

上证联合研究计划第 25 期课题报告

高送转现象研究

上海证券交易所—上海交通大学联合课题组

课题主持人：曾刚、赵彬

课题组成员：赵彬、郭代玉珠

内容摘要

我国股市的高送转决策在近年来屡屡被上市公司采用。本文通过对送转过后公司基本面和股票价格收益率的分析,以及相关基金公司的投资行为分析,借以深入理解高送转股票收益率变化的动因,以此来解释为何高送转被屡屡运用。从分析结果可以看出,高送转股票在未来并无实质性的基本面好转,然而股票却会在送转后的1个月,3个月,甚至6个月的时间持续上涨,之后收益率开始不断下降。文章通过对2013年实施高送转公司的分析发现,基金公司在送转实施后期并未再有参与实施送转的股票,并且他们的收益率也主要来自于送转之前。与之相反的是,大部分散户会在高送转宣布和实施后大幅买进高送转股票。散户的这些交易行为为机构投资者提供了退场的出口,散户的交易行为同时也帮助在未来短期内持续推高股价。然而,没有基本面的支持,股票价格长期是无法支撑在高位的。因此,杜绝利用高送转实现套利行为的发生,除了增加监管之外,另一方面在于投资者教育。如果投资者可以更加明了高送转公司的实质,并且因此而作出更加明智的投资决定,那么这样会使高送转公司相关利益方失去获利后的撤出渠道,从而可以更彻底的遏制利用高送转操纵股价的现象。

目录

第一章 绪论	4
1.1 股利的相关概念及综述	4
1.1.1 现金股利	4
1.1.2 股票股利	4
1.2 股利政策研究意义	6
1.3 现金红利和股票股利的关系	7
第二章 研究现金红利的相关文献综述	8
2.1 传统经典理论	8
2.2 确定性理论	9
2.3 再投资理论	10
2.4 信号传递理论	11
2.5 委托代理理论	12
2.6 国内有关现金红利的研究	19
第三章 研究股票股利的相关文献综述	23
3.1 股利信号传递理论	23
3.2 交易区间理论	27
3.3 自我选择假说	29
3.4 税收选择理论	29
3.4 小结：影响股利政策的因素	30
3.5 国外市场对股票股利的反应	33
3.6 国内有关股票股利的研究	34
第四章 对我国股票市场高送转现象的进一步探讨	36
4.1 简述	36
4.2 数据描述	39
4.3 数据分析	49
4.4 小结	60
第五章 “高送转”案例分析	67
5.1 事件经过	68
5.1.1 原始股东即将解禁，泽熙资本开始建仓	68

5.1.2 各种利好消息的释放推动股价上涨	70
第六章 总结与思考	73

第一章 绪论

1.1 股利的相关概念及综述

股利，是公司向股东分配的公司盈余。在全球各个国家的相关法律规定大致相同，但也有不同之处。例如在欧美国家，股利只能从公司历年盈余中支付。公司只有在具备足够的累积盈余时才能支付股利。而在我国和其他的一些国家和地区，法律也允许将超额面值缴入资本，也即资本公积（Additional Paid-in Capital）列入可供股东分配的范围。

股利政策，是指公司股东大会或董事会对一切与股利有关的事项，所采取的较具原则性的做法，其具体内容包括：公司是否发放股利、股利的支付方式、发放多少股利以及何时发放股利等。所涉及的主要是公司对其收益进行分配还是留存以用于再投资的策略问题。在我国，上市公司股利支付方式有多种，常见的有现金股利、股票股利等。

1.1.1 现金股利

现金股利是以现金方式向股东发放的红利，也是最常见的一种股利支付方式。发放现金股利，必须具备三个条件：一是有足够的留存收益，以保证再投资资金的需要；二是有足够的现金，以保证生产经营和支付股利；三是有利于改善公司的财务状况并且有董事会的决定。由于现金红利的支付会直接影响股票的市场价格，公司必须依据实际情况权衡利弊，制定合理的现金红利政策。

1.1.2 股票股利

股票股利，是指公司以增发股票作为股利的支付方式。通常按原有普通股股东的持股比例分配新股，其本质是等比例增加原有股东持有流通股的数量，稀释每股普通股的权益，而不会影响公司的资产负债，也不会增加股东权益的

总额。根据支付股票股利的资产来源，股票股利又分为送红股和公积金转增股本。

1.1.2.1 送红股

送红股是指上市公司将未分配利润以股票红利的形式分配给股东的一种分配方式，在这种方式下，上市公司将净利润不以“现金股利”的形式，而以发放股票的形式分配给股东，结果是利润转为股本。送红股后，公司的资产、负债、股东权益的总额及结构并没有发生改变，但总股本增大了，同时每股净资产降低了。

1.1.2.2 转增股票

转增股票，是指上市公司将公司的盈余公积金和资本公积金转换为股本，并以发放股票的形式分配给所有股东。盈余公积金是指企业按照规定从税后利润中提取的积累资金，主要用来弥补企业以往年度的亏损和转增资本。资本公积金是在公司的生产经营之外，由资本、资产本身及其他原因形成的股东权益收入。公司的资本公积金主要来源于的股票发行的溢价收入、接受的赠与、资产增值、因合并而接受其他公司资产净额等。

公积金转增股票与送红股虽然有所不同，但是实质是股东权益的内部结构调整，对净资产收益率没有影响，对公司的盈利能力也并没有任何实质性影响。

虽然很多国家没有转增股票这一概念，我们认为我国的转增股票非常类似于境外资本市场的股票拆细（stock split），因为转增股票和拆细都不是从未分配利润中转入股本账户，因此转增股票可以看成是单纯的拆分股票的行为。下文中，我们也将转增股票类比于股票拆细进行研究分析。

1.1.2.3 “高送转”

“高送转”是指上市公司大比例送红股或大比例以资本公积金转增股票，例

如有些文章定义每 10 股送或者转 5 股以上（含 5 股），或者每 10 股送股和转股合计 5 股以上（含 5 股）为“高送转”。“高送转”后，公司股本总数虽然扩大了，但公司的股东权益并不会因此而增加，因为在净利润不变的情况下，由于股本扩大，资本公积金转增股本与送红股将摊薄每股收益。因此，虽然“高送转”具有扩大股本、降低股票价格、增加股票流通性等的作用，但其实质是股东权益的内部结构调整，对净资产收益率没有影响，对公司的盈利能力也并没有任何实质性影响。

1.2 股利政策研究意义

投资者是资本市场重要的参与者，保护投资者利益、积极回报投资者是资本市场的立身之本。在成熟的资本市场中，完善的投资者法律保护机制、有效的市场约束机制以及较为健全的公司治理机制，为保护股东利益提供了强有力的支撑。这些经济体中的上市公司大多具有稳定的股利政策，并且股利支付次数多、股利支付率也较高。当上市公司缺乏良好的投资机会并且具有足够的现金流时，公司治理系统可以迫使经理人向股东分配红利，股东分配红利则间接杜绝了内部人为一己私利攫取公司利润，从而进一步保护了股东的利益。李常青（2004）统计发现，美国上市公司 1983 年至 1992 年间的平均股利支付率达到 65.8%，也就是说这些上市公司大部分净利润都通过股利的形式回报了股东，至今，虽然股利支付率有一定程度的下降，但他们有维持着股利政策的连续性，并且均以现金股利为主要的支付方式。

相比之下，我国的公司治理系统则缺乏足够的效率，难以约束上市公司主动发放股利回报投资者。早在 A 股市场建立之初，上市公司的股利支付率普遍偏低甚至很多公司都不分红。李常青等（2010）统计发现，20 世纪 90 年代后期，进行派现的上市公司比例和派现水平都呈下降趋势——现金分红公司仅占 30% 左右，现金股利占净利润的比例低于 30% 而现金股利的市场回报不到 1%。为了提升市场对投资者的回报，交易所积极鼓励和推动上市公司完善现金分红政策，继第 57 号令之后，2013 年初发布《上海证券交易所上市公司现金分红指引》，表明了现金分红监管政策的制定和执行是当前上海证券

交易所重点关注的业务领域之一。又如深圳证券交易所的交易规则规定：上市公司应当重视对投资者特别是中小投资者的合理投资回报，制定持续、稳定的利润分配政策。由于近年来监管层政策的日臻完善和舆论监督的压力，上市公司对利润分配愈加重视。在这种背景下，实证检验市场和投资者对上市公司现金红利和股票股利预案的态度，为股利政策的出台和推动上市公司分配股利提供了重要支撑，对于保护股东的股利分配权、培育投资者的长期投资理念以及增强资本市场的吸引力和活力具有重要意义。

近年来，主板以及中小企业板“高送转”的盛行，也刺激了创业板公司更加注重“高送转”。然而由于信息不对称，“高送转”不免会涉及到内幕交易，例如通过高送转来拉抬上市公司股价，为上市公司的增发做铺垫；通过高送转来帮助套牢机构实施突围；通过高送转来掩护解禁股套现等等。目前，在证监会披露的涉及内幕交易的案件中，“高送转”占得比例越来越多。内幕交易人员凭借自身掌握或获取的信息优势谋取非法利益，违背了诚信履行受托责任的义务，严重破坏资本市场信息公平原则，严重影响证券市场价格发现和资源配置功能，因此一直都是证监会的打击重点。近年来，随着对“高送转”的恶性炒作日益加剧，证监会对涉嫌市场操纵、内幕交易等违法行为的“高送转”公司加大了立案调查的力度。这是证监会加强市场监管工作的一个重大进步，也是证监会一再强调对内幕交易等违法违规行为“零容忍”的具体体现。在这种背景下，分析公司分配股票股利特别是“高送转”的动机，研究市场和投资者对于更多的分配股利的公司、更高比例的送转股水平的态度如何，有利于监管部门合力预期和把握后续新政的制定和出台对市场的影响。

1.3 现金红利和股票股利的关系

显然，公司在分配现金红利和股票股利时需要权衡考虑两者的比例。一般情况下，公司需要面临法律、交易所法规以及债券合同等对公司未分配利润额度的限制，送股将减少可用于分配现金红利的未分配利润。因此为了保证未

来股利政策的稳健性，公司在选择送股时必然需要考虑未分配利润的留存值和未来期望值。当然，如果公司预期未来的未分配利润足够达到各项法规的基本要求，就不用担心送股和分红对未分配利润的影响。相反，如果公司预期未来的未分配利润很少甚至不足各项法规的最低要求，就需要谨慎选择送转股和现金红利的数量和比例。很多公司为了实现资本再利用，减少税收成本，则会增加对股东的股利分红比例，从而减小现金分红比例。

然而，根据中国证监会 2008 年发布的《关于修改上市公司现金分红若干规定的决定》，上市公司“最近三年以现金方式累计分配的利润不少于最近三年实现的年均可分配利润的 30%”，否则不能进行再融资。显然，此举提高了上市公司的再融资门槛。因此，公司为了再融资，也需要适时的分配现金红利。

另外，大量的文献指出股票股利的公告效应平均高于现金红利的公告效应，Elton, Gruber(1970)解释说，影响股票股利和股票分割效应的因素也会影响现金分红的效应。

第二章 研究现金红利的相关文献综述

本章主要回顾了分析现金红利分配动机的相关文献，同时关注了影响上市公司分红政策的因素的研究。

2.1 传统经典理论

根据股利政策的经典理论，如 Miller 和 Modigliani(1961)提出的，在“完美资本市场”、“理性行为”和“完全确定性”的假设前提下，股利政策与公司价值无关。他们认为，企业的价值完全视其投资决策和未来获利能力而定，而不是取决于股利分配比例的高低。在企业当期实现一定利润时，如果企业发放较高的股利给股东，为了保持目标的资本结构，企业就不得不发行更多的股票，使支付股利对股票价格所产生的积极影响完全被增发股票的方式所抵消。对投资者而言，即使企业不发放股利，投资者也完全可以靠出售部分

股票的方式来套取现金。因此股东对股利与资本力得无任何偏好，股利政策没有最佳与最次之分，与公司价值无关。

2.2 确定性理论

Lintner(1956)和 Gordon(1959) 等认为，现金红利比资本利得更容易确定，因此投资者普遍认为现金分红利得比不确定性较高的资本利得的风险要低，为了满足股票价格最大化目标，公司就会迎合投资者的心理，支付较多的现金股利、提高股利回报以满足投资者的要求。如果这个假说成立，那么投资者会偏好于分配现金股利，并赋予分配现金股利的公司以更高的价值，因此公司的股价应该与现金股利成正向关系。但是 Bhattacharya(1979)却持反对观点，他觉得确定性理论的相关推论是无法立足的，公司的风险应来源于公司现金流量的风险，不是由公司怎样分配股利所决定。并且他们统计发现在现实中，现金分红利得的增加只会导致股票价格在除息日出现相应的下跌，这与 Lintner (1956) 等的推论相悖。Kent 等 (2002) 对美国创业板上市公司管理层的调查研究也表明，确定性理论并没有得到公司股利制定者的认同和支持。因此一直以来，很少有讨论确定性理论的文献。

然而，近年来又有文献支持确定性理论。Yousufkhan(2009)对英国创业板 (AIM) 的研究表明，在公司决定用多少现金来支付分红的过程当中，现金流是决定性的影响因素，最终的收益与分红水平正相关。他们发现，分红水平随时间是递增的，这说明公司管理层不希望降低分红水平从而传递负面信号，使得大众怀疑公司未来的前景。因此上市公司现金分红的增长多数是不可持续的，以此来避免未来因为现金支付能力不足而降低分红带来的负面影响。Yousufkhan(2009)进一步发现，机构投资者能够对公司管理者施加压力甚至给管理者设置分红目标，而这些也成为管理者激励计划的一部分。这样一来，管理者就能够调整和分配现金收益来迎合机构投资者。

由确定性理论引发了追随者效应理论的观点 (Gordon 和 Bradford, 1980)。该理论认为，对于投资者中的某些特殊群体而言，由于现金分红提供了即期

的现金流量，而这些现金流量相对于资本利得而言只是存在较少税收效应，因而，他们更喜欢现金分红。这类投资者中最重要的是免税机构，以及承担较低边际税率的个体以及其他公司股东也可能是这类低税收优惠的客户。这些股东将会选择投资于高股利支付率的公司。回顾以往文献，对追随者效应假说的实证研究看法各不相同。其中，证实存在追随者效应的研究包括 Pettit(1972), Gordon 和 Bradford (1980) 以及 Stulz (1990) 等的研究；而 Long(1978), Hess(1982), Proterba 和 Summers(1984) 以及 Proterba(1987) 等则对追随者效应理论持怀疑态度。

2.3 再投资理论

再投资理论就是指现金分红与再投资机会成负相关关系。Higgins (1977) 的解释是，在完美市场的假设下，股利支付率与再投资比例之和等于一，两者是此消彼长的关系，所以企业制定现金红利政策的过程就是在发放现金红利与再投资之间的权衡。而根据“优序融资理论”，当公司制定融资计划时首先考虑的是从留存收益中提取资金，如果留存收益不足就是考虑利用借贷负债，如果借贷负债因公司条件不符合借贷要求等原因导致募集的债券资金不足以满足投资需求，那么最后一步才是利用发行股权募集资金。如果一个公司以优序融资计划来安排融资策略，那么留存收益会因为支付比率的增加而减少，进而融资成本将会上升；相反红利支付减少则会保留更多留存收益，公司的融资成本也会相应降低。Smith 和 Watts (1992) 也通过实证研究，发现现金股利与增长机会呈负相关关系，并且公司只有在缺乏投资机会的时候才会把留存收益用于红利发放。因此管理层在决定目标红利的支付率的时候首先需要考虑未来的再投资机会安排或资本预案，再根据目前的资本结构制定合理的投融资计划，调整资本结构，在确保达到法律法规或者债权合同对股本总额和留存收益等的要求，如果还有留存收益剩余以及足够的现金流，才会发放现金分红，现金红利支付率不应该影响未来的再投资，并且尽量保持稳定持续的增长。Barclay (1995) 也赞同此观点，他们研究发现，在存在良好投资机会时，高成长性公司倾向于支付较少的现金股利，而更愿意用留存收益进行再投资，因为这样他们能够实现营业增长获取更多利润，因此，

他们常常以较低的股利支付率暗示其潜在的投资成长机会。相反，发展成熟或者说成长性低的公司趋向于支付较高比例的股利，不过这也传递出该公司可能存在过度投资的问题。Fama 和 French（2002）实证检验了公司净利润或留存收益与股利支付率之间的关系，研究发现在融资计划为优序融资的情况下，留存收益与股利支付率呈正相关关系，这一结果也验证了“优序融资理论”的正确性。事实上，现实中大多数公司都会尽可能采用稳定持续的股利支付政策，尽量保证“平滑”的股利政策，避免因为改变股利政策进而引发市场对公司未来前景变差的负面预测。也就是说，再投资理论讲红利分配计划需要同融资计划和投资预算联系在一起考虑，并且公司需要优先考虑投资融资计划，在剩余的内部资本足够的情况下，才会发放现金红利。在实际情况当中现金红利的支付率需要综合考虑投资机会和现金流两方面的因素，现金红利预算是在整体资本预算的架构之内来考虑的。

总体来说，再投资理论的研究思路暗含了一个关键点，那就是优序融资理论，公司需要资金时首先考虑的是内部资金即留存收益，因此，现金红利和再投资比例总是成此消彼长的关系。但是再投资理论的不足之处在于，该理论不能够解释为什么现实当中上市公司会一边支付现金股利而另一边又在市场发行新股募集资金的行为。

2.4 信号传递理论

股利信号理论的观点是，在公司内部管理层与外部投资者之间存在不对称信息的情况下，投资者无法获得公司管理层才拥有的相关价值信息，为了缓解两者间信息不对称产生的矛盾，公司管理者可以尝试利用发布公司股利政策来对外传递出有关公司价值的内部信息。

不少理论研究和实证分析均支持了股利信号传递理论的观点。例如 Aharony 和 Swary（1980）认为公司股利水平的提升会引起股市上平均股票价格上涨 35%，如果股利政策不变那么股利公告则不会影响股票价格，如果股利公告表示股利支付减少，那这其中传递的信号将使股票价格在公告当天平均下降

1.1%至 1.5%，并且股票价格下跌相对于之前两周的股价的累计跌幅将达到 4.6%至 5.4%。Patricia 等（2000）根据纳斯达克上市公司管理层的调查发现这些管理者坚信股利政策的变动确实有作用于股票的价格。同时，他们研究美国纳斯达克上市公司的股利政策，强有力的支持了股利政策的变化可以传递信号的观点，并且这个信号还可以部分传递出现金流量的变化情况。

然而，Black（1976）和 Ambarish 等（1987）则对股利信号传递理论持怀疑态度，他们研究证明：股利公告与公司盈利增长之间并无显著的信号理论关系。信号理论也不能说明股利公告为何是更好的且成本较低的信号传递方式。Brav 等（2003）则通过对 384 名美国上市公司的首席财务官和相关财务人员进行问卷调查，结果表明信号理论与股利相关程度并不十分明显。

2.5 委托代理理论

上世纪 30 年代，美国经济学家伯利和米恩斯因为洞悉企业所有者兼具经营者的做法存在着极大的弊端，于是提出“委托代理理论”，倡导所有权和经营权分离，企业所有者保留剩余索取权，而将经营权利让渡。“委托代理理论”早已成为现代公司治理的逻辑起点。所有权与经营权相分离是现代企业的一个重要特征。所有者将其财产委托给经营者经营，于是产生了委托—代理关系，并进而引发了代理成本（Jensen and Meckling 1976）。无论是委托人还是代理人，他们的目标都是各自的效用最大化，因此就有充分的理由相信，代理人不会总以委托人的最大利益而行动。为了保证代理人的行为不会偏离委托人的利益，委托人可以通过两种方式限制代理人的行为：一是给予代理人适当的激励或是对代理人偏离行为进行监督；二是要求代理人保证不采取损害委托人利益的行动或在代理人采取这种行动时给予委托人必要的补偿，即由代理人支付一笔保证金。这两种行为会产生监督成本和约束成本，而且还会引起代理人行为偏离委托人财富最大化目标，从而导致委托人福利的损失，这也是代理关系的一种费用，Jensen 和 Meckling 将其称为“剩余损失”（Residual Loss）。从而，Jensen 和 Meckling 将委托人的监督成本、代理人的约束成本和剩余损失三部分之和定义为代理成本。在 Jensen

和 Meckling (1976) 的代理成本理论的基础之上, 金融学者也开始将代理成本理论用于股利政策的研究中, 认为股利的支付能够有效地降低代理成本。最初, 研究主要集中于股东与管理层之间的代理冲突造成的成本。此后, 学术界对于代理问题的认识也发生了变化, 逐渐扩展到股利政策和股票回购对大股东与中小股东之间代理问题的缓解 (La Porta 等(2000), Gomes(2000), Shleifer 和 Vishny (1986, 1997)), 以及股利政策和股票回购对股东与债权人之间代理问题的缓解 (Handjinicolaou and Kalay(1984), Jensen(1983), John 和 Kalay (1982), Kalay (1982))。

现金分红的代理成本理论是在 Miller 和 Modigliani 的经典理论的基础上, 取消“公司经理与股东利益完全一致”的假设而发展起来的理论。早期的关于股利政策与代理问题的研究主要是在股东与管理者之间展开的。随着公司金融理论的发展, 股东与债权人之间, 控股股东与小股东之间由于代理问题所产生的对股利政策的影响也日益成为研究的热点。Rozeff (1982) 通过对现金股利决策过程建立模型, 说明现金股利有利于降低公司代理成本, 这是因为首先, 现金股利的支付会给管理者带来压力以确保产生足够的现金流, 能够减少管理者浪费在非盈利投资项目上的现金流的数量; 其次, 现金用于支付股利之后, 可能会迫使管理者为他们的投资项目筹集外部资金, 这样能够使股东观察到所筹新资金的用途并可能确定新的资金提供者的身份, 利用新的债权人或新增股东对管理者实施监督。这样, 股东就从一个相对较高的现金股利支付政策中获益。不过, 他们也发现股利的支付一方面能降低代理成本, 另一方面也会增加交易成本; 公司股利发放率确定是现代股利政策理论的演变及评价在这两种成本之间进行权衡, 以使总成本最小。他们并没有专门研究现金股利是如何降低代理成本的, 而只是作为一个影响公司现金股利政策的因素加以讨论。他认为经营杠杆和财务杠杆也是决定股利政策的重要因素。为了证明其理论, Rozeff 在美国 64 个行业中随机选取了 1000 家样本公司, 研究他们 1974-1980 年平均股利发放率与代理成本、融资成本及杠杆的关系, 在对样本进行回归后的结果支持了其推论。不过, 他开创了将代理成本引入对现金股利政策的研究的先河, 为以后股利政策代理成本理论的

研究提供了依据，从这一点来看其贡献不可小觑。此后，学者们就企业不同的委托—代理关系对股利决策的影响分别进行了研究。

现金股利的代理理论解释起源于 Jensen 和 Meckling (1976) 的研究。股利代理理论的提出，是与所有权与控制权相分割问题的研究 (Berle 和 Means (1932)) 一脉相承的，所以股利代理理论首先关注的是股东与经理人员之间的代理问题。

由于股东与管理者之间的利益目标函数不完全一致，对于股权结构分散的公司而言，管理者会按自身利益最大化原则而不是股东利益最大化原则来配置公司资源，从而可能做出损害股东利益的股利政策决策 (Easterbrook (1984), Jensen (1986), Agrawal 和 Jayaraman (1994), Lie (2000))。Easterbrook (1984) 认为公司支付股利能够减少股东和经理之间的代理成本。通过支付股利，经理必须更频繁地进入资本市场融资，而进入资本市场融资意味着公司将接受更严格的监督和检查。在这样的形势下，股利支付就成为一种间接约束经理人的监督机制，尽管外部融资代价不菲，现金股利也可能要征税，但其大大降低了股东的监督成本，增加了股东的利益。Easterbrook (1984) 从股东对经营者的监督成本和经营者对风险的态度两个方面进行了分析。就前者来说，单个股东由于监督成本与收益的不匹配，使得他们往往不能对经营者进行有效监督，如果有类似于债权人的主体对企业进行监督，股东的财富就会增加。从经营者对风险的态度而言，股东倾向于高风险、高收益的项目，他们能够获得投资成功所带来的全部收益，而投资失败的损失却有债权人与其共担。而经营者却需要更多的关注风险，因为一旦经营失败，其专用性的人力资本就会丧失。而经营者能够通过降低负债权益比例来控制风险。而发放现金股利有调整负债比率的作用。公司支付股利使得公司未来必然面临在资本市场筹集新资金的问题：当发行股票时，有投资银行和类似的机构详细审查公司的报告；当举借债务时，有银行等机构实施监督，这些来自外部的监督无疑使得股东的监督成本大为降低，这样的机制对于股东来说，使得管理层按照他们的利益来管理公司是非常有益的。

此外，经理可能会利用自由现金流进行不理想的投资，以提高经理自己的利益而减少股东财富。而股利的支付将减少这些可随意支配的自由现金流，从而约束经理的行为。

Jensen(1986)在此基础上，从投资角度提出了现金股利的自由现金流假说：存在大量自由现金流的公司，将趋向于通过接受具有负净现值的投资方案而导致过度投资，此时，股利的分配由于降低了经营者可支配的自由现金流从而削弱了其过度投资的能力，有益于公司价值的提升。Jensen 认为自由现金流量是指满足所有具有正的净现值的投资项目所需资金后多余的那部分现金流量。该假说认为经营者存在扩大公司正常规模，使公司规模超出其最优规模的动机。这当然是出于其自利性的考虑：大规模增加了经营者控制的资源，并可能相应增加其报酬，同时也为下层经营者创造更多的晋升机会。在自由现金流量的使用方面，股东与经营者之间存在利益上的冲突，越是当公司产出巨额的自由现金流量，股东与经营者在股利支付政策上的利益冲突就越严重。Lie(2000) 利用现金流和现金水平作为衡量公司超额现金的指标，在研究特别股利、常规股利增加和股票回购时，也发现了支持超额现金假说（自由现金流量假说）的证据。其研究发现，特别股利和股票回购的超额收益与现金水平正相关，而这种正相关关系在托宾 Q 值较低的公司里表现的更为显著，表明增量现金分配缓和了超额现金的代理问题。Agrawal 和 Jayaraman（1994）采用另外的方法对股利的发放是否能够抑制管理层滥用自由现金流的行为进行了检验。他们将样本公司按照筹集资金的主要来源分成权益资金和负债两组。由于负债要支付一定的利息，经理人员的过度投资已经得到了一定的限制。如果股利政策的目的是为了控制经理人员过度投资，那么以权益为主要筹资来源的公司发放股利的水平应该较以负债为主的公司高。他们的研究证实了那些以权益为主要资金来源的公司，其股利水平显著高于举债公司。为了验证其结论，他们进一步将权益资金为主的公司按照管理层持股比例分为两类：即管理层持股比例高和管理层持股比例低的公司。认为管理层持股比例较高时，管理层更有可能与股东的利益一致，股东与管理层间的代理冲突较弱，那么这一类公司应该支付较少的股利。他们的研究

成果也很好的支持了这样的预期，管理层持股比例高的公司股利水平显著低于那些管理层持股比例低的公司。他们的结论证明，股利确实能够作为降低股东与管理层之间代理冲突的重要工具。

自由现金流量理论引申出过度投资理论。该理论说的是自由现金流量充裕的公司，过度投资的可能性更大；过度投资的公司股利变动公告导致的市场收益高于其他公司，即有过度投资行为的公司如果提高股利，股价会做出积极的反应(Lang 和 Litztenberger (1989))。在实证分析中，他们利用托宾 Q 作为公司是否过度投资的判定依据，假定平均 Q 值小于 1 的公司存在过度投资。研究发现，平均 Q 值小于 1 的公司，其与股利变动公告相关的市场平均收益明显大于其他企业，与过度投资假说一致。

值得一提的是，最初关于现金股利代理成本理论的研究都是针对股权高度分散的公司，然而，一些研究发现世界上大部分国家的企业股权是相对集中的。由于股权集中在大股东手中，大股东有足够的权力控制上市公司，并通过影响上市公司的各种决策来为其谋取私利。因而近年的文献认为，现代企业的主要代理问题不是管理者与外部股东之间的利益冲突，而是公司控股股东对中小股东的利益侵占问题。

基于这样的认识，学者们将股利委托代理问题的研究重心转移到了大股东与中小股东之间的代理问题，以及现金股利在控股股东与中小股东的利益冲突中扮演了什么样的角色，进而形成“利益侵占假说”(Shleife 和 Vishny (1986, 1997), Gomes (2000))。Shleifer 和 Vishny(1986)开启了研究现金股利如何解决控股股东与中小股东之间代理问题的先河。他们从小股东的角度出发，用了一个简单的跨期模型并提出了股利均衡的条件，认为现金股利有助于缓解股东与经理之间的代理冲突，是一种小股东为了使控股股东继续持有股份从而对公司管理层进行监督、发现公司价值改进机会的补偿机制。Shleifer 和 Vishny(1997)认为在上市公司中，控股股东对上市公司资源的侵害度和侵害方式会因其他小股东的现金流索取权的差异而有所不同。当控

股股东对上市公司的控制权力越大，而且控制权与现金流权也趋于一致的时候，控股股东实现自己的利益的成本也越小。因此，在控制权与现金流权一致的情况下，控股股东应当会倾向于选择成本最低且受法律保护的方式来实现自己的利益。于是，上市公司高派现就成为其必然的选择。股权越集中，控股股东持股比例越高，则派现成本就越低，控股股东就越有动机按正常途径分派股利，而不是通过侵占小股东利益的非正常途径来获取收益。该研究通过建立一个只存在投资收益而无其他成本的简单模型对该观点进行了证明。Shleifer 和 Vishny 的这一结论成为研究大股东与小股东围绕着现金股利展开的利益冲突的经典之作。在其后的研究基本上是从两个方面研究股权结构对现金股利的影响，一是大股东持股比例对现金股利政策的影响；二是股东类型对现金股利政策的影响。

La Porta, Lopez de Silanes, Shleifer, and Vishny (LLSV) (2000) 指出，此前的理论均存在各自不同的缺陷目前仍没有一个合适的、令人完全满意的理论模型，可以同时考虑到各种不同的筹资方式，并且说明股利政策可以成为投资者与公司内部人最优契约的一部分。对此他们认为解决代理问题的一个有效途径是健全股东保护的法制。在法律对公司现金股利发放行为的影响上，提出两种不同的股利代理模型，即结果模型和替代模型。一方面，股利是一个有效的股东法律保护体系的结果，即结果模型(Outcome Model)。在有效的法制体系下，小股东可以运用法律赋予他们的权利促使公司发放股利，以防止内部人侵占股东的利益谋取私利。股东实现这种权利的途径包括投票与那些提供更好股利政策的董事、将股票出售给潜在的敌意收购者，使他们获得未支付股利公司的控制权以及对存在严重侵占股东利益行为的公司提起诉讼等。在其他条件相同的情况下，对小股东的利益保护越好，则他们从公司获得的股利越多。由于小股东具有的安全感，在对小股东权益保护较好的情况下，若公司面临好的投资机会，则更可能采取低股利支付、高再投资比率的股利政策。相反，在对小股东权益保护不好的情况下，则不可能存在这种关系，此时的股东当然希望尽快将股利装入自己的囊中。另一方面，从代理问题的另一个角度来看，股利不过是法律保护的一种替代，即替代模

型 (Substitute Model)。这种观点关键是基于公司对外部资本市场融资的需要。公司需要到资本市场融资,为了能以适当的条件筹集到所需资金,公司必须在向股东融资方面树立良好的声望。发放股利减少了内部人谋取私利的资金供给,是公司树立声望的一个途径。在股东权益法律保护不好的情况下,公司的声望十分重要,这使得发放股利维护形象显得尤为重要。反之,发放股利也就不再重要。也就是说,拥有较好投资机会的公司,由于对资金的需求大,也有树立良好声望和形象的强烈动机,因而在股东权益法律保护不好的情况下,高成长公司的股利支付率相对低成长公司要高,即股东权益法律保护的完善程度与股利发放比率负相关。LLSV (2000) 对其提出的两种代理模型进行了检验。他们考察了 33 个国家和地区 4000 余家公司在 1994 年度的股利支付情况,发现代理问题与世界范围对公司股利政策的理解高度相关,并且发现对股利结果模型的一致支持。所在国家和地区少数股东利益保护好的公司,倾向于支付更多的股利。

也有文献对股东和债权人之间的代理关系进行讨论,他们主要是从债权契约角度展开的,例如:Handjinicolaou 和 Kalay (1982,1984),Kalay (1982),Jensen (1983))。Kalay (1982) 提出企业应当被看作是一个利益相互冲突和相互竞争的合作团体,其中两个最主要的团体是股东和债权人。由于股东控制着公司,因此他们可以通过以下两种途径增加负债风险来从债权人手中转移财富:一是减少投资或消耗现有资产,以储备资金支付股利,即“投资融资股利”;二是向外举借新债来支付股利,即“债务融资股利”。因此,为了防止这种损害债权人利益的做法,绝大多数的债务合约都以直接股利约束或者间接股利约束形式来限制投融资股利和债务融资股利的支付。Handjinicolaou 和 Kalay (1984) 通过实证分析发现,超额现金股利的发放会给股权投资人带来超额回报,而无益于债券持有人。Jensen (1983) 也认为,通过签订债务合约限定股利的发放,可以阻止债权人财富向股东的转移,有利于缓和股东和债权人之间的摩擦。

2.6 国内有关现金红利的研究

在我国研究现金红利的文献中也有不少支持再投资理论的观点，比如李常青（2001），王会芳（2011）和尹飘扬（2012）等。他们研究发现公司分配现金红利首先要考虑未来的投资机会，如果公司有良好投资机会的话，公司会尽可能少派现或者干脆不派现；在有足够用于再投资的资金以保证未来持续增长的机会的前提下，并且有充足的现金流时才会将剩余的现金作为红利发放给股东们。王会芳（2011）实证研究了我国创业板公司的现金红利分配情况，认为公司的成长性会限制现金股利水平的增长。他们发现除了再投资机会还有其他影响创业板公司分配现金红利的因素，例如盈利水平、现金流量以及收益高低。尹飘扬（2012）也通过实证分析创业板上市公司，发现现金流量充足且有良好投资效益的情况下，创业板公司不会发放现金红利，但是如果投资收益不佳并且现金流量充足，创业板公司可以多派现。尹飘扬等研究发现，每股未分配利润与现金红比例呈负相关关系，每股未分配利润越大或留存收益积累的越多，公司现金分红比例就小，因为留存收益累积的越多暗示该公司更倾向于将税后利润用来再投资。

从上世纪 90 年代开始，我国学者也开始关注股利信号传递理论的研究。陈晓、陈小悦、倪凡（1998）首次对中国股市的股利信号传递进行实证分析。他们采取累计异常收益率法，按照现金分红、股票股利和混合股利（股票与现金分红）三种分配方式将 1995 年及之前的 86 家 A 股上市公司样本进行分类，先后统计了这些公司在公告其股利政策前后共 20 天内收益率异常的数据，再检验了不同方式下首次分配股利的信号传递效应。研究结果发现：我国股票市场上，以上三种股利分配方式都可以产生异常收益，且具有信号传递效应。但现金股利并不像股票股利和混合股利那样受市场欢迎，并且现金股利的信号传递效应会因为交易成本的加入计算后几乎丧失了异常收益。然而他们的研究存在公司样本过少的缺陷，比如分配股票股利的样本公司只有 16 家，甚至小于统计的最低要求。同时样本的时间选择方面没有计量与除息日相隔的日数，导致除息日波及效应的存在。吕长江、王克敏（1999）从现

实情况出发，对 Lintner 的信号股利模型进行了修正并构造了影响上市公司股利政策的多个变量，对这些变量进行主成分因子分析，得出主成分因子后再带入回归模型逐项回归，发现 8 个对上市公司现金分红有显著关系的主成分，其中包括有公司规模、国有及法人股比例、盈利水平、流动性、代理问题、股东利益和负债率等，他们得出的结论是虽然公司股利政策不能完全用股利信号功能解释，Lintner 股利信号传递理论和 Jensen 的代理成本理论也还能合理的解释公司股利政策，而对于中国公司的股利政策的制定而言，优序融资理论则不显著存在。

在委托代理理论的研究方面，吕长江、王克敏（1999）从利益直接侵占的角度分析了我国股利政策的影响因素。结果发现公司内部国有及法人控股比重大，内部人控制问题就越严重，就越可能实施较低的现金分红政策。王信（2002）赞同吕长江、王克敏（1999）的分析结论。他对 1996 年到 2001 年间 A 股公司样本的股东保护法制、股权结构和现金分红的相互关系进行分析，结论表明由于公司治理的漏洞、股东利益保护制度不完善，导致公司“内部人”直接侵占其他非控股股东的利益并造成低比例现金分红。此后应展宇（2004）检验分析了 1992-2002 年间我国上市公司股利政策状况，他认为我国上市公司股权结构较为特殊（“股权分裂”），激励效用失效，导致股利分配被“异化”，多数公司不愿或分配很少的现金股利。然而与此相反，魏刚（2001）通过多元回归统计分析了国有及法人股比例与现金股利的关系，得到结果却是：国有及法人股比例高的公司支付股东的现金红利就越多，反而是流通股比例高的公司支付较少的现金红利。这个结果指出国有及法人股股东要比流通股股东更想得到现金股利。但是刘淑莲和胡燕鸿（2003）的研究结果并未支持魏刚（2001）的分析，他们以 2002 年的 299 家上市公司为样本进行分析后并没有找到非流通股比例与现金分红间有显著的关联。对于主板上市公司，吕长江和周县华（2005）根据公司治理理论对我国 2001 年新监管政策实施后的公司股利分配原因进行了因子分析法检验，检验结果发现第一大股东持股比例与股利水平的关系呈现为“U”的形状，也就是说，内部人持股份额越大，公司越看你支付高水平的现金分红，进而证明了我国

中小股东要么利益被侵占，要么被迫承受更高的代理费用。此后，黄娟娟和沈艺峰（2007）参照迎合理论，研究显示股东控股股权比例过高的公司在制定股利政策时完全是迎合了控股股东的需求，而忽视对中小股东股利需求的照顾。作为证交所的研究人员，王会芳（2011）从现金股利“隧道攫取”的角度研究分析了创业板上市公司股权结构对现金股利的影响。结果表明，第一大股东持股的多少并不影响创业板公司分配现金股利，或者说没有证据支持派现公司在“掏空”现金。所以王会芳（2011）的研究没有赞成股利迎合假说和利益输送假说。而该研究表示，创业板之所以不存在“掏空”，原因可能是绝大多数创业板控股股东为公司的创造者，而且创业板成立时间不长，所以跟有“掏空”现象的公司比较，创业板的控股股东认为公司的持续成长可能会带来更大的收益。廖理和方芳（2004）表示，自由现金流量代理成本高企的公司的若要提高现金分红水平可以通过管理层持股来达成，这个方式可以运用于国有企业。然而肖珉（2005）对“自由现金流量”假说以及“利益输送”假说的实证分析表明，我国上市公司并不是为了缓解代理问题、合理利用剩余资金而实施派现的，派现的目的是便于大股东“套现”。对于股利政策受公司盈利能力影响的研究方面，孔小文和于笑坤（2003）表示，预期未来盈利较高的上市公司通常进行股利支付，而不派现上市公司的预期收益水平则普遍较低，该结果不支持股利信号传递理论，只是表明盈利能力对股利政策的影响是存在的。接着这方面的研究，李卓和宋玉（2007）通过实证证明 2000 年至 2004 年间上市公司年报的分红比例存在和企业未来盈利水平的关系。他们深入研究了盈余持续性受大股东现金分红的影响，并且发现为派现公司的盈余持续性和利润增长能力都要弱于派现公司，但同时也发现我国上市公司可以利用现金分红公告传递关于未来盈余持续能力的信号。根据来自于财务总监的问卷调查，易颜新、柯大钢和王平心（2008）发现上市公司的分红的现金主要取自于经营活动产生的现金流量，因此现金的总量和现金净流入量的可持续性上市公司决定股利政策时优先考虑的因素。同时调查显示，大部分财务总监偏向于有调整的现金分红政策，要求公司设定目标支付率而非固定支付率，并通过逐步调整支付水平来达到。通过对创业板公司股权结构的分析，欧阳小明（2010）表示创业板公司发生异常派现的现

象，是由于较小的公司股本规模、高比例受限流通股、较短的上市时间等因素发挥了很大程度的影响。另外，欧阳小明（2010）认为影响创业板上市公司股利政策的因素有以下几点：公司获利能力、股权结构、声誉激励、再融资动机与公司规模。他认为创业板公司可以在制定股利政策时兼顾考虑对公司发展因素的影响，主要对上市公司实际控制人心理膨胀的控制；综合考虑上市公司发展阶段与股利政策的关系；证监会加大监管力度以及限制不规范的股评行为。吴斯（2011）认为高成长性的公司在股利政策的制定方面，显著的受到公司盈利水平、现金流量水平、增长水平、负债水平、股权集中度和公司大小等因素的影响。尹飘扬（2012）研究分析我国创业板公司的情况后发现，成长性越高的公司，需要更多的资金来扩大业务经营或投资规模，为了满足公司未来的快速发展以及投资资金的需求，这些公司很有可能不发放现金红利，或者分配很少的现金红利并尽量用股票股利作为股利分配的首选。根据这一点，他认为公司的成长能力与现金股利的相关系数是负的，而公司规模与现金分红水平是正的相关性，即公司股利发放的多是因为公司规模大，而规模较小的创业板公司分红也比较少。

高晶（2011）认为创业板公司进行股利决策是需要考虑公司未来的投资机会所需要的资金量。假如公司面对很多投资机会，为了应对大量资金的投入，公司将减少现金股利分配增加留存利润进行再投资。而如果外部投资机会匮乏，公司不需要太大的资金量，留存盈余过多会降低资金使用效率，因此公司更愿意提高派现水平。在 2010 年 4 月底的时候，创业板公司不仅频繁的发布“高送转”方案，还有为数不少的现金股利分配，而且分红比例比以往更高。作为新兴的创业板市场而言，影响创业板上市公司股利政策的原因分析有助于上市公司提高经营规范水平，也有助于市场朝着健康、稳定的方向发展。另外，考虑到企业生命周期的不同会影响企业的股利分配水平，所以作者认为成长阶段的创业板公司拥有较多的投资支出，由于外部融资成本较高，因此非常需要内部资金支持，那么减少股利分配不失为合理的选择。成熟期或衰退期公司的投资效率不高，资金需求面较少，所以高股利分配有助于稳定或提升公司股价，同样能使公司价值最大化。

第三章 研究股票股利的相关文献综述

股票股利不会直接影响公司的未来现金流。根据股利经典理论，如 Weston and Brigham(1981)，股票股利和股票分割的实质是股东权益的内部结构调整，只不过是会计账目上的变化，对净资产收益率没有影响，对公司的盈利能力也并没有任何实质性影响。然而，早在 20 世纪五六十年代，John Linter 就建立了公司净利润分配的理论模型并通过对 600 个美国上市公司的财务经理做问卷调查实证检验发现：公司管理层对分派股利的调整是谨慎的，公司管理层一般会尽力保持一个与其收益水平相当的、长期稳定的目标股利支付率，只有在确信公司在未来具有持续稳定的收益和现金流，能保证未来股利的支付时，才会提高股利支付率。同样，只有在公司管理层认为当前的股利政策难以为继时，才会减少股利的支付比率。也就是说，因此他认为，股利分配政策是独立的，它与长期的、可持续的财务收益水平相关，也会影响长期的利润增长，并不从属于其他的经营决策。在此之后，西方学者如 Fama, Fisher, Jensen 和 Roll(1969), Bar-Yose 和 Brown (1977), Charest (1978) 也通过研究发现股票股利公告会产生显著的异常收益。虽然 Grinblatt, Masulis, Titman(1984, 以后简称为 GMT)指出这些早期研究没有剔除其他同时期的公告信息的影响，并且他们用的数据是月度收益也无法剔除掉同月里面公布的其他公告的效应，但是 GMT (1984) 剔除掉多重公告事件，保留只有股票股利公告的事件后，仍然发现股票股利仍然对股价有显著的影响，并且该影响不能被预期的现金分红所解释。这显然与经典理论相悖。因此长期以来，学术界都热衷于讨论公司发放股票股利、股票拆细的动机以及市场对股票股利、股票拆细的反应及其原因。本章主要基于信号传递理论和交易区间理论回顾以往文献对股票股利动机的分析，同时关注了市场对股票股利公告的反应及其原因分析。

3.1 股利信号传递理论

对信号理论的研究可以追溯到 Akerlof (1970) 对于“柠檬”市场模型的综述，Spence (1973) 则通过建立信号传递理论模型分析劳动力市场。在金

融领域，信号理论的运用是在信息不对称的情况下，企业怎样合适的传递与公司价值相关的信息，并最终达到影响投资者决策的目的。而在股利政策研究领域，学者们主要运用信号传递理论来分析上市公司如何利用发布股利公告传递诸如公司预期收益和成长机会等方面的信息。如果股利公告可以向市场传递有关公司价值的信号，那么预期收益就会与股利就成为互相联系的事件并且有同向增长的趋势。

通常认为 Pettit(1972)是最早提出股利信息市场反应的学者。Pettit(1972)指出，由于受到公共信息披露规范与责任的限制（如财务报表只能提供历史的价值量信息，如果公司管理层进行盈利预期，又会带来预期能否实现的未来责任），管理层可以将股利政策作为向市场传递其对公司未来收益预期的一种隐性手段。他首次将股利信息的变化与向市场传递诸如长期现金流量等新的信息联系起来，而这些信息的重要性则取决于他们是否已经为市场所知。

Ross(1977)则是最早系统地将不对称信息理论引入资本结构和股利政策分析中的学者。Bhattacharya（1979）创建了股利信号理论领域的第一个理论模型，从此创建了股利信号理论领域的第一个相关模型，从此利信号理论研究步入了快速发展的阶段（李常青，2001）。一般来说，有的学者偏好实证研究来检验股利公告向市场传递信息的可能性，还有些学者更喜欢构建股利信号模型进行研究，其中最具代表性的有 Miller-Rock 模型（1985），John-Williams（1985），John-Lang 模型（1991）等。无论各种模型对股利信号功能的验证是从何角度出发的，使用者们普遍认同一点，就是股利公告是信息传递的可靠手段之一，而且还是这些里面成本最低的传递方式。信息经济学对号理论在股利政策领域的研究，得到股利信号理论这一结果。Ross(1977)和 Leland, Pyle(1977)以及 Bhattacharya(1979)的理论相似，他们均假设在管理者与投资人之间存在不对称信息，管理者需要向投资者传递关于公司价值的有用信息，并且低价值的公司要伪装高价值的公司需要付出相当大的成本。具体来说，管理者对公司的未来收益和投资风险有内部信息，而投资者没有这些内部信息。投资者只能通过管理者传递出来的信息来

评价公司价值，管理者选择的资本结构和股利政策就是把内部信息传递给市场的一个信号。如果公司发展前景比较好，又不需额外追加大量资金时，管理层可能会调高资本结构中的债务比率，以便充分利用财务杠杆效应，增加普通股的每股盈余；同时，如果他们对公司将来有较高的股利充满信心时，就可能采取“昂贵”的但又十分有说服力的方式，即通过支付较高的股利向市场传递这些内部信息。如果公司拥有能带来高收益的投资项目，而项目需要筹集大量的资金时，管理层首先总是会尽量使用内部资金，其次是利用负债，最后才是发行股票。送股的实质是将未分配利润转入股本。一般情况下，公司需要面临法律、交易所法规以及债券合同等对公司未分配利润额度的限制，而送股将减少可用于分配现金红利的未分配利润。因此为了保证未来股利政策的稳健性，公司在选择送股时必然需要考虑未分配利润的留存值和未来期望值。当然，如果公司预期未来的未分配利润足够达到各项法规的基本要求，就不用担心送股对未分配利润的影响。相反，如果公司预期未来的未分配利润很少甚至不足各项法规的最低要求，就不会选择送股。因此认为股利政策可以传递公司价值信息是合理的。

另外一种假说（GMT（1984））认为，公司发布股利公告只是为了引起市场对公司的注意，吸引投资分析师对公司未来现金流进行重估。可以理解，当公司被低估时，公司才需要吸引注意以刷新市场估值。该假设的一个弱点在于没有解释为什么公司要借助股利来传递信息而不是直接公布相关信息。这也许可以解释为，公司不期望把有用的信息传递给其竞争者，并且通过传递这种信息模糊的公告，公司管理者也不再需要对所暗示的信息的真假负责。

在前人研究的基础上，Miller（1980）正式提出了股利分配的信息含量假说。他指出，公司宣布股利分配能够向市场传递有关公司前景的信息，如果这些信息是投资者以前所未能预期到的，那么股票价格就会对股利的变化做出反映。这种反映就是股利的信息含量效应。非预期的股利增加预示着好消息，是管理层给市场的一个信号，它表示公司预期会运转得更好。股票价格上涨是因为投资者对未来股利的预期向上调整了，而不是因为公司提高了股利支

付率。反之，非预期的股利削减通常是公司陷入麻烦的信号。由于投资者对未来股利预期的降低（并非是公司股利支付率的减少），导致了预期未来股利现值的下降，引起股票价值下跌。股利分配的信息含量假说得到了大量的数据支持。实证研究进一步发现：投资者对股利削减的反应要远大于对同等股利增加的反应。这说明，股利削减中所包含的信息确定性更强，这也与财务管理中的风险厌恶假设相一致。

在此之后，金融学者则加强了对股利信息含量的决定性因素以及传递信号强弱的研究，并取得了一系列的研究成果。Alex Kane 等（1984）结合股票价格的变动，对上市公司同时发布的盈利信息与股利分配信息作了相关性分析后发现，两类信息之间存在显著的相互作用。这表明投资者是将两者结合起来考虑的，他们更有兴趣知道这两类信息所传递的信号是否具有 consistency。当盈余高于或低于预期时，投资者会更加重视未预期到的股利变化的方向。Brennan 和 Copeland(1988)则建立模型，指出股票交易成本是关于股价和公司规模的减函数，公司管理层需要在增加的交易成本和股价上涨中权衡，在达到均衡时，管理层对未来公司的价值越有信心，送转股比率（拆分比率）越大。同时，也正因为股利分配会增加交易成本，例如买卖价差 (Copeland(1979), Conroy et al. (1990)) 和收益波动率 (Ohlson, Penman(1985)) 会增加，这样就可以阻碍低价值的公司伪装成高价值的公司误导欺骗投资者，Ikenberry et al. (1996) 认为股票股利公告是一个值得相信的信号。

Elfakhani（1995）的研究更进一步地揭示了股利信号的价值。他指出，股利信号的价值取决于三个因素：股利变化的方向（增加还是减少）、信号的性质（利好还是利空）、信号的作用（确认、澄清还是混淆）。市场更加关注的是股利信号的性质而不是股利变化的方向。因此，并不是所有的股利减少都是坏消息，也不是所有的股利增加都是好消息。

传递利好信息的股利减少会导致正的市场反应，而传递利空信息的股利增加

会导致负的市场反应。股利信号的作用则与公司披露事项的多少及一致性相关。如果公司披露的信息足以揭示公司的经营状况，而且所披露的各类信息对公司经营状况的揭示具有高度一致性，那么股利增加信号所起的确定性作用对市场的影响就不强，因为所传递信息中非预期信息太少。但如果公司披露的信息较少或所披露信息之间一致性不强，那么股利信号所传递的信息价值就较高，它有利于消除投资者判断上的不确定性，所以更能引起市场的反应。

Scott 和 Keith (1996) 通过超额收益对比分析和回归分析发现，市场走势对股利信息发布前后的超额收益有显著影响，而且与市场走势相反的股利变化信息往往拥有更高的分析价值。这也从另一个侧面验证了信息含量假说中非预期股利变化拥有更多信息含量的结论。

3.2 交易区间理论

交易区间理论认为，管理者分配股利并非为了向市场传递信息，而是为了使股价维持在一个特定的区间（Grinblatt, Masulis, Titman(1984)，Lakonishok 和 Lev(1987)）。如果某一特定群体的投资者偏好于某个股价区间（例如散户或者缺乏信息的投资者可能偏好于低股价），当管理者期望吸引某个特定群体的投资者或者想要达到某个特定构成的股东结构，就会将股价维持在某一特定区间。从这个观点来看，股票股利和股票拆细更多的是反映企业过去的表现而不是未来期望。当股价高出该区间时，为了提高流动性和可销售性，管理者将会拆分股票或送转股。Baker, Gallagher(1980) 调查了公司的首席执行官表示 94% 的受访者认为股票拆细将他们的股价移动到了一个“最优的交易区间”。并且 Baker, Powell(1992), Baker, Phillips(1994) 调查发现，当管理者被问到他们拆分股票的动机时说到信号传递并不是首要目的，他们的结论更倾向于交易区间理论。

通常认为缺乏信息的投资者或者小型投资者更偏好于较低的股价区间。实证结果显示（Lamoureux, Poon(1987), Lipson(1999), Schultz(2000)等），拆细

后小规模的交易量特别是散户提交的较小规模的买入命令增加。这从侧面也验证了交易区间理论。但问题是为什么公司想要吸引这样的投资者？虽然他们提出了有多种解释但都没有很强的支撑理由。一种解释是小型投资者对稳定市场有帮助（Baker(1956), Stoval(1995)）。然而拆细后增加的收益波动率则削弱了这种解释的力度。另外一种解释是自我服务型的管理者想要分散股权因为小型投资者不可能获得太多股权（Powell, Baker(1993/1994)）。然而实证研究非常明确的发现拆细后增加的并非小型投资者而是机构投资者。

还有一个备受争议的解释是增加的投资者将提供更多的市场流动性并因此减少该股票的交易成本。纽约交易所也曾揭示了该观点：“一个在合适的时间进行的股票拆分可以扩大股东的股本并提高市场流动性。交易统计数据显示拆细可以将股价维持在使交易量显著的投资者所偏好的区间。”然而实证结果则对拆分是否会提高市场流动性和可销售性提出了质疑。Lamoureux, Poon(1987) 和 Maloney, Mulherin (1992) 发现拆细可以提高可销售性因为他们发现拆细后股东人数增加了。另一方面，拆细后买卖价差以及收益波动率将增加，这又说明拆细可能会降低市场流动性。几乎没有证据说明拆细将会增加交易量（Lakonishok, Lev(1987), Lamoureux, Poon(1987), Conroy et al. (1990)）。另外，虽然管理层经常声称将股价降低将提高个人投资者的占比（Baker, Gallagher(1980)），Szewczyk, Tetsekos(1995) 指出拆细后增加的是机构投资者的占比。虽然大部分文献发现拆细后流动性会降低，这些不同的结论主要取决于所选取的对流动性的替代变量以及样本所在的时间区间。

Lakonishok, Lev(1987)指出股票股利和股票拆细不同，公司分配股票股利显然不是为了让股价调整到某一“正常区间”，因为发放股票股利的公司的股价一般较低并且增加的股本数一般较少。他们认为这可能与这些公司发放的现金红利的利率低有关，管理者可能相信送转股可以被投资者暂时看成现金红利的替代。

3.3 自我选择假说

虽然信号传递理论和交易区间理论常被看成旗鼓相当的两大理论，两者其实并不相互排斥。第三个理论体系则是建立在两者的共同之处上。Ikenberry 等(1996)指出如果管理者因为某种原因将股价维持在某个交易区间，并且也认识到将股价降低到一定水平之下需要付出相应的成本，那么他们的股利政策就会充分考虑公司未来业绩的预期值。拥有高股价并且未来公司表现预期不会变差的公司将更可能发放股票股利和拆分。也就是说这两大原因将同时影响管理者的决策。前者是基于未来信息而后者是基于过去的信息，Ikenberry 等(1996) 的结果更加支持第三种假说，即认为公司分配股票股利和拆细既考虑了对股价区间的影响又考虑了公司未来的预期表现。

3.4 税收选择理论

Farrar 和 Selwyn(1967)首次对股利政策影响企业价值的问题作出了回答。他们采用局部均衡分析法，并假设投资者都希望试图达到税后收益最大化。他们认为，只要股息收入的个人所得税高于资本利得的个人所得税，股东将情愿公司不支付股息。他们认为资金留在公司里或用于回购股票时股东的收益更高，或者说，这种情况下股价将比股息支付时高；如果股息未支付，股东若需要现金，可随时出售其部分股票。从税赋角度考虑，公司不需要分配股利。如果要向股东支付现金，也应通过股票回购来解决。相反，股票股利则不需要支付这么多税赋，因此，股东更倾向于分配股票股利而不是现金红利。

Lamoureux, Poon(1987) 发现在拆细（或反向回购）后的日交易量将增加（或减少）。增加的交易量又将导致市场交易噪声增加。增加的交易噪声将会增加股票的税收选择价值，正是税收选择价值产生了拆细公告效应。

税收效应理论释放了完美资本市场的一个重要假设，即假设存在税收摩擦成本。在许多国家现金分红和资本利得的税收是不同的，并且现金分红的税负

要高于资本利得。因而，理性投资者将偏好低现金分红政策或者偏好股票股利。这种观点认为，如果公司想最大化股东财富，就应该采用低现金分红政策，因而更倾向于发放股票股利。对股利税收效应的研究，一般采用两种基本的方法进行。一种是以 Brennan（1970）为代表的用应用资本资产定价模型的变形公式进行研究的方法。另一种方法是除息日研究，即为了比较所得税对资本利得与股利收入影响差异，对股票价格在除息日的平局变化情况进行研究。从事现代除息日研究的学者包括 Elton 和 Gruber（1970），Hess（1982），Booth，Johnston（1984），Michaely（1991）和 Robin（1991）等。

King（1977）和 Auerbach（1979）则认为税收效应不会影响公司的市场价值，因此不是公司分配股利需要考虑的问题。他们认为，由于现金分红的税收在公司估价时已经被量化考虑了，因而税收是非相关的。对这种理论观点的反驳者则认为，这种观点没有充分考虑到定期股票回购因素的影响，包括 Proterba 和 Summers（1984）均提供了反驳该理论的经验证据。

3.4 小结：影响股利政策的因素

根据不同的理论可以得出不同的影响股利政策的因素，既有来自公司内部的因素也有来自公司外部的因素，西方学者就不同的模型对各个影响因素进行了实证检验。下文是他们得出的结论。

Lintner（1956）对来自 28 家公司的经理进行访谈后发现，盈余水平是股利变动的最重要的决定因素，股利政策是“粘性”的，与公司长期可持续盈余紧密相关，它往往被成熟公司采用，而且存在着各年之间的“平滑”现象。该种观点随后受到了众多学者的检验，并在不同的国家和地区得到了证实。Higgins（1972）认为影响股利的最主要因素是预期增长率、投资机会、财务杠杆以及各种风险，股利支付率上升会使得公司投资机会所需资金减少，反之亦然。Smith 和 Watts（1992）则认为行业因素也会影响股利政策的制定。Jensen 和 Meckling（1976）的检验表明，增长机会与股利支付率呈负相关关系，即公司可以支付股东较少的现金红利，而把更多的现金留给增长

投资。Rozeff (1982) 对此观点也表示赞同, 他表示公司减低股利分配是它预计到收入快要达到较高的增长速度, 而较高的增长机会往往需要较高的资金投入, 因此无法承担原先的股利支付水平。Masulis 和 Trueman (1988) 认为高增长的公司都希望能投入所有的内部资金在使公司价值增长的项目上, 并不像成熟公司迫于内部资金无法在投资项目上用尽而只能发放股利。Baker 等于 1985 年对上市公司管理层调查后表示, 不同于 Higgins (1972) 的研究, 对股利政策起决定性作用的因素是: 未来的盈利能力、历史股利政策、现金流量的水平以及提高还是稳定股价的策略。

Mancinelli 和 Ozkan (2006) 通过研究发现, 公司股权结构的特征会影响股利政策的制定。美国纳斯达克市场在制定股利政策时考虑了一些影响极大而且重要的决策因素, Kent 等 (2001) 总结这些股利决策的重要因素为: 过去的股利政策、收益的稳定性、最近的收益水平和预期收益水平。这些在纳斯达克里有重要地位的因素, 对于美主板也同样重要, 也再次证明纳斯达克上市公司的管理者一直沿用 Lintner (1956) 的现金股利理论来考虑股利政策。

Fama 和 French (2001) 的结论不可忽视。他们认为影响股利政策的因素有: 盈余水平、投资机会和公司规模。对此, 他们通过研究 1926 年至 1999 年期间的样本公司股利分配水平, 重点分析了 1972 年至 1999 年期间的情况后发
发现, 分配股利公司的比例于 1978 年后出现下降, 从 1978 年的 65% 左右大幅下降至 1999 年的 21%。而这种情况的发生是由于分配股利的样本公司的公司特征出现了变化, 具体地讲就是这些样本公司伴有规模较小、收益较低且拥有富余的投资机会等特征。同理, 研究也从未派现样本公司中找到了类似的典型特征。根据上述结果, Fama 和 French (2001) 得出观点: 企业会考虑自身的
企业特征再进行股利支付。于是, 公司不管有无良好的投资机会, 其现金股利公告传递了公司的投资策略, 在投资机会较好的情况下, 公司就不愿意分配现金给股东, 相反, 如果公司公告其股利分配方案可能是因为投资机会的缺乏 (Baker (1989), Brook 等 (1998), Baker 和 Wurgler (2003),

Pan (2001)), Brav 等 (2003) 对上市公司首席财务官如何看待股利支付受投资机会影响的问题上进行了信息采集, 结果显示接近 50% 的财务管理人员赞同投资决策是否足够好而且是否容易取得是非常重要的股利政策影响因素。除了上面所述的因素, 另一个影响公司股利分配的是公司规模的大小。大公司较为容易获得资本市场的融资, 减轻了不少对内部留存的依赖, 故而可以实施高水平的现金支付。这一观点也得到了 Holder 等 (1998), Lloyd 等 (1985), Ambarish 等 (1987), Vogt (1994) 等的支持。比如, Ahmad 和 Carlos (2008) 研究美国制造业后表示, 派现公司与未派现公司在整体上进行比较, 通常有更高的资金流动性、更好的盈利水平、更大的公司规模以及更大力度的研发投入等公司特征, 该结论与 Fama 和 French (2001) 的观点也是一致的。Ambarish 等 (1987) 则是从创业板公司规模的角度来看, 他们认为公司价值较高的创业板上市公司在能够快速发展, 但处于公司发展的中间阶段时, 就如他们积极地进行投资一样也很乐意来支付现金股利, 以此来将自己与价值较低的公司区分开来。

根据相关研究, 公司的财务风险也会影响到股利政策的制定。Rozeff (1982) 发现, 财务风险突出的公司由于财务杠杆高, 为了降低外部融资成本的压力而更可能支付较少的股利。DeAngelo 和 DeAngelo (1990) 对有财务风险的样本公司进行研究, 表明有 1/3 的样本公司并未降低股利水平。为了替代有成本压力的外部融资来对股利进行支付, 这些样本公司将寻找其他的融资方式。Rajiv Sant 和 Arnold R. Cowan (1999) 的研究表明公司一旦进行现金分红, 表示该公司预期未来收益与现金流足以用于股利支付, 但对于成长性公司而言, 由于对未来收益与现金流的不确定, 所以并不愿意支付股利。

Graham (1985) 在考察了股利、投资与融资的关系后认为, 在融资处于受限制状态时, 股利和投资政策不是独立的, 而必须将融资决策因素考虑进去。Jensen 和 Meekling (1976) 的研究认为, 公司的增长机会较多时, 股东们可以接受较低的现金股利率, 增长机会和股利支付水平成负相关。

3.5 国外市场对股票股利的反应

Ikenberry 等(1996)用 1975-1990 年的 1275 个拆细公告实证检验得出市场对股票拆细的反应不足。虽然股票公告的平均收益率为 3.38%，但是拆细公司在宣布公告后的一年将实现 7.94%的收益（换算成无限期收益），而三年后该收益增加至 12.14%。这个超期回报不是由势能产生的，因为统计发现拆细前收益高的公司在拆细后的表现一般低于平均水平。从长远来看，小公司比总样本的整体表现略好。值得一提的是，市场也存在着拆细后价格降低但是未来表现很差的公司，以及拆下前表现就很差拆细后表现也差的公司，然而市场还是对这些公司的拆细公告做出了积极回应。这说明，市场存在利用股利公告欺骗误导投资者的现象。可能正是由于这些公司的存在，市场对拆细公告持怀疑态度进而反应不足。

Easley, O' Hara, Saar(2001)建立了一个微观模型，实证检验模型中的参数发现，股票拆细后信息缺乏者的交易成本总的来说提高了，虽然限价指令增多，但是其影响不足以抵消市价委托交易成本增加所带来的负面影响。他们发现拆细后信息缺乏者的人数增多了，这从侧面验证了交易区间理论。但是他们进而发现市场流动性并没有增加，部分原因是因为信息交易增多了，所以拆细不能明确的传递信息。该结果削弱了信息传递理论。

Lakonishok, Lev(1987)发现股票股利和股票拆细不完全一样，发放股票股利的一般都不是高业绩的公司。根据实证结果发现，发放股票股利的公司股价偏低并且在股本增加的数量也很少，这说明，公司分配股票股利的目的可能并不是想要调整股价到某个特定的区间。一种可能的解释是管理者相信一些投资者短期内会将股票股利视同现金分红。

McNichols, David(1990)发现拆细的比率受拆细前股价和管理者的内部信息的影响。他们用公司利润估计值的误差来测量管理者的内部信息，发现拆细比率和利润估计值的误差显著正相关，说明管理者在制定拆细比率时会考

虑他们对公司未来经营情况的期望值。另一方面，该模型也指出拆细比率受到拆细前股价的影响大于利润估计值误差的影响。他们还发现，拆细比率和公告日收益率成正比，拆细比率能一定程度反映公司未来估值。他们将拆细信号分为利润估计值相关项，以及与利润估计值无关项，发现与利润估计值无关项也会显著影响拆细比率。这说明拆细比率会传递除了未来利润之外的其他信息，或者也有可能信息传递理论不能完全解释拆细公告效应。

Lamoureux, Poon(1987) 发现在拆细(或反向回购)后的日交易量将增加(或减少)。增加的交易量又将导致市场交易噪声增加。增加的交易噪声将会增加股票的税收选择价值，正是税收选择价值产生了拆细公告效应。

3.6 国内有关股票股利研究

在研究“高送转”的市场效果时，通常“事件研究法”。即选定上市公司“高送转”预案公告日作为事件日(即 $t=0$)，在事件窗口内观察“高送转”发生的前后一段时间股票价或报酬率的变化，从而得出其带来的市场影响。

关于股利政策的信号传递理论，魏刚(1998)认为我国上市公司的股利政策向投资者传递了公司持久盈利的信息，符合信号传递理论；何涛和陈小悦(2003)研究了我国上市公司的送转股动机，发现信号传递假说和流动性假说对我国的送转股行为解释能力有限，送转股公司送转之后的盈利并未实现更好的增长，并提出了价格幻觉假说来解释我国上市公司的送转股行为。冯科、刘宏和何理(2012)通过建立线性模型来得出高送转对盈利的信号效应，通过高送转对上市公司未来盈利的信号效应的实证分析，可以得出结论：(1)每股股价越高的上市公司越有可能进行高送转；每股股价涨幅越大的上市公司越有可能进行高送转；每股资本公积和盈余公积越高的上市公司越有可能进行高送转；M上市公司的高送转行为与市值大小没有显著关系。(2)现金红利增加的高送转公司 Spfac 系数为正且在 10%的置信度下显著，这说明支付更高现金红利的同时进行高送转是一个可信的上市公司未来具有良好盈

利的信号。但是，在其他情况下上市公司进行高送转并没有传递上市公司管理层关于未来经营业绩会变得更好的私人信息，这与股票股利的信号效应假说不一致。

彭洋（2011）则基于创业板“高送转”的情况研究发现，虽然有的创业板公司净利润账面数据没有出现明显下滑，净利润增长水平较往年却有大幅度的下降，则说明该创业板公司增长动力不足，成长能力存在问题。毫无疑问，净利润率大幅下降的情况使得公司减少股利分配，传递的是不好的消息，结果可能导致公司股价下跌。相反的是，如果创业板公司加大了研发投入力度，那么股利的下降传递的就不是负面信号，而是公司未来发展能力变强的信号，再加上上市初期过高的市盈率转回、公司价值合理回归。这样对股价会有正面积积极的影响作用。总而言之，创业板公司的股利政策对于投资者的影响具有不确定性，股利支付率的提高不一定是好的事情，而股利支付率的下降也不一定是坏的信号。股利水平变化传递的信号是好还是坏则需要具体分析股利分配方案背后所传递的公司财务情况以及公司未来的投资经营前景。也就是说，只有看清公司是真的高成长、高增长业绩的还是低成长、业绩较差的，才能够决定该股利信息是好还是坏。

此外，徐慧玲，吕硕夫（2012）运用多元线性回归的方法，基于我国股权的结构特征进行分析，得出如下结论：上市公司流通股比例与“高送转”股利政策负相关；上市公司前十大股东持股比例与“高送转”股利政策正相关；上市公司机构持股比例与“高送转”股利政策负相关。

当然，也有研究发现高送转政策可能会传达错误的信号。吴苗苗（2011）指出，当大多数中小股民受 2011 年创业板股价全体大跌而平均亏损额度达 20% 以上时，才发现实施高送转股利分配的创业板公司的真正目的，然而为时已晚。正是如此，在创业板市场股息率不高、非现金分红仍较为普遍的背景下，研究这类股利分配方式具有一定的现实意义（吴苗苗，2011）。

此外，李慧宇（2012）根据创业板市场的高风险与信号传递的关系发表了看法，他表示创业板市场不太可能传递出能够让投资者获得稳定收益的信号，结果导致投资者更加的投机，“打了就跑”的策略普遍存在。现实情况表明，通常状况下创业板公司股价存在较大幅度波动，强制分红政策的实施，未必不能稳定投资者的预期回报。基于此，创业板股票价格或许能够回归合理，并维持在正常的区间和浮动程度内。

陈晓、陈小悦和倪凡（1998）在信号传递理论背景下研究了 1996 年以前上市的公司的首次红利分配政策，并采用累计超额收益率法得出股价在首次股利公告日前后各 20 天会产生平均超额收益率的结论。俞乔、程滢（2001）以 1992 年到 2000 年期间沪深两市所有发放股利的上市公司为研究样本，研究结果指出，分红公告日当天及公告日后一天的股价都出现了显著的超额收益，市场对送股或混合股利的分红政策有较强的正向反应，市场对单纯现金红利则不敏感。陆正华（2010）得出的结论认为：创业板中的高送转公司可以获得超额收益。陈珠明、史余森（2010）的实证结果表明，在公司公告分红预案前 5 个交易日内，高送转股票会出现显著正的超额收益；牛市中除权除息日前后的股票会在短期内存在超额收益；熊市中除权除息日前后的超额收益不显著。此外，邓雄博和刘锡标（2013）发现本文研究表明，我国的证券市场，存在高送转预案公布日效应，尤其在高送转预案公布日前 7 个交易日存在显著的正超额收益率，而预案公布日之后，正超额收益率不明显并且投资风险加大；田丰（2014）通过对 A 股高送转市场反应的分析，发现预案公告日前的高送转效应不显著，而预案公告日后的高送转效应显著。

第四章 对我国股票市场高送转现象的进一步探讨

4.1 简述

高送转现象近年来成为我国 A 股市场的焦点之一。国内外对上市公司的送转

现象多有研究，然而，上市公司的频繁高送转决定与实施，以及实行高送转的公司在预案公布和实施期间的股价高额收益率却并未得到充分的研究。

高送转是指上市公司大比例送红股或大比例以资本公积金转增股票。送红股是指将上市公司未分配利润以股票红利的形式分配给股东的一种分配方式；而转增股票，是指上市公司将企业的盈余公积金和资本公积金转换为股本，并将由此而增加的可流通股免费分配给所有股东，这些免费赠送的股票即称为转增股票。高送转具有扩大股本、降低股票价格、增加股票流通性等的作用。

关于公司采取高送转政策，有多方面的因素。从内部因素来说，根据中国证监会 2008 年发布的《关于修改上市公司现金分红若干规定的决定》，上市公司“最近三年以现金方式累计分配的利润不少于最近三年实现的年均可分配利润的 30%”，否则不能进行再融资。显然，此举提高了上市公司的再融资门槛。而很多公司为了实现资本再利用，减少税收成本，因此增加了对股东的股利分红比例，从而减小现金分红比例。同时，市场上还有广泛的认为是，高送转除了暗示公司经营业绩的良好表现，往往还预示着公司会有较大的发展和成长，传递公司未来发展前景的良好信息，增强投资者的信心。因此，公司大股东和高管都想利用这种“信号传递”效应来树立公司的良好形象，做好公司的“无形广告”。此外，高送转股票除权除息后可以降低每股市价，使投资者产生幻觉，认为公司的高股价风险消除了，因此还可以有很高的继续上升的空间。

由于高送转经常涉及到内幕交易，我国的监管部门及一些学者已经提出要警惕高送转股票。然而，这些举措并未完全使高送转市场降温。在 2013 年，一些上市公司例如兴民钢圈和名牌珠宝都因高送转涉嫌内幕交易而受到证监会的调查。而一些私募基金例如泽熙投资管理有限公司的投资模式也因此受到了更为广泛的关注。总体而言，这些内幕交易通过大量入股上市公司，接着提交“高送转”分配预案，之后拉抬股价并且出货，以此获取丰厚的利

润。

然而另一方面，很多散户投资者陷入幻觉陷阱，认为公司在实施高送转后股价降低，股价的高价格风险降低，同时认为高送转是极大的利好事件。紧接着，伴随着一系列的显著的公告效应，看着股价一路高升，很多散户投资者跟风追进，为内幕交易者提供了良好的出货机会。

因此，我们需要更进一步的学习和理解高送转现象及其原因，来更深入的理解市场的动力，这样才可以从根本上解决市场操纵与内幕交易的问题，使市场持续良性发展。

本文首先从高送转的公告效应入手，来仔细分析可能的事件窗口开始时期。由于收益率与市场流动性和交易决策紧密相连，因此，超额收益率可以被用来对市场的交易情况的进行侧面的理解。我们发现，实施高送转的公司在送转预案公告日和送转实施日都有极强的公告效应。

然而，这些公告效应是否是对公司现有业绩的反映却是一个未知。同时，这些显著的公告效应是否预示着未来业绩的提升或者可以用来预测未来的股票价格走势也是未知。

通过对我国 A 股市场 2004 至 2013 年间所有实施送转的公司的研究，本文发现实施送转的公司并非有高于往年的业绩，这些公司在实施送转后的未来一至两年也未有超额的业绩增长，甚至会出现业绩退转的现象。值得注意的是，在送转预案公告后或实施后，公司的超额收益率会持续上升 1 至 6 个月，随后逐渐减弱至消失。如果送转公司的业绩并无任何改变，那么，高送转所带来的公告效应的超额收益率和之后的相关股票的价格走势是如何产生的，这些是值得探讨的问题。

因此，本文通过对交易量与交易决策的数据，来进一步分析送转公告与实施

之后的交易变化及相应的交易收益。我们发现，实现高送转的公司送转预案公告，送转实施日前后都有大幅的交易量和换手率的变化，同时也伴随着超高的收益率。本文通过对 2013 年实施高送转公司的分析发现，基金公司在送转实施后期并未再有参与实施送转的股票，并且他们的收益率也主要来自于送转之前。

那么，实施送转后的股价的持续上涨应如何解释？我们分析了投资这些高送转公司的散户的交易行为，并且发现大部分散户会在高送转宣布和实施后大幅买进高送转股票。散户的这些交易行为为机构投资者或者相关内幕交易者提供了退场的出口。同时，由于散户在我国股票市场中占 80%，因此，散户的大量买入也会在未来短期内持续推高股价。然而，如果没有基本面的支持，股票价格长期是无法支撑在高位的。

对于股票市场来说，收益率是每一位市场参与者、投资人所关注和追寻的。超高的收益率必然会吸引相关获利方不断使用高送转公告来吸引投资者的关注以获取利益。如果上市公司及相关利益各方从高送转政策中有利可图，那么就无法彻底杜绝这种现象。因此，为了帮助杜绝利用高送转实现套利行为的发生，投资者的教育也是极为重要的。如果投资者可以更加明了高送转公司的实质，并且因此而作出更加明智的投资决定，那么这样会使高送转公司的相关利益方失去获利后的撤出渠道，从而可以更彻底的遏制利用高送转操纵股价的现象。

本文通过对 2004 至 2013 年的各送转公告的详细分析，来深入理解高送转现象及其部分成因，希望可以使投资者可以更理性的进行投资决策，帮助我国股票市场更健康稳定的发展。

4.2 数据描述

表一 高送转现象描述

Panel A: 股利比例的描述性统计

	样本量	样本比例	均值	标准差	最大值	最小值	P5	P25	P50	P75	P95
股利公告 (2004-2013)	10533										
股东大会否决预案	11										
调整公告日剔除	26										
有效股利公告	10496										
							0.0	0.0	0.1	0.2	0.5
现金股利	9531	90.8%	0.162	0.184	6.419	0.001	2	6	0	0	0
							0.1	0.1	0.2	0.4	0.7
送股	929	8.9%	0.290	0.212	1.500	0.008	0	5	0	0	0
							0.1	0.3	0.5	0.8	1.0
转增股	2875	27.4%	0.539	0.307	3.000	0.026	0	0	0	0	0
							0.1	0.3	0.5	0.8	1.0
送转股	3331	31.7%	0.547	0.315	3.000	0.008	0	0	0	0	0

本文的数据来自万德和上海证券交易所 2013 年的交易数据。其中：股票价格，交易量，换手率，红利、送股、和转股公告信息，公司市值/面值比，资产负债率，资产回报率，股东权益收益率，以及毛利润率均来自万德。2013 年有实施送转股票的相关交易数据来自上海证券交易所。

Panel B: 送、转股与现金股利的交叉效应

	现金股利	送股	转增 股
送股	91.9%	.	50.9%
转增股	68.1%	16.5%	.
送转股	71.0%	27.9%	86.3%

如表一所示，在 2004 至 2013 年间，共有 10,533 次上市公司股利公告，其中 11 次被股东大会否决预案，另有 26 次公告由于调整公告日而被本文从研究中剔除。最后共有 10,496 次上市公司股利公告报告。其中有 9,531 次现金股利公告，占样本的 90.8%，平均现金红利为 0.162 元；送股公告有 929 次，占总样本的 8.9%，平均送股数量为 0.29 股；转增股有 2,875 次公告，占总样本的 27.4%，平均转增股数量为 0.539 股；同时发布送股和转股公告的有 3,331 次，占总样本的 31.7%，平均送转股数量为 0.547 股。由表一可以看出，与送股相比，转股更为普遍，并且转股数量也远远高于送股数量，大约为送股数量的 2 倍。同时送股转股的公告亦较高，并且送转股数量亦高于转增股数量。同时，实施转增股和送转股的数量中位数为 0.5。

从表一的 Panel B 中可以看出，有 71% 的送转公告是伴随着现金红利的。这样可以理解很多公司派发现金红利来帮助投资者减轻税务负担以吸引投资者。

我们采用累积超额收益率来计算上市公司股利公告预案、实施日期前后的股票表现。我们分别计算了公司股利公告预案附近的 5 个窗口期，以预案公告日作为日期 0，分别计算出在预案公告日当天， $(-1, 1)$ ， $(-2, 2)$ ， $(-3, 3)$ ，以及 $(-5, 5)$ 窗口期的超额收益率。超额收益率的三种计算方法分别为：绝对收益率 (CAR_{Raw})，减去市场收益率的相对收益率 (CAR_{Market})，以及用 CAPM 模型估计的相对收益率 (CAR_{CAPM})。

其中，为了保证超额收益率的有效性，我们考虑了该股票是否在我们计算窗

口期间为连续交易。我们选取了两个接临交易日不超过 10 天¹的样本。如果股利公告日发生在非交易日，则我们将这些公告日顺后调整为下一个最近的交易日，并且要求这种非交易日的公告日与下一交易日的时间间隔不超过 10 天。

在使用 CAPM 模型估计相对收益率时，我们采用公告日前-13 到-1 个月的日回报率来计算。考虑到一年大约有 260 个交易日，为保证分析的准确性，我们仅保留一年中至少有 150 个交易日的股票进行分析来估算该股票的 β 。

表二 预案公告日送转股公告效应（单独统计送股和转股的 CAR_{CAPM}）

Panel A: 送股公告效应					
	公告日	(-1, +1)	(-2, +2)	(-3, +3)	(-5, +5)
CAR _{CAPM}	0.68	1.68	2.53	3.04	4.13
T-值	5.12	8.30	9.94	10.73	12.15
观测量	849	845	837	837	830
Panel B: “高”送股公告效应（不低于中位数 0.2）					
	公告日	(-1, +1)	(-2, +2)	(-3, +3)	(-5, +5)
CAR _{CAPM}	0.81	1.92	2.82	3.34	4.51
T-值	5.12	8.09	9.53	10.23	11.32
观测量	621	617	612	612	607
Panel C: 转增股公告效应					
	公告日	(-1, +1)	(-2, +2)	(-3, +3)	(-5, +5)
CAR _{CAPM}	0.74	1.70	2.58	3.28	4.35
T-值	8.29	12.32	15.39	17.34	19.24
观测量	2269	2256	2248	2243	2229
Panel D: “高”转增股公告效应（不低于中位数 0.5）					
	公告日	(-1, +1)	(-2, +2)	(-3, +3)	(-5, +5)
CAR _{CAPM}	1.05	2.19	3.19	4.04	5.37
T-值	8.26	11.26	13.50	15.17	16.79
观测量	1329	1322	1321	1318	1310
Panel E: 现金股利公告效应					
	公告日	(-1, +1)	(-2, +2)	(-3, +3)	(-5, +5)
CAR _{CAPM}	-0.40	-0.05	0.37	0.76	1.50
T-值	-11.17	-0.82	5.43	9.90	16.20
观测量	8657	8597	8564	8538	8460

表二统计了送股和转股公告效应前后的 5 个事件窗口的超额收益率。在这里

¹ 选取 10 天是因为 2012 年国庆节+中秋节一共放假 9 天，因此 10 天以内的间隔是可能的。

我们选取了 CAR_{CAPM} 来进行描述，另两种超额收益率的计算统计结果类似。

Panel A 描述了送股公告效应，Panel B 描述了不低于送股数量中位数 0.2 的“高”送股公告效应。可以看出，随着送股数量的增高，公告效应也会随之增强，体现为更高的超额收益率。Panel C 描述了转增股公告效应，Panel D 描述了转增股数量不低于中位数 0.5 的“高”转增股公告效应。同样我们可以发现随着转增股数量的增加，公告效应会随之增强，相关股票会有更高的超额收益率。Panel E 描述了现金股利的公告效应，我们可以看见，现金股利的公告效应与送、转股的公告效应相比要弱很多，尤其在公告日或 $(-1, 1)$ 窗口期的公告效应几乎为 0。

表三 预案公告日送转股公告效应（合并统计送转股的 CAR_{CAPM} ）

Panel A: 送转股公告效应					
	公告日	$(-1, +1)$	$(-2, +2)$	$(-3, +3)$	$(-5, +5)$
CAR_{CAPM}	0.71	1.62	2.45	3.09	4.12
T-值	8.83	13.09	16.16	18.13	20.30
观测量	2680	2666	2650	2645	2628
Panel B: “高”送转公告效应（不低于 0.5）					
	公告日	$(-1, +1)$	$(-2, +2)$	$(-3, +3)$	$(-5, +5)$
CAR_{CAPM}	1.04	2.28	3.26	4.09	5.41
T-值	9.00	12.83	15.12	16.95	18.75
观测量	1576	1567	1566	1563	1552
Panel C: “高”送转公告效应（不低于 0.7）					
	公告日	$(-1, +1)$	$(-2, +2)$	$(-3, +3)$	$(-5, +5)$
CAR_{CAPM}	1.48	2.89	4.27	5.26	7.12
T-值	8.56	10.72	13.03	14.29	16.64
观测量	825	820	820	818	813
Panel D: “低”送转公告效应（低于 0.5）					
	公告日	$(-1, +1)$	$(-2, +2)$	$(-3, +3)$	$(-5, +5)$
CAR_{CAPM}	0.24	0.67	1.27	1.64	2.25
T-值	2.32	4.32	6.53	7.45	8.72
观测量	1104	1099	1084	1082	1076

表三单独统计了同时实施送股和转股的公司的公告效应。其中 Panel A 描述了所有送转股的公告效应，Panel B 描述了送转股数量不低于 0.5 的公告效应，Panel C 描述了送转股数量不低于 0.7 的公告效应。同表二，在这里我们仅列出了 CAR_{CAPM} 的结果，另两种超额收益率的统计结果相似。我们可以看

出，随着送转数量的增高，相关公司的公告效应大幅增高。在 Panel D 中我们列出了送转数量低于 0.5 的公司的公告效应。可以看出，这些公司的公告效应要远远低于“高”送转公司的公告效应。由此可以理解市场上的“高”送转热潮。

表四 实施公告日送转股公告效应（单独统计送股和转股的 CAR_{CAPM} ）

Panel A: 送股公告效应					
	公告日	(-1, +1)	(-2, +2)	(-3, +3)	(-5, +5)
CAR_{CAPM}	2.01	2.62	3.11	3.17	2.31
T-值	18.13	14.60	13.52	12.27	6.61
观测量	911	909	907	906	902
Panel B: “高”送股公告效应（不低于中位数 0.2）					
	公告日	(-1, +1)	(-2, +2)	(-3, +3)	(-5, +5)
CAR_{CAPM}	2.12	2.81	3.38	3.51	2.66
T-值	15.95	13.02	12.07	11.07	6.26
观测量	672	671	669	668	665
Panel C: 转增股公告效应					
	公告日	(-1, +1)	(-2, +2)	(-3, +3)	(-5, +5)
CAR_{CAPM}	1.95	2.71	3.03	3.03	1.63
T-值	30.04	26.15	23.80	20.32	8.31
观测量	2549	2544	2538	2537	2526
Panel D: “高”转增股公告效应（不低于中位数 0.5）					
	公告日	(-1, +1)	(-2, +2)	(-3, +3)	(-5, +5)
CAR_{CAPM}	2.17	2.95	3.26	3.19	1.46
T-值	24.37	21.47	19.30	16.04	5.56
观测量	1518	1515	1513	1512	1505
Panel E: 现金股利公告效应					
	公告日	(-1, +1)	(-2, +2)	(-3, +3)	(-5, +5)
CAR_{CAPM}	0.63	0.86	1.07	1.23	0.78
T-值	22.56	18.68	18.20	18.15	9.25
观测量	9360	9340	9320	9307	9257

表五 实施公告日送转股公告效应（合并统计送转股的 CAR_{CAPM} ）

Panel A: 送转股公告效应					
	公告日	(-1, +1)	(-2, +2)	(-3, +3)	(-5, +5)
CAR_{CAPM}	0.71	1.62	2.45	3.09	4.12
T-值	8.83	13.09	16.16	18.13	20.30
观测量	2680	2666	2650	2645	2628
Panel B: “高”送转公告效应（不低于 0.5）					

	公告日	(-1, +1)	(-2, +2)	(-3, +3)	(-5, +5)
CAR _{CAPM}	1.04	2.28	3.26	4.09	5.41
T-值	9.00	12.83	15.12	16.95	18.75
观测量	1576	1567	1566	1563	1552
Panel C: “高”送转公告效应 (不低于 0.7)					
	公告日	(-1, +1)	(-2, +2)	(-3, +3)	(-5, +5)
CAR _{CAPM}	1.48	2.89	4.27	5.26	7.12
T-值	8.56	10.72	13.03	14.29	16.64
观测量	825	820	820	818	813
Panel D: “低”送转公告效应 (低于 0.5)					
	公告日	(-1, +1)	(-2, +2)	(-3, +3)	(-5, +5)
CAR _{CAPM}	0.24	0.67	1.27	1.64	2.25
T-值	2.32	4.32	6.53	7.45	8.72
观测量	1104	1099	1084	1082	1076

表四及表五通过与表二及表三相同的方法总结了在实施日期的事件窗口期间的股票收益率。结论与表二及表三相似。由此可见，高送转股票在预案公告日和实施日期都有明显的公告效应，尽管这两个日期的平均间隔时间为 59.4 天。因此，本文在会针对投资者行为在这三个事件窗口期进行更为详细的分析，以可以深入理解造成这些公告效应的原因。

图一和图二分别描绘了预案公告日后及实施公告日的五个事件窗口期间的公告效应，包括公告日、(-1, 1)，(-2, 2)，(-3, 3)，(-4, 4)，(-5, 5)。我们选取了每一年实施转股比例超过 0.5 的公司来进行分析，并且把公告效应逐年画图，结果显示公告效应在每一年都很显著，并且在 2006-2008 年之间尤为突出。

为了描述送转后公司的股票收益率和基本面的变化，本文分别使用了送转预案公告日以及送转实施日后的公司财务变化以及股票收益率。财务变化衡量指标采取了一年后的资产回报率增长率，股东权益收益率增长率，以及毛利润率增长率。未来股票收益率我们选取了预案公告日后的一个月、三个月、六个月、以及一年的累积超额收益，以及实施日后的一个月、三个月、六个月、以及一年的累积超额收益。表六对这些数据进行了总结。从表六可以看出，这些未来的财务数据并无明显提高。这个简单的数据统计已为我们提供

了证据来说明实施高送转的公司并不一定会有好的未来发展，虽然这些公司的股票在未来的短期中仍然会有超额收益。然而，这些超额收益会不断降低，直到在六个月至一年后消失。所以，对高送转所带来的超额收益率在事件前后的变化需要对投资者的行为进行分析，以期了解股价波动的动力。

表六 长期效应

Panel A: 预案公告日后的财务统计量						
	均值	标准差	25%	中值	75%	观测量
GR_{ROA} (未来一年)	-0.32015	8.324319	-0.37996	-0.07074	0.196169	1941
GR_{ROE} (未来一年)	-0.27744	9.173966	-0.36647	-0.02345	0.223454	1941
$GR_{Gross\ Margin}$ (未来一年)	0.024182	1.11528	-0.12461	-0.01793	0.080484	1924
Panel B: 实施公告日后的财务统计量						
	均值	标准差	25%	中值	75%	观测量
G_{ROE} (未来一年)	-0.28898	9.155204	-0.3674	-0.02476	0.219543	1941
$G_{Gross\ Margin}$ (未来一年)	0.02239	1.113164	-0.12475	-0.01793	0.080484	1924
Panel C: 预案公告日后的异常收益						
	均值	标准差	25%	中值	75%	观测量
CAR_{Market} (未来一个月)	0.013086	0.124361	-0.05904	-0.00265	0.067701	1893
CAR_{Market} (未来三个月)	0.021058	0.216304	-0.11621	-0.01222	0.117343	1911
CAR_{Market} (未来六个月)	0.045814	0.275631	-0.13265	0.00084	0.178681	1912
CAR_{Market} (未来十二个月)	0.084699	0.399671	-0.17096	0.012317	0.259382	1906
Panel D: 实施公告日后的异常收益						
	均值	标准差	25%	中值	75%	观测量
CAR_{Market} (未来一个月)	-0.01424	0.127929	-0.0952	-0.02705	0.052002	1902
CAR_{Market} (未来三个月)	0.004554	0.193944	-0.12767	-0.02238	0.107066	1906
CAR_{Market} (未来六个月)	0.004552	0.250011	-0.16035	-0.03512	0.13063	1912
CAR_{Market} (未来十二个月)	0.046845	0.36522	-0.18909	-0.02193	0.205334	1912

在送股和转增股的情况下，公司的本质并没有发生改变。送红股是指将上市公司未分配利润以股票红利的形式分配给股东的一种分配方式，在这种方式下，上市公司将净利润不以“现金股利”的形式、而以发放股票的形式分配给股东，结果是利润转化为了股本。送红股后，公司的资产、负债、股东权益的总额及结构并没有发生改变，但总股本增大了，同时每股净资产降低了。转增股票，是指上市公司将企业的盈余公积金和资本公积金转换为股本，并将由此而增加的可流通股免费分配给所有股东，这些免费赠送的股票即称为转增股票。资本公积金是在公司的生产经营之外，由资本、资产本身及其他原因形成的股东权益收入。公司的资本公积金主要来源于的股票发行的溢价收入、接受的赠与、资产增值、因合并而接受其他公司资产净额等。送红股

与公积金转增股票虽然有所不同，但是实质是股东权益的内部结构调整，对净资产收益率没有影响，对公司的盈利能力也并没有任何实质性影响。“高送转”后，公司股本总数虽然扩大了，但公司的股东权益并不会因此而增加，因为在净利润不变的情况下，由于股本扩大，资本公积金转增股本与送红股将摊薄每股收益。因此，“高送转”政策并不能直接给投资者带来现金回报。

通过表二、三、四、五我们可以看出，送转股票都有明显的公告效应，然而对这些公告效应的原因却缺乏具体的研究。在研究的这一部分，我们将从以下两个假设来深入研究报告效应：（一）实施高送转的公司都有强的业绩支撑，因此会有强烈的公告效应；（二）实施高送转的公司不一定有好的业绩支撑，公告效应及股票走势是由于不同类型投资者的信息获知和辨别能力的差别而导致的交易行为所引致。

如果公告效应是在反映公司的良好业绩，那么我们可以测试是否公告效应与公司的业绩成长是正相关的。这一点可从以下几点来详细分析：1. 公告效应显示出送转股公司有之前未被投资者认知到的显著的营业业绩提升，因此公告本身可以提高投资者的关注，使股票价格上升来反映出该公司的业绩提升；2. 公告效应越强的公司会有更好的未来业绩表现，所以股票价格先行移动，来显示对这些送转公司的高期望；3. 公告效应强的公司会有更好的未来股票价格表现，因为这些公司有强的基本面支撑，所以公告效应越强的公司会有越高的未来收益率。

对于第一点的测试，我们用公司公告效应作为自变量，选取公司过去的营业业绩的提升作为因变量，同时加入其他会影响股票收益率的公司市值，市值/面值比，以及资产负债率。并且控制了行业效应和年份效应，调整了标准差。

在表七中，我们首先对这些变量做了统计描述。其中，CAR1 是指不伴有股利分红的送转预案公告日各事件窗口期的超额收益率。CAR2 是指伴有股利分红

的送转预案公告日各事件窗口期的超额收益率。CAR3 是指不伴有股利分红的送转实施日各事件窗口期的超额收益率。CAR4 是指伴有股利分红的送转实施日各事件窗口期的超额收益率。我们分析了所有五个事件窗口，在报告中选取了（-1，1）和（-5，5）这两个事件窗口。其余事件窗口的结论相似。

表七 回归统计量

统计描述	平均值	标准差	25%	中值	75%	观测数
CAR ₁ (-1, 1)	0.03	0.09	-0.02	0.02	0.07	383
CAR ₁ (-5, 5)	0.03	0.09	-0.02	0.02	0.07	380
CAR ₂ (-1, 1)	0.02	0.07	-0.02	0.01	0.06	1759
CAR ₂ (-5, 5)	0.02	0.07	-0.02	0.01	0.06	1742
CAR ₃ (-1, 1)	0.03	0.06	0.00	0.02	0.05	395
CAR ₃ (-5, 5)	0.03	0.06	0.00	0.02	0.05	390
CAR ₄ (-1, 1)	0.03	0.05	0.00	0.02	0.06	1788
CAR ₄ (-5, 5)	0.03	0.05	0.00	0.02	0.06	1774
增长率 _{ROA} (过去一年)	14.29	1.25	13.38	14.14	15.06	1921
增长率 _{ROE} (过去一年)	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	1921
增长率 _{Gross Margin} (过去一年)	1.24	38.00	1.37	1.76	2.42	1941
增长率 _{ROA} (过去一季度)	-2.33	82.78	-0.30	0.03	0.34	1493
增长率 _{ROE} (过去一季度)	0.04	0.61	-0.10	0.00	0.11	1478
增长率 _{Gross Margin} (上一季度)	0.05	0.62	-0.17	0.00	0.16	1479

表八分析了在预案公告日前的业绩变化与预案公告效应的关系。我们选取了CARMarket (-1, 1) 和 CARMarket (-5, 5) 来报告结果，其他的超额收益率的计算方法和计算窗口的结果与表中的结果相似。从表八 Panel A 的结果中我们可以看出，与公司实施送转的前一年度相比，公司的资产收益率，股东所有权益率和毛利润率并无显著提高。并且，这些变量无法解释送转公告的强度。从表八 Panel B 中的结果我们可以看出，与上一季度相比，公司的业绩发生了明显的好转。但是这些好转是暂时性的，还是人为的粉饰因素，则需要从长期的业绩变化才可以看出。这些结论说明公司倾向于在短期有好的会计账面收益时公布送转消息。但是这些短期的好转有可能是会计标准而导致的。因此我们还需要看长期的结果来深入理解。

因此，我们继续第二点的测试，来看是否这些强的超额收益是对未来业绩提升的预示。在表八的 Panel C 中的前三列中，我们选取公司未来业绩变化作

为自变量，选取公司公告效应作为因变量，同时加入其他的公司财务因变量。从结果中我们可以看出送转公告的超额收益率无法预测公司未来盈利能力的增长，不论是资产收益率，或者所有者权益率或者公司毛利润率的提高来衡量。

4.3 数据分析

以上结果表明送转公司的超额收益率不能预示着未来有良好的业绩增长。

接着，我们进一步测试送转收益率与未来长期收益率的关系，希望可以了解这些超额收益率是否可以持续，投资者长期持有送转股票是否可以得到超额收益。

表八 Panel C 的后四列对这一点进行了实证分析。从结果中我们可以看出，在预案公告日后的 1 到 6 个月，预案公告收益率越高的股票的长期超额收益率也越高。然后这些超额收益率会在 6 个月后降低。

我们继续同样的分析并且采取 (-5, 5) 事件窗口公告超额收益率来做因变量，看结果是否会有任何不同。发现公告效应与股票长期收益率完全没有关联。

表八 高送转预案公告日异常收益回归（无股利）

Panel A: 公司过去一年的业绩增长与公告效应的关系						
	因变量					
	CAR _i (-1, 1)			CAR _i (-5, 5)		
Ln(市值) ₋₁	-0.008	-0.008	-0.009	-0.018	-0.018	-0.020
	(-1.47)	(-1.46)	(-1.60)	(-2.25)	(-2.25)	(-2.49)
面值/市值比 ₋₁	-0.003	-0.003	-0.003	-0.003	-0.003	-0.003
	(-2.22)	(-2.22)	(-2.16)	(-1.27)	(-1.27)	(-1.16)
负债率 ₋₁	0.003	0.003	0.002	-0.001	-0.001	-0.002
	(0.78)	(0.79)	(0.73)	(-0.30)	(-0.27)	(-0.42)
增长率 _{max} (过去一年)	-0.001			-0.002		
	(-2.80)			(-3.68)		

增长率 _{ROE} (过去一年)			-0.001 (-2.17)		-0.002 (-2.63)	
增长率 _{Gross Margin} (过去一年)			0.001 (0.23)			-0.002 (-0.30)
年份固定效应	是	是	是	是	是	是
行业固定效应	是	是	是	是	是	是
观测量	286	286	286	286	286	286

Panel B: 公司过去一个季度的业绩增长与公告效应的关系

	因变量					
	CAR _i (-1, 1)			CAR _i (-5, 5)		
Ln(市值) ₋₁	-0.010 (-2.02)	-0.010 (-2.03)	-0.010 (-2.05)	-0.017 (-2.30)	-0.017 (-2.30)	-0.017 (-2.31)
面值/市值比 ₋₁	-0.003 (-2.39)	-0.003 (-2.39)	-0.004 (-2.73)	-0.004 (-1.50)	-0.004 (-1.50)	-0.004 (-1.63)
负债率 ₋₁	0.002 (1.04)	0.002 (1.04)	0.003 (1.13)	0.001 (0.29)	0.001 (0.27)	0.001 (0.29)
增长率 _{ROA} (过去一季度)	0.000 (0.55)			0.002 (1.46)		
增长率 _{ROE} (过去一季度)		0.000 (0.19)			0.002 (1.22)	
增长率 _{Gross Margin} (过去一季度)			0.008 (2.92)			0.003 (0.47)
年份固定效应	是	是	是	是	是	是
行业固定效应	是	是	是	是	是	是
观测量	353	353	353	353	353	353

Panel C: 公司长期的超额收益率的分析

	因变量						
	G _{ROA} (+1Y)	G _{ROE} (+1Y)	G _{G.M.} (+1Y)	CAR _{Market} (+1M)	CAR _{Market} (+3M)	CAR _{Market} (+6M)	CAR _{Market} (+12M)
Ln(市值) ₋₁	0.240 (0.66)	0.266 (0.72)	-0.024 (-1.33)	-0.001 (-0.12)	-0.011 (-0.87)	-0.009 (-0.60)	-0.038 (-1.52)
面值/市值比 ₋₁	0.044 (1.12)	0.050 (1.13)	0.047 (1.67)	0.000 (0.11)	0.004 (1.24)	0.009 (2.23)	0.004 (0.53)
负债率 ₋₁	-0.086 (-0.70)	-0.183 (-1.31)	-0.011 (-0.53)	-0.004 (-1.41)	-0.010 (-1.34)	-0.014 (-1.93)	0.003 (0.28)
CAR _i (-1, 1)	2.506 (0.68)	2.451 (0.60)	0.117 (0.42)	0.359 (4.55)	0.508 (2.74)	0.486 (2.43)	0.360 (1.53)
年份固定效应	是	是	是	是	是	是	是
行业固定效应	是	是	是	是	是	是	是

观测量	354	354	354	349	349	349	348
Panel D: 公司长期超额收益率的分析							
	因变量						
	G _{ROA} (+1Y)	G _{ROE} (+1Y)	G _{G.M.} (+1Y)	CAR _{Market} (+1M)	CAR _{Market} (+3M)	CAR _{Market} (+6M)	CAR _{Market} (+12M)
Ln(市值) ₋₁	0.281 (0.76)	0.315 (0.85)	-0.021 (-1.19)	0.002 (0.41)	-0.007 (-0.62)	-0.005 (-0.34)	-0.033 (-1.36)
面值/市值比 ₋₁	0.050 (1.41)	0.058 (1.33)	0.048 (1.70)	0.001 (0.37)	0.004 (1.26)	0.010 (2.38)	0.005 (0.66)
负债率 ₋₁	-0.084 (-0.71)	-0.181 (-1.33)	-0.011 (-0.53)	-0.004 (-1.53)	-0.009 (-1.38)	-0.013 (-1.91)	0.003 (0.30)
CAR _i (-5, 5)	0.281 (0.76)	0.315 (0.85)	-0.021 (-1.19)	0.002 (0.41)	-0.007 (-0.62)	-0.005 (-0.34)	-0.033 (-1.36)
年份固定效应	是	是	是	是	是	是	是
行业固定效应	是	是	是	是	是	是	是
观测量	1,627	1,627	1,615	1,600	1,600	1,602	1,607

我们同时更深入的做了稳定性测试，来看结果是否在不同的数据集中的结论是一致的。在表九中，我们采用所有实施送转比率不小于 0.5 的公司，并且不排除同时有红利分配。从表九 Panel A 中可以看出，实施送转年度的业绩其实是比上一年度下降的，同时从 Panel B 中可以看出，这些公司在宣布送转时，比上一季度的业绩有显著提高。这些规律与表八的结论相似。表九的 Panel C 和 Panel D 更进一步对未来超额收益率进行研究，发现未来超额收益率会进一步提升，并且公告效应越显著的公司的未来超额收益率也会越高，然后这些超额收益率大多来自预案公告日后的 1 至 6 个月。

表九 高送转预案公告日异常收益回归

Panel A: 公司过去一年的业绩增长与公告效应的关系						
		因变量				
		CAR ₂ (-1, 1)			CAR ₂ (-5, 5)	
Ln(市值) ₋₁	-0.007 (-3.51)	-0.007 (-3.51)	-0.007 (-3.98)	-0.013 (-4.21)	-0.013 (-4.22)	-0.014 (-4.45)
面值/市值比 ₋₁	-0.003 (-3.63)	-0.003 (-3.62)	-0.003 (-3.75)	-0.005 (-3.92)	-0.005 (-3.92)	-0.005 (-4.06)
负债率 ₋₁	-0.000 (-0.36)	-0.000 (-0.30)	0.001 (0.66)	0.000 (0.18)	0.000 (0.27)	0.002 (0.67)
增长率 _{ROA} (过去一年)	-0.001			-0.002		

	(-3.01)			(-3.44)		
增长率 _{ROE} (过去一年)	-0.001			-0.002		
	(-2.25)			(-2.38)		
增长率 _{Gross Margin} (过去一年)			0.002			0.008
			(0.48)			(1.39)
年份固定效应	是	是	是	是	是	是
行业固定效应	是	是	是	是	是	是
观测量	1,271	1,271	1,260	1,271	1,271	1,260

Panel B: 公司过去一个季度的业绩增长与公告效应的关系

	因变量					
	CAR ₂ (-1, 1)			CAR ₂ (-5, 5)		
Ln(市值) ₋₁	-0.005	-0.005	-0.006	-0.011	-0.011	-0.011
	(-3.21)	(-3.21)	(-3.46)	(-3.99)	(-3.99)	(-3.96)
面值/市值比 ₋₁	-0.003	-0.003	-0.003	-0.005	-0.005	-0.005
	(-3.73)	(-3.73)	(-4.04)	(-4.41)	(-4.41)	(-4.85)
负债率 ₋₁	0.000	0.000	0.002	0.001	0.001	0.003
	(0.23)	(0.23)	(1.34)	(0.61)	(0.61)	(1.30)
增长率 _{ROA} (过去一季度)	-0.000			0.000		
	(-0.75)			(5.14)		
增长率 _{ROE} (过去一季度)		-0.000			0.000	
		(-1.13)			(5.29)	
增长率 _{Gross Margin} (过去一季度)			0.009			0.012
			(3.58)			(1.45)
年份固定效应	是	是	是	是	是	是
行业固定效应	是	是	是	是	是	是
观测量	1,550	1,550	1,538	1,550	1,550	1,538

Panel C: 公司长期的超额收益率的分析

	因变量						
	G _{ROA} (+1Y)	G _{ROE} (+1Y)	G _{G.M.} (+1Y)	CAR _{Market} (+1M)	CAR _{Market} (+3M)	CAR _{Market} (+6M)	CAR _{Market} (+12M)
Ln(市值) ₋₁	-0.113	-0.052	-0.016	-0.006	-0.006	-0.016	-0.042
	(-1.06)	(-0.47)	(-2.09)	(-2.32)	(-1.23)	(-2.28)	(-3.80)
面值/市值比 ₋₁	0.106	0.097	0.021	0	0.005	0.011	0.010
	(1.38)	(1.32)	(2.37)	(0.39)	(2.68)	(4.29)	(2.51)
负债率 ₋₁	-0.104	-0.135	-0.001	-0.002	-0.005	-0.006	0.001
	(-0.63)	(-0.86)	(-0.10)	(-1.25)	(-1.39)	(-1.34)	(0.23)
CAR ₂ (-1, 1)	3.408	3.715	0.094	0.368	0.475	0.510	0.526
	(1.08)	(1.21)	(0.77)	(6.83)	(4.74)	(4.82)	(3.45)
年份固定效应	是	是	是	是	是	是	是
行业固定效应	是	是	是	是	是	是	是

观测量	1, 551	1, 551	1, 540	1, 530	1, 536	1, 531	1, 529
Panel D: 公司长期超额收益率的分析							
	因变量						
	G _{ROA} (+1Y)	G _{ROE} (+1Y)	G _{G.M.} (+1Y)	CAR _{Market} (+1M)	CAR _{Market} (+3M)	CAR _{Market} (+6M)	CAR _{Market} (+12M)
Ln(市值) ₋₁	-0.113 (-1.02)	-0.051 (-0.45)	-0.014 (-1.91)	-0.003 (-1.30)	-0.002 (-0.50)	-0.013 (-1.84)	-0.038 (-3.61)
面值/市值比 ₋₁	0.106 (1.43)	0.098 (1.38)	0.022 (2.46)	0.002 (1.74)	0.007 (3.64)	0.013 (5.00)	0.011 (2.99)
负债率 ₋₁	-0.104 (-0.63)	-0.136 (-0.87)	-0.001 (-0.16)	-0.003 (-1.54)	-0.005 (-1.60)	-0.007 (-1.46)	0.001 (0.18)
CAR ₂ (-5, 5)	1.692 (1.30)	1.974 (1.62)	0.222 (2.77)	0.489 (12.95)	0.610 (8.08)	0.603 (8.57)	0.567 (6.05)
年份固定效应	是	是	是	是	是	是	是
行业固定效应	是	是	是	是	是	是	是
观测量	1, 551	1, 551	1, 540	1, 530	1, 536	1, 531	1, 529

在表十中，我们采用实施公告日的公告效应来做分析，样本选取不伴随红利分配的送转公告，并且送转公告不低于 0.5。Panel A 的结果与表八及表九相似，因为实施公告日与预案公告日通常在同一财政年度，因此用不同的公告效应来分析不会有太大的差别。值得注意的是在表十 Panel B 中的结果，我们发现，实施日所在的季度会比上一季度有明显的业绩下滑。这点为我们的假设提供了支持：上市公司有可能会为了吸引投资者而在预案公告日时发送好的业绩，而由于公司的实质业绩没有明显改变，因此会在预案公告后显示出来。由于预案公告日与实施公告日平均相差 59.4 天，因此实施日如果与预案公告日相差一个财政季度，则这种会计粉饰现象会在结果中反映出来。

表十 高送转实施公告日异常收益回归（无股利）

Panel A: 公司过去一年的业绩增长与公告效应的关系						
		因变量				
		CAR ₃ (-1, 1)			CAR ₃ (-5, 5)	
Ln(市值) ₋₁	0.004	0.004	0.004	-0.008	-0.008	-0.008
	(1.00)	(0.98)	(1.09)	(-1.16)	(-1.18)	(-1.11)
面值/市值比 ₋₁	-0.002	-0.002	-0.002	0.000	0.000	0.000
	(-2.10)	(-2.10)	(-2.23)	(0.21)	(0.22)	(0.14)
负债率 ₋₁	0.008	0.008	0.008	-0.004	-0.004	-0.003
	(2.22)	(2.19)	(2.32)	(-0.53)	(-0.55)	(-0.47)
增长率 _{ROA} (过去一年)	0.000			0.000		
	(3.33)			(1.28)		

增长率 _{ROE} (过去一年)		0.001		0.001		
		(3.22)		(1.49)		
增长率 _{Gross Margin} (过去一年)			0.003			0.004
			(1.22)			(0.69)
年份固定效应	是	是	是	是	是	是
行业固定效应	是	是	是	是	是	是
观测量	298	298	298	298	298	298

Panel B: 公司过去一个季度的业绩增长与公告效应的关系

	因变量					
		CAR ₃ (-1, 1)		CAR ₃ (-5, 5)		
Ln(市值) ₋₁	0.003	0.003	0.003	-0.006	-0.006	-0.006
	(1.00)	(1.00)	(1.00)	(-1.12)	(-1.13)	(-1.12)
面值/市值比 ₋₁	-0.002	-0.002	-0.002	0.000	0.000	0.001
	(-1.78)	(-1.79)	(-1.70)	(0.18)	(0.16)	(0.25)
负债率 ₋₁	0.005	0.005	0.005	-0.003	-0.003	-0.003
	(1.76)	(1.77)	(1.75)	(-0.70)	(-0.68)	(-0.67)
增长率 _{ROA} (过去一季度)	-0.001			-0.003		
	(-0.95)			(-2.66)		
增长率 _{ROE} (过去一季度)		-0.000			-0.003	
		(-0.76)			(-2.69)	
增长率 _{Gross Margin} (过去一季度)			-0.001			-0.005
			(-0.49)			(-0.77)
年份固定效应	是	是	是	是	是	是
行业固定效应	是	是	是	是	是	是
观测量	367	367	367	367	367	367

Panel C: 公司长期的超额收益率的分析

	因变量						
	G _{ROA} (+1Y)	G _{ROE} (+1Y)	G _{G.M.} (+1Y)	CAR _{Market} (+1M)	CAR _{Market} (+3M)	CAR _{Market} (+6M)	CAR _{Market} (+12M)
Ln(市值) ₋₁	0.153	0.210	-0.033	-0.005	-0.003	-0.007	-0.030
	(0.41)	(0.56)	(-1.57)	(-0.66)	(-0.21)	(-0.48)	(-1.34)
面值/市值比 ₋₁	0.024	0.037	0.046	0.001	0.007	0.009	0.007
	(0.58)	(0.76)	(1.61)	(0.43)	(1.55)	(1.05)	(0.87)
负债率 ₋₁	-0.011	-0.168	-0.003	0.001	-0.001	0.004	-0.006
	(-0.11)	(-0.94)	(-0.10)	(0.16)	(-0.08)	(0.39)	(-0.39)
CAR ₃ (-1, 1)	-6.295	-3.276	0.727	0.354	0.205	-0.249	0.303
	(-1.07)	(-0.44)	(2.16)	(2.16)	(0.90)	(-0.87)	(0.78)
年份固定效应	是	是	是	是	是	是	是

行业固定效应	是	是	是	是	是	是	是
观测量	368	368	368	359	364	363	362

Panel D 公司长期超额收益率的分析							
	因变量						
	G _{ROA} (+1Y)	G _{ROE} (+1Y)	G _{G.M.} (+1Y)	CAR _{Market} (+1M)	CAR _{Market} (+3M)	CAR _{Market} (+6M)	CAR _{Market} (+12M)
Ln(市值) ₋₁	0.112 (0.30)	0.177 (0.49)	-0.029 (-1.42)	-0.000 (-0.05)	0.001 (0.08)	-0.007 (-0.48)	-0.025 (-1.17)
面值/市值比 ₋₁	0.036 (0.89)	0.044 (0.97)	0.044 (1.56)	0 (0.05)	0.006 (1.41)	0.009 (1.11)	0.007 (0.81)
负债率 ₋₁	-0.050 (-0.43)	-0.193 (-1.07)	0.001 (0.02)	0.004 (0.71)	0.001 (0.17)	0.004 (0.32)	-0.003 (-0.23)
CAR ₃ (-5, 5)	-3.111 (-1.04)	-3.563 (-0.86)	0.240 (0.93)	0.496 (6.11)	0.432 (3.62)	0.125 (0.96)	0.486 (1.93)
年份固定效应	是	是	是	是	是	是	是
行业固定效应	是	是	是	是	是	是	是
观测量	368	368	368	359	364	363	362

在表十的 Panel C 与 Panel D 中，我们发现这些送转公司的长期超额收益率均已消失，只在短期的一至三个月有显著的超额收益率。这些结果与表八和表九的结果吻合，及大部分的超额收益率发生在预案公告日后的短期，由于实施日距离预案公告日已有一段时间，因此，长期的超额收益率并没有被维持。

在表十一中，我们选取所有送转比率不低于 0.5 的公司，并且不排除这些公司同时会有股利分配，进行同样的分析。我们得出的结论与之前相似。

表十一 高送转实施公告日异常收益回归

Panel A: 公司过去一年的业绩增长与公告效应的关系						
	因变量					
	CAR _t (-1, 1)			CAR _t (-5, 5)		
Ln(市值) ₋₁	0.000 (0.24)	0.000 (0.21)	0.000 (0.06)	0.003 (1.01)	0.003 (0.99)	0.003 (0.89)
面值/市值比 ₋₁	-0.001 (-1.70)	-0.001 (-1.72)	-0.001 (-1.79)	0.002 (2.00)	0.002 (2.00)	0.002 (1.92)
负债率 ₋₁	-0.000 (-0.47)	-0.001 (-0.56)	0.001 (0.37)	-0.001 (-0.47)	-0.001 (-0.50)	-0.000 (-0.04)
增长率 _{ROA} (过去一年)	0.001			0.000		

	(2.36)			(0.85)		
增长率 _{ROE} (过去一年)	0.001			0.001		
	(2.83)			(1.25)		
增长率 _{Gross Margin} (过去一年)	0.003			0.002		
	(1.49)			(0.70)		
年份固定效应	是	是	是	是	是	是
行业固定效应	是	是	是	是	是	是
观测量	1,302	1,302	1,290	1,302	1,302	1,290

Panel B: 公司过去一个季度的业绩增长与公告效应的关系

	因变量					
	CAR _i (-1, 1)			CAR _i (-5, 5)		
Ln(市值) ₋₁	0.000	0.000	-0.000	0.004	0.004	0.004
	(0.15)	(0.15)	(-0.03)	(1.60)	(1.60)	(1.50)
面值/市值比 ₋₁	-0.001	-0.001	-0.001	0.002	0.002	0.002
	(-1.84)	(-1.84)	(-1.80)	(1.87)	(1.86)	(1.90)
负债率 ₋₁	-0.001	-0.001	0.000	-0.002	-0.002	-0.001
	(-0.62)	(-0.62)	(0.07)	(-0.70)	(-0.69)	(-0.27)
增长率 _{ROA} (过去一季)	-0.000			-0.000		
	(-0.24)			(-0.57)		
增长率 _{ROE} (过去一季)		-0.000			-0.001	
		(-0.32)			(-0.72)	
增长率 _{Gross Margin} (过去一季)			-0.001			-0.005
			(-0.38)			(-1.08)
年份固定效应	是	是	是	是	是	是
行业固定效应	是	是	是	是	是	是
观测量	1,623	1,623	1,611	1,623	1,623	1,611

Panel C: 公司长期的超额收益率的分析

	因变量						
	G _{ROA} (+1Y)	G _{ROE} (+1Y)	G _{G.M.} (+1Y)	CAR _{Market} (+1M)	CAR _{Market} (+3M)	CAR _{Market} (+6M)	CAR _{Market} (+12M)
Ln(市值) ₋₁	-0.109	-0.060	-0.020	0.003	-0.002	-0.009	-0.029
	(-1.01)	(-0.54)	(-2.44)	(1.07)	(-0.33)	(-1.16)	(-2.82)
面值/市值比 ₋₁	0.088	0.081	0.021	0.005	0.010	0.010	0.008
	(1.30)	(1.25)	(2.31)	(3.26)	(4.48)	(3.54)	(1.94)
负债率 ₋₁	-0.087	-0.120	0.009	0.000	0.001	0.002	0.001
	(-0.51)	(-0.74)	(0.84)	(0.09)	(0.25)	(0.44)	(0.11)
CAR _i (-1, 1)	-2.491	-1.263	0.011	0.266	0.159	-0.232	-0.156
	(-1.20)	(-0.54)	(0.08)	(3.76)	(1.59)	(-1.84)	(-0.94)
年份固定效应	是	是	是	是	是	是	是

行业固定效应	是	是	是	是	是	是	是
观测量	1, 627	1, 627	1, 615	1, 600	1, 600	1, 602	1, 607

Panel D: 公司长期超额收益率的分析

	因变量						
	G _{ROA} (+1Y)	G _{ROE} (+1Y)	G _{G.M.} (+1Y)	CAR _{Market} (+1M)	CAR _{Market} (+3M)	CAR _{Market} (+6M)	CAR _{Market} (+12M)
Ln(市值) ₋₁	-0.108 (-0.99)	-0.059 (-0.52)	-0.021 (-2.47)	0.001 (0.41)	-0.003 (-0.64)	-0.009 (-1.27)	-0.030 (-2.97)
面值/市值比 ₋₁	0.091 (1.35)	0.083 (1.28)	0.021 (2.29)	0.004 (2.55)	0.009 (4.10)	0.011 (3.48)	0.007 (1.85)
负债率 ₋₁	-0.086 (-0.51)	-0.120 (-0.73)	0.009 (0.85)	0.001 (0.41)	0.001 (0.41)	0.002 (0.53)	0.001 (0.18)
CAR ₄ (-5, 5)	-0.307 (-0.32)	-0.251 (-0.22)	0.049 (0.68)	0.476 (12.59)	0.383 (6.95)	0.147 (2.33)	0.256 (2.55)
年份固定效应	是	是	是	是	是	是	是
行业固定效应	是	是	是	是	是	是	是
观测量	1, 627	1, 627	1, 615	1, 600	1, 600	1, 602	1, 607

从这些结果中我们不难看出，高送转的公告效应只是一种公告效应，而并不能证明送转公司的业绩的提升，也不能为投资者带来好的未来超额收益。

既然高送转在实质上并非利好，那高送转现象持续多年不降温的原因何在？如果说有信息的输送，那么投资者是否可以从长期的交易中学习到这个现象的本质而做出理性的投资决定呢？

在图三中，我们画出了预案公告日前后 10 天以及实施日前后 10 天的超额交易量以及超额换手率。我们采用的月平均数据来计算超额交易量以及超额换手率。

我们可以看见在预案公告日的 (-1, 1) 窗口期有着非常明显的超额交易量和换手率。而在实施公告日前后的规律却有些不同，在实施日当天，超额换手率迅速提升，并且在实施日的后一天急速下降，然而超额换手率与交易量并没有完全消失，而是继续维持在一个较高的水平上，超额交易量为 20% 左右，超额换手率为 0.5% 左右。这些变化显示着相关投资者在这些窗口期间的

大量交易。因此深入的了解这些变化与现象需要了解不同交易者的交易行为。

本文应用上交所的交易数据来更加深入的理解高送转的交易现象。我们首先选取了 2013 年所以交易送转股票的基金来研究机构投资者的行为。由于平均来说，预案公告日与送转实施日间隔 59.4 天，并且预案公告日和实施日都有较强的公告效应，因此，我们选择了三个时间窗口来分析基金公司的交易行为与相应的收益率。第一个时间窗口为预案公告日前的 60 天或者 30 天，第二个时间窗口为预案公告日与实施日之间，第三个时间窗口为实施日之后的 10 天。我们分析了在 2013 年有交易送转股票的基金公司的交易量以及相应的回报率。

表十二 基金对高送转的买卖情况

Panel A: 基金的净购买量 (样本: 全部送转公司)				
2013 年的全部观测值:75				
	观测数	平均买入量	平均卖出量	平均净购买量
预案公告日之前 60 天	70	4.70%	5.29%	-0.60%
预案公告日之前 30 天	67	2.52%	2.99%	-0.47%
预案公告日与实施日之间	66	2.99%	3.84%	-0.85%
实施日之后 10 天	63	0.90%	1.01%	-0.11%
Panel B: 基金的净购买量 (样本: 送转股比例不低于 0.5)				
2013 年的全部观测值:50				
	观测数	平均买入量	平均卖出量	平均净购买量
预案公告日之前 60 天	47	4.48%	5.84%	-1.36%
预案公告日之前 30 天	44	2.45%	3.16%	-0.71%
预案公告日与实施日之间	42	2.86%	3.68%	-0.82%
实施日之后 10 天	41	0.78%	1.12%	-0.34%
Panel C: 基金投资送转股的收益率及平均持有日期比 (样本: 送转股比例不低于 0.5)				
2013 年的全部观测值:50				
	收益率%	平均持有时间比%	持有时间比 (中值) %	
	0.28	0.47	0.51	
预案公告日之前 60 天	(2.35)			
	0.35	0.56	0.55	
预案公告日之前 30 天	(2.42)			
	0.43	0.42	0.46	
预案公告日与实施日之间	(2.56)			
	-2.18	0.50	0.47	
实施日之后 10 天	(-5.17)			

表十二的 Panel A 为基金公司投资所有送转股票的交易行为。购买量的定义是基金公司的买单成交数量除以该送转股票的可交易股的总数量，卖出量的定义是基金公司的卖单成交数量除以该送转股票的可交易股的总数量，净购买量的定义是购买量减去卖出量。我们对每一支股票计算出基金公司的平均购买量、卖出量、以及净购买量，然后对所有股票进行平均。从结果可以看出，基金公司在各事件窗口期均显示出卖出量远远高于购买量，同时基金公司更倾向于在预案公告日的 60 天前有更多的购买。值得注意的是，在送转实施后，基金公司很少在对送转股票进行更多的交易。在表十二的 Panel B 中，我们选取了送转比不低于 0.5 的股票进行更进一步的分析，看基金公司的交易行为是否有任何变化，结果表明，基金公司对这些股票的投资规律与 Panel A 一致。但是，Panel B 显示出基金会明显减少对“高”送转股票的买入量和交易量。

接下来，我们在表十二的 Panel C 中分析了从交易中，基金公司的获利情况以及平均持有天数比例。我们可以看出，在预案公告前，预案公告与实施公告之间，基金公司通过投资“高”送转公司都获得了显著的收益。例如，在预案公告与实施公告之间，基金公司的投资回报率为 0.43%，然而，如果在实施之后继续交易“高”送转股票，则会为基金公司带来显著的负收益，收益率为-2.18%。这样就不难理解为什么大多数的基金公司在送转实施后会避开交易“高”送转的股票。

同时，从平均持有天数比（持有天数/窗口期天数）来看，可以发现，基金公司在预案前 30 天的窗口期持有时间最长，而在实施后则为短期持有。

那么，如何来解释高送转的火热现象以及送转后的股票价格持续回升呢？这些现象需要对各类投资者进行更加深入的分析，来了解是哪类投资者进行了非理性交易，持续在公告日后进行大幅买入送转股票并且拉高股价。表十三列出了散户在不同时间段的交易数量，可以看出，散户在公告日后进行了大量的购买。由于我们市场有超过 80%的参与者是散户，因此散户的投资行为

会在一定程度上影响着股市的走势。如果散户可以进行理性的投资，那么，上市公司及相关利益部门则不便应用高送转进行利益投资，因为在股价上升后市场上没有更多的投资者进来接盘。

表十三 各类投资者在不同窗口的买卖情况

帐户类型	预案公告日前 60 天		预案公告日前 30 天		预案公告日与实施日间		实施后 10 天	
	平均购买量	帐户数	平均购买量	帐户数	平均购买量	帐户数	平均购买量	帐户数
个人-散户	0.002 (2.41)	502432	0.002 (2.22)	529238	0.005 (7.08)	1224942	0.006 (6.72)	549793
个人-小户	0.003 (1.68)	28365	0.006 (3.48)	32143	0.013 (12.16)	72910	0.028 (11.56)	30657
个人-特大户	0.090 (0.33)	346	0.333 (1.52)	638	0.324 (1.62)	1035	-0.494 (-0.88)	304
个人-大户	0.114 (1.13)	478	0.155 (1.97)	741	0.163 (2.32)	1342	-0.116 (-0.81)	429
个人-中户	0.024 (1.44)	3814	0.061 (3.94)	5089	0.036 (2.83)	10086	-0.010 (-0.35)	3621
基金	-0.855 (-1.63)	584	-0.684 (-2.02)	1490	-1.063 (-2.70)	2236	-3.174 (-2.01)	491
QFII	-0.410 (-0.67)	94	-0.072 (-0.21)	276	-0.285 (-0.76)	492	-0.149 (-0.44)	95
券商自营	0.468 (1.51)	173	0.313 (2.26)	851	0.000 (0.00)	1298	-0.596 (-1.11)	161
保险	-0.737 (-0.73)	90	-1.258 (-1.03)	185	-1.329 (-1.53)	391	-0.486 (-0.98)	71
社保	-4.121 (-1.02)	30	-0.956 (-0.28)	64	-2.540 (-0.71)	102	-4.185 (-1.07)	24
券商资产管理	-0.229 (-1.08)	273	-0.069 (-0.40)	620	-0.157 (-0.68)	960	-0.730 (-2.45)	177
一般机构	-0.115 (-1.25)	2488	-0.158 (-2.35)	4293	-0.575 (-4.03)	7501	-0.253 (-2.89)	1881

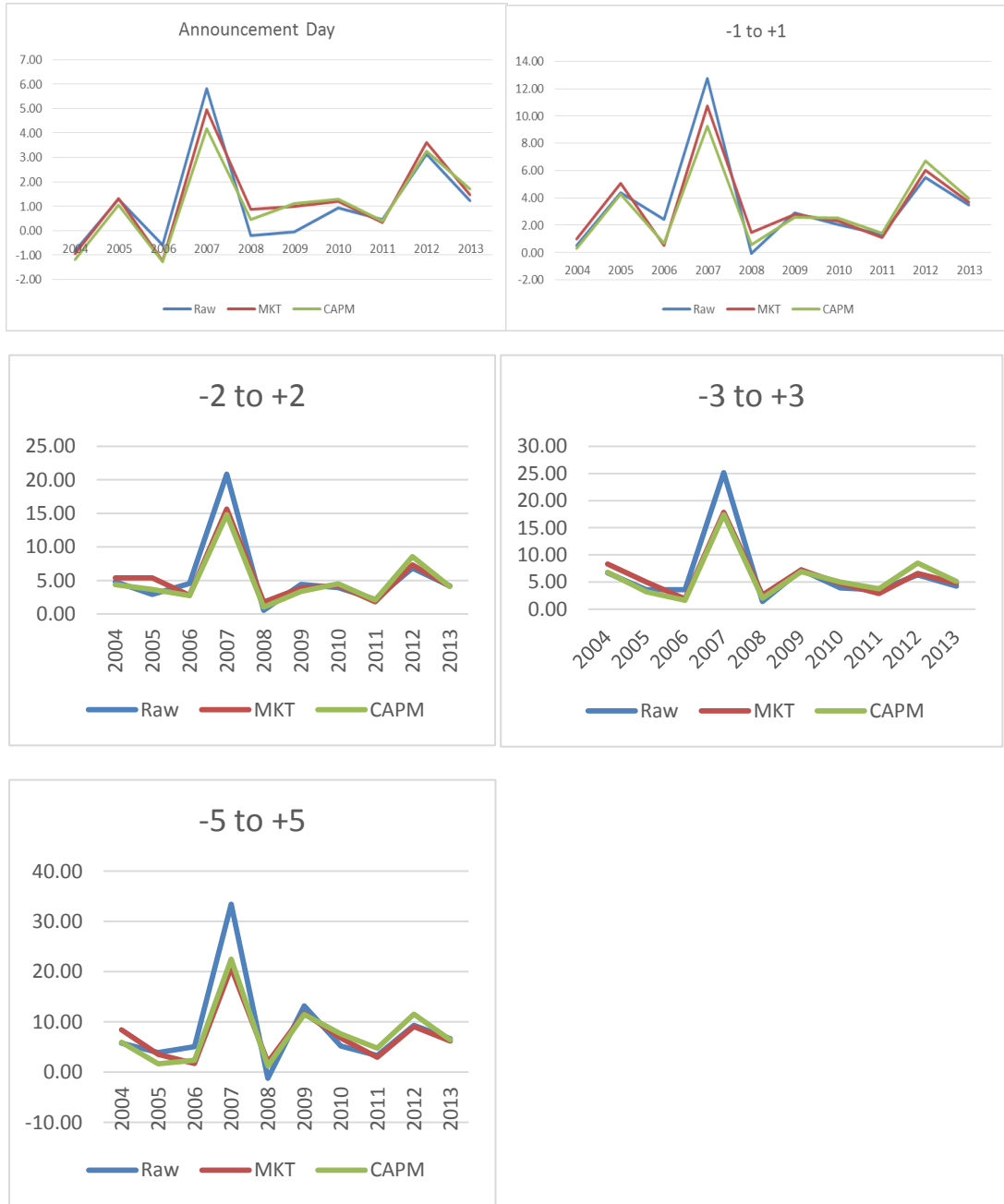
4.4 小结

本文研究了我国 A 股市场的高送转现象以及相关的因素。我们发现进行高送转的公司在进行公告时与上一年度相比，并无显著的业绩提升，并且送转后也没有显著的业绩提升。然而，高送转的公告效应却是一个非常显著的市场现象。文章通过投资者的交易行为来理解高送转股票的价格波动。我们发现，机构投资者会在送转实施之前交易高送转股票，然而在送转实施后则会避开交易这些股票。然而散户却会在送转实施后大幅买进高送转股票，但是在实施之前却未能对这些股票进行交易并获得超额收益。

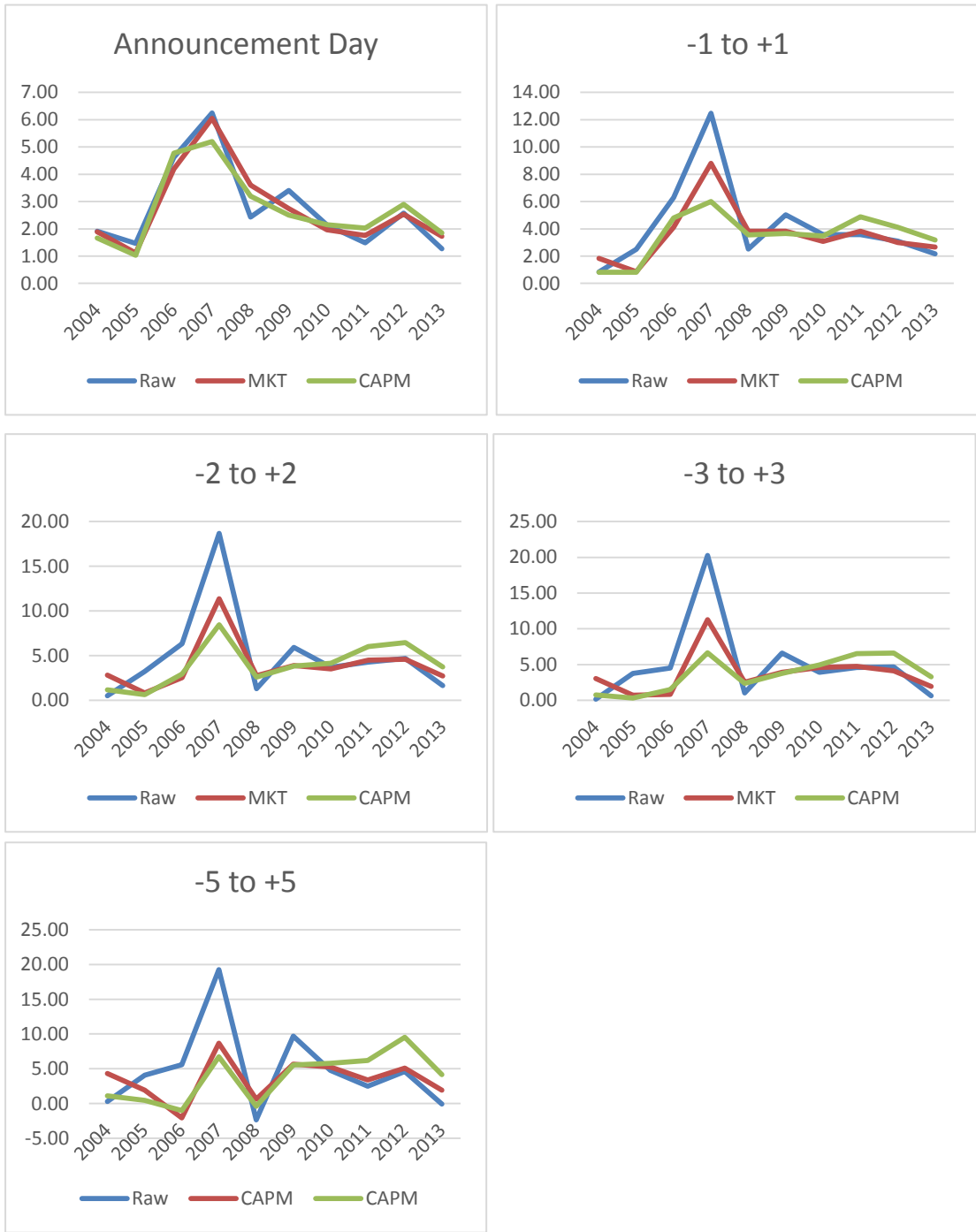
结合现在市场情况与监管层面的号召，以及 2013 年的几起高送转与内幕交

易相关的事件，我们可以看出，由于投资者的非理性交易决定而导致市场的价格会使上市公司及各利益方由于利益的驱动而实施高送转。因此，为了使我国股市更健康的发展，可以从两方面出发：第一是需要投资者的理性教育，使投资者，尤其是散户可以更多的了解金融市场知识，从而可以理性投资，以减少为内幕交易提供便利条件的机会，并且可以改进散户的平均收益率。第二是继续改进市场交易规则，使得各方面市场力量更加均衡，可以有机制使一部分投资者运用自己的知识和实力来从另一方面给市场平衡的力量，使内幕交易者无法轻松依靠炒作或者拉升股价来获利。期望投资者理性决策和市场交易的改进可以使我国股票市场更加繁荣稳定的发展。

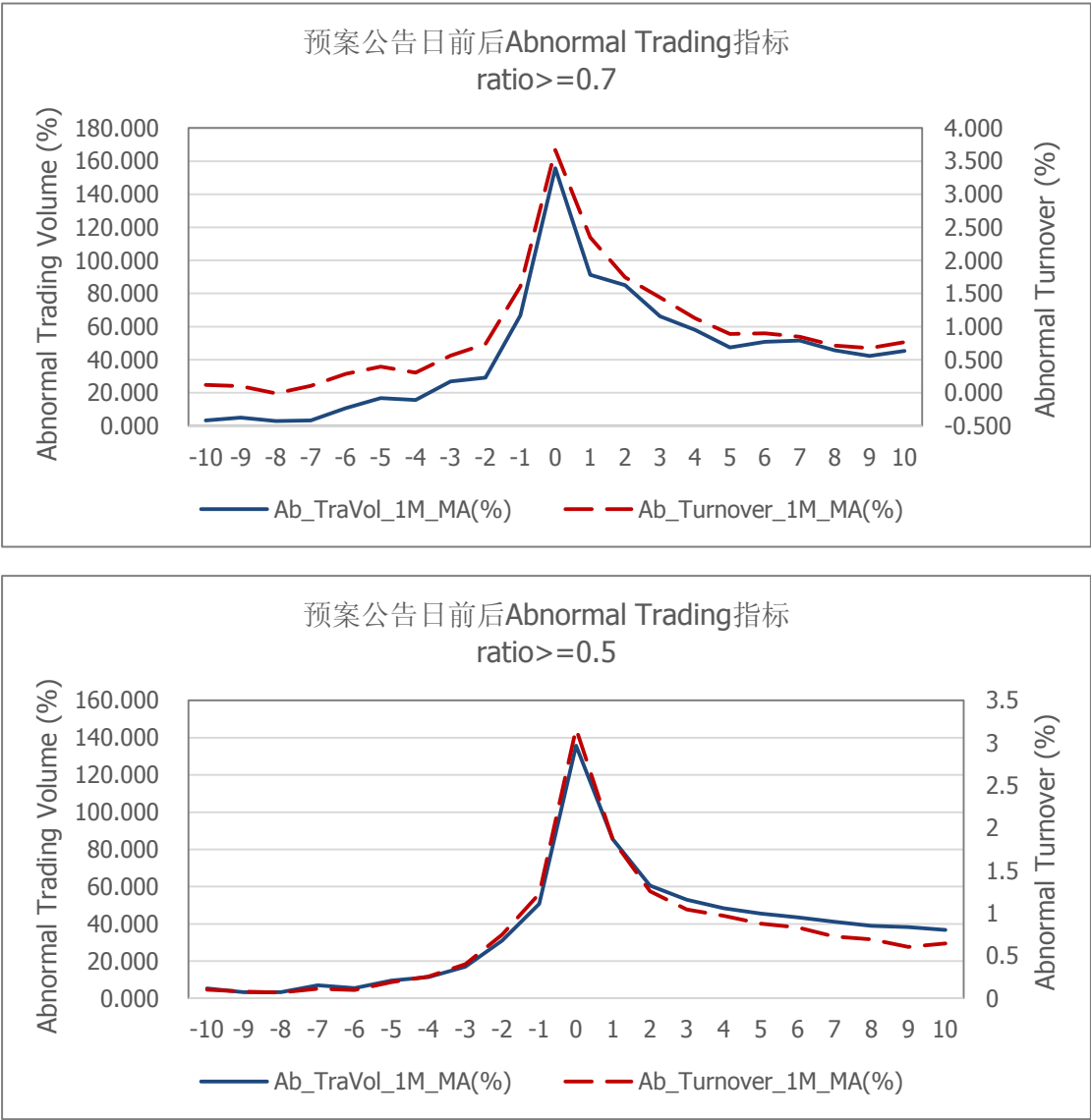
图一 预案公告日_累积异常收益率_转股比例 ≥ 0.5

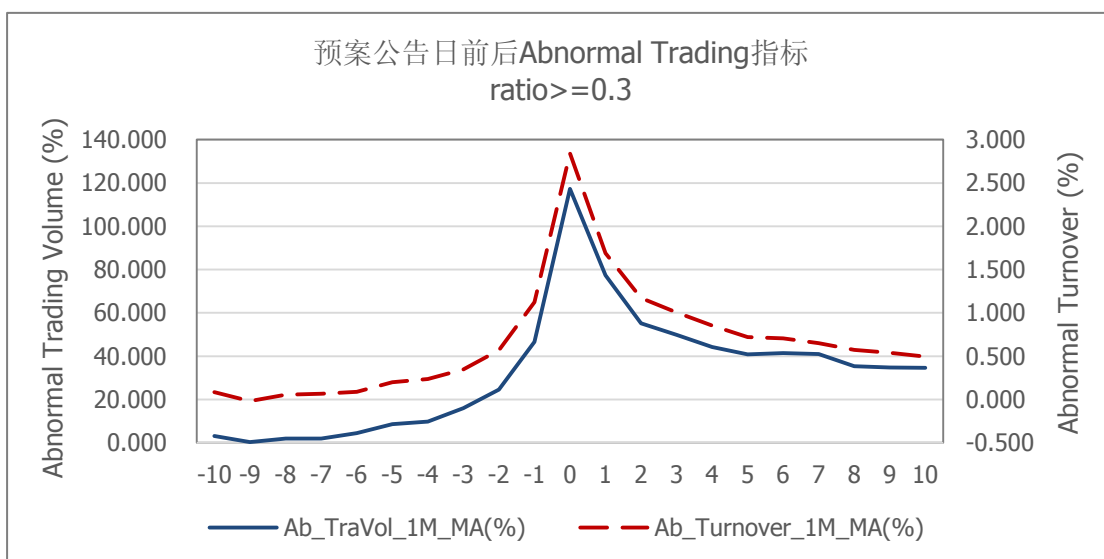


图二 实施公告日_累积异常收益率_转股比例 ≥ 0.5

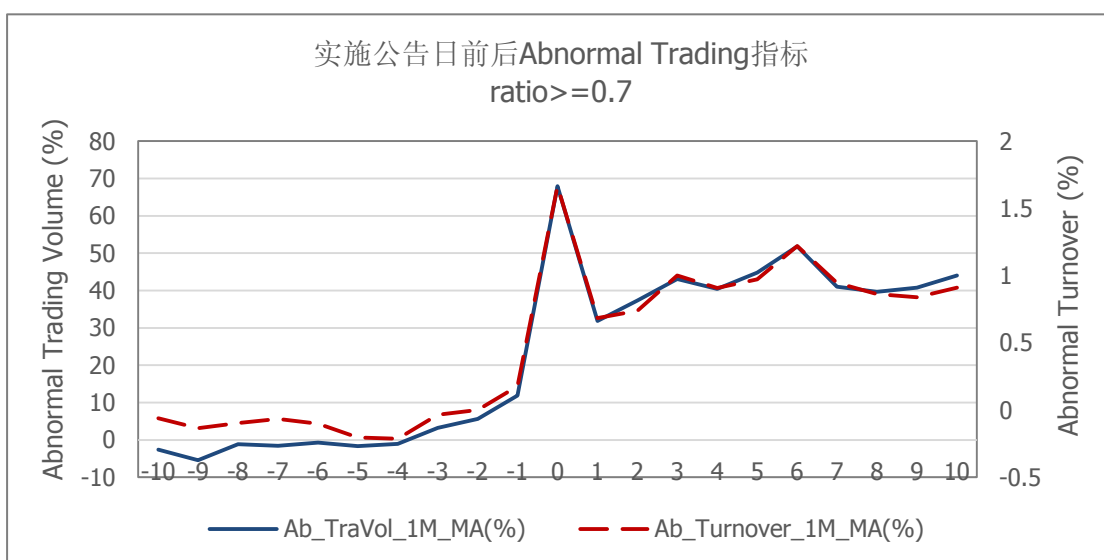


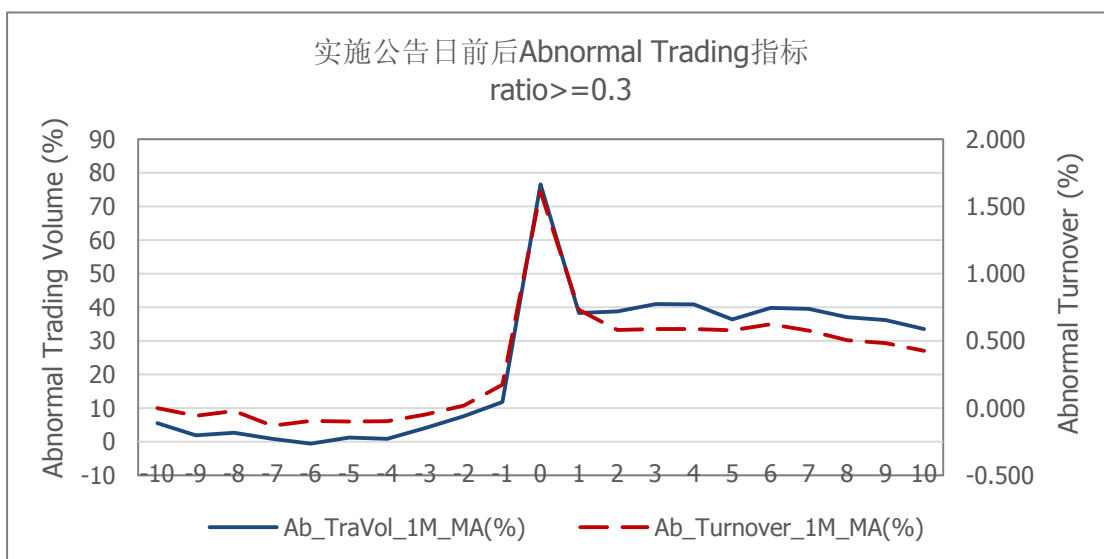
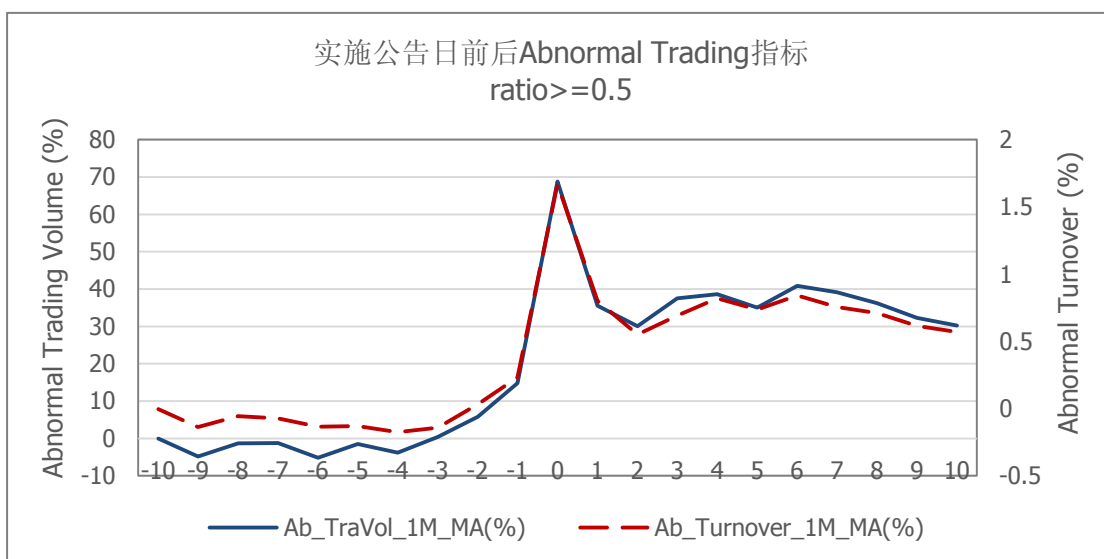
图三 预案公告日(-10, 10)天的基于一月平均的异常交易量



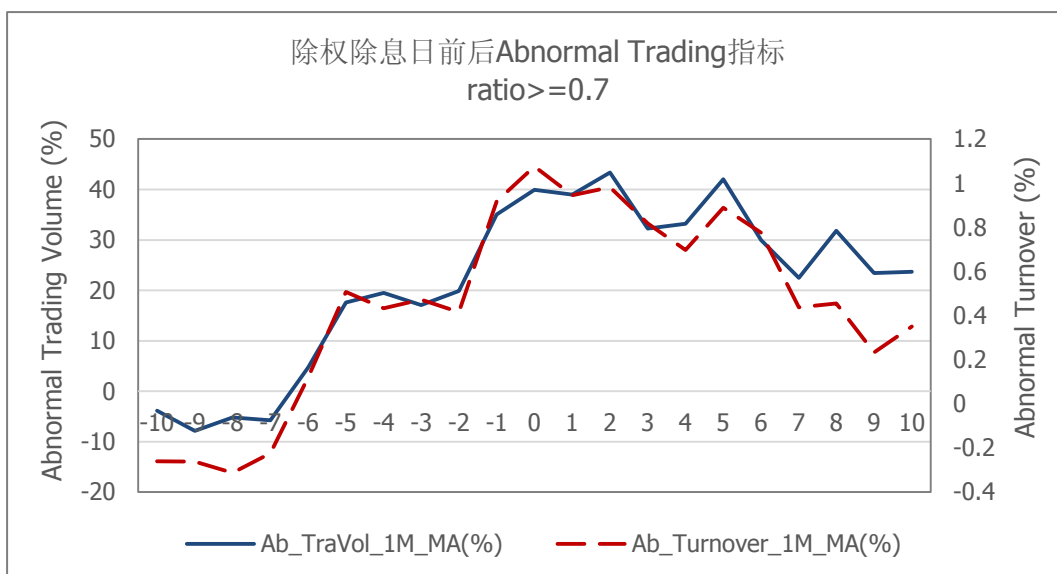


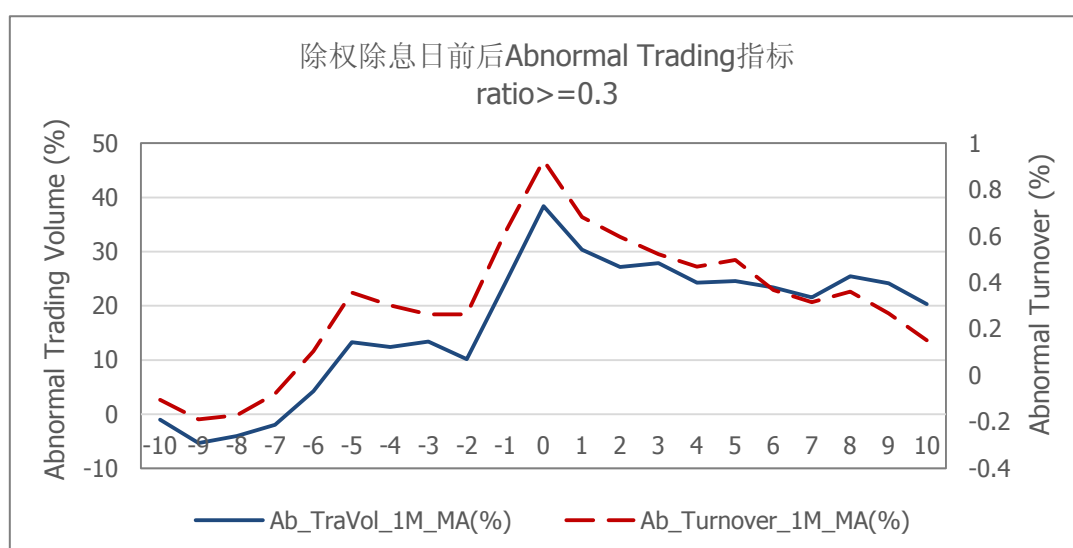
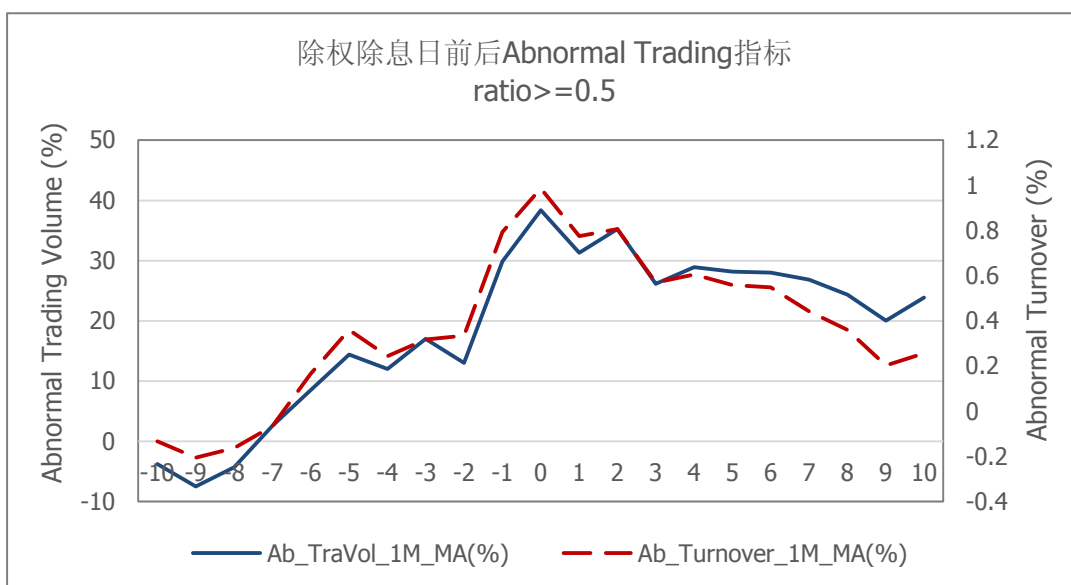
图四 实施公告日(-10, 10)天的基于一月平均的异常交易量





图五 除权除息日(-10, 10)天的基于一月平均的异常交易量





第五章 “高送转” 案例分析

在这一部分将结合媒体新闻提供的素材，以及 wind 数据库所提供的股票公开数据，以明牌珠宝高送转为案例，研究部分市场参与者的投资模式，来进一步分析和研究各市场参与者的高送转相关交易策略。

我们以泽熙投资旗下泽熙 6 期单一资金信托计划为例（见表十四），泽熙投资曾分别对黔源电力和宁波联合提出高送转分配提案但被否决，而青松股份、明牌珠宝则都已然在泽熙投资入股后进行了“高送转”分配（见表十五、表十六）。

表十四 泽熙 6 期单一资金信托计划持仓情况

序号	代码	简称	相同股东/持有人	持有数	占流通 A 股比例
1	002213	特尔佳	华润深国投信托有限公司-泽熙 6 期单一资金信托计划	10,267,232	8.14
2	300132	青松股份	华润深国投信托有限公司-泽熙 6 期单一资金信托计划	3,777,374	3.20
3	002167	东方锆业	华润深国投信托有限公司-泽熙 6 期单一资金信托计划	1,511,506	0.48
4	002039	黔源电力	华润深国投信托有限公司-泽熙 6 期单一资金信托计划	4,157,244	1.36
5	600051	宁波联合	华润深国投信托有限公司-泽熙 6 期单一资金信托计划	15,070,063	4.98
6	002574	明牌珠宝	华润深国投信托有限公司-泽熙 6 期单一资金信托计划	3,411,573	1.42

表十五 青松股份分红数据

预案公告日	2014/8/13	2014/4/10	2013/4/10	2012/3/22
除权除息日	2014/9/16	2014/6/27	2013/5/17	2012/4/27
基本情况				
方案进度	实施	实施	实施	实施
是否分红	是	是	是	是
分红对象				
每股红股	--	--	--	--
每股转增	1	--	0.6	--
每股股利(税前)	--	0.06	0.15	0.1
每股股利(税后)	--	0.06	0.14	0.09

表十六 明牌珠宝分红数据

预案公告日	2014/8/2	2014/3/28	2013/3/23	2012/4/18
除权除息日	2014/8/28	2014/5/7	2013/6/6	2012/6/6
基本情况				
方案进度	实施	实施	实施	实施
是否分红	是	是	是	是
分红对象				
每股红股	--	--	--	--
每股转增	1.2	--	--	--
每股股利(税前)	--	0.1	0.1	0.25
每股股利(税后)	--	0.1	0.1	0.23

5.1 事件经过

5.1.1 原始股东即将解禁，泽熙资本开始建仓

从表十七中可以看出，绝大部分原始股东限售股份的解禁日期是 2014 年 4

月 22。明牌珠宝实际控制人于 2014 年 4 月 24 日宣布了减持计划。根据公开消息可以推测，泽熙资本有可能是在 2013 年第四季度在低价买入大量名牌珠宝的股票，并在，在 2013 年年报中首次现身明牌珠宝前十大流通股股东，旗下的泽熙 4 期、6 期和龙信基金通 1 号合计持有 731.52 万股（见表十八）。从明牌珠宝股价走势图可以看出，泽熙投资这一持仓获取了非常高的投资回报率（见图六）。

表十七 明牌珠宝原始股东解禁时间表

解禁日期	股份数量(万股)			本次解禁数量占比(%)			上市股份类型	剩余限售股数(万股)
	解禁前流通股	本次解禁	解禁后流通股	占解禁前流通股	占解禁后流通股	占总股本		
2014/4/22	7,462.01	16,537.99	24,000.00	221.63	68.91	68.91	首发原股东限售股份	0
2012/4/23	6,000.00	1,462.01	7,462.01	24.37	19.59	6.09	首发原股东限售股份	16,537.99
2011/7/22	4,800.00	1,200.00	6,000.00	25	20	5	首发机构配售股份	18,000.00
2011/4/22	0	4,800.00	4,800.00	--	100	20	首发一般股份	19,200.00

表十八 明牌珠宝实际控制人减持计划（2014/4/24）

- 1、 减持股东名称：永盛国际投资集团有限公司，日月控股有限公司，新疆携行股权投资管理有限公司
- 2、 减持原因：股东投资理财需要
- 3、 减持期间：2014 年 4 月 30 日至 2014 年 10 月 29 日（6 个月内）
- 4、 计划减持股份：合计不超过 4,200 万股，即不超过公司总股本的 17.50%（若计划减持期间有送股、资本公积金转增股本等股份变动事项，则做相应处理）。
- 5、 减持方式：大宗交易

表十九 2013 年明牌珠宝年报披露的前十大流通股股东

排名	股东名称	方向	持股数量(股)	占总股本比例(%)	持股数量变动(股)	持股比例变动(%)
1	山东省国际信托公司-三能 1 号证券投资集合资金信托计划	新进	4,364,188	1.82		
2	华润深国投信托有限公司-泽熙 6 期单一资金信托计划	新进	3,405,863	1.42		
3	濮文	-	3,383,511	1.41	0	0

			6			
4	华润深国投信托有限公司-龙信基金通 1 号集合资金信托	新进	2,761,352	1.15		
5	黄正娟	新进	1,390,978	0.58		
6	华润深国投信托有限公司-泽熙 4 期集合资金信托计划	新进	1,147,945	0.48		
7	阮铁军	减持	1,014,004	0.42	-790,000	-0.33
8	林星兰	-	946,357	0.39	0	0
9	绍兴县博时投资有限公司	-	924,966	0.39	0	0
10	绍兴县永丰商务咨询有限公司	-	799,976	0.33	0	0
	合 计	-	20,139,145	8.39		
	泽熙系持股总计		7,315,160	3		

图六 明牌珠宝股价走势（后复权价格）



5.1.2 各种利好消息的释放推动股价上涨

根据明牌珠宝公司公告，可以看出，在公司实际控制人实施减持计划之前，

明牌珠宝释放了数次重大利好消息。其中最为重要的利好消息就是公司业绩的快速增长（见表二十）。尤其值得注意的是，在减持交易前夕的 2014 年 8 月 2 日，明牌珠宝发布了业绩惊人的半年报，实现净利润 1.5 亿元，同比增长 380.46%，这一净利润增速是同行其他公司的数倍。这个现象与研究第四部分的多样本回归数据相吻合，即公司在发布高送转预案前会有会计报表利润指标的明显上扬。

2014 年 8 月 4 日，明牌珠宝宣布开展珠宝在线教育，将与北京高等珠宝研修学院共同出资发展珠宝职业在线教育，而当时，在线教育正是 A 股市场最热门的概念之一。同时，6 月 24 日，明牌珠宝披露了分配预案，提出每 10 股转增 12 股的“高送转”方案，在此之前，明牌珠宝从来没有进行过股份送转。

根据大宗交易数据（见表二十），2014 年 8 月 6 日，大宗交易平台上，明牌珠宝实际控制人通过财通证券绍兴人民中路营业部减持 1200 万股明牌珠宝，国泰君安上海打浦路营业部揽下 1100 万股，海通证券上海四川南路证券营业部揽下 100 万股，成交价均为 24.37 元。2014 年 8 月 13 日，上述减持席位再抛 1200 万股，国泰君安上海打浦路营业部接下 30 万股，海通证券上海四川南路证券营业部也同时接下 1170 万股，成交价同为 23.50 元。值得注意的是，在这几笔交易中，接盘、协议价格都相同。如果市场是理性而有效的，出现这样的价格是值得人们深思的。同时，这些通过大宗交易进一步建仓的私募基金，将以何种方式、选择何时退出，则是研究后续关注的重点。同时，这样的交易带来的回报率也是值得关注的地方，如果回报率为负，则难以解释作为职业机构投资者的投资决策的理性。

表二十 明牌珠宝业绩增长一览表

报告期	2014 中报	2014 一季报	2013 年报	2013 三季报	2013 中报	2013 一季报	2012 年报	2012 三季报	2012 中报	2012 一季报
同比增长率										
每股收益-基本(%)	376.92	322.22	12.90	39.13	-31.58	-30.77	-72.81	-76.77	-70.77	-66.67
每股收益-稀释(%)	376.92	322.22	12.90	39.13	-31.58	-30.77	-72.81	-76.77	-70.77	-66.67
每股经营活动产生的 现金流量净额(%)	370.20	1,395. 86	832.91	-59.98	-79.94	-105.3 4	111.08	138.44	996.67	269.23
营业总收入同比增长率 (%)	-15.02	17.65	28.57	35.75	36.00	13.86	13.04	13.25	22.58	29.29
营业收入同比增长率 (%)	-15.02	17.65	28.57	35.75	36.00	13.86	13.04	13.25	22.58	29.29
营业利润(%)	379.43	304.74	8.80	33.55	-33.20	-30.98	-69.38	-73.14	-64.04	-57.37
利润总额(%)	369.90	287.05	14.62	39.82	-30.00	-25.82	-69.30	-73.30	-64.23	-56.78

归属母公司股东的净利润(%)	380.46	328.95	13.05	37.07	-31.25	-30.76	-70.57	-73.50	-64.38	-56.51
归属母公司股东的净利润-扣除非经常损益(%)	492.51	438.99	-1.57	18.01	-54.50	-41.88	-72.26	-73.54	-65.26	-56.31
经营活动产生的现金流量净额(%)	371.17	1,395.68	832.83	-59.89	-79.91	-105.35	111.07	138.44	989.48	268.82
净资产收益率(摊薄)(%)	339.50	310.31	10.72	33.71	-32.11	-30.86	-70.71	-73.84	-65.74	-88.36
相对年初增长率										
每股净资产(%)	4.38	3.16	2.10	1.86	0.28	0.75	0.50	-0.17	-0.43	1.12
资产总计(%)	22.87	14.54	12.67	8.80	-3.97	-2.48	14.71	14.63	9.97	26.31
归属母公司的股东权益(%)	4.38	3.16	2.10	1.86	0.28	0.75	0.49	-0.15	-0.48	1.09

表二十一 明牌珠宝上市以来大宗交易一览表

交易日期	成交价(元)	成交量(万股)	成交额(万元)	相对前收(%)	相对收盘(%)	成交额占比(%)	买方营业部	卖方营业部
2014/8/26	24.5	65.01	1,592.69	5.41	3.39	4.61	海通证券上海四川南路	财通证券绍兴人民中路
2014/8/26	24.5	534.99	13,107.31	5.41	3.39	28.46	海通证券上海四川南路	中信证券上海浦东大道
2014/8/25	24.5	600	14,700.00	5.08	5.41	39.52	海通证券上海四川南路	中信证券上海浦东大道
2014/8/21	22.13	92.5	2,046.95	10	14.79	4.7	华泰证券上海静安区威海路	财通证券绍兴人民中路
2014/8/19	23.5	505.53	11,879.92	5.81	5.89	48.17	海通证券上海四川南路	财通证券绍兴人民中路
2014/8/14	23.5	61.97	1,456.25	6.6	3.37	3.5	海通证券上海四川南路	财通证券绍兴人民中路
2014/8/13	23.5	694.47	16,320.08	6.04	6.6	59.63	海通证券上海四川南路	财通证券绍兴人民中路
2014/8/13	23.5	30	705	6.04	6.6	6	国泰君安证券上海打浦路	财通证券绍兴人民中路
2014/8/13	23.5	100	2,350.00	6.04	6.6	17.54	海通证券上海四川南路	财通证券绍兴人民中路
2014/8/13	23.5	375.53	8,824.92	6.04	6.6	44.4	海通证券上海四川南路	财通证券绍兴人民中路
2014/8/6	24.37	30	731.1	8	5.58	5.05	国泰君安证券上海打浦路	财通证券绍兴人民中路
2014/8/6	24.37	1,070.00	26,075.90	8	5.58	65.49	国泰君安证券上海打浦路	财通证券绍兴人民中路
2014/8/6	24.37	100	2,437.00	8	5.58	15.06	海通证券上海四川南路	财通证券绍兴人民中路
2014/6/20	21.6	29.5	637.15	10	15.63	25	华泰证券上海静安区威海路	财通证券绍兴人民中路
2014/6/16	22.36	50	1,118.00	9.98	12.11	27.51	华泰证券上海静安区威海路	财通证券绍兴人民中路
2012/10/9	17.97	92.5	1,662.16	6.6	10.02	10.98	华泰证券上海瑞金一路	财通证券绍兴人民中路
2012/9/21	15.48	75	1,161.00	10	18.18	5.23	华泰证券北京月坛南街	财通证券绍兴人民中路
2012/9/21	15.48	75	1,161.00	10	18.18	5.23	华泰证券上海瑞金一路	财通证券绍兴人民中路
2012/9/19	15.76	100	1,576.00	9.99	13.83	25.63	华泰证券上海牡丹江路	财通证券绍兴人民中路
2012/9/14	16.16	150	2,424.00	10.02	12.65	26.42	华泰证券上海牡丹江路	财通证券绍兴人民中路
2012/6/6	17.23	20	344.6	9.98	11.05	8.56	华泰证券上海牡丹江路	财通证券绍兴人民中路
2012/6/6	17.23	60	1,033.80	9.98	11.05	21.93	华泰证券上海牡丹江路	财通证券绍兴人民中路
2012/6/4	17.91	80	1,432.80	10	10.45	13.14	华泰证券上海牡丹江	财通证券绍兴人民中路

							路	
2012/6/4	17.91	20	358.2	10	10.45	3.64	华泰证券上海牡丹江路	财通证券绍兴人民中路
2012/6/1	17.83	30	534.9	9.99	10.4	11.68	华泰证券上海牡丹江路	财通证券绍兴人民中路
2012/6/1	17.83	30	534.9	9.99	10.4	11.68	华泰证券上海牡丹江路	财通证券诸暨暨阳路
2012/5/31	17.78	80	1,422.40	10.02	10.25	25.12	华泰证券上海牡丹江路	财通证券绍兴人民中路
2012/5/31	17.78	20	355.6	10.02	10.25	7.74	华泰证券上海牡丹江路	财通证券绍兴人民中路
2012/5/30	17.98	60	1,078.80	10.01	9.01	22.85	华泰证券上海牡丹江路	财通证券绍兴人民中路
2012/5/29	17.73	60	1,063.80	10	11.26	25.37	华泰证券上海牡丹江路	财通证券绍兴人民中路
2012/5/29	17.73	20	354.6	10	11.26	10.18	华泰证券上海牡丹江路	财通证券绍兴人民中路
2012/5/24	18.41	40	736.4	10.02	8.82	17.79	海通证券深圳分公司华富路	财通证券绍兴人民中路
2012/5/22	18.09	90	1,628.10	10	15.07	14.25	海通证券深圳分公司华富路	财通证券绍兴人民中路
2012/5/22	18.09	30	542.7	10	15.07	5.25	海通证券深圳分公司华富路	财通证券绍兴人民中路
2012/5/17	18.27	17	310.59	10	12.04	10.04	海通证券深圳分公司华富路	财通证券绍兴人民中路
2012/5/17	18.27	40	730.8	10	12.04	20.8	海通证券深圳分公司华富路	财通证券绍兴人民中路

第六章 总结与政策建议

高送转现象是我国市场的特有现象之一，伴随着送转公告，股票价格及交易频率和交易量会发生大幅上扬和变化。

有各种理论来解释高送转现象及分析市场炒作和违规操作的行为，然而造成这种现象的原因之一还是市场的每个参与者的交易理念。Kumar (2009)发现，一部分的交易者是以赌博者的态度在交易股票。如果对待股票与彩票的态度相同，那么就不难理解为何 A 股市场概念频出，并且很多交易者会跟风加入各种炒作。Gao 和 Lin (2011) 通过台湾的数据发现，当彩票的头奖奖值变大时，股票市场的投机性炒作就会减少，因为投资者会去购买彩票。所以可见，对于一部分交易者来说，股票的作用与彩票相似，完全属于投机行为，而不是投资。

同时，很多关于我国 A 股市场的宣传和媒体评论也会使一部分投资者陷入和盲从与跟风和炒作中。这些从我们使用的动词可以看出：我们会说“炒”股票，而不是“投资”股票，或者“投资公司”。而业内从业人员也经常会以“票”或者“小票”来带指代所购买的股票和其背后的上市公司。从我们很

多投资者的意识中，股票与上市公司的根本业务发展和盈利能力，以及公司的价值是脱离的。我们看见的报表及新闻只是代表上市公司是否有炒作的概念，但是我们却忽视了公司内在的价值。

我国股票市场的年均换手率在 600%左右，也就是说，每只股票一年会被六易其主，或者说，平均下来每个人买进一只股票后持有两个月就卖出了。这个数字意味着什么呢？“六”并不仅仅代表着“顺利”或者说是一个幸运数字，同时也是一个比“一”大六倍的数字。而一则是美国股票市场的一年平均换手率。也就是说，美国人平均持有一个股票的时间大概在一年左右，比如说他们在新年的这一天会买进一只股票，在年底的最后一天会把这只股票卖出去。再和北欧相比，北欧的股票换手率则更低，一年平均 40%-50%之间左右，就是说一个股票平均要两年到两年半完成全部易主。频繁的炒作是否会给每位交易者带来好的收益率是一个值得我们思考的问题。同时更值得思考的是哪些原因造成我国与其他国家股票市场换手率的这些巨大的悬殊。

在 Harrison, Jiang, Wang 和 Zhao (2014) 中，提出社会的攀比心理会导致人们跟风炒作小盘股票，导致超额换手率。在 Chang, Harrison, Tiedens, Wang 和 Zhao (2014) 中指出由于意见和信息多样性而导致了人们不断改变原有的看法而频繁交易，从而产生股票市场的超额换手率。在 Han, Xu, 和 Zhao (2014) 中提出由于人们的焦虑心理会导致股票的超额换手率。总结这些结果和发现，我们可以看到，一个会导致这样的结果的重要原因是市场交易者缺少实际的观察和分析，以及对自己的投资选择负责任的态度，并且受到自己急于追求回报率，缺乏主动踏实的分析，以及竞争和做事急于求成的心态有关。投资决策完全被各种情绪所带动及影响，而忽略了事物的本质，未能看到每一支股票背后的公司的实际情况，未能了解或看到自己每一次交易的原则和动机以及交易会带来的结果。

因此，在 A 股市场上，大多数投资者对现金折算模型和公司基本面的分析是嗤之以鼻的，而多以相对估值来进行投资决策。同时，由于相对估值的运用方法的很多细节和需要注意的陷阱被忽视，因此很多投资者会轻易的得出或者轻信他人得出的结论而进行股票交易。由于投资者中“伯乐”的数量较少，也就产生了 A 股市场的一些独特的效应。基于投资者的特点，一些长期成长并非乐观的公司可以采用各种炒作手法来吸引投资者的关注，并且得到好的

收益。而投资者也会从中看到股票的起伏波动，会产生对这些新闻题材的特殊认知。因此，市场在看到所谓的“利好”、“利空”消息后的反应已经完全机械化，大多数投资者不会去深究每一则新闻背后的具体原因。而有潜力、业绩好的上市公司为了能够继续吸引投资者也不得不参与各种炒作新闻题材的推出。

市场和公司的短视行为在各种市场上均有记载。在美国市场上，公司管理层会因为股票市场价格、个人的股权利益、以及个人绩效考核而采取各种短视行为，例如操控收益率等。(Stein (1989),Edmans, Fang, 和 Lewellen (2014))。可见，面对不同的市场投资者和自己的利益的同时，各个国家的上市公司都会有不同的行为，而各种行为的相似处都是将目标集中于需要面对的投资者的关注的地方。美国的股票市场更关心会计账目的收益率，因此公司会多从与会计账目收益率的方面来进行操作。而我国由于投资者很少注意到会计账目收益和分析师的会计报表收益，但是会关注各种概念或题材，因此我国 A 股市场上多以题材炒作为主，并且由于从众和攀比心理导致跟风炒作严重。(Harrison, Jiang, Wang 和 Zhao (2014))。我国 A 股市场的这种现象与音乐剧“芝加哥”中所描述的媒体和个人炒作在本质上也是相同的。

纵观 A 股市场，除了上市公司，散户有短视行为，机构投资者也有类似的行为。例如由于机构排名和各种绩效考核，很多机构投资者也会采取各种短视行为来将个人利益最大化，而未能够最大化账户投资收益，来给投资者带来更高的回报。

目前有多种理论模型来解释以上各种现象，而所有这些模型的一个本质则为信息不对称。处于信息劣势的一方的利益自然不会被优先考虑，这个结果是每一个会涉及需要最大化个人利益的模型的结果。

因此，市场的良性发展首先需要每一位投资者对自己投资交易行为的深刻洞见和反思。从目前的状况走向更规范的市场秩序需要我们每一个投资者从急于求成的和攀比的心理中走出来，从而可以从消费者的选择来通过市场的力量改变生产者的产品。相关政策制定方和监管方则可以继续疏通、引导、和规范市场，来使市场更好的良性发展，使我国的 A 股市场与上市公司形成更长期而稳定的正向互动，从而使股票市场与实体经济更紧密的结合，更好的

促进和帮助我国实体经济的发展。

综上所述，建议投资者理性投资，避免盲目跟风，应该更深入的学习和理解股票与上市公司的联系及投资价值。这样可以从消费者的方面来杜绝部分上市公司和利益关联方利用高送转或者其他题材炒作。同时，建议舆论导向可以使交易者更加注重投资理念而非投机理念。最后，建议监管部门加强监控和引导，增强对利用内幕交易和炒作来扰乱市场行为的处罚和遏制。从而使我国证券市场更加成熟和规范。

参考文献

- Ambarish, R., K. John, & J. Williams, 1987. Efficient Signaling with Dividends and Investments[J]. *Journal of Finance*, (42):321-343
- Asquith, P., D. W. Mullins. 1983, The impact of initiating dividend payments on shareholders' wealth[J]. *Journal of Business*, 56:77-96.
- Baker, H. K. 1985, A Survey of Management Views on Dividend Policy[J]. *Financial Management*, 3:36-48.
- Baker, M. J. Murgler. 2004, A catering theory of dividends[J]. *The Journal of Finance*, 59(3):1125-1165.
- Barclay, M. J., C. W. Smith & R. L. Watts, 1995, The Determinants of Corporate Leverage and Dividend Policies[J]. *Journal of Applied Corporate Finance*, (7):4-19
- Bhattacharya, S. 1979, Imperfect information, dividend policy, and the bird in the hand fallacy[J]. *Bell Journal of Economics*, 10 (1): 259-70.
- Bhattacharya, S. 1980, Non dissipative signaling structure and dividend policy[J]. *Quarterly Journal of Economics*, 95 (1): 1.
- Chang, Y.C., H. Hong, L. Tiedens, N. Wang, and B. Zhao, Does Diversity Lead to Diverse Opinions? Evidence from Languages and Stock Markets. Working paper
- Chen, Z., Y. L. Cheung, et al. 2005, Ownership concentration, firm performance, and dividend policy in Hong Kong[J]. *Pacific-Basin Finance Journal*, 13(4): 431-449.
- Chi-Wen Jevons Lee, XingXiao. 2002. Cash Dividends and Large Shareholder Expropriation in China[W]. Tulane University.
- Chottiner, S. and A. Young, 1971, A test of the AICPA differentiation between stock dividends and stock splits, *Journal of Accounting Research* 9, 367-374.
- DeAngelo, H., DeAngelo, L. and Skinner, D. J. 2004. Are Dividends Disappearing? Dividend Concentration and the Consolidation of Earnings [J]. *Journal of Financial Economics*, (72):425-456.
- Décamps, J. P., S. Villeneuve. 2007, Optimal dividend policy and growth option[J]. *Finance and Stochastics*, 11(1): 3-27.
- Denis, D. J., D. K. Denis, and A. Sarin. 1994, The information content of dividend changes: Cash flow signaling, overinvestment, and dividend clienteles[J]. *Journal of financial and quantitative analysis*, 29 (4):567-587.
- Denis, D. J., I. Osobov. 2008, Why do firms pay dividends? International evidence on the determinants of dividend policy[J]. *Journal of Financial Economics*, 89(1): 62-82.
- Dravid, A. A Note on the Behavior of Stock Returns around Ex-Dates of Stock Distributions. *Journal of Finance*, 42 (1987), 163-168.
- E. Fama and H. Babiak. Dividend Policy: An Empirical Analysis. *Journal of the American Statistical Association* 63 (December 1968), 1132-61.

Eades, K., 1982, Empirical evidence on dividends as a signal of firm value, *Journal of Financial and Quantitative Analysis* 17, 471-502.

Easterbrook, F. 1984, Two agency-cost explanations of dividends[J]. *American Economic Review*, 74: 650-659.

Edmans, A., V.W. Fang, and K. Lewellen, Equity Vesting and Managerial Myopia, working paper

Fama, E. F., K. R. French. 2001, Disappearing dividends: changing firm characteristics or lower propensity to pay?[J]. *Journal of Financial economics*, 60(1): 3-43.

Fama, Eugene F. and H. Babiak, 1968.Dividend Policy: An Empirical Analysis [J]. *Journal of the American Statistical Association*, (63):1132-1161.

Gao, X., and T. C. Lin, 2011, Do Individual Investors Trade Stocks as Gambling? Evidence from Repeated Natural Experiments, Working paper.

Gaver, J. J. and Gaver, K. M. .1993, Additional Evidence on the Association between the Investment Opportunity Set and Corporate Financing, Dividend and Compensation Policies[J]. *Journal of Accounting and Economics*, (16):125-160.

Gitman, L. J., and V. A. Mercurio, 1982, Cost of Capital Techniques Used by Major U. S. Firms: Survey and Analysis of Fortune' s1000 [J]. *Financial Management*, (11): 21-49.

Graham, H. P., 1985. Dividend Policy and its Relationship to Investment and Financial Policies: Empirical Evidence. *Journal of Business Finance and Accounting*, (winter): 531-542.

Graham, J. R., and Campbell, R. H. 1996. The Theory and Practice of Corporate Finance: Lasfer, M., Taxes and Dividends: The UK Evidence [J]. *Journal of Banking and Finance*, (20), 455-472.

Gray, S.; T. Smith; and R. E. Whaley. Stock Splits: Implications for Models of the Bid/Ask Spread. Working Paper, Univ. of New South Wales (1996).

Grinblatt, M.; R. Masulis; and S. Titman. The Valuation Effects of Stock Splits and Stock Dividends. *Journal of Financial Economics*, 13 (1984), 461-490.

Han, Q., L. Xu, and B. Zhao, Anxious, Caution -- Anxiety and stock Market Trading Behavior, Working paper

Handjinicolaou, G., and A. Kalay. 1984. Wealth redistributions or changes in firm value: An analysis of returns to bondholders and stockholders around dividend announcements. *Journal of financial economics* 13 (1):35-63.

Hansen, R. S., R. Kumar, et al. 1994, Dividend policy and corporate monitoring: Evidence from the regulated electric utility industry[J]. *Financial Management*, 23(1): 16-22.

Hess, P., 1982, The ex-dividend day behavior of stock returns: Further evidence on tax effects, *Journal of Finance* 37, 445-456.

Hong, H., W. Jiang, N. Wang, and B. Zhao. Trading for Status, *Review of Financial Studies*, 34 (8): 788-806

Ikenberry, D. L.; G. Rankine; and E. K. Stice. What do Stock Splits Really Signal? *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 31 (1996), 357-375.

J. Lakonishok and T. Vermaelen. Tax-Induced Trading around Ex-Dividend Days. *Journal of Financial Economics* 16 (July 1986), 287-319.

Jensen, G. R., D. P. Solberg, and T. S. Zorn. 1992, Simultaneous determination of insider ownership, debt, and dividend policies[J]. *Journal of financial and quantitative analysis*, 27(2):247-263.

K. Eades, P. Hess, and H. Kim. On Interpreting Security Returns During the Ex-Dividend Period. *Journal of Financial Economics* 13 (March 1984), 3-34.

Kalay, A. 1982. Stockholder-bondholder conflict and dividend constraints. *Journal of financial economics*. 10 (2):211-233.

Koski, J. L. Measurement Effects and the Variance of Returns after Stock Splits and Stock Dividends. *Review of Financial Studies*, 11 (1998), 143-162.

Kryzanowski, L., and H. Zhang. Trading Patterns of Small and Large Traders around Stock Split Ex-Dates. *Journal of Financial Research*, 19 (1996), 75-91.

Kumar, A., 2009, Who Gambles in the Stock Market?, *Journal of Finance*, 64(4), 1889-1933.

Lakonishok J, Lev B. Stock Splits and Stock Dividends: Why, Who, and When[J]. *Journal of Finance*, 1987, 42(4):913 - 932.

Lakonishok, J. and T. Vermaelen, 1983, Tax reform and ex-dividend day behavior, *Journal of Finance* 38, 1157-1176.

Lamoureux, C. G., and P. Poon. The Market Reaction to Stock Splits. *Journal of Finance*, 42 (1987), 1347-1370.

Lintner, J. 1956, Distribution of Incomes of Corporations Among Dividends, Retained Earnings, and Taxes[J]. *American Economic Review*, 46(2): 97-113.

Lintner, J. 1964, Optimal Dividends and Corporate Growth Under Uncertainty[J]. *The Quarterly Journal of Economics*, 78(1): 49-95.

Mancinelli. L., and Ozkan, A. 2006, Ownership Structure and Dividend Policy: Evidence from Italian Firms[J]. *Journal of Finance*, (12):265-282.

McNichols, M., and A. Dravid. 1990. Stock Dividends, Stock Splits, and Signaling. *Journal of Finance*, 45, 857-879.

Miller, M. H, F, Modigliani. 1961, Dividend policy, growth, and the valuation of shares[J]. *Journal of Business*, 34:411-433.

Miller, M. H., K. Rock. 1985, Dividend policy under asymmetric information[J]. *Journal of finance*, 40(4): 1031-1051.

Mozes, H. & Rapaccioli, D. 1995, the Relation among Dividend Policy, Firm

Size, and the Information Content of Earnings Announcements [J]. Journal of Financial Research, (18): 75-88.

Muscarella, C. J., and M. R. Vetsuypens. Stock Splits: Signaling or Liquidity? The Case of ADR 'Solo-Splits.' Journal of Financial Economics, 42 (1996), 3-26.

Pettit, R. R. 1972, Dividend Announcements, Security Performance, and Capital Market Efficiency[J]. Journal of Finance, 27(5):933-1008.

Rozeff, M. S. 1982, Growth, beta and agency costs as determinants of dividend payout ratios. Journal of Financial Research, 5(3): 249-259.

S. Bar-Josef and L. Brown. A Re-Examination of Stock Splits Using Moving Betas. Journal of Finance 32 (September 1977), 1069-80.

Schultz, P. Stock Splits, Tick Size, and Sponsorship. Journal of Finance, 55 (2000), 429-450.

Shefrin, Hersch M. and Meir Statman, 1984. Explaining Investor Preference for Cash Dividends [J]. Journal of Financial Economics, (6):253-282.

Sheikh, A. M. Stock Splits, Volatility Increases, and Implied Volatilities. Journal of Finance, 44 (1989), 1361-1372.

Stein, J. 'Efficient Capital Markets, Inefficient Firms: A Model of Myopic Corporate Behavior, Quarterly Journal of Economics, 104(4): 655-669

T. Copeland. Liquidity Changes Following Stock Splits. Journal of Finance 37 (March 1979), 115-42.

Woolridge, R., 1983a, Ex-date stock price adjustment to stock dividends: A note, Journal of Finance 38, 247-255.

Woolridge, R., 1983b, Stock dividends as signals, Journal of Financial Research 6, 1-12.

Yoon, P. S., L. T. Starks. 1995, Signaling, investment opportunities, and dividend announcements[J]. Review of Financial Studies, 8 (4):995-1018.

曹玉珊. 2008. 企业财务可持续增长效率的源泉分析——来自中国上市公司的证据[J]. 商业经济与管理, (2): 74-80

曹媛媛, 冯东辉. 2004. 我国上市公司股利政策的信息内涵: 基于股利政策稳定性的实证研究[J]. 系统工程, 22(002):33-37.

陈晓, 陈小悦, 倪凡. 1998. 我国上市公司首次股利信号传递效应的实证研究[J]. 经济科学, 5:33-43.

陈珠明, 史余森. 2010, 高送转股票财富效应的实证研究[J]. 系统工程, (10).

方光正. 2005. 上市公司偏好低现金股利政策的成因分析[J]. 现代管理科学 (2): 86-87

郭海燕. 创业板公司股利政策研究[J]. 时代经贸, 2012 (29): 167-169

何涛, 陈晓. 2002, 现金股利能否提高企业的市场价值——1997—1999 年上市公司会计年度报告期间的实证分析[J]. 金融研究, 8:26-38.

黄娟娟, 沈艺峰. 2007. 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[J]. 会计研究, (8): 36-43.

姜国华. 徐信忠等. 2006, 公司治理和投资者保护研究综述[J]. 管理世界, 6:161-170.

- 孔小文,于笑坤. 2003.上市公司股利政策信号传递效应的实证分析[J]. 管理世界, (6): 114-118
- 李常青. 1999.我国上市公司股利政策现状及其成因[J]. 中国工业经济.
- 李常青. 股利政策理论与实证研究[M]. 北京: 中国人民大学出版社.
- 李春玲. 2009.控股股东与上市公司股利政策[M]. 北京: 人民出版社.
- 李光贵. 2009.国有控股上市公司现金分红行为: 实践总结——基于沪深 A 股国有控股上市公司的描述性分析[J]. 经济与管理研究 (11): 75-82.
- 廖理, 方芳. 2005,股利政策代理理论的实证检验[J]. 南开管理评论, 8 (5): 55-62
- 廖理, 方芳. 2004.管理层持股、股利政策与上市公司代理成本[J]. 统计研究, (12): 27-30
- 刘淑莲, 胡燕鸿. 2003, 中国上市公司现金分红实证分析[J]. 会计研究, 4:29-35.
- 陆正华, 钟婉怡, 陈娟娟. 2010.创业板公司“高送转”对股票收益率的影响[J]. 财会月刊, (27): 41-44
- 罗宏, 黄文华. 2008.国企分红、在职消费与公司业绩[J]. 管理世界, 9:139-148.
- 罗宏. 2008.上市公司现金股利政策与公司治理研究[M]. 成都: 西南财经大学出版.
- 吕长江, 王克敏. 1999.上市公司股利政策的实证分析[J]. 经济研究, 12:31-39.
- 吕长江, 王克敏. 2002.上市公司资本结构、股利分配及管理股权比例相互作用机制研究[J]. 会计研究, 3:39-48.
- 吕长江, 周县华. 2005. 公司治理结构与股利分配动机——基于代理成本和利益侵占的分析[J]. 南开管理评论, (3): 9-17
- 马曙光, 黄志忠等. 2005.股权分置, 资金侵占与上市公司现金股利政策[J]. 会计研究, 9:44-50.
- 欧阳小明. 2010. 对我国创业板上市公司股利政策的研究[J]. (会计之友, 30): 77-79
- 彭洋. 2011.创业板上市公司股利分配政策传递的信号分析[J]. 商业会计, (27): 66-67.
- 平新乔, 范瑛, 郝朝艳. 2003.中国国有企业代理成本的实证分析[J]. 经济研究, 38 (11): 42-53.
- 秦江萍, 王怀栋. 2004.中国上市公司现金分红实证分析[J]. 财会研究, (8): 45—48
- 任有泉. 2006.中国上市公司股利政策稳定性的实证研究[J]. 清华大学学报(哲学社会科学版) 21 (1): 119-126.
- 沈洪涛, 沈艺峰. 2003. 新股增发: 自由现金流量假说还是优序融资假说. 世界经济[J], 26(008): 53-61.
- 汪平, 李光贵. 2009.资本成本、可持续增长与国有企业分红比例估算[J]. 会计研究, (9): 58-66.
- 王化成. 李春玲等. 2007.控股股东对上市公司现金股利政策影响的实证研究[J]. 管理世界, 1:122-127.
- 王会芳. 2011.创业板上市公司股利分配研究[J]. 证券市场导报, (3): 74-77

魏刚. 2001 中国上市公司股利分配问题研究[M]. 大连: 东北财经大学出版社.

魏刚, 蒋义宏. 2001. 中国上市公司股利分配问卷调查报告[J]. 经济科学, 4:79-87.

翁洪波, 吴世农. 2007. 机构投资者, 公司治理与上市公司股利政策. 中国会计评论.

吴苗苗. 2011. 创业板上市公司的“高送转”股利政策研究[J]. 会计师. (9): 10-11

吴斯. 2011. 中小板上市公司股利决策羊群行为研究[D]. 硕士学位论文, 河北工程大学.

肖珉, 沈亦峰. 2004. 控制性股东与现金股利[C]. 第九届中国财务学年会论文集.

肖珉. 2005. 自由现金流量, 利益输送与现金股利[J]. 经济科学, 2:67-76.

谢军. 2006. 股利政策, 第一大股东和公司成长性: 自由现金流理论还是掏空理论[J]. 会计研究, 4:51-57.

杨熠, 沈艺峰. 2004. 现金股利: 传递盈利信号还是起监督治理作用[J]. 中国会计评论 2(1):61-76.

易颜新, 柯大钢, 王平心. 2008. 我国上市公司股利分配决策的调查研究分析[J]. 南开管理评论, 11(1): 48-57.

尹飘扬. 2012. 我国创业板上市公司股利分配研究[J]. 中国注册会计师, (12): 64-70

应展宇. 2004. 股权分裂、激励问题与股利政策[J]. 管理世界, 7:108-119.

俞乔, 程滢. 2001. 我国公司红利政策与股市波动[J]. 经济研究, 4:32-40.

张海燕, 陈晓. 2008. 从现金红利看第一大股东对高级管理层的监督[J]. 南开管理评论, 11(2): 15-21

周县华, 吕长江. 2008. 股权分置改革、高股利分配与投资者利益保护——基于驰宏锌锗的案例研究[J]. 会计研究 (8): 59-68.