

基于行为视角的股利政策研究

王毅辉 李晓光

(广东省烟草专卖局 广州 510610 河北金融学院 河北保定 071051)

【摘要】 现有股利经典理论已无法完美解释上市公司的股利支付行为,基于行为视角诠释股利现象成为必然。本文首先从管理者非理性和投资者非理性两大范式系统回顾和扩展了行为股利理论,然后对行为股利理论进行了述评,最后指出了行为股利理论的未来研究方向。

【关键词】 行为 非理性 股利

自Lintner(1956)对股利支付行为进行开创性研究以来,各种股利理论层出不穷。经典理论是Miller和Modigliani(1961)在一系列严格假设下提出的“股利无关论”;股利代理理论和股利信号理论是目前两大主流股利理论。但这些理论仍然无法破解“股利之谜”,部分原因在于股利代理理论和股利信号理论都遵循“投资者理性/管理者理性”这一理性范式。事实上,现实生活中的人并非假设上的完全理性,其只具备有限理性。由此,人们对“股利之谜”的研究开始从完全理性转向非理性。完全理性范式下的股利模型并不是没有研究人的心理,而是把它完全理性化、模型化;而非理性范式把行为人的

之间的经济关系,即 $V=V(S,O)$,是主体与客体的二元函数。同一客体对不同的人在不同时间和不同条件下有不同的效用,并由于主体的满足感与价值观不同,产生了主体对这些客体不同的兴趣、偏好与评价。这样,客体O的价值可表示为: $V=V(S,O,P_i(S),P_j(O),R_k,t)$ 。这里S是主体,O是客体。 $P_i(S)$ 是主体的目标 $P_1(S)$ 、主体的需要 $P_2(S)$ 、主体的感受(满足感) $P_3(S)$ 、主体的价值观念 $P_4(S)$ 等等的总称。 $P_j(O)$ 是主体所需要、喜爱与偏好的客体的各种属性。 R_k 是价值关系成立所处的环境。 t 是时间,客体在不同时间对主体来说存在不同的价值。因此,价值是与主体和客体有关的各种因素的多元函数。假定主观参量 $S,P_i(S)$ 不变,随着客体的属性及其价值环境的变化,客体的价值也会发生变化,这就体现了价值的客观性。如果 $O,P_j(O)$ 即客体及其属性不变,而主体及其环境改变了,客体价值也会发生变化,这就显示了价值的主观性。承认了价值的二重属性,也就意味着在公允价值的估计中必然会体现客观性和主观性的双重特征。在第三层次的应用过程中,最为关键的在于防止特定管理层不当利用公允价值的主观性来为自身谋取经济利益,而这有待公司治理机制予以规范。公司治理机制应当建立起多方参与、重复博弈的机制,使利益相关者在公允价值计量过程中相互制约并达到均衡,最终使公允价值满足利益相关者的价值最大化目标。长期以来,学术界对于公允价值的研究一直停留在技术层面。试图依

心理外在化,通过捕捉行为人的微妙心理来考察股利决策。

一、投资者非理性和股利政策

1. 理性预期。理性预期假说最初出现于1961年,Muth(1961)在《理性预期与价格变动理论》一文中首次提出了“理性预期”的概念。20世纪70年代初,卢卡斯、萨金特、华莱士等人对理性预期假说进行了深入研究,从而形成了理性预期理论。理性预期理论研究的是人们的心理预期与经济之间的关系。理性预期理论认为,市场对管理者的行为会做出何种反应,不仅取决于行为本身,而且取决于投资者对管理者决策的未来绩效的预期。Miller(1981)把理性预期理论运用于股利政

靠计量技术实现“公允”,这不能不说是现有研究的不足。

总之,公允价值面临的问题是多层次的。对于第一层次的市场价格,主要问题在于其理论基础即西方经济学的价格理论的成立是有条件的,当条件不能满足、市场失灵时,公允价值也就失去了成立的基础;第二层次的类似资产报价是不符合价格理论的,因而应直接归入第三层次;对于第三层次的模型估价,我们应该看到公允价值的主观性和客观性的双重属性,限制或避免管理层利用公允价值的主观性为自身谋取经济利益。

主要参考文献

1. 葛家澍.关于在财务会计中采用公允价值的探讨.会计研究,2007;11
2. 葛家澍,徐跃.会计计量属性的探讨——市场价格、历史成本、现行成本与公允价值.会计研究,2006;9
3. 黄学敏.公允价值:理论内涵与准则运用.会计研究,2004;6
4. 王建刚,朱金一.公允价值的内涵、本质、计量追求与运用关键.会计研究,2007;4
5. 邢精平.公允价值会计:美国的经验与教训.证券市场导报,2009;1
6. 张华夏.主观价值和客观价值的概念及其在经济学中的应用.中国社会科学,2001;6

策分析,认为如果股利公告内容与投资者的事先预期不符,股利公告就会诱发股价波动。如果股利公告内容好于投资者的事先预期,股票价格就会上涨;如果股利公告内容未达到投资者的事先预期,股票价格就会下跌。

2. 自我控制。Thaler 和 Shfrin 巧妙地把委托代理理论应用于消费者个体行为的分析。他们认为,人类的行为不可能是完全理性的,即便其知道某些行为会带来不利后果,其也不能自我控制。他们认为,个体内部存在一个计划者,外面表现出来的却是不同于内部计划者所规划的行动。这个内部计划者被看做“委托人”,而外部执行者被看做“代理人”。他们还提出了两种实现自我控制的方法:运用个人意志力;利用规则操纵“代理人”。个人投资者在面临消费的诱惑时,往往缺乏必要的意志力,不能实现自我控制,他们常会变卖股票来满足自己的消费欲望。因此,投资者只能寻求外部规则约束自己的行为,而现金股利政策就为他们提供了一种外在的约束机制。按照这种逻辑,Shefrin 和 Statman(1984)推断出如下结论:退休的投资者需要稳定的现金收入来维持生活,因而偏好现金股利;而年轻的投资者则由于很难自我控制消费,就会选择收益率较高的股票构建投资组合,以强迫自我储蓄。

3. 前景理论。前景理论认为,决策个体的效用并非财产存量的函数,而是财产变化量的函数。前景理论下是用价值函数来表示效用的。价值函数的特征在于参考点的存在,这是前景理论的核心所在。参考点的位置是由个体的主观印象决定的。价值函数曲线在参考点以上的部分(收益时段)与标准效用函数曲线相同;在参考点以下的部分(损失时段),价值函数曲线下凹,斜率明显增加;在参考点附近,价值函数曲线的斜率有明显的变动。前景理论的另一重要概念是决策权重函数,它是由 Kahneman 和 Tversky(1979)提出的。他们把实际概率值划分为极可能、很可能、很不可能、极不可能四种,认为在不同情况下人们的行为有明显差异。决策权重函数将预期效用函数的概率转换成决策权重,决策权重是概率的一个非线性函数。

前景理论认为个体对损失的厌恶程度大于对收益的厌恶程度,这可以解释为何股利减少的公告效应要强于股利增加的公告效应(Charest, 1978)。前景理论认为,如果公司只是简单地提高股利的总体支付水平,那么股东原先较低的参考点将被提高,此后股东每次都会以这个较高的参考点来评判公司的股利支付水平。这时公司就陷入了一直要维持较高股利支付水平的困境。如果把股利分解为常规股利和特别标明股利,这一难题就迎刃而解。因此,管理层可以有意识地给股利以特殊标识,进而避免陷入股利支付困境。

4. 后悔厌恶。后悔厌恶理论首先由 Thaler(1980)提出,后经 Loomes 和 Sugden(1982),Kahneman 和 Tversky(1982)等发展而逐渐形成体系。后悔厌恶理论认为,在不确定条件下,个体做出决策时要把当前的情形与他们过去遇到的类似情形进行对比,如果个体认识到这样一种不同的选择会使他们处于更好的境地其就会感到后悔。由错误决策引发的失望感可能远大于由正确决策带来的快乐感,为避免后悔,人们总是避

免做出错误的决定。后悔厌恶的例子在经济生活中随处可见。比如,投资者为避免后悔常常做出许多非理性的行为,他们趋向于等待某些信息到来后才做出决策,即便这些信息对决策并不重要。Loomes 和 Sugden(1982)通过对个体行为进行调查得出:投资者愿意看到在他们的投资组合中有只股票持续发放稳定的现金股利,而很不情愿卖掉股票以满足当前的消费欲望。因为变卖股票后如果股价上涨,他们就会感到后悔。因此投资者宁愿坐待分红,每年领取现金股利。可见,后悔厌恶理论可用于解释投资者偏好现金股利的现象(Miller, 1986)。

5. 心理账户。传统经济学假设资金具有充分可替代性。例如,赌博、期货投资等高风险项目获取的收益等价于国债投资、工薪收入等低风险项目获取的收益。然而,在现实生活中人们往往认为,赌博获取的收益总是比工薪收入来得简单,丢掉赌博获取的收益带来的痛苦比丢掉工薪收入带来的痛苦小。行为人在进行决策时,并不是权衡全局的各种情况,而是在心里无意识地把一项决策分成几个部分来看。也就是说,行为入将其分成了几个心理账户,对于每个心理账户行为入会有不同的决策。“心理账户”用来描述人们由于对金钱的来源、支出及其时间的认识差异而导致的不同的支配方式。这一概念首先由 Thaler(1985)提出,其两大特征是金钱在人们的心中不具备充分的可替代性和具有特定运算规则。

“心理账户”可用来解释“股利之谜”。Shefrin 和 Statman(1994)认为行为人在决策时,无意识地把一项决策放入不同的心理账户分别管理:一部分是风险低的投资,用来规避贫穷;另一部分是风险较高的投资,用来一朝致富。投资者在进行决策时,往往一次只考虑一个心理账户,实施“分离决策”。由于心理账户的存在,投资者通常把现金股利和资本利得看成两个独立的心理账户。这也可以解释为什么上市公司通常不轻易取消支付现金股利的现象。若取消支付现金股利,股东就会关闭现金股利的心理账户,因此他们就会抱怨这种决策,进而导致股票价格下跌。

6. 股利迎合理论。Fama 和 French(2001)研究发现,过去二十年美国发放现金股利的公司比重显著下降,即从 1978 年的 66.5%下降到 1999 年的 20.8%。他们认为,这种变化是由过去二十年里上市公司往往规模小、增长机会多且较少发放股利引发的。然而,在控制上述影响后,他们发现发放现金股利的公司比重还是在下降,Fama 和 French 称这个现象为“消失的股利”。Baker 和 Wurgler(2004)在此背景下提出股利迎合理论解释这个现象。由于 Baker 和 Wurgler(2004)的股利迎合模型无法解决股利支付水平的问题,Wei 和 Lie(2006)扩展了该模型,使得股利迎合模型既能解释公司是否发放股利,又能解决股利支付水平的问题。

股利迎合理论突破了“股利无关论”中的投资者理性假说,从非理性的角度诠释了股利行为。股利迎合理论有以下三个基本假设:①投资者由于情绪等原因对发放现金股利的股票的偏好随时间变化;②有限套利使得不一致的需求影响股价;③管理者理性地迎合投资者偏好。股利迎合理论的核心思想就是在上述假设下,若投资者偏好发放现金股利的股票,则

判断该股票获得了“股票溢价”，而管理者能理性地根据“股票溢价”的多少决定是否发放现金股利。

二、管理者非理性和股利政策

1. 行为习惯。Waller(1988)较为系统地考察了“习惯”这个概念，为了更好地把它应用于经济学分析，他还对习惯(habit)、习俗(ritual)和惯例(routine)以及好习惯和坏习惯进行了区分。19世纪30年代以后，很多社会学家都认为个体可以无意识地做出肉体或者精神上的行动，承认了行为习惯的存在。Waller(1988)认为这给了传统经济学致命一击。因为传统经济学假设人是完全理性的，这就意味着人的决策过程是一个“反射—选择”的过程，而习惯却是非反射行为。

Waller(1988)认为行为习惯的存在不仅向传统经济学提出了挑战，而且向一些非理性的经济学说提出了挑战。理性预期理论应该是突破传统经济学中理性人假设的一个最有价值的理论。但是理性预期理论隐含三个假设：第一，每个经济行为人都能有意识地应对环境和政策的变化；第二，每个经济行为人都能有意识地思考这种变化可能带来的后果；第三，每个经济行为人在新环境下都能选择最有利于自己的行动。同时理性预期理论假定，经济行为人判断产生的误差值总是随机地分布在均值附近。然而，行为习惯的存在使得这个假定失效，因为习惯并不具有随机性。

股利“粘性”现象是股利研究中被发现的最重要的经验规律，即管理者持续地、有计划地发放每期股利，不轻易增加或者减少股利发放。公司持续发放股利所表现出来的股利“粘性”现象很可能是行为习惯引发的后果。

2. 过度乐观和过度自信。过度乐观指行为人高估了未来事件的发生概率；过度自信指行为人过于相信自己的判断力，因此常常低估风险、高估自己控制事件的能力。过度乐观和过度自信都是由管理者个人的心理因素和个人特质导致的。Weinstein(1980)研究发现，当人们感觉能够控制局面的时候，过度乐观达到了顶峰；Irani(2000)对1990至1995年267份美国管理层的盈利预测方案进行研究后发现，管理者在他们的预期中往往表现出过度自信；Roll(1986)首先指出了管理者的非理性问题，然后利用管理者过度乐观和过度自信来解释兼并、收购等行为。

过度乐观和过度自信可用来解释股利政策导向。管理者在进行股利决策时，常常需要考虑什么时候应当提高、维持或削减股利等。Lintner(1956)的研究表明，管理者一般不轻易削减或增加股利，他们倾向于维持当前的股利政策。这种现象可由过度乐观和过度自信来解释。当管理者对未来盈利的预期过度乐观和过度自信时，管理者就很可能维持当前的股利政策，甚至决定增加股利发放数额。

3. 股利弹性理论。股利弹性理论是由Fuller和Thakor(2003)提出的。不同于主流理论，股利弹性理论假设不存在委托代理问题以及信息不对称问题，把股利政策视为投资决策中财务弹性管理的工具。发放现金股利会降低公司内部资产的流动性，当需要投资新项目时，公司就可能依靠外部融资；如果外部融资不可行，就只能依靠内部融资。可见，多发发现

金股利会缩小管理者的决策空间。管理者若不发放现金股利，就可以充足的资金应对未来投资，进而提高公司价值。而此时股东会认为管理者侵占了他们的财富，从而使股价降低。管理者需要在发放现金股利导致当前股价下跌和留存现金股利为公司创造价值这两方面进行权衡，并最终做出股利决策。

三、局限性及未来研究方向

本文系统阐述了“行为范式”股利理论，该研究可能为未来行为股利研究提供参考，从而丰富行为财务理论。笔者认为，“投资者非理性”和“管理者非理性”范式的划分是相对的，因为它们互相交错。比如，投资者也可能面临“管理者非理性”范式下所阐述的行为习惯、过度乐观和过度自信等所带来的问题；管理者也可能面临“投资者非理性”范式下所阐述的自我控制、后悔厌恶、心理账户等问题。

目前基于行为视角的股利理论，尚不能被大家所共同接受。具体来说，它缺乏一个轴心理论。而且在众多的心理因素中，行为股利理论无法确定哪个是最重要的心理因素。加之行为股利理论所引用的心理学理论主要来自实验心理学，而实验室环境与现实情况有很大差别，这就成为“理性范式”拥护者批评“行为范式”的一个依据。笔者认为，这一问题的解决主要依赖于心理学的进一步发展。另外，早期的行为股利理论主要研究投资者心理与股利支付方式的关系，仅限于简单描述。虽然股利迎合理论和股利弹性理论都进行了理论构建、数学建模和实证检验，但是模型的有效性尚待验证。比如股利迎合理论的实证检验，Ferris、Sen和Yui(2004)、Baker和Wurgler(2004b)支持，而Osobov(2004)、Hoberg和Prabhala(2004)却不支持。行为股利理论未能完全跳出“投资者理性/管理者理性”范式，比如股利迎合理论只假设投资者非理性而股利弹性理论只假设管理者非理性。笔者认为，假设投资者和管理者均为非理性可能是未来的一个研究方向。但是值得注意的是，行为股利理论不能等同于心理学的股利理论。未来行为股利理论的构建应该是对西蒙有限理性学说的继承，逐步通过有限理性建模来实现与主流股利理论的融合。

【注】本文受到国家自然科学基金“上市公司‘管理层讨论与分析’信息披露理论与实证研究”(项目编号：G0205-70572092)、教育部人文社会科学重点研究基地基金“上市公司财务信息披露质量研究”(项目编号：07JJD630009)、教育部新世纪优秀人才支持计划(项目编号：NCET-06-0565)的资助。

主要参考文献

1. 陈彦斌,周业安.行为资产定价理论综述.经济研究,2004;6
2. Black Fischer.The dividend puzzle.Journal of portfolio management,1976;3
3. Baker, Malcolm,Jeffrey Wurgler. A catering theory of dividends. Journal of Finance,2004;3
4. Baker,Malcolm,Jeffrey Wurgler.Appearing and disappearing dividends;The link to catering incentives. Journal of Financial Economics,2004;8