上市公司非理性股利政策探讨

周明伟　郑　晶

（南京理工大学经济管理学院　南京　210094）

【摘要】本文详细介绍了行为股利政策的内容，运用行为金融学的基本理论对我国上市公司的非理性股利政策进行了分析，并就我国上市公司股利政策的规范提出了建议。

【关键词】行为股利政策　上市公司　投合理论

一、行为股利政策理论简介

行为股利政策理论是研究如何理解和预测个体心理决策程序对股利政策的影响以及如何运用心理学和金融原理来改善财务决策和股利政策。Tverskey等的大量心理学研究表明，人们实际的投资决策并非是在标准金融理论认为的在理性、风险回避、效用函数最大化等基础之上做出的。1980年以来，以Miller、Thaler和Shefrin等为代表的学者将行为科学、心理学和社会学等学科的研究成果引入和应用于股利政策研究中，将股利政策研究提升到了一个更加广阔的境界。行为股利政策理论主要有：

1. 投合理论。在市场时机理论的基础上，Malcolm和Jeffrey通过放宽MM股利无关论的有效市场假定条件，构建了这一理论。投合理论的三个基本要素是：①出于心理或者制度原因，对于支付股利的股票，一些投资者具有随着时间不断变化的需求，是非理性的；②这种需求把支付股利和不支付股利的股票价格区分开来，有限的套利不能消除股票溢价；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与长期运行成本之间的利弊，从而使制定的股利政策符合投资者的预期。

与传统股利理论不同的是，投合理论主要集中研究投资者对股利的需求，考虑了投资者对股利的需求受到情绪影响的可能性。该理论认为现实中的投资者对股利的需求确实会受到情绪的影响，并且经理们的竞争和理性的套利者不能消除出现的股票溢价或者折价。

2. 自我控制理论。这一理论认为，由于人存在不理性行为，即使不存在税收和交易成本，股利收入与资本利得也不可能被完全替代。人们一方面对将来有着自己的目标，另一方面又有实现眼前需要的要求，这一冲突要求人们通过自己的个体意志力和外在规则来实现自我控制。但是由于人们在现实生活中往往缺乏必要的意志力，于是常求助于某种外在规则来实现自我控制与约束。

3. 期望理论。Tverskey和Kahneman认为，股利决策不仅取决于行为本身，更取决于投资者对管理层决策未来绩效的预期。临近股利公告日时，投资者通常会根据对公司内部因素、宏观经济政策与环境等因素的分析，来预测股利支付水平及方式，确定一个参考点，并在股利公告日之后将预测股利支付水平与参考点进行比较。如果两者相同，股票价格不变；如果两者不同，投资者会重新进行估计，将预期之外的股利变动作为预测公司未来收益变化的线索，从而可能导致股票价格的变化。

4. 心理账户和习惯行为。行为金融理论中关于心理账户的解释是，人们根据资金来源、用途等因素对资金进行归类的现象。在股利收入和资本利得方面，由于它们分属于不同的心理账户，所以一元的股利收入或损失与一元的资本收入或损失对投资者的心理会有不同的影响，而且投资者对于不同的账户资金的风险态度也存在差异。习惯行为是一种在以往经验基础上发生的非随机行为，它比理性经济行为更能反映社会和文化因素的影响，因而有了关注常规和定式习惯等行为对市场影响的研究角度。通过这一角度我们可以发现分析公司决策的有效手段。

按照现代股利理论的观点，在不确定条件下，企业盈利的分配方式会影响股票价格，进而影响公司价值。因此股利政策对于实现公司价值最大化的目标具有至关重要的作用，上市公司理性的股利政策应当与企业价值最大化目标相联系。然而我国上市公司股利政策呈以下特点：①股利分配时多时少、时有时无。为均衡股利水平，维持公司良好形象，国外上市公司一般都倾向于保持稳定的股利政策。而我国大多数上市公司没有考虑投资者的利益，缺乏明晰的股利政策目标，在股利政策的制定和实施上缺乏长远打算，带有很大的盲目性和随意性，能够不间断派现并使股利政策保持连续性的公司很少。②股利分配形式多样化，派现公司逐渐增多。从2002年以来我国上市公司实行的股利分配方案来看，股利分配的具体形式多种多样，且以派发现金、派现并转增股本、送股转增股本并派现以及送股并派现为主要形式。其中，单纯派现公司占40%以上，而送股公司只占10%，该比例与以前年度相比大大下降。这说明现金股利政策已逐渐成为我国上市公司的首要分配政策，但是总比例仍不高，而且分配数额很少。

二、我国上市公司非理性股利政策的投合理论分析

1. 非理性股利政策的投合理论分析。投合理论建立在投

资者需求基础之上,认为在低效率的股票市场中,投资者的需求在不同时点上造成了支付股利和不支付股利的股票价格的显著差异,从而导致股票出现溢价或折价情况。在理性的公司管理者假设下，公司经理以上市公司真实价值的最大化作为目标和行为准则，并且他们能够理性地迎合投资者对股票的需求。

(1)投资者的非理性偏好。由于我国股票市场中的短线投资者远多于长线投资者，所以在他们当中绝大多数投资者对上市公司是否分红并不感兴趣,而只是关心股票面值的升降。况且我国税法规定要征收20%的现金股利所得税，加上目前尚未开征资本利得税，所以买卖股票的投资收益远远大于现金股利。理性的投资者自然不会期待上市公司的分红,何况投资者在实际决策过程中无法做到理性判断。从我国证券市场的发展现状可以知道,一方面投资者可以随时买卖股票,另一方面上市公司分配红利最多一年两次且支付水平低，再加上中小投资者的持股数量普遍不大，红利带来的收入并不可观并且滞后于资本利得的实现。这在一定程度上导致中小投资者对上市公司的现金股利政策并不感兴趣，所以管理者可以任意实施股利政策,甚至少分红。

(2)管理者行为的理性及非理性。根据投合理论的思想,公司管理者是理性的，他们能够根据投资者的需求变动制定相应的股利政策以实现公司价值最大化。当市场形成对送股股票价格的过高预期时,则会使上市公司倾向于送股。当管理者发现分红政策不能带来异常收益或收益较低时，将减少分红甚至不分红,这将导致股利政策的不稳定。然而管理者的决策行为并非完全被动地迎合投资者的需求变动，其还具有一定的能动性。

2. *管理者行为非理性的外部原因*。不完善的市场环境是导致管理者行为非理性的外部原因，我国股份制改革和证券市场初始定位是为国有企业特别是国有大中型企业服务,从而直接形成了目前非流通股与流通股并存的特殊股权结构。历年来深沪两市上市公司的绝大部分股份都集中在非流通的国家股或者国有法人股上，社会公众和其他持股人仅拥有少量股份。大量非流通的国家股和国有法人股的非流通,使得我国证券市场长期处于供不应求的买方市场状态，造成股市上的过度投机,加上相关法律法规和监督机制的不完善,在很大程度上影响了上市公司的股利分配政策。

一家公司支付现金股利的数量和稳定程度是衡量该公司经营管理水平及其成长性的重要标志。因此在欧美较为成熟的市场中，上市公司主要通过支付现金股利来维护公司控制权和公司稳定增长。而在目前我国不成熟的市场环境中,即使上市公司从不分红，也不会导致公司股价下跌或者公司声誉受损。这种客观存在的外部环境在很大程度上导致上市公司的管理决策者能够随意制定股利政策，而不用顾及市场形象或者企业的长远利益。

3. *管理者行为非理性的内部原因*。股东控制权是导致管理者行为非理性的内部原因。就我国上市公司而言,公司治理的核心问题之一是控股股东与小股东之间的利益冲突。 截至2004年12月31日，沪深两市上市公司前五大股东持股比例之和平均为68%，近六成上市公司前五大股东持股比例之和在50%以上;第一大股东持股比例平均为53%,近四成上市公司第一大股东持股在50%以上,近九成在20%以上,这表明第一大股东在我国大部分上市公司中拥有强有力的控制权。我国上市公司控股股东主要是股权不能流通的国有股股东和法人股股东。近几年来，上市公司的超能力派现引起人们的广泛关注。此外,国内已有多项研究表明上市公司分红水平与非流通股比例及第一大股东持股比例存在正相关关系。

三、运用投合理论规范我国上市公司股利政策的建议

我国资本市场在走过十几年的曲折道路之后，正面临着重要的历史转折。随着市场规模的继续扩大,市场的结构、功能、开放程度和规范化水平都将发生深刻的变化,从而在客观上使得市场主体也对股利政策的规范提出了强烈要求。这里我们运用行为股利政策理论中的投合理论，从我国证券市场的现实情况出发,提出适合我国国情的股利政策建议。

1. *投合理论的运用*。根据投合理论,理性管理者应该根据股票市场中投资者的偏好来制定股利政策，因此我们提出如下建议：

(1)牛市时发放股票股利。在股市高涨、股票价格居高时,发行股票股利更容易迎合大部分投资者的需求。股票价格的现时价值高时,投资前景好,投资者都希望持有更多的股票。此时投资者的心理账户可分为投资账户和股票账户。由于股票价格高,再投入资金风险很大,投资者此时动用投资账户资金购买股票的可能性较小。发行股票股利,不发现金股利,虽然不能增加投资账户资金,但是可以增加股票账户资金。对投资者来说,不仅不需要交红利税,还可以增加资本利得。根据心理账户理论,只要投资者现在着重关注的心理账户增加,投资者都会非常满足。因此,为迎合投资者需求,牛市时应该多实施股票股利政策。

(2)市场处于稳定期或者熊市时实行现金股利政策。市场处于稳定期或者熊市时,由于股票价格较低,涨幅较小,这时拥有更多股票也无法获得较高利润。也就是说,如果实施股票股利政策,对于投资者而言,虽然多了一些股票,但由于股市投资价值不大，其获利也不多。如果此时实施现金股利政策，投资者实实在在多了一笔现金，可以用于投资到其他市场,也可以用于个人消费,这显然是投资者所希望的。

我们还知道，股利政策与行为金融理论中的投资者的心理账户有关。传统的股利政策认为,发行股票股利比发行现金股利好,这是因为现金股利要交利息税,而且降低了公司股东权益及减少了内部资金。而心理账户理论指出,对于投资者的现金红利账户和股东权益收益账户是不能同等对待的，投资者总是希望即期得到现实的收入。投资者会在他认为重要的账户的资金增加的时候得到满足。反之,如果投资者的红利账户资金太少,就会对公司产生不满。所以,应在市场处于稳定期或者熊市时发行现金股利,以迎合投资者偏好。

2. *规范上市公司股利政策的建议*。规范上市公司的股利政策、引导股市的理性化发展才是我们最终要实现的目标,我

西方盈余管理理论及其计量方法述评

张 薇

（湖南财经高等专科学校 长沙 410205）

【摘要】本文对国外盈余管理理论及计量方法作了回顾，并对盈余管理计量方法进行了修正与创新，以期为我国的盈余管理研究提供借鉴。

【关键词】盈余管理 计量方法 资本市场

自20世纪60年代以来盈余管理研究就是国外会计领域研究的热点，20世纪90年代末我国研究开始涉及，近年来已成为会计与审计领域普遍关注的问题。

一、盈余管理理论

早期的盈余管理研究主要是检验会计政策选择对资本市场的影响，大体集中在两个假设的分歧上：一是机械论假设，在20世纪60年代的会计文献中比较盛行，认为财务报表使用者除了利用财务报表外不会利用其他信息来源，投资者做出决策也仅仅依据公司财务报表信息。这一假设认为会计收益和股票价格之间是一种纯粹机械式的关系，也就是说，投资者可能因公司对会计政策的选择调整了会计收益而被误导。二是与此相对的有效市场假说（EMH），在20世纪70年代的会计研究中较为普遍，认为市场价格能有效率、及时地反映全部相关信息。根据法玛的分类，有效资本市场可分为弱式有效市场、半强式有效市场和强式有效市场。在弱式有效市场上，当前的证券价格能完全反映历史的全部信息。半强式有效市场是相关文献中支持者最多、验证最多的一种形式。在半强式有效市场上，当前证券价格完全反映了所有公开的可用信息，也即投资者按照已公开的信息进行交易时均不能获得超额收益。强式有效市场则指当前的证券价格完全反映了所有公开的和非公开的各种可用信息。

早期的研究未能证实这些假设的预测。Kaplan和Roll（1972）检验了为公开财务报告而变更折旧计提方法即从加速法改为直线法计提折旧的公司，发现它们的累计非正常收益在收

们认为规范上市公司股利政策可从以下几个方面入手：

（1）完善机构投资相关法律法规，鼓励机构投资者的投资。我国证券市场的投资者以散户居多，这导致了市场非理性行为的增加。鼓励机构投资者的投资、增加机构投资者在我国证券市场的投资比例，对于我国股票市场理性地向前发展具有非常重要的意义。由于散户投资金额有限，而且投资理论知识不足，所以在市场中个人投资者容易形成羊群效应、过度反应等市场异象，造成整个市场的非理性氛围。机构投资者拥有较强的经济实力，而且有经验丰富的投资团队，因此其投资行为更为理性。也就是说，机构投资者是相对理性的投资群体，他们的比例增加，市场中的理性因素增加，有助于证券市场向健康的方向发展。

（2）实施并完成股权分置改革，建立合理的法人治理结构。由国有股占主导地位的高度集中的股权结构，是上市公司非理性股利政策形成的制度基础。减持国有股不仅可以避免国有资本过多地介入竞争性行业，而且可以避免上市公司股权过于集中，有利于建立合理的法人治理结构。目前我国股改工作已基本完成。股改优化了上市公司股权结构，消除了导致上市公司非理性股利政策形成的制度性缺陷，使中小投资者能够参与上市公司股利政策的制定，真正反映中小投资者的利益。

（3）要求上市公司树立股东利益最大化的经营目标。上市公司的最佳经营目标是股东利益最大化。上市公司的质量是资本市场稳定、健康发展的基石，而股利政策的理性化程度则是衡量上市公司质量的重要标志。应使上市公司切实培育投资者分配回报机制，引导投资者树立正确的投资理念。虽然上市公司具有自主决定股利分配方案的权力，监管部门无权干预，但在上市公司自律能力差、股利分配行为严重不规范的情况下，制定带有强制约束力的制度规则就显得十分必要了。我国应该通过立法形式及行业自律和证监会监督，强制要求上市公司派现，通过带有强制约束力的法律制度规则，让上市公司合理分红，消除留存盈利过多或者过少的现象，引导公司逐步实现股利政策的理性化。适度增加派现，至少要实施比较稳定的现金股利政策，使投资者既可得到一个理性的、可以预期的资本收益，也可以使证券市场的投资者更加稳定，使整个证券市场趋于理性。

主要参考文献

1. 饶育蕾，张轮.行为金融学.上海：复旦大学出版社，2005

2. 黄果，陈收.公司股利政策的行为金融研究视角.管理评论，2004；1

3. 杨奇志.证券投资者行为偏差研究及在我国证券市场中的应用.现代管理科学，2004；4