

# Research on Information Effects of China's Listed Companies' Dividend Policy

Zihao Wang

School of Economics, Shandong University, Jinan Shandong  
Email: wangzihao866@163.com

Received: Dec. 29<sup>th</sup>, 2015; accepted: Jan. 25<sup>th</sup>, 2016; published: Jan. 29<sup>th</sup>, 2016

Copyright © 2016 by author 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

---

## Abstract

Basing on dividend signaling theory, our study explains the motivation of corporate dividend payment. It explains how to choose in controlling shareholders to maximize their own interests and utilization of dividend policy to send signals to maximize the enterprise value. It studies the dividend policy running rule and mechanism of listed companies. By using event study, we choose the high-frequency data of stock trading to explore the change of market information asymmetry before and after dividend announcements. Taken together, our study provides some policy suggestions based on the results.

## Keywords

Dividend Policy, Information Asymmetry, Corporate Governance

---

# 上市公司股利政策信息效应研究

王子豪

山东大学经济学院, 山东 济南  
Email: wangzihao866@163.com

收稿日期: 2015年12月29日; 录用日期: 2016年1月25日; 发布日期: 2016年1月29日

---

## 摘要

本文主要基于股利政策的信号传递理论, 解释公司股利决策动机是如何在控股股东自身利益最大化与利

用股利政策发送信号实现企业价值最大化之间进行选择的, 从中发现我国上市公司股利政策的运行规律和机理。采用事件研究法, 用股票交易的高频数据考察股利公告前后市场信息不对称的变化。在总结相关结论的基础上给出了政策建议。

## 关键词

股利政策, 信息不对称, 公司治理

## 1. 引言

股利政策作为上市公司将税后收益在现金发放和留存收益之间进行合理配置的财务策略, 长期以来一直是学术界讨论的一个热点话题。公司股利政策关系到融资政策的选择和对股东的投资回报——未发放股利可以作为内源融资的重要来源, 已发放股利是投资者获得的确定性回报。Merton H., Miller 1961 [1] 经典 MM 定理在一系列严格假定下认为股利政策与公司价值无关, 而在公司各契约方存在利益冲突和信息不对称的背景下, 股利政策是公司治理的外在表现, John, K. and A. Knyazeva 2006 [2] 股利政策的代理成本理论认为股利支付是一种减少代理成本的机制。

对于中小股东的股利支付问题, 在中国则存在着争议, 一种观点认为股利支付减少了控股股东和经理人占用的资源, 而不支付股利则损害了小股东的利益。陈浪南 2000 [3] 另一些学者认为, 股利支付更有可能是满足控股股东利益而不是小股东利益的手段, 股利支付成为控股股东将其持有的低成本的非流通股变现的手段。Black, Fischer 1976 [4] 这也导致在转型时期的中国存在不同于发达国家的“股利之谜”。而现有的研究将股利政策代理成本理论和信号理论割裂开来直接应用于中国上市公司的分析, 难以解决这一问题。

实际上, Deshmukh, S. 2003 [5] 信息不对称即是研究公司股利政策的逻辑前提(由于信息不对称引发代理成本才有利用股利代理成本和利用股利发送信号的必要), 不同公司股票交易的信息不对称程度本身也是某种内部治理框架下的必然结果。Miller, M. and K. Rock 1985 [6] 如果说股权结构与股利政策的关系体现了公司治理的内在机制与外在表现的关系, 股票交易中的信息不对称也应该是一定的内部股权结构与外部治理机制下的公司治理综合治理作用的结果。

本文借助金融市场微观结构理论中关于信息不对称的衡量指标, 考察我国上市公司的股利政策。即本文将充分借鉴公司治理理论的最新研究成果, 基于股利政策的代理理论与信号理论, 解释在现有的制度背景下公司股利决策动机是如何在控股股东自身利益最大化与利用股利发送信号实现企业价值最大化之间进行选择的, 从中发现我国上市公司股利政策的运行规律和机理, 也从中揭示出不同股权结构特征公司的治理效率差异。

## 2. 股利政策信息效应的研究假设

假设 1: 股利和盈余信息的发布降低了信息不对称水平, 即信息不对称水平在公告前大于公告后。

既然盈利和股利都已被证明能够影响股价, 基于两种信号所固有的噪音, 资本市场可能对两者所传递信息的一致性更感兴趣, 或许会导致两者对股价的确证效应。单纯发布盈余公告而没有派现的公司应该具有较弱的信息效应。因此提出假设 2:

假设 2: 发放现金股利的公司较之未派现公司能够更大程度地降低信息不对称水平。

我们认为不管公司股利公告前的信息不对称状况如何, 而由于股利发放涉及公司现金流的支付, 较高的股利发放率使得股利对盈余的确证效应较大, 投资者更可能据此进行资产组合的修正, 因而能够在

较大程度上降低信息不对称。因此，提出本文的研究假设 3：

假设 3：信息不对称降低的程度与现金股利支付率正相关。

### 3. 股利政策信息效应的实证分析

#### 3.1. 实证检验方法

##### 1) 事件研究法

事件研究法是根据某一事件发生时期前后某研究对象的相关资料，采用统计或计量技术来度量事件对研究对象是否存在影响的一种定量研究方法。陈晓 1998 [7]事件研究法主要有以下步骤：即定义事件以及事件研究窗口、选择研究样本、选择度量正常收益的模型、估计异常收益、检验异常收益的显著性、实证结果与解释。

事件研究所涉及的窗口包括估计窗、事件窗与事后窗等。研究中，一般把时间发布日的第一个交易日作为事件日。如图 1。

以上事件研究时间轴示意图中， $t = 0$  日表示事件发生日，估计窗的作用在于估计正常收益(或估计正常模型的参数)；事件窗是用于检验股价对事件有无异常反应的期间，有时事件窗仅为一天；事后窗主要用于考察事件发生后股价有无异常变化。

本研究中股利信息发布实际上有三个重要时点：分配预案公告日、股东大会决议公告日、正式分配方案公告日。结合前面的分析，本文将分配预案的公告日定为事件日( $t = 0$ )，事件窗口设定为股利预案公告前后各 60 天，表示为 $[-60, +60]$ ，即事件期。则 $[-60, 0]$ 为事前检验期， $[0, +60]$ 为事后检验期。定义相关变量如下：

- ① 股利预案公告前的信息不对称(before)
- ② 股利预案公告后的信息不对称(after)
- ③ 股利支付率(dividend)
- ④ 信息不对称改善程度(information)

##### 2) Wilcoxon 秩和检验

首先检验我国上市公司股利预案公告前后信息不对称状况的分布情况，并以 Wilcoxon 秩和检验方法检验股利预案公告前的信息不对称水平是否显著大于公告后的信息不对称水平。

两样本 Wilcoxon 秩和检验的基本原理如下：

假定总体  $X$  的分布为  $F(x)$ ，总体  $Y$  的分布为  $F(x - \theta)$ ， $Y$  的分布较  $X$  的分布平移了一段距离  $\theta$ ，如果  $\theta > 0$ ，则

$$P(Y \leq x) = F(x - \theta) \leq F(x) = P(X \leq x)$$

所以  $Y$  倾向于比  $X$  大。基于这一特性，Wilcoxon 提出以下  $H_0: \theta > 0$  的秩和检验问题。设  $X_1, X_2, \dots, X_m$  和  $X_1, X_2, \dots, X_m$  是分别来自总体分布  $F(x)$  和  $F(x - \theta)$  的两个随机样本，首先把两个样本混合排序(从小到大)，用  $R_i$  表示  $Y_i$  在混合样本中的秩(排序)，当  $H_1$  为真时， $Y$  的样本倾向于大于  $X$  的样本，因此

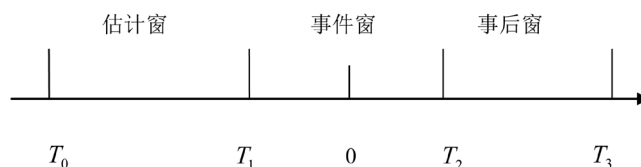


Figure 1. Timeline diagram of event study method  
图 1. 事件研究法时间轴示意图

$W_Y = \sum_{i=1}^n R_i$  偏大，当  $W_Y$  较大时，就应该拒绝  $H_0$  接受  $H_1$ 。 $W_Y$  称为 Wilcoxon 秩和统计量。由该统计量可以得到服从近似正态分布的  $Z$  统计量：

$$Z = \frac{W_Y - \frac{1}{2}n(n+1) - \frac{1}{2}mn}{\sqrt{\frac{1}{12}mn(m+n-1)}}$$

其中， $m$  为总体  $X$  的观测值个数， $n$  为总体  $Y$  的观测值个数。

### 3) 信息不对称改善程度对股利支付率高低的一元回归分析

为了检验本文所提出的上述假设 3，采用一元回归分析方法考察股利支付率高低对信息不对称改善程度的影响。设立以下模型：

$$\text{Inforimprove} = \alpha + \beta_1 \text{Dividend} + \mu$$

式中 Inforimprove 表示股利公告前后信息不对称的改善程度，Dividend 表示股利支付率的高低， $\mu$  为随机误差项， $\alpha$  为常数项。

## 3.2. 实证检验结果与分析

本文使用的公司财务数据和股东数据来自于国泰安 CSMAR 上市公司财务数据库和股东研究数据库，所用的交易数据来源于 2012~2013 年的日交易数据，通过软件计算信息不对称指标、股票收益波动率等市场交易特征指标。

### 1) Wilcoxon 秩和检验结果

从表 1 中可以看出，对于派现样本组，股利预案公告后的信息不对称水平低于公告前的水平；对于未派现样本组，股利预案的公告，反而增加了信息不对称水平。为了正式验证两样本各自在股利预案公告前后的信息不对称程度 Before 和 After 是否显著不同，本文基于 Wilcoxon 秩和检验方法进行了考察，检验结果如表 2。

该结果显示，对于派现样本组，Wilcoxon 统计量和值皆拒绝公告前和公告后相等的零假设，即在 1% 的显著性水平上，派现样本组的公告后显著小于公告前，即股利公告预案的发布降低了该公司股票在交易中的信息不对称；对于未派现样本组，Wilcoxon 统计量和值不能拒绝公告前和公告后相等的零假设，说明股利预案的发布没有显著改变信息不对称水平，这一结果证明了股利公告的信息含量，投资者在交易量中确实关注上市公司的现金股利行为，进行现金股利发放的上市公司，其股利公告后确实能够改善市场信息不对称水平，而对于未派现的样本公司，虽然也发布了盈余和股利公告，但信息不对称程度并没有明显改善。

### 2) 信息不对称改善程度对股利支付率高低的一元回归结果与分析

从表 3 的回归结果可以看出，在未控制其他变量的情况下，公司股利支付率的高低与信息不对称改善程度存在显著的正相关性，相关系数为 0.005675。证明了假设 3，即信息不对称降低的程度与现金股利支付率正相关，说明较高的现金股利支付率能够更好地降低投资者之间的信息不对称程度，股利政策对同时发布的盈余公告存在一定的确证效应。

## 4. 股利政策信息效应的研究结论及政策建议

### 4.1. 股利政策信息效应的研究结论

本文基于股利政策信号理论的有关最新研究成果，考察了我国上市公司股利政策的信息效应，本研

Table 1. Statistical results of the sample group

表 1. 样本组统计结果

	派现样本组		未派现样本组	
	前	后	前	后
均值	0.078836	0.073981	0.089673	0.092224
中位数	0.079022	0.074532	0.089957	0.093508
最大值	0.17729	0.19135	0.16954	0.17742
最小值	-0.01383	-0.02517	-0.00782	-0.00743
标准差	0.029988	0.030111	0.026623	0.028254

Table 2. Wilcoxon rank and test results

表 2. Wilcoxon 秩和检验结果

	Wilcoxon	Z 统计量	概率
派现样本组	941550	3.5549	0.000378
未派现样本组	220470	-1.4958	0.1347

Table 3. Regression results of the degree of information asymmetry to dividend payment

表 3. 信息不对称改善程度对股利支付率高低的一元回归结果

变量	系数	标准差	T 统计量	概率
C	0.002736	0.000916	2.986597	0.0029
Dividend	0.005675	0.001349	4.207477	0
R <sup>2</sup>			0.01837	
调整 R <sup>2</sup>			0.017332	
F 统计量			17.70286	
概率(F 统计量)			0.000028	
DW 统计量			1.92821	

究既便于从公司治理角度理解和评价公司的股利行为，同时对于不同股权结构特征企业的公司治理效应提供重要的经验依据。通过实证检验，得出如下结论：

我国上市公司当期的股利政策具有一定的信息内涵。派现公司和未派现公司，股利公告后对于信息不对称水平的影响存在显著不同；一元回归分析表明，股利支付率较高的公司，股利公告能够显著地降低股票交易中的信息不对称水平，改善公司股票交易的信息环境。

## 4.2. 政策建议

1) 加强对关联交易、资金占用和违规担保的治理，促使控股股东基于自身利益最大化的股利支付，提高上市公司股利支付水平

股利是一种所有权共享收益，公司财富可以通过发放股利按照持股比例在所有股东之间进行分配，尤其是发放现金股利，可以避免控股股东掌握过多的自由现金而侵害公司及其他中小股东的利益，因此，这是一种限制控股股东滥用控制权的有效手段。

2) 上市公司应该关注资本市场对股利政策的反应，通过规范分红降低权益融资成本

从本文的研究结果看，股利公告的信息效应还是存在的，派现公司和未派现公司股利公告后对于信

息不对称的影响存在显著不同，这对上市公司的股利政策选择以及投资者的投资选择具有重要的参考价值。既然股利政策可以改善公司股票交易的信息环境，那么上市公司在公司投资决策和现金流允许的条件下，应通过积极的股利发放行为改善公司内部人和投资者之间的信息分布、降低权益资本成本。

## 基金项目

山东大学大学生科技创新基金项目。

## 参考文献 (References)

- [1] Miller, M.H. and Modigliani, F. (1961) Dividend Policy, Growth, and the Valuation of Shares. *The Journal of Business*, 10, 417-418.
- [2] John, K. and Knyazeva, A. (2006) Payout Policy, Agency Conflicts, and Corporate Governance. *Working Paper*, 3, 31-32.
- [3] 陈浪南. 我国股利政策信号传递作用的实证研究[J]. *金融研究*, 2000(10): 18.
- [4] Black, F. (1976) The Dividend Puzzle. *Journal of Portfolio Management*, 12, 10-11.
- [5] Deshmukh, S. (2003) Dividend Initiations and Asymmetric Information: A Hazard Model. *The Financial Review*, 10, 359-360. <http://dx.doi.org/10.1111/1540-6288.00050>
- [6] Miller, M. and Rock, K. (1985) Dividend Policy under Asymmetric Information. *Journal of Finance*, 9, 1039-1041.
- [7] 陈晓. 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*, 1998(5): 34-35.