

现金股利增加与非预期盈利变化

——中国上市公司的实证检验

罗 潘

(重庆大学经济与工商管理学院, 重庆 400030)

【摘要】 本文以我国上市公司 2001~2012 年间的的数据为研究样本,从股利迎合论的角度对现金股利增加与非预期盈利变化之间的关系进行了实证研究,并且在分析模型中控制了“股利溢价”等影响因素。研究结果表明,当“股利溢价”较低时,管理者并没有较强的股利迎合动机,此时增加现金股利传递了未来公司非预期盈利增长的信号,现金股利增长与未来非预期盈利变化之间呈显著的正相关关系;当“股利溢价”较高时,现金股利增加与未来非预期盈利变化之间的正相关关系减弱,从而支持了股利迎合理论。因此,本文认为,探讨现金股利增加与未来盈利变化之间的关系,需要结合股利信号传递理论和股利迎合理论来共同解释。

【关键词】 现金股利增加; 非预期盈利变化; 信号传递理论; 迎合理论

一、引言

股利政策作为公司重要的财务决策之一,是公司财务理论研究的经典问题。该问题的研究经过半个多世纪的不断演进,仍然悬而未解,Black(1976)将这种现象称为“股利支付之谜”。相对于成熟的资本市场而言,我国上市公司的股利支付具有明显不同的特征。总体上来看,分红水平不高,分红的连续性与稳定性较差,并存在一定的结构性扭曲现象。虽然监管部门业已看到这一问题,而且连续出台了一系列半强制或强制性的法规政策,但实施的后续效果如何,还有待观察。监管层的政策意愿在某种意义上只是公司现金股利政策的约束边界,无法成为公司支付现金股利的动因。但是,在不断发展的中国资本市场中,现金股利支付理应成为公司自主的财务决策,因此,我们有必要进一步探讨上市公司支付现金股利变化的动因。

信号传递理论是经典的股利政策理论之一。在目前已有的研究中,多数研究结果都支持股利信号传递假说,亦有相当数量的研究认为股利不具有信息含量,从而至今也未得到一致的结论。虽然传统股利政策陆续放宽了不存在代理成本、信息对称、无税收等假设,但从未涉及过理性人假设,都忽略了投资者的行为偏差对股利政策可能产生的影响。Shiner(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,在大多数微观决策中,行为因素是非常重要的组成部分,它不应该被忽略,将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。此外,股利支付作为资源分配行为,必然存在需求方和供给方。作为股

利提供方的公司管理者行为背后的主观能动性及其形成原因往往被忽视。

中国上市公司的财务决策受到诸多法律、政策等外部因素的约束,特别是融资政策方面具有非常严格的监管限制;相对而言,股利决策中公司经理人有较多的自主决策权。因此,本文试图从作为现金股利支付者的公司角度,考虑现金股利支付方对于股票市场的迎合行为,在股利迎合理论的基础上对股利信号理论展开进一步的探讨。本文的主要研究贡献在于:结合了迎合理论和信号传递理论,同时考虑中国股票市场的特色,建立相应的实证模型。经过实证分析发现,信号传递理论在一定程度上可以解释中国上市公司的现金股利变化与未来非预期盈利变化之间的关系,从而丰富了现有信号传递理论的研究成果。另外,本文首次同时采用迎合理论和信号传递理论来解释现金股利包含的信息,从而为行为公司财务在中国股票市场的应用拓展了新的思路。本文的研究结果也为中国股票市场投资者在股利溢价较低条件下,通过现金股利的信号传递作用判断公司未来盈利提供了新的视角。

二、文献综述

1. 股利信号理论。长期以来,股利变化所包含信息的问题备受公司财务领域的学者关注。Lintner(1956)曾指出:当公司管理者认为公司盈利会持续增加时,公司将增加现金股利支付。随后,Miller和Modigliani(1961)提出股利信号的概念,并认为在非完全的市场下,现金股利能够传递未来现金流的信息。之后的许多相关研究都建立在信息非对称理论之上。Bhattacharyya(1979)试图运用信息

不对称原理来解释股利之谜。他通过模型推导表明,现金股利支付能够传递公司未来盈利能力的信息,从而现金股利对于股票价格具有一定的影响。

在国外关于股利政策的信号传递理论验证中, Penma (1983)发现,在控制管理者的未来盈利预期后,股利变化没有包含新的信息。DeAngelo et al. (1996)研究了纽约证券交易所(NYSE)的145家上市公司的股利政策,这些公司的共同特点是在九年或者更长的成长期后均出现盈利下滑。其研究发现,这些未来盈利将会出现非预期下滑的公司,其股利变化并未包含任何未来盈利改变的信息。Benartzi et al. (1997)将股利发生改变的公司作为样本进行研究,并从资本金、行业、盈利三个方面为其选取相应的配比样本,配比样本均来自股利未发生改变的公司。其研究结果并没有证实企业在股利增长后会获得正向的异常盈利。但是,也有部分实证研究得到了与股利信号理论一致的结论。Nissim和Ziv (2001)指出,以往的大多数研究中,盈利预测模型都有设定错误,之前的研究错误使用了带漂移的随机游走模型并且不恰当地缩小了因变量。Nissim和Ziv在预测未来盈利时使用线性均值回归模型,并用账面价值作为因变量的平减指数,结果表明当前的股利增长和未来盈利的变化之间存在正相关关系。然而,他们的结论受到Grullon et al. (2005)的质疑。Grullon et al. (2005)采用了Fama和French (2000)的盈利预测模型,该模型允许盈利呈现非线性的均值回归过程和自相关过程。Grullon et al. (2005)未发现股利增长和未预期的未来盈利之间的显著性关系。因此,股利信号论的有效性依然存在争议。

在国内关于股利政策的信号传递理论验证中,吕长江和许静静(2010)研究了上市公司股利发放的市场反应,以及各种股利变化与公司现金流、盈利之间的关系,结果表明我国上市公司的现金股利发放没有产生信号传递效应;股票股利发放只是传递了公司当期净利润的信息,没有传递公司未来盈利的信息。高克智、王辉和王斌(2010)则认为,我国上市公司的派现行为显示出较强的未来盈利持续性信号,支持了股利政策的信息含量假设,而代理理论并不完全适用于我国公司股利政策的解释。

综上所述,国内外学者对于股利信号传递理论的检验结果均没有形成较为一致的观点,对于该理论的适用性还值得我们做出进一步的探讨。

2. 股利迎合理论。Baker和Wurgler (2004)提出了迎合理论,其主要观点是:如果市场由于种种原因形成了对于分红或不分红公司股票的过度需求,同时套利的力量难以使得该过度需求在短期内消失,那么公司可以通过发放或不发放现金股利来迎合这一需求,从而提高公司股价。Baker和Wurgler (2004)通过理论推导和实证分析发现,管理者支付现金股利的行为是由投资者对于支付现

金股利公司的需求所驱动。这种需求导致支付现金股利和不支付现金股利的公司股票之间形成了所谓的“股利溢价”(DP)。当投资者愿意为支付现金股利的公司股票付出股利溢价时,管理者会支付现金股利;反之,当投资者为支付现金股利的公司股票付出的股利溢价为负数时,管理者就不会支付现金股利。由此可见,管理者理性地迎合了投资者对现金股利不断变化的需求。

在Baker和Wurgler (2004)的检验中,他们以1963~2000年的美国上市公司为样本,实证分析了股利溢价与总体股利支付情况的相互关系。其研究表明:当投资者对于支付现金股利公司有较高需求时(股利溢价较高),不支付现金股利公司倾向于支付现金股利;当投资者需求较低时(股利溢价较低),支付现金股利公司就倾向于不支付现金股利。Baker和Wurgler (2004)的检验则将迎合理论与Fama和French (2001)“不断消失的股利”现象联系起来,验证了现金股利支付倾向的波动与迎合动机之间存在着很好的同步关系。

Li和Lie (2005)则将迎合理论对于“是否支付”问题的研究拓展到“支付多少”,并针对允许股利支付额在一个连续区间内变化的迎合理论进行实证检验。其结果表明,不论是股利增加或减少的概率,还是股利变化的大小,都与股利溢价有着显著的相关关系。Baker和Wurgler (2004)认为,来自于行为与制度两方面的原因都可能导致对分红或不分红公司股票的过度需求。就中国证券市场而言,投资者的行为偏差可能是重要的原因。当经济形势高涨时,投资者可能认为不分红的公司具有较高的增长前景,从而青睐不分红公司的股票;当经济形势低迷时,投资者可能认为分红的公司比较安全,从而追捧分红公司的股票。中国股票市场的投资者也可能受到了行为偏误的影响。如陈日清(2011)发现中国股票市场的投资者存在着过度自信认知偏差。黄娟娟和沈艺峰(2007)(简称“黄文”)采用1994~2005年上市公司数据展开研究,发现上市公司忽略了投资者的股利偏好。但是,熊德华和刘力(2007)认为“黄文”的模型设定有误,并修正了“黄文”的模型。他们采用1993~2006年上市公司的样本数据进行实证研究,在控制公司的规模大小、盈利性、资产负债率、股权集中度、流通股比例的基础上,检验了股利溢价对于现金股利支付的影响。其结果表明,股票市场投资者给予的现金股利溢价越高,公司越倾向于支付现金股利,这一结果支持了迎合理论的解释。

三、理论分析与研究假设

中国上市公司财务决策受到诸多法律、政策等外部因素的制约,尤其是融资政策方面有非常严格的限制。相对而言,公司经管理者在股利决策中拥有较多的自主决策权。中国上市公司实际的股利分配方案也表明公司的股利决策具有形式多样的特点,因此,仅从公司基本特征

的角度出发,并不能给出很好的解释。尤其是对于高速发展的中国股票市场,结合投资者行为方面的视角进行研究将更接近于“真实”。市场由于种种原因形成了对于分红或不分红公司股票的过度需求,同时套利的力量难以使得该过度需求在短期内消失,那么公司可以通过发放或不发放现金股利来迎合这一需求,从而提高公司股价。中国上市公司会考虑投资者对于执行不同股利政策的上市公司股票的投机性需求,并且在制定股利政策时将在一定程度上迎合股票市场投资者的这种需求。

基于股利迎合理论,我们在此基础上进一步探讨股利信号传递理论对于中国股票市场的适用性。股利信号理论观点认为,现金股利能够传递未来非预期盈利的信息,当期股利增加与未来盈利增加之间具有正相关关系。但是,由于上市公司现金政策存在着迎合股票市场投资者现金股利需求的行为,我们认为这种相关关系在“股利溢价”(DP)较高时被迎合行为削弱且不明显。上市公司管理者会理性地迎合股票市场投资者对于随时间而不断变化的现金股利需求。当股票市场投资者愿意为支付现金股利公司的股票付出股利溢价时,管理者将会迎合此需求而增加现金股利。但是,当股票市场投资者为支付股利公司的股票付出的股利溢价较低时,管理者不会为此而增加现金股利。因此,当DP较高时,即使公司未来盈利不存在非预期增长,管理者也会为迎合股票市场投资者对于现金股利的需求而增加现金股利支付。此时,当期现金股利增长与未来非预期盈利增加之间不存在明显的正相关关系。综上所述,我们认为,在研究现金股利增长与未来非预期盈利变化之间的关系时,需要考虑公司管理者的迎合动机。

根据以上的文献回顾与分析结果,本文提出如下假设:

当“股利溢价”较低时,现金股利增加与未来非预期盈利变化之间呈显著的正相关关系;当“股利溢价”较高时,股利迎合效应占主导作用,现金股利增加与未来非预期盈利变化之间的正相关性减弱。

四、研究方法 with 样本数据

1. 样本数据选择。本文选取2001~2012年在沪深交易所主板的全部上市公司,剔除数据不完整的公司、ST或PT公司、金融类公司。样本数据来源于“CCER 中国证券市场数据库”。

2. 变量设定。为了描述投资者对股利支付的态度,我们采用 Baker 和 Wurgler (2004) 提出的股利溢价 (Dividend Premium) 概念,即有:当分红公司相对于不分红公司得到的市场评价 (M/B) 越高时,说明其股利溢价越大。本文参照 Baker 和 Wurgler (2004) 的研究选取支付股利和不支付股利的公司平均市场与账面价值比 M/B 的对数值之差来衡量股利溢价 (DP),具体的计算公式如下:

$$DP = [\log(\overline{M/B})]^D - [\log(\overline{M/B})]^{ND}$$

其中,上式中的第一项表示支付股利公司的平均市场账面价值比的对数;第二项表示不支付股利公司的平均市场账面价值比的对数。其中,求取平均数采用了依据公司市值等权平均(EW)的方法计算。按照上式求出每一年的DP,然后将DP的取值标准化至0~1之间,记为变量RANK。

3. 检验模型构建。Nissim、Ziv(2001)通过实证分析验证了股利信号理论的适用性。他们在研究现金股利变化与未来盈利变化的关系时所采用的模型见式(1),式中各变量的含义见表1。

$$(E_1 - E_0)/BV_{-1} = \beta_0 + \beta_{1P} \times DPC_0 \times R \Delta DIV_0 + \beta_{1N} \times DNC_0 \times R \Delta DIV_0 + \beta_2 \times ROE_0 + \beta_3 \times (E_0 - E_{-1})/BV_{-1} + \varepsilon \quad (1)$$

表1 模型变量的含义

	变量名称	变量标识	含义
因变量	未预期的盈利变化	$(E_1 - E_0)/BV_{-1}$	(下一年的净利润-当年的净利润)/上一年的账面价值
	现金股利变化率	$R \Delta DIV_0$	(当年现金股利-上年现金股利)/上年的现金股利
自变量	虚拟变量	DPC_0	若当年较上一年现金股利增加则取1,否则取0
	虚拟变量	DNC_0	若当年较上一年现金股利减少则取1,否则取0
控制变量	净资产收益率	ROE_0	$ROE_0 = E_0/BV_{-1}$, 当年利润比上年权益面值
	净资产收益率的拟合值	$E[ROE_0]$	$ROE_0 = ROE_{-1} + ASSETS_{-1} + MB_{-1} + \varepsilon$, 用 ROE_0 对 ROE_{-1} 、上一年总资产的对数、上一年市场账面价值比的对数进行回归而得到的拟合值
	净资产收益率的残差	DFE_0	ROE_0 与 $E[ROE_0]$ 的差值,即 $ROE_0 - E[ROE_0]$
	虚拟变量	$NDFED_0$	当 DFE_0 为负时为1,否则为0
	虚拟变量	$PDFED_0$	当 DFE_0 为正时为1,否则为0
	盈利变化	CE_0	$CE_0 = (E_0 - E_{-1})/BV_{-1}$, 当年的利润减去上年的利润后比上年权益面值
	虚拟变量	$NCED_0$	CE_0 为负时为1,否则为0
	虚拟变量	$PEED_0$	CE_0 为正时为1,否则为0
	股利溢价	$RANK_0$	将当年的 DP_0 标准化到0~1之间

Grullon et al. (2005) 认为, Nissim 和 Ziv (2001) 的盈利变化模型是存在问题的。之前的研究已经证明,大量盈利改变的反转快于少量盈利的反转,负盈利改变反转快于正改变。因此, Grullon et al. (2005) 指出 Nissim 和 Ziv 的模型设定错误导致了不正确的结论。基于此, Grullon et al. (2005) 采用了由 Fama 和 French (2000) 提出的修正后的模型。这一模型允许盈利的均值回归过程和自相关过程是非线性的,其具体形式见式(2)。

$$(E_1 - E_0)/BV_{-1} = \beta_0 + \beta_{1P} \times DPC_0 \times R \Delta DIV_0 + \beta_{1N} \times DNC_0 \times R \Delta DIV_0 + (\gamma_1 + \gamma_2 \times NDFED_0 + \gamma_3 \times NDFED_0 \times DFE_0 + \gamma_4 \times PDFED_0 \times DFE_0) \times DFE_0 + (\lambda_1 + \lambda_2 \times NCED_0 + \lambda_3 \times NCED_0 \times CE_0 + \lambda_4 \times PCED_0 \times CE_0) \times CE_0 + \varepsilon \quad (2)$$

其中, $CE_0 = (E_0 - E_{-1})/BV_{-1}$ 。NDFED₀(PDFED₀)是虚拟变量,当DFE₀为负(正)时为1,否则为0。其余变量在前面已做介绍。该模型允许盈利存在非线性的均值回归过程和非线性的自相关过程。系数 γ_1 代表对预期盈利均值回归的正残差。 γ_2 代表预期盈利均值回归的负残差与正残差的差值。 γ_3 是二次项的系数,它代表在均值回归中预期盈利的大且负的残差与小且负的残差之间的差值。 γ_4 是二次项的系数,它代表在均值回归中预期盈利的大且正的残差与小且正的残差之间的差值。 $\lambda_2, \lambda_3, \lambda_4$ 同样表示盈利能力改变的自相关的非线性情况。

Grullon et al. (2005)的研究模型允许收益变化存在着非线性均值回归过程和自相关过程,适用性更为广泛,也更符合实际。因此,我们的后续研究将建立在 Grullon et al. (2005)的非线性模型之上。并且,在研究DP处于不同水平下的现金股利增长与未来非预期盈利变化之间的关系时,我们将控制DP大小水平的变量(即RANK)加入本文所构建的模型中,如式(3)所示。

$$(E_1 - E_0)/BV_{-1} = \alpha_0 + \beta_{10P} \times DPC_0 \times R \Delta DIV_0 + \beta_{11P} \times DPC_0 \times R \Delta DIV_0 \times RANK_0 + \beta_{10N} \times DNC_0 \times R \Delta DIV_0 + \beta_{11N} \times DNC_0 \times R \Delta DIV_0 \times RANK_0 + \alpha_1 \times RANK_0 + (\gamma_1 + \gamma_2 \times NDFED_0 + \gamma_3 \times NDFED_0 \times DFE_0 + \gamma_4 \times PDFED_0 \times DFE_0) \times DFE_0 + (\lambda_1 + \lambda_2 \times NCED_0 + \lambda_3 \times NCED_0 \times CE_0 + \lambda_4 \times PCED_0 \times CE_0) \times CE_0 + \varepsilon \quad (3)$$

根据本文的研究假设, $DPC_0 \times R \Delta DIV_0$ 的系数 β_{10P} 为正, $DPC_0 \times R \Delta DIV_0 \times RANK_0$ 的系数 β_{11P} 为负。在DP较低的年份中,现金股利增加传递了未来盈利增长的信号,但随着DP的增加,管理者有迎合投资者对现金股利需求的动机,增加现金股利并非完全是由于未来盈利的增长。并且,相对于DP较低时,DP较高时的现金股利增加的信号传递作用明显减弱。

五、实证结果及分析

1. 描述统计分析。表2是将样本数据分为现金股利增加、减少和不变三个组后得到的描述性统计分析结果,样本数分别为2 316、4 240、1 730。其中,现金股利增加组的年度股利变化率的平均值为97%,现金股利减少组的年度股利变化率的平均值为-65.12%,比现金股利增加组的变化幅度小。现金股利增加、减少和不变三个样本组的市场账面价值比的平均值依次为4.26、3.46、3.31,其中,现金股利增加组的市场账面价值比的平均水平最高。现金股利增加组的平均净资产收益率为15%,高于现金股利减少组的平均净资产收益率8.39%和现金股利不变组的平均净资产收益率11.37%。

表2 公司连续两年的现金股利变化率统计结果

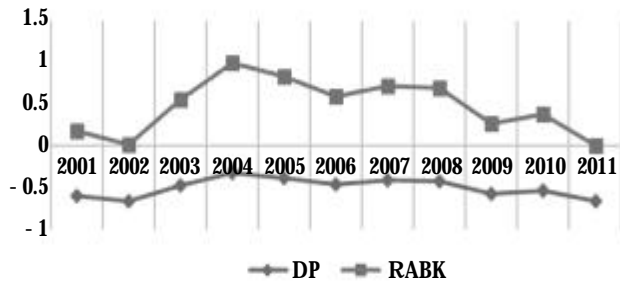
	N	Mean	Std. Dev.	Min	Max
Panel A: dividend increases					
R Δ DIV	2 316	0.970 0	1.779 5	0.001 3	26.500 0
M/B	2 316	4.264 4	30.59 40	0.666 0	1 470.470 0
ROE	2 316	0.149 78	0.094 80	- 0.140 8	0.849 4
Panel B: dividend decreases					
R Δ DIV	4 240	- 0.651 2	0.320 7	- 1	- 1.85e- 16
M/B	4 240	3.459 4	2.498 5	0.605 4	27.433 2
ROE	4 240	0.083 9	0.142 6	- 4.860 0	0.724 4
Panel C: no changes					
R Δ DIV	1 730	0	0	0	0
M/B	1 730	3.311 8	2.258 8	0.576 0	19.458 1
ROE	1 730	0.113 7	0.073 1	- 0.209 7	0.529 1

由于心理上或制度方面的原因,某些投资者对于支付现金股利的公司股票拥有无知的、随时间变化的需求。从理论上讲,预计支付现金股利的倾向有赖于支付现金股利的股票相对于未支付现金股利的股票之间的价格差,即DP。表3、各年度的股利溢价图是针对样本数据DP以及将其归一化后RANK的描述。股利溢价从2001~2004年一直在提高,这可能是由于证监会自2000年开始对上市公司加强监管,使得中小投资者认识到现金股利在限制公司内部人自利行为方面的重要作用,从而使得股票市场对于分红公司的评价不断提高。自2007年后,股利溢价开始逐步下降,这可能是由于金融危机的早期效果,使得中小投资者认为公司在经济前景不确定性增加时,应当减少分红、增加现金持有所引起的。

表3 各年度的股利溢价

年份	DP	RANK
2001	- 0.606 271 313	0.182 387 692
2002	- 0.665 186 076	0.011 568 126
2003	- 0.475 338 586	0.562 018 715
2004	- 0.324 281 163	1
2005	- 0.383 408 043	0.828 565 413
2006	- 0.465 008 919	0.591 968 922
2007	- 0.418 897 894	0.725 664 874
2008	- 0.427 306 508	0.701 284 638
2009	- 0.577 792 295	0.264 960 774
2010	- 0.538 796 134	0.378 027 635
2011	- 0.669 175 861	0

表4是所有样本的未预期盈利变化、当年盈利变化和净资产收益率的残差三个指标值的描述性统计分析。从表中可以看出,未预期盈利变化的平均值比当年盈利变化的平均值稍大,为0.163 4,而当年盈利变化的平均值为0.015 4。未预期盈利变化的标准差为0.163 4,均大于当年盈利变化的标准差0.108 5和净资产收益率的残差的标准



各年度的股利溢价图

差 0.101 1,说明未预期盈利变化的波动最大。未预期盈利变化、当年盈利变化、净资产收益率的残差的最小值依次为 - 1.227 6、- 0.842 6、- 4.896 4,最大值依次为 5.366 1、3.035 9、0.733 6,其中未来预期盈利变化的跨度区间最大。

表 4 描述性统计分析结果

	N	Mean	Std. Dev.	Min	Max
$(E_1 - E_0)/BV_{-1}$	8 286	0.016 6	0.163 4	- 1.227 6	5.366 1
CE	8 286	0.015 4	0.108 5	- 0.842 6	3.035 9
DFE	8 286	0	0.101 1	- 4.896 4	0.733 6

2. 现金股利增加与未来非预期盈利变化的关系分析。我们首先采用沪深证交所的样本数据来验证 Nissim、Ziv (2001) 和 Grullon et al. (2005) 的盈利模型,即模型 (1),其所得结果均不支持股利信号理论。

在估计模型 (1) 时,为了减轻由于误差项的相关性所引起的估计误差,需要使用 Fama- MacBeth (1973) 的估计方法。首先,采用每一年的数据分别进行横截面回归,得到每一年的估计系数。然后计算估计系数的平均值,以及相应的 Fama- MacBeth 的 t 检验值。我们以 2002 ~ 2012 年间我国的上市公司为样本估计模型 (1) 的结果见表 5。变量 $DPC_0 \times R \Delta DIV_0$ 的估计系数是 0.006 9,即使在 10% 的统计水平下也不显著,从而无法为股利信号理论提供实证依据。

表 5 基于 Nissim、Ziv (2001) 盈利变化模型的估计结果

	Coefficient	t- statistic
Constant	0.0300	4.65***
$DPC_0 \times R \Delta DIV_0$	0.0069	1.36
$DNC_0 \times R \Delta DIV_0$	0.0140	2.25**
ROE ₀	- 0.1154	- 2.37**
$(E_0 - E_{-1})/BV_{-1}$	0.1070	1.83*
R- Squared	0.0516	

注:***、**、*分别表示在 1%、5%、10% 的水平下显著,下同。

同上,在估计模型 (2) 时也应该采用 Fama- MacBeth (1973) 估计方法,其回归结果见表 6。变量 $DPC_0 \times R \Delta DIV_0$ 的系数为 0.002,即使在 10% 统计水平下也不显著,同样无

法表明股利信号传递理论的适用性。这与 Grullon et al. (2005) 得到的结论相同。对比表 5 和表 6, Grullon et al. (2005) 的模型所得到估计结果的 R^2 为 0.13,远大于 Nissim、Ziv (2001) 的模型估计结果的 R^2 (0.0516)。并且, Grullon et al. (2005) 的盈利变化模型更优。

表 6 基于 Grullon et al. (2005) 盈利变化模型的估计结果

	Coefficient	t- statistic
Constant	0.006 0	0.92
$DPC_0 \times R \Delta DIV_0$	0.002 0	0.53
$DNC_0 \times R \Delta DIV_0$	0.012 9	2.67**
DFE ₀	0.291 9	1.30
DFE ₀ × NDFED ₀	- 0.302 8	- 0.92
DFE ₀ ² × NDFED ₀	1.000 5	0.86
DFE ₀ ² × PDFED ₀	- 3.737 9	- 3.31***
CE ₀	0.400 0	1.57
CE ₀ × NCED ₀	- 0.503 9	- 1.15
CE ₀ ² × NCED ₀	- 0.223 1	- 0.14
CE ₀ ² × PCED ₀	- 0.130 4	- 0.23
Ad- R- Squared	0.13	

考虑到 Grullon et al. (2005) 的盈利模型的假设条件更为合理,我们在此基础之上进行修正,加入控制变量 DP,考察不同 DP 取值时的现金股利增长与未来非预期盈利变化之间的关系。模型 (3) 的回归结果见表 7。由于个体效应的存在,我们运用面板数据固定效应模型进行回归,并采用 Huber- White- Sandwich 过程修正异方差和自相关。

表 7 考虑“股利溢价”后的盈利变化模型的估计结果

	Coefficient	t- statistic
Constant	- 0.0019	- 0.38
$DPC_0 \times R \Delta DIV_0$	0.0129	3.10***
$DPC_0 \times R \Delta DIV_0 \times RANK_0$	- 0.0139	- 2.17**
$DNC_0 \times R \Delta DIV_0$	- .0020	- 0.21
$DNC_0 \times R \Delta DIV_0 \times RANK_0$	0.0149	0.92
RANK ₀	0.0132	1.59
DFE ₀	0.3048	3.15***
DFE ₀ × NDFED ₀	- 0.6925	- 5.22***
DFE ₀ ² × NDFED ₀	- 0.0428	- 2.71***
DFE ₀ ² × PDFED ₀	- 2.5227	- 8.67***
CE ₀	0.0014	0.03
CE ₀ × NCED ₀	- 0.0281	- 0.24
CE ₀ ² × NCED ₀	0.4797	2.03**
CE ₀ ² × PCED ₀	- 0.0352	- 1.37
R- Squared	0.027	

由上述结果可知, $DPC_0 \times R \Delta DIV_0$ 的估计系数为 0.012 9,在 1% 的统计水平下显著。说明当 DP 较小时,现金股利的增加与未来非预期盈利的变化呈正相关关系,

此结论与股利信号理论一致。 $DPC_0 \times R \Delta DIV_0 \times RANK_0$ 的估计系数为-0.013 9,且在5%的统计水平下显著。由此说明与DP较小时相比,当DP较大时,现金股利增加与未来盈利变化的相关关系更弱。

综上所述,在控制DP后,本文为股利信号传递理论提供了实证依据。当DP较小时,现金股利增加与未来非预期盈利变化之间呈正相关关系;当DP较大时,此正相关关系减弱。这一结果验证了我们之前的研究假设。当DP较小时,现金股利增加包含了未来非预期盈利增长的信息;当DP较大时,现金股利增加主要是因为管理者迎合投资者的现金股利需求,而不一定是因为未来非预期盈利增长。

3. 稳健性分析。股权分置改革完成以后,非流通股的流通限制被解除,从而可能使得股价对控股股东的激励和约束发挥更大的作用。这是由于股票价格直接决定着控股股东出售股份而获得的收益,控股股东在股改后拥有更强的动机去提高公司的股价。因此,我们采用上市公司股权分置改革后的数据进行回归分析,其结果依然与之前一致。

此外,我们对控制变量进行替换,如采用净资产收益率替换资产收益率作为公司盈利水平的度量,采用净利润替换净营业收入作为公司盈利的度量,采用等权法来计算股利溢价变量等,其研究结果均保持不变。

六、结论与启示

上市公司为什么会支付现金股利?传统股利政策理论实际上没有能够很好地解释“股利之谜”。股利信号传递理论认为,现金股利的增加包含了未来盈利增加的信号。并且,已有许多学者针对该理论进行了大量的研究,但均没有找到当期现金股利的增加与未来盈利变化之间呈现显著正相关关系的经验证据。本文在股利迎合理论的基础上,进一步地研究了股利信号传递理论及其在我国股票市场的适用性。美国学者Baker和Wurgler(2004)提出了股利迎合理论,这一理论认为从行为财务的角度出发,公司支付现金股利的主要原因在于管理者为了提高公司的股票价格,将会迎合投资者对股利变化的偏好。本文认为,基于中国的特殊背景,当“股利溢价”较高时,管理者提高现金股利主要是为了迎合投资者对现金股利需求的偏好,而非传递公司未来盈利增加的信号。因此,本文在分析现金股利增加与未来盈利之间的关系时,将“股利溢价”作为控制因素考虑在内。

在中国资本市场中,上市公司的财务决策受到政策、法规等外部因素的约束,特别是在融资政策方面存在非常严格的监管限制。相对而言,在股利政策方面,管理者则拥有较多的自主权,中国上市公司的股利分配方案也表明股利政策具有多种形式的特点,因此,仅仅从公司的角度考虑,并不能给予较全面的解释。针对快速发展的中

国股票市场,我们将股票投资者行为与公司层面的相关因素结合起来分析现金股利增加与非预期盈利变化之间的关系,其研究结果将更加具有说服力。

本文的研究发现,在不考虑管理者的股利迎合动机、不控制各年度的不同“股利溢价”水平时,现金股利增加与未来非预期盈利变化之间不存在显著的相关关系。但是,在我们将“股利溢价”水平作为控制因素加入模型后,当“股利溢价”水平较低时,现金股利增加与未来非预期盈利变化之间呈现显著的正相关关系,这与股利信号理论一致;当“股利溢价”水平较高时,现金股利增加与未来非预期盈利变化之间的正相关关系减弱,从而支持了股利迎合理论。并且,当“股利溢价”水平较高时,管理者增加现金股利主要是为了迎合投资者对现金股利的偏好。由此表明,中国上市公司管理者在制定股利政策时,很可能考虑到了股票市场的投资者对于支付不同现金股利的公司股票的需求,并且当其决策时也在一定程度上迎合了股票市场投资者的这种需求。

主要参考文献

- Shiller R. J. Stock Prices and Social Dynamics [J]. *Brooking Paper on Economic Activity*, 1984(2).
- Miller M. H.. Behavioral Rationality in Finance- The Case of Dividends [J]. *Journal of business*, 1986(59).
- Lintner J. Distribution of incomes of corporations among dividends, retained earnings and taxes [J]. *American economic review*, 1956(46).
- Bhattacharya S.. Imperfect Information. Dividend Policy and The Bird In the Hand Fallacy [J]. *Bell Journal of Economics and Management Science*, 1979(10).
- Penman S. H.. The predictive content of earnings forecasts and dividends [J]. *Journal of finance*, 1983(38).
- 吕长江,许静静.基于股利变更公告的股利信号效应研究 [J]. *南开管理评论*, 2010(2).
- 高克敏,王辉,王斌.派现行为与盈余持续性关系——基于信号理论的实证检验 [J]. *经济与管理研究*, 2010(11).
- 陈日清.机构投资者与个人投资者过度自信行为比较研究 [J]. *投资研究*, 2011(12).
- 黄娟娟,沈艺峰.上市公司的股利政策究竟迎合了谁的需要——来自中国上市公司的经验数据 [J]. *会计研究*, 2007(8).
- 熊德华,刘力.股利支付决策与迎合理论 [J]. *经济科学*, 2007(5).
- 潘蕾,何晓声.我国股权结构下现金股利政策的实证研究 [J]. *审计月刊*, 2006(10).
- 【基金项目】国家自然科学基金重点项目“制度环境、公司财务政策选择和动态演化研究”(项目批准号:71232004)