



“一劳永逸”还是“饮鸩止渴” ——基于上市公司高送转的研究

酒莉莉, 刘斌, 李瑞涛

重庆大学经济与工商管理学院, 重庆 400045

摘要:与国外公司注重现金分红不同,基于数字游戏的高送转乱象长期充斥着中国资本市场。由于高送转往往伴随着股价大幅上涨,而股价的暴涨、暴跌严重影响资本市场健康有序地发展,特别是暴跌带来的股价崩盘风险更是给投资者财富带来巨大冲击和破坏。因此,从股价崩盘风险角度探究高送转乱象可能对资本市场运作效率产生的影响具有重要意义。

基于行为金融理论框架下的迎合理论,研究上市公司高送转行为与未来股价崩盘风险之间的关系,并探讨分析师关注起到的作用。在此基础上,进一步分析公司基本面、外部市场态势和投资者注意力等因素对上述关系的影响。以2006年至2015年沪深股市A股上市公司为研究对象,运用Stata软件以及独立样本t检验和双向固定效应模型进行实证检验,并采用倾向得分匹配法和Heckman两阶段法缓解潜在的内生性问题。

研究表明,高送转不仅没有降低公司的股价崩盘风险,反而显著增加了股价在未来发生暴跌的可能。基于行为金融学分析框架,认为产生这一现象背后的机理是管理层迎合投资者非理性偏好行为的存在。在此基础上,分析师关注能够显著缓解这一关系。当公司的估值风险高、送转能力差以及市场处于牛市、投资者注意力较高时,高送转对未来股价崩盘的诱发效应更为明显,说明较差的公司基本面和较热的市场环境对高送转的未来崩盘效应起到推波助澜的作用。对比研究发现,普通送转并没有诱发公司未来股价崩盘的可能,这也从侧面印证了高送转带来的未来股价崩盘效应。

研究表明高送转行情虽然可以短暂刺激股价上涨,但它绝不是拉升股价的良药,上市公司采用高送转提升股价并非“一劳永逸”,而是“饮鸩止渴”。研究结果对于全面认识高送转在资本市场的作用以及为监管机构加强对高送转的监管提供了理论依据和经验证据,对投资者和监管机构而言均具有重要的实践意义。

关键词:高送转;股价崩盘风险;迎合理论;非理性偏好;坏消息

中图分类号:F275

文献标识码:A

doi:10.3969/j.issn.1672-0334.2018.04.002

文章编号:1672-0334(2018)04-0017-13

引言

股利是上市公司回馈股东的重要方式之一。与国外公司注重现金分红不同,中国公司更青睐股票

股利的分配方式,尤其是高比例送红股或者资本公积金转增股,即高送转。高送转往往伴随着股价的大幅上涨,投资者热衷于对这类股票投机炒作,甚至

收稿日期:2017-12-27 **修返日期:**2018-05-15

基金项目:国家自然科学基金(71232004,71372138)

作者简介:酒莉莉,重庆大学经济与工商管理学院博士研究生,研究方向为财务会计理论和公司金融等,代表性学术成果为“审计师-客户匹配度、审计师变更与审计费用”,发表在2018年第2期《审计研究》,E-mail:jll123joliy@163.com

刘斌,管理学博士,重庆大学经济与工商管理学院教授,研究方向为财务会计理论和公司财务等,代表性学术成果为“土地资源获取、股权投资增加与企业投资过度”,发表在2016年第2期《南开管理评论》,E-mail:drlriubin@263.net

李瑞涛,重庆大学经济与工商管理学院博士研究生,研究方向为资本市场会计和公司金融等,代表性学术成果为“控股股东股权质押会‘诱发’上市公司违规吗?”,发表在2018年第1期《产业经济评论》,E-mail:lrtry@163.com

在每年年报集中披露时产生专门的高送转行情。然而,上市公司推出高送转的目的可能并不单纯,除微利甚至亏损的公司推出高送转外,有的公司甚至利用高送转掩护内部人减持或为定增铺路等,即存在内幕交易行为^[1],这极大损害了中小投资者的利益,投资者持有这类股票可能会带来严重的经济后果。股价的暴涨、暴跌严重影响资本市场的健康有序发展,已有研究发现股票市场的收益具有非对称性。相对于暴涨,股价往往更容易暴跌^[2]。股价暴跌导致的崩盘风险使投资者财富大幅缩水,动摇了投资者对资本市场的信心,破坏了金融市场的稳定。因此,以股价崩盘风险为切入点,探讨高送转对金融市场运作效率的影响具有重要的理论和现实意义。

迎合理论是当前解释股利行为的最新理论,非理性投资者存在低股价偏好,管理层了解并迎合投资者的这种偏好以满足自身利益最大化。迎合动机的存在使管理层倾向于隐藏坏消息,进而增加了未来股价崩盘风险。遗憾的是,已有研究主要关注高送转的内部人动机,还未对高送转带来的经济后果展开充分讨论。本研究借用行为金融学框架下的迎合理论,对高送转行为的股价崩盘效应展开研究,不仅丰富了高送转经济后果的研究,也拓展了迎合心理等人类非理性因素在中国金融市场中的作用。

1 相关研究评述和研究假设

1.1 相关研究评述

所谓高送转,是送股和转增股的合称,即上市公司高比例送红股或资本公积金转增股本,如每10股送转5股及以上。对于高送转是否按照传统理性金融框架下的信号传递理论和流动性理论在资本市场发挥作用一直存疑,信号传递理论认为公司通过发放股票股利或股票拆分向市场传递公司未来盈利增长的信号。BRENNAN et al.^[3]认为股票股利和股票拆分不仅会增加股票交易成本,还会稀释每股盈余,因而公司往往在对未来盈利的提升有信心的情况下才会做出这些行为;LOUIS et al.^[4]发现股票拆分能够为可操控性应计利润提供保证,市场将其看成是一种管理层乐观主义的信号,认为股票股利和股票拆分能够重塑股价,使股价回归合理区间,提高股票流动性。然而,中国学者的研究却并未得到一致结论。朱元琪等^[5]的研究发现信号传递理论能够很好地解释股票股利的市场反应,而流动性理论对A股却不太适用;而吕长江等^[6]和李心丹等^[7]证实高送转并没有传递关于公司未来发展的利好消息;何涛等^[8]认为信号传递理论和流动性理论均不能很好地解释中国股票的送转和转增行为。

行为金融学框架下的迎合理论是当前解释股利行为的最新理论,从非理性的角度解释高送转异象,认为管理层会迎合投资者对低股价的非理性偏好而进行股利决策,以实现管理者自身的利益最大化^[9]。何涛等^[8]用价格幻觉解释A股市场的送转行为;熊德华等^[10]研究证明迎合理论对中国上市公司股利政

策有较强解释力;李心丹等^[7]认为高送转主要迎合了个人投资者非理性需求,非理性的投资者错误地认为低股价股票上涨空间大,下跌的可能性小。

总体来看,研究者对高送转的市场反应是否符合传统经典理论一直存疑。已有研究均是从相关公告日前后一段时间内的市场反应(如买进持有收益)展开,研究期限相对较短,忽视了高送转对市场的长期作用。前景理论认为大多数人对损失比对收益更敏感,投资者对损失不确定性的关注度显著高于对收益不确定性的关注度^[11]。由于买进持有收益更多体现的是股票在一定期间的平均价格效应,而投资者可能会更关注股票一定期间的动态变化过程,甚至是某些极端结果^[12],极端结果对股票市场具有显著的累积效应,更能体现某种现象的内在本质。基于非对称风险框架下的股价崩盘风险,衡量公司未来周收益率极端负偏的可能性和程度,更准确地衡量股价波动的非对称性以及其动态发展过程和结果。因此,本研究从非对称风险框架切入,从股价崩盘风险视角分析上市公司高送转行为的经济后果,探讨高送转行为对市场股价非对称波动的影响。

1.2 研究假设

需要指出的是,学术研究中的股价崩盘风险并不一定指公司股价真的发生崩盘,而是指股票收益分布负偏的程度^[13]。程度越大,代表公司股价发生崩盘的危险越大,投资者可能面临的巨额非正常损失越大。一般认为管理层捂盘动机等代理问题以及信息不透明是造成股价崩盘的主要原因^[14-15]。管理层出于职位晋升和自身薪酬^[16-17]、股权激励^[18]、避税^[12,21]、在职消费^[19]等自利性动机往往倾向于暂时隐藏坏消息,这种行为导致公司股价被严重高估而产生泡沫。随着时间的推移,坏消息不断累积,而公司对坏消息的容纳存在着一个临界点,当累积的坏消息超过该临界点时,坏消息会一次性释放到市场中,对股价造成巨大的负面冲击并最终导致崩盘^[14,20-21]。可见,在信息不对称的情况下,坏消息的累积及瞬间释放是导致股价崩盘的重要原因^[22]。

行为金融理论认为投资者普遍存在名义价格幻觉^[7],使投资者产生对低股价的非理性偏好^[23-24]。迎合理论认为管理者了解并会迎合投资者的这种非理性偏好进行决策,以实现自身利益最大化^[7]。高送转后名义股价降低,使投资者认为股票变得便宜,满足了投资者对低股价的非理性需求,因此高送转成为管理层用来迎合投资者非理性需求而主动采取的行为,甚至沦为操控股价和利益输送的工具,例如,CEO股票期权的授予和出售通常会在高送转前后展开^[25],上市公司通常会在定向增发的新股解禁期附近推出高送转^[26-27],或者配合重要内部人减持^[1]。因此,进行高送转的公司本身可能存在较大的动机来迎合投资者,进而实现自身及相关者的利益。李心丹等^[7]的研究也证实了该观点,BAKER et al.^[28-29]提出迎合机会会导致股票的错误定价,顾小

龙等^[30]认为过度的股利支付政策是代理问题的体现。那么,在迎合动机下,管理层可能在信息披露中选择报喜不报忧,更倾向于隐藏或推迟披露负面信息并加速披露正面信息,使公司存在的负面信息无法及时反映到股价中,当累积的负面信息达到临界点时,所有负面信息会一次性涌入市场,最终增加股价崩盘风险。因此,本研究提出假设。

H₁ 上市公司高送转行为与未来股价崩盘风险显著正相关。

信息媒介是联系信息发布者与信息接收者的桥梁,能够帮助投资者提高其信息解读能力^[31]。证券分析师作为信息媒介的重要组成部分,具备较强的信息收集和分析能力,能够深度挖掘并传播公司信息,在缓解信息不对称、纠正股价偏离方面起到重要作用。有研究表明,分析师通过收集、整合公开或私下的信息对股票进行估值,改进公司透明度^[11]。一般而言,投资者通过分析师的研究报告,能够获得更多公司基本面的信息,做出合理投资决策,进而降低因股价虚高而导致的未来崩盘风险。那么,分析师跟踪数越多的高送转公司,投资者获取信息的渠道和内容会更加丰富,公司的真实面貌就越容易被更全面、多角度地揭示和解读,进而使投资者更好地了解高送转股票,高送转公司的真实目的也越可能被分析师解读出来,降低投资者与公司间的信息不对称程度,管理层隐藏的坏消息也越可能被投资者识别,未来股价崩盘的可能性就越低。而当分析师跟踪数较低时,投资者无法通过该信息中介获得更多公司基本面信息,信息不对称程度提高,管理层有更大的空间隐藏坏消息,未来股价崩盘的风险也相应提高。因此,本研究认为证券分析师的关注在高送转与股价崩盘风险关系间起到一定的调节作用,因此,本研究提出假设。

H₂ 分析师跟踪能够显著缓解高送转与未来股价崩盘风险之间的正相关关系。

2 研究设计

2.1 样本选择和数据来源

本研究样本为2006年至2015年沪深股市A股的上市公司,对数据进行如下处理:①参照许年行等^[32]和王化成等^[21]的研究,由于本研究的股价崩盘风险指标是对股票周收益率回归得到的残差经过加工处理后得到,为保证回归模型的可靠性,剔除每年交易周数小于30的样本;②剔除金融保险类公司;③剔除ST和PT类公司;④剔除变量计算时数据缺失的公司。最终得到14 379个观测值,其中高送转样本的观测值为1 875个,未高送转样本的观测值为12 504个。本研究财务数据和股票交易数据均来自CSMAR数据库,为排除极端值的影响,对所有连续变量均采用上下1%的Winsorize处理。

2.2 核心变量测量

2.2.1 高送转

关于上市公司高送转行为的界定,借鉴李心丹

等^[7]和谢德仁等^[1]的研究,参考业界惯例,本研究将送股比例与转增比例之和是否超过原有股份规模的0.5倍作为界定标准。若上市公司进行高送转,高送转变量取值为1,否则取值为0。

2.2.2 股价崩盘风险

借鉴KIM et al.^[12,18]、王冲等^[22]和叶康涛等^[33]的研究,本研究采用两种方法测算公司层面的股价崩盘风险。

(1)计算个股周特定收益率。考虑到市场因素对个股实际收益率的影响,本研究利用个股周收益数据计算个股经市场调整后的周特定收益率,计算模型为

$$R_{i,z} = \beta_0 + \beta_1 R_{m,z-2} + \beta_2 R_{m,z-1} + \beta_3 R_{m,z} + \beta_4 R_{m,z+1} + \beta_5 R_{m,z+2} + \mu_{i,z} \quad (1)$$

$$W_{i,z} = \ln(1 + \mu_{i,z})$$

其中, $R_{i,z}$ 为*i*公司在第*z*周考虑现金红利再投资的周收益率; $R_{m,z}$ 为市场在第*z*周经流通市值加权的平均收益率; $W_{i,z}$ 为*i*公司在第*z*周的周特定收益率; β_0 为截距; $\beta_1 \sim \beta_5$ 为回归系数; $\mu_{i,z}$ 为残差,代表个股周收益率未被市场所解释的部分,若其值为负且值越小,意味着个股周收益率负向偏离市场的程度越大,即股价发生暴跌的可能性就越大。之所以在模型中加入市场收益率的滞后项和超前项是为了控制股票非同步性交易可能带来的偏差^[34]。

(2)基于 $W_{i,z}$ 构造两个测量股价崩盘风险的指标

① 负收益偏态系数(Ncs)

$$Ncs_{i,t} = \frac{-n(n-1)^{\frac{3}{2}} \sum_{z=1}^n W_{i,z}^3}{(n-1)(n-2) \left(\sum_{z=1}^n W_{i,z}^2 \right)^{\frac{3}{2}}} \quad (2)$$

其中, $Ncs_{i,t}$ 为*i*公司第*t*年的负收益偏态系数,其数值越大,代表偏态系数负的程度越严重,即股价崩盘风险越大; n 为*i*公司的年交易周数。

② 收益上下波动比率(Duv)

$$Duv_{i,t} = \log \frac{(n_u - 1) \sum_{down} W_{i,z}^2}{(n_d - 1) \sum_{up} W_{i,z}^2} \quad (3)$$

其中, $Duv_{i,t}$ 为*i*公司第*t*年的收益上下波动比率,为个股股价上涨与下跌波动性的差异,其数值越大,代表收益率分布左偏的程度越大,即股价崩盘风险越大; n_u 为*i*公司的周特定收益率大于当年收益率均值的周数; n_d 为*i*公司的周特定收益率小于当年收益率均值的周数; $down$ 为*i*公司第*t*年中周特定收益率小于当年收益率均值的周; up 为*i*公司第*t*年中周特定收益率大于当年收益率均值的周。

2.2.3 控制变量

借鉴已有研究^[12-13,18,22],本研究控制公司规模、财务杠杆、是否亏损、第一大股东持股比例、市账比、股票换手率、股票年度平均周收益率、股票年度周收益率的标准差、信息透明度和当期股票负收益偏态系数的影响。此外,在控制公司个体固定效应的同时,还控制年份和行业固定效应。主要变量的具体

定义和测量方法见表1。

表1 变量定义
Table 1 Variables Definition

变量	定义和测量
Ncs_{t+1}	第(t+1)年的公司股票负收益偏态系数,具体算法见(2)式
Duw_{t+1}	第(t+1)年的公司股票收益上下波动的比率,具体算法见(3)式
Hsd_t	高送转哑变量,送股比例与转增比例之和超过原有股份规模的0.5倍取值为1,否则取值为0
Ana_t	分析师跟踪,当年公司被分析师跟踪取值为1,否则取值为0
Siz_t	公司规模,公司总资产的自然对数
Lev_t	财务杠杆,代表公司负债水平,公司总负债与总资产的比值
Los_t	是否亏损,净利润小于0取值为1,否则取值为0
$Top1_t$	第一大股东持股比例
MB_t	市账比,衡量上市公司成长性
Tur_t	股票换手率
Ret_t	股票年度平均周收益率,公司周收益率的年度平均值,周收益率由(1)式得到
Sig_t	股票年度周收益率的标准差,表示股价的波动性
Abs_t	信息透明度,利用业绩调整后的操控性应计利润的绝对值测量,其值越大,透明度越低
Ncs_t	第t年的公司股票负收益偏态系数

2.3 模型构建

在回归分析前,本研究采用Vuong检验法对采用何种模型进行判定。Vuong检验的结果表明,个体固定效应模型比混合回归模型更适合解释高送转公司的股价崩盘效应, $p < 0.001$,故本研究采用固定效应模型进行回归检验。本研究构建固定效应模型检验 H_1 ,即

$$CraRis_{i,t+1} = \alpha_0 + \alpha_1 Hsd_{i,t} + \alpha_2 Siz_{i,t} + \alpha_3 Lev_{i,t} + \alpha_4 Los_{i,t} + \alpha_5 Top1_{i,t} + \alpha_6 MB_{i,t} + \alpha_7 Tur_{i,t} + \alpha_8 Ret_{i,t} + \alpha_9 Sig_{i,t} + \alpha_{10} Abs_{i,t} + \alpha_{11} Ncs_{i,t} + Yea + Ind + \gamma_i + \varepsilon_{i,t} \quad (4)$$

本研究构建固定效应模型检验 H_2 ,即

$$CraRis_{i,t+1} = \alpha_0^2 + \alpha_1^2 Hsd_{i,t} + \alpha_2^2 Ana_{i,t} + \alpha_3^2 Hsd_{i,t} \cdot Ana_{i,t} + \alpha_4^2 Siz_{i,t} + \alpha_5^2 Lev_{i,t} + \alpha_6^2 Los_{i,t} + \alpha_7^2 Top1_{i,t} + \alpha_8^2 MB_{i,t} + \alpha_9^2 Tur_{i,t} + \alpha_{10}^2 Ret_{i,t} + \alpha_{11}^2 Sig_{i,t} + \alpha_{12}^2 Abs_{i,t} + \alpha_{13}^2 Ncs_{i,t} + Yea + Ind + \gamma_i^2 + \varepsilon_{i,t}^2 \quad (5)$$

其中, $CraRis$ 为两个股价崩盘风险指标; Yea 为年份固定效应; Ind 为行业固定效应; γ_i 为公司固定效应,用来捕捉不随时间变化的遗漏变量; α_0^1 和 α_0^2 为截距; α_1^1

和 α_1^2 为回归系数; $\varepsilon_{i,t}^1$ 和 $\varepsilon_{i,t}^2$ 为残差。此外,由于横截面上公司特征不同,可能存在不随时间变化但随个体变化的遗漏变量,这会极大干扰本研究的回归结果,而本研究采用个体固定效应模型,可以缓解潜在的遗漏变量等内生性问题。

3 实证结果分析和讨论

3.1 变量的描述性统计结果

表2给出变量的描述性统计结果。由表2可知,报告期内进行高送转的公司占到样本总量的13%。两个未来股价崩盘风险指标的均值分别为0.612和0.696,标准差分别为0.864和0.819,说明两个指标在样本中存在较大差异,不同公司面临的股价崩盘风险差异明显。 Ana 的均值为0.723,标准差为0.448,说明样本中大多数公司存在分析师跟踪,但存在一定差异。其他变量在Winsorize缩尾处理后的描述性统计分布均在合理范围内。

表2 描述性统计结果

Table 2 Results for Descriptive Statistics

变量	均值	中位数	标准差	最小值	最大值
Ncs_{t+1}	0.612	0.699	0.864	-2.060	2.445
Duw_{t+1}	0.696	0.688	0.819	-1.392	2.592
Hsd_t	0.130	0	0.337	0	1
Ana_t	0.723	1	0.448	0	1
Siz_t	21.690	21.540	1.231	19.080	25.650
Lev_t	0.473	0.482	0.221	0.048	1.141
Los_t	0.096	0	0.294	0	1
$Top1_t$	36.720	34.860	15.400	9.013	75
MB_t	2.237	1.521	2.434	-1.048	17.550
Tur_t	793	6763.700	484	148	2615
Ret_t	-0.017	-0.018	0.007	-0.037	0.008
Sig_t	0.052	0.049	0.017	0.022	0.121
Abs_t	0.069	0.049	0.068	0.0007	0.350
Ncs_t	0.711	0.812	0.867	-2.060	2.445

注:样本量为14379。

3.2 差异检验

表3给出高送转样本与未高送转样本的公司特征是否存在显著差异的检验结果,可以发现高送转样本的公司规模、杠杆比率、是否亏损等显著低于未高送转样本,但高送转样本的信息透明度却显著高于未高送转样本。从市场指标上看,高送转公司股票的换手率和波动性显著高于未高送转的公司。本研究控制这些变量可能对研究结论产生的影响,并进一步采用PSM配对法控制这些差异的影响。

表3 差异检验结果

Table 3 Results for Difference Tests

变量	高送转	未高送转	差异
	均值	均值	
Siz_t	21.537	21.717	-0.180***
Lev_t	0.369	0.489	-0.119***
Los_t	0.012	0.108	-0.096***
$Top1_t$	36.362	36.771	-0.409
MB_t	2.094	2.259	-0.165***
Tur_t	900.424	776.869	123.555***
Ret_t	-0.015	-0.018	0.003***
Sig_t	0.053	0.051	0.002***
Abs_t	0.081	0.067	0.014***

注：高送转的样本量为1 875，未高送转的样本量为12 504；***为在1%的水平上显著，下同。

3.3 假设检验

3.3.1 检验H₁

在回归分析前，先对高送转的崩盘效应作趋势分析，见图1。图1中0~1阶段为高送转实施当年，1~2阶段为高送转实施后1年，2~3阶段为高送转实施后第2年。本研究发现在高送转实施当年，公司的股价崩盘风险呈下降趋势，这与高送转行情相符。而在实施后1年，公司的股价崩盘风险呈现大幅上升，与本研究预期相符，初步验证H₁。此外，在未高送转公司的趋势分析中，本研究发现曲线较为平缓，没有发现未来股价崩盘风险大幅上升的证据。

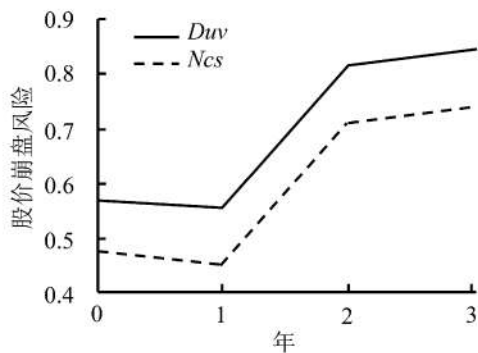
表4给出高送转与未来股价崩盘风险的回归结果，第2列和第4列以 Ncs_{t+1} 为因变量，第3列和第5列以 Duv_{t+1} 为因变量。表4第2列为未加入控制变量的回归结果，高送转与 Ncs_{t+1} 之间的回归系数为0.110，在1%的水平上显著；第4列为加入控制变量后的回归结果，高送转与未来股价崩盘风险之间的回归系数依然在1%的水平上显著为正。当采用 Duv_{t+1} 测量

表4 高送转与未来股价崩盘风险

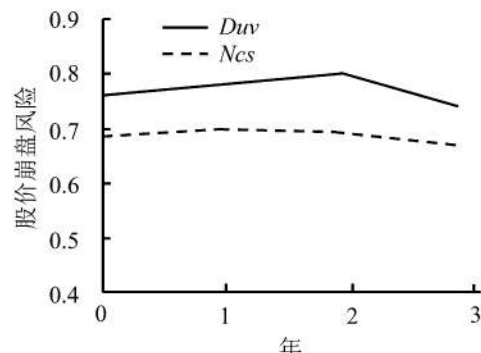
Table 4 High Stock Dividend and Future Stock Price Crash Risk

变量	Ncs_{t+1}	Duv_{t+1}	Ncs_{t+1}	Duv_{t+1}
Hsd_t	0.110*** (4.747)	0.101*** (4.544)	0.100*** (4.294)	0.087*** (3.915)
Siz_t			0.173*** (7.454)	0.212*** (9.786)
Lev_t			-0.271*** (-3.266)	-0.354*** (-4.557)
Los_t			0.099*** (3.397)	0.100*** (3.727)
$Top1_t$			-0.004*** (-3.064)	-0.004*** (-3.493)
MB_t			0.027*** (5.834)	0.030*** (6.528)
Tur_t			0.00005* (1.950)	0.00004* (1.733)
Ret_t			-3.758*** (-2.769)	-3.026** (-2.343)
Sig_t			0.558 (0.739)	1.751** (2.470)
Abs_t			0.231* (1.865)	0.142 (1.228)
Ncs_t			-0.116*** (-9.109)	-0.093*** (-7.850)
截距项	0.549*** (4.355)	0.519*** (4.060)	-2.868*** (-5.909)	-3.757*** (-8.345)
行业/年份	控制	控制	控制	控制
个体效应	控制	控制	控制	控制
样本量	14 379	14 379	14 379	14 379
组内R ²	0.057	0.088	0.077	0.110

注：**为在5%水平上显著，*为在10%水平上显著；统计检验时的t值经过聚类稳健性修正，括号内数据为t值。下同。



(a) 高送转公司



(b) 未高送转公司

图1 高送转公司和未高送转公司的崩盘效应趋势

Figure 1 Crash Effect Trends of High Stock Dividend Firms and Ordinary Stock Dividend Firms

未来股价崩盘风险时,结论一致。 H_1 得到验证。说明高送转不仅没有降低上市公司的股价崩盘风险,反而增加了股价未来暴跌的可能。所谓的高送转行情并不是可持续的,上市公司采用高送转来拉升股价不是“一劳永逸”,而是“饮鸩止渴”。

在控制变量方面, Siz_t 、 Los_t 和 MB_t 均与未来股价崩盘风险显著正相关;当 Duv_{t+1} 为因变量时, Sig_t 与未来股价崩盘风险在5%的水平上显著正相关。 Lev_t 、 $Top1_t$ 和 Ret_t 与未来股价崩盘风险显著负相关,与已有研究结论一致^[12-13,18,21,32],表明本研究结果具有较高的可靠性。

3.3.2 检验 H_2

本研究将分析师跟踪与高送转的交互项引入模型,表5给出分析师作用的回归结果。由表5可知,当采用 Ncs_{t+1} 作为股价崩盘风险指标时,高送转与分析师跟踪交互项系数为-0.140,在5%的水平上显著,加入其他控制变量之后,结果保持不变。当因变量为 Duv_{t+1} 时,交互项的系数依然显著为负。以上结果均表明,在高送转行为诱发未来股价暴跌风险的关系中,证券分析师跟踪能够起到一定的缓解作用。分析师通过自己的专业能力向市场释放关于高送转公司的相关信息,使投资者对公司高送转行为有进一步的认识,投资者与公司间的信息不对称程度降低,管理层隐藏的坏消息也更可能被投资者识别,进而缓解高送转诱发的未来股价暴跌风险。 H_2 得到验证。

表5 高送转、分析师跟踪与未来股价崩盘风险
Table 5 High Stock Dividend, Analysts Following and Future Stock Price Crash Risk

变量	Ncs_{t+1}	Duv_{t+1}	Ncs_{t+1}	Duv_{t+1}
Hsd_t	0.229*** (3.520)	0.197*** (3.173)	0.223*** (3.431)	0.183*** (2.937)
Ana_t	0.089*** (3.675)	0.108*** (4.848)	0.070*** (3.961)	0.085*** (3.828)
$Hsd_t \cdot Ana_t$	-0.140** (-2.010)	-0.116* (-1.746)	-0.142** (-2.046)	-0.111* (-1.683)
控制变量	无	无	控制	控制
行业/年份	控制	控制	控制	控制
个体效应	控制	控制	控制	控制
样本量	14 379	14 379	14 379	14 379
组内 R^2	0.059	0.090	0.078	0.111

3.4 内生性问题的处理

本研究结果可能受到内生性问题的干扰,因此采取以下措施缓解内生性问题。

(1)本研究中所有回归的因变量采用提前1期的设定,在一定程度上缓解了互为因果的内生性对研究结果的影响。

(2)本研究采用既考虑个体固定效应、又考虑时

间固定效应的双向固定效应模型,不仅能解决不随时间变化、但随个体变化的遗漏变量问题,还解决了不随个体变化、但随时间变化的遗漏变量问题,缓解了遗漏变量对研究结论的影响。

(3)股票送转的公司与未送转公司之间本身可能存在系统性的差异,这种系统差异可能会干扰本研究的回归结果。为缓解这一问题,本研究选择倾向得分匹配(PSM)中的最近邻匹配对送转样本与未送转样本进行1:1配对,由于样本解释变量与被解释变量前后1期的设定,以及部分参与回归的控制变量存在缺失值,最终得到2 823个配对后参与回归的样本,然后再进行主检验。参考谢德仁等^[13]的研究,本研究按照公司规模、盈利能力、负债水平、第一大股东持股比例、股票换手率、行业等因素进行一一配对。倾向得分匹配对后的回归结果见表6,结果表明配对处理后结果不变。

(4)由于配合内部人减持等动机的存在,上市公司高送转行为并非随机分配,而是具有自选择的特性,在排除其他干扰因素后,统计结果显示减持动机高送转约占高送转总样本的10%。本研究进一步采用Heckman两阶段模型来缓解高送转动机以及其他无法观察因素的影响。第1阶段构建上市公司高送转的Probit估计方程,参考谢德仁等^[13]的研究,包括是否伴随减持、是否存在定增、前1期的公司规模、净资产收益率、营业收入增长率、送转能力、机构持股比例、第一大股东持股比例以及年份和行业等,进而估算逆米尔斯比率(Imr);第2阶段将逆米尔斯比率作为控制变量加入主回归中,由于上一步骤计算的逆米尔斯比率值存在部分缺失,故本阶段参与回归的观测值为13 834。回归结果见表6,结果表明在排除高送转动机以及其他无法观察因素的影响后,本研究结果依然十分稳健。

表6 PSM和Heckman检验结果

Table 6 Test Results for PSM and Heckman

变量	PSM		Heckman 第2阶段	
	Ncs_{t+1}	Duv_{t+1}	Ncs_{t+1}	Duv_{t+1}
Hsd_t	0.134*** (2.720)	0.137*** (3.014)	0.083*** (3.308)	0.069*** (2.857)
Imr_t			-0.051 (-1.643)	-0.053* (-1.834)
控制变量	控制	控制	控制	控制
行业/年份	控制	控制	控制	控制
个体效应	控制	控制	控制	控制
样本量	2 823	2 823	13 834	13 834
组内 R^2	0.129	0.158	0.077	0.110

4 进一步探讨和研究

4.1 公司基本面的影响

公司基本面会影响高送转与未来股价崩盘风险

间的关系,故本研究从估值风险和送转能力这两个基本面角度进一步探究高送转的未来股价崩盘效应。

4.1.1 估值风险的影响

中国上市公司高送转的门槛和操作成本很低,一般公司都具备高送转的基本条件^[13]。对于业绩和发展潜力良好的公司来说,高送转的目的可能是为了实现股本扩张,使公司做大做强。但一些业绩不佳、估值风险较高的公司也在进行高送转,这类公司高送转的目的可能并不是那么单纯。投资者对这两类公司高送转行为的反应可能存在差异。为此,本研究引入高送转与市盈率(PE_t)的交互项。NPVG0模型说明市盈率是一个反映风险和收益的综合指标^[35],市盈率越高,代表公司估值风险越大。表7给出市盈率的调节效应检验结果,由于估值风险指标存在少量缺失值,故导致最终参与回归的样本为14 375个观测值。结果表明高送转与市盈率交互项的回归系数均为正,且至少在5%水平上显著。这表明市场对估值风险较低公司的高送转行为反应更温和,即相对于估值风险较低的公司,高送转对于估值风险较高的公司来说更是一种“饮鸩止渴”式毒药,其未来股价崩盘风险会更大。

表7 高送转、估值风险与未来股价崩盘风险
Table 7 High Stock Dividend, Valuation Risk and Future Stock Price Crash Risk

变量	Ncs_{t+1}	Duv_{t+1}	Ncs_{t+1}	Duv_{t+1}
Hsd_t	0.092*** (3.788)	0.085*** (3.602)	0.080*** (3.265)	0.069*** (2.907)
PE_t	-0.00003 (-0.666)	-0.00003 (-0.835)	-0.00001 (-0.236)	-0.00002 (-0.400)
$Hsd_t \cdot PE_t$	0.0004** (2.422)	0.0004** (1.969)	0.0004*** (2.741)	0.0004** (2.239)
控制变量	无	无	控制	控制
行业/年份	控制	控制	控制	控制
个体效应	控制	控制	控制	控制
样本量	14 375	14 375	14 375	14 375
组内 R^2	0.058	0.088	0.077	0.110

4.1.2 送转能力的影响

对于具备较高送转能力的公司而言,市场对其送转行为的反应会更温和。本研究引入高送转与公司送转能力(SD_abi)的交互项,由于高送转为送红股与资本公积金转增股本之和,因此用每股未分配利润与每股资本公积金之和代表上市公司的送股能力,该值越大,即送转力越强。表8给出送转能力的调节效应检验结果,由于计算送转能力存在缺失值,故参与回归的样本也相应减少,最终得到14 318个观测值。由表8可知,当采用 Duv_{t+1} 作为股价崩盘风险指标

时,交互项的系数分别为-0.035和-0.033,且至少在5%水平上显著。当采用 Ncs_{t+1} 作为股价崩盘风险指标时,交互项系数依然为负,显著性水平降低,甚至不显著。这些发现说明公司实际送转能力在高送转与未来股价暴跌风险之间起调节作用,表明市场对于实际送转能力较弱公司的高送转行为反应更强烈,实际送转能力较弱或者不具备送转能力公司的高送转行为会更加加剧未来股价暴跌的可能,这对投资者而言无疑是一颗潜在的长期毒药。

综上,本研究认为较好的公司基本面能够缓解高送转与未来股价崩盘风险间的正相关关系。

表8 高送转、送转能力与未来股价崩盘风险
Table 8 High Stock Dividend, Split Capacity and Future Stock Price Crash Risk

变量	Ncs_{t+1}	Duv_{t+1}	Ncs_{t+1}	Duv_{t+1}
Hsd_t	0.166*** (4.126)	0.193*** (4.931)	0.153*** (3.813)	0.172*** (4.402)
SD_abi_t	0.007 (0.932)	0.014* (1.939)	0.004 (0.549)	0.009 (1.178)
$Hsd_t \cdot SD_abi_t$	-0.022* (-1.643)	-0.035*** (-2.652)	-0.021 (-1.626)	-0.033** (-2.544)
控制变量	无	无	控制	控制
行业/年份	控制	控制	控制	控制
个体效应	控制	控制	控制	控制
样本量	14 318	14 318	14 318	14 318
组内 R^2	0.058	0.089	0.077	0.111

4.2 外部市场态势的影响

股票价格不仅反映公司的业绩,而且反映宏观经济及政策的变化^[36]。研究表明中国金融市场存在明显的结构性动态变化,可以将市场分为牛市和熊市^[37]。由于中国股票市场长期存在强市恒强、弱市恒弱的现象,因此不同外部市场态势下高送转对股价崩盘风险的影响可能不同。投资者情绪会影响市场反应^[38],当股票市场为牛市时,投资者情绪高涨,此时的利空常被认为是价格的偶然变化,并不会产生价格反向变化的预期^[39],高送转的效果更强。而当市场为熊市时,投资者情绪低落,对利空的反映会更为强烈,此时高送转的效果可能会大打折扣。因此,本研究预计牛市时高送转的作用更加明显,管理层隐藏坏消息的动机会增强,进而增加未来股价崩盘风险。参考许年行等^[32]的研究,根据上证综合指数的历年走势,采用波峰波谷判定法划分牛熊市,牛市阶段主要有2005年至2007年、2009年、2014年和2015年,其余年份为熊市。同时参考易志高等^[40]和鹿坪等^[41]的研究,采用主成分分析法,基于封闭式基金折价、IPO数量、上市首日收益、消费者信息指数和新增投资者开户数等,构建中国股票市场投资者

表9 高送转、牛熊市和投资者情绪与未来股价崩盘风险

Table 9 High Stock Dividend, Bull/Bear Market, Investor Sentiment and Future Stock Price Crash Risk

变量	牛市		熊市		高投资者情绪组		低投资者情绪组	
	Ncs_{i+1}	Duv_{i+1}	Ncs_{i+1}	Duv_{i+1}	Ncs_{i+1}	Duv_{i+1}	Ncs_{i+1}	Duv_{i+1}
Hsd_i	0.124** (2.438)	0.116** (2.439)	0.046 (1.471)	0.048 (1.575)	0.227*** (4.500)	0.228*** (4.536)	0.022 (0.673)	0.019 (0.615)
控制变量	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制
行业	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制
年份					控制	控制	控制	控制
个体效应	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制
样本量	5 828	5 828	8 551	8 551	5 238	5 238	9 141	9 141
组内 R^2	0.028	0.039	0.051	0.052	0.087	0.133	0.023	0.035

情绪的综合指标。为检验不同外部市场态势下高送转的未来股价崩盘效应是否存在差异,分别按照牛熊市和投资者情绪的高低分组,高于样本均值的为高投资者情绪组,低于样本均值的为低投资者情绪组。回归结果见表9,当市场为牛市、投资者情绪较高时,高送转带来的未来股价崩盘效应更显著。

4.3 投资者注意力的影响

有研究表明,注意力驱动交易行为^[42]。价格压力假说认为在关注驱动下,投资者倾向于频繁购买其付出更多关注的股票^[43]。由于投资者普遍存在对低股价的非理性偏好,因此对于投资者关注较高的股票,非理性偏好的效果得到集聚和扩大。管理层迎合投资者非理性偏好的动机和行为效果也更容易在这类股票中得以加强,高送转的效果会更强。而对于投资者关注较低的股票,较少的注意力难以驱动投资者的投资决策行为,非理性偏好的效果以及管理层的迎合行为也得到弱化。因此,高送转的未来股价崩盘效应会在投资者注意力高时更加明显。参考已有研究,本研究采用样本年度内的平均月换手率测量投资者注意力,为检验不同投资者注意力的情况下高送转的未来股价崩盘效应是否存在差异,将样本分为投资者注意力高低两组,高于样本均值的为高投资者注意力组,低于样本均值的为低投资者注意力组。回归结果见表10,由于投资者注意力指标存在一定的缺失,导致两组参与回归的样本总数相应减少。由表10可知,当投资者注意力较高时,高送转与未来股价崩盘风险间的正相关关系更显著。进一步地,本研究采用股票月交易量的平均值测量投资者注意力,月交易量为1个月内该股票交易的数量除以月末流通股股数,回归结果保持不变。

4.4 高送转前后股价崩盘风险的变化

为使研究结果更加稳健,本研究进一步检验上市公司高送转前后股价崩盘风险的变化。借鉴BERTRAND et al.^[44]和谢德仁等^[13]的方法,为了减少模型噪音的干扰,本研究仅选择样本期间上市公司只进行过1次高送转行为的公司为研究样本,最终得到4 261个观测值。本研究采取以下模型进行检验,即

表10 高送转、投资者注意力与未来股价崩盘风险

Table 10 High Stock Dividend, Investor Attention and Future Stock Price Crash Risk

变量	高投资者注意力		低投资者注意力	
	Ncs_{i+1}	Duv_{i+1}	Ncs_{i+1}	Duv_{i+1}
Hsd_i	0.128*** (3.187)	0.115*** (3.071)	0.044 (1.346)	0.040 (1.256)
控制变量	控制	控制	控制	控制
行业/年份	控制	控制	控制	控制
个体效应	控制	控制	控制	控制
样本量	6 074	6 074	8 294	8 294
组内 R^2	0.086	0.128	0.089	0.120

$$CraRis_{i,t+1} = \varphi_0 + \varphi_1 Aft_{i,t} + \varphi_2 Siz_{i,t} + \varphi_3 Lev_{i,t} + \varphi_4 Los_{i,t} + \varphi_5 Top1_{i,t} + \varphi_6 MB_{i,t} + \varphi_7 Tur_{i,t} + \varphi_8 Ret_{i,t} + \varphi_9 Sig_{i,t} + \varphi_{10} Abs_{i,t} + \varphi_{11} Ncs_{i,t} + Year + Ind + \gamma_i^3 + \eta_{i,t} \quad (6)$$

其中, Aft 为高送转后,上市公司高送转行为发生后该变量取值为1,其他时间取值为0; φ_0 为截距; $\varphi_1 \sim \varphi_{11}$ 为回归系数; $\eta_{i,t}$ 为残差。 Aft 的系数反映了上市公司高送转前后股价崩盘风险的变化,如果 Aft 的系数显著为正,说明相对于高送转前上市公司高送转后的股价暴跌风险显著提高。(6)式的回归结果见表11,在未加入控制变量的模型中, Aft 的系数显著为正,加入控制变量的结果保持不变,符合本研究的预期。

4.5 普通送转、高送转与未来股价崩盘风险

二级市场更倾向于使用高送转,它是中国资本市场多年经久不衰的炒作现象。相对于具有较高话题炒作度的高送转,上市公司的普通送转行为却难以激发市场较多兴趣。因此,二者对于崩盘风险的影响可能会存在一定差异。为检验普通送转与高送转对股价崩盘风险的影响是否存在差异,本研究构建模型,即

$$CraRis_{i,t+1} = \phi_0 + \phi_1 SD_{i,t} + \phi_2 Hsd_{i,t} + \phi_3 Siz_{i,t} + \phi_4 Lev_{i,t} +$$

$$\begin{aligned} &\phi_5 Los_{i,t} + \phi_6 Top1_{i,t} + \phi_7 MB_{i,t} + \phi_8 Tur_{i,t} + \\ &\phi_9 Ret_{i,t} + \phi_{10} Sig_{i,t} + \phi_{11} Abs_{i,t} + \phi_{12} Ncs_{i,t} + \\ &Year + Ind + \gamma_i^4 + \zeta_{i,t} \end{aligned} \quad (7)$$

其中, SD 为普通送转, 当上市公司送股比例与转增比例之和大于 0 小于等于原有股份规模的 0.5 倍时取值为 1, 否则取值为 0; ϕ_0 为截距; $\phi_1 \sim \phi_{12}$ 为回归系数; $\zeta_{i,t}$ 为残差。本研究主要比较 SD 与 Hsd 在不同模型中回归系数的差异, 比较结果见表 12。由表 12 可知, SD 的系数为正, 但均不显著, 而 Hsd 的系数不仅为正, 且均在 1% 水平上显著, 差异检验的结果也显示高送转的回归系数值显著大于普通送转的系数, F 值分别为 3.941 和 2.583。综合来看, 普通送转并没有带来未来股价崩盘风险的增加, 说明普通送转是在公司力所能及的范围内回馈股东、扩张股本的合理手段。而高送转则不然, 其背后的动因以及管理层迎合动机的存在使市场中坏消息与好消息的分布极不对称, 进而增加了未来股价崩盘风险。这也从侧面印证了高送转不是公司拉升股价的良药, 并非“一劳永逸”,

表 11 高送转前后股价崩盘风险的变化
Table 11 Variation of Stock Price Crash Risk Before and After High Stock Dividend

变量	$Ncs_{i,t+1}$	$Duv_{i,t+1}$	$Ncs_{i,t+1}$	$Duv_{i,t+1}$
$Aft_{i,t}$	0.144*** (4.555)	0.130*** (4.529)	0.097*** (2.993)	0.081*** (2.749)
控制变量	无	无	控制	控制
行业/年份	控制	控制	控制	控制
个体效应	控制	控制	控制	控制
样本量	4 261	4 261	4 261	4 261
调整的 R^2	0.055	0.086	0.065	0.099

表 12 普通送转与高送转的比较
Table 12 Comparison between Ordinary and High Stock Dividend

变量	$Ncs_{i,t+1}$	$Duv_{i,t+1}$
$SD_{i,t}$	0.030 (0.953)	0.036 (1.216)
$Hsd_{i,t}$	0.104*** (4.401)	0.091*** (4.061)
控制变量	控制	控制
行业/年份	控制	控制
个体效应	控制	控制
样本量	14 379	14 379
组内 R^2	0.077	0.110
F 统计值: $Hsd_{i,t} > SD_{i,t}$	3.941**	2.583*

而是“饮鸩止渴”。

5 稳健性检验

5.1 排除更多因素对本研究结果的影响

谢德仁等^[13]的研究表明高送转是内部人减持的“谋定后动”, 胡聪慧等^[26]发现上市公司实行高送转实则是为定增铺路, 这些因素可能会对本研究结果产生影响。另外, 有研究发现机构投资者持股和融资融券机制会对股价崩盘风险产生影响。因此, 为排除这类因素的影响, 本研究进一步将机构持股比例 (Ins_t)、是否存在定增 (Seo_t)、高送转是否伴随减持 (Sel_t) 和是否融资融券标的 (Mar_Tra_t) 等变量加入回归模型, 回归结果见表 13, 结果不变。由于新加入的控制变量存在缺失值, 导致最终样本减少到 13 888。

表 13 稳健性检验: 加入更多控制变量
Table 13 Robustness Tests: More Control Variables Included

变量	$Ncs_{i,t+1}$	$Duv_{i,t+1}$
$Hsd_{i,t}$	0.093*** (3.864)	0.078*** (3.370)
Ins_t	-0.0002 (-0.358)	-0.0002 (-0.325)
Seo_t	0.026 (1.173)	0.036* (1.721)
Sel_t	0.071** (2.449)	0.093*** (3.433)
Mar_Tra_t	0.136*** (4.052)	0.177*** (5.596)
控制变量	控制	控制
行业/年份	控制	控制
个体效应	控制	控制
样本量	13 888	13 888
组内 R^2	0.078	0.114

5.2 替换分析师跟踪的测量指标

首先, 本研究采用分析师跟踪人数的高低来验证 H_2 , 检验结果不变。其次, 将是否被明星分析师跟踪代入回归模型, 回归结果依然不变。具体检验结果见表 14, 因明星分析师存在缺失值, 故参与回归的样本量为 10 104。

5.3 不同板块的影响

考虑到不同板块对高送转的定义存在差异, 如中小板的定义为每 10 股送转 8 股, 创业板为每 10 股送转 10 股, 因此本研究按不同板块的定义, 将样本分成主板、中小板、创业板 3 组分别检验高送转与未来股价崩盘风险的关系, 回归结果见表 15。由表 15 可知, 板块差异对本研究结果不存在干扰, 高送转的未来股价崩盘效应在不同板块均显著存在。

表 14 稳健性检验: 替换分析师跟踪的指标

变量	分析师跟踪人数		明星分析师跟踪	
	Ncs_{i+1}	Duv_{i+1}	Ncs_{i+1}	Duv_{i+1}
Hsd_i	0.174*** (3.553)	0.169*** (3.607)	0.247*** (3.504)	0.203*** (3.087)
Ana_i	0.089*** (3.749)	0.104*** (4.617)	0.078** (2.087)	0.104*** (2.984)
$Hsd_i \cdot Ana_i$	-0.098* (-1.778)	-0.108** (-2.050)	-0.165** (-2.147)	-0.134* (-1.864)
控制变量	控制	控制	控制	控制
行业/年份	控制	控制	控制	控制
个体效应	控制	控制	控制	控制
样本量	14 379	14 379	10 104	10 104
组内 R^2	0.078	0.112	0.086	0.115

5.4 其他稳健性测试

(1) 改变高送转定义。由于资本市场对不同程度的高送转反应强度不同, 高送转事件的选择就显得非常关键。高送转强度越大, 对股价的冲击也会越大^[7]。参考李心丹等^[7]和谢德仁等^[13]的研究, 本研究选择10送转10及以上作为高送转事件, 重复本研究的主要回归, 回归结果不变。另外, 采用送转比例测量高送转, 重复本研究的回归, 回归结果依然不变。

(2) 采用股价崩盘风险哑变量 (Cra)。参考罗进辉等^[45]的研究, 构建股价崩盘风险哑变量, 公式为

$$W_{i,z} \leq Ave(W_{i,z}) - 3.09\delta_{i,t} \quad (8)$$

其中, $Ave(W_{i,z})$ 为 i 公司在第 z 周的周特定收益率的年均值; $\delta_{i,t}$ 为 i 公司第 t 年的周特定收益率的年标准差, 3.09 个标准差对应标准正态分布下 0.1% 的概率区

间。如果每年 i 公司的特定周收益率至少满足 (8) 式 1 次, 说明该公司在当年发生股价崩盘事件, 此时 Cra 取值为 1, 否则取值为 0。当 Cra 作为被解释变量时, 本研究采用固定效应 logit 回归模型检验本研究假设, 回归结果与上文一致。

(3) 将行业因素引入计算股价崩盘风险指标的过程中。KIM et al.^[12,18]和许年行等^[32]在计算个股周特定收益率时没有考虑行业因素的影响, 而在中国资本市场中不同行业板块的收益率可能存在很大差异。因此, 在稳健性检验中, 本研究将行业因素引入模型 (1) 式重新计算 $W_{i,t}$ 以及两个股价崩盘风险指标, 发现本研究主要结论不变。

6 结论

本研究拓展了高送转领域的研究, 借用行为金融框架下的迎合理论, 从股价崩盘风险这一视角, 对高送转是否会损害金融市场运作效率这一问题进行实证检验。研究结果表明, 高送转与未来股价崩盘风险显著正相关。在采用 PSM 配对法和 Heckman 两步法缓解可能的内生性问题后, 结论依然稳健。证券分析师是连接公司与外部投资者的重要桥梁, 分析师能够缓解高送转行为诱发的股价崩盘风险。进一步的研究还发现, 当公司的基本面表现较差、市场处于牛市、投资者注意力较高时, 高送转对未来股价崩盘风险的诱发效应更明显, 这些均从侧面印证了高送转行为引发了未来股价暴跌的可能, 滥用高送转会严重损害资本市场效率。本研究结果表明, 管理层会利用投资者的非理性偏好来炒作高送转, 虽然刺激了股价短期上涨, 但当坏消息累积到临界点而爆发到市场中时, 股价泡沫破裂, 崩盘风险提高, 使中小投资者利益在高送转游戏中受到极大损害。

本研究结论对投资者和监管部门均具有重要意义。对投资者而言, 本研究结论有助于投资者甄别风险高的高送转公司, 不盲目追逐高送转股票, 优化投资组合, 进而实现理性价值投资。对于监管部门,

表 15 稳健性检验: 不同板块的影响

Table 15 Robustness Tests: Effect of Different Markets

变量	主板		中小板		创业板	
	Ncs_{i+1}	Duv_{i+1}	Ncs_{i+1}	Duv_{i+1}	Ncs_{i+1}	Duv_{i+1}
Hsd_i	0.065** (2.082)	0.054* (1.799)	0.122** (2.298)	0.102** (2.043)	0.181** (2.293)	0.161** (2.138)
控制变量	控制	控制	控制	控制	控制	控制
行业/年份	控制	控制	控制	控制	控制	控制
个体效应	控制	控制	控制	控制	控制	控制
样本量	10 433	10 433	2 995	2 995	951	951
组内 R^2	0.068	0.099	0.178	0.210	0.055	0.078

应修订与高送转相关的政策制度,增大企业滥用高送转的成本,如规定公司每股收益低于一定比例的不得高送转,同时制定相关政策要求公司对高送转做出明确解释,打击内幕交易,保护投资者利益。

本研究也存在一定不足。中国股票市场散户较多,在知识与信息获取和处理能力上与专业的机构投资者存在较大差距,因此二者对高送转的反应也存在一定差异。后续研究可在获取散户和机构投资者各自交易数据的基础上,进一步对二者的反应和行动进行甄别和分析。

参考文献:

- [1] 谢德仁,崔宸瑜,廖珂.上市公司“高送转”与内部人股票减持:“谋定后动”还是“顺水推舟”?《金融研究》,2016(11):158-173.
XIE Deren, CUI Chenyu, LIAO Ke. Large stock dividends and insiders' shares selling: which one dominates the other?. *Journal of Financial Research*, 2016(11): 158-173. (in Chinese)
- [2] 江轩宇. 税收征管、税收激进与股价崩盘风险.《南开管理评论》,2013,16(5):152-160.
JIANG Xuanyu. Tax enforcement, tax aggressiveness and stock price crash risk. *Nankai Business Review*, 2013, 16(5): 152-160. (in Chinese)
- [3] BRENNAN M J, COPELAND T E. Stock splits, stock prices, and transaction costs. *Journal of Financial Economics*, 1988, 22(1): 83-101.
- [4] LOUIS H, ROBINSON D. Do managers credibly use accruals to signal private information? Evidence from the pricing of discretionary accruals around stock splits. *Journal of Accounting and Economics*, 2005, 39(2): 361-380.
- [5] 朱元琪,刘善存. 股票股利与价值重估:信号、流动性改善还是价格幻觉?.《经济经纬》,2011(3):146-151.
ZHU Yuanqi, LIU Shancun. Revaluation of stock dividends and value: signaling, liquidity improvement or price illusion?. *Economic Survey*, 2011(3): 146-151. (in Chinese)
- [6] 吕长江,许静静. 基于股利变更公告的股利信号效应研究.《南开管理评论》,2010,13(2):90-96.
LYU Changjiang, XU Jingjing. Dividend signaling effect: from the view of dividend change announcement. *Nankai Business Review*, 2010, 13(2): 90-96. (in Chinese)
- [7] 李心丹,俞红海,陆蓉,等. 中国股票市场“高送转”现象研究.《管理世界》,2014(11):133-145.
LI Xindan, YU Honghai, LU Rong, et al. A study of the phenomenon of “the high transfer” in China's stock market. *Management World*, 2014(11): 133-145. (in Chinese)
- [8] 何涛,陈小悦. 中国上市公司送股、转增行为动机初探.《金融研究》,2003(9):44-56.
HE Tao, CHEN Xiaoyue. An analysis on the motivation of the stock dividend and the transfer of reserve to common shares of China's listed firms. *Journal of Financial Research*, 2003(9): 44-56. (in Chinese)
- [9] FERRIS S P, JAYARAMAN N, SABHERWAL S. Catering effects in corporate dividend policy: the international evidence. *Journal of Banking & Finance*, 2009, 33(9): 1730-1738.
- [10] 熊德华,刘力. 股利支付决策与迎合理论:基于中国上市公司的实证研究.《经济科学》,2007(5):89-99.
XIONG Dehua, LIU Li. Dividend payout decision and catering theory: an analysis based on Chinese listed firms. *Economic Science*, 2007(5): 89-99. (in Chinese)
- [11] 辛清泉,孔东民,郝颖. 公司透明度与股价波动性.《金融研究》,2014(10):193-206.
XIN Qingquan, KONG Dongmin, HAO Ying. Transparency and stock return volatility. *Journal of Financial Research*, 2014(10): 193-206. (in Chinese)
- [12] KIM J B, LI Y H, ZHANG L D. Corporate tax avoidance and stock price crash risk: firm-level analysis. *Journal of Financial Economics*, 2011, 100(3): 639-662.
- [13] 谢德仁,郑登津,崔宸瑜. 控股股东股权质押是潜在的“地雷”吗? 基于股价崩盘风险视角的研究.《管理世界》,2016(5):128-140,188.
XIE Deren, ZHENG Dengjin, CUI Chenyu. Is controlling shareholder's share pledge a potential “mine”? *Management World*, 2016(5): 128-140, 188. (in Chinese)
- [14] HUTTON A P, MARCUS A J, TEHRANIAN H. Opaque financial report, R^2 , and crash risk. *Journal of Financial Economics*, 2009, 94(1): 67-86.
- [15] 权小锋,吴世农,尹洪英. 企业社会责任与股价崩盘风险:“价值利器”或“自利工具”?《经济研究》,2015,50(11):49-64.
QUAN Xiaofeng, WU Shinong, YIN Hongying. Corporate social responsibility and stock price crash risk: self-interest tool or value strategy?. *Economic Research Journal*, 2015, 50(11): 49-64. (in Chinese)
- [16] KOTHARI S P, SHU S S, WYSOCKI P D. Do managers withhold bad news?. *Journal of Accounting Research*, 2009, 47(1): 241-276.
- [17] PIOTROSKI J D, WONG T J, ZHANG T Y. Political incentives to suppress negative information: evidence from Chinese listed firms. *Journal of Accounting Research*, 2015, 53(2): 405-459.
- [18] KIM J B, LI Y H, ZHANG L D. CFOs versus CEOs: equity incentives and crashes. *Journal of Financial Economics*, 2011, 101(3): 713-730.
- [19] XU N H, LI X R, YUAN Q B, et al. Excess perks and stock price crash risk: evidence from China. *Journal of Corporate Finance*, 2014, 25: 419-434.
- [20] 许年行,于上尧,伊志宏. 机构投资者羊群行为与股价崩盘风险.《管理世界》,2013(7):31-43.
XU Nianhang, YU Shangyao, YI Zhihong. Institutional investor herding and stock price crash risk. *Management World*, 2013(7): 31-43. (in Chinese)
- [21] 王化成,曹丰,叶康涛. 监督还是掏空:大股东持股比例与股价崩盘风险.《管理世界》,2015(2):45-57,187.
WANG Huacheng, CAO Feng, YE Kangtao. Monitoring or tunneling? The proportion of the proportion held by the big shareholders and the risk of the crash of the stock price. *Management World*, 2015(2): 45-57, 187. (in Chinese)
- [22] 王冲,谢雅璐. 会计稳健性、信息不透明与股价暴跌风险.《管理科学》,2013,26(1):68-79.

- WANG Chong, XIE Yalu. Accounting conservatism, information opacity and stock price crash risk. *Journal of Management Science*, 2013, 26(1): 68-79. (in Chinese)
- [23] BAKER M, GREENWOOD R, WURGLER J. Catering through nominal share prices. *The Journal of Finance*, 2009, 64(6): 2559-2590.
- [24] 罗进辉, 向元高, 金思静. 中国资本市场低价股的溢价之谜. *金融研究*, 2017(1): 191-206.
LUO Jinhui, XIANG Yuangao, JIN Sijing. The puzzle of low price premium effect: evidence from China. *Journal of Financial Research*, 2017(1): 191-206. (in Chinese)
- [25] DEVOS E, ELLIOTT W B, WARR R S. CEO opportunism? Option grants and stock trades around stock splits. *Journal of Accounting and Economics*, 2015, 60(1): 18-35.
- [26] 胡聪慧, 于军. 送转与定向增发: 基于市值管理的视角. *财经研究*, 2016, 42(12): 84-95.
HU Conghui, YU Jun. Stock dividends and private placement: from a perspective of market value management. *Journal of Finance and Economics*, 2016, 42(12): 84-95. (in Chinese)
- [27] 崔宸瑜, 陈运森, 郑登津. 定向增发与股利分配动机异化: 基于“高送转”现象的证据. *会计研究*, 2017(7): 62-68, 97.
CUI Chenyu, CHEN Yunsen, ZHENG Dengjin. Private placement and abnormal corporate payouts: evidence from large stock dividends. *Accounting Research*, 2017(7): 62-68, 97. (in Chinese)
- [28] BAKER M, WURGLER J. A catering theory of dividends. *Journal of Finance*, 2004, 59(3): 1125-1165.
- [29] BAKER M, WURGLER J. Appearing and disappearing dividends: the link to catering incentives. *Journal of Financial Economics*, 2004, 73(2): 271-288.
- [30] 顾小龙, 李天钰, 辛宇. 现金股利、控制权结构与股价崩溃风险. *金融研究*, 2015(7): 152-169.
GU Xiaolong, LI Tianyu, XIN Yu. Cash dividends, control rights structure and stock price crash risk. *Journal of Financial Research*, 2015(7): 152-169. (in Chinese)
- [31] 毛新述, 王斌, 林长泉, 等. 信息发布者与资本市场效率. *经济研究*, 2013, 48(10): 69-81.
MAO Xinshu, WANG Bin, LIN Changquan, et al. Information provider and capital market efficiency. *Economic Research Journal*, 2013, 48(10): 69-81. (in Chinese)
- [32] 许年行, 江轩宇, 伊志宏, 等. 分析师利益冲突、乐观偏差与股价崩盘风险. *经济研究*, 2012, 47(7): 127-140.
XU Nianhang, JIANG Xuanyu, YI Zhihong, et al. Conflicts of interest, analyst optimism and stock price crash risk. *Economic Research Journal*, 2012, 47(7): 127-140. (in Chinese)
- [33] 叶康涛, 曹丰, 王化成. 内部控制信息披露能够降低股价崩盘风险吗?. *金融研究*, 2015(2): 192-206.
YE Kangtao, CAO Feng, WANG Huacheng. Can internal control information disclosure reduce stock price crash risk?. *Journal of Financial Research*, 2015(2): 192-206. (in Chinese)
- [34] DIMSON E. Risk measurement when shares are subject to infrequent trading. *Journal of Financial Economics*, 1979, 7(2): 197-226.
- [35] 陈共荣, 刘冉. 市盈率能否成为投资决策分析的有效指标: 来自中国A股的经验数据. *会计研究*, 2011(9): 9-16, 96.
CHEN Gongrong, LIU Ran. Can PER be effective in investment analysis and decision: data from Chinese A-share stock market. *Accounting Research*, 2011(9): 9-16, 96. (in Chinese)
- [36] 李小荣, 刘行. CEO vs CFO: 性别与股价崩盘风险. *世界经济*, 2012, 35(12): 102-129.
LI Xiaorong, LIU Xing. CEO versus CFO: gender and crash risk. *The Journal of World Economy*, 2012, 35(12): 102-129. (in Chinese)
- [37] 陈志英. 状态变化和学习行为下的最优资产组合选择. *管理科学*, 2013, 26(2): 81-89.
CHEN Zhiying. Optimal portfolio choice under regime-switching and learning behaviors. *Journal of Management Science*, 2013, 26(2): 81-89. (in Chinese)
- [38] 蒋玉梅, 王明照. 投资者情绪、盈余公告与市场反应. *管理科学*, 2010, 23(3): 70-78.
JIANG Yumei, WANG Mingzhao. Investor sentiment, earnings announcement and market response. *Journal of Management Science*, 2010, 23(3): 70-78. (in Chinese)
- [39] 陆蓉, 徐龙炳. “牛市”和“熊市”对信息的不平衡性反应研究. *经济研究*, 2004, 39(3): 65-72.
LU Rong, XU Longbing. The asymmetry information effect on bull and bear stock markets. *Economic Research Journal*, 2004, 39(3): 65-72. (in Chinese)
- [40] 易志高, 茅宁. 中国股市投资者情绪测量研究: CICI的构建. *金融研究*, 2009(11): 174-184.
YI Zhigao, MAO Ning. Research on the measurement of investor sentiment in Chinese stock market: the CICI's construction. *Journal of Financial Research*, 2009(11): 174-184. (in Chinese)
- [41] 鹿坪, 姚海鑫. 机构持股、投资者情绪与应计异象. *管理评论*, 2016, 28(11): 3-15.
LU Ping, YAO Haixin. Institutional ownership, investor sentiment and accrual anomaly. *Management Review*, 2016, 28(11): 3-15. (in Chinese)
- [42] 张继德, 廖微, 张荣武. 普通投资者关注对股市交易的量价影响: 基于百度指数的实证研究. *会计研究*, 2014(8): 52-59.
ZHANG Jide, LIAO Wei, ZHANG Rongwu. The effect of ordinary investors' attention on volume and price of stock market: empirical evidence based on Baidu index. *Accounting Research*, 2014(8): 52-59. (in Chinese)
- [43] 张安宁, 金德环. 牛市和熊市下投资者关注对股票收益影响的非对称性分析. *投资研究*, 2014, 33(10): 132-148.
ZHANG Anning, JIN Dehuan. The asymmetric effect of investor attention on stock returns in Bull and Bear markets. *Review of Investment Studies*, 2014, 33(10): 132-148. (in Chinese)
- [44] BERTRAND M, MULLAINATHAN S. Enjoying the quiet life? Corporate governance and managerial preferences. *Journal of Political Economy*, 2003, 111(5): 1043-1075.

[45] 罗进辉, 杜兴强. 媒体报道、制度环境与股价崩盘风险. *会计研究*, 2014(9):53-59, 97.
LUO Jinhui, DU Xingqiang. Media coverage, institutional en-

vironment and stock price crash risk. *Accounting Research*, 2014(9):53-59, 97. (in Chinese)

“Once for All” or “Quench a Thirst with Poison”? An Empirical Study on High Stock Dividends Issued by Chinese Listed Firms

JIU Lili, LIU Bin, LI Ruitao

Economics and Business Administration, Chongqing University, Chongqing 400045, China

Abstract: While overseas firms prefer issuing cash dividends, China's stock market is characterized by high stock dividends (HSD, hereafter), which is known as the game of numbers and is always accompanied by a dramatic rise in share price. As we know, a sudden booming or collapsing of stock price will retard the healthy development of capital market, and the crash risk associated with collapsing of stock price will bring huge damage to investors' wealth. Therefore, it has significant implications to investigate the potential effects of HSD on future stock price crash risk, which will also further our understanding about operating efficiency of capital market.

Based on the catering theory under the framework of behavioral finance theory, our paper aims to investigate whether and how corporate issuance of high stock dividends influence future stock price crash risk, and whether analysts following plays a moderating role. Furthermore, we explore whether firm fundamentals, external market environment, and investor attention have effects on the association examined above. We use A-share listed firms from year 2006 to 2015 as our research samples. STATA software, independent-sample T test and two-way fixed effect models are employed. Besides, we use Propensity Score Matching (PSM) methodology and Heckman two-stage estimation to mitigate the potential endogeneity issue.

We find that HSD increases the future stock crash risk instead of suppressing it. The underlying explanation is the management catering behavior for the investors' irrational preference for low stock price under the analytical framework of behavioral finance. Moreover, we find that analysts following can mitigate the association between the HSD and crash risk. Additional tests show the effects are more pronounced for firms with bad firm fundamentals (high P/E ratio, and low capacity ability), for firms in bull stock market, and for firms with high investor attention. This suggests that bad firm fundamentals and feverish market speed up the crash effects of HSD. By comparison, we find that normal stock dividends (for every 10 shares of stock owned, less than 5 extra shares are issued) will not increase future crash risk of stock price.

Even though stock price goes up subsequent to high stock dividends, our findings suggest that HSD is not an ideal way for listed firms to pull up stock price without any consequence. In other words, issuing high stock dividends is “to quench a thirst with poison” other than to solve any problem “once for all”. Our paper provides theoretical and empirical evidence for the effects of HSD on capital market and the supervision of regulatory agencies on governing corporate issuance of high stock dividends, has practical implications for both investors and regulators.

Keywords: high stock dividends; stock price crash risk; catering theory; investors' irrational preference; bad news

Received Date: December 27th, 2017 **Accepted Date:** May 15th, 2018

Funded Project: Supported by the National Natural Science Foundation of China (71232004, 71372138)

Biography: JIU Lili is a Ph. D candidate in the Economics and Business Administration at Chongqing University. Her research interests include financial accounting theory and corporate finance. Her representative paper titled “Auditor-client consonance, auditor switch and audit fees” was published in the *Auditing Research* (Issue 2, 2018). E-mail: jll123joliy@163.com

LIU Bin, doctor in management, is a professor in the Economics and Business Administration at Chongqing University. His research interests include financial accounting theory and corporate finance. His representative paper titled “Land resources obtaining, equity investment increase and enterprise overinvestment” was published in the *Nankai Business Review* (Issue 2, 2016). E-mail: drliubin@263.net

LI Ruitao is a Ph. D candidate in the Economics and Business Administration at Chongqing University. His research interests include accounting in capital market and corporate finance. His representative paper titled “Equity pledge of the controlling shareholders and the fraud of listed companies” was published in the *Review of Industrial Economics* (Issue 1, 2018). E-mail: lrtry@163.com □