



经管学术文库

行为股利政策

黄娟娟 著



厦门大学出版社
XIAMEN UNIVERSITY PRESS

国家一级出版社
全国百佳图书出版单位

E c o n o m i c
Management

经管学术文库

行为股利政策

黄娟娟 著



厦门大学出版社
XIAMEN UNIVERSITY PRESS

国家一级出版社
全国百佳图书出版单位

图书在版编目(CIP)数据

行为股利政策/黄娟娟著. —厦门:厦门大学出版社, 2012. 5

(经管学术文库)

ISBN 978-7-5615-4266-8

I. ①行… II. ①黄… III. ①上市公司—企业利润—分配(经济)—研究 IV. ①F276.6

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2012)第 085918 号

厦门大学出版社出版发行

(地址:厦门市软件园二期望海路 39 号 邮编:361008)

<http://www.xmupress.com>

xmup @ xmupress.com

沙县方圆印刷有限公司印刷

2012 年 5 月第 1 版 2012 年 5 月第 1 次印刷

开本:889×1240 1/32 印张:5.75 插页:1

字数:168 千字 印数:1~1 200 册

定价:20.00 元

本书如有印装质量问题请直接寄承印厂调换

自序

股利政策是财务学研究的经典课题之一,也是现代财务理论历经半个多世纪的发展而未能最终解答的研究难题。传统财务学关于股利政策的研究从“有关论”到“无关论”,而后开始逐步放宽 MM 定理的假设,产生了“追随者效应”、“信号传递”和“委托代理”三大理论,但不同的学说各持己见,在揭示了股利政策某方面特征的同时,也留下了许多疑点,迄今为止没有一个理论能够完整地回答所有的“股利之谜”。一方面,财务学家重新审视 MM 定理时发现,传统的股利政策陆续放宽了无税收、信息对称、完美代理人等多项假设,但从未触及理性人假设,忽略了人的行为偏差对股利政策可能产生的影响。Shiller(1984)指出,除非未来的模型考虑了这些影响,否则人们对股利的非理性偏好很难解释;Miller(1986)也认为,在大多数微观决策的蓝图上,行为的因素是非常重要的组成部分,它不应该被忽略,把行为因素引入股利政策的解释有助于解释长期以来的异象。另一方面,股利支付作为资源分配行为,必然存在需求方和供给方。类似追随者效应的传统股利政策都只考虑了股利的需求方,或需求方对支付行为的主观解读,而作为股利提供方的管理者行为背后的主观能动性及其形成原因反而被忽视了。因此,有必要从股利供给方的角度对股利支付进行研究(Baker 和 Wurgler, 2004a)。

近年来,随着实验心理学和行为学的发展,人的行为因素开始被引入财务学领域的研究,行为公司财务的研究逐渐兴起,而从管理者行为的角度研究股利政策也成为当前股利政策研究的前沿课题。

2003年, Gurtler 和 Hartmann 的论文《行为股利政策》首次提出了“行为股利政策”一词, 使之正式登上了股利政策研究的舞台。但遗憾的是, Gurtler 和 Hartmann(2003)虽然在标题这一重要位置提出了“行为股利政策”, 但文中并未对它的内涵和外延进行研究和拓展, 只是指出行为股利政策是行为公司财务的一个组成部分。尽管此后一些有影响的成果(例如 Baker 和 Wurger, 2004a, 2004b; Li 和 Lie, 2005)从行为角度探讨股利政策, 但是这些零散的文献也仅就自身角度进行分析, 迄今为止尚没有文献将它们概括为“行为股利政策”, 或者专门针对“行为股利政策”这一课题展开较为全面和系统的研究, 而且相关实证分析也没有充分展开, 因而经验证据也很少。因此, 本书就以“行为股利政策”为题进行相关研究。

本书研究行为股利政策的另一个原因在于, 笔者发现了一个之前股利政策的研究从未提及的新异象——我国上市公司的股利“群聚”现象。笔者发现, 80%以上的上市公司每股现金股利在 0.2 元以下, 以变异系数表示的股利分散程度只相当于同时期美国上市公司每股现金股利分散程度的 1/3。为何会产生股利“群聚”现象? 笔者认为, 传统股利政策理论无法提出合理的解释, 而引入行为因素则有助于分析这些异象产生的原因(Shefrin 和 Statman, 1984)。因此, 本书通过探讨管理者的行为对公司股利政策的影响, 以“行为股利政策”为工具来解释中国上市公司股利“群聚”现象。

本书的研究内容主要包括文献综述、制度背景分析和经验研究。全书共分为八章, 各章的主要内容如下:

第一章为导论, 介绍本书的研究问题、研究内容、研究框架、研究方法以及主要学术贡献与创新。

第二章对传统股利政策理论的研究文献进行回顾。本章首先回顾了完美市场上股利无关论, 然后介绍了现代股利政策理论如何逐渐放宽 MM 定理的某些假设, 形成了股利的税收、信号和委托代理三大理论, 最后总结和评述传统股利政策理论所面临的挑战。

第三章描述我国上市公司存在的股利“群聚”现象。本章首先提

出股利“群聚”现象,然后指出“群聚”现象存在于各个年度,而且具有行业分布不同的特征。最后通过分析指出,西方传统股利政策理论无法解释我国上市公司的股利“群聚”现象。

第四章是行为股利政策的文献综述。本章首先介绍了行为股利政策理论的产生过程,指出目前行为股利政策可能的两个发展方向为股利迎合理论和股利羊群行为理论。然后,分别从股利迎合理论和管理者羊群行为两个角度进行文献评述,为后续的实证研究提供理论支持。

第五章是股利羊群行为与股利“群聚”现象的实证分析。本章的实证检验分成两个部分,第一部分检验了股利羊群行为是否存在,第二部分检验了股利羊群行为产生的原因是否与声誉有关。

第六章是股利迎合理论与股利“群聚”现象的实证分析。本章的实证检验同样分成两个部分,第一部分检验了我国上市公司管理者支付股利时是否迎合流通股股东的偏好,第二部分检验了管理者支付股利是否迎合了大股东的现金偏好。

第七章是对行为股利政策理论的联合检验。本章采用 Tobit 模型,把管理者股利羊群行为和股利迎合理论放在同一个模型内联合检验,同时考察“是否支付”与“支付水平高低”问题以克服可能存在的样本选择偏差。本章也是对行为股利政策及其对“群聚”现象解释能力的稳健性检验。

第八章是全书的总结,具体包括研究的主要结论与启示,研究的局限性及未来的研究方向。

本书的主要研究结论如下:

第一,管理者的股利羊群行为可以解释我国上市公司股利“群聚”现象,一方面,管理者在决定股利支付水平时受到行业普遍水平和行业领先者的影响而产生了羊群行为。另一方面,公司的声誉是产生和影响羊群行为程度的动因,声誉越高的公司越不可能产生羊群行为。

第二,管理者股利迎合行为同样可以解释我国上市公司股利“群

聚”现象。管理者支付股利时没有考虑中小股东的股利需求,而是仅仅迎合了大股东的现金偏好。上市公司股权越集中,越倾向于支付股利,支付的金额也越高。最后,大股东偏好也与我国上市公司股利的“群聚”程度存在正相关关系。

第三,采用 Tobit 模型,对行为股利政策理论进行联合检验发现,管理者羊群行为和管理者迎合大股东行为对上市公司的股利政策有稳定的影响,公司声誉和股权集中度均对股利“群聚”存在稳定的相关关系。

总之,本书的研究结果证实,管理者的羊群行为和迎合行为在很大程度上解释了我国上市公司的股利支付行为,对声誉和大股东偏好的考虑是管理者支付行为的动因,因此,行为因素是影响股利支付的重要因素,行为股利政策能够解释我国上市公司的股利“群聚”现象。

本书的主要贡献与创新之处表现在以下三个方面:在选题上,首次提出我国上市公司股利支付存在的“群聚”现象,丰富了对“股利之谜”的研究;在文献评述上,较为系统和全面地梳理了管理者羊群行为和管理者迎合理论的相关文献,首次将管理者羊群行为理论应用于股利政策领域,并将股利羊群行为和迎合理论归纳和总结为行为股利政策理论;在实证研究上,采用 Tobit 模型检验股利“群聚”现象,克服了仅采用线性回归模型研究股利问题可能存在的样本选择偏差的问题。

黄娟娟

2011 年 12 月

目 录

第一章 导 论/1

第一节 研究问题的提出/1

第二节 研究内容与框架/6

第三节 研究的创新之处/9

第二章 传统理论对股利政策的解释/11

第一节 完美市场的“股利无关论”/11

第二节 非完美市场的股利政策理论/13

第三节 传统股利政策理论面临的问题/25

第三章 我国上市公司股利“群聚”现象/31

第一节 我国上市公司股利群聚现象分析/31

第二节 西方传统理论与股利群聚现象/38

第四章 行为股利政策/42

第一节 行为股利政策理论的提出/42

第二节 股利迎合理论/48

第三节 管理者羊群行为/59

第五章 股利羊群行为与股利“群聚”现象/101

第一节 研究目的与研究假设/101

第二节 样本选择与变量定义/105

第三节 检验过程与结果分析/113

第六章 股利迎合理论与股利“群聚”现象/122

第一节 研究目的与研究假设/122

第二节 样本选择与变量定义/125

第三节 检验过程与结果分析/133

第七章 行为股利理论的联合检验(Tobit 模型)/144

第一节 研究目的与研究假设/144

第二节 研究方法与研究设计/146

第三节 检验过程与结果分析/150

第八章 研究结论和启示/158

第一节 研究结论/158

第二节 研究启示与政策建议/159

第三节 本研究的局限性与未来的研究/161

参考文献/162

后 记/176

第一章 导论

股利政策是现代财务理论中最经典的研究领域之一,也是财务学的三大“谜题”之一。传统股利政策的理论和经验研究已经发展了半个多世纪,新的谜题和异象不断出现,却始终没有一个理论能够完整地解释股利政策中的所有课题。近年来,新兴的行为公司财务思想逐渐影响股利政策研究,有望为股利之谜提出新的研究视角,本书的研究正是行为公司财务理论在股利政策领域的应用。本书从管理者决策的角度出发,研究行为和心理因素对股利政策的影响,并首次将此类研究概括地称为“行为股利政策”。本章是全书的导论,首先从理论和实践的角度提出研究问题,然后阐述研究内容和分析框架,最后指出创新之处。

第一节 研究问题的提出

股利政策是公司财务决策的重要问题之一。作为对股东的财务分配政策,它既是公司理财的必然结果,也是投资和投资行为的延续,优化股利政策不仅能体现公司过去的经营业绩,还可以预示公司未来的可持续发展水平,从而影响资本市场对公司的价值评估。股利政策理论也是公司财务理论中的核心理论,“公司为什么支付股利”既是一个成果丰富的研究课题,也是财务学中最难以回答的问题之一。股利政策研究的发展已经历经半个多世纪,但财务学者在许多问题上仍然争论不休、各持己见。早期的争论在“无关论”和“相关论”两个对立阵营之间展开,到 20 世纪 70 年代后研究重点转向放宽 MM 定理的不同假设,产生了“追随者效应”、“信号传递”和“委托代

理”三大理论。随着法与财务学相关研究的发展,投资者法律保护也被认为是影响股利政策的因素之一。但是迄今为止,这些传统股利政策理论仍然不能完美地解释整个股利现象。正如 Black(1976)所感慨:“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。”^①

纵观股利政策研究的发展轨迹可以发现,新谜题的提出和探讨总会成为新理论诞生的促进力量,例如对“股利政策与公司价值是否相关”(Miller 和 Modigliani,1961)问题的争论,促进了 MM 定理在股利领域受到的广泛认可,“股利是否具有信息含量”(Pettit,1972; Watts,1973)的大讨论为股利信号模型的产生提供了重要的线索,“不断消失的股利”之谜(Fama 和 French,2001)的求解则催生了著名的股利迎合理论。

我们的发现令股利政策领域又生新谜——我国上市公司股利政策出现了之前西方财务文献中从未提及的新的异象:我国上市公司现金股利支付水平高度集中,存在明显的股利“群聚”现象。在 1 000 多家上市公司 1993 年至 2006 年的 3 000 多次现金股利支付中,超过 83% 的每股现金股利都在 0.2 元以下,每股现金股利在 0.3 元以下的公司甚至超过了 93%(见表 1-1)。每股现金股利的离散程度(变异系数)平均值仅有 0.77,而美国上市公司每股现金股利的离散程度平均值为 3.59。相比同一时期美国的上市公司,我国上市公司每股现金股利离散程度不足美国上市公司每股现金股利离散程度的 1/4(见图 1-1)。我们将这种新的异象称为股利的“群聚”现象。

^① Black, The Dividend Puzzle, *Journal of Portfolio Management*, 2, 1976, p. 5.

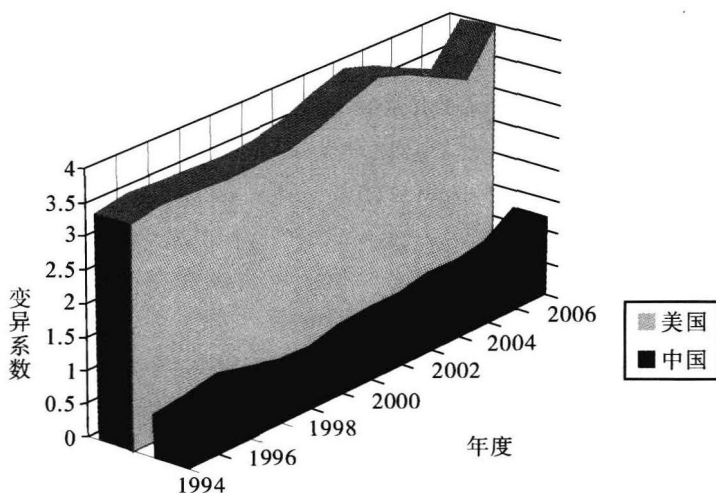


图 1-1 中国与美国上市公司每股现金股利变异系数的对比图

资料来源：我国上市公司数据从 WIND 数据库取得有关数据整理而成；美国上市公司数据由 Compust 数据库的数据整理而成。^①

表 1-1 1993 年至 2006 年每股现金股利频数统计表^②

区间 (元)	税前每股现金股利		税后每股现金股利	
	频数	累计百分比频数(%)	频数	累计百分比频数(%)
0~0.1	2 037	54.2	2 264	60.33
0.1~0.2	1 090	83.21	1 008	87.18
0.2~0.3	371	93.08	291	94.94
0.3~0.4	144	96.91	125	98.27
0.4~0.5	74	98.88	38	99.28
0.5~0.6	18	99.36	13	99.63

① 样本筛选方法同 Fama 和 French(2001)。

② 样本筛选的过程详见第五章。

续表

区间 (元)	税前每股现金股利		税后每股现金股利	
	频数	累计百分比频数(%)	频数	累计百分比频数(%)
0.6~0.7	10	99.63	5	99.76
0.7~0.8	6	99.79	5	99.89
0.8~0.9	2	99.84	3	99.97
0.9~1.0	5	99.97	0	99.97
1.0~3.0	1	100	1	100

资料来源:从 WIND 数据库取得有关数据整理而成。

如果仅从传统股利政策出发,无论是委托代理理论、追随者效应理论、信号传递理论,还是法律保护假说,都无法对我国上市公司现金股利“群聚”现象作出很好的解释。传统股利理论无法解释新现象的深层原因可以从以下两个方面考虑:一方面,Baker 和 Wurgler 指出,传统股利理论会失灵主要原因在于,类似追随者效应的传统股利政策理论着重考虑了股利的需求方面,而忽略了股利的供给方面。Baker 和 Wurgler 坦言:“理性的追随者效应必须通过总股利水平的供给反应来得以满足。”^①因此,从股利的供给方面(管理者)的角度出发,重新审视上市公司的股利行为是很有必要的。另一方面,Frankfurter 和 Wood(2002)批评目前的股利政策模型道:“它们很大程度上忽略了行为和社会经济学对管理者和股东行为的影响。”^②Shiller(1984)也指出,除非未来的模型考虑了这些影响,否则人们对股利的非理性偏好很难解释。Miller(1986)认为:“在大多数微观决

① Baker, M. and Wurgler, J., A Catering Theory of Dividends, *Journal of Finance* 3, 2004a, p. 1156.

② Frankfurter, G. M. and Wood Jr., B. G., Dividend Policy Theories and Their Empirical Tests, *International Review of Financial Analysis*, 11, 2002, p. 128.

策的蓝图上,行为的因素是非常重要的组成部分……它不应该被忽略。”^①“把行为因素引入股利政策的解释是很自然的,因为它可能有助于解释长期以来的异象。”^②

20 世纪末以来,在心理学与行为科学的渗透与带动下,公司财务管理的现代理性假设受到严重质疑,行为金融学和财务学应运而生。它们放宽了市场参与者为理性人的前提假设,在财务学的研究中加入了对管理者心理和行为这一因素的考察,在对财务学种种异象的解释过程中起到重要的作用,弥补了传统公司财务学的不足,并逐渐成为当前研究的前沿课题之一。那么行为因素是否对公司股利政策有显著的影响?行为财务学的相关理论和方法能否解释我国上市公司的股利“群聚”现象?这是笔者试图研究的两个问题。笔者试图把行为公司财务的思想和方法引入股利政策领域,形成“行为股利政策理论”,为诠释“股利之谜”提供新的研究视角。

此外,在研究方法方面,以往文献对股利政策的研究通常是将公司的股利支付水平和是否支付股利的决策分别研究,却鲜有文献把二者结合起来同时考虑。然而,实际上只有当公司确定要支付时,其股利支付水平才能够被观察到。将二者强行割裂会导致样本选择偏差。如何克服这一偏差?这是笔者试图研究的第三个问题。

① Miller(1986)撰写此文的目的是展示财务学中基于理性市场的一般均衡模型,特别是股利模型,强调它们都是生动、有用的——至少不比经济学中其他模型差。他认为这个框架也不应该因为股利异象的存在而被看低。不过他在文中也多次承认,在不久的将来,很可能也很需要对这些模型从行为和认知的角度进行重新构建。见 Miller, M. H., Behavioral Rationality in Finance: The Case of Dividends, *Journal of Business*, 59, 1986, p. 466.

② Miller, M. H., Behavioral Rationality in Finance: The Case of Dividends, *Journal of Business*, 59, 1986, p. 451.

第二节 研究内容与框架

为了研究我国上市公司为何会出现股利“群聚”现象,本书全面评述了传统股利政策理论、行为股利政策的相关文献。笔者认为,基于理性管理者假设的传统股利政策理论仅仅考虑了股利的需求方面(即投资者和股东),而忽视了股利供给方面(即管理者),无法对股利“群聚”现象进行解释,因而有必要从行为财务学中去寻找答案。如果从股利的供给方面出发,加入管理者的因素,“群聚”产生的原因存在两种可能^①:一是管理者在股利政策制定过程中产生了羊群行为,二是管理者所制定的股利政策迎合了股东的现金偏好或者流动性需求。本书在理论评述和分析的基础上,提出了股利羊群行为理论和大股东迎合理论,统称为“行为股利政策理论”,并分别检验股利羊群行为和大股东迎合理论对股利“群聚”现象的解释能力。最后,用一系列 Tobit 回归模型将股利羊群行为和大股东迎合理论统一起来进行联合检验,以证实行为股利政策理论对上市公司股利政策的总的影

响。根据罗斯的定义,狭义的股利(dividend)一般是指从利润中分配给股东的现金,但通常公司向股东的任何直接分配都被看作股利的一部分。最常见的股利支付形式是现金股利。^② 本书的研究对象为上市公司的现金股利,这是因为目前主流的股利政策理论中存在

^① 经济学上,其实还有两种情况可能在产品市场上产生“群聚现象”:一是完全市场竞争的结果产生的价格群聚,二是寡头共谋或者厂商勾结。见沈艺峰、许琳和黄娟娟:《我国股权分置中对价水平的“群聚”现象分析》,载《经济研究》,2006年11月,第1期,第102页。本文的讨论排除了这两种情况,因为完全市场竞争这一结论在我国证券市场显然不适用,而上市公司数量庞大这一实际情况也排除了寡头共谋的可能性。

^② 斯蒂芬·P. 罗斯等著,吴世农、沈艺峰和王志强等译:《公司理财》原书第6版,机械工业出版社2000年版,第356页。

的大量研究都是有关现金股利的。例如,股利信号理论中的四个著名的信号模型都是关于现金股利的^①,代理理论是围绕着公司自由现金流和代理冲突问题展开讨论的,而追随者效应理论则考虑支付现金股利与资本利得之间的权衡。虽然股票股利和转增股本也是支付形式,但是对于企业来说没有现金流出,因此它们不能算是真正意义上的股利,而只能是增加流通在外的股票数量,同时降低公司的股票价值。本书的研究对象是现金股利,下面所称的“股利”专指现金股利,股票股利和转增股本不在本书的研究范围内。

现金股利政策是一种决策行为。它包括两方面内容:一是是否支付现金股利,二是支付多少金额。在大量关于股利政策的研究中,既存在大量关于支付多少的研究,近年来更涌现出许多关于是否支付的研究,本书的研究分别涉及这两方面内容。但是,实际上只有当管理者决定支付时,股利支付额才能够被观察到,如果仅考虑支付金额,可能会导致样本选择偏差。因此本书又采用 Tobit 模型,以克服此类偏差。

行为公司财务 (behavior corporate finance) 是从管理者的心理和行为因素入手,研究管理者因素对公司决策的影响。行为股利政策 (behavior dividend policy) 是笔者提出的概念,它是行为公司财务的思想和方法在股利政策领域的发展和延伸。行为股利政策在本书中具体表现在两个方面:一方面,从羊群行为出发,管理者在制定股利政策之前观察到前人或众人的行为或结果,决定放弃自己的私有信息,模仿或采纳前人或者众人的股利政策;另一方面,从 Kahneman 和 Tversky (1979) 的心理学理论以及 Baker 和 Wurgler (2004) 的迎合理论出发,认为公司股利政策的主要原因在于管理者支付行为是为了满足股东对现金股利不断变化的需求的行为。

本书共分八章。第一章为导论;第二章对传统股利政策理论的

^① “……所讨论的股利信号完全是基于对现金股利信号的研究。实际上还有很小的一部分文献研究了股票股利的信号传递问题……”,见沈艺峰、沈洪涛著:《公司财务理论主流》,东北财经大学出版社 2004 年版,第 185 页。

研究文献进行回顾,评述传统理论研究的贡献和不足;第三章分析我国上市公司股利“群聚”现象产生的制度背景和股利支付的现状;第四章回顾了行为股利政策理论的提出过程,对管理者羊群行为和股利迎合理论进行梳理,为解释股利“群聚”现象提供文献依据;第五章和第六章分别从股利羊群行为和股利迎合理论两个角度进行实证检验,考察二者对“群聚”现象的解释情况;第七章把上述两个理论放在同一个模型(Tobit II 模型)内进行联合检验,考察行为股利政策对“群聚”现象的解释情况。最后,第八章得出本书的结论。

本书的基本研究框架如图 1-2 所示。

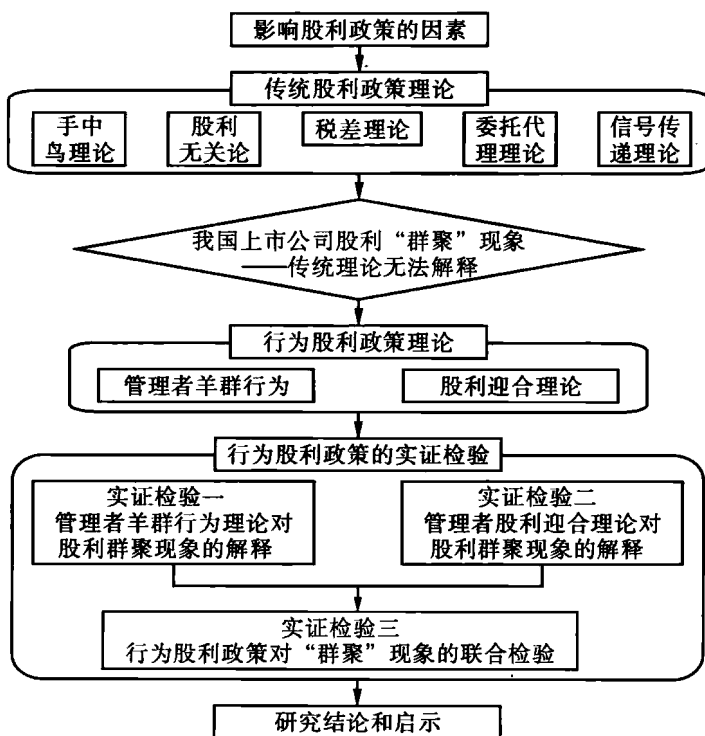


图 1-2 本书的基本研究框架图