

中小投资者对现金股利的心理反应的调查与分析

饶育蕾, 马吉庆

(中南大学商学院, 湖南长沙, 410083)

摘要: 对中小投资者股利政策的心理反应进行问卷调查并对其结果进行统计分析, 结果表明: 我国证券市场的投资者对现金股利存在心理值域, 且其心理账户明显不同于国外学者的研究结果; 投资者认为派现的股票要比根本不派现的股票好一些, 并认为现金股利的变化并未传递多少有关公司投资计划的信息; 投资者对现金股利的大幅变化没有好感, 他们赞同证监会把现金分红作为上市公司再筹资的必要条件的政策, 但仍有相当一部分投资者不注重派现收益。因此, 提高中小投资者对现金股利的理性反应, 还需要监管层和市场的正确引导。

关键词: 上市公司; 中小投资者; 现金股利; 股利政策

中图分类号: F830

文献标识码: A

文章编号: 1672-3104(2004)05-0610-05

在 20 世纪 60~70 年代, 西方股利理论之争主要集中在股利政策与股票价格是否相关的研究上。其观点主要有以戈登等为代表的“一鸟在手”论^[1]、以米勒和莫迪格利安尼为代表的股利无关论和税差理论^[2]。进入 20 世纪 80 年代后, 股利之争主要集中在股利为什么会引起股票价格变化, 其观点有信号理论、代理成本理论等^[3]。行为金融学认为, 很多心理因素如认知偏差(cognitive biases)、情绪(emotion)和信念(belief)会使人的经济行为产生偏差。从心理角度研究股利问题极大地扩展了财务学家的研究视野, 其中涉及股利政策研究的代表性的观点有 Miller 的理性预期理论(rational expectation)^[4]、Thaler 与 Kahneman 的自我控制说(self control)^[5]和 Kahneman 与 Tversky 的不确定性下选择的后悔厌恶理论(regret aversion)^[6]等。Malcolm 和 Jeffrey 认为现金股利是股票的一个显著特征, 因为投资者存在一种信念(belief): 派发股利的股票风险较小, 而且投资者用股利来判断公司经理的投资计划^[7]。Black 和 Scholes 提出: 制度上的限制也导致投资者通过股利对股票进行理性的分类^[8]。心理账户(mental accounting)、不完善的自我控制(imperfect self control)理论等对红利困惑进行了比较深入的分析^[9]。心理账户指的是人们根据资金的来源、所在和用途等因素对资金进行归类, 即在心理上把资金或购买的证券划分为不同的账户, 并且对不同的账户有不同的风险

偏好。心理账户对股利之谜给予解释: 投资者认为红利是真正的所得, 是用来作为生活的基本开支的, 而资本利得却是额外的收益。股东要求分红是因为他们认为股价下跌是资本账户的损失, 不分红则是红利账户的损失, 而投资者将现金红利看作是保证安全的一项收入。

中国证券市场正从投机时代向投资时代过渡, 理性程度有所增加, 但究竟投资者是如何看待公司的派现行为呢? 投资者是否认为高派现的公司业绩优良、现金充沛? 公司籍派现行为向投资者所传递的信息, 是否由于投资者的心理反应而被扭曲? 证监会把派现作为上市公司再筹资的必要条件, 投资者的心理反应如何? 是否达到了管理层的初衷? 本文试图通过问卷调查与统计分析, 了解中小投资者对上市公司派现行为的心理反应, 向上市公司和监管层提供投资者对派现行为及相关政策的看法。

一、调查的内容

本次调查涉及分红派现的五个方面的内容:

第一, 投资者对现金股利是否存在心理值域, 对多大范围的派现反应最为强烈。心理值域是作者借用物理学中的“阈值”并结合认知心理学而提出的一

个概念。它是指能够产生最大心理反应的某个物理刺激值域。投资者对现金股利的心理值域,就是指在某段时期内的既定的证券市场环境下,存在一个能够引起投资者最大反应的、比较稳定的派现范围。很多的投资者在直观看待派现数额时并不考虑股价,这也使“心理值域”得以稳定存在。

第二,投资者究竟如何看待派现很少的股票,上市公司是否有必要派发很少的现金。一些投资机构直接用“派发股利”来对股票进行分类,例如固定股利意味着“传统经济股”。Rosch 认为,分类加速了沟通和推断,这使得相关的物体由于具有一小部分共同的特征,而不是作为具有独有的一系列识别属性的个体,被归到同一范畴里面^[10]。投资者根据支付股利和不支付股利把股票分为两类,而不在意股利支付水平的高低。这也是“派现”能成为题材的一个根据。

第三,投资者认为现金股利的大幅增加和减少传递了什么样的信息,他们的心理判断如何。期望理论(prospect theory)认为有效的主观价值载体是财富的变化而非最终状态。即人们的理解器官是与对改变或差异的估价而不是绝对数量的估价相适应,过去的或现在的经验背景确定了一个适应水平或参照点,刺激则通过与这个参照点的对比而被感知^[11]。由于考察某只股票的派现情况时,投资者最可能把上一年的现金股利作为参考点,因此,投资者可能把派现削减看作损失而把派现增加看作收益。

第四,中国证券市场的投资者是否存在心理账户,有何特点?

第五,证监会把派现作为上市公司再筹资的必要条件,那么投资者如何看待,证监会是否取得了预期的政策效果。

针对投资者心理的股利政策问卷的调查时间为 2003 年 3 月 15 号~ 3 月 28 号,调查地点是长沙市 23 家证券公司营业部。根据当时各证券营业部的投资者随机发放问卷,投资者作答完毕后立即回收。总共回收问卷 572 份,有效回收率达到 92.3%。

针对每个题目,首先进行基本的描述性统计,为了检验每个题目各个选项所占比例的差异程度,本文运用 SPSS 统计软件中的非参数的检验。

二、 调查结果的分析

(一) 投资者对现金股利的心理值域

调查问题:比起根本不派现的股票,派现的股票

每 10 股至少派现多少,才引起您较大的关注? ① 1~ 3 元; ② 3~ 5 元; ③ 5~ 10 元; ④ 10 元以上; ⑤ 要看股价多高(统计结果见图 1)。

在 0.05 的显著水平下,通过了 χ^2 检验,说明各个选项之间有显著的差异。投资者整体比较理性,47% 的人看待派现金额的同时考虑股票的价格,也就是要看比价效应。但是每股派现的绝对值无疑是较为直观的概念,在具体的派现数值上,“3~ 5 元”的比例最大(26.6%)。可以认为 3~ 5 元是投资者关注派现的心理值域,3 元和 5 元分别是最低和最高的心理临界点。派现低于 3 元在投资者心理激不起“波澜”,而派现高于 5 元,不仅使企业流出大量现金,而且可能物极必反,引起投资者对恶意派现的猜忌。

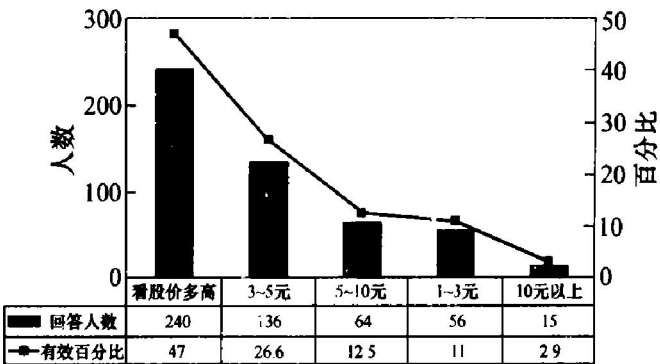


图 1 投资者对现金股利的心理值域

(二) 投资者如何看待派现很少的股票

调查问题:如果您持有的股票派现,但是少得可怜,您认为: ① 不管怎样,比起不派现的股票好一些; ② 派现太少,跟不派现的几乎无区别; ③ 派现太少,还不如不派现的股票; ④ 我不关心派现多少; ⑤ 其它(统计结果见图 2)。

在 0.05 显著水平下,通过了非参数检验。对派现很少的股票,没有直接表明态度而表示“不关心派现多少”的比例占了 32.5%,说明仍有相当一部分投资者不注重派现金额的大小,心理上还没有认同现金股利收益。从直接表明态度的各个比例看来,“派现比不派现的好”占 25.7%,表明投资者对上市公司的派现行为还是持肯定态度。

近年来派现的公司增加并且高派现此起彼伏,当我们根据派现与否把股票分为两类时,会产生同类效应(homogeneity effect)和组内偏爱(in-group favoritism)^[12]。派现很少的股票,终究要被归为派现一类,而派现本身毕竟是一个令投资者喜欢的特征,因此派现的股票要比根本不派现的股票要受欢迎一些。而且,在目前公布年报、分配预案都可以成为炒

作的题材。投资者喜欢的是“派现”这个题材,而不一定在乎派现金额的多少、股利支付水平的高低,这无形中会影响投资者的偏好和情绪。

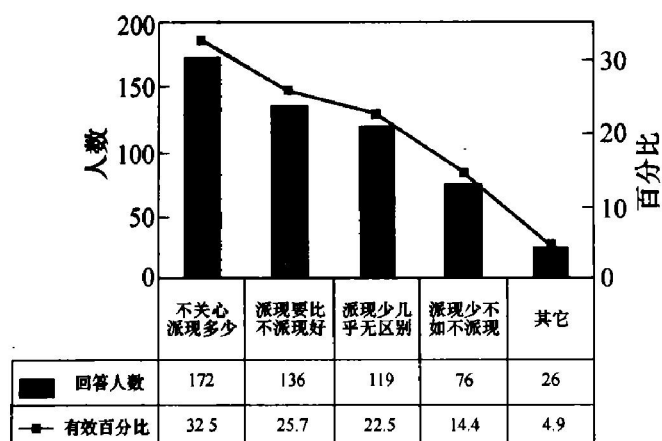


图2 投资者如何看待派现很少的股票

(三) 投资者对现金股利大幅变化的心理判断调查问题:

(1) 如果您所持有的股票某年发放的现金股利比上一年有大幅削减, 您认为最可能的是: ① 公司有好的项目需要投资; ② 公司业绩滑坡; ③ 控股股东的需要; ④ 只有账面利润, 缺乏现金; ⑤ 公司想留存现金; ⑥ 其它。

(2) 如果您所持有的股票某年发放的现金股利比上一年有大幅增加, 您认为最可能的是: ① 公司经营稳健, 现金充裕; ② 公司投资项目少; ③ 公司善待股东; ④ 公司为增发配股做准备; ⑤ 控股股东的需要; ⑥ 其它。

先看派现大幅削减时, 投资者的心理判断(见图3)。在0.05显著水平下, 通过了 χ^2 检验。如果派现相对于上一年大幅削减, 有多达41.1%的投资者认为是公司“业绩滑坡”, 其次是公司“只有账面利润, 缺乏现金”。这说明上一年比较高的派现赢得了投资者的好感, 起码他们认为上一年公司业绩还可以, 也有现金。但是公司“有好的项目需要投资”和“公司想留存现金”的比例都很低。

再看派现大幅增加时, 投资者的心理判断(见图4)。在0.05显著水平下, 通过了 χ^2 检验。

投资者认为派现大幅增加是因为“公司经营稳健, 现金充裕”的最多, 其次是“为了增发配股”, 再次是“控股股东需要”, 选择“善待股东”和“投资项目少”的比例都很低。这说明投资者多数认为派现大幅增加传递了公司经营状况很好的信息, 同时也说明有相当一部分公司派现的同时进行配股圈钱或者

控股股东通过派现套现。比较图3和图4, 可以看出: 第一, 投资者认为现金股利的变化并未传递多少有关公司投资计划的信息, 认为公司是否有现金以及是否派现与投资机会没有多大关联; 第二, 投资者对现金股利的大幅变化没有好感。派现大幅削减, 投资者的主要反应就是公司业绩滑坡或缺乏现金等坏形象; 而派现增加, 投资者认为公司经营稳健或现金充裕的比例并不是很大, 却有22.4%认为公司为增发配股做准备; 第三, 投资者认为控股股东的话语权比较大。无论派现大幅削减还是大幅增加, 控股股东的作用都排序第三。即使派现大幅增加, 投资者认为公司善待控股股东而不是全部股东, 这充分反映了我国上市公司股权结构的特点。

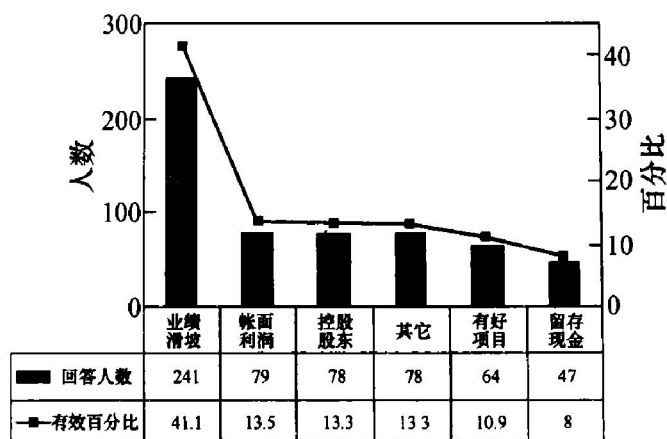


图3 派现大幅削减时投资者的心理判断

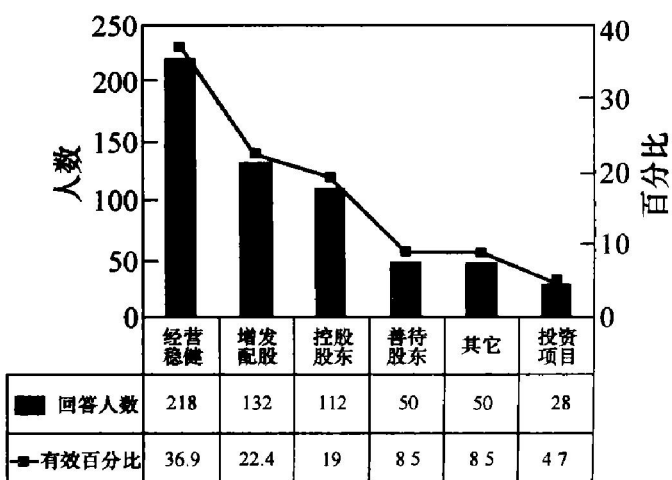


图4 派现大幅增加时投资者的心理判断

(四) 中国证券市场的投资者对现金股利的心理账户

调查问题: 对于派现所得, 您一般是: ① 继续买股; ② 取出部分现金 ③ 全部取出来。

统计结果见图5。在0.05显著水平下, 通过了 χ^2 检验。可以看出: 投资者绝大多数都用派现所得

继续买股, 其次是取出部分现金, 只有很小的比例取出全部现金红利。这与国外学者研究的“股利之谜”刚好形成对比。在美国等股利支付率较高的国家, 投资者大都拿现金股利进行日常消费。典型的是传统行业中经常派现的股票被戏称为“鳏寡孤独”的股票, 意思是说那些老年人或者带着小孩的单身妇女偏爱经常派现的股票, 要靠现金股利来维持日常生活。他们把股利和资本利得放到了不同的心理账户, 前者为收入帐户, 后者为资本帐户。而我国投资者把现金股利用于继续买股, 表明他们把股利帐户和资本帐户混在一起。本文认为其原因有三个: 第一, 我国的上市公司一般按年度支付股利, 而且历年来我国上市公司整体来说分红派现很少, 相对于高市盈率下的购股成本而言, 股利收益是微不足道的, 现金股利对投资者并不意味着是一种比较重要的收益形式。而美国上市公司按季度支付股利, 投资者可以把现金股利当作正常收入用来日常消费。第二, 投资者存在严重的投机心理, 投资股票的目的主要是获得股票价格涨跌中的资本利得, 投资者选择股票的首要因素不是该公司是否派现, 而是该公司股价是否预期会上涨。而对于派现所得, 投资者并不作为一种收益形式, 而是把它作为进一步投资股票、追求资本利得的资金来源。第三, 我国股票市场不稳定性和不规范, 既给上市公司提供了不分或少分红利的机会, 也给投资者追求价差收益提供了投机机会。

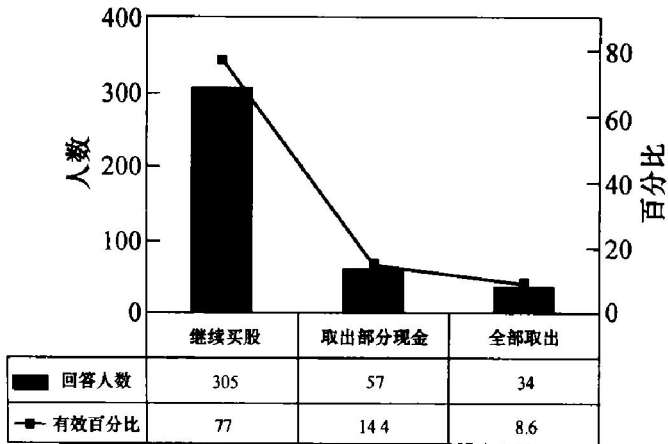


图 5 投资者如何对待特派现所得

(五) 投资者如何看待派现作为上市公司再筹资的必要条件

调查问题: 中国证监会把派现作为上市公司再筹资的必要条件, 您如何看待: ①可以增强我们的信心; ②保护了我们的利益; ③减弱了股市的圈钱

风气; ④减少了上市公司股利分配的随意性; ⑤促使上市公司合理使用现金; ⑥派现与否是企业行为, 监管部门根本不应该插手; ⑦虽然监管部门应该管, 但是每个企业经营状况不同, 因此不能“一刀切”; ⑧无所谓, 派现并不是我投资的主要目的。

统计结果见图 6。在 0.05 显著水平下, 通过了 χ^2 检验。可以看出: 有 25.4% 的投资者认为派现并不是他们投资的主要目的, 说明目前中国证券市场上还有部分投资者自我保护意识不够, 不在乎是否派现, 仍然追逐投机收益。从其它选项所占比例来看, 投资者还是赞成证监会这一政策的, 认为可以保护他们的利益, 增强了投资者的信心, 减弱了股市的圈钱风气, 而这些正是证监会制定这一政策的初衷。

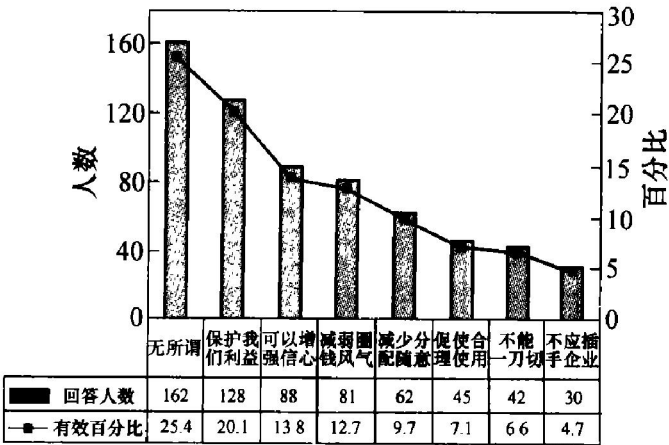


图 6 投资者如何看待证监会把派现作为上市公司再筹资的必要条件

三、结论与思考

从调查结果表明, 证监会对上市公司分配行为的监管取得了部分成效, 投资者的态度和理念已经发生了变化, 相对看好支付股利的股票, 但是认为现金股利的变化并未传递多少有关上市公司实质内容的信息, 仍然担心上市公司利用派现来达到增资配股的目的。

但值得思考的是, 仍有一部分投资者没有加强自我保护意识, 对派现收益表现出无所谓的态度, 而我国上市公司也大多不分配, 股利支付率也很低。对于这种不成熟、不规范的现状, 投资者抱怨说上市公司只知道圈钱配股, 分红派现也只是做做样子, 他们也只好追逐资本利得; 而上市公司反驳说投资者本来就没有正确的投资理念, 买股就是为了投机。虽然很多的实证文章证明分红派现有信号传递效应, 但对股价的维持升高效果不明显; 同时实证结果又不能说明其中的因果关系: 究竟是投资者不注重

派现的行为导致上市公司倾向于不分配还是上市公司的不分配行为导致投资者只能追求资本利得?

证监会制定监管上市公司分配行为的一系列政策,但值得思考的一个问题是,上市公司是否派现毕竟是企业行为,不属于监管部门的监管范畴。虽然投资者赞同证监会的做法,但是对于属于夕阳行业的上市公司,比如钢铁、石化、造纸等行业,它们急需大量现金进行资产重组、战略转型或技术改造,以及高科技等朝阳行业的上市公司,它们在初创期是不可能节余大量现金的,证监会的一刀切是否合适?因此笔者建议:首先,应继续加强证券市场的监督和管理,引导上市公司加强信息披露,要求他们公布从战略发展考虑的长期股利分配政策,以引导公司每年度的利润分配计划。此外,可以暂时减免投资者分红派现的所得税。这样,投资者就会主动追求股利收益,上市公司不派现就会面临巨大的市场压力。同时,也可通过立法强制要求上市公司支付现金股利,迫使公司善待股东,实现股利分配行为的理性化。其次,公司制定股利政策时,既要从公司经营的角度和大股东的利益出发,也要充分考虑到中小投资者的利益,赢得各方面投资者的理解与支持,从而获得较好的市场性。最后,投资者也需要及时转变投资理念,加强自我保护意识,并善于运用法律武器维护自身利益使之不受损害。在态度和信念上,要看好与认可经常派现、善待股东的股票,在行为上学会用脚投票,对上市公司形成压力,迫使上市公司规范其股利分配行为。

参考文献:

- [1] Modigliani F, Miller M. The cost of capital, corporate finance and the theory of investment [J]. *American Economic Review*, 1958, 48(3): 261-297.
- [2] Gordon M J. Optimal investment and financing policy [J]. *Journal of Finance*, 1963, 18(2): 264-272.
- [3] Jensen M C, Meckling W H. Theory of the firm: managerial behavior, agency costs and ownership structure [J]. *Journal of Financial Economics*, 1976, 82(3): 305-360.
- [4] Miller M H. Can management use dividends to influence the value of the firm?, in the revolution in corporate finance [M]. Basil Blackwell, 1987. 299-303.
- [5] Thaler R, Kahneman D. The framing of decisions and the psychology of choice [J]. *Science*, 1981, 211: 453-458.
- [6] Kahneman D, Tversky A. The psychology of preferences [J]. *Scientific American*, 1982, 246: 167-173.
- [7] Malcolm Baker, Jeffrey Wurgler. A catering theory of dividends[J/OL]. <http://www.nber.org>.
- [8] Black Fischer, Myron S. Scholes. The effects of dividend yield and dividend policy on common stock prices and returns [J]. *Journal of Financial Economics*, 1974, 1(1): 1-22.
- [9] Thaler Richard. Mental accounting and consumer choice [J]. *Marketing Science*, 1985, 4(3): 199-214.
- [10] Rosch, Eleanor. Principles of categorization, in Eleanor Rosch and Barbara B. Lloyd, eds: *Cognition and Categorization* [M]. Lawrence Erlbaum Associates, Hillsdale, NJ, 1978.
- [11] Rabin M. Psychology and economics [J]. *Journal of Economic Literature*, 1998. 11-46.
- [12] 埃利奥特·阿伦森. 郑日昌, 等, 译. 社会性动物[M]. 北京: 新华出版社, 2001.

The analysis of the psychological responses of Chinese scattered investors to cash dividend

RAO Yu-lei, MA Ji-qing

(School of Business, Central South University, Changsha 410083, China)

Abstract: The thesis analyses the statistic of a questionnaire survey, which investigated scattered investors' psychological responses to dividend policy. The analysis shows that (1) investors of Chinese listed firms do have mental scale of cash dividends and their mental accountings differ distinctly from those in the studies of foreign scholars; (2) Chinese investors prefer stocks that pay dividends to those that pay no dividends, and the changes of cash dividends don't transfer much information of companies' investment plans; (3) Chinese investors don't favor great changes of cash dividends and some of them pay no attention to dividends though they agree the fact that cash-paying is necessary for re-financing.

Key words: listed firms; scattered investors; cash dividends; dividend policy

[编辑: 汪晓]