

浅析投资者情绪对上市公司 现金股利政策的影响

唐现杰 任松涛■

(一)理论简述

行为财务理论认为,投资者对红利的偏好引导了上市公司的红利政策。Baker和Wurgler通过放松MM股利无关论的有效市场假设,构建了红利迎合理论,丰富了行为财务学的研究。迎合理论的三个基本要素是:(1)由于心理和制度的原因,某些投资者具有对支付股票股利未知的、随时间变动的需求;(2)有限套利的存在,使得投资者的需求能够影响股票现价,从而造成股票价格偏离实际价值;(3)管理者是理性的,能够权衡当前股票被错误定价所带来的短期收益和长期运行成本之间的利弊,从而迎合投资者所好制定股利政策。迎合理论将公司分为两类:支付现金红利的公司和不支付现金红利的公司。投资者对这两类公司的心理预期将对公司的股票价格产生影响,比如:上市公司由上年分配股利改为本年不分配股利,面对这种股利政策的变更,投资者会认为该公司的经营状况恶化,发展前景甚忧,因此,市场反应消极;反之,如果上年该公司未分配股利,投资者对本年不分配股利已有预期,市场反应可能较为积极。

(二)实证检验

以上述理论为基础,笔者选取了我国419家A股上市公司2001—2004年的相关资料,运用实证检验的方法,测定投资者情绪对上市公司现金股利政策的影响。

1、模型的选取。

研究股利支付的Lintner模型表明:上市公司当前的股利支付水平以当前收益和上期股利支付数额为基础,通过公司当期的每股收益指标来预测当期现金股利支付水平。本文以Lintner模

型为基础,加入投资者情绪因子,构建如下多元线性回归模型:

$$D_{i,t} = \alpha_i + \beta_1 D_{i,t-1} + \beta_2 EPS_{i,t} + \beta_3 LIQ_{i,t-1} + \epsilon_{i,t}$$

其中: $D_{i,t}$ ——第*i*个公司第*t*年支付的每股现金股利;

$D_{i,t-1}$ ——第*i*个公司第*t-1*年支付的每股现金股利;

$EPS_{i,t}$ ——第*i*个公司第*t*年的每股收益;

$LIQ_{i,t-1}$ ——第*i*个公司第*t-1*年的流动性比例;

α_i ——第*i*个公司的特有效应,反映了不同公司个体之间的差别,考虑到本模型中时间跨度较短,因此可以忽略时间因素*t*对它的影响,并假定 α_i 是常量。

$\epsilon_{i,t}$ ——误差项

该模型的经济含义:某年每股现金股利是上年每股现金股利、每股收益、流动性比例、公司特有效应、偶发事件等因素共同作用的结果。

2、变量的选取与度量。

模型中的投资者情绪是自变量,每股现金股利水平为因变量。在剔除了上年每股现金股利、本年每股收益这两个因素的影响之后,可以更加准确地测度投资者情绪对现金股利水平的影响。

(1)上年每股现金股利。由于各种因素的影响,我国大多数上市公司一年内只发放一次股利,甚至不分配股利。所以,本文中的现金股利金额以年为单位进行统计,为了使现金股利金额能够与年报中的财务数据相匹配,以年报或中报所属年份为统计依据,以一年的现金股利合计数为当年股利金额。

(2)本年每股收益。以上市公司年报中的资料为准。

(3)市场投资者情绪。采用流动性指标衡量市场投资者情绪。流动性即投资者根据市场的供给和需求状况,以合理的价格迅速交易一定数量资产的能力。包括:速度(交易时间)、价格(交易成本)和交易数量。

(三)结果分析

通过模型测试,笔者发现:

1、上年现金股利分配水平具有显著性(*t*检验值为17.502,相伴概率*p*值趋近于0)。表明上年现金股利水平与本年现金股利水平呈正相关。它提示公司管理者可以通过稳健的现金股利分配政策,向市场投资者传递公司经营情况良好的信号,满足市场对公司信息的需求,降低由于信息不对称而造成的对公司股价的负面影响。

2、本年每股收益具有显著性(*t*检验值为11.775,相伴概率*p*值趋近于0)。表明本年每股收益与本年每股现金股利水平呈正相关,与Lintner模型的研究结论一致。它告诉公司管理者可以通过现金股利分配水平的信号来反映公司年度收益的变化,向投资者预示本年每股收益越高,每股现金股利支付水平也会越高。

3、代表投资者情绪的流动性指标具有显著性(*t*检验值为4.087,相伴概率*p*值趋近于0)。表明公司当年的每股现金股利水平与上年投资者情绪指标呈正相关,即股票上期较高的流动性会引起本期现金股利分配水平的上升。它提醒公司管理者在制定当期股利政策时必须关注上期股票的流动性指标。

4、流动性指标的实质是价格变化一个百分点时所需要的交易数量,其波动水平可以灵敏地反映市场投资者情绪的波动。它们的正相关关系在股票市场的表现有二:流动性指标的大小代表投资者情绪波动的合理性;当年较高的流动性导致下年现金股利分配水平上升。

(四)结论

通过以上分析,笔者得出如下结

论：本年现金股利支付水平与上年现金股利支付水平、本年每股收益和市场投资者情绪均呈显著的正相关关系；个人投资者面对信息披露不充分的股票市场，在频繁交易的同时却得到了较低的收益率，市场投资者的追涨杀跌进一步加大交易量，流动性指标反映了投资者的过度自信和“羊群”行

为；投资者已经逐渐趋于成熟和理性，对现金股利分配的预期会在上期的流动性指标中表现出来，而上市公司的管理者为了迎合这种预期，会提高现金股利支付水平。■

(作者单位：哈尔滨商业大学)

责任编辑 刘黎静

损害小股东的利益以及大股东代表损害大股东利益的现象，同我国目前普遍存在内部控制制度不严格的状况是有密切关系的。内部控制制度不严不仅损害了内部利益相关者的利益，客观上也违背了债权人这种外部利益相关者的利益，不利于负债的公司治理效应的发挥。

(2)对策的提出。要解决目前上市国企负债的公司治理效应不能得到充分发挥的问题，必须进一步深化企业和银行改革，改变企业和银行产权结构单一的状况，通过产权结构的多元化，逐步降低银企产权的同质性程度，为建立有效的银行对企业进行监督制约的机制创造先决条件。随着国有银行商业化改组以及相继上市，银行风险管理和风险意识得到加强，银行会基于自己的利益考虑用市场化的方式增加对债务人的约束。同时，银行的管理体制也需要发生相应的变革，强调建立健全的金融企业内部的公司治理，强化银行管理者的经营责任；建立银行对企业的相机治理机制，使银行行使“债权治理”权利时受到法律的支持和保护。这两个措施目的是为银行对企业的监督制约机制创造操作性条件，并让其得到法律的保护和市场体制的承认。

此外，加强企业的内部控制也不仅仅是企业内部管理的问题，它还有利于保障债权人的利益，促进债务的公司治理效应的发挥。因此，有必要以“不信任”为内部控制的逻辑起点，建立起对经理层的适度的“不信任制度”。强化风险控制、预算控制、检查控制。风险控制 and 预算控制使经理在因私利而过度投资时，面临着决策制约，让经理的假公济私行为“在最初就被扼杀在摇篮里”；检查控制的严格执行意味着建立对经理严格的内部审计体制，使其在因私利而损害股东和债权人的利益时始终面临着巨大的内部压力。■

(作者单位：西南财经大学)

责任编辑 刘黎静

浅谈债务的公司治理效应 在我国的运用

方萍 吕蜀亮■

由于债务契约的签订和出于自己利益的需要，债权人会以会计指标和限制性规定为标准，充分行使监督经理层会计管理行为的权利；而经理层出于自己的法律责任和公司内部压力也将自己的会计管理行为控制在这些指标和规定允许的范围内，从而减少经理因私利行为带来的债权人和股东利益的损失，这个由债务契约引起的财务治理机制就是债务的公司治理效应。

1、运用的条件

银企之间的资金借贷是一种基于债务契约的资金融通行为，涉及股东、经理、债权人(银行)三方面的利益，要使这种资金融通行为让三方面的利益保持和谐，发挥债务的公司治理效应，银企双方必须在经济上是不同的产权主体，在法律上是不同的行为主体，这样才能保证债务契约的真实有效。要充分发挥债务的公司治理效应至少应该具备以下两个条件：

(1)债务的借贷双方产权关系明确，具有债权方对债务方充分实施监督和制约的机制，且这种机制受到法律的严格保护、市场体制的充分承认。产权明确是建立充分的监督制约机制的先决条件，如果产权关系不明确，债务的发生就有可能只是改变资金的使用主

体，也就不可能建立充分的监督和制约机制；如果没有充分的监督和制约机制，即使产权关系明确，债务的治理效应也会由于缺乏外部的压力而无从发挥。

(2)公司具有良好的内部控制制度，至少这种内部控制制度能够有效抑制经理因为个人的经济利益或者虚荣心而过度投资的行为。事实上，良好的内部控制制度的目的不可能首先想到债权人的利益，但其限制经理层过度投资的行为有利于使盈利率、股利支付率、净资产率等重要会计指标保持在债务契约要求的范围内，从而客观上有利于债权人的利益实现。

2、运用的对策

(1)在我国的限制性因素分析。我国国有企业的债权人主要是国有商业银行。我国银企关系的制度设计主要以防范金融风险为主，并未有效地激励银行参与公司治理，并且我国也没有建立起银行对企业的相机治理机制，相关法律法规并没有规定允许银行有条件地接管整顿企业。这些问题使得银行对国有企业的监督制约体制的实施面临操作性障碍，也缺乏相应的市场承认和法律保护。国有控股公司存在的经营管理者损害股东的利益、大股东