



中青年经济学家文库
ZHONGQINGNIAN JINGJIXUEJIA WENKU

基于市场流动性的公司股利政策研究

李茂良 / 著

THE CORPORATE DIVIDEND POLICY: A PERSPECTIVE OF MARKET LIQUIDITY

中国财经出版传媒集团



经济科学出版社
Economic Science Press

中青年经济学家文库

国家自然科学基金青年科学基金项目（项目批准号：71502150）

福建省中青年教师教育科研项目（项目批准号：JAS150072）

福建省高校杰出青年科研人才培育计划

基于市场流动性的 公司股利政策研究

On the Corporate Dividend Policy: A Perspective
of Market Liquidity

李茂良 著

中国财经出版传媒集团



经济科学出版社
Economic Science Press

图书在版编目 (CIP) 数据

基于市场流动性的公司股利政策研究/李茂良著.

—北京: 经济科学出版社, 2017. 7

(中青年经济学家文库)

ISBN 978 - 7 - 5141 - 8225 - 5

I. ①基… II. ①李… III. ①上市公司 - 股利政策 - 研究 - 中国 IV. ①F279. 246

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2017) 第 168333 号

责任编辑: 程晓云 赵 芳

责任校对: 王苗苗

版式设计: 齐 杰

责任印制: 邱 天

基于市场流动性的公司股利政策研究

李茂良 著

经济科学出版社出版、发行 新华书店经销

社址: 北京市海淀区阜成路甲 28 号 邮编: 100142

总编部电话: 010 - 88191217 发行部电话: 010 - 88191522

网址: www.esp.com.cn

电子邮件: esp@esp.com.cn

天猫网店: 经济科学出版社旗舰店

网址: <http://jjkxcbs.tmall.com>

北京季蜂印刷有限公司印装

880 × 1230 32 开 5.625 印张 150000 字

2017 年 11 月第 1 版 2017 年 11 月第 1 次印刷

ISBN 978 - 7 - 5141 - 8225 - 5 定价: 30.00 元

(图书出现印装问题, 本社负责调换。电话: 010 - 88191510)

(版权所有 侵权必究 举报电话: 010 - 88191586)

电子邮箱: dbts@esp.com.cn

前 言

从 20 世纪 50 年代开始，股利政策一直是财务学者关注的重要议题，也是公司财务领域最为棘手的问题之一。现有文献试图从税收、信息不对称和代理成本等视角破解“股利之谜”，这些研究固然取得了一定的成果，但同时也面临理论和实证上的严峻挑战。令人诧异的是，股票的市场流动性作为 MM 股利无关论隐含的关键假设却在股利政策文献中长期没有得到应有的关注。本书将股票的市场流动性纳入公司股利政策问题的分析框架，重点分析市场流动性、股利政策及其交互关系对上市公司价值的影响，并且研究了市场流动性在上市公司股利决策过程中所扮演的重要角色，以丰富和增进人们对上市公司股利政策的理解，为上市公司股利问题提供新的研究视角。

在理论构建方面，本书通过放松 MM 股利无关论隐含的关于市场流动性完美的前提假设，构建了基于市场流动性与股利政策的公司估值模型，论证了股票的市场流动性在股利政策是否有关讨论中的决定性作用，进而提出了股利的流动性假说。在实证方面，本书借助中国资本市场的 AB 股制度、半强制分红制度以及股权分置制度等一系列独特的制度设计，综合运用多种计量方法，不但检验了股票的市场流动性是否影响投资者对现金股利的态度，而且检验了上市公司是否为了迎合投资者的这种利益诉求而将股票的市场流动性作为股利决策的重要考量因素，从而为股利的流动性假说提供了

大量翔实的经验证据。

本书共分八章，各章主要内容如下。

第一章为绪论，主要介绍本书的研究背景和研究主题，并阐述了本书的研究思路、框架结构以及研究贡献。

第二章为文献综述，主要对上市公司股利政策、市场流动性及其交叉领域的研究文献进行评述。

第三章构建了基于市场流动性与股利政策的公司估值模型，提出了股利的流动性假说，并对其经济含义和实证路径进行了初步讨论。

第四章借助中国资本市场独特的 AB 股制度，研究了市场流动性、股利政策及其交互关系对上市公司价值的影响，不但为股利的流动性假说提供了可靠的经验证据，同时也为中国市场的 B 股折价之谜提供了新的理论解释。

第五章借助 2008 年 10 月 9 日中国证监会颁布半强制分红政策这一外生事件，研究了不同流动性水平的股票在预期现金股利政策发生变化时所对应的市场反应，具体分析半强制分红政策通过市场流动性影响投资者财富的作用机制。

第六章以全部 A 股上市公司为样本，从一般意义上检验了股票的市场流动性与上市公司股利行为之间的关系。重点分析了股票的市场流动性对上市公司股利支付意愿、支付水平、始发股利和停发股利等一系列股利决策核心问题的影响。

第七章先考察了股权分置改革对上市公司股权结构和二级市场流动性水平的影响，然后以此为基础重点分析了股权分置改革对上市公司股利政策的影响，深入研究了股改后市场流动性与上市公司股利政策之间关系的可能变化及其背后的深层次原因。

第八章对本书进行了全面总结，给出了本书的研究启示和政策建议，指出本书的研究局限性，并探讨了未来可能的研究方向。

本书的主要研究结论可以概括为以下两大方面。

第一,股票的市场流动性显著影响投资者对现金股利的态度。股票的市场流动性越差,通过“自制股利”策略获取投资回报的成本越高,因此投资者越欢迎上市公司支付现金股利,支付现金股利上市公司的市场价值也越高。一方面,基于中国AB股市场的实证结果表明,现金股利对流动性不足的B股市场更加重要,现金股利支付水平越高的公司对应的B股折价程度越小,并且现金股利对B股折价程度的影响程度随着B股相对流动性水平的降低而增强;另一方面,基于2008年10月9日中国证监会颁布半强制分红政策的事件研究结果显示,市场流动性越差的股票在事件窗口内对应的累计超常收益率越高,同样表明现金股利对市场流动性不足的股票更加重要。

第二,股票的市场流动性显著影响上市公司的股利行为。基于全部中国A股公司的实证分析发现,股票的市场流动性越差,上市公司支付现金股利的意愿越强,支付现金股利的力度也越大。同时,股票的市场流动性越差,上市公司越有可能始发现金股利,并且越不可能停发现金股利。进一步地,基于股权分置改革前后的对比分析表明,由于主导公司财务决策的原非流通股股东在股改后逐步获得了上市流通权,进而对现金股利的依赖程度逐步减低,所以,股改后上市公司的现金股利支付意愿和支付水平均显著降低。然而,由于股改后大股东(即原非流通股股东)的财富水平与股票的市场流动性建立了直接联系,所以,股改后市场流动性对上市公司现金股利支付意愿和支付水平的影响显著增强。

区别于现有文献,本书的研究贡献和创新点主要体现在以下四个方面。

第一,研究视角创新。本书将股票的市场流动性引入公司股利政策研究的分析框架,提出了股利的流动性假说,不仅为公司股利政策问题提供了新的研究视角,而且还增强了市场流动性问题研究的经济意义。

第二,理论模型创新。本书构建了基于市场流动性和股利政策的公司估值模型,并运用数理分析的方法推导了市场流动性、股利政策及其交互关系对公司价值的影响路径,从而为股利的流动性假说提供了坚实的理论基础。

第三,研究方法创新。本书借助中国资本市场的一系列制度特征,有效缓解了现有研究中可能出现的内生性问题。首先,借助中国市场的AB股设计可以较好地控制基本面特征的差异,进而研究市场流动性水平对公司股利相关性问题的影响。其次,借助半强制分红政策颁布事件可以避免股利公告效应研究中受年报信息干扰的问题。最后,借助股权分置改革事件可以考察市场流动性在外力作用发生变化的情况下,上市公司股利决策可能发生的变化。

第四,本书还为中国资本市场上的一些经济现象提供了新的理论解释。其一,本书的实证结果表明,公司的股利政策差异可以解释B股折价水平在横截面和时间序列上的差异。其二,本书研究发现,半强制分红政策可以缓解投资者面临的流动性约束,进而有利于增加投资者财富。其三,本书解释了为什么股改后一方面上市公司的现金股利支付意愿有所降低,现金股利支付水平也有所下降;另一方面市场流动性对上市公司股利政策的影响却有所增强。

李茂良

2017年10月于厦门大学

目 录

第一章 绪论	1
第一节 研究背景和问题的提出	1
第二节 研究思路与本书框架	7
第三节 研究贡献与创新之处	13
第二章 文献综述	15
第一节 公司股利政策理论评述	16
第二节 市场流动性相关研究评述	26
第三节 市场流动性和股利政策的交叉研究评述	37
第四节 本章小结	40
第三章 基于市场流动性与股利政策的公司估值模型	42
第一节 基本假设和均衡条件	42
第二节 比较静态分析	44
第三节 经济含义和实证意义	45
第四节 本章小结	48
第四章 市场流动性、股利政策和 B 股折价之谜	50
第一节 制度背景分析	51
第二节 理论分析与研究假设	56
第三节 研究设计	59

第四节	实证结果与分析	63
第五节	本章小结	78
第五章	半强制分红政策、市场流动性和投资者财富	80
第一节	制度背景分析	81
第二节	理论分析与研究假设	83
第三节	研究设计	87
第四节	实证结果与分析	92
第五节	本章小结	101
第六章	市场流动性与公司股利行为（一）	
	——基于 A 股市场的全样本分析	103
第一节	理论分析与研究假设	104
第二节	研究设计	107
第三节	实证结果与分析	113
第四节	本章小结	122
第七章	市场流动性与公司股利行为（二）	
	——基于股权分置改革前后的对比分析	123
第一节	制度背景分析	124
第二节	理论分析与研究假设	126
第三节	研究设计	130
第四节	实证结果与分析	133
第五节	本章小结	143
第八章	研究结论、研究启示与未来研究方向	145
第一节	研究结论	145

第二节 研究启示和政策建议	147
第三节 研究局限性和未来研究方向	149
参考文献	151
后记	170

第一章

绪 论

公司的股利政策和股票的市场流动性看似两个不相关的研究领域，实际上却存在着密切的联系。甚至可以说，股利政策是否对公司价值具有影响取决于公司股票的市场流动性水平。本书旨在基于市场流动性视角重新审视公司的股利政策问题，论证股票的市场流动性在公司股利政策相关性问题上的重要作用，检验股票的市场流动性是否对公司的股利行为产生显著影响。本章是全书的绪论，第一节介绍本书的研究背景并提出研究主题，第二节阐述本书的研究思路、主要研究内容和框架结构，第三节概述本书的主要研究贡献和创新之处。

第一节

研究背景和问题的提出

一、“股利之谜”仍然疑云重重

股利分配至少可以追溯到 16 世纪欧洲文艺复兴时期。当时，随着航海技术的发展和商业的兴起，短期风险投资活动（主要是海运贸易）结束后的利润清算形成了股利的雏形。随着持续经营企业的出现，特别是公司制企业出现后，涉及公司利润分配和留存的股

利问题变得日益突出,引起了公司管理者、投资人以及证券监管部门的高度关注。^①

学术界关于股利政策与公司价值的讨论也早在 20 世纪 30 年代就已经开始,威廉姆斯(Williams, 1938)认为,股票的价值取决于公司的内在价值并明确提出了基于股利的估值理论。进入 20 世纪 50~60 年代,关于股利政策是否影响公司价值的争论变得更加激烈。一方面,戈登(Gordon, 1959)坚持股利政策影响公司价值,提出了著名的股利折价模型,在该模型中股票价格只取决于股利支付水平及其折现率;另一方面,米勒和莫迪格利安尼(Miller and Modigliani, 1961)(下文简称 MM)则基于完美市场假设,通过严格的数理分析提出了股利无关论,即公司的价值只取决于投资决策,而与公司的股利政策无关。然而,股利无关论和现实世界中有关股利政策的典型事实形成鲜明对比。林特纳(Lintner, 1956)通过调查研究发现,公司经理们往往遵循稳定的股利政策,并且认为,投资者会给予执行稳定股利政策的公司一个溢价。一系列的事件研究也表明,公司始发股利公告往往引起股价的上涨,而停发股利公告则导致股价下跌(Pettit, 1972; Michaely et al., 1995; Grullon et al., 2002)。更让人不解的是,虽然相比资本利得而言现金股利在大多数国家往往具有更高的税负,但每年市场上现金股利的数量却相当可观。

尽管如此,MM 提出的股利分析框架却对后来的股利研究产生了深远影响。MM 股利无关论提出以后,学者们为了提出更加贴近现实的股利理论,分别从税收差异、信息不对称、代理问题、企业生命周期、投资者非理性等角度提出了税差理论和追随者效应(Brennan, 1970; Elton and Gruber, 1970; Litzenberger and Ramaswamy, 1979;

^① 关于股利历史变迁和演化过程的详细描述参见法兰克福和伍德(Frankfurter and Wood, 1997);法兰克福等(Frankfurter et al., 2003);白恩睿和贝克(Benrud and Baker, 2009)。

1980)、信号理论 (Bhattacharya, 1979; John and Williams, 1985; Miller and Rock, 1985)、代理理论 (Grossman and Hart, 1980; Easterbrook, 1984; Jensen, 1986)、生命周期理论 (Fama and French, 2001; Grullon et al., 2002; Deangelo and Deangelo, 2006; Deangelo et al., 2006)、迎合理论 (Baker and Wurgler, 2004a、2004b; Li and Lie, 2006) 等一系列颇具影响力的股利假说。毋庸置疑, 这些理论和假说有益于加深人们对公司股利问题的理解。然而, 正如布莱克 (Black, 1976) 所说“股利政策就像一个各部分没有连在一起的拼图, 越看越使人迷惑”。可以说, 股利问题仍是当今财务研究领域十大未解难题之一 (Brealey et al., 2011)。

本书认为, 要想在股利研究问题上取得突破, 必须从 MM 股利无关论的关键假设出发, 通过放松该假设条件, 建立新的股利问题分析框架。深入分析 MM 股利无关论的推导过程, 可以发现股票的市场流动性对股利无关论成立与否起到了至关重要的作用。当股票具备完全的市场流动性时, 投资者可以借助市场交易构造其所需要的现金流特征。然而, 完全的市场流动性在现实世界中并不存在, 甚至可以说, 在全球范围内, 特别是在新兴市场和转型经济体中, 市场流动性不足问题仍然相当严峻。

二、市场流动性不足问题仍然严峻

市场流动性是一个相对宽泛和抽象的概念, 包含了多维特征, 如市场的宽度、深度、弹性和及时性等 (Harris, 1990)。当然, 市场流动性也可以简单理解成证券交易的难易程度, 市场流动性好的证券能够以较低成本迅速完成大额交易, 并且不会使得价格发生大幅变化 (Amihud, 2002; Pastor and Stambaugh, 2003)。流动性不足将导致投资者在市场上交易证券时承受较高的交易成本, 也称为流动性成本。阿米赫德和门德尔森 (Amihud and Mendelson, 2012)

指出,流动性成本主要来自两大方面:一是直接交易成本;二是价格冲击成本。直接交易成本显而易见,如券商佣金、过户费、印花税等税费支出。价格冲击成本则属于隐性交易成本,指的是买方为了迅速完成交易所必需支付的溢价或者卖方为了迅速完成交易所必须接受的折价,在一定程度上价格冲击成本比直接交易成本更大。产生价格冲击的原因在于流动性提供者(如做市商)面临的存货风险问题(Garman, 1976; Stoll, 1978; Amihud and Mendelson, 1980; Ho and Stoll, 1981、1983)和市场上存在的信息不对称问题(Copeland and Galai, 1983; Glosten and Milgrom, 1985; Kyle, 1985; Easley and O'Hara, 1987; Admati and Pfleiderer, 1988)。

在现实世界中,由于市场流动性不完美,投资者在市场上交易股票等证券资产时需要付出高昂的流动性成本,所以投资者在购买证券时会要求更高的收益作为补偿。斯托尔和惠利(Stoll, Whaley, 1983)发现,由于股票的市场流动性不足导致的交易成本可以部分解释小公司存在的超常收益现象。阿米赫德和门德尔森(Amihud and Mendelson, 1986)首次建立了股票流动性和预期收益的理论模型,提出预期收益率是买卖价差的增函数。在实证研究方面,大多数文献证实了市场流动性是资产定价的重要因素(Amihud and Mendelson, 1986; Amihud, 2002; Jones, 2002; Pastor and Stambaugh, 2003; Acharya and Pedersen, 2005)。

市场流动性不足问题在新兴经济体中的形势更为严峻。莱斯孟德(Lesmond, 2005)对23个新兴市场的流动性水平进行了研究,发现尽管流动性水平在不同新兴市场差异颇大,但每个市场上投资者承受的流动性成本却相当可观,其中流动性成本最低的市场为中国台湾(1%),最高的市场为俄罗斯,高达47%。席尔瓦和查韦斯(Silva and Chavez, 2008)研究发现,在拉丁美洲四国(阿根廷、巴西、智利和墨西哥)交易股票的成本很大,样本均值显示来回买卖一次的成本高达8%。中国作为典型的新兴加转型的经济体,资本市场

流动性不足问题同样比较严重。虽然中国股票市场的换手率高于其他市场,但是从产品设计、市场微观结构和市场参与者等角度来看,中国股票市场的流动性与成熟市场相比仍处于较低水平(应展宇, 2001; 汪勇祥和吴卫星, 2004)。由于股票的市场流动性不足,少量资金就可以引起价格的巨幅波动,导致坐庄操纵股价的现象在中国市场中时有发生。一个典型的例子是,2013年8月16日上午11时5分,光大证券72.7亿元的成交单导致中国石化等几十只大盘股瞬间涨停,同时撬动上证指数从2074.86飙升至2191.64,涨幅高达5.63%。

此外,近年来不断发生的金融危机也加剧了人们对市场流动性不足问题的担忧。琼斯(Jones, 2002)的研究表明,在金融危机时期,交投平淡,流动性成本显著增加。梁和魏(Liang and Wei, 2012)指出,2008年金融危机引发的全球流动性缺失,导致全球股票市场仅在当年10月第二周的下跌幅度就高达20%,市值蒸发超过60万亿,给各国政府和投资者造成了巨大困扰。

可见,在现实世界中,市场流动性和MM股利无关论所要求的流动性水平相去甚远,投资者通过交易股票的方式自制现金股利的难度很大。

三、基于市场流动性的上市公司股利政策研究

股利无关论对市场流动性水平的依赖和现实世界中市场流动性不足的严峻形势迫使我们对于股利问题进行新的思考。米勒和莫迪格利安尼(Miller and Modigliani, 1961)指出,从股利政策的角度看,重要的不是市场不完美本身,而是市场不完美是否导致投资者对一块钱现金股利与一块钱资本利得的偏好程度产生系统性差异。市场流动性不完美的情况下,投资者在市场上交易股票的成本很高,而收取现金股利的成本不受市场流动性影响。换言之,市场流动性不

足时,获取一块钱资本利得的成本要高于收取一块钱现金股利的成本,从而导致投资者更加偏好现金股利,股利政策不再无关。

近年来,已有国外学者开始注意到交易成本可能影响投资者对现金股利的态度。艾伦和麦克利(Allen and Michaely, 2003)认为,由于个体投资者在交易时承担的成本往往高于机构投资者,当其希望从资本投资中获取稳定的现金流收益时,现金股利可能是实现这一目标最为经济的途径。董等(Dong et al., 2005)基于网络平台的问卷调查结果显示,交易成本的存在是个体投资者偏好现金股利的重要原因之一。与之对应,布拉夫等(Brav et al., 2005)基于384个财务高管的问卷调查结果也表明,公司在制定股利政策尤其在确定是否进行股票回购操作时会考虑股票的市场流动性。然而,综观国内外股利文献,从市场流动性视角对上市公司股利政策进行系统研究的文献并不多见。班纳吉等(Banerjee et al., 2007)对美国市场上市公司的股利政策和市场流动性的关系展开了实证研究,结果发现流动性越差的股票越可能支付现金股利。阿米赫德和李(Amihud and Li, 2006)在检验机构持股与股利公告的信息含量时,附带考察了市场流动性对股利公告市场反应的影响,结果发现市场流动性越差的股票对应的现金股利公告的市场反应越好。

然而,市场流动性与公司股利政策的交叉研究还处于起步阶段,二者之间的关系还有待进一步探讨。首先,现有文献主要从实证角度研究市场流动性与公司股利政策之间的关系,尚缺乏严格的经济模型作为理论支撑。其次,现有文献仅提供了美国市场的经验证据,关于其他国家特别是新兴市场的研究还属空白。再次,现有文献主要考察了股票的市场流动性与公司股利行为之间的关系(Banerjee et al., 2007),没有深入检验市场流动性对股利政策相关性问题的影响,其中,阿米赫德和李(Amihud and Li, 2006)只是将市场流动性作为其研究的控制变量而已,并没有给予市场

流动性足够的关注。最后, 现有文献还具有一定的内生性问题和噪音干扰问题。阿米赫德和李 (Amihud and Li, 2006) 没有很好地控制基本面差异对股利公告效应的影响, 并且其针对股利公告的研究还可能受到财报公告信息的干扰。

本书着力填补现有文献的研究空白和解决现有文献在研究设计上的局限性。具体来说, 本书将股票的市场流动性问题引入公司股利政策研究的分析框架, 重点分析市场流动性、股利政策及其交互关系对公司估值的影响, 以及市场流动性在公司股利决策过程中所扮演的重要角色, 以冀丰富和增进对上市公司股利政策的理解, 为公司股利问题提供新的研究视角。

第二节

研究思路与本书框架

一、研究思路

本书主要围绕股票的市场流动性和公司股利政策问题展开理论和实证研究。在理论方面, 本书通过放松 MM 股利无关论关于市场流动性完美的假设, 构建基于市场流动性与股利政策的公司估值模型, 从而提出股利的流动性假说。在实证方面, 本书借助中国资本市场一系列独特的制度设计特征, 综合运用多种计量方法检验了股利的流动性假说。

本书的研究思路如图 1-1 所示。

首先, 在股利流动性假说的理论分析部分, 本书综述了股利政策问题的研究现状和面临的挑战, 介绍了市场流动性与资产定价和公司财务学交叉研究的最新进展, 并初步探讨了市场流动性不足情况下, 现金股利政策对公司价值和投资者财富的影响。在此基础