

# 现金股利迎合与股价信息效率

吕 纤, 向东进

**摘 要:** 本文基于股利迎合的角度探讨上市公司股利支付行为对股价信息效率的影响, 通过对 2013—2015 年沪深两市 A 股上市公司样本进行研究, 发现我国资本市场上存在明显的股利迎合行为, 受迎合动机的影响, 公司发放现金股利会增大股价同步性降低股价信息效率, 并且在控股股东持股比例较低的公司中, 现金股利迎合对股价信息效率的负面影响更大, 此外股利迎合行为还导致公司股价崩盘风险上升, 进一步证实了现金股利迎合与股价信息效率间的负相关关系。所得研究成果有助于深入理解我国上市公司现金股利支付行为, 在规范上市公司股利行为、维护中小投资者利益和促进资本市场健康有序发展方面具有一定的政策借鉴意义。

**关键词:** 现金股利; 迎合动机; 股价同步性; 股价信息效率

**中图分类号:** F830.91 **文献标识码:** A **文章编号:** 1671-0169(2017)06-0170-09

**DOI:**10.16493/j.cnki.42-1627/c.2017.06.016

## 一、引 言

现金股利是上市公司进行利润分配的重要方式, 反映了公司当前的盈余状况和管理者对未来现金流的预期。在公司内部与外部市场之间存在信息不对称的情况下, 这些有关公司发展前景的信息能够通过公司股利决策传递给市场上的投资者, 并反映在股票价格变动中。考虑了代理问题的影响后, 无论现金股利是否起到公司治理的替代作用, 都意味着公司信息透明度较高, 管理者隐藏信息的可能性较低, 公司股价信息效率较高。

但在实践中, 学者们发现投资者对不同收益方式具有偏好, 理性的公司管理者可能会基于投资者的需求进行股利决策<sup>[1][2]</sup>。当投资者愿意以较高的价格购买那些发放现金股利的股票时, 管理者会迎合这种股利需求而发放现金股利。反之, 当投资者愿意以较高的价格购买那些不发放现金股利的股票时, 管理者会迎合投资者的需求选择不发放现金股利。

在迎合动机影响下, 公司是否发放现金股利主要取决于投资者对现金股利的偏好程度, 而不再取决于公司当期盈余状况和管理者对未来现金流的预期。事实上, 市场上数量众多的中小投资者往往不具备高水平的专业知识, 容易受自身认知局限等因素做出非理性决策, 导致投资者股利偏好的形成和变化与公司基本面状况相关性较小。这种情况下, 公司股利决策与公司基本面情况脱节, 发放现金股利不仅不能缓解公司与外部市场之间的信息不对称, 反而增大了管理者隐藏信息的可能性, 降低了股票价格的定价效率。

**作者简介:** 吕纤, 武汉大学经济与管理学院博士研究生 (湖北 武汉 430072); 向东进, 中国地质大学 (武汉) 数理学院教授 (湖北 武汉 430074)

我国资本市场发展时间较短，上市公司监管制度尚不完善，尤其是公司分红政策的制定明显滞后，导致我国上市公司存在分红意识淡薄、将现金股利分红作为推高股价的投机手段等不良现象，上市公司股利决策存在较大的迎合动机。并且，我国中小投资者参与资本市场活动的时间还较短，具备的专业知识水平较低，在收益形式方面尤其关心资本利得。在这样的背景条件下，研究我国上市公司现金股利迎合行为与股票市场信息效率的关系对于规范上市公司股利行为、维护中小股东利益和促进资本市场健康有序发展具有重大意义。

本文以 2013—2015 年我国沪深两市 A 股上市公司为研究样本，从迎合的角度出发研究公司现金股利政策对股价信息效率的影响。本文研究发现，我国资本市场上存在显著的现金股利迎合行为，这种股利迎合行为会增大公司股价同步性导致股价信息效率降低，并且在控股股东持股比例较低的情况下，现金股利迎合对股价信息效率的负面影响更大。考虑到股价同步性可能不是一个稳健的股价信息效率衡量指标，本文还从股价崩盘风险角度进一步验证了现金股利迎合与股价信息效率之间的负相关关系。

本文主要贡献在于：第一，本文从迎合理论出发探讨公司股利决策对股价信息效率的影响，为相关研究提供了新的分析思路。现有的关于现金股利对股价信息效率影响的研究都基于投资者理性的假设，没有考虑迎合动机对二者关系的影响。第二，本文研究发现，在投资者股利偏好影响下的现金股利发放对公司股价信息具有明显的负向影响，不仅会增大公司股价同步性还会导致股价崩盘风险的上升。第三，以往研究认为投资者股利偏好难以直接衡量因而大多采用账面市值比之差来间接衡量，本文通过百度异常搜索量构建的指标能更直接地描述投资者股利偏好及其变化，为我国资本市场上现金股利迎合现象提供了新的经验证据。

## 二、理论分析与研究假设

学者们围绕公司股利与股价信息效率的关系已经进行了一些研究，如 Lintner<sup>[3]</sup>指出，影响上市公司股利决策最重要的因素是公司的净利润，只有当公司预期未来盈余将持续增长时才会逐步增加股利支付率。因此，公司是否发放股利以及对发放比例的调整都向市场传递出未来发展前景好坏的信号，投资者能通过公司股利政策获知关于公司基本面的信息，并基于此对公司股票进行定价。Miller 等<sup>[4]</sup>的研究也表明，股利可以向市场提供公司资源来源与使用状况的信息，使得市场能够据此对当期和未来盈余状况做出估计。根据这些研究，公司股利发放能够增加股票价格中的信息含量。Pastor 等<sup>[5]</sup>进一步指出，公司发放现金股利能够提高投资者对公司盈利水平的“认知学习”能力，进而增强股票价格与公司基本面情况的相关性。在考虑了代理问题的影响后，Kim 等<sup>[6]</sup>研究发现，现金股利的发放能够制约管理者滥用自由现金流的行为，避免管理者在过度投资情况下隐藏坏消息。

在对我国上市公司进行考察时，宋逢明等<sup>[7]</sup>研究发现，若上市公司不发放现金股利，投资者只能通过买卖股票的价差来获取投资收益，这使得投资者可能忽视公司基本面信息转而进行投机性交易，导致股票价格与公司基本面信息相关性较低，而稳定的现金股利使投资者得以直接分享公司利润，引导投资者关注公司基本面信息，此时股票价格与公司基本面信息相关性较高。但程浩然<sup>[8]</sup>以 2003—2011 年我国上市公司数据为样本发现，我国上市公司股利政策对股价同步性的影响由正相关变为负相关，他指出这一转变是股票市场有效性增强的结果。

可以看到，学者们对于现金股利和股价信息效率间关系的研究存在争议，并且上述研究均假设投资者是理性的，即对于收益形式是股利还是资本利得并没有偏好。但在实践中，学者们发现投资者受诸如税率、风险偏好等因素的影响会在股利收益和资本利得间权衡选择<sup>[9][10]</sup>。随着行为金融

理论的发展, Baker等<sup>[2]</sup>进一步放松投资者理性假设提出了股利迎合理论,指出管理者支付股利的行为由投资者对股利需求所驱动,当投资者愿意为支付股利的公司股票付出股利溢价时管理者才倾向于发放股利。Li等<sup>[11]</sup>则在此基础上将股利支付变动与股利溢价联系在一起,进一步验证了股利溢价是管理者股利决策中所考虑的重要内容。后续学者们基于全球市场数据对股利迎合理论进行了检验,所得结果不尽相同。例如Kumar等<sup>[12]</sup>以美国上市公司为样本进行检验,发现迎合理论对公司股利政策依然具有较强的解释力。而Kim等<sup>[13]</sup>研究发现,韩国上市公司不存在股利迎合行为,公司股票价格与股利支付率之间存在J型关系。

学者们在我国上市公司股利政策是否具有迎合动机的问题上也存在争议,早期研究指出公司是否发放股利与反映投资者偏好的市场反应间不存在显著关系<sup>[14]</sup>,由于控股股东与中小投资者之间普遍存在利益分歧,公司股利决策主要考虑大股东股利需求,受中小投资者股利偏好影响很小<sup>[15]</sup>。但近年来,随着股权分置改革的完成,大股东与中小投资者利益趋于一致,越来越多研究结果显示迎合理论对我国上市公司股利决策有较强的解释力<sup>[16][17]</sup>。我国上市公司股利监管政策尚不完善,一直以来存在公司将股利分红作为推高股价的投机手段的不良现象。同时,随着互联网技术的发展与应用,媒体甚至网络舆论成为公司外部监督机制的新主体,控股股东可能迫于外部治理压力选择迎合投资者的情绪和偏好<sup>[18]</sup>,使得公司决策受中小投资者意见的影响日益增强。因此,本文提出如下假说:

H1:我国上市公司现金股利的发放会受到投资者股利偏好的影响,资本市场上存在显著的股利迎合行为。

根据迎合理论,投资者的股利偏好不是固定不变的,投资者股利偏好的形成往往与公司基本面情况无关,而是受到自身背景、专业能力、认知水平等因素的影响<sup>[2]</sup>。我国股票市场制度政策尚不完善,中小投资者具备的专业知识水平较低、非理性特征较强,因而投资者股利偏好与公司实际情况关联性较低。此时,公司发放现金股利的行为主要受到投资者情绪和偏好的驱动,往往不能真实反映公司基本面情况,无法向市场传递其未来盈利的特质信息。但学者们还发现,投资者基于逆向选择的考虑会在预期代理冲突较严重时更偏好股利<sup>[19]</sup>。这种情况下的股利迎合能够发挥治理作用,提高公司信息透明度,进而提升公司股价信息效率。此外,也有学者认为股利迎合行为是公司治理水平提高的结果<sup>[20]</sup>,此时迎合动机下的股利发放与公司信息透明度呈正相关。据此,本文提出如下对立假说:

H2a:迎合动机影响下,我国上市公司发放现金股利的行为会降低股价信息效率。

H2b:迎合动机影响下,我国上市公司发放现金股利能够发挥治理作用,从而提高股价信息效率。

代理问题是决策者对公司信息进行管理的主要原因<sup>[21]</sup>,控股股东基于自利动机倾向于降低公司信息透明度掩盖负面消息<sup>[22]</sup>。当所持股比例较低时,控股股东更多地表现出利益侵占效应<sup>[19]</sup>,更可能是出于隐藏公司不利消息获取控制权私利的动机而迎合投资者股利偏好,导致股价信息效率进一步降低。当所持股比例较高时,控股股东通过较差的公司信息环境获取私利的成本也随之增大,以掩盖公司信息为目的进行股利迎合的必要性较低。不过,控股股东也可能迫于治理压力选择迎合投资者股利偏好。这种情况下,现金股利迎合能够减少控股股东的利益侵占行为。与持股比例较高的控股股东相比,持股比例较低的控股股东具有更强烈的动机隐藏公司信息,迎合投资者偏好发放现金股利具有的治理意义更大。因此,控股股东持股比例较低的公司中现金股利迎合提高股价信息效率的作用比控股股东持股比例较高公司中更大。综合上述分析,本文提出如下假说:

H3a:控股股东在持股比例较低时具有更强的动机隐藏公司信息,现金股利迎合对股价信息效率的负面作用在控股股东持股比例较低公司更大。

H3b:现金股利迎合有助于抑制控股股东隐藏公司信息的行为,对控股股东持股比例较低公司股价信息效率的提升作用更大。

### 三、数据、样本及变量

#### (一) 数据来源与样本选择

本文选取 2013—2015 年我国沪深两市 A 股上市公司为研究样本，探讨迎合动机下现金股利与股价信息效率间的关系。本文所采用的公司样本数据均来源于国泰安数据库（CSMAR），百度搜索量数据来源于百度指数官网。公司样本筛选规则如下：（1）鉴于金融类上市公司的特殊性，本文只对沪深两市非金融类 A 股公司进行考察，因而剔除所有金融类上市公司；（2）由于亏损类上市公司数据与其他公司差异较大，故剔除 ST 或 \*ST 上市公司；（3）为避免市场之间相互联系对研究结果的影响，筛选同时发行 B 股或 H 股的上市公司；（4）由于本文着重考察现金股利迎合与股价信息效率的关系，故剔除以转增和送股等方式分配利润的样本；（5）剔除年度交易周数少于 30 的样本公司；（6）剔除数据缺失或明显异常的上市公司。

经过筛选处理，本文最终得到 1 399 家公司的 2 802 个样本数据。

#### (二) 变量定义

1. 现金股利发放的衡量。本文采用虚拟变量  $Div$  度量公司现金股利发放行为，若公司在当期发放了现金股利记为 1，反之则记为 0。

2. 股价信息效率的衡量。Roll<sup>[23]</sup>在对 CAPM 模型进行验证时发现，股票价格的大部分波动是由公司特质信息引起的，市场只能解释其中约 20% 的部分。他提出用 CAPM 模型的拟合系数  $R^2$  作为衡量股价信息效率的指标， $R^2$  越小则股价中包含的公司特质信息就越多。借鉴前人的研究方法，本文采用 CAPM 模型的拟合系数即股价同步性度量股价信息效率，具体方程如下所示：

$$R_{i,t} = \alpha_{0,i} + \alpha_{1,j} \times R_{m,t} + \epsilon_i \quad (1)$$

其中， $R_{i,t}$  是公司  $i$  在第  $t$  周的收益率， $R_{m,t}$  是第  $t$  周综合市场收益率。为满足回归分析的正态分布要求，本文借鉴已有研究对  $R^2$  进行对数转换：

$$Syn_i = \ln[R_i^2 / (1 - R_i^2)] \quad (2)$$

3. 投资者股利偏好的衡量。根据迎合理论，在股利偏好的驱动下，投资者会为股利政策与偏好一致的公司股票支付一定的股利溢价，导致支付股利公司与不支付股利公司在股票价格上具有差异。因此，Baker 等<sup>[2]</sup>、Li 等<sup>[11]</sup>、黄娟娟等<sup>[15]</sup>等学者都采用发放股利公司与不发放股利公司市值账面价值比的自然对数的平均值之差衡量投资者股利偏好。随着互联网技术的发展，大多数中小投资者习惯于通过网络渠道反映其真实想法，因此利用网络数据能够更直接地衡量投资者股利偏好。Kumar<sup>[12]</sup>研究发现，在 Google 指数基础上构造的异常搜索量能够反映投资者的股利偏好。而在我国，百度指数能够较好解释股票收益率的变动<sup>[24]</sup>，因此本文借鉴 Kumar 等<sup>[12]</sup>的方法采用百度异常搜索量构建投资者股利偏好指标  $DIVPRE$ 。具体方法如下：

$$DIVPRE_t = \ln(SVI_t) - \ln(SVI_{t-1}) \quad (3)$$

其中， $SVI$  是期间内关键词搜索量的平均值。我国中小投资者更习惯使用“分红”、“红利”和“派息”作为现金股利的代称，关键词“股利”、“派现”和“股息”的搜索量较小，故只选取关键词“分红”、“红利”和“派息”的搜索量进行统计。

4. 其他变量及其定义。本文涉及的其他变量及其定义如表 1 所示。

#### (三) 变量特征

表 2 汇报了本文主要变量的描述性统计，可以看到，样本公司的股价同步性  $R^2$  均值为 0.295 0，与已有研究所得基本一致。虚拟变量  $Div$  均值远大于 0.5，说明样本公司中发放现金股利的公司占多数。投资者股利偏好  $DIVPRE$  最小值为 0.003 9，最大值为 0.223 9，表明投资者对股

利的偏好是变化的，与本文的分析一致。

表 1 其他变量及其定义

变量符号	变量定义
<i>Size</i>	公司规模，等于公司总资产的自然对数
<i>Lev</i>	公司资产负债率
<i>EA</i>	公司净利润与总资产的比值，用于衡量公司盈利能力
<i>TobinQ</i>	公司托宾 Q 值
<i>BM</i>	公司账面市值比
<i>H</i>	公司第一大股东持股比例的平方
<i>Timetrend</i>	年份与 2012 的差值，用于衡量时间趋势

表 2 主要变量描述性统计

变量	观测值	均值	标准差	最小值	最大值
$R^2$	2 802	0.295 0	0.188 8	0.006 8	0.817 1
<i>Syn</i>	2 802	-1.141 3	1.200 6	-4.985 5	1.496 9
<i>Div</i>	2 802	0.919 1	0.272 8	0	1
<i>DIVPRE</i>	2 802	0.072 4	0.100 9	0.003 9	0.223 9
<i>Size</i>	2 802	22.416 5	1.152 5	19.287 8	27.703 3
<i>Lev</i>	2 802	0.446 8	0.199 0	0.009 1	0.952 6
<i>EA</i>	2 802	0.062 7	0.042 6	0.000 3	0.446 2
<i>TobinQ</i>	2 802	2.309 3	0.148 8	0.699 2	17.369 7
<i>BM</i>	2 802	0.441 4	0.272 0	0.036 2	3.257 2
<i>H</i>	2 802	0.167 3	0.134 5	0.001 9	0.799 4

#### 四、实证检验结果及分析

##### （一）公司现金股利发放的迎合动机检验

本文首先利用沪深两市未发行 B 股或 H 股且当期末以送转形式分配利润的上市公司数据计算各年度支付现金股利公司的特征系数，然后带入后一期样本公司特征均值计算理论支付比例，具体模型如下：

$$Pr(Div = 1)_t = \text{Logit}(\alpha_1 + \alpha_2 Size_t + \alpha_3 TobinQ_t + \alpha_4 Lev_t + \alpha_5 EA_t + \alpha_6 H_t) + u \quad (4)$$

$$EXP\_Pr_{t+1} = \text{Logit}(a_1 + a_2 Mean\_Size_t + a_3 Mean\_TobinQ_t + a_4 Mean\_Lev_t + a_5 Mean\_EA_t + a_6 Mean\_H_t) \quad (5)$$

为检验我国上市公司现金股利发放的迎合动机，本文采用实际支付比例 ( $Pr(Div = 1)$ ) 减去理论支付比例 ( $EXP\_Pr$ ) 得到市场平均股利支付意愿 ( $PTP$ )，并利用市场平均股利支付意愿 ( $PTP$ ) 与基于百度异常搜索量的投资者股利偏好 ( $DIVPRE$ ) 构建如下回归模型：

$$PTP_t = \alpha + \beta DIVPRE_{t-1} + u \quad (6)$$

表 3 展示了市场平均股利支付意愿和投资者股利偏好的回

表 3 公司现金股利发放的迎合动机检验结果

	PTP
<i>DIVPRE</i>	0.174* (0.018 6)
Constant	-0.054 2** (0.002 72)
Observations	3
R-squared	0.989

注：\*\*\*、\*\*、\* 分别表示回归系数显著水平为 1%、5%、10%，括号内的数值为  $t$  检验值。

归结果，从表中可以看出， $DIVPRE$  系数在 10% 的置信区间内显著为正，公司发放现金股利的意愿与投资者股利偏好之间存在正相关关系。这表明公司倾向于在投资者股利偏好较大的情况下发放现金股利，而在投资者股利偏好为负的时候停止发放现金股利，表现出明显的迎合动机，与本文的假说 H1 相符。

#### (二) 迎合动机下现金股利发放与股价同步性

为研究迎合动机下现金股利发放对股价同步性的影响，本文考虑现金股利虚拟变量与投资者股利偏好的交互作用，构建如下方程进行实证分析：

$$Syn_t = \alpha + \beta_1 Div_t + \beta_2 Div_t * DIVPRE_{t-1} + \beta_3 Size_t + \beta_4 Lev_t + \beta_5 EA_t + \beta_6 BM_t + Timetrend_t + \sum Industry + \varepsilon \quad (7)$$

表 4 展示了公司现金股利迎合与股价同步性的回归结果，从表中可以看到，股价同步性与公司现金股利发放行为 ( $Div$ ) 显著负相关，但在考虑了投资者股利偏好的影响后，公司迎合动机下的股利支付行为 ( $Div * DIVPRE$ ) 反而增大了股价同步性。这表明，我国投资者股利偏好深受非理性因素的影响，脱离了公司基本面情况，公司迎合投资者股利偏好的现金股利发放行为无法向市场有效传递公司特质信息，反而混淆了公司盈余信息，导致股价信息效率降低。因此拒绝假说 H2b，接受假说 H2a。

#### (三) 不同控股股东持股比例下现金股利迎合与股价同步性关系

为考察现金股利迎合与股价信息效率间关系在不同控股股东持股比例情况下的差异，本文构建以下方程进行实证检验：

$$Syn_t = \alpha + \beta_1 Div_t + \beta_2 Div_t * DIVPRE_{t-1} + \beta_3 Div_t * DIVPRE_{t-1} * HD_t + \beta_4 Size_t + \beta_5 Lev_t + \beta_6 EA_t + \beta_7 BM_t + Timetrend_t + \sum Industry + \varepsilon \quad (8)$$

其中， $HD$  是控股股东持股比例的哑变量，当样本公司第一大控股股东持股比例低于总体样本的算术平均值时， $HD$  取 1，否则为 0。

从表 5 中可以看到，现金股利 ( $Div$ ) 系数为 -0.383，交乘项  $Div * DIVPRE$  系数为 8.717，均在 1% 的置信水平上显著，说明现金股利能够提高信息透明度降低股价同步性，但迎合行为会导致股价同步性升高。交乘项  $Div * DIVPRE * HD$  系数显著为正 (0.434)，表明现金股利迎合在控股股东持股比例较低的情况下对股价信息效率的负面作用更大。这是因为，控股股东在持股比例较低时表现出更为明显的利益侵占效应，出于自利动机更倾向于通过迎合投资者股利偏好隐藏公司信息，但随着持股比例的提高，控股股东获取控制权私利的成本也随之增大，利用股利迎合隐藏公司信息的必要性相对较低。因此，根据表 5 所示结果，拒绝假说 H3b，接受假说 H3a。

#### (四) 基于股价崩盘风险的进一步研究及稳健性检验

近年来有学者研究指出，股价同步性的变化也可能是由股价中包含的噪声信息而非公司特质信息的增减所致<sup>[25]</sup>。因此，研究现金股利迎合与股价信息效率的关系不能仅限于考察现金股利迎合对股价同步性的影响。随着研究的深入，学者们基本认为股票价格崩盘的发生是由于公司隐藏信息导致的，股价信息效率较低的公司具有更高的股价崩盘风险。基于此，本文进一步考察现金股利迎

表 4 现金股利迎合与股价同步性回归结果

	Syn
$Div$	-0.373*** (0.0886)
$Div * DIVPRE$	8.710*** (0.332)
$Size$	0.0744*** (0.0245)
$Lev$	-0.165 (0.130)
$EA$	-0.881* (0.522)
$BM$	1.330*** (0.103)
$Constant$	-6.645*** (0.525)
$Timetrend$	1.596*** (0.0484)
$Industry$	Controlled
$Observations$	2802
$R-squared$	0.413

注：\*\*\*、\*\*、\* 分别表示回归系数显著水平为 1%、5%、10%，括号内的数值为 t 检验值。

表 5 不同控股股东持股比例下现金股利迎合与股价同步性回归结果

	Syn
<i>Div</i>	-0.383*** (0.0882)
<i>Div</i> * <i>DIVPRE</i>	8.717*** (0.337)
<i>Div</i> * <i>DIVPRE</i> * <i>HD</i>	0.434* (0.229)
<i>Size</i>	0.0677** (0.0266)
<i>Lev</i>	-0.134 (0.138)
<i>EA</i>	-1.021* (0.538)
<i>BM</i>	1.389*** (0.117)
<i>Constant</i>	-6.589*** (0.558)
<i>Timetrend</i>	1.632*** (0.0481)
<i>Industry</i>	Controlled
<i>Observations</i>	2802
<i>R-squared</i>	0.413

注:\*\*\*、\*\*、\* 分别表示回归系数显著水平为 1%、5%、10%，括号内的数值为 *t* 检验值。

表 6 现金股利迎合与股价崩盘风险回归结果

	DUVOL <sub>t+1</sub>
<i>Div</i>	-0.0109 (0.0178)
<i>Div</i> * <i>DIVPRE</i>	0.240* (0.143)
<i>Size</i>	-0.0256*** (0.00513)
<i>Lev</i>	-0.0253 (0.0294)
<i>EA</i>	0.0601 (0.111)
<i>TobinQ</i>	-0.00155 (0.00405)
<i>sdw</i>	2.723*** (0.816)
<i>mw</i>	31.66*** (11.45)
<i>Dturn</i>	-0.00842 (0.0142)
<i>DA</i>	0.0309 (0.0455)
<i>DUVOL</i>	0.0446** (0.0203)
<i>Constant</i>	0.365*** (0.123)
<i>Year</i>	Controlled
<i>Industry</i>	Controlled
<i>Observations</i>	2802
<i>R-squared</i>	0.059

注:\*\*\*、\*\*、\* 分别表示回归系数在 1%、5%、10%水平上统计显著，括号内的数值为 *t* 检验值。

合对股价崩盘风险的影响，以验证现金股利迎合行为与股价信息效率的负向关系（如表 6 所示）。本文构建检验方程如下所示：

$$Crash_{t+1} = \alpha + \beta_1 Div_t + \beta_2 Div_t * DIVPRE_{t-1} + \beta_3 Size_t + \beta_4 Lev_t + \beta_5 EA_t + \beta_6 TobinQ_t + \beta_7 DA_t + \beta_8 sdw_t + \beta_9 mw_t + \beta_{10} Dturn_t + \beta_{11} Crash_t + \sum Year + \sum Ind + \varepsilon \quad (9)$$

其中，股价崩盘风险 (*Crash*) 由收益波动率 (*DUVOL*) 衡量，*DA* 为公司可操控性应计利润的绝对值，*sdw* 为公司年度周特有收益率的标准差，*mw* 为公司年度周特有收益率的算术平均值，*Dturn* 为公司当年与上一年年度月均换手率之差。

可以看到，现金股利 (*Div*) 系数为 -0.0109，表明现金股利发放对股价崩盘风险具有一定的但不显著的削弱作用。交乘项 *Div*\* *DIVPRE* 系数为 0.240，并在 10% 的置信水平上显著，说明现金股利迎合行为对公司收益波动比率具有明显的正向作用，会导致公司股价崩盘风险上升。这一结果与前文实证分析相一致，进一步证明了现金股利迎合行为会降低股价信息效率。

为检验结论的稳健性，本文采用 2011—2016 年半年度百度指数数据构造投资者股利偏好指标，再次检验了我国上市公司现金股利发放的迎合动机，所得结果与前文中大致相同。此外，本文还采用 Baker 等<sup>[2]</sup>、Li 等<sup>[11]</sup> 等学者的方法，用市场上发放和不发放股利公司的市值账面比自然对数平均值之差衡量投资者股利偏好，重新对现金股利迎合与股价信息效率的关系进行检验，所得结果也

与前文一致，说明本文所得结论是稳健的。

## 五、研究结论与启示

尽管近年来证监会颁布了一系列旨在引导上市公司现金分红行为的监管政策，但这些政策的制定明显滞后。部分上市公司将现金股利作为推高股价或获取再融资资格的投机手段，加剧了公司内部信息不对称的程度，导致资本市场秩序受到干扰并使中小投资者利益受到损害。学术界对于现金股利与股价信息效率之间的关系已有一定探讨，这些研究都是基于投资者理性的假设，忽略了公司现金股利发放行为中的迎合动机。本文以2013—2015年沪深两市A股上市公司为样本，结合迎合理论考察了现金股利发放对股价信息效率的影响。采用现金股利虚拟变量描述上市公司现金股利发放行为，使用股价同步性和股价崩盘风险衡量公司股价信息效率，并用百度异常搜索量衡量投资者股利偏好。实证结果表明，我国上市公司股利决策明显具有迎合动机，并且受投资者股利偏好影响的现金股利发放会显著降低公司股价信息效率，这一负面效果在控股股东持股比例较低的公司中表现得更为明显。本文还发现上市公司股利迎合行为会增大股价崩盘风险，进一步验证了现金股利迎合对股价信息效率的负向影响。这为现金股利与股价信息效率间关系的研究提供了新的分析思路和经验证据。

从即时分配的分红政策到半强制性分红政策再到如今的强制性分红政策，监管部门不断提高公司分红要求，一定程度上约束了公司代理问题保护了中小投资者利益，但仍然忽略了公司股利决策的迎合动机及其对中小股东利益的损害。监管部门应当根据公司特征制定更为科学的股利政策，警惕上市公司股利迎合行为，尤其对于控股股东持股比例较低的公司需要在分红水平要求上做好对“度”的把握。此外，监管部门应当加大对中小投资者的科普力度，通过提升中小投资者的专业知识水平缓解投资者非理性决策对上市公司和资本市场的影响，促进资本市场的健康发展。对于上市公司而言，股利迎合导致其股价信息效率大幅降低，未来股价崩盘的风险大大提高。因此，上市公司应当减少股利迎合行为，积极向市场传递有关公司基本面的信息，提高公司股票定价的准确性，规避股票价格下行风险。

### 参考文献

- [1] Long, J. The market valuation of cash dividends[J]. *Journal of Financial Economics*, 1978, (6).
- [2] Baker, M., J. Wurgler. A catering theory of dividends[J]. *Journal of Finance*, 2004, (3).
- [3] Lintner, J. Distribution of incomes of corporations among dividends, retained earnings, and taxes[J]. *American Economic Review*, 1956, (2).
- [4] Miller, M. H., K. Rock. Dividend policy under asymmetric information[J]. *The Journal of Finance*, 1985, (4).
- [5] Pástor, L., P. Veronesi. Stock valuation and learning about profitability[J]. *The Journal of Finance*, 2003, (5).
- [6] Kim, J. B., L. Luo, H. Xie. *Dividend Payments and Stock Price Crash Risk*[R]. Working Paper, University of Waterloo, 2014.
- [7] 宋逢明, 姜琪, 高峰. 现金分红对股票收益率波动和基本面信息相关性的影响[J]. *金融研究*, 2010, (10).
- [8] 程浩然. 股利政策能影响股价同步性吗[J]. *财会月刊*, 2013, (10).
- [9] Farrar, D. E., D. F. Farrar, L. L. Selwyn. Taxes, corporate financial policy and return to investors[J]. *National Tax Journal*, 1967, (20).
- [10] Black, F., M. Scholes. The effects of dividend yield and dividend policy on common stock prices and returns [J]. *Journal of Financial Economics*, 1974, (1).
- [11] Li, W., E. Lie. Dividend changes and catering incentives[J]. *Journal of Financial Economics*, 2006, (2).

- [12] Kumar, A., Z. Lei, C. Zhang. *A Direct Test of the Dividend Catering Hypothesis* [R]. Working Paper 2875114, WBS Finance Group Research, 2017.
- [13] Kim, S., S. H. Park, J. Suh. A J-shaped cross-sectional relation between dividends and firm value [J]. *Journal of Corporate Finance*, 2017, forthcoming.
- [14] 王曼舒, 齐寅峰. 现金股利与投资者偏好的实证分析 [J]. *经济问题探索*, 2005, (12).
- [15] 黄娟娟, 沈艺峰. 上市公司的股利政策究竟迎合了谁的需要——来自中国上市公司的经验数据 [J]. *会计研究*, 2007, (8).
- [16] 王志强, 张玮婷. 上市公司财务灵活性、再融资期权与股利迎合策略研究 [J]. *管理世界*, 2012, (7).
- [17] 支晓强, 胡聪慧, 童盼, 马俊杰. 股权分置改革与上市公司股利政策——基于迎合理论的证据 [J]. *管理世界*, 2014, (3).
- [18] Pinkowitz, L., R. Williamson. What is the market value of a dollar of corporate cash? [J]. *Journal of Applied Corporate Finance*, 2007, (3).
- [19] 罗琦, 吴哲栋. 控股股东代理问题与公司现金股利 [J]. *管理科学*, 2016, (3).
- [20] 林川. 地区市场化进程与现金股利迎合行为 [J]. *财贸研究*, 2015, (2).
- [21] Hutton, A. P., A. J. Marcus, H. Tehranian. Opaque financial report,  $r^2$ , and crash risk [J]. *Journal of Financial Economics*, 2009, (1).
- [22] Boubaker, S., H. Mansali, H. Rjiba. Large controlling shareholders and stock price synchronicity [J]. *Journal of Banking & Finance*, 2014, (1).
- [23] Roll, R.  $R^2$  [J]. *The Journal of Finance*, 1988, (3).
- [24] 张谊浩, 李元, 苏中锋, 等. 网络搜索能预测股票市场吗? [J]. *金融研究*, 2014, (2).
- [25] Brandt, M. W., A. Brav, J. R. Graham, et al. The idiosyncratic volatility puzzle: Time trend or speculative episodes? [J]. *Review of Financial Studies*, 2010, (2).

## Cash Dividend Catering and Information Efficiency of Stock Price

LU Qian, XIANG Dong-jin

**Abstract:** Based on the catering theory of cash dividend, this paper analyzes how cash dividend distribution of listed companies in China influences information efficiency of stock price. The empirical study uses a sample of listed companies in Shanghai and Shenzhen stock exchanges from 2013 to 2015 and finds that listed companies in China have significant catering instinct when distributing cash dividend, which increases the stock price synchronicity and leads to an information inefficiency. Such negative effects of cash dividend catering on information efficiency of stock price is more often seen in companies with lower share ratio of controlling shareholder. The study shows that there is a positive relationship between cash dividend catering and crash risk of stock price, which also provides the evidence for the negative impacts of cash dividend catering on information efficiency of stock price. The research is helpful to have a deep understanding of cash dividend distribution of Chinese listed companies and provide the reference for policies to regulate dividend policy of listed companies, protect minority shareholders and improve the healthy and orderly development of capital market.

**Key words:** cash dividend; catering instinct; stock price synchronicity; information efficiency of stock price

(责任编辑 孙洁)