

创业板公司“高送转”对股票收益率的影响

陆正华 钟婉怡 陈娟娟

(华南理工大学工商管理学院 广州 510640)

【摘要】 本文实证分析了创业板公司高送转股利政策公告对股票收益率的影响,并得出以下结论:制造业和非制造业创业板公司在股利政策公布前后有截然不同的累计平均超额收益率;高送转股利政策的创业板公司,均能获得更高的超额收益率;股利政策公告日起超额成交量显著不同;除权除息日前后累计平均超额收益率有显著变化。

【关键词】 创业板 高送转 累计平均超额收益率

一、引言

创业板从 2009 年 10 月 23 日开板至今仅半年时间,市场运作机制和投资者的投资策略尚在适应调整阶段,需要更多的数据比较和现象剖析。虽然 A 股市场股利政策的实证分析众多,但它是否适用于创业板市场,有待进一步检验。很多创业板上市公司的 2009 年度股利政策属于“高送转”预案,其中,高送(转)股指的是公司每 10 股送(转)5 股红股或以上,而高分红是公司每股税前股利超过 0.5 元。

据表 1 统计,创业板上市公司的高送转比例达到 34.1%,远高于中小板的 5.79%和全部 A 股的 9.63%。普遍的高送转股利政策,其给股票市场带来的影响值得关注。

表 1 各板块股利分配情况

	送股家数	高送股	转股家数	高转股	分红家数	高分红	事件总数	公司总数
创业板	3	0	35	30	57	7	95	88
占创业板比例	3.4%	0	39.8%	34.1%	64.8%	8.0%		
中小板	35	13	29	10	277	31	341	397
占中小板比例	8.82%	3.27%	7.30%	2.52%	69.77%	7.81%		
全部A股	116	32	279	161	985	66	1380	1815
占全部A股比例	6.39%	1.76%	15.37%	8.87%	54.27%	3.64%		

数据来源:由聚源数据库计算而得。

二、研究设计

1. 研究问题与研究假设。

(1)国内二级市场更热衷于高送转股利,其会成为投资者的炒作题材。而普通的股利政策难以激起市场的兴趣,主要是因为普通派送的现金与股价之比很低,而高送转政策可以使持股增加 50%以上,伴随股利政策公布的题材效应,股价拉升使套利的可能性更大。国内多数学者的观点认为股票股利能够产生超额收益。陈晓等(1998)采用累计异常收益率法分析发现,股票股利在股利公告前后 20 天产生异常收益率,具有信号传递效应。吕长江和王克敏(1999)利用改进的林特模型分析发现,公司自我发展和成长性越强,股票股利支付额越

高。俞乔和程滢(2001)通过分析年度红利公告对股价及交易量的影响,发现股票股利和混合股利所引起的股价异常收益显著大于现金股利。

(2)股利政策影响公司的未来融资能力和经营业绩,因而它能向外界投资者传递公司内部的相关信息。股利信号传递理论认为:企业经营者和外部投资者之间存在信息不对称。企业经营者拥有更多内部信息,如何对外传递信号,会影响投资者的决策。孔小文和于笑坤(2003)以及罗庆等(2005)分析了上市公司股利政策的信号传递效应,指出我国上市公司的股利政策有随意性。而创业板公司与主板和中小板公司不同,具有高成长性的特点,创业板的传统制造业和非制造业公司在营销、生产、技术和人力等方面有较大差异。在 58 家样本公司中,制造业公司数量最多,有 32 家,占样本容量的 55.17%,高送转股的制造业公司有 17 家,占比 29%,一定程度上代表了创业板上市公司的状况。非制造业公司则包括信息技术业、社会服务业、传播与文化产业、批发和零售贸易业,以及交通运输、仓储业的创业板公司,高送转股的非制造业公司有 13 家,占比 22%。不同行业类别的公司发布高送转股利政策,应该存在一定的行业差异。

(3)国内研究股利政策对股票的影响主要从价格波动及收益率变化出发,但有些学者从交易量变化来观察股利政策。由于交易量变化代表了市场对信息的接受与吸收情况,因此分析高送转股利政策的影响还应包括对成交量的分析和检验。俞乔和程滢(2001)从交易量变动角度分析了红利公告现象,发现公告日前后市场出现超额交易量,而且持续时间较长,由此说明红利政策对市场交易量的作用远比它对市场价格的影响更为深远与持久。

(4)股利政策究竟会对股票收益率产生多长时间的影响?考虑到高送转属于异常股利政策,影响的时间应该较长。西方国家一般认为股票股利在除权除息日前后,会产生“税负效应”,即认为不同投资者面对不同税负,会选择除权除息日买卖股票以减少税负;也有人认为会产生“短期交易行为”,即外部投资者在除权除息日前吸购股票,在之后的某个适当时机

卖出股票。俞乔和程滢(2001)选用“区位参数”指标衡量买方与卖方力量,指出区位参数在公告期间与参照组期间并没有显著差异。

因此,本文提出如下假设:①创业板高送转股利政策会带来股票超额收益;②创业板高送转股利政策在制造业和非制造业会有显著不同的超额收益;③创业板股利政策公告日会带来显著不同的超额交易量;④除权除息日不会影响创业板高送转股利政策带来的超额收益率。

2. 研究方法。本文选用累计平均超额收益率(CAR)来比较股利政策公布前后的股票收益率变化。超额收益率法的原理是股票收益包括正常收益与超额收益两部分,超额收益是实际收益与正常收益的差额,可以反映一定基准上不同公司收益的差异。模型如下:

$$R_{i,t} = \frac{P_{i,t} - P_{i,t-1}}{P_{i,t-1}}, E(R_{i,t}) = \frac{1}{n} \sum_{i=1}^n R_{i,t}, AR_{i,t} = R_{i,t} - E(R_{i,t}),$$

$$CAR = \frac{1}{n} \sum_{i=1}^n \left(\sum_{t=1}^{t_2} AR_{i,t} \right)$$

其中, $R_{i,t}$ 是股票*i*在交易日*t*的收益率; $P_{i,t}$ 是股票*i*在交易日*t*的收盘价; $P_{i,t-1}$ 是股票*i*在交易日*t-1*的收盘价。 n 为样本容量, $E(R_{i,t})$ 是基准正常收益率。为了体现创业板公司高科技、高成长性的特征, $E(R_{i,t})$ 选用创业板公司的平均超额收益率作为基准。 $AR_{i,t}$ 表示交易日*t*的超额收益率, CAR 表示某时间段内的累计平均超额收益率。

在研究股利政策的信息内涵时,采用独立样本显著性P值检验的统计方法。建立检验假设,对CAR提出基本假设 $H_0: \mu_1 = 0$;备选假设 $H_1: \mu_1 \neq 0$ 。其中, μ_1 表示公司公布股利政策时的累计平均超额收益率。如果 μ_1 显著区别于零,表示不同时间段公司公布股利政策的股价波动和收益情况差别显著;如果不显著区别于零,表示股利政策的公布与公司的股价波动和收益情况无关。为了更全面地研究股利政策对股票收益率的影响,本文还增加了股利政策公布前后超额成交量和除权除息日效应的检验,从而判断高送转现象对股票收益率的影响是否仅仅发生在预案公布前后。

3. 样本数据选取。由于创业板成立约半年时间,上市公司数量相对较少,为了集中反映2009年创业板公司高送转股利分配的特征,笔者采用横截面数据进行研究,不存在数据自相关和多重共线性困扰。选取(-1,0)、(0,1)、(-2,2)和(-3,3)四个时间区间的超额收益率均值作为样本数据。市场交易数据来源是广州证券行情软件,创业板公司股利公布数据来源是聚源数据库。截至2010年5月,已在创业板上市的公司共有88家,剔除2009年度不分配股利的公司20家、剔除2010年4月份以后上市的创业板公司10家,样本容量为58家。

三、实证结果和分析

1. 描述性分析。制造业公司股利分配预案公布前后,CAR在(-1,0)和(0,1)区间都有较大的波动,如表2所示;而且四个时间区间内,制造业中发布高送转政策的公司都有比其他股利分配公司更高的CAR,这反映制造业公司发布股利政策前后2天会带来CAR增加,之后CAR逐渐下降,而

且高送转预案公布带来的CAR增幅更高。

表2 制造业股利分配的描述性分析

时间区间	制造业高送转CAR				制造业其他股利分配CAR			
	(-1,0)	(0,1)	(-2,2)	(-3,3)	(-1,0)	(0,1)	(-2,2)	(-3,3)
中位数	0.96%	-0.12%	0.64%	0.85%	-1.15%	-0.79%	-0.17%	-0.16%
最大值	6.14%	6.72%	5.71%	3.71%	2.05%	3.00%	2.66%	1.43%
最小值	-1.98%	-2.84%	-2.48%	-1.34%	-4.36%	-4.92%	-3.35%	-2.34%
标准差	2.17%	2.65%	1.92%	1.22%	2.21%	2.38%	1.62%	1.06%
公司数	17	17	17	17	15	15	15	15

表3 非制造业股利分配的描述性分析

时间区间	非制造业高送转CAR				非制造业其他股利分配CAR			
	(-1,0)	(0,1)	(-2,2)	(-3,3)	(-1,0)	(0,1)	(-2,2)	(-3,3)
中位数	0.32%	-0.38%	1.35%	1.10%	-1.55%	-1.00%	-0.47%	-0.33%
最大值	5.59%	5.26%	2.05%	2.39%	3.26%	3.59%	1.12%	1.39%
最小值	-7.53%	-5.39%	-1.88%	-1.67%	-4.54%	-5.09%	-3.51%	-3.30%
标准差	3.38%	3.02%	1.36%	1.24%	2.27%	2.80%	1.54%	1.59%
公司数	13	13	13	13	13	13	13	13

从表3中可以看出,非制造业创业板公司高送转预案带来的CAR波动在公布预案的前后两天最大。而非制造业创业板公司其他股利分配预案带来的CAR波动较小,而且CAR最大值也不高,表明其他股利分配预案对非制造业公司股价带来的影响较小。

2. 行业效应。两个行业的CAR均通过了P值检验,CAR均值符号各异,表现出行业差异性。

表4 不同行业股利政策的CAR

时间窗口	制造业		非制造业	
	CAR	P值	CAR	P值
(-1,0)	0.30%	0.008 7	-0.37%	0.011 6
(0,1)	0.09%	0.009 4	-0.11%	0.012 1
(-2,2)	0.19%	0.006 7	-0.23%	0.006 7
(-3,3)	0.14%	0.004 6	-0.18%	0.006 2

制造业创业板公司的CAR为正,这与制造业公司股利政策的正向推动作用密切相关,其在(-1,0)区间最明显,由(-2,2)到(-3,3)时间区间影响逐渐减弱,如表4所示。这可能是由于制造业属于资金密集型行业,而公司的年度收益会分为股利分配和留存收益两部分,制造业公司发布股利政策传递出留存收益增加、经营前景转好的信号,从而提高了CAR。例如硅宝科技发布高送转股利政策当天,CAR增加6.77%,前后两天CAR增幅达到5.67%,公司通过股利政策传递出主营业务持续稳定增长的信号,从而拉升了CAR。

而非制造业创业板公司的股利政策公布前后CAR为负值且比较显著,这说明非制造业公司的股利政策会引起CAR下降。如吉峰农机、新宁物流和上海佳豪,其CAR均在股利预案公布前后有大幅下跌,可能的原因是:非制造业创业板公司属于技术密集型公司,但在年度报告中传递出盈利并非

来自主营业务,而是来自政策性补贴和税收优惠政策,缺少持续性,此时即使发布高送转股政策,对股价的拉升作用也不会很明显。

3. 超额收益率检验。

表5 高送转股政策的 CAR

时间窗口	制造业高送转		制造业其他股利分配		非制造业高送转		非制造业其他股利分配	
	CAR	P值	CAR	P值	CAR	P值	CAR	P值
(-1,0)	1.26%	0.011 1	-0.90%	0.012 2	0.15%	0.020 4	-1.01%	0.013 7
(0,1)	0.72%	0.013 6	-0.73%	0.013 2	0.74%	0.018 2	-1.07%	0.016 9
(-2,2)	0.80%	0.009 9	-0.43%	0.009 0	0.63%	0.008 2	-1.01%	0.009 3
(-3,3)	0.78%	0.006 3	-0.40%	0.005 9	0.55%	0.007 5	-0.74%	0.009 6

无论是制造业还是非制造业创业板公司,高送转股政策的CAR值均为正,其他股利分配政策的CAR值均为负,这说明高送转股政策会带来CAR的增加,并没有因为行业不同而被忽视。高送转之所以获得投资者青睐,可能是由这些因素引起的:创业板公司首发上市超募资金严重,高额资本公积转股后扩充资本规模,得到投资者认同。另外,公司内部主要股东希望通过高转股实现套利,机构投资者股东希望通过股票价差获得资本利得,因而致力于通过股利政策来提高公司的股票价格。

从收益率波动较大的时间区间分析,制造业公司表现在(-1,0)时间区间,这个区间有提前释放股利信号迹象,存在提前泄露股利政策的可能;到(-3,3)时间区间CAR下降,说明市场较快接收了股利预案的信号。非制造业公司在(0,1)时间区间的CAR最大,提前泄露股利政策的可能性不大;在(-3,3)时间区间CAR较稳定,这说明股利政策公布后利好影响时间较长。

4. 超额成交量检验。股利政策公告日的交易量有正常部分和超额部分,股利政策对收益率的影响可能反映在超额成交量上,因而选取2010年3月1日高送转创业板公司股票日交易量为正常交易量 V_{it} 的参照组。日超额交易量 AV_{it} 是指股利政策公布日前后的日交易量与参照组的差值。假设检验中设定原假设为日超额交易量和参照组相等,即公布前后与参照组的日交易量没有显著差异,CAR没有受超额成交量的影响。

表6 制造业创业板公司超额成交量对比

事件天	制造业高送转		制造业其他股利分配	
	AV	P值	AV	P值
-3	-2 412.15	0.000 0	-11 937.13	0.001 4
-2	-815.15	0.000 0	-6 989.53	0.061 0
-1	-1 097.32	0.000 0	-10 995.66	0.011 8
0	12 045.44	0.014 8	5 062.80	0.539 4
1	3 924.56	0.000 0	-7 624.66	0.018 0
2	-909.85	0.000 0	-12 030.40	0.005 3
3	-2 390.85	0.000 0	-13 449.73	0.005 6

表7 非制造业创业板公司超额成交量对比

事件天	非制造业高送转		非制造业其他股利分配	
	AV	P值	AV	P值
-3	-5 497.20	0.001 4	-3 341.18	0.000 0
-2	-2 623.96	0.061 0	-3 341.18	0.000 0
-1	-2 426.26	0.002 2	-3 682.59	0.000 0
0	7 975.58	0.123 3	3 243.20	0.000 0
1	3 624.35	0.050 2	-1 596.68	0.000 0
2	1 246.66	0.010 1	-4 096.01	0.000 0
3	-2 668.49	0.002 1	-4 798.26	0.000 0

如表6、表7所示,除了制造业其他股利分配政策和非制造业高送转股政策公布当天P值没有通过检验,其他情况下AV均显著区别于零,这说明股利政策公布前后的AV与参照组成交量显著不同。观察AV的符号,只有发布股利政策当天、制造业高送转政策发布后第1天,以及非制造业高送转政策发布后第1天和第2天的AV为正,这说明股利政策会带来超额交易量,而高送转股政策的持续时间更长,与俞乔、程滢(2001)的研究结论相似。

5. 除权除息日效应。为了观察除权除息日对股票收益率的影响,本文选用2010年3月1日高送转创业板公司股票日收益率为参照组,然后与股利预案公布前后3天的日收益率作对比。假设检验中原假设为两者相等,即公布前后与参照组的日收益率没有显著差异,CAR没有受除权除息日效应影响。备选假设为两者不等,高送转股政策的公布受到除权除息日影响。

表8 除权除息日效应

	制造业高送转		制造业其他股利分配		非制造业高送转		非制造业其他股利分配	
	R	P值	R	P值	R	P值	R	P值
参照组	1.08%		2.00%		2.20%		0.85%	
-3	-0.12%	0.026	-0.78%	0.026	0.02%	0.019	-0.96%	0.059
-2	-0.03%	0.025	-1.09%	0.008	-2.18%	0.020	-1.95%	0.045
-1	-4.56%	0.022	-2.33%	0.034	-0.32%	0.040	-0.68%	0.049
0	-48.09%	0.045	-3.27%	0.078	-45.08%	0.063	-7.70%	0.174
1	-1.61%	0.029	-2.93%	0.034	-1.98%	0.021	-2.16%	0.046
2	-1.67%	0.025	-0.26%	0.031	-0.97%	0.034	-0.46%	0.087
3	1.33%	0.034	0.77%	0.046	1.13%	0.026	1.34%	0.039

注:除权除息日为“0”天。

表8显示,除了非制造业其他股利分配除权除息日后的第2天以及大部分除权除息日当天的P值没有通过检验,其他股利分配的除权除息日前后3天的P值均通过检验,说明除权除息日与参照组的日收益率存在显著差异。

这个结论有悖于前文假设,可能的原因是:①俞乔、程滢(2001)研究的是红利政策对股市波动的影响,得出除权除息日前后的区位参数没有显著差异;而高送转股政策下,股价在除权除息日会有明显下降,投资者会选择在除权除息日前

我国合并财务报表理论选择及实务探讨

王鑫 晋晓雪

(中国矿业大学管理学院 江苏徐州 221116)

【摘要】 编制合并财务报表,国际上主要有三大合并理论,分别为母公司理论、实体理论及所有权理论。本文通过对合并财务报表三种理论的简要分析,结合案例说明我国现行会计准则为何不单纯运用某一种合并理论,而是综合运用母公司理论和实体理论,并分析了该做法的合理性。

【关键词】 合并财务报表 母公司理论 实体理论 所有权理论

编制合并财务报表要以一定的理论为基础。合并理论主要有母公司理论、实体理论与所有权理论。在现行会计准则下母公司在实际编制合并财务报表时,往往不是单纯运用上述合并理论中的某一种,而是综合运用不同的合并理论。

一、母公司理论、实体理论与所有权理论介绍

1. 母公司理论是一种站在母公司股东的角度来看待母公司与其子公司之间的控股合并关系的合并理论。这种理论强调母公司股东的利益,认为编制合并财务报表的目的是向母公司的股东和债权人反映其所控制的资源,对少数股东在

子公司及其净利润的份额予以明确反映。依据这一理论编制的合并财务报表,不仅要反映母公司股东在母公司中的利益,而且要反映他们在母公司所属于子公司中的利益。

2. 实体理论认为,母公司和子公司之间的关系是控制与被控制的关系。这意味着母公司有权支配子公司的全部资产,有权统驭子公司的经营决策和财务分配决策。编制合并财务报表的目的是满足所有股东的信息需求,而不仅仅是满足母公司股东的信息需求。实体理论是将合并财务报表作为企业集团各成员企业构成的经济联合体的会计报表,从经济联合

卖出股票,在除权除息日过后观望一段时间。分析结果可见,发布制造业高送转股利政策的创业板公司,第3天的CAR为1.33%,高于参照组,说明除权除息日前后的CAR也会受高送转股利政策的影响。②可能存在税负效应,股东偏好较低的持股成本,高送转股利政策可以降低税负。上述行为使得高送转股利预案公告对股票收益率的影响更为复杂,CAR不仅受到公告日前后的影响,而且受到除权除息日前后的影响。

四、结论与建议

本文研究发现,当高送转股利政策高于投资者预期时,累计平均超额收益率会上升,这说明高股利政策在我国创业板市场上有明显的信号传递作用。投资者认可制造业的股利信号,看淡非制造业的股利信号,体现出两类行业的差异化。而制造业和非制造业的CAR,在公告前3天是最高的,在靠近公告日回落,之后缓慢上升,这表明我国可能存在“内幕信息”交流渠道。尤其是制造业,相关的股利分红消息可能早在预案宣告前就已经泄露。

本文检验了股利政策公布前后的超额交易量,确实与参照组有显著差异,尤其是高送转股利政策公布当天,带来了较大的超额交易量,并持续了较长的时间。另外,考虑到股利政策的影响不局限于其发布前后,因而增加了除权除息日超额收益率的检验,结果显示除权除息日存在与参照组显著不同的超额收益率。由此说明,高送转股利政策对股票收益率的影响不单纯在政策公布当天的股价波动上。

因此,笔者提出如下建议:①公众投资者应适时调整交易策略,了解公布高送转股利政策的原因,合理投资。应该理性看待创业板公司的高送转方案,关注公司的投资价值,不要盲目跟随高送转题材炒作,因为不断升高的股价偏离了公司的实际价值,最终损害的是投资者的利益。②上市公司管理者应不断改进股利政策,客观应对盈余分配的财务问题,合理调整企业的资本结构。③监管当局应不断改善信息披露要求,规范创业板交易运作机构,完善创业板股票交易运作规则。④创业板公司采用高送转股利政策的很大原因是高额的超募资金。因而应该加强对超募资金的管理,规范超募资金的投向。监管当局应逐步加强对超募资金及相关风险的监管,公司自身要做好计划部署,防止由于政策迫使的乱花钱现象发生。

主要参考文献

1. 陈晓,陈小悦,倪凡.中国上市公司首次股利信号传递效应的实证研究.经济研究,1998;5
2. 吕长江,王克敏.上市公司股利政策的实证分析.经济研究,1999;6
3. 俞乔,程滢.我国公司红利政策与股市波动.经济研究,2001;4
4. 孔小文,于笑坤.上市公司股利政策信号传递效应的实证分析.管理世界,2003;6
5. 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;5