理高效地运用送转保留在企业的资金，并且更能增强投资者信心、吸引新的投资者，因此有必要对这两个变量加以控制。 α_0 表示常数， $\alpha_j(j=1, 2, 3)$ 表示待估计参数， ε 表示残差项。

对于因变量 $\Delta Performance_t$ ，采用主成分分析法获取(见式(6.2))。本小节对样本公司在 $t=-4, -3, -2, -1, 0, 1, 2, 3, 4$ 时期分别对表 1 中 10 个变量进行主成分分析提取 4 个因子，并分别命名为盈利能力、成长能力、资产管理能力和短期偿债能力，计算出各个时期样本公司的盈利能力得分、成长能力得分、资产管理能力得分、短期偿债能力得分与综合能力得分。将股票送转的财务效应定义为不同时期综合能力得分之差，着重考察了 $[-4, 0]$ 、 $[-4, 1]$ 、 $[-4, 2]$ 、 $[-4, 3]$ 与 $[-4, 4]$ 区间上股票送转财务效应强度与送转比的关系。

表 6.2 是模型(6.3)涉及到的相关变量的定义表 6.2。

表 6.2 模型(6.3)中变量的定义表

变 量	变量名称	符 号	变量计算
因变量	综合业绩变化量	$\Delta performance_t$	$F_t - F_{t-1}$
自变量	股票送转支付率	DPS	(每股股票股利数+每股股票转增数)/每股收益
控制变量	权益报酬率净利率	ROE	净利润/普通股股数
变量	净利润增长率	$Netprfgrr$	(当年净利润-上年净利润)/上年净利润

6.2.3 样本选择与数据来源

股权分置改革完成后我国 A 股上市公司选择送转股、派息与送转股相结合的股利政策的家数和比例逐年上升,这一方面满足了一部分股东对现金股利的需求,另一方面送股和转增股本使得部分现金流留在了上市公司内部,扩大了股本。为使研究数据具有一致性和可比性,加上需要滞后一期的数据以考察股票送转派发后公司财务指标的变化,因此选取在上海交易所、深证交易所上市的 2007 年 1 月 1 日至 2010 年 12 月 31 日期间实施了股票股利、股票转增或者股票送转的所有 A 股上市公司作为样本选取范围,并剔除以下样本:(1) 金融类上市公司。因为其经营活动与其它行业的公司相比有很大差异;(2) 被 ST、PT 和*ST 的上市公司。这些事件对公司各方面都具有重大影响,而且这类公司一般都连年亏损,其派发股利行为属于非正常情况;(3) 同时发行 B 股和 H 股的上市公司,其支付股利行为与仅发行 A 股的上市公司可能存在差异;(4) 所需研究数据缺失的公司;(5) 净资产为负数、净利润为负仍实施送转的公司;(6) 在实施股票送转的年度同时发生配股、增发、支付股票送转或者混合股利重大事件的样本样本。经过以上筛选,共得到 180 个样本,其中 2007 年 55 个、2008 年 72 个、2009 年 21 个、2010 年 32 个。

为能够更全面地反映上市公司股票送转财务效应在不同时间段的差异,采用季度数据考察公司实施股票送转后在相关数据可得的最小时间单位的变化趋势。考虑到有些公司连续每年都支付股利,为避免连续进行股票送转的年份产生交互影响,只对公司实施股票送转后一年内各财务指标的变化进行分析。同时,为使实证结果更加准确、更具代表性,对极端值进行了删除。为了充分利用样本信息,分别对每个变量的极端值进行处理,只删除该变量上存在极端值的样本,但不删除该样本在其他变量上的数值。这里,具体利用 SPSS16.0 软件的箱体图确定极端值。

所使用的股票送转的公告数据、样本公司的相关季度财务数据分别来源于上海证券交易所(<http://www.sse.com.cn>)、深证交易所(<http://szse.cn/>)与国泰安数据库(<http://www.gtarsc.com>)。数据处理软件为 SPSS 16.0。

6.3 股票送转财务效应的实证结果分析

6.3.1 股票送转前后各财务指标变化分析

运用 SPSS 16.0 对样本公司各个财务指标在实施股票送转所在的季度、后 1 个、后 2 个、后 3 个与后 4 个季度内的变化进行显著性检验,结果见表 6.3。

从表 6.3 可以看出,公司进行股票送转后,衡量企业盈利能力、发展能力、资

产管理能力和短期偿债能力的财务指标都有一定程度的变化，具体分析如下：

(1) 从盈利能力来看，公司进行股票送转的当个季度，净资产报酬率、资产报酬率、总资产报酬率与营业利润率都有所上升，但是这种变化没有通过显著性检验，说明企业盈利能力在其实实施股票送转的当月没有显著变化。每股收益下降了-0.018，主要是公司实施股票送转后，在外流通股股数增加进而摊薄了每股收益。

公司实施股票送转后 1 个季度内，盈利能力显著增强。每股收益增加了 0.045，净资产报酬率增加了 1.019，资产报酬率增加了 0.636，总资产报酬率增加了 0.999。同时，它们均在 1% 的显著性水平下通过检验。同时，样本公司的盈利能力在其进行股票送转后 2 个、3 个、4 个季度内也同样表现出显著的增长。

由此可见，上市公司实施股票送转后，盈利能力有显著增强，但是这种变化存在一定的滞后效应，即公司盈利能力在股票送转当月并没有发生显著变化，而是在实施股票送转后 1 个季度到 4 个季度内才表现出显著的提高。基于此，假设 6.1.1 成立。

(2) 从成长能力来看，在公司实施股票送转的当个季度、后 1 个、后 2 个、后 3 个与后 4 个季度，营业利润增长率都有显著的提高。但是，净利润增长率在[-4, 3]与[-4,4]区间上的增长没有通过显著性检验，这可能由于收入增长引起的相关费用增加抵补了营业利润增加造成的。整体而言，公司的成长能力在其实实施股票送转后有了显著的提高。因此，假设 6.1.2 成立。

表 6.3 各财务指标在各区间上显著性检验结果

财务指	统计指标	[-4, 0]	[-4, 1]	[-4, 2]	[-4, 3]	[-4, 4]
每股 收益	P 值	0.03	0.00	0.00	0.00	0.00
	Z 值	-2.17	-4.87	-5.87	-7.67	-6.50
	中位数差	-0.018**	0.045***	0.061***	0.072***	0.056***
净资产 报酬率	P 值	0.27	0.00	0.00	0.00	0.00
	Z 值	-1.11	-3.37	-3.42	-3.40	-4.86
	中位数差	0.273	1.019***	1.219***	0.969***	1.252***
资产报 酬率	P 值	0.11	0.00	0.00	0.00	0.00
	Z 值	-1.60	-3.57	-4.55	-4.12	-4.87
	中位数差	0.217	0.636***	0.845***	0.817***	0.881***
总资产 报酬率	P 值	0.16	0.00	0.00	0.00	0.00
	Z 值	-1.40	-3.03	-3.60	-3.65	-4.37
	中位数差	0.195	0.475***	0.502***	0.584***	0.620***

续表 6.3

财务指	统计指标	[-4, 0]	[-4, 1]	[-4, 2]	[-4, 3]	[-4, 4]
成 长 能 力	营业利 润增长 率	P 值 0.00	0.00	0.04	0.04	0.04
		Z 值 -3.40	-3.18	-2.01	-2.02	-2.06
		中位数差 17.774***	15.198***	11.504**	7.961**	11.805**
资 产 管 理 能 力	净利润 增长率	P 值 0.00	0.01	0.04	0.14	0.14
		Z 值 -2.89	-2.75	-2.02	-1.48	-1.47
		中位数差 11.965***	9.467***	7.502**	4.087	6.367
短 期 偿 债 能 力	流动资 产周转 率	P 值 0.46	0.17	0.00	0.03	0.00
		Z 值 -0.73	-1.38	-2.97	-2.23	-4.10
		中位数差 -0.077	0.046	0.176***	0.087**	0.228***
总 资 产 周 转 率	总资产 周转率	P 值 0.89	0.04	0.00	0.01	0.00
		Z 值 -0.14	-2.03	-4.02	-2.60	-5.02
		中位数差 0.014	0.049**	0.107***	0.046**	0.125***
流 动 比 率	流动 比率	P 值 0.90	0.79	0.94	0.60	0.20
		Z 值 -0.12	-0.26	-0.08	-0.52	-1.28
		中位数差 0.010	-0.004	0.025	-0.001	-0.075
现 金 比 率	现金 比率	P 值 0.43	0.09	0.01	0.02	0.00
		Z 值 -0.79	-1.68	-2.44	-2.35	-2.95
		中位数差 0.011	0.005*	0.024**	0.021**	0.032***

注：***、**、和*表示在1%、5%和10%的显著性水平下通过检验。

(3) 从资产管理能力来看，样本公司在实施股票送转的当个季度，无论是流动资产周转率还是总资产周转率，都没有表现出显著变化。但是，总资产周转率在[-4, 1]、[-4, 2]、[-4, 3]与[-4, 4]上表现出显著的增长，流动资产周转率在[-4, 2]、[-4, 3]和[-4, 4]上也表现出了显著的增长。因此可以说，股票送转后公司的资产管理能力有一定程度的提高，但是这种变化也存在一定的滞后效应。因此假设 6.1.3 成立。

(4) 从短期偿债能力来看，一方面，公司实施股票送转后现金比率在[-4, 1]、[-4, 2]、[-4, 3]和[-4, 4]上表现出显著的提高；在[-4, 0]上虽然有所提高，但并不显著；另一方面，流动比率在考察期间一直没有表现出显著的变化，而且变化方向也不一致，公司实施股票送转对其流动比率并没有造成确定的、显著的影响。由于现金比率是指现金及现金等价物与企业流动负债的比率，反映了公司即可偿还

到期债务的能力；因此股票送转对企业短期偿债能力的影响更多地变现为对企业即可变现能力的影响。所以，假设 6.1.4 在一定程度上也是成立的。

从以上分析可知，上市公司实施股票送转是存在财务效应的，即对企业财务绩效的提升具有正面影响，但是综合而言，股票送转的财务效应也存在一定的滞后性，一般为 1 个季度。

6.3.2 股票送转前后公司综合业绩变化分析

6.3.2.1 主成分的提取

本小结运用主成分分析法检验了股票送转对企业综合业绩的影响。运用主成分分析法之前首先要对表 6.1 中涉及的 10 个指标是否适合进行主成分分析进行检验，因此本小节首先对原始数据进行了 KMO 检验和巴特利特球度检验，具体结果见表 6.4。

表 6.4 巴特利特球度检验和 KMO 检验

KMO		0.685
巴特利特 球度检验	卡方值	11918.229
	自由度	45
	显著性检验	0.000

从表 6.4 可以看出，KMO 值为 0.685，大于 0.5，巴特利特球检验统计量观测值为 11918.229，且通过了显著性检验，说明原始数据以及所选取的财务指标适合运用主成分分析法。

6.5 相关系数矩阵

	<i>EPS</i>	<i>ROE</i>	<i>ROAEBIT</i>	<i>ROA</i>	<i>SGR</i>	<i>Netprfgrr</i>	<i>Liqasset</i>	<i>Asset</i>	<i>Liquid</i>	<i>Cash</i>
<i>EPS</i>	1.000	0.535	0.703	0.716	0.040	0.166	-0.038	-0.004	-0.025	0.115
<i>ROE</i>	0.535	1.000	0.623	0.654	0.050	0.233	0.011	0.030	-0.088	0.026
<i>ROAEBIT</i>	0.703	0.623	1.000	0.964	0.054	0.193	-0.008	0.036	0.053	0.296
<i>ROA</i>	0.716	0.654	0.964	1.000	0.053	0.225	-0.019	0.019	0.131	0.327
<i>SGR</i>	0.040	0.050	0.054	0.053	1.000	0.084	0.001	0.003	-0.002	-0.005
<i>Netprfgrr</i>	0.166	0.233	0.193	0.225	0.084	1.000	-0.005	-0.004	0.009	-0.001
<i>Liqasset</i>	-0.038	0.011	-0.008	-0.019	0.001	-0.005	1.000	0.749	-0.065	-0.102
<i>Asset</i>	-0.004	0.030	0.036	0.019	0.003	-0.004	0.749	1.000	-0.067	-0.114
<i>Liquid</i>	-0.025	-0.088	0.053	0.131	-0.002	0.009	-0.065	-0.067	1.000	0.396
<i>Cash</i>	0.115	0.026	0.296	0.327	-0.005	-0.001	-0.102	-0.114	0.396	1.000

表6.5是原始变量的相关系数矩阵，从表6.5可以看出：度量企业盈利能力的EPS, ROE, ROAEBIT和ROA四个变量之间的相关系数最小值为0.535，其余均在0.600以上，衡量企业资产管理能力的Liqasset与Asset之间的相关系数为0.749，衡量企业短期偿债能力的Liquid和Cash之间的相关系数为0.396,说明变量之间存在多重共线性，需要进行因子分析。然而，SGR与Netprfgrr变量之间不存在显著的相关关系，相关系数仅为0.084，这可能会对结果产生一定影响。

表6.6 特征根的共同度水平

原始变量	原始共同度	特征根共同度	原始变量	原始共同度	特征根共同度
EPS	1.000	0.699	Netprfgrr	1.000	0.386
ROE	1.000	0.667	Liqasset	1.000	0.873
ROAEBIT	1.000	0.894	Asset	1.000	0.875
ROA	1.000	0.931	Liquid	1.000	0.705
SGR	1.000	0.747	Cash	1.000	0.704

表6.6是因子分析的初始解，显示了所有变量的共同度水平数据，原始共同度表明，如果对原有10个变量采用主成分分析方法提取所有特征根(即提取10个公因子)，那么原有变量的所有方差都可以解释，变量的共同度均为1。然而，公因子个数小于原始变量个数是因子分析的目的，所以不能提取全部特征跟。第二列是提取特征根后的共同度，从表6.6可知，绝大多数超过0.660，只有Netprfgrr的共同度在0.6以下，表明改变量损失的信息较多，但整体上主成分因子提取的效果比较好。

表 6.7 主成分分析的总方差解释

	初始特征值和方差解释			提取公因子后的特征值和方差解释		
	特征值	方差贡献率	累计方差贡献率	特征值	方差贡献率	累计方差贡献率
1	3.273	32.734	32.734	3.273	32.734	32.734
2	1.821	18.210	50.944	1.821	18.210	50.944
3	1.354	13.543	64.487	1.354	13.543	64.487
4	1.032	10.323	74.810	1.032	10.323	74.810
5	0.893	8.928	83.738			
6	0.582	5.819	89.558			
7	0.456	4.560	94.118			
8	0.309	3.093	97.211			
9	0.248	2.484	99.695			
10	0.030	0.305	100.000			

表6.7给出了主成分分析的提取结果,从表6.7可以看出,只有第1~4个公因子的特征值大于1,根据特征值大于1的原则可知基于主成分分析法通过降维,可以从所选取的10个财务指标中提取了4个维度 f_1, f_2, f_3, f_4 。分别将其命名为盈利能力因子、发展能力因子、资产管理能力因子与短期偿债能力因子。其权重分别为0.32734、0.18210、0.13543与0.10323,按照公式(6.2),计算各个上市公司在 $t_{-4}, t_0, t_1, t_2, t_3, t_4$ 上的综合得分分别为:

$$F_{i,t} = 0.32734 \times f_{i,1,t} + 0.18210 \times f_{i,2,t} + 0.13543 \times f_{i,3,t} + 0.10323 \times f_{i,4,t}, t = -4, 0, 1, 2, 3, 4 \quad (6.5)$$

6.3.2.2 股票送转支付前后企业综合业绩的描述性统计

为检验上市公司实施股票送转前后上市公司的综合财务业绩是否存在显著性差异,本小节对综合得分在 $[t_{-4}, t_0], [t_{-4}, t_{+1}], [t_{-4}, t_{+2}], [t_{-4}, t_{+3}], [t_{-4}, t_{+4}]$ 区间上的变化进行了显著性检验,具体结果见表6.8。

表 6.8 股票送转前后企业综合业绩变化的显著性检验

统计量	区间				
	$[t_{-4}, t_0]$	$[t_{-4}, t_{+1}]$	$[t_{-4}, t_{+2}]$	$[t_{-4}, t_{+3}]$	$[t_{-4}, t_{+4}]$
中位数变化	0.025	0.045***	0.055***	0.075***	0.065***
(P 值)	(0.179)	(0.000)	(0.000)	(0.000)	(0.000)

注: *、**、***分别表示显著性水平10%、5%、1%;考虑到财务数据一般不服从正态分布,因此采用Wilxion秩和检验法对上市公司综合财务业绩在各个区间上中位数的变化进行显著性检验。

从表 6.8 可知,上市公司的综合财务业绩在 $[t_{-4}, t_0], [t_{-4}, t_{+1}], [t_{-4}, t_{+2}], [t_{-4}, t_{+3}]$ 和 $[t_{-4}, t_{+4}]$ 区间上的变化分别为 0.025、0.045、0.055、0.075 和 0.065,说明与实施股票送转前一个季度相比,上市公司的综合财务业绩在实施股票送转所在季度以及实施股票送转后第 1 个季度、第 2 个季度、第 3 个季度与第 4 个季度均有所提高。从表 6.9 还可以看出,企业的综合财务业绩在 $[t_{-4}, t_0]$ 区间上的变化并不显著,说明上市公司实施股票送转财务效应具有一定的滞后性,且滞后期一般为 1 个季度,这与单指标下对股票送转财务效应的检验结果是一致的。

6.3.3 综合业绩变化与股票送转比例关系分析

6.3.3.1 回归变量的描述性统计

运用SPSS17.0,对模型(6.3)涉及到的变量进行描述性统计检验,结果见表6.9。

从表 6.9 可以看出,不同样本公司在各个考察期间的综合财务业绩增长幅度存在很大差异,比如在 $[t_{-4}, t_0]$ 区间上,综合财务业绩变化的最大值达到 479.885,而

最小值仅为-407.759，标准差为 42.789。造成这种现象的原因可能是样本公司具有不同的股利支付率与公司特征变量。从表 6.10 中可以看出，样本公司的股利支付率(*DPS*)、盈利能力(*ROE*)和成长性(*Netprfgrr*)的最小值、最大值以及标准差看可知，样本公司的这几个指标存在显著差异。

6.9 模型(6.3)中变量的描述性统计

	最小值	最大值	平均值	标准差
[-4,0]	-107.759	479.885	-0.116	42.789
[-4,1]	-141.892	431.500	1.582	41.779
[-4,2]	-159.925	427.846	-0.504	45.006
[-4,3]	-142.698	414.814	0.138	46.330
[-4,4]	-233.824	453.799	0.145	43.847
<i>DPS</i>	0.046	1.200	0.519	0.2867
<i>ROE</i>	-31.600	45.200	4.816	6.227
<i>Netprfgrr</i>	-37.5071	368.4092	2.404396	23.314

6.3.3.2 回归模型的显著性检验

运用主成分分析法，将表 1 中涉及到的经标准化的 10 个变量分别在[-4, 0]、[-4, 1]、[-4, 2]、[-4, 3]和[-4, 4]区间上的差值进行因子分析，提取 4 个因子，分别命名为盈利能力、成长能力、资产管理能力以及短期偿债能力，并计算出各因子得分与综合得分，并以各个区间上的综合能力得分作为模型(6.3)的因变量。

在模型(6.3)中，选取不同区间上的综合能力得分作为因变量时可衍生出模型(6.3.1)、模型(6.3.2)、模型(6.3.3)、模型(6.3.4)和模型(6.3.5)。采用 SPSS17.0，对回归模型(6.3.1)~模型(6.3.5)的显著性进行检验，结果见表 6.11。

由表 6.10 可以得出以下结论：

(1) 模型(6.3.1)~模型(6.3.5)的 F 值分别为 71.89%、56.08%、35.29%、30.96% 和 47.05%，均在 1%的显著性水平下通过检验，且 DW 值也均在 2 左右^②，说明构建的模型不存在自相关性；并且各个模型中的 3 个变量的 VIF 值都接近于 1^③，说明模型不存在多重共线性；因此模型(6.3.1)~模型(6.3.5)是有效的。

(2) 从送转比(*DPS*)系数的符号看，模型(6.3.1)~模型(6.3.5)中系数均为正，说明股票送转财务效应的强度与送转比成正比；从送转比系数的显著性来看，只有

^② DW 值是判断模型是否存在自相关的标准之一，当该值接近于 2 时，说明模型不存在自相关性；当 DW 值接近于 0 时，说明模型存在显著的正相关性；当 DW 值接近于 4 时，说明模型存在显著的负相关性。

^③ VIF 值为方差膨胀因子，通常若 VIF 值大于等于 10 时，说明变量之间存在严重的多重共线性；VIF 值越接近于 1，说明变量之间的多重共线性越弱。

在模型(6.3.4)中系数没有通过显著性检验,其它模型中都通过了显著性检验。说明送转比在[-4, 0]、[-4, 1]、[-4, 2]和[-4, 4]区间上均对股票送转财务效应的强度具有显著影响,而在[-4, 3]上对股票送转财务效应强度影响不大。

表 6.10 财务效应的多元回归结果

解释变量	统计指标	模型(6.3.1)	模型(6.3.2)	模型(6.3.3)	模型(6.3.4)	模型(6.3.5)
C	系数	-13.993***	-13.841***	-8.456*	-12.437**	-2.865
	(P 值)	(0.001)	(0.001)	(0.078)	(0.014)	(0.000)
DPS	系数	15.964**	17.816***	13.749*	9.160	13.288*
	(P 值)	(0.016)	(0.009)	(0.078)	(0.261)	(0.069)
	VIF	1.009	1.009	1.009	1.009	1.009
ROE	系数	0.608*	0.802**	-0.317	1.215***	-1.338***
	(P 值)	(0.051)	(0.012)	(0.388)	(0.002)	(0.000)
	VIF	1.060	1.060	1.060	1.060	1.060
Netprfgrr	系数	1.108***	0.965***	0.975***	0.819***	1.064***
	(P 值)	(0.000)	(0.000)	(0.000)	(0.000)	(0.000)
	VIF	1.052	1.052	1.052	1.052	1.052
F 值	F 值	71.89	56.08	35.29	30.96	47.05
	(P 值)	(0.000)	(0.000)	(0.000)	(0.000)	(0.000)
DW		2.060	1.963	1.715	1.833	2.003
R ²	值(%)	40.800	34.900	25.000	22.600	31.000

注:***、**、和*表示在1%、5%和10%的显著性水平下通过检验;模型(6.3.1)、模型(6.3.2)、模型(6.3.3)、模型(6.3.4)和模型(6.3.5)以[-4,0]、[-4,1]、[-4,2]、[-4,3]和[-4,4]上的综合能力因子得分作为模型(6.3)中的因变量。

(3) 控制变量净资产报酬率(ROE)和净利润增长率(Netprfgrr)与股票送转财务效应强度均成正相关关系,而且几乎均通过了显著性检验,对股票送转财务效应强度的影响与两者的系数有关。说明上市公司的净资产报酬率、净利润增长率越大,实施股票送转产生的财务效应就越大。

因此,多元回归分析实证检验结果支持研究假设 6.2,即上市公司实施股票送转财务效应的强度受送转比的影响,送转比越大,股票送转财务效应也就越大。同时也说明,上市公司实施股票送转对其财务目标的实现是有正面作用的,也说明信号传递假说在中国资本市场是成立的。

6.4 本章小结

上市公司的股利政策行为一直都是学术界和实务界关心的话题,而股票股利

或股票转增在 1990 年代以来一再成为中国上市公司青睐的股利支付方式。但是，已有文献主要集中于总转股的发放动因、其影响因素以及股利公告的市场反应上，有关股票送转的财务效应即对企业财务目标实现程度的影响的研究还不全面。本章基于信号传递假说，选取上海证券交易所和深圳证券交易所两市在 2007 年至 2010 年间实施股票送转的公司作为研究样本，在单指标法与综合指标法下考察了中国上市公司实施股票送转对公司盈利能力、成长能力、偿债能力和资产管理能力以及企业综合财务业绩的影响。同时，采用主成分分析法将所选取的 10 个财务指标进行因子分析，计算出各个区间上的综合能力得分并将其作为度量股票送转财务效应的替代指标，在控制其它变量的基础上探讨了送转比与其之间的关系。本章的研究得出了以下结论：

(1) 上市公司实施股票送转后，企业的盈利能力、发展能力、资产管理能力与偿债能力的确发生了变化，盈利能力、发展能力、资产管理能力与偿债能力均显著增强。

(2) 上市公司的综合财务业绩在实施股票送转后也有显著提高。但是整体而言，股票送转的财务效应存在一定的滞后性，一般为一个季度。

(3) 上市公司的股票送转财务效应强度受送转比的影响，送转比越大，股票送转财务效应的强度也就越大。同时，股票送转财务效应的强度也随着公司的盈利能力与成长性的增强而增强。

与已有研究相比，本章更加全面地分析了股票送转对公司财务能力的影响，并且选用综合指标法(即运用主成分分析将所选取的指标进行因子分析进而得出综合能力得分)对股票送转的财务效应与送转比的关系进行考察，对现有相关研究做了有益的补充。同时，从本章的研究结论可知，上市公司实施股票送转能够对公司实现其财务目标产生正面影响，并且与送转比呈正比例关系。由此可见，上市公司应当规范其股票送转行为，合理制定股利政策以促进实现其财务目标，最大化企业价值，保护投资者利益。

第7章 上市公司股票送转的总体效应与对策建议

从本文第4章、第5章以及第6章的研究结论可以看出，上市公司进行股票送转皆具有股价效应、流动性效应以及财务效应，说明股票送转能够在一定程度上提高上市公司股票的市场表现以及其财务业绩。通过分析上市公司股票送转的总体效应，可以进一步验证并解释上市公司进行股票送转的动机。在此基础上，还可以针对监管层和投资者提出相应的政策建议，以保障上市公司制定合理的送转政策，促进上市公司健康发展并保护投资者利益。

本章的结构安排如下：首先回顾第4章、第5章和第6章关于股票送转相关效应的研究，从而对股票送转的总体效应进行详细分析；其次，根据股票送转的总体效应、支持的理论假设，反向验证上市公司进行股利发放的动机；第三，对监管层和投资者分别提出政策建议；最后是本章小结。

7.1 上市公司股票送转相关效应的综合分析

总体来说，上市公司股票送转存在股价效应、流动性效应和财务效应，主要表现在股票送转对送转公司和同行业内未送转公司的显著影响。以下分别从这两方面对上市公司股票送转的总体效应进行总结。

7.1.1 对送转公司的影响

在股票价格方面，送转公告引起送转公司股票出现正的累积超额收益，说明送转公告传递了上市公司前景的乐观信号，对送转公司的股价产生了正面的显著影响。并且这种正向的显著影响在公告日前后的5个交易日内都一直显著存在。

在股票流动性方面，送转后股票流动性得到显著改善，且前后30个交易日的流动性改善相对其它较短的时间段来说更明显，说明股票送转流动性效应存在，持续时间较长，但是存在一定程度的滞后性。此外，送转强度越大，账面市值比越高，公司规模越小，送转前股价涨幅越大，股票收益波动率越小，流动性改善的幅度越大，即送转强度越大。

在公司财务业绩方面，上市公司股票送转后净资产报酬率、资产报酬率、总资产报酬率和营业利润率都显著上升，说明送转公司的营业能力显著增强；上市公司股票送转后营业利润增长率和净利润增长率都显著上升，说明送转公司的成长能力显著增强；上市公司股票送转后流动资产周转率和总资产周转率都显著上升，说明送转公司的资产管理能力显著增强；上市公司送转后现金比率显著上升，

而流动比率并没有表现出任何显著的变化，说明送转公司短期偿债能力显著增强，主要表现在企业即可变现能力的增强。但是，整体而言，表现在营业能力、成长能力、资产管理能力和短期偿债能力等四个方面的财务效应存在一定的滞后性，一般为一个季度。同时，上市公司股票送转引起的财务效应受送转比的影响，送转强度越大，财务效应强度也越大。

7.1.2 对同行业内未送转公司的影响

在股票价格方面，送转公告引起同行业内未送转公司的股票出现正的累积超额收益，说明送转公告传递的利好信息在行业里发生了转移，对同行业内未送转公司的也产生显著的正向影响，即存在送转的行业内股价效应。但是，行业内的信息转移具有一定的时滞性，所以这种正向的显著影响直至预案公告日后 2 个交易日才会出现。此外，送转公司的股价效应越明显、规模越大，送转公司与同行业内未送转公司的相似性程度越高，未送转公司的错误定价程度越高，则送转的行业内股价效应越显著。

在股票流动性方面，同行业内未送转公司的股票流动性受到送转公告的影响，即存在送转的行业内流动性效应，这种效应持续时间较长，但是存在一定程度滞后性。并且，在不同行业中送转的行业内流动性效应存在差异。其中，采掘业、传播与文化业以及电力业中未送转公司的股票流动性得到显著改善，说明传染效应占主导地位；制造业中未送转公司的股票流动性显著降低，说明竞争效应占主导地位。而其它行业，比如房地产业、建筑业、交通运输业、农林牧渔业、批发零售业、社会服务业、综合业，则没有观察到明显又稳定的行业内效应，表明传染效应和竞争效应的强度相互均衡。

7.2 上市公司股票送转效应对动机的验证分析

本文第 3 章从行为金融学视角对上市公司股票送转行为的动机进行研究，实证结果支持股利迎合理论，认为上市公司在送转或不送转、高送转或低送转间进行选择以迎合投资者的需求。本文的第 5 章、第 6 章和第 7 章对股票送转的相关效应进行研究，在一定程度上验证了除迎合投资者需求动机以外的其他动机。

7.2.1 传递公司利好信号的动机

传递公司利好信号的动机得到了股票送转股价效应、流动性效应和财务效应的一致验证。即上市公司管理者将送转看成有效的信息传递工具，通过送转向投资者传递其掌握的内部信息或者有关公司经营状况和未来前景的信息，减少其与投资者之间的信息不对称，帮助投资者认识公司并形成正确的投资决策，减少逆

向选择问题，降低投资失误带来的风险，在一定程度上保证投资者的投资回报，达到投资者利益保护的目的，树立良好的公司形象，增进广大投资者对公司的信心，激发其对公司持续性投资的热情，使公司获得长期、稳定的发展条件和机会。具体的相关效应、支持的理论假说和动机验证分析见表 7.1。

表 7.1 股票送转相关效应对利好信号传递动机的验证分析

相关效应	本文相关结论	支持的理论假说	验证的动机
股价效应	(1) 送转公告传递了上市公司发展前景的乐观信号，使得送转公司的股票出现了正面的价格反应。	信号传递假说	传递公司利好信号，减少信息不对称。
	(2) 存在行业内股价效应。同行业未送转公司的股价出现显著的正面反应，传染效应占主导地位。	信息转移假说	
	(3) 送转公司的股价效应越明显、规模越大，送转公司与行业内未送转公司的相似性程度越高，未送转公司的错误定价程度越高，则送转的行业内股价效应越显著。		
流动性效应	(1) 上市公司进行股票送转后，其股票流动性得到显著改善，并且送转比越大，流动性改善幅度越大。	信号传递假说	传递公司利好信号，减少信息不对称。
	(2) 存在行业内流动性效应。其中，采掘业、传播与文化业以及电力业中未送转公司的股票流动性得到显著改善，传染效应占主导地位；而制造业中未送转公司的股票流动性显著降低，竞争效应占主导地位。	信息转移假说	
财务效应	(1) 送转后，上市公司盈利能力、发展能力、资产管理能力均显著增强；综合财务业绩也有显著提高。	信号传递假说	传递公司利好信号，减少信息不对称。
	(2) 送转比越大，上市公司股票送转产生的财务效应强度越大；公司盈利能力与成长性越强，股票送转财务效应的强度也就增大。		

7.2.2 降低股票价格至最优交易区间的动机

降低股票价格至最优交易区间的动机得到股票送转流动性效应和财务效应的一致验证。受公司特征、公司所属行业价格水平、市场平均价格水平以及交易所规定的最小报价单位等的影响，上市公司股票存在一个保证其顺利交易和流动性的最优价格区间。股价过高时，不仅不利于资金有限的个人投资者进行适度分散投资，还会阻碍资金受约束的投资者入市，导致流动性降低。

上市公司进行股票送转是为了降低股价至该最优价格区间，一方面能够利用价格优势吸引更多的投资者参与到公司股票的交易中；另一方面，吸引金融机构、证券分析师、投资者和市场的注意，使公司未来现金流量和盈余得到重新评价，也可以吸引更多投资者参与到公司股票的交易中，因此股票送转后，股票流动性增加，且公司在资本市场上具有明显的融资优势。具体的相关效应、支持的理论假说和动机验证分析见表 7.2。

表 7.2 股票送转相关效应对降低股价动机的验证分析

相关效应	本文相关结论	支持的理论假说	验证的动机
流动性效应	(1) 存在流动性效应，送转后送转公司的股票流动性得到显著改善。 (2) 流动性效应持续时间较长，但存在一定程度的滞后性。	最优交易区间理论	降低股票价格至最优交易区间，吸引更多的投资者到公司股票的交易中。
财务效应	(1) 送转后上市公司盈利能力、发展能力、资产管理能力与偿债能力均显著增强；综合财务业绩也显著提高。 (2) 股票送转的财务效应存在一定的滞后性，一般为一个季度。	最优交易区间理论	在公司盈余不变的条件下，降低股票价格至最优交易区间，吸引更多的投资者，使公司在资本市场上具有融资优势。

7.2.3 保留现金的动机

保留现金的动机得到股票送转财务效应的验证。上市公司欲通过股票送转来达到保留现金的目的。一方面，公司有充足的资金就可以进行有价值项目的投资或者公司规模的扩大，有利于公司的长期成长与发展，有利于公司未来业绩增长与发展。

因此，股票送转后，公司盈利能力、发展能力都得到增强，而企业的资产管理能力也随着其盈利能力的提高而得到改善。另一方面，公司进行股票送转而不是发放现金股利，可以缓解公司可用资金的不足，令公司资产的流动性得到改善。因此，股票送转后，公司的短期偿债能力也将随之增强。具体的相关效应、支持

的理论假说和动机验证分析见表 7.3。

表 7.3 股票送转相关效应对保留现金动机的验证分析

相关效应	本文相关结论	支持的理论假说	验证的动机
财务效应	<p>(1) 留存于公司的资金可用于投资有价值的项目或者扩大公司规模，因此股票送转后，公司盈利能力、发展能力、资产管理能力都得到增强。</p> <p>(2) 股票送转可缓解可用资金的不足，因此公司在进行股票送转后，资产的流动性会得到显著改善，公司的短期偿债能力也将随之增强。</p>	<p>现金替代假说</p> <p>留存收益假说</p>	<p>(1) 保留现金以便再投资。</p> <p>(2) 缓解可用资金的不足。</p>

7.3 相关对策建议

从上文的分析中知，上市公司股票送转能够对公司股票股价在二级市场的表现、股票流动性、企业盈利能力、成长能力、资产管理能力、短期偿债能力以及综合财务业绩产生显著影响。然而，中国上市公司的股票送转行为还存在诸多问题，比如盲目追逐高送转以及股票送转政策不连续、不稳定等。根据研究结论，本文从监管层、上市公司与投资者三方面提出对策建议，以维护证券市场的政策秩序，促进上市公司的健康发展，并保护投资者的权益。

7.3.1 对监管层的建议

(1) 强化监管层的监管职能

首先，监管层需加强对上市公司股票送转行为的监管。上市公司质量是资本市场健康稳定发展的基础，股利政策的合理性程度是用来衡量上市公司质量的重要标志之一。因此，把股利分配行为作为其对上公司监管的一项重要内容，运用合理举措来规范上市公司股票送转行为，帮助上市公司充分意识到股票送转可以向市场传递公司利好的信息，引导其有意识地制定出反映各利益主体要求的股利政策，保证上市公司通过股票送转传递的信息是准确、真实并可靠的，防止上市公司进行股票送转时的不规范行为，充分保护投资者利益，实现上市公司的健康发展，直接关系到资本市场监管目标的实现。

其次，虽然本文实证的结果证明了股票送转对公司股票价格、股票流动性和盈利能力、成长能力、资产管理能力、短期偿债能力以及综合财务业绩等财务状况有正向作用。但是盲目的实行股票送转确实存在扩大公司股本规模、摊薄每股

净资产等负面影响，若上市公司没有较强的盈利能力和较好的发展前景，容易陷入财务困境。因此，监管层需要对上市公司进行按时的评估和实时的监督，并对上市公司分配股票股利的能力提出较高的要求，以保证上市公司在自身能力范围下进行合理送转，防止公司财务困境等的出现。

第三，加强对上市公司治理结构的监管。由于上市公司的股利分配方案是董事会制定的，因此上市公司的董事会、监事会以及经理层是否勤勉尽责，是规范上市公司股利分配行为的源头。然而，现实中，却有一些高级管理人员为了追逐自身利益，不惜牺牲企业的整体利益，出现越权、侵占企业资产、渎职、编制虚假财务报表、制定对自己有好处却不利于企业发展或者有损中小投资者利益的股利分配方案等违法违规行为。因此大力加强监督上市公司的董事、监事、经理等高级管理人员就显得十分重要。

第四，建立健全独立董事制度也是加强上市公司治理效率的关键之一，加强独立董事对公司高管人员的制约与监督、使不同类型的股东之间形成有效的制衡机制，可以减低内部人控制问题，有利于规范上市公司股利政策行为。上市公司可以从以下两方面健全其独立董事制度：一方面，建立完善的独立董事制度，依法增加独立董事占有所有董事人数的比例及其权限，在代表公司整体利益和全体股东利益的前提下，特别强调独立董事要反映中小股东利益的诉求，以保障上市公司董事会治理的公正性；另一方面，规范独立董事的任职资格、招聘甄选制度，并加大对独立董事的培训力度，提高并保持其业务胜任能力。完善独立公司的薪酬考核机制、业绩评级制度以及奖惩制度以激发独立董事参与上市公司治理的主动性。

(2) 健全市场机制和法律法规

目前，我国证券市场建设还不够规范，不仅缺乏有效的市场监督机制，也缺少保护投资者的法律体系。中国上市公司股票送转行为存在的问题与其特殊的市场环境及上述市场缺陷有很大关系。因此，为规范上市公司股票送转行为，就必须健全市场机制和法律法规。

首先，需要制定具有明显导向的政策法规以引导上市公司制定合理的股票送转计划。国内外相关实践表明，合理的政策引导较大程度上影响了上市公司股利政策和投融资行为。例如，国内方面，证监会于1999年制定了《关于上市公司配股工作有关问题的通知》用于规范上市公司的配股行为，2000年后上市公司配股数量确实有所下降，说明该政策对公司配股募集资金的行为有明显的规范作用；证监会于2000年颁布了新规定加强上市公司再融资的要求，声明“上市公司申请配股或增发必须满足三年现金分红的规定”，颁布新法规的当年上市公司发放现金股利的数量就得到大幅增长，说明对于上市公司股利发放的政策引导是可行的。国外方面，美国的“国内税收法”严格禁止公司无限度保留盈余，希腊、哥伦比

亚、巴西、智利等国家规定上市公司必须将一定比例的净收入用于支付股利，都对上市公司股利政策的制定作出严格规定和强制性限制。但是，我国关于规范上市公司股票送转行为的政策法规仍不够健全。为避免上市公司以扩张股本或炒作股价为目的进行盲目的股票送转，继续完善上市公司股票送转的政策法规是监管层重点工作内容之一。

其次，需要完善上市公司信息披露制度以保障投资者的利益。一方面，应扩展企业信息披露面，建立并健全上市公司关于经营状况、投资情况、重大事项等进行定期报告的制度。另一方面，需建立行业自律、社会监督和政府监督三位一体的多方位多层次监督体系，对上市公司进行事前、事中和事后全过程的监督，定期及不定期对其进行全面或专项的监察，保障上市公司定期报告所披露信息的真实性和可靠性。结合上市公司自主的信息披露和外部主体对上市公司的监督才能保证投资者了解上市公司的真实情况，进而对上市公司股票送转行为所传递的信息作出正确判断。特别的，对于一贯采用高送转政策的上市公司，应严格命令其披露股本扩张的用途，抑制无效益的扩张行为，防止公司通过高送转谋取不正当利益。

最后，需要对股票股利的税率进行适当的调整。当前，对于上市公司发放的股票股利，我国按照股票面值的 10%征收个人所得税；而对于上市公司股票转增，则不征收个人所得税；并且个人所得税是由上市公司代为履行扣缴义务的。因此，在上市公司只送转而不派现的情况下，由于公司没有现金流入股东，使得上市公司难以执行扣缴义务，仅仅只是在会计处理中将应代扣代缴的个人所得税作为“其他应收账款”挂账处理，导致该笔应收账款无法收回，冲减公司利润，进而降低全体股东的利益。这就使得上市公司普遍偏好不实施纯股票股利或送转，而偏好“现金股利+送转”的混合股利，与图 2.3 所示的各种股利分配方式发展情况相符。在慎重考虑股利税收制度变动的各种效应后，完善所得税税制，调整股票股利的税率，不仅有助于调控上市公司股票送转的行为，也有利于提高投资者的热情，活跃证券市场。

(3) 更改股票送转的会计处理方式

建议在会计准则上更改上市公司股票送转的会计处理方式，与国际股票股利分配的会计处理方式接轨，即当上市公司将未分配利润派发股票股利、资本公积转增股本、盈余公积转增股本时，采用股票市值而非股票面值入账。我国现行会计准则规定上市公司分配股票股利或进行股票转增时，按照股票的面值入账，而当送股比例大于 25%时，股票股利的每股价格应按市场价格入账。因此，上市公司很容易达到股票送转甚至是高送转的条件。若参照美国等发达国家的规定，按照市场价格对股票送转进行会计处理，则只有当上市公司的盈余很多时，才能够进行高比例的送转，即对上市公司进行股票送转提出了较高要求，提高了股票送

转的门槛。

(4) 加强投资者的教育和培训

我国资本市场仍不够成熟，广大投资者自身素质不高，进行股票投资主要是为了赚取股票买卖价差，具有强烈投机观念，而缺乏长期投资理念。加强投资者的教育和培训，有助于投资者形成长期投资理念，积极参与监督和约束上市公司经营管理、投融资决策和股利政策制定等的行为；有助于投资者深入了解股票送转的实质，关注上市公司基本面分析，而不是单纯追求高送转的热点公司。

7.3.2 对上市公司的建议

(1) 结合自身实际情况选择合理的股利分配方式

合理的股票送转政策既能够保障投资者的切身利益，又能够促进上市公司更好的发展，因此上市公司应当结合自身实际情况以制定合理的股票送转政策。根据本文的研究可知，上市公司进行股票送转是出于满足投资者需求以提升证券市场价值，同时也向市场传递了企业未来发展前景和经营业绩较好的信息。然而，也有不少公司为了获得再融资的资格、满足股本扩张的需求或者为迎合市场的炒作而进行高送转，制定不科学的股利分配政策，违背多盈多分、少盈少分与不盈不分的原则，这样可能会导致上市公司财务压力加大，业绩下滑，不利于其长期可持续发展。因此，上市公司在制定股利政策时，不仅要考虑投资者的需求，还要考虑其自身财务状况、经营业绩的好坏以及其发展战略。

一方面，上市公司在制定股票送转政策时应该考虑企业的财务状况与经营业绩。上市公司应当树立正确的理念，保持其信息披露的真实性与公允性。不能利用股票送转向市场传递公司未来发展前景较好，而没有真实的财务业绩支持，而获得短期的好处。虚假的信息只能维持一时，长期内必定会被市场识破。上市公司只有获取一定的利润，保留一定的盈余以及公积金，才能将未分配利润或者公积金转为股本。目前，市场上不少上市公司盲目追求高送转，由于其自身盈利能力的不足，股票送转能力较弱，导致缺乏维持高股价的业绩支撑，进而引起投资者大量抛售股票。因此，上市公司应致力于加强自身经营管理，努力提高企业的盈利能力以及财务状况。通过建立并维持公司的核心竞争力，以保障在市场中的领先地位。只有这样，才能长期的获得投资者的青睐，成为市场的焦点。

另一方面，上市公司在制定股票送转政策时应该考虑企业的发展战略。股利分配政策是公司财务决策的重要组成部分，需要服从公司的整体发展战略。上市公司不能仅仅以因为股票送转能够产生股价效应、流动性效应与财务效应而制定股票送转政策，本文的研究仅研究了股票送转公告日前后短期内的流动性效应、股价效应以及股票送转后4个季度的财务效应，并不能推断出股票送转对上市公司的长期影响，所以股票送转方案必须与公司的发展战略相匹配。比如，一些处

于快速成长阶段的公司，适合于选择股票送转以扩大股本，进行扩大再投资；而对于现金流量比较充裕、业绩比较平稳的公司，易于选择发放现金股利。

此外，上市公司在制定股票送转政策时，不仅要考虑公司自身的实际情况，还要考虑税收、法律法规等外部影响因素。《公司法》、《经济法》以及《证券法》对上市公司的利润分配顺序、公积金、留存收益等有一定要求，公司的股利分配政策必须符合这些要求。另外，由于中国现行税法规定对股票股利征收个人所得税，转增股本与资本利得不需要缴纳个人所得税，因此上市公司在选择股利分配方式时要考虑相关税收的影响。

(2) 合理制定股票送转比例

从本文的研究结论可知，上市公司实施股票送转的股价效应、流动性效应与财务效应强度受到股票送转比例的影响，股票送转水平越高，上市公司实施股票送转产生的相关经济效应强度就越强。

寻求适度的送转比例，一方面需要在提高股票收益率、改善股票流动性以及提升企业财务业绩的同时保证公司对投资机会的把握，不损害公司长远利益，以实现公司价值较大幅度的提高；另一方面将适时适度的向投资者传递公司利好的信号，有助于投资者对未来收益预期的改变，形成以价值型投资为主的理性预期，减小市场投机，营造良好市场环境，促进公司成长和发展。

(3) 关注股票送转的行业内效应

不管是送转公司还是非送转公司都会受到股票送转的影响。由于各个行业特征的不同，不同行业中送转的行业内流动性效应也存在差异。因此，得知同行业一些上市公司发布送转公告后，那些未发布送转公告的上市公司需要认清自身所处行业特征以采取合理的措施应对这种情况。

若行业内传染效应占主导，例如采掘业、传播与文化业以及电力业，未送转的上市公司股票流动性在一定滞后期后也会得到一定的改善，那么这些公司可以不采取任何花费成本的措施，而仅仅只是静待流动性效应的产生；若行业内竞争效应占主导，例如制造业，未送转的上市公司股票流动性在一定程度上会有所下降，那么这些公司就需要采取措施来减少流动性减小的程度或增加流动性，例如通过股票股利、股票转增、现金股利发放等股利分配公告向市场传递利好的信息等；若行业内传染效应和竞争效应的作用相互持平，基本没有表现出明显而又稳定的行业内效应，比如房地产业、建筑业、交通运输业、农林牧渔业、批发零售业、社会服务业以及综合业等，则同行业内未送转公司的选择就比较多，既可以选择静待不动，也可以选择制定合适的股利政策以增加自身的股票流动性。

(4) 提高公司治理效率以规范股利分配行为

首先，由于上市公司的股利分配方案是董事会制定的，因此上市公司的董事会、监事会以及经理层是否勤勉尽责，是规范上市公司股利分配行为的源头。然

而，现实中，却有一些高级管理人员为了追逐自身利益，不惜牺牲企业的整体利益，出现越权、侵占企业资产、渎职、编制虚假财务报表、制定对自己有好处却不利于企业发展或者有损中小投资者利益的股利分配方案等违法违规行为。因此大力加强监督上市公司的董事、监事、经理等高级管理人员就显得十分重要。

其次，建立健全独立董事制度也是加强上市公司治理效率的关键之一，加强独立董事对公司高管人员的制约与监督、使不同类型的股东之间形成有效的制衡机制，可以减低内部人控制问题，有利于规范上市公司股利政策行为。上市公司可以从以下两方面健全其独立董事制度：一方面，建立完善的独立董事制度，依法增加独立董事占所有董事人数的比例及其权限，在代表公司整体利益和全体股东利益的前提下，特别强调独立董事要反映中小股东利益的诉求，以保障上市公司董事会治理的公正性；另一方面，规范独立董事的任职资格、招聘甄选制度，并加大对独立董事的培训力度，提高并保持其业务胜任能力。完善独立公司的薪酬考核机制、业绩评级制度以及奖惩制度以激发独立董事参与上市公司治理的主动性。

最后，上市公司应该强化对内部信息的保密措施，以避免知情人员从事内幕交易，操纵股票价格。一般而言，公司内部管理层与中小投资者之间存在着严重的信息不对称问题，上市公司管理层往往能够最先获知股票送转预案的内幕信息，若上市公司不对这些知情人员加强监管，那这些人员就可以利用内幕信息事先买入相关股票，在信息披露后，再卖出股票，获取超额利润，这对其他中小投资者是不公平的。因此，上市公司应该对知悉内幕信息的管理层设定限制，各司其责，以便在出现问题时追究相关责任，促使知情人员有强烈的保密义务。

7.3.3 对投资者的建议

(1) 树立正确的投资意识

投资者尤其是中小投资者往往在资金与信息上处于劣势地位，同时缺乏充足的专业知识以及理性的投资理念，跟风现象比较严重。大部分中小投资者热衷于投机，追求“低卖高买”的股票差价，很少对上市公司的财务数据以及股票的内在价值进行分析，缺乏正确的投资观念。

根据本文的分析可知，送转比例较高是上市公司股票送转的特征之一。现实中，投资者往往将“高送转”看作是公司未来发展前景与经营业绩较好的积极信号，加上市场对“高送转”题材的追捧，有助于高送转股的股价上扬。中小投资者试图通过高送转股的填权行情，从股票的买卖价差中获利。因此，很多投资者认为“高送转”预案公告是重大利好消息，“高送转”也成为半年度报告和年度报告出台前的炒作题材。然而，股票送转的发放受诸多内外部因素的影响，投资者在制定投资策略时，除了关注市场的热点，还应该对上市公司的基本面综合分析。

因此，在目前高送转股成为市场热点的情况下，可以积极关注介入财务绩效良好的发放股票股利的个股。但要对没有良好经营业绩的个股保持谨慎的态度。以避免因投资失误带来的非必要损失。

(2) 加强对股票送转政策的认识

中国证券市场发展只有二十几年的时间，投资者对于股票以及上市公司的股利分配政策的认识还不全面，投资者的羊群行为比较明显，倾向于根据市场上的消息制定投资策略，往往忽略对公司基本面的分析。这就为拥有市场操作者与内幕交易者创造了机会，方便他们在高位抛出股票，赚取超额利润。从本文对股票送转的股价效应的分析可知，标的股票在送转预案公告日前几个交易日已经存在了显著的超额收益，比市场平均收益率要高。这就说明在股票送转预案公布前，已经有部分人掌握了上市公司进行股票送转的信息，掌握信息的投资者在预案公告前买入股票，在预案公告后抛出股票，这也可以从股票送转公告后负的超额收益率得知。因此，投资者尤其是中小投资者不仅要关注股票送转信号，更要深入了解上市公司的股利分配政策。

一般而言，上市公司制定股票送转政策是综合考虑其目前的经营业绩、财务状况、发展前景、公司发展战略等多种因素后的结果，投资者可以通过股票送转预案把握公司经营业绩以及未来发展前景的信息，进而确定公司股票是否具有投资价值。仅仅根据上市公司股票送转方案而做出投资决策是片面和不科学的，从本文的分析中可以看出，同样是进行股票送转的上市公司，标的股票的累计收益率有的为正，有的反而为负。所以，中小投资者应该深入分析上市公司的基本面，了解高送转背后是否有较好的经营业绩与财务状况作为支撑，而不是一味的追求高送转行情，不注重公司实质，而导致的损失。一般而言，越是具有较好业绩与财务状况支撑的公司实施的高送转股利政策，标的股票就越容易填权，投资者能够获得的利润也就越多。

(3) 适当给予股票送转发放公告关注以适时作出合理的投资决策

根据本文的研究，现金股利分配后标的股票收益率以及流动性显著提高，支持了信号传递假说在中国资本市场成立的假说，可以认为公司通过股票送转向市场传递了企业未来发展前景和经营业绩较好的的信息。因此，投资者可以参照该结论，在一定程度上看好公司的未来盈利和发展，关注公司股票送转公告，适时作出投资决策买卖公司股票，获得更为可观的收益。

同时，投资者也可以适当关注送转公司同行业内其他未送转公司的股票，因为本文的研究表明上市公司股票送转存在行业内股价效应以及行业内流动性效应，即送转公司向市场传递的利好信息在同行业内发生了转移，使得同行业内其他公司股票价格得以提升、流动性得以改善。

(4) 选择进行股票送转的上市公司的股票进行中长期投资

根据信号传递假说，上市公司实施股票送转一方面向市场传递了未来发展前景与经营业绩较好的信号，另一方面还能够将现金留存在企业内部进行投资再生产，因此，上市公司实施股票送转后，其盈利能力、成长能力、资产管理能力、短期偿债能力以及综合财务业绩有显著提高。上市公司的基本面在很大程度上决定了股票的内在价值，上市公司因此具有中长线投资价值。基于此，建议投资者在制定投资策略时，可以将进行股票送转的上市公司的股票纳入中长期投资产品的选择范围。

(5) 关注实施股票送转公司的特征变量以对投资决策作出相应的调整

投资者除了应该关注股票送转发放公告之外，还应关注公告公司的特征变量，比如公司盈利能力、成长能力、公司规模、每股公积金、每股留存收益、股票收益率的波动程度以及股权集中度等等。因为这些特征变量影响公司的股票送转政策制定，也会影响到股票送转股价效应、流动性效应与财务效应的强度。比如忽略股票波动性，仅关注股票送转公告传递的未来收益消息、股票价格以及股票流动性的大小，不利于投资者对收益和风险的均衡分析，不利于投资者做出符合自己期望以及风险厌恶程度的投资决策，可能会面临较大的投资风险。因此，综合考虑公司的现金股利公告和特征变量，有利于投资者全面分析上市公司股票的投资价值，做出符合其自身预期的合理投资决策。

7.4 本章小结

本章首先进行上市公司股票送转的总效应分析及效应对送转动机的验证分析。股票送转能够在一定程度上提高送转公司和同行业内未送转公司的股票价格，改善送转公司和同行业内未送转公司的股票流动性，提高送转公司的财务业绩，表明股票送转的股价效应、流动性效应和财务效应显著存在，支持了信号传递假说、信息转移假说、最优交易区间理论等理论假说，验证了传递公司利好信号、吸引更多投资者参与到公司股票的交易中、保留现金以便再投资、缓解可用资金的不足等上市公司进行股票送转的动机。

基于上述分析，本章又分别对监管层和投资者提出了相应的政策建议。对于监管层而言，需要强化自身的监管职能，健全市场机制和法律法规，更改股票送转的会计处理方式，加强投资者的教育和培训；对于投资者而言，需要树立正确的投资意识，加强对股票送转政策的认识，应适当给予股票送转发放公告关注以适时作出合理的投资决策，选择进行股票送转的上市公司的股票进行中长期投资，关注实施股票送转公司的特征变量以对投资决策作出相应的调整。

结 论

股利分配政策是上市公司的三大财务政策之一，科学合理的股利分配政策既有利于企业的可持续发展，也能够对股东作出合理回报，增强股东的投资信心。中国多数上市公司往往并不以股息红利形式向股东分配现金股利，而是偏好采用股票送转。作为上市公司披露的重要信息，股票送转往往被视为上市公司经营业绩的直接体现和真实价值的外在表现，极易导致经营者的机会主义行为和市场参与者的高度关注甚至疯狂追捧，从而引发公司未来财务绩效、股票价格和市场流动性的剧烈变化。

本文在剖析股票送转动机的基础上，利用相关理论和计量经济方法对股票送转可能产生的股价效应、流动性效应以及财务效应进行研究，有利于公司、投资者以及监管层深入了解上市进行股票送转的动机及相关经济效应，具有重要的理论价值与现实意义。

本文首先简要阐述上市公司股票送转动机和经济效应的相关研究，分析已有研究不足，对本文的研究思路和研究内容进行说明。接着，对上市公司股票送转的现状进行分析，明确界定上市公司股票送转的概念，阐述中国上市公司现有股利分配政策、股票送转制度以及股票送转的基本特征，以便掌握股票送转的实际情况。接着，检验投资者需求对上市公司送转倾向以及送转比例的影响，从股利迎合理论的角度探究上市公司股票送转的动机，并根据研究结果针对上市公司提出对策建议。然后，在相关理论分析的基础上，对上市公司股票送转的股价效应、流动性效应和财务效应及其影响因素展开实证研究，同样也根据实证结果对上市公司提出对策建议。最后，对上市公司股票送转的总体效应进行小结，匹配并进一步分析上市公司进行股票送转的动机，进而从监管层和投资者两方面提出相关的对策建议。本文的基本结论如下：

(1) 中国证券市场投资者对股票送转的需求表现为股利折价，上市公司为迎合投资者的这种需求而倾向于不进行送转，送转倾向与投资者需求显著负相关。同时，在进行送转的上市公司中，投资者愿意花较高的价格购买高送转公司的股票，上市公司为迎合投资者的这种需求而更多地进行高送转，送转比例与投资者需求显著正相关。另外，每股收益、每股公积金、每股留存收益、公司成长性、流通股比例以及公司规模等因素对上市公司的股票送转倾向和送转比例也有一定影响。因此，股利迎合理论在中国资本市场上是成立的。

(2) 送转公司及同行业内未送转公司的股票在预案公告日前后存在显著为正的累计超额收益率，意味着送转公告传递了上市公司发展前景的乐观信号，同时

利好信息在行业内发生了转移。另外，投资者在送转信息得到确认后才对行业内其他公司的预期进行了调整，使得送转的行业内股价效应表现出一定程度的滞后性。最后，行业内股价效应影响因素的回归结果表明，送转公司的股价效应越明显、规模越大，送转公司与同行业内未送转公司的相似性程度越高，未送转公司的错误定价程度越高，则送转的行业内股价效应越显著。

(3) 送转公司的股票流动性在送转后得到显著改善，且流动性改善的幅度不仅与送转比成正比例关系，还受到账面市值比、公司规模和股票收益波动率等的影响。同行业内未送转公司的股票流动性也会受到影响，其中，采掘业、传播与文化业以及电力业的未送转公司的股票流动性得到显著改善；而制造业未送转公司的股票流动性显著降低。

(4) 上市公司实施股票送转后，企业的盈利能力、发展能力、资产管理能力、偿债能力与综合财务业绩均显著增强。但整体而言，股票送转的财务效应存在一定的滞后性。此外，上市公司的股票送转财务效应强度与送转比例以及公司的盈利能力与成长性呈正比例关系。

本文全面而深入地研究了上市公司股票送转的动机与相关效应，具体创新点如下：

(1) 一方面，从行为金融学角度出发，基于股利迎合理论研究了上市公司股票送转行为的动机和影响因素；另一方面，基于经典公司金融理论，将股票送转的相关效应和动机进行匹配验证，进一步发掘上市公司实施股票送转的动机。

(2) 在考察了股票送转对送转公司股价和流动性影响的基础上，基于信息转移假说，进一步研究股票送转的行业内股价效应和行业内流动性效应，从而综合分析股票送转的股价效应和流动性效应。

(3) 同时采用单一指标法和综合指标法，综合分析股票送转对上市公司各方面财务能力的影响，全面研究股票送转的财务效应。

由于本文作者的研究能力以及知识有限，在研究过程中有些问题还未进行更为细致深入的分析，需要在今后研究工作中进一步完善，这些问题主要包括：

(1) 本文进行上市公司股票送转的股价效应研究时，没有就股票送转对股价波动性的影响进行更深入的分析。

(2) 本文进行上市公司股票送转的流动性效应研究时，没有对行业内流动性效应的影响因素进行更具体的考察。

(3) 本文仅仅分析了上市公司股票送转后4个季度内企业盈利能力、发展能力、资产管理能力、短期偿债能力以及综合财务能力的变化，缺乏关注股票送转对企业各个财务能力以及综合财务业绩的长期影响。

参考文献

- [1] Miller M H, Modigliani F. Dividend policy, growth, and the valuation of shares. *Journal of Business*, 1961, 34(4): 411-433
- [2] Black F. The dividend puzzle. *Journal of Portfolio Management*, 1976, 2(2): 5-8
- [3] Lintner J. Distribution of incomes of corporations among dividends, retained earnings, and taxes. *The American Economic Review*, 1956, 46(2): 97-113
- [4] McNichols M, Dravid A. Stock dividends, stock splits, and signaling. *The Journal of Finance*, 1989, 45(3): 857-879
- [5] Mougoue M, Rao R P. The information signaling hypothesis of dividends: Evidence from cointegration and causality tests. *Journal of Business Finance & Accounting*, 2003, 30(3-4): 441-478
- [6] Foerster S R, Sapp S G. The changing role of dividends: A firm-level study from the nineteenth to the twenty-first century. *Canadian Journal of Economics*, 2006, 39(4): 1316-1344
- [7] Bechmann K L, Raaballe J. The differences between stock splits and stock dividends: Evidence on the retained earnings hypothesis. *Journal of Business Finance & Accounting*, 2007, 34(3-4): 574-604
- [8] Dhar S, Chhaochharia S. Market reaction around the stock splits and bonus issues: some Indian evidence. RRSN Working Paper with No. 1087200, 2008
- [9] Lyroudi K, Dasilas A. The valuation effects of stock splits in NASDAQ. *Managerial Finance*, 32(5): 401-414
- [10] Fuller K, Blau B M. Signaling, free cash flow and “nonmonotonic” dividends. *The Financial Review*, 2010, 45(1): 21-56
- [11] Charitou A, Lambertides N, Theodoulou G. The effect of past earnings and dividend patterns on the information content of dividends when earnings are reduced. *A Journal of Accounting, Finance and Business Studies*, 2010, 46(2): 153-187
- [12] Khang K, King T D. Does dividend policy relate to cross-sectional variation in information asymmetry? Evidence from returns to insider trades. *Financial Management*, 2006, 35(4): 71-94
- [13] Ma Y L, Sun H L, Austin J Y. Insider trading around stock split announcements. *Journal of Applied Business Research*, 16(3): 13-24

- [14] 魏刚. 我国上市公司股利分配的实证研究. 经济研究, 1998, (6): 30-36
- [15] 俞乔, 程滢. 我国公司红利政策与股市波动. 经济研究, 2001, (4): 32-40
- [16] 王东升. 股利信号传递理论研究. 生产力研究, 2004, (4): 64-65
- [17] 张英. 股利发放与企业预期业绩相关性研究. 财会通讯, 2012, (1): 30-32
- [18] 陈工孟, 高宁. 盈余和股利信息含量的交互作用. 财经研究, 2005, 31(3): 58-68
- [19] 冯科, 刘宏, 何理. 我国上市公司高送转对盈利的信号效应研究. 中国财经政法大学学报. 2012, (3): 3-8
- [20] Brennan M J, Copeland T E. Stock splits, stock prices, and transaction costs. *Journal of Financial Economics*, 1988, 22(1): 83-101
- [21] Anshuman V R, Kalay A. Can splits create market liquidity? Theory and evidence. *Journal of Financial Markets*, 2002, 5(1), 83-125
- [22] Lipson M L, Mortal S. The effect of stock splits on clientele: is tick size relevant?. *Journal of Corporate Finance*, 2006, 12(5): 878-896
- [23] Jensen M C. Agency costs of free cash flow, corporate finance, and takeovers. *The American Economic Review*, 1986, 76(2): 323-329
- [24] Allen F, Bernardo A E. A theory of dividends based on tax clienteles. *Journal of Finance*, 2000, 55(6): 2499-2536
- [25] Farinha J. Dividend policy, corporate governance and the managerial entrenchment hypothesis: An empirical analysis. *Journal of Business Finance & Accounting*, 2003, 30(9-10): 1173-1209
- [26] Borokhovich K A, Brunarski K R, Harman Y, Kehr J B. Dividends, corporate monitors and agency costs. *The Financial Review*, 2005, 40(1): 37-65
- [27] Fama E F, French K R. Disappearing dividends: changing firm characteristics or lower propensity to pay?. *Journal of Financial Economics*, 2001, 60(1): 3-43
- [28] DeAngelo H, DeAngelo L, Skinner D J. Special dividends and the evolution of dividend signaling. *Journal of Financial Economics*, 2000, 57(3): 309-354
- [29] Grullon G, Michaely R, Swaminathan B. Are dividend changes a sign of firm maturity?. *The Journal of Business*, 2002, 75(3): 387-424
- [30] Wang M H, Ke M C, Liu D Y et al. Dividend policy and the life cycle hypothesis: evidence from Taiwan. *The International Journal of Business and Finance Research*, 2011, 5(1): 33-52
- [31] Shefrin H M, Statman M. Explaining investor preference for cash dividends. *Journal of Financial Economics*, 1984, 13(2): 253-282
- [32] Kahneman D, Tversky A. Prospect Theory: An analysis of decision under risk.

- Econometrica, 1979, 47(2): 263-291
- [33] Baker M, Wurgler J. A catering theory of dividends. *Journal of Finance*, 2004, 59(3): 1125-1165
- [34] Baker M, Wurgler J. Appearing and disappearing dividends: the link to catering incentives. *Journal of Financial Economics*, 2004, 73(2): 271-288
- [35] Li W, Lie E. Dividend changes and catering incentives. *Journal of Financial Economics*, 2006, 80(2): 293-308
- [36] Bulan S, Subramanian N, Tanlu L. On the timing of dividend initiations. *Financial Management*, 2007, 36(4): 31-65
- [37] Ferris S P, Sen N, Yui H P. God save the Queen and her Dividends: Corporate payout in the United Kingdom. *Journal of Business*, 2006, 79(3): 1149-1173
- [38] Neves E, Pindado J. Dividends: New Evidence on the Catering Theory. University of Salamanca Working Paper, 2006
- [39] Tangjitprom N. Propensity to pay dividends and catering incentives in Thailand. Assumption University of Thailand Working Paper, 2011
- [40] Ferris S P, Jayaramanb N, Sabherwal S. Catering effects in corporate dividend policy: The international evidence. *Journal of Banking & Finance*, 2009, 33(9): 1730-1738
- [41] Hoberg G, Prabhala N R. Disappearing dividends, catering, and risk. *Review of Financial Studies*, 2009, 22(1): 79-116
- [42] Denis D J, Osobov L. Why do firms pay dividends? International evidence on the determinants of dividend policy. *Journal of Financial Economics*, 2008, 89(1): 62-82
- [43] Tsuji C. A test of the catering theory of dividends: The case of the Japanese electric appliances industry. *Journal of Management Research*, 2010, 2(2): 1-16
- [45] Twite G J, Shi J, He X. Stock versus cash dividends: signaling or catering?. RRSN Working Paper with No.1786272, 2012
- [46] 薛祖云, 刘万丽. 中国上市公司送转股行为动因的实证研究. *厦门大学学报(哲学社会科学版)*, 2009, (5): 114-121
- [47] 何涛, 陈小悦. 中国上市公司送股、转增行为动机初探. *金融研究*, 2003, (9): 44-56
- [48] 徐腊平. 企业股利分配具有生命周期特征吗?——基于中国上市公司的实证研究. *南方经济*, 2009, (6): 51-60
- [49] 吴纬地. 股票股利市场反应的实证研究. *武汉金融*, 2011, (4): 32-34
- [50] 马曙光, 黄志忠, 薛云奎. 股权分置、资金侵占与上市公司现金股利政策. 会

- 计研究, 2005, (9): 44-50
- [51] 王茜, 张鸣. 基于经济波动的控股股东与股利政策关系研究——来自中国证券市场的经验证据. 财经研究, 2009, 35(12): 50-60
- [52] 张少军, 高文涛. 上市公司股利分配动因、影响因素及财务风险分析. 价值工程, 2004, (5): 102-105
- [53] 肖淑芳, 张超. 上市公司股权激励、行权价操纵与送转股. 管理科学, 2009, 22(6): 84-94
- [54] 赵立三, 赵子璐. 房地产上市公司送转股行为与盈余质量研究——来自A股市场的经验证据. 河北大学学报(哲学社会科学版), 2011, 36(6): 122-128
- [55] 熊德华, 刘力. 股利支付决策与迎合理论——基于中国上市公司的实证研究. 经济科学, 2007, (5): 89-99
- [56] 饶育蕾, 贺曦, 李湘平. 股利折价与迎合: 来自我国上市公司现金股利分配的证据. 管理工程学报, 2008, 22(1): 133-136
- [57] 林川, 曹国华. 现金股利支付倾向与迎合理论——基于中小板上市公司数据的检验. 经济与管理研究, 2010, (11): 92-97
- [58] 李国富. 上市公司送、转股行为分析. 经济经纬, 2005, (5): 139-142
- [59] 饶育蕾, 贺曦, 李湘平. 股利折价与迎合: 来自我国上市公司现金股利分配的证据. 管理工程学报, 2008, 22(1): 133-136
- [60] 王曼舒, 齐寅峰. 现金股利与投资者偏好的实证分析. 经济问题探索, 2005, (12): 65-71.
- [61] 黄娟娟, 沈艺峰. 上市公司的股利政策究竟迎合了谁的需要——来自中国上市公司的经验数据. 会计研究, 2007, (8): 36-43
- [62] 龚慧云. 基于股利迎合理论的我国上市公司送转股行为研究. 上海金融, 2010, (11): 67-72
- [65] 易志高, 茅宁, 储晶. 为什么送转股如此盛行: 基于中国股票市场的实证研究. 南京师大学报(社会科学版), 2011, (6): 64-70
- [66] Fama E F, Fisher L, Jensen M C, Roll R. The adjustment of stock prices to new information. *International Economic Review*, 1969, 10(1): 1-21
- [67] Ikenberry D L, Rankine G, Stice E K. What do stock splits really signal. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 1996, 31(3): 357-375
- [68] Elfakhani S, Lung T. The effect of split announcements on Canadian stocks. *Global Finance Journal*, 2003, 14(2): 197-216
- [69] Hwang S, Keswani A, Shackleton M B. Surprise vs anticipated information announcements: Are prices affected differently? An investigation in the context of stock splits. *Journal of Banking & Finance*, 2008, 32(5): 643-653

- [70] Huang G C, Liano K, Pan M S. The information content of stock splits. *Journal of Empirical Finance*, 2009, 16(4): 557-567
- [71] Campbell K, Ohuocha C. The stock dividends in Nigeria and their information content. *Managerial Finance*, 37(3): 295-311
- [72] Kalotychou E, Staikouras S K, Zagonov M. The UK equity market around the ex-split date. *Journal of International Financial Markets, Institutions and Money*, 2009, 19(3): 534-549
- [73] Leledakis G N, Papaioannou G J, Travlos N G et al. Stock splits in a neutral transaction cost environment: Evidence from the Athens stock exchange. *Journal of Multinational Financial Management*, 2009, 19(1): 12-25
- [74] Li X Q, Stork P A, Zou L P. An empirical note on US stock split announcement, 2000-2009. RRSN Working Paper with No.1804810, 2011
- [75] Batchelor R, Orakcioglu I. Event-related GARCH: the impact of stock dividends in Turkey. *Applied Financial Economics*, 2003, 13(4): 295-307
- [76] Kunz R, Majhensek S. The stock split puzzle: Much Ado about nothing in Switzerland?. University of Applied Sciences of Central Switzerland Working Paper, 2004
- [77] Grullon G, Michaely R, Benartzi S et al. Dividend change do not signal changes in future profitability. *Journal of Business*, 2005, 78(5): 1659-1682
- [78] Lang L H P, Stulz R. Contagion and competitive intra-industry effects of bankruptcy announcements: An empirical analysis. *Journal of Financial Economics*, 1992, 32(1): 45-60
- [79] Szewczyk S H. The intra-industry transfer of information inferred from announcements of corporate security offerings. *Journal of Finance*, 1992, 47(5): 1935-1945
- [80] Xu T, Najand M, Ziegenfuss D. Intra-industry effects of earnings restatements due to accounting irregularities. *Journal of Business Finance & Accounting*, 2006, 33(5-6): 696-714
- [81] Miller J M, Shankar S G. The effects of open-market stock repurchases by insurance companies. *Journal of Insurance Issues*, 2005, 28(2): 167-182
- [82] Chen S, Ho L, Shih Y. Intra-industry effects of corporate capital investment announcements. *Financial Management*, 2007, 36(2): 1-21
- [83] Howea J S, Maslara D A. The intra-industry effects of the acquisition of Dow Jones. *Applied Economics Letters*, 2011, 18(6): 551-554
- [84] Firth M. Dividend changes, abnormal returns, and intra-industry firm valuations.

- Journal of Financial and Quantitative Analysis, 1996, 31(2): 189-211
- [85] Caton G L, Goh J, Kohers N. Dividend omissions and intra-industry information transfers. Journal of Financial Research, 2003, 26(1): 51-64
- [86] Tawatnuntachai O, Mello R D. Intra-industry reactions to stock split announcements. Journal of Financial Research, 2002, 25(1): 39-57
- [87] Martin A D, Nishikawa T, Qi R. Intra-industry effects of stock splits: Focus on insurance companies. American Journal of Business, 2009, 24(1): 67-73
- [88] Balachandran B, Faff R, Nguyena T A. The Intra-industry impact of special dividend announcements: Contagion versus competition. Journal of Multinational Financial Management, 2004, 14(4-5): 369-385
- [89] Yan R C, Xie C. Industry stock price effect and its influencing factors of cash dividend distribution: based on Chinese real estat listed companies. Advances in Computer Science and Engineering, 2012, 141: 463-469
- [90] 金雪军, 徐宏伟. 中国证券市场反应偏差的研究——基于股票股利的实证研究. 技术经济, 2006, 25(12): 115-128
- [91] 陈珠明, 史余森. 高送转股票财富效应的实证研究. 系统工程, 2010, 28(10): 8-14
- [92] 赵祥功, 俞玮. 上市公司送转股效应的实证研究——以中小板为例. 经济师, 2010, (10): 88-89
- [93] 杨文虎. 中国上市公司送转股的行为动机——基于市场微观结构的研究. 博士学位论文. 华中科技大学, 2009
- [94] Chern K Y, Tandon K, Yu S etal. The information content of stock split announcements: do options matter?. Journal of Banking & Finance, 2008, 32(6): 930-946
- [95] Anderson H D, Rose L C, Cahan S F. Differential shareholder wealth and volume effects surrounding private equity placements in New Zealand. Pacific-Basin Finance Journal, 2006, 14(4):367-394
- [96] 徐涛. 高送转股中的“除权日效应”研究. 中国证券期货, 2011, (4): 10-11
- [97] 刘万丽, 薛祖云. 送转股对股东财富的影响——基于中国上市公司的证据. 财经理论与实践, 2010, 31(3): 53-57
- [98] 陈国辉, 赵春光. 上市公司选择股利政策动因的实证研究. 财经问题研究, 2000, (5): 48-56
- [99] 葛宗萍. 沪、深股市送转股除权效应与预期心理实证研究. 财会通讯, 2009, (5): 114-121
- [100] 罗庆, 王平平, 范庆军. 股票股利变化市场反应的实证研究. 南华大学学报,

- 2005, 6(5): 27-30
- [101] 葛宗萍, 李健. 我国上市公司同行业内除权信息移转效果的研究. 淮海工学院学报(自然科学版), 2009, 18(3): 63-66
- [102] Baker H K, Gallagher P L. Management's view of stock splits. *Financial Management*, 1980, 9(2): 73-77
- [103] Aushman V R, Kalay A. Can splits create market liquidity? Theory and evidence. *Journal of Financial Markets*, 2002, 5(1): 83-125
- [104] Guo F, Zhou K, Cai J. Stock split, liquidity, and information asymmetry-An empirical study on Tokyo Stock Exchange. *Journal of the Japanese and International Economies*, 2008, 22(3): 417-438
- [105] Muscarella C J, Vetsuypens M R. Stock splits: signaling or liquidity? The case of ADR 'solo-splits'. *Journal of Financial Economics*, 1996, 42(1): 3-26
- [106] Hahn C, Wulff C. The market reaction to stock splits- evidence from Germany. *Schmalenbach Business Review*, 2002, 54(3): 270-297
- [107] Dennis P, Strickland D. The effect of stock split on liquidity and excess return: evidence from shareholder ownership composition. *Journal of Financial Research*, 2003, 26(3): 355-370
- [108] Gorkittisunthorn M, Jumreornvong S, Limpaphayom P. Insider ownership, bid-ask spread, and stock splits: Evidence from the Stock Exchange of Thailand. *International Review of Financial Analysis*, 2006, 15(4-5): 450-461
- [109] Lin J, Singh A K, Yu W. Stock splits, trading continuity, and the cost of equity capital. *Journal of Financial Economics*, 2009, 93(3): 474-489
- [110] 刘占稳, 楼爱眉. 股利及相关因素对股票流动性的影响. *经济论坛*, 2004, (23): 93-95
- [111] Copeland T E. Liquidity changes following stock split. *The Journal of Finance*, 1979, 34(1): 115-141
- [112] Lamoureux C G, Poon P. The market reaction to stock split. *The Journal of Finance*, 1987, 42(5): 1347-1370
- [113] Lakonishok J, Lev B. Stock split and stock dividends: why, who, and when. *The Journal of Finance*, 1987, 42(4): 913-932
- [114] Conroy R M, Harris R S, Benet B A. The effect of stock splits on bid-ask spreads. *The Journal of Finance*, 1990, 45(4): 1285-1295
- [115] Schultz P. Stock splits, tick size, and sponsorship. *The Journal of Finance*, 2000, 55(1): 429-450
- [116] Kadapakkam Palani-Rajan, Krishnamurthy S, Tse Y. Stock split, broker promotion,

- and decimalization. *The Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 2005, 40(4): 873-895
- [117] Gray S F, Smith T, Whaley R E. Stock splits: implications for investor trading costs. *Journal of Empirical Finance*, 2003, 10(3): 271-303
- [118] 朱元琪, 刘善存. 股票股利与价值重估: 信号、流动性改善还是价格幻觉?. *经济经纬*, 2011, (3): 146-151
- [119] 李昆, 宋婷婷. 送股和转股对股东结构和股票流动性的影响. *统计与决策*, 2005, (18): 182-245
- [120] Huang C S, You C F, Lin S H. Cash dividends, stock dividends and subsequent earnings growth. *Pacific-Basin Finance Journal*, 2009, 17(5): 594-610
- [121] Yagüe J, Gómez-Sala J C, Poveda-Fuentes F. Stock split size, signaling and earnings management: Evidence from the Spanish market. *Global Finance Journal*, 2009, 20(1): 31-47
- [122] Lukose J, Narayan R S. Information content of stock dividends in the Indian market: evidence from operating performance and long-run stock returns. *RRSN Working Paper with No. 556578*, 2004
- [123] 林海. 股利政策与上市公司收益的实证研究. *世界经济*, 2000, (5): 29-33
- [124] 刘文军, 赵亚娟. 中国上市公司派现送股与未来业绩关系的实证分析. *财经论丛*, 2005, (1): 71-78
- [125] 吕长江, 许静静. 基于股利变更公告的股利信号效应研究. *南开管理评论*, 2010, 13(2): 90-96
- [126] Araujo A, Moreira H, Tsuchida M. Do dividend changes signal future earnings?. *Journal of Financial Intermediation*, 2011, 20(1): 117-134
- [127] 阎大颖, 龚森. 上市公司首次股票股利信号传递有效性的实证分析. *河南社会科学*, 2006, 2(14): 48-51.
- [128] 阎大颖. 中国上市公司首次股票股利信号传递有效性的实证研究. *财贸研究*, 2005, (4): 53-61
- [129] Jagannathan M, Stephens C P, Weisbach M S. Financial flexibility and the choice between dividends and stock repurchases. *Journal of Financial Economics*, 2000, 57(3): 355-384
- [130] Harada K, Nguyen P. Dividend change context and signaling efficiency in Japan. *Pacific-Basin Finance Journal*, 2005, 13(5): 504-522
- [131] Lie E. Operating performance following dividend decreases and omissions. *Journal of Corporate Finance*, 2005, 12(1): 27-53
- [132] 龚光明, 龙立. 股利支付水平、股利稳定性与企业价值——来自我国A股市场

- 的经验证据. 财会通讯, 2009, (9): 3-5
- [133] 李常青. 股利政策理论与实证研究. 北京: 中国人民大学出版社, 2001, 112-140
- [134] 魏刚. 中国上市公司股利分配问题研究. 大连: 东北财经大学出版社, 2001: 113-128
- [135] Foster G. Intra-industry information transfers associated with earnings releases. *Journal of Accounting and Economics*, 1981, 3(3): 201-232
- [136] Fama E F. Efficient capital markets: a review of theory and empirical work. *Journal of Finance*, 1970, 25(2): 383-417
- [137] Krishnaswami S, Subramaniam V. Information asymmetry, valuation, and the corporate spin-off decision. *Journal of Financial Economics*, 1999, 53(1): 73- 112
- [138] Lakonishok J, Vishny R W, Shleifer A. Contrarian investment, extrapolation, and risk. *Journal of Finance*, 1994, 49(5): 1541-1578
- [139] Black F. Noise. *The Journal of Finance*, 1986, 41(3): 529-543
- [140] Bernstein P L. Liquidity, stock markets, and market makers. *Financial Management*, 1987, 16(2): 54-62
- [141] Amihud Y, Mendelson H. Liquidity and stock returns. *Financial Analysts Journal*, 1986, 42(3): 43-48
- [142] Harris L. Liquidity, trading rules, and electronic trading systems. Working Paper of University of Southern California, 1990
- [143] Fama E F, Babiak H. Dividend policy: an empirical analysis. *Journal of the American statistical association*, 1968, 63(324): 1132-1161
- [144] Otchere I, Ross M. Do share buy back announcements convey firm-specific or industry-wide information? a test of the undervaluation hypothesis. *International Review of Financial Analysis*, 2002, 11(4): 511-531
- [145] Hertzcel M. Earnings and risk changes around stock repurchase tender offers. *Journal of Accounting and Economics*, 1991, 14(3): 253-274
- [146] Erwin G R, Miller J M. The liquidity effects associated with addition of a stock to the S&P500 index: evidence from bid/ask spreads. *Financial Review*, 1998, 33(1): 131-146
- [147] 吕晓青. 股票股利对流动性影响的实证研究: [浙江大学硕士学位论文]. 浙江: 浙江大学管理学院, 2003, 1-49
- [148] 谢赤, 曾志坚. 股票市场流动性溢价的实证研究. *数量经济技术经济研究*, 2005, (9): 61-64
- [149] Venkatesh P C, Chiang R. Information asymmetry and the dealer's bid-Ask spread:

- a case study of earnings and dividend announcements. *The Journal of Finance*, 1986, 41(5): 1089-1102
- [150]Merton R C. A simple model of capital market equilibrium with incomplete information. *The Journal of Finance*, 1987, 42(3): 483-510
- [151]Chiang R, Venkatesh P C. Insider holdings and perceptions of information asymmetry: a note. *The Journal of Finance*, 1988, 43(4): 1041-1048
- [152]Lobo G, Tung S. Relation between predisclosure information asymmetry and trading volume reaction around quarterly earnings announcements. *Journal of Business Finance & Accounting*, 1997, 24(6): 851-867
- [153]Benston G J, Hagerman R L. Determinants of bid-asked spreads in the over-the-counter market. *Journal of Financial Economics*, 1974, 1(4): 353-364
- [154]王燕, 王春峰. 信息的价格和流动性效应. *天津大学学报(社会科学版)*, 2004, 6(2): 122-127
- [155] 周俊, 薛求知. 外资并购的财务效应及其影响因素研究. *山西财经大学学报*, 2008, 30(9): 107-114
- [156] 余丽霞, 赵根. 我国上市公司定向增发的财务效应研究. *技术经济与管理研究*, 2011, (4): 119-124
- [157] 曹玉珊. 并购战略的增长动机及其财务效应分析——来自中国上市公司的证据. *经济管理*, 2007, 29(20): 44-49

致 谢

我的博士求学生涯即将划上一个句号，而于我的人生却只是一个逗号，我将面临又一次征程的开始。若干年求学生涯在师长、亲友的大力支持下，走得辛苦却也收获满囊。在论文即将付梓之际，我思绪万千，心情久久无法平静。从开始进入课题到论文的顺利完成，有多少可敬的师长、同学、朋友给了我无言的帮助，在这里请接受我诚挚的谢意！

论文是在导师单汨源教授和谢赤教授的精心指导下完成的。导师渊博的专业知识，严肃的科学态度，严谨的治学精神，精益求精的工作作风，诲人不倦的高尚师德，严以律己、宽以待人的崇高风范，深深地感染和鼓励着我，对我影响深远。不仅使我树立了远大的学术目标，掌握了基本的研究方法，还让我接受了全新的思想观念。在此，谨向导师表示崇高的敬意和衷心的感谢。

湖南大学工商管理学院是我学习与成长的平台，诚挚地感谢学院所有领导和老师，是您们悉心的教诲和精彩的授课，让我在课程学习和学术研究上有了很大的进步。是您们对我的关心和提供的帮助，让我能够顺利完成博士学业。

衷心感谢我的家人和亲朋好友。您们给予我的支持，是我在求知路上能够孜孜不倦的坚强后盾。您们给予我的鼓励和关爱，是我在人生路上能够不断开拓的强劲动力。

衷心感谢各位专家在百忙之中对本文的审阅和赐教，您的指正是对我最好的鼓励！

刘悉承

2013年9月30日

附录 A 攻读学位期间发表学术论文目录

- [1] 刘悉承. 基于信号传递假说的上市公司股票送转财务效应研究. 财经理论与实践, 2012, 33(4): 36-40
- [2] 谢赤, 刘悉承. 上市公司股票送转的行业内股价效应研究. 湖南师范大学学报(社会科学版), 2013, 42(1): 114-122
- [3] 刘悉承, 谢赤. 上市公司股票送转流动性效应实证研究. 求索, 2012, (5): 23-24, 187
- [4] Xie Chi, Liu Xicheng. Factors influencing the stock dividend and transfer of reserve to common shares of listed companies. 2012 8th International Conference on Computing and Networking Technology (INC, ICCIS and ICMIC), Korea, 2012: 319-332(EI 检索号: 20130916057131)