

Does Cash Dividends Have an Impact on Stock Prices?

Lisha Liu, Jie Ma, Yuanyuan Wang

School of Economics, Hangzhou Dianzi University, Hangzhou Zhejiang
Email: 769359474@qq.com

Received: Apr. 8th, 2019; accepted: Apr. 23rd, 2019; published: Apr. 30th, 2019

Abstract

Around the occurrence in 2017 of distribution of cash dividends appearing in the A shares listed on the Shanghai Stock Exchange, by the calculation of the abnormal return rate of sample stocks before and after the announcement date, empirical analysis of the stock market reaction to the incident is conducted according to event research method. Empirical results show that the stock price of all sample companies that publish cash dividend announcements in the market has risen sharply. Accordingly, recommendations are made to formulate a dividend policy for regulators.

Keywords

Event Study Method, Cash Dividend, Stock Price Effect

现金分红对股价有影响吗？

刘丽莎，马 洁，王媛缘

杭州电子科技大学经济学院，浙江 杭州
Email: 769359474@qq.com

收稿日期：2019年4月8日；录用日期：2019年4月23日；发布日期：2019年4月30日

摘 要

围绕2017年上海证券交易所上市A股中出现的现金股利派发情况，根据事件研究法，通过对公告日前后样本股票异常收益率的计算，进行股票市场对该事件反应的实证分析。实证结果表明，在上市公司发布现金分红事件公告后会造成市场上股票价格的大幅上升。据此，对监管上市公司制定分红政策方面提出建议。

关键词

事件研究法, 现金分红, 股价影响

Copyright © 2019 by authors and Hans Publishers Inc.

This work is licensed under the Creative Commons Attribution International License (CC BY).

<http://creativecommons.org/licenses/by/4.0/>



Open Access

1. 引言

现金分红是上市公司常用的财务政策之一, 也是我国股票市场投资者关注的重心。其合理的分配水平可以很好地体现上市公司股东的经营理念, 同时激发股东的投资热情以及管理层和控股股东的法治精神, 有助于上市公司树立良好的企业形象, 从而帮助上市公司获得更多的融资和发展机会。各国学者多年来也在持续关注着关于现金分红这个研究领域。Brown 和 Warner [1] (2006)认为, 某些类型的公司会在特定事件发生时影响公司证券价格, 这也解释了为什么上市公司在宣布现金分红计划时通常会带来股价反应。根据经典的金融经济学理论, 在假设证券市场是理想的状态下, 公司股票市值与已发行股票的数量毫无关系, 现金分红这一政策只会影响流通股的价格水平和股票的数量, 所以在这一政策实施后, 将无法对股票的投资回报产生影响。但是在现实的证券市场中, 现金分红这一政策会对股票的投资回报产生一定影响。Grinblatt, Masulis 和 Titman [2] (2007)发现股票股利分配后存在超常的投资回报; 乔坤元 [3] (2012)认为, 在有效市场的假说下, 股票在理性投资方面的价值应该是上市公司未来现金股利的贴现值, 上市公司对股东的最终回报必须转换为现金股利。进行股票红利公告的上市公司的股票往往会因此产生异常收益: 现金分红这一政策实施后, 一些上市公司的股价将会大幅度攀升。田素华 [4] (2014)认为, 从投资者的角度来看现金股利是公司未来现金收益在当前的表现, 具有较好的确定性, 而资本利得取决于未来经营业绩预期, 具有不确定性。因此, 某些情形下投资者更偏好红利收益。上市公司选择现金红利支付, 是满足投资者偏好的重要方式。

从我国股票市场交易数据出发, 采用事件研究法研究股票在现金分红事件发生前后平均超常收益率与累计平均超常收益率的变化, 旨在分析股票市场对于现金股利派发事件做出的反应, 对上市公司制定分红政策以及监管机构提出建议。

2. 样本选取

研究样本为 2017 年上证 A 股市场发生现金分红事件的股票。先选取 30 只发生事件的股票, 然后查询每支股票的现金分红公告并筛选, 最终得到 20 只符合筛选条件的有现金分红的公司的股票作为研究样本(具体见表 1)。市场收益率采用上证指数来表示。

Table 1. Cash Dividend Event in Shanghai Stock Market in 2017

表 1. 2017 年度上证市场股票的现金分红事件

股票编码	股票名称	事件公告日	事件
600017	日照港	2018.6.1	10 派 0.20 元
600019	宝钢股份	2018.6.4	10 派 4.5 元
600035	楚天高速	2018.6.2	10 派 1.30 元

Continued

600037	歌华有线	2018.6.1	10 派 1.80 元
600048	保利地产	2018.6.4	10 派 4.00 元
600235	民丰特纸	2018.6.4	10 派 0.1 元
600352	浙江龙盛	2018.6.1	10 派 2.50 元
600378	天科股份	2018.6.4	10 派 0.6 元
600398	海澜之家	2018.6.2	10 派 4.80 元
600436	片仔癀	2018.6.1	10 派 4.3 元
601010	文峰股份	2018.6.1	10 派 0.50 元
601158	重庆水务	2018.5.31	10 派 3.00 元
601231	环旭电子	2018.6.1	10 派 1.85 元
603002	宏昌电子	2018.6.1	10 派 0.64 元
603239	浙江仙通	2018.5.31	10 派 5.00 元
603568	伟明环保	2018.6.4	10 派 2.50 元
603578	三星新材	2018.6.1	10 派 2 元
603600	永艺股份	2018.6.4	10 派 1.5 元
600567	山鹰纸业	2018.6.1	10 派 1.33 元
600531	豫光金铅	2018.6.1	10 派 0.81 元

以下研究将根据事件研究法展开，分析在现实市场环境下现金股利派发事件发生前后的股票平均超常收益和累积平均超常收益的变化。

3. 实证分析

3.1. 研究窗口的确定

采用事件研究法，使用研究事件的事前估计窗日与事件窗口。将每只股票的股利公告日定为事件的第 0 日(即公告日)，为了更好地了解现金分红对股价的影响，事前估计窗口选取公告日前 44 天至前 10 天，即公告日前[-44, -10]一共 35 个交易日，把该时间段的股票收益率当作正常收益率。此外，事件窗口为公告日前 10 天以及公告日后 10 天，即公告日前后[-9, 10]，并计算出事件窗口这段时间内股票的平均超常收益率和累积平均超常收益率。

3.2. 正常收益的确定

事件研究法中采用市场模型来估计股票的正常收益。市场模型对先前常量—均值—收益模型加以改进，通过剔除股票收益中与市场收益变化相关的部分，使异常收益的方差值下降，即使得异常收益对股票收益波动的影响降低，增强了检测事件效应的能力。因此，采取市场模型来估计在正常条件下资本市场的股票期望收益率是一个最佳的选择。

假设资产收益服从正态分布，并构造相关的证券组合收益模型。估计 α , β 的公式如下：

$$R_{it} = \alpha_i + \beta_i R_{mt} + \varepsilon_{it} \quad (1)$$

式(1)中 R_{it} 代表第 i 只股票在第 t 日的收益率； R_{mt} 代表第 t 日市场证券投资组合(即上证指数)的收益率； α 表示第 i 只股票的 α 估计值； β_i 代表第 i 只股票的 β 估计值； ε_{it} 是随机误差项。

采用事件研究法进行数据处理时, 第一步, 取事前估计窗口 $[-44, -10]$ 共 35 个交易日的数据来计算每只股票的 α 、 β 估计值, 即 t 是处于 $[-44, -10]$ 的整数; 第二步, 在 R_{it} 的计算中进行了复权处理; 第三步, 运用 SPSS16.0 进行估计, 并对估计出的 α 和 β 进行检验, 其中 R_{mt} 取上证指数。具体结果见表 2。

Table 2. Estimates of alpha and beta

表 2. α 和 β 的估计值

股票代码	α	β	股票代码	α	β
600017	0.009763 (3.132)	2.214787 (7.161)	601010	-0.001898 (-0.602)	1.140653 (3.650)
600019	0.001888 (0.723)	1.083488 (4.185)	601158	-0.001578 (-0.701)	0.978075 (4.383)
600035	-0.003765 (-1.966)	0.493283 (2.597)	601231	0.007311 (1.031)	0.848908 (1.207)
600037	0.0001234 (0.045)	1.1810074 (4.306)	603002	0.002653 (0.712)	1.778660 (4.811)
600048	-0.001221 (-0.562)	0.863656 (4.006)	603239	0.01722 (0.396)	7.11833 (1.649)
600235	0.004330 (1.106)	1.864872 (4.802)	603568	0.010993 (1.996)	2.953168 (5.404)
600352	-0.004179 (-1.803)	0.433609 (1.885)	603578	0.002591 (0.234)	2.069419 (1.882)
600378	0.003515 (0.389)	1.373982 (1.532)	603600	0.009579 (1.272)	2.433834 (3.258)
600398	-0.003133 (-1.072)	0.830770 (2.864)	600531	-0.003040 (-0.979)	0.814470 (2.644)
600436	0.001226 (0.248)	1.121257 (2.288)	600567	-0.0006392 (-0.284)	1.0431411 (4.676)
600017	0.009763 (3.132)	2.214787 (7.161)	601010	-0.001898 (-0.602)	1.140653 (3.650)
600019	0.001888 (0.723)	1.083488 (4.185)	601158	-0.001578 (-0.701)	0.978075 (4.383)
600035	-0.003765 (-1.966)	0.493283 (2.597)	601231	0.007311 (1.031)	0.848908 (1.207)
600037	0.0001234 (0.045)	1.1810074 (4.306)	603002	0.002653 (0.712)	1.778660 (4.811)

3.3. 超常收益的计算与分析

第一步计算出样本中第 i 只股票在第 t 日的超额收益率 AR_{it} :

$$AR_{it} = R_{it} - E(R_{it}) \quad (2)$$

其中 t 所取的时间为公告日(即第 0 天)的前 9 天至公告日的后 10 天共 20 天, 即 $[-9, 10]$ 。接下来, 为了研究样本所在公司在股利分配公告日前后的超常收益, 需计算 AAR (AAR 是指平均超常收益率), 其计算公式如下:

$$AAR = \frac{1}{N} \sum AR_{it} \quad (3)$$

最后, 设 $CAAR$ 为在事件窗口内的每一日所有样本上市公司平均超常收益率的累积值, 即累积平均超常收益率, 其计算公式如下:

$$CAAR = \sum AAR_t \quad (4)$$

根据以上的数据分析可以得出平均超常收益率(AAR)和累计平均超常收益($CAAR$)在事前估计窗口及事件窗口的变化曲线(见图 1)。

从图 1 可以看出, 所选样本在公告发布日的前 10 天内, 基本每日的平均超常收益率均大于 0, 仅有 3 天的平均超常收益率是负的, 而且累计平均超常收益率在事件发生前的 10 天内呈现曲折上升。在事件日前四天, 平均超常收益达到了最大值 2%, 之后平均超常收益率开始递减, 但累计平均超常收益率在

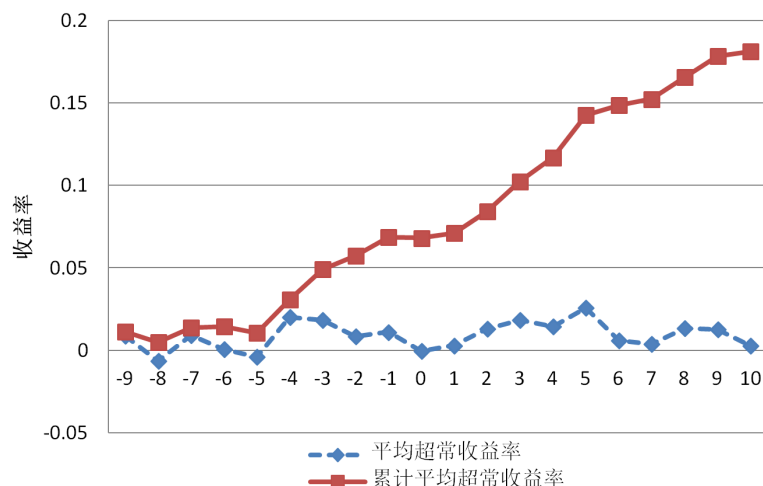


Figure 1. The change curves of AAR and CAAR

图 1. AAR 与 CAAR 的变化曲线

公告发布日之后仍呈现持续上升的趋势。在整个样本的事件窗口内累计平均超常收益率的变化说明上市公司的现金分红公告出台后，投资者对该公司股票持看好态度，最终表现出累计平均超常收益率的持续增加。

从图 1 中可以看出，在事件发生日前四天的样本股的平均超常收益率猛然上升达到了峰值，这说明有人知道了公告信息或者内幕消息，并进行了交易。公告发布日的前三天平均超常收益率出现了一段时间的降低，事件发生日后又出现回升，这说明可能还存在着在事件发生日之前或者公告日之前不清楚公告信息或者内幕消息的投资者，也说明分红送配对市场能产生一定影响，且这种影响是正向的，是比较受市场欢迎。

4. 结论与建议

研究表明，上市公司现金分红会对其股价造成显著的影响。在出现现金分红公告日后，投资者对即将进行现金分红的股票行情看好，因此累积平均超额收益率呈较大幅度上升的趋势。也就是说，发布现金分红公告后市场上的股票价格均有大幅上升。究其原因，主要有以下两个方面：

1) 上市公司的现金分红，被认为体现了上市公司的经营能力和水平。大多数投资者往往会对该事件抱有积极的预期，股票交易市价也会因此上升。

2) 我国的证券市场并不成熟，大部分投资者投资股票的动机是为了获取短期的利益，并不打算长期持股。因此，现金分红事件对大部分投资者来说充满了吸引力。

据此，建议有效引导上市公司进行现金分红决策，致力于形成持续稳定的分红市场。这有助于引导我国投资者改变原有的投机观念，也有利于形成长期投资股票的新理念，为我国资本市场的长远发展奠定良好的基石。

致 谢

感谢金辉老师对我们不厌其烦的帮助，提高了我们的金融理论知识储备、文字组织能力等。当然，文中的错误或不足之处责任自负。

参考文献

- [1] Brown, S.J. and Warner, J.B. (2006) Measuring Security Price Performance. *Journal of Financial Economics*, 8,

205-258. [https://doi.org/10.1016/0304-405X\(80\)90002-1](https://doi.org/10.1016/0304-405X(80)90002-1)

- [2] Grinblatt, M.S., Masulis, R.W. and Titman, S. (2007) The Valuation Effects of Stock Splits and Stock Dividends. *Journal of Financial Economics*, **13**, 461-490. [https://doi.org/10.1016/0304-405X\(84\)90011-4](https://doi.org/10.1016/0304-405X(84)90011-4)
- [3] 乔坤元. 股票送转, 异常收益和管理层持股比例[J]. 投资研究, 2012(2): 44-57.
- [4] 田素华, 刘依妮. 中国企业股权融资偏好研究——基于声誉溢价, 市场势力和现金分红的视角[J]. 上海经济研究, 2014(1): 50-62.

知网检索的两种方式:

1. 打开知网页面 <http://kns.cnki.net/kns/brief/result.aspx?dbPrefix=WWJD>
下拉列表框选择: [ISSN], 输入期刊 ISSN: 2161-0967, 即可查询
2. 打开知网首页 <http://cnki.net/>
左侧“国际文献总库”进入, 输入文章标题, 即可查询

投稿请点击: <http://www.hanspub.org/Submission.aspx>

期刊邮箱: fin@hanspub.org