

投资者情绪、股利政策与公司价值研究

张继袖¹, 陆宇建²

(1. 北京交通大学 中国产业安全研究中心, 北京 100444; 2. 南开大学 商学院, 天津 300071)

[摘要]基于行为金融学背景对股利政策的信号传递作用进行的研究发现,在不同的投资者情绪条件下,股利政策信号传递的效应存在差异。在股市上涨时期,不同股利政策对投资者的投资决策的影响几乎没有显著差异;在股市下跌时期,现金股利成为投资者获得收益的主要来源,因此发放现金股利的公司受到市场追捧。因此,上市公司股利政策制定不仅要考虑自身情况,还需要考虑市场情绪。

[关键词]投资者情绪;股利政策;上市公司价值;股利行为;行为金融学;股利信号假说;现代资本结构理论

[中图分类号]F276.6 **[文献标识码]**A **[文章编号]**1672-8750(2012)02-0029-08

从1956年Lintner对股利行为的开创性研究开始,对这一问题的研究已有五十余年的历史,期间各种理论研究和实证研究成果层出不穷。对于股利政策如何影响公司价值问题,包括“在手之鸟”理论、追随者效应理论、股利信号理论、代理成本理论等海外成熟市场中的经验理论都给出了各自的解释,其中信号理论和代理理论比较突出。

股利信号假说也称为股利信息内涵假说。公司管理层与外部投资者之间存在信息不对称,前者占有更多的内部信息,公司可以通过股利政策向市场传递有关公司未来盈利能力的信息。对投资者来说,股利政策的差异或许是反映公司质量差异的信号。稳定的股利支付率可以使投资者形成对公司未来盈利能力与现金流量的乐观预期,这样,上市公司可以通过选择较高的派现向市场传递好消息。

现代资本结构理论是由莫迪格兰尼(Modigliani)和米勒(Miller)两位教授1958年创立的,后人将他们所创立的这一理论称为MM理论。MM理论认为,在没有所得税的情况下,公司的价值只取决于营业利润,而与负债的多少没有关系;在考虑有所得税的情况下,有负债公司的价值等于无负债公司的价值加上税负的价值。MM理论有一个重要的假设是经营者与股东的利益完全一致。而代理成本假说放松了这一假设,认为二者之间存在利益冲突。该学派认为,股利的支付既能降低代理成本又会增加交易成本,确定公司股利发放率时需要权衡这两种成本,以使总成本最小。

在中国,学者们发现上市公司的股利信号效果与国外市场存在不同之处。魏刚对我国上市公司1997年度股利分配预案的市场反应进行实证分析,发现二级市场似乎比较欢迎送红股,如果公司派

[收稿日期]2011-09-25

[基金项目]国家自然科学基金(70872053);国家自然科学基金(70802050);中国博士后基金项目(第49批)

[作者简介]张继袖(1976—),女,辽宁阜新人,北京交通大学中国产业安全研究中心博士后研究人员,宏源证券高级研究员,主要研究方向为财务会计、资本市场和金融安全;陆宇建(1971—),男,江苏南通人,南开大学商学院副教授,博士,主要研究方向为财务会计。

送现金,往往会令市场不满^[1]。孔小文和于笑坤从股利宣告的市场反应及股利信息内涵两个方面分析上市公司股利政策信号传递效应,发现在我国股市中存在股利的信号传递效应,但不同的股利类型对未来盈利预期的影响没有差别^[2]。耿建新、吕跃金和邹小平发现,定向增发不能改变上市公司长期经营业绩和长期回报率,定向增发公司自身盈利能力不高的原因在于长期经营业绩下滑^[3]。吕长江和许静静选取了1988年12月31日至2009年4月30日中国深沪两市上市公司股利发放经历变更的样本,共208个,进行剔除处理后得到最终样本共102个,研究上市公司股利发放的市场反应以及各种股利发放变动与公司现金流、盈余之间的关系,从而对上市公司股利政策的信号传递效应进行检验,结果发现,我国上市公司的现金股利发放并没有信号传递效应,股票股利发放只是传递了关于公司当期净利润的信息,并没有传递关于公司未来盈余的信息,具体来说,市场对现金股利变更的反应不及对股票股利变更的反应敏感,现金股利的变更与公司现金流、盈余之间并没有显著关系,而股票股利的变更则参考了当期净利润的表现^[4]。

中国资本市场从诞生至今,得到了不断发展,日臻完善。在此期间,中国经济经历了高速发展后回归稳健,经历了经济转型和结构调整,投资者成熟度也发生了变化。在这样的背景下,不同的股利政策会传递怎样的公司价值信号?不同的股利政策能否反映投资者的风险偏好和情绪?恐怕不同期间的样本得到的结论也会有差异。本文试图以投资者情绪为研究背景,分析在牛市、熊市和平衡市投资者对不同股利政策的偏好,为上市公司股利政策的选择和投资者的投资选择提供参考。

一、理论分析和研究假设

传统财务理论遵循理性经济人假设,认为套利是无风险和无成本的,错误的市场定价总可以通过理性投资者得到纠正。然而,近年来这种理论受到了行为金融理论的严峻挑战。行为金融理论放弃了传统金融学的基本假设,形成了有效套利及投资者信念异质性这两个理论假设。首先,行为财务学者从理论上论证了套利纠正错误定价作用的有限性。套利并非无成本,更谈不上无风险,所以套利者在纠正错误的市场定价方面并不是无所不能的^[5]。其次,大量的心理学研究表明,投资者信念是异质的,因此投资者的选择也并非都是理性的,而且在某些时候,非理性投资者实际上成为市场的主导力量。

在股利政策研究领域,Shefrin和Statman从行为金融学角度解释了投资者对现金股利的偏好^[6]。Baker和Wurgler放松了MM理论假设,提出了股利迎合理论。他们发现,在一定条件下,企业管理层作为股利支付的供给方,会主动迎合市场中投资者对现金股利的的需求偏好^[7]。Wei和Lie通过对美国上市公司较长时间股利发放行为的研究,扩展了股利迎合理论,发现上市公司的股利支付倾向和股利分配力度都会受到股利需求强度的正向影响^[8]。后两篇文章的研究成果代表了股利政策的“行为因素观”,该观点主要从管理者和投资者的心理出发,考虑了心理偏差对股利支付决策的影响,放弃了管理者和投资者完全理性的假设。

中国资本市场经历了20年的发展,有涨有跌,尤其是在股权分置改革完成后,影响资本市场健康发展的制度性障碍消除,中国资本市场进入了稳健发展阶段,出现过6000多点牛市,出现过1600多点的熊市,也出现了2008年金融海啸过后的平衡市。股市的涨跌考验着投资者心理承受能力,牛市、熊市和平衡市时,股价变动对投资者情绪的影响是不同的^[9]。

方勇和孙绍荣认为股市在上涨阶段(牛市)与下跌阶段(熊市)对信息具有不平衡性的反应^[10],那么研究股利政策对公司价值的影响就应该区分牛市、熊市和平衡市,而这一点正是已有的关于股利政策研究所忽视的。在牛市时,投资者更希望获得资本利得,这就大大降低了对股利的要求。在熊市背景下,股票股利隐含的风险增加,由于获取资本利得的难度增加,现金股利常被视为确定性的安全收益,更受投资者青睐。对于股权分置改革后定向增发对股价的影响,魏立江和纳超洪利用事件研究法进行的研究发现,定价基准日之前20个交易日内定向增发公司股价弱于市场表现,存在负的超额

收益^[11]。

在平衡市或者说是结构性牛市中,投资者对宏观经济和政策的预期都不明朗,未来股价呈震荡状态,上涨或下跌都有可能,在这样的市场环境中,股票股利隐含的不确定性增加,投资者更偏好稳定的现金股利。Shefrin 和 Statman 在解释投资者对现金股利的偏好时引入这样的观点:“调查显示,对于尤其是已经退休的投资者来说,他们持有的股票主要集中于支付高股利的公司。在除息日的前一周里,他们积极地购买支付股利的股票,而在除息后的一周里,他们却不是股票的净购买者;在公司宣布将要减免股利支付的几周里,他们会减少持有该公司股票。”^[6]所以,本文提出以下三个假设。

H₁:牛市时,股利政策的选择不会传递公司价值信息。

H₂:熊市时,发放现金股利能够引起市场较强的反应,给投资者带来超额收益。

H₃:平衡市时,发放现金股利能够引起市场较强的反应,给投资者带来超额收益。

二、研究设计与样本说明

(一) 研究方法

发放股利意味着公司将企业盈利的消息通过股票市场传递给投资者,投资者将根据这一消息对企业价值形成客观评估。由于股利变化包括预期的股利变化和未预期的股利变化两种,只有未预期的股利变化才会对股价造成一定的影响,未预期的股利变化在数值上等于实际股利金额减去预期股利。我们采用随机游走模型来确定未预期的股利变化。

根据随机游走模型的原理,已知 $D_{i,t} = D_{i,t-1} + \Delta D_{i,t}$,如果 $\Delta D \sim (0, \sigma^2)$,则 $ED_{i,t} = ED_{i,t-1}$ 。其中, $D_{i,t}$ 为 i 公司第 t 年度的实际股利, $ED_{i,t}$ 为 i 公司第 t 年度的预期股利, $\Delta D_{i,t}$ 为 i 公司 t 年度实际股利与上年相比的变动值。未预期的股利变化为 $UDC = D_{i,t} - ED_{i,t}$ 。

本文的研究主要是基于信号传递理论,采用事件研究法。具体的研究方法是计算股利公告前后股票的超额收益,用超额收益是否显著来验证股利政策与公司价值的关系。计算过程有四个步骤。

1. 计算日收益率

市场证券组合(采用沪市成分指数作为市场组合)的日收益率计算公式为:

$$R_{m,t} = \frac{I_{i,t} - I_{i,t-1}}{I_{i,t-1}} \quad (1)$$

其中, t 代表日期, i 代表第 i 种股票,下面的公式中 i, t 的意思不变; $I_{i,t}$ 为沪市 A 股指数在 t 日的收盘指数; $I_{i,t-1}$ 为沪市指数在 $t-1$ 日的收盘指数。每只股票的日收益率为:

$$R_{i,t} = \frac{P_{i,t} - P_{i,t-1}}{P_{i,t-1}} \quad (2)$$

其中, $R_{i,t}$ 为第 i 种股票在第 t 日的收盘价, $P_{i,t-1}$ 为第 i 种股票在第 $t-1$ 日的收盘价。

2. 计算每只股票的系统风险

采用市场模型测算出每只股票的系统风险,市场模型为:

$$R_{it} = \alpha_i + \beta_i R_{mt} \quad (3)$$

其中, R_{it} 为第 i 种股票的收益率, R_{mt} 为市场组合的收益率, α_i 和 β_i 根据最小二乘法原理和市场模型可以得出。

3. 计算股票正常收益率

求出 α_i 和 β_i 后,以市场模型估计出每只股票的正常收益率:

$$R_{it} = \alpha_i + \beta_i R_{mt} \quad (4)$$

4. 计算股票异常收益率(AR_{it})、平均异常收益率(AAR_t)、累计异常收益率(CAR_t)

$$AR_{it} = R_{i,t} - R_{it} \quad (5)$$

$$AAR_t = \frac{1}{N} \sum AR_u \quad (6)$$

$$CAR_t = \sum_{n=1}^t AAR_n \quad (7)$$

其中, N 为选取的样本的个数。

(二) 样本选择

在不同的市场条件下,投资者的投资目标和情绪存在显著差别。在股市牛市的条件下,投资者可能更注重股市上涨所获得的资本利得,谋取短期收益,因此可能不同的股利政策对于投资者的选择影响会较小;在股市下跌的条件下,投资者预期股票价格短期上涨的可能性较小,然而又希望能获得稳定收益,因此可能更倾向于投资于发放现金股利的公司;在股市平稳时期,投资者受市场气氛的影响相对最小,投资者更可能基于公司价值的判断,选择符合其投资偏好的股票。

基于以上原因,本文根据股市涨跌幅状况区分投资者情绪^[10-11],检验不同的投资者情绪下股利政策的公告效应。2007年,中国资本市场走出了单边上涨的行情,最高涨到6000多点,我们将在2007年宣告股利政策的上市公司样本作为第一样本组,即牛市样本组;2008年,股市基本上是单边下跌状态,我们将2008年宣告股利预案的公司作为第二样本组,即熊市样本组;2009年,中国股市处于上下震荡期,涨跌幅度都不大,我们把以此期间宣告股利政策的上市公司作为平衡市样本组。

我们选择沪深两市2007年至2009年披露股利预案的A股上市公司作为样本,数据来源于锐思数据库。样本以股利正式公告日 $[-13, +12]$ 共26个交易日为分析的窗口。同时,我们的样本还需要符合下列条件:单一分配方案,分配方案在股东大会前后无变化,非ST类上市公司,未停牌且有股价信息的公司。

样本描述性统计见表1。由表1可见,2007年至2009年我国上市公司主要的股利政策是现金股利和不分配利润。2007年现金股利和股票股利比重都较小,我们预计在市场行情好时投资者更重视资本利得,而忽视现金股利;2008年现金股利比重更小,我们判断主要是经济环境不好导致公司现金流短缺;2009年资本市场出现一波行情,加上货币政策宽松,企业现金流相对宽裕,现金股利比重提升至52.9%。

表1 描述性统计

股利政策	年份	选取样本数	总数	样本比例(%)
现金股利	2007	781	2598	30.1
	2008	660	2638	25.0
	2009	1435	2710	52.9
股票股利	2007	84	2598	3.2
	2008	118	2638	4.5
	2009	61	2710	2.4
不分配	2007	1523	2598	58.6
	2008	1550	2638	58.8
	2009	960	2710	35.4

三、实证结果分析

(一) 假设1的检验结果

牛市背景下不同股利政策公告前后的平均异常收益率(AAR)、累计异常收益率(CAR)情况如表2所示。

由表2可见,在股市牛市的2007年,发放现金股利、股票股利与不分配利润的公司,股利政策公告前后CAR值并无显著性差别,说明在市场高涨的时期,投资者确实更侧重于短期收益,而较少地考虑公司的价值。在股利预案宣告当天,现金股利样本组异常收益显著为正,在接下来的6个交易日,分配现金股利的公司,异常收益也是显著为正的,说明投资者对现金股利的偏好在牛市时具有持续性。不分配股利和宣布股票股利组的异常收益在股利预案宣告当天显著为负,而在第二天,不分配股

利的公司,异常收益显著大于0,且可以持续4个交易日,说明在牛市时,不分配股利的公司保留盈余也是必要的,这样也不会影响投资者获取资本利得回报。但是宣布股票股利公司的异常收益表现出较大的波动性,在股利政策宣布前市场提前炒作,而宣布后市场热度下降,异常收益才表现出波动性和非持续性。但从累计异常收益看,在26个交易日内,现金股利、股票股利和不分配股利公司的CAR都是显著为正的,假设1得到验证。

表2 牛市背景下不同股利政策公告前后的AAR和CAR(%)

时序	现金股利		股票股利		不分配利润	
	ARR	CAR	ARR	CAR	ARR	CAR
-13	-0.025 **	-0.025 **	-0.201 ***	0.052 **	-0.034 **	-0.043 **
-12	0.234 ***	0.209 ***	-0.011 **	0.041 **	0.045 **	0.002
-11	0.013 **	0.222 ***	-0.026 **	0.015 **	0.008 *	0.010 **
-10	0.006 *	0.228 ***	0.055 **	0.070 ***	-0.107 ***	-0.097 ***
-9	0.144 ***	0.372 ***	0.019 **	0.089 ***	0.246 ***	0.149 ***
-8	0.052 **	0.424 ***	0.231 ***	0.320 ***	-0.001	0.148 ***
-7	0.066 ***	0.490 ***	-0.009	0.311 ***	0.031 **	0.179 ***
-6	-0.022 **	0.468 ***	-0.019 **	0.292 ***	-0.012 **	0.167 ***
-5	0.513 ***	0.981 ***	0.315 ***	0.607 ***	0.433 ***	0.600 ***
-4	0.289 ***	1.27 ***	-0.009	0.598 ***	0.211 ***	0.811 ***
-3	-0.022 **	1.248 ***	0.318 ***	0.916 ***	0.036 **	0.847 ***
-2	0.089 ***	1.337 ***	0.098 **	1.014 ***	0.123 ***	0.97 ***
-1	0.767 ***	2.104 ***	0.938 ***	1.952 ***	0.351 ***	1.321 ***
0	0.089 ***	2.193 ***	-0.198 ***	1.754 ***	-0.082 ***	1.239 ***
1	0.065 ***	2.258 ***	-0.002	1.752 ***	0.219 ***	1.458 ***
2	0.365 ***	2.623 ***	0.421 ***	2.173 ***	0.238 ***	1.696 ***
3	0.298 ***	2.921 ***	-0.014 **	2.159 ***	0.126 ***	1.822 ***
4	0.033 **	2.954 ***	-0.008	2.151 ***	0.018 **	1.840 ***
5	0.032 **	2.986 ***	0.077 ***	2.228 ***	-0.104 ***	1.736 ***
6	0.058 **	3.044 ***	0.107 ***	2.335 ***	-0.031 **	1.705 ***
7	-0.019 **	3.025 ***	-0.043 **	2.292 ***	0.114 ***	1.819 ***
8	-0.036 **	2.989 ***	-0.015 **	2.277 ***	0.015 ***	1.834 ***
9	-0.105 ***	2.884 ***	0.087 ***	2.364 ***	0.006	1.840 ***
10	0.014 **	2.898 ***	0.024 **	2.388 ***	0.016 ***	1.856 ***
11	0.199 ***	3.097 ***	0.006	2.394 ***	0.103 ***	1.959 ***
12	0.059 **	3.156 ***	0.054 **	2.448 ***	0.008	1.967 ***

注:***表示在1%水平下显著,**表示在5%水平下显著,*表示在10%水平下显著。

(二) 假设2的检验结果

熊市背景下不同股利政策公告前后的平均异常收益率(AAR)、累计异常收益率(CAR)情况如表3所示。

2008年经济前景悲观,股市普遍下跌,股利预案公告前后,发放现金股利的公司异常收益值显著为正,而前后可以持续4个交易日;采取股票股利的公司,由于股票隐含了未来下跌的风险,ARR和CAR显著为负,在股利政策发布后的第3和4个交易日具有持续性;不分配股利公司的ARR不显著,但在随后的两个交易日显著为负。这样的结果说明在市场普遍下跌的情况下,获取资本利得变得困难,现金股利成为投资者投资股市收益的主要来源,也最受青睐。从累计异常收益角度看,宣布股利政策前后,不分配股利组损失最大,主要是留存收益的再投资收益以及由此增加的公司价值也会引起市场担忧,市场对不分配股利的公司也不抱有太大希望,现金股利组损失最少,假设2得到验证。

表3 熊市背景下不同股利政策公告前后的 AAR 和 CAR (%)

时序	现金股利		股票股利		不分配利润	
	ARR	CAR	ARR	CAR	ARR	CAR
-13	-0.035 **	-0.035 **	-0.184 ***	0.052 **	-0.015 **	-0.043 **
-12	-0.125 ***	-0.160 ***	-0.152 ***	-0.100 ***	0.021 **	-0.022 **
-11	0.017 **	-0.143 ***	-0.095 ***	-0.195 ***	-0.039 **	-0.061 ***
-10	-0.136 ***	-0.279 ***	0.009	-0.186 ***	-0.141 ***	-0.202 ***
-9	0.007	-0.272 ***	-0.039 **	-0.225 ***	0.203 ***	0.001
-8	-0.002	-0.274 ***	0.085 ***	-0.140 ***	-0.042 **	-0.041 **
-7	0.071 **	-0.203 ***	-0.022 **	-0.162 ***	0.011 **	-0.030 **
-6	-0.149 ***	-0.352 ***	-0.162 ***	-0.324 ***	-0.041 **	-0.071 ***
-5	0.024 **	-0.328 ***	0.031 **	-0.293 ***	0.012 **	-0.059 ***
-4	0.016 **	-0.312 ***	-0.126 ***	-0.419 ***	0.008	-0.051 **
-3	-0.137 ***	-0.449 ***	-0.162 ***	-0.581 ***	-0.012 **	-0.063 ***
-2	-0.033 **	-0.482 ***	-0.071 ***	-0.652 ***	0.042 **	-0.021 **
-1	0.243 ***	-0.239 ***	0.001	-0.651 ***	0.151 ***	0.130 ***
0	0.153 ***	-0.086 ***	0.125 ***	-0.526 ***	-0.182 ***	-0.052 **
1	0.025 **	-0.061 ***	-0.023 **	-0.549 ***	-0.008	-0.060 **
2	0.010 *	-0.051 **	0.019 **	-0.530 ***	-0.188 ***	-0.248 ***
3	-0.022 **	-0.073 ***	-0.054 **	-0.584 ***	-0.241 ***	-0.489 ***
4	-0.102 **	-0.175 ***	-0.032 **	-0.616 ***	0.009	-0.480 ***
5	0.005	-0.170 ***	0.003	-0.613 ***	-0.187 ***	-0.667 ***
6	0.058 **	-0.112 ***	0.131 ***	-0.482 ***	-0.187 ***	-0.854 ***
7	-0.029 **	-0.141 ***	-0.052 **	-0.534 ***	0.025 **	-0.829 ***
8	-0.042 **	-0.183 ***	-0.079 ***	-0.613 ***	-0.087 ***	-0.916 ***
9	-0.135 ***	-0.318 ***	0.016 **	-0.597 ***	0.001	-0.915 ***
10	0.042 **	-0.276 ***	0.005	-0.592 ***	-0.021 **	-0.936 ***
11	0.010	-0.266 ***	-0.021 **	-0.613 ***	-0.257 ***	-1.193 ***
12	-0.024 **	-0.290 ***	0.014 **	-0.599 ***	0.007	-1.186 ***

注:***表示在1%水平下显著,**表示在5%水平下显著,*表示在10%水平下显著。

(三) 假设3的检验结果

平衡市背景下不同股利政策公告前后的平均异常收益率(AAR)、累计异常收益率(CAR)情况如表4所示。

从对假设1和假设2的检验,我们发现,在单边市场条件下,投资者更多地是受到市场本身影响,而对于不同股利政策所传递的公司价值差异并不十分关注。在市场运行平稳的2009年,我们看到,不同股利政策确实传递出不同的公司价值信号。

第一,在公告发布的当天(即 $t=0$),市场对股利政策的反应均为负面,对不分配股利的公司反应最为强烈。在公告后第一天($t=1$),发放现金股利组的异常收益率显著为正,而发放股票股利的公司ARR显著为负。

第二,发放股票股利的上市公司,其平均累计异常收益率在公告前就一直处于幅度比较大的波动状态,尤其是公告前一天的ARR大幅提升,有信息泄露的可能,公告后ARR显著为负(区别于现金股利),也就是说信息泄露导致了平均累计异常收益率在公告后依然显著区别于0,而未得到信息的投资者也不愿意为股票股利支付溢价,造成ARR为负数。

第三,在股利宣告前,不分配利润组公司的平均累计异常收益率处于小幅度波动状态,但在公告发放后就一直处于负值的状态,这也充分说明了市场对不分配现金股利的上市公司是不欢迎的。

可见,假设3得到部分验证,未得到验证的是股票股利问题,我们认为,这是由于投资者对中小企业成长性的看好预期超过了对宏观经济不确定性的预期。

表4 平衡市背景下不同股利政策公告前后的AAR和CAR(%)

时序	现金股利		股票股利		不分配利润	
	ARR	CAR	ARR	CAR	ARR	CAR
-13	-0.123 ***	-0.123 ***	0.052 **	0.052 *	-0.043 *	-0.043 *
-12	0.022 *	-0.101 **	-0.002	0.05 *	0.109 ***	0.066 **
-11	0.019 *	-0.082 **	-0.034 *	0.016 *	0.006	0.072 **
-10	-0.042 *	-0.124 ***	-0.076 **	-0.06 *	-0.017 *	0.055 *
-9	0.031 *	-0.093 **	0.033 *	-0.027 *	0.190 ***	0.245 ***
-8	-0.013 *	-0.106 ***	0.052 **	0.025 *	-0.087 *	0.158 ***
-7	-0.002	-0.108 ***	-0.014 *	0.011 *	-0.009	0.149 ***
-6	0.001	-0.107 ***	-0.022 *	-0.011 *	0.182 ***	0.331 ***
-5	0.003	-0.104 ***	0.034 *	0.023 *	-0.077 **	0.254 ***
-4	-0.067 **	-0.171 ***	-0.023 *	0	0.013 *	0.267 ***
-3	-0.220 ***	-0.391 ***	0.098 ***	0.098 *	-0.210 ***	0.057 *
-2	0.985 ***	0.594 ***	0.033 *	0.131 ***	0.121 ***	0.178 ***
-1	-0.167 ***	0.427 ***	1.212 ***	1.343 ***	-0.243 ***	-0.065 **
0	-0.041 *	0.386 ***	-0.098 *	1.245 ***	-0.182 ***	-0.247 ***
1	0.114 ***	0.500 ***	-0.032 *	1.213 ***	0.007	-0.240 ***
2	-0.214 ***	0.286 ***	0.002	1.215 ***	0.039 *	-0.201 ***
3	-0.063 *	0.223 ***	-0.271 ***	0.944 ***	-0.032 *	-0.233 ***
4	0.001	0.224 ***	-0.012 *	0.932 ***	-0.015 *	-0.248 ***
5	0.032 *	0.256 ***	0.006	0.938 ***	-0.009	-0.257 ***
6	0.123 ***	0.379 ***	0.009	0.947 ***	-0.006	-0.263 ***
7	-0.038 *	0.341 ***	-0.072 **	0.875 ***	-0.182 ***	-0.445 ***
8	-0.024 *	0.317 ***	-0.008	0.867 ***	0.023 *	-0.422 ***
9	-0.065 **	0.252 ***	0.011	0.878 ***	0.077 **	-0.345 ***
10	0.044 *	0.296 ***	0.013 *	0.891 ***	0.082 **	-0.263 ***
11	0.251 ***	0.547 ***	0.041 *	0.932 ***	0.009	-0.254 ***
12	-0.173 ***	0.374 ***	0.009	0.941 ***	-0.092 **	-0.346 ***

注:*** 代表在1%的显著性水平,** 代表5%的显著性水平,* 代表10%的显著性水平。

四、研究结论

本文引入投资者情绪背景,计算和分析股利公布前13、后12个交易日内的异常收益率,发现在不同的市场条件下,股利政策信号传递的效果存在差异。在股市上涨时期,不同股利政策对投资者的投资决策的影响几乎没有显著差异;在股市下跌时期,现金股利成为投资者收益的主要来源,因此发放现金股利的公司受到市场追捧;在股市运行平稳时期,股利政策与公司价值的互动影响关系在股利公告前后股票价格的变化上得到充分体现。股市运行平稳时期股利政策与公司价值的关系具体表现为三点:第一,发放现金股利不会导致公司股价大幅上涨,不分配股利对股价有显著的负面影响。我们认为,一方面,我国上市公司发放现金股利的频率在近些年来是比较高的,也就形成了投资者对于发放现金股利的心理预期,投资者对公司公布的发放现金股利的信息没有太大的反应;不分配利润的公司(我们的样本剔除了配股和转赠股的公司)是不受欢迎的,因为投资者的心理预期是发放现金股利,当上市公司宣布不发布股利后,心理落差就比较大,势必造成股价的下降。另一方面,内幕消息在中国股市难以避免,市场有可能提前知道股利分配的信息,表现在发放股利公司的累计异常收益率在

股利公告前就一直增长,造成了信息公告后投资者对信息反应的冷淡。第二,股票股利政策对股票价格的影响最显著,且为正。这说明,高速发展的中国企业(尤其是中小企业),一方面迫切需要资金,另一方面融资渠道狭窄。因此对于有较好发展前景同时注重股东利益的企业,能够对公司价值起到提振作用的股利政策选择就是将利润留在企业,作为后续发展的资金准备,同时扩大股东的持股数量。公司通过这样的股利政策选择,可以提升公司价值,同时也可以获得投资者的认可。第三,不分配利润的股利政策对股票价格的影响显著为负,同时我们观测到在股利公告发布前累计收益率保持为正。这说明,首先不分配利润确实传递了公司价值的部分信息,一方面不分配利润的公司可能是没有可分配的利润,另一方面,则可能是公司有前瞻性的发展计划,然而不可排除的可能是,管理者出于自利考虑,将利润留存于企业内部,便于其侵占公司利益;其次,公告前累计收益保持为正可能是由于不分配利润的企业历史上也不常分配利润,资本利得为投资者的主要收益。

参考文献:

- [1]魏刚.我国上市公司股利分配的实证研究[J].经济研究,1998(6):30-36.
- [2]孔小文,于笑坤.上市公司股利政策信号传递效应的实证分析[J].管理世界,2003(6):114-118.
- [3]耿建新,吕跃金,邹小平.我国上市公司定向增发的长期业绩实证研究[J].审计与经济研究,2011(6):52-58.
- [4]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):90-96.
- [5]Montier J. 行为金融:洞察非理性心理和市场[M].赵英军,译.北京:中国人民大学出版社,2007.
- [6]Hersh S, Statman M. Explaining investor preference for cash dividends[J]. Journal of Financial Economics,1984,13:253-282.
- [7]Baker M, Ruback R, Wurgler J. Behavioral corporate finance: a survey[M]// Eckbo E. The handbook of corporate finance: empirical corporate finance. New York: Elsevier/ North Holland,2006.
- [8]Wei L, Erik L. Dividend changes and catering incentives[J]. Journal of Financial Economics,2006,80:293-308.
- [9]于全辉,孟卫东.牛熊市投资者情绪与上证综指的协整关系研究[J].预测,2010(5):53-67.
- [10]方勇,孙绍荣.影响证券投资者情绪的因素分析[J].上海理工大学学报,2008(2):157-161.
- [11]魏立江,纳超洪.定向增发预案公告市场反应及其影响因素研究——基于深圳证券交易所上市公司数据的分析[J].审计与经济研究,2008(5):86-90.

[责任编辑:杨凤春]

A Study on Investor Sentiment, Dividend Policy and Corporate Value

ZHANG Ji-xiu, LU Yu-jian

Abstract: This article studied the signaling role of dividend policy against the background of behavioral finance. It found that the signaling effects of dividend policy were different with different investors' sentiment. When stock market rises, there is barely significant differences of the effects of different dividend policies on the investment decisions; when stock market falls, the companies that pay cash dividends are sought after by the market, since cash dividends become the main source of investors' income. Therefore, the dividend policy of listed companies should not only consider their own circumstances, but also need to consider market sentiment.

Key Words: investor sentiment; dividend policy; the value of listed companies; dividend behavior; behavioral finance; dividend signaling hypothesis; modern capital structure theory