

# 基于行为金融学的公司股利支付

郭 强

(西北大学 经济管理学院, 陕西 西安 710069)

**摘 要:** 经典理性框架下的金融理论不能够完全回答公司为什么支付股利的问题, 而行为金融学在放松了投资者、管理者理性的假设之后, 对这个问题做出了较好的解释。行为金融学理论认为, 自我控制的需要、后悔厌恶心理以及心理账户的原因, 使得投资者偏好现金股利而不是资本收益; 而对管理者来说, 一方面为了迎合投资者的心理, 另一方面由于其本身的后悔厌恶心理, 也倾向于支付现金股利。

**关键词:** 应用经济学; 金融学; 公司金融; 现金股利; 心理账户

**中图分类号:** F421.36      **文献标识码:** A      **文章编号:** 1671-6248(2006)01-0064-04

## Companies' Pay Dividend Based on Behavior Finance Theory

GUO Qiang

(School of Economics and Management, Northwest University, Xi'an 710069, Shaanxi, China)

**Abstract:** Financial theory of classical rational frame can not answer the reason why companies pay dividend completely. As behavior finance relaxes the assumption that investors, administrators are rational, it can make better explanation to the problem from self control, regret aversion, mental account theory. The paper reviews the explanation that the financial theory of the classics may produce problems that make the company pay dividend but have its deficiency, and then expound the answer of behavior finance to this problem.

**Key words:** applied economics; financial science; company finance; cash dividend; mental accounting

## 0 引 言

为什么大多数的大公司支付现金股利? 为什么派发现金股利或者股利增长时, 股价也上涨? 经典的金融理论对这两个问题都没有能够给出满意合理的答案, 而行为金融理论的出现, 为问题的回答提供了新的理论和方法。本文将首先回顾经典金融理论对公司为什么支付股利问题作出的解释及其不足, 然后重点论述行为金融学对这两个问题的回答。

## 1 经典理性金融理论的困境

行为金融学家们很早就声称从与分配股利相关

的一些现象的研究当中找到了当前主流金融学的“死穴”<sup>[1]</sup>。

从理性决策来说, 投资者没有必要对股利斤斤计较, 股价上升的资本收益完全可以弥补股利的不足。尤其当公司的财务状况不好时, 降低股利发放, 增强公司现金流, 有利于公司渡过难关和稳定发展。<sup>[2]</sup> 但1973年至1974年能源危机期间, 纽约城市电力公司准备取消股利支付时, 许多中小股东为此闹事, 甚至有人扬言要对公司董事会成员采取暴力举动, 这次事件改变了人们以往对股利的看法。显然, 这一事件是主流金融学所无法解释的。Shefrin和Statman(1984)尖锐地指出: 按照主流金融学的

分析框架,该公司的股东只会对能源危机引发的公司股价的影响敏感,而绝不会为公司暂停支付股利的决定如此激动。因为在主流金融学的框架下,投资者遵循 Miller 和 Modigliani 套利定价理论。他们知道,在不考虑税收与交易费用的情况下,1美元的股利和1美元的资本收益并没有什么差异,他们随时可以通过卖出股票自制“股利”;而在收入税率高于资本收益税率的现实世界,减少股利支付会使股东的境况更好。那么,为什么这么多的股份公司还要发放股利呢?该公司的股东为什么会对公司停止支付股利做出如此激进的反映呢?<sup>[3]</sup>

由于当时的金融理论不能够解释这种现象,于是人们把研究的重点转移到考察在放松假设条件后的不完全市场中的MM理论,对已有的理论进行修正,以期在理性的框架之内使这个问题能够得到解答,由此产生了3个理论流派,即追随者效应理论、信号假说理论和代理成本理论。

追随者效应理论试图从投资者边际税率的差异方面对问题做出回答,认为高股利支付率的股票将吸引低边际税率的投资者持有,低股利支付率的股票将吸引处于高边际税率的投资者。追随者效应理论解释了公司之间的股利支付的差异问题,但对大多数公司为什么支付现金股利的核心问题并没有做出回答。

信号假说理论放松了MM理论中所有的交易者都平等、无成本的获得相同信息的假设,认为管理当局与公司外部投资者之间存在着信息不对称,公司之所以支付股利,是为了通过股利这一他们认为不可模仿的手段向投资者传递公司盈利的信息。这一理论看来已经触及了问题的核心,即为什么大多数公司支付现金股利,但却解释不了为什么公司不采用其他的效果相当,而成本更低的手段传递信息。在市场变得更为有效、信息手段大大提高的同时,支付股利为什么作为恒定的信号手段,而且高速成长的行业、公司、股利支付率一般都比较低,按照信号理论却会做出相反的解释和预测。

代理成本理论认为,股利的支付能够有效地降低代理成本。首先,股利的支付减少了管理人员对自由现金流量的支配权,使其失去可用于谋取自身利益的资金来源,促进了资金的最佳配置;其次,大额股利的发放,使得公司内部资本由留存收益供给的可能性变小,为了满足新投资的资金需求,有必要寻求外部负债或权益融资。而进入资本市场进行融资意味着公司将接受更多的更严格的监督和检查。

但实际上,除了股利之外,还有更多的手段也能促使公司不断接受资本市场的监督,无需通过发放股利来降低代理成本。同时,这一理论很难获得直接或间接的经验数据进行实证测试。

显然在经典的理性金融理论框架之内,不能完全找到公司为什么支付股利的答案。

## 2 行为金融学理论的解释

由于在理性的框架之下,股利之谜不能得到完全的解释,于是人们对投资者和管理者的理性发出质疑,开始放松MM理论中财富的增加是通过股利,还是通过资本收益没有什么差别的假设。而近几十年来行为金融学的繁荣给这一方面的研究提供了理论基础。

20世纪80年代,以Miller、Thaler R、Shefrin H M、Statman M为代表的学者将行为科学引进和应用于股利政策研究中,着重从行为学的角度探讨股利政策。那些认识到股东需要股利的经理会支付或者增加股利使投资者满足<sup>[4]</sup>。维持经理和所有者关系的股利支付有助于增加公司的稳定性<sup>[5]</sup>。Frankfurter和Lane(1992)认为股利支付一部分是股利支付历史,一部分是平息股东的焦虑。其中代表性的观点有自我控制说、不确定性下选择的后悔厌恶理论和心理账户理论。

### 2.1 自我控制说

自我控制说认为,人类的行为不是完全理性的,有些行为虽然在长期之中会带来不良的后果,但人们还是不能自我控制。大多数个人一方面对未来有其长期规划目标;另一方面又有着实现当前需要的渴求。这种内在冲突要求他们能通过自我控制对当前的短期不良行为进行否定,以便将来获得更大的利益。

实现自我控制的方法是运用个体自身坚强的意志力克制不良行为。但在现实生活中,要完全做到这一点是比较困难的,对行为个体具有很大的负效用。那么他们往往求助于外在的一种制度或规则来对这种短期行为进行限制,以期实现长远的利益。

Shefrin和Statman(1984)用自我控制理论和不确定条件下的描述性理论解释了股利偏好,他们认为,现金股利可以使投资者克服自我控制问题,增加投资者的主观效用。对投资者来说,将预备用于未来之需的资金购买股票,规定只由收到的股利而非动用资本提供当前消费支出所需货币量,对于缺乏自我否定能力的人来说,这种规则大大降低对应

有意志力程度的要求,从而减小可能由于意志薄弱带来的损失数量。经常出售小额股票的不便利和相对较高的交易费用,在一定程度上能阻止原始资本的变现,限制当前消费所能动用的资金,支付股利的股利政策实际上为他们提供了一种外在的约束机制。进而,Shefrin 和 Statman(1984)推断,老年人需要定期现金收益以供晚年生活,而年轻投资者则由于很难自我控制消费,会选择股利较低的股票投资组合,以强迫自我储蓄。所以,投资组合的股利收益率会与投资者年龄呈正相关关系,而与工作所得负相关<sup>[9]</sup>。而这一结论也得到了相关的经验数据的支持。

在传统的金融理论中,股利和资本收益有同样的价值。但在引入自我控制理论之后,股利和资本收益时常并不能够相互代替(即使在没有交易成本和税收的情况下),因为自我控制的投资者要求延迟消费,股利比资本收益更乐于被接受,因为它提供了自动控制消费的手段,风险、成本和支付被分开来评估<sup>[7]</sup>。

显然,自我控制说不是以效应最大化的经济模型为基石,而是以行为理论为前提,从非理性角度来解释人们为什么偏好现金股利。

2.2 后悔厌恶

“后悔厌恶”是 Thaler 在 1980 年首先提出,后经 Loomes、Sugden(1982)、Kahneman 和 Tversky(1982)的发展而逐渐形成。“后悔厌恶”指当人们做出错误的决策时,对自己的行为感到痛苦。为了避免后悔,人们常常做出一些非理性行为。如投资者趋向于等待一定的信息到来后才做出决策,即便是这些信息对决策来讲并不重要,没有它们也能做出决策。后悔比受到损失更加痛苦,因为这种痛苦让人觉得要为损失承担责任。如果一个人想要避免后悔的痛苦,那就可能做出不理性的行为方式。

- 后悔厌恶理论的核心是以下 3 个定理。
- 定理 1: 胁迫情形下采取行动所引起的后悔比非胁迫情形下的要轻微。
- 定理 2: 没有做引起的后悔比做了错误行动引起的后悔要轻微。

定理 3: 个体需对行动的最终结果承担责任情形下引起的后悔比无需承担责任情形下要强烈。有利的结果会使责任者感到骄傲,不利的结果会使责任者感到后悔。如果后悔比骄傲大,责任者会尽量避免采取这一行动(图 1)。

图 1 中实线表示无需承担责任的函数,虚线表

示需要承担责任的函数。骄傲随着收益值的增加而增加,后悔随着损失值的增加而增加,后悔效力(以第三象限的两条函数的垂直距离表示)比骄傲效力(以第一象限的两条函数的垂直距离表示)要大。所以,对行动的最终结果承担责任的个体会尽量避免采取这一行动。

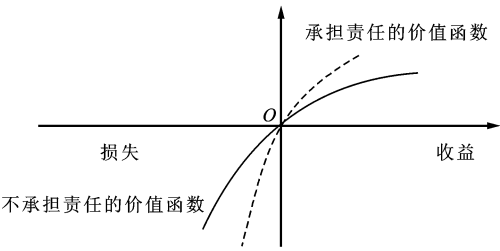


图 1 后悔厌恶理论图示

2.2.1 经理层的后悔厌恶

后悔理论意味着,当个人从几个具有不确定性结果的策略中进行选择时,如果结果证明他选择的策略相对于放弃策略的结果来说是次优的,他们会经历后悔。假定后悔是经理多元化效用函数中的一种变量,那么,由于经理在不确定的情况下避免后悔,追求骄傲,就会同时支付股利和从资本市场上筹集资金用于风险投资,当盈利不足以支付股利时借入资金继续支付股利。如果经理为了投资保留盈余,他们则放弃了支付高的股利。有证据显示股利增加能够引起股价上升,那么支付较高的股利对追求股东价值最大化的经理是有吸引力的。当一个不确定的投资机会的结果可能引起股价较大增长时,决策是复杂的,因为这个项目失败,则经理会由于放弃了股利支付而倍感后悔。当盈利下降的时候,经理要么选择削减股利,引起股价下降;要么借入资金继续支付股利。经理会由于继续支付股利,而公司度过了危机而骄傲于他们的判断。于是经理则选择了继续支付股利。

后悔理论的意义在于当选择偏离传统的做法时才会感觉到后悔,如果支付股利是一个标准的做法,则经理不会由于支付股利而放弃了有盈利的投资机会而后悔的,也不会由于削减股利而度过了危机而骄傲。

2.2.2 投资者的后悔厌恶

在不考虑税负和交易费用情况下,虽然现金股利和资本利得可以相互替代, Kahnemanh 和 Tversky1982 年的调查显示,股票的销售相对于股东对股利的消费更能引起投资者的后悔和焦虑。对大多数人来说为了消费出售股票会引起更大的后悔,股

票价格后来的上升加剧了股东的后悔心理。因为他们会设想本来可以不采取这一行动的。由于投资者一般都是后悔厌恶型的,所以他们偏好现金股利。显然,在这个模型中,股利和资本收益是不能相互替代的;后悔厌恶能够引起人们对股利的偏好。

### 2.3 心理账户

传统的经济理论假设资金是“可替代的”,也就是说所有的资金都是等价的,那么从赌场赢得的资金和辛苦劳动获得的工资收入是等价的,使用赌场赢得的资金和工资收入没有差别。

期望理论认为,事实上,在人们的眼里资金通常并不是那样可替代的,投资者习惯于在潜意识中将其资产组合放入不同的意识账户。他们会根据资金的来源、资金的所在和资金的用途等因素对资金进行归类,人们将一些本来价值相同的资产进行不同的估价。人们倾向于把他们的投资武断的分配到单独的心理账户中,并根据投资所在的账户分别地做出决策。一些账户的资产是用来养老的,一些账户的资产可以偶尔赌一把,一些账户的资产是用来接受高等教育的,还有一些账户的资产是为度假准备的。赌场赢得的资金、股票市场获得的横财、意想不到的遗产、所得税的返还等都会被估价得比常规的收入低。人们倾向于更轻率地消费和使用这些被低估的资产。这种现象被称为“心理账户”。

Shefrin 和 Statman 基于 Kahneman 和 Tversky(1979)的期望理论建立了一个崭新的分析框架<sup>[8]</sup>。Shefrin 和 Statman(1988)认为人们把他们的收入来源分为3类:当前的工资和薪金收入、资产收入和未来收入,并且区别地支出这些不同收入的现值。例如,人们不愿意支出未来收入,即使它肯定会到来。他们习惯于将资产划分为应对资产价格下跌的意识账户(持有现金和债券)和应对资产价格上涨的意识账户(持有股票、期权以及其他未定权益)。而投资者对这两类账户的风险偏好特性是马柯维兹协方差所不能解释的,前者个人投资者自然地认为是他们的投资组合中受最低风险保护的安全部分,表现为极度的风险厌恶;而后者是一个设计投资致富的风险部分,表现为极度的风险偏好。

对于股东要求分配股利的现象,Shefrin 和 Statman(1994)认为,投资者从心理上对资本收益和股利收益分为“资本账户”和“股利账户”两个局部账户,区

别理解资本账户损失和股利账户损失。人们认为资本账户是未来的收入,他不愿意支付未来的收入,如果由于公司削减股利而股东不得不出售股票用于消费的时候,这个时候股东心理上就会存在障碍,就会对该公司股票的价值低估。这一理论对人们为什么偏好现金股利、大多数公司支付股利和股利支付增加时股价上涨的现象给出了一定的解释。

## 3 结 语

经典的理性框架下的金融理论,不能够或者说不能够完全回答公司为什么支付股利的问题,但是从行为金融学的理论出发,从投资者方面来看,由于其自我控制的需要、后悔厌恶心理、心理账户的原因,使得其偏好于现金股利而不是资本利得;而作为管理者来说,一方面在迎合投资者的心理;另一方面由于其本身的后悔厌恶心理倾向于支付现金股利。

行为金融学理论,在一定程度上解释了人们为什么偏好现金股利、大多数公司支付股利和股利支付增加时股价上涨的现象。

### 参考文献:

- [1] Shefrin H M, Statman M. Explaining Investor Preference for Cash Dividends[J]. Journal of Financial Economics, 1984(13): 253-282.
- [2] 饶育蕾,刘达锋.行为金融学[M].上海:上海财经大学出版社,2003.
- [3] 黄树青.行为金融学与伦理金融学争论[J].经济学动态,2002,11(1): 60-63.
- [4] Frankfurter G M, Lane W R. The Rationality of Dividends[J]. International Review of Financial Analysis, 2002, 11(1): 115-129.
- [5] 王涛,李志平.利益相关者理论的缺陷与企业市场价值观点[J].长安大学学报:社会科学版,2005,7(4): 34-34.
- [6] 李常青.股利政策理论与实证研究[M].北京:中国人民大学出版社,2001.
- [7] Thaler R H, Shefrin H M. An Economic Theory of Self Control[J]. Journal of Political Economy, 1981(89): 392-410.
- [8] Kahneman D, Tversky A. An Analysis of Decision Making under Risk[J]. Econometrica, 1979, 47(2): 263-291.