



现金股利迎合能力的影响因素

吕 纤, 罗 琦

武汉大学 经济与管理学院, 武汉 430072

摘要:当资本市场表现出无效率的特征时,管理者能够通过迎合投资者非理性股利需求获得现金股利溢价。然而,不同公司具有的迎合能力有差别,迎合能力较强的公司更倾向于制定满足投资者非理性需求的现金股利政策。已有研究主要围绕公司股利迎合的对象展开,发现上市公司股利政策在一定程度上迎合了市场投资者、大股东甚至监管政策的要求,但缺乏对公司现金股利迎合能力的探讨。因此,有必要对公司现金股利迎合能力的影响因素进行研究。

基于行为公司财务理论,从自由现金流、资产流动性和生命周期阶段3个方面研究公司现金股利迎合能力。对不同特征的公司具有的现金股利迎合能力进行分析,基于股权分置改革后中国A股上市公司数据,研究现金股利迎合能力的影响因素。在此基础上,进一步探讨迎合能力不同的公司中现金股利迎合与盈余管理之间的关系。实证检验中运用Logit模型、Probit模型和Tobit模型考察不同迎合能力对公司现金股利支付倾向和支付水平的差异化影响,并采用多元回归方法检验现金股利迎合能力与公司盈余管理的关系。

研究结果表明,自由现金流、资产流动性和生命周期阶段影响公司现金股利迎合能力,自由现金流充裕、资产流动性高和成熟型的公司中现金股利溢价对现金股利政策的影响更强烈,这些公司更有能力迎合投资者非理性需求。进一步研究发现,公司实施现金股利迎合的同时也会进行应计项目的盈余管理,迎合能力强的公司更倾向于运用盈余管理配合现金股利迎合维持股票价格。

研究结果丰富和拓展了已有的公司迎合理论,有助于深入理解行为公司财务视角下的上市公司现金股利政策。同时,研究结果对于完善中国资本市场监管具有一定的借鉴意义。有关部门应当制定更为科学有效的现金股利监管政策,并引导和规范市场投资者行为,促进资本市场效率的提升。

关键词: 现金股利;迎合能力;非理性股利需求;盈余管理;行为公司财务

中图分类号: F275

文献标识码: A

doi: 10.3969/j.issn.1672-0334.2019.03.011

文章编号: 1672-0334(2019)03-0135-13

引言

传统的公司财务理论大多遵从理性人假设和市场有效假设,但事实上多数投资者并不是这种意义上的金融投资者。投资者非理性行为偏差导致公司股票价格高估或者低估,这种错误定价难以被有限的套利活动完全消除,现实中市场往往表现出无效率的特征。公司管理者能够识别市场对公司股票的错误定价,并利用投资者非理性情绪进一步维持甚

至加剧股价偏离其内在价值的程度。特别地,当市场上具有某种特征的股票产生了高于其内在价值的溢价时,管理者采取相应的财务政策迎合并满足投资者偏好。

BAKER et al.^[1]认为,当投资者受心理和行为因素影响产生非理性的股利需求时,管理者主动制定符合投资者需求的股利政策以吸引投资者为公司股票支付较高的溢价。公司实施股利迎合能够推动股

收稿日期: 2018-09-05 **修返日期:** 2019-03-30

基金项目: 国家自然科学基金(71772140)

作者简介: 吕纤,武汉大学经济与管理学院博士研究生,研究方向为公司股利政策等, E-mail: fengyushenshan@163.com

罗琦,工学博士,武汉大学经济与管理学院教授,研究方向为公司金融和资本市场等,代表性学术成果为“控股股东道德风险与公司现金策略”,发表在2011年第2期《经济研究》, E-mail: luoqi@whu.edu.cn

价上涨,从而为管理者和大股东带来更高的收益。但股利迎合也具有一定的成本,并可能对公司长期价值造成损害。实践中不同公司面对市场投资者非理性需求选择的财务政策不尽相同,迎合能力强的公司往往更倾向于实施股利迎合,更能满足投资者非理性的股利需求。

中国资本市场发展时间尚短,中小投资者作为市场主体具有数量庞大、相关专业水平较低的特征,投资者存在对公司现金股利的非理性需求,这为研究公司现金股利迎合行为提供了良好的机会。已有研究表明,中国资本市场有效程度不够高、公司股票错误定价问题比较突出,公司内部人往往利用股票错误定价获取私利。黄娟娟等^[2]分析认为,在中国资本市场定价机制失效的情况下,管理者会迎合大股东的利益需求制定股利政策;李心丹等^[3]探讨中国上市公司“高送转”的股利迎合行为,认为大股东能够借此获取私利。中国学者围绕公司股利迎合的对象展开研究,取得了一系列研究成果。

本研究立足于BAKER et al.^[1]提出的迎合理论探讨公司现金股利迎合能力,进一步对公司现金股利迎合能力进行分析,并在此基础上考察现金股利迎合能力的影响因素,以股权分置改革后沪深两市A股上市公司为样本进行实证检验。

1 相关研究评述

随着行为公司财务理论的发展,学者们在投资者非理性假设的基础上研究公司股利发放行为,发现投资者受心理和行为因素的影响会产生非理性的股利需求。BAKER et al.^[1]认为,投资者非理性股利需求具有时变特征,公司管理者能够识别由投资者非理性股利需求引起的股票错误定价。这表明投资者非理性股利需求是影响公司现金股利发放水平的重要因素,投资者股利需求越大则公司越可能增加股利发放。FERRIS et al.^[4]基于跨国数据研究发现,英美法系国家的上市公司普遍存在股利迎合行为,进一步为股利迎合理论提供了国际市场的经验证据;KUMAR et al.^[5]运用Google指数构建投资者股利情绪指标,更为直接地考察市场股利需求与公司股利政策之间的关系,也得到了与股利迎合理论相一致的经验证据。

根据股利迎合理论,投资者非理性股利需求下降对应于较低的股利支付意愿,这也可以解释FAMA et al.^[6]提出的“股利消失之谜”。在已有研究中,关于“股利消失之谜”主要是从企业生命周期的角度进行解释。DENIS et al.^[7]基于对美国等发达国家市场数据的分析表明,市场上长期稳定发放股利的公司大多为成熟型公司,新上市公司通常不倾向于发放股利。因此,随着大批新上市公司的出现,市场整体的股利支付倾向呈下降趋势。HOBERG et al.^[8]认为股利支付意愿低是源于风险因素而非投资者非理性股利需求变化,他们发现风险因素更能解释公司股利发放行为。

随着研究的深入,学者们进一步在股票股利、投资决策、并购决策和薪酬政策等方面对迎合理论进行研究。BAKER et al.^[9]分析认为,管理者实施股票拆分迎合了投资者对名义股价的关注,他们发现迎合动机不仅能解释公司股票拆分的时机和频率,还对拆分价格有显著影响;JIANG et al.^[10]研究发现,投资者也可能存在对股票回购的偏好,这种情况下管理者会迎合投资者偏好运用股票回购来实现利润分配。学者们还从投资决策和并购等角度考察公司迎合行为。DANBOLT et al.^[11]利用Facebook数据构建投资者情绪指数,研究公司并购活动中的迎合动机,发现管理者迎合市场乐观情绪而提出并购要约能够为公司股东带来较高的超额收益。

有学者在研究公司盈余管理动机时发现,管理者实施盈余管理可能是为了满足投资者对公司报告盈余的要求。RAJGOPAL et al.^[12]对投资者盈余预期与公司盈余管理之间的关系进行时间序列考察,发现市场对超预期盈余公告的整体偏好程度越高,公司异常应计利润越大,其中成立时间较短和规模较小的公司更倾向于运用盈余管理迎合投资者预期;BADERTSCHER^[13]研究表明,当公司股价长期处于高估状态时,管理者需要运用真实盈余管理配合应计盈余管理才能满足投资者持续的高盈余要求。如果管理者发布的盈余公告达不到投资者预期,公司股价将下跌,因此管理者设法制造与市场预期相符的盈余业绩。AGRAWAL et al.^[14]进一步研究发现,管理者在进行内部交易前更倾向于发布迎合市场预期的盈余报告,从而为其套现获利制造有利时机。

中国学者运用迎合理论对中国上市公司股利政策进行研究,也取得了一系列研究成果。黄娟娟等^[2]分析表明,中国上市公司股权高度集中的情况下中小投资者的需求往往不受重视,公司现金股利政策主要迎合了大股东的股利需求;支晓强等^[15]结合股权分置改革的现实背景考察中国上市公司股利迎合行为,采用改进的股利支付意愿模型研究投资者现金股利需求与公司股利政策之间的关系,发现股权分置改革后公司现金股利政策呈现出明显的迎合特征。但也有学者认为,中国上市公司现金股利政策受公司特征和投资者偏好的影响较小,更大程度上由市场监管政策决定。杨宝等^[16]基于中国上市公司“边研发,边分红”的现象研究表明,公司现金分红可能迎合了相关监管政策的要求。

中国学者的研究成果表明,中国上市公司发放股票股利和实施股票回购时也表现出一定的迎合特征。李心丹等^[3]和谢德仁等^[17]分析认为,中国股票市场存在普遍的“高送转”现象,送股和转股成为管理者和大股东迎合投资者名义价格偏好进而实现高位套现的工具;徐龙炳等^[18]研究发现,中国上市公司“高送转”存在双重迎合动机,管理者同时迎合了市场名义价格偏好和投资者参考点效应进行股利决策。公司大股东利用股票回购等形式进行资本运作,通过迎合投资者推高公司股价,从而为其减持获

利创造有利时机^[19]。酒莉莉等^[20]进一步研究发现,“高送转”迎合在短期内提升公司股价,但从长期看将导致公司股价崩盘风险上升。

中国学者在研究股利迎合的同时,进一步考察中国上市公司的盈余管理迎合行为。相关研究表明,中国上市公司管理者可能出于迎合市场预期的目的而进行盈余管理^[21]。管理者实施盈余管理迎合的同时,还会采用真实盈余管理减少公司基本面与投资者预期之间的差距^[22]。学者们进一步研究发现,公司盈余管理迎合的对象也可能是相关政策规定,尤其在公司盈利状况较差时,管理者会操控会计盈余以获取更多的政府补贴^[23]。应千伟等^[24]基于行为金融理论研究表明,投资者受媒体报道影响形成非理性盈余预期,这促使管理者实施盈余管理以迎合投资者期望。此外,管理者也可能迎合机构投资者的盈余预期,机构投资者对公司关注度越高,管理者越倾向于实施盈余管理^[25]。孔东民等^[26]进一步探讨不同情况下公司实施盈余管理迎合的差异,发现当投资者整体教育水平较低、信息不对称程度较高以及融资或内部交易需求较大时,公司更可能操控盈余以迎合中小投资者。

综上所述,国内外学者围绕股利迎合、投资迎合和盈余管理迎合等方面进行研究,所得结果为迎合理论提供了经验支持。尤其在公司股利政策研究领域,学者们考察公司在现金股利、股票回购和股票股利等方面的迎合行为。国外学者对包括股票回购和股票拆分等在内的股利迎合行为进行较为全面的考察,中国学者对现金股利迎合、“高送转”迎合和股改前后股利迎合的差异等进行比较深入的探讨。国内外学者围绕股利迎合对象进行研究,已经取得了丰富的研究成果。需要说明的是,目前最新的研究成果对公司现金股利迎合能力进行了一定的探讨。NEVES^[27]基于欧洲数据研究发现,自由现金流、有形资产比例和投资机会等特征不同的公司表现出差异化的现金股利迎合行为;LIN et al.^[28]认为,管理者会基于公司信息透明度、盈利能力和留存收益等方面的特征进行现金股利迎合决策。本研究在上述已有研究的基础上,进一步从公司自由现金流、资产流动性和生命周期阶段3个方面分析公司现金股利迎合能力,并探讨现金股利迎合与盈余管理之间的关系,这对于丰富和拓展已有的公司迎合理论具有重要意义。

2 理论分析和研究假设

股利迎合理论认为,管理者根据投资者非理性股利需求变化不断调整公司现金股利政策,从而利用市场错误定价为其自身和大股东谋取利益。本研究借鉴NEVES^[27]基于自由现金流量、有形资产比例和投资机会等公司特征对现金股利迎合行为的研究,从公司现金流量和财务状况等方面分析公司现金股利迎合能力的影响因素。本研究认为,公司调整现金股利政策的难度越低,越能随市场股利需求

变化发放满足投资者的现金股利,这种情况下公司现金股利迎合能力越强。公司现金股利迎合行为与其迎合能力有关,迎合能力越强的公司越倾向于实施现金股利迎合,满足投资者非理性股利需求的程度也越高。具体而言,本研究探讨不同公司在自由现金流、资产流动性和生命周期阶段等方面存在的特征差异,通过进一步考察公司在调整现金股利政策上的难易程度分析现金股利迎合能力的影响因素。

公司经营活动产生的自由现金流是公司所能用于发放现金股利和还本付息的现金流总和,自由现金流充裕的情况下公司能够向股东支付的现金股利较多。JENSEN^[29]认为,管理者在实施所有净现值为正的项目后不会将多余的资金分配给股东,而是倾向于将自由现金流用于过度投资,以谋取自身利益最大化。鉴于过度投资损害了公司股东和债权人的利益,管理者对自由现金流的使用通常受到股东和债权人较多的关注。然而,在投资者非理性的情况下,公司股票会因为市场情绪而被错误定价。管理者实施现金股利迎合满足了投资者的非理性股利需求,推动了公司股价上涨,这能避免引起股东和债权人的不满。自由现金流较多的公司往往受到股东和债权人的更多关注,管理者进行过度投资的难度较大,因而更可能将自由现金流用于实施现金股利迎合。相比之下,自由现金流较少的公司中管理者满足投资者非理性股利需求的行为受到限制,可能不会实施现金股利迎合。

通常情况下,经营状况良好、盈利能力较强的公司往往拥有较多的自由现金流,管理者在使用这部分现金流时能够考虑市场非理性情绪,将其用于实施满足投资者需求的现金股利政策。当投资者具有较高的非理性股利需求时,自由现金流多的公司能够有充裕的资金提高现金股利支付率,从而实现较高程度的现金股利迎合。然而,经营状况较差、盈利能力较弱的公司通常具有较少的甚至负的自由现金流,使公司现金股利政策调整存在一定难度。在市场表现出非理性股利需求的情况下,自由现金流少的公司实施现金股利迎合的难度较大,满足投资者股利需求的程度也较低,表现出较弱的现金股利迎合能力。因此,本研究提出假设。

H₁ 与自由现金流较少的公司相比,自由现金流较多的公司具有更强的迎合能力,更倾向于实施现金股利迎合,也更能满足投资者非理性股利需求。

公司持有的现金为管理者实施迎合投资者的财务政策提供了基础,管理者在公司现金较多时更倾向于实施迎合^[30]。资产流动性高意味着公司现金较多或具有较强的资产变现能力,管理者和控股股东能够控制和使用的资金也较多。由于现金等流动性资产容易被转移,资产流动性高的公司在资金使用上往往受到更为严格的外部监督。但是公司将现金用于发放现金股利不会违背外部监督重视资金用途的原则,管理者可能通过满足市场股利需求为大股

东谋利。在投资者非理性股利需求的情况下,现金股利迎合不仅能为大股东带来股利收益,还能通过推高公司股价为其获取更高的资本利得创造良机。虽然管理者实施现金股利迎合可能导致公司可用资金减少,但在资产流动性高的公司中,即使当前盈利能力不足以实施现金股利迎合,管理者也能够通过变现流动性资产满足投资者非理性股利需求。

相对而言,资产流动性较差的公司拥有的现金等流动性资产较少,这给管理者实施现金股利迎合带来一定困难。资产流动性差的公司现金持有量较小,能够发放的现金股利有限,在市场表现出非理性股利需求的情况下,管理者实施现金股利迎合的难度较大,满足投资者需求的能力较弱。而且,资产流动性差的公司通常难以保持财务灵活性,若管理者将公司现金用于发放现金股利则会减少公司现金持有量,进而影响公司防范财务风险的能力^[31-32]。尤其在公司流动性资产较少的情况下,管理者难以通过资产变现增加公司现金,若发放迎合投资者的现金股利则可能增大公司陷入财务困境的风险。由此可见,资产流动性差的公司满足投资者非理性股利需求的能力较弱,因而不倾向于实施现金股利迎合。因此,本研究提出假设。

H₂ 与资产流动性较差的公司相比,资产流动性较高的公司具有更强的迎合能力,更倾向于实施现金股利迎合,也更能满足投资者非理性股利需求。

股利迎合理论和股利生命周期理论作为两种不同的动因解释了“股利消失之谜”,但实际上这两种理论并不是截然对立的。在考虑公司迎合能力的情况下,本研究综合运用这两种理论对公司现金股利支付行为进行分析。成熟型公司与成长性公司在投资机会等方面存在显著差异,两类公司可用于发放现金股利的资金水平明显不同^[33-34]。因此,当市场投资者具有非理性股利需求时,成熟型公司与成长性公司表现出的现金股利迎合能力有所差异。成熟型公司经营稳定、盈利水平较好而潜在的投资机会较少,管理者能够将充裕的资金用于实施现金股利迎合。在投资者非理性股利需求较高的情况下,管理者也可以通过提高公司股利支付率满足投资者需求。此外,自2013年起中国实施按生命周期阶段划分的强制性股利政策,监管部门对成熟型公司提出了较高的现金分红比例要求。这种情况下,成熟型公司在达到股利监管要求的同时可能也迎合了投资者非理性的股利需求。

与成熟型公司相比,成长性公司投资支出较大且经营现金流不稳定,公司内部用于发放现金股利的可分配利润较少。当市场表现出非理性的股利需求时,管理者往往难以发放满足投资者需求的现金股利。并且,成长性公司通常面临较高的融资需求,尤其当信贷供给不足时,成长性公司较难获得银行贷款。这种情况下,管理者出于预防性目的需要保持一定的资金储备,以应对未来现金流波动带来的风险和可能出现的高收益投资机会。管理者若将资

金用于满足投资者的非理性股利需求,则可能影响公司预防风险和扩大投资的能力,不利于公司的成长和发展。因此,成长性公司在具有一定的可分配利润时,需要将较多资金留存用于投资高收益项目,满足投资者非理性股利需求的能力较弱。因此,本研究提出假设。

H₃ 与成长性公司相比,成熟型公司具有更强的迎合能力,更倾向于实施现金股利迎合,也更能满足投资者非理性股利需求。

当公司股票价格面临市场压力时,管理者存在盈余管理的动机。现金股利发放既可能促进公司盈余管理^[35],也可能与盈余管理具有替代关系^[36-37]。一方面,投资者对实施现金股利迎合公司的会计盈余具有较高预期,在这种情况下管理者需要发布符合市场预期的盈余业绩才能将公司股价维持在较高的水平上^[38]。自由现金流充裕的公司、资产流动性高的公司和成熟型公司通过实施现金股利能够达到较高的股价水平,投资者对公司盈余业绩表现出更高的要求。管理者面对市场价格压力更倾向于通过盈余管理创造符合市场预期的盈余报告,以配合现金股利迎合维持公司股价高估的状态。同时,投资者往往对超预期的盈余公告表现出偏好,管理者采用盈余管理制造高于投资者预期的盈余报告能够获得较好的市场反应,甚至推动短期股价进一步上升^[12]。自由现金流充裕的公司、资产流动性高的公司和成熟型公司中,管理者往往具有更强的动机利用股价高估谋取私利,因而更倾向于采用盈余管理配合现金股利迎合以获得高水平的股票价格。

另一方面,当市场存在非理性股利需求时,管理者可以通过现金股利迎合满足投资者需求,从而避免公司股票价格向下波动。公司现金股利迎合能力越强则越能满足投资者的非理性股利需求,这种情况下管理者通过现金股利迎合维持公司股票价格水平的难度相对较小。自由现金流较多、资产流动性较高和成熟型公司通常现金流情况和财务状况良好,具备较强的现金股利迎合能力。管理者通过现金股利迎合就能满足投资者非理性股利需求,实施盈余管理维持股票价格水平的必要性较小,因而不倾向于进行盈余管理。因此,本研究提出对立假设。

H_{4a} 自由现金流较多、资产流动性较高和成熟型公司在实施现金股利迎合时更倾向于进行盈余管理;

H_{4b} 自由现金流较多、资产流动性较高和成熟型公司在实施现金股利迎合时不倾向于进行盈余管理。

3 数据、样本和变量

3.1 数据来源和样本选择

本研究以中国沪深两市A股上市公司为研究样本,采用的公司财务数据来源于国泰安数据库。由于股权分置改革前后中国上市公司现金股利迎合行为存在差异,而且测算现金股利溢价涉及的公司市

值计算方法在股改前后有所不同,所以本研究主要基于股权分置改革后的公司数据进行实证研究,样本区间为2007年至2017年。本研究筛选样本的步骤如下:①剔除所有金融类上市公司;②剔除ST或*ST上市公司,以避免亏损类公司数据对研究造成影响;③剔除数据缺失或明显异常的上市公司;④鉴于双重上市对公司股利政策具有重要影响^[39],故剔除同时发行B股或H股的公司。经过筛选,最终得到15 409个样本观测值。为避免极端值对研究造成影响,在进行回归时对主要连续变量进行1%的缩尾处理。

3.2 变量定义

(1) 现金股利溢价

鉴于直接测量投资者非理性股利需求存在较大难度,BAKER et al.^[1]提出可以使用现金股利溢价作为投资者非理性股利需求的代理变量,他们研究发现,控制影响公司投资的因素后现金股利溢价依然对公司现金股利的发放产生影响,并且现金股利溢价与公司未来股票收益率负相关,这表明现金股利溢价是由投资者非理性需求导致的股价高估引起的,能够反映投资者非理性股利需求的程度。随后的研究中,黄娟娟等^[2]、FERRIS et al.^[4]和支晓强等^[15]均使用现金股利溢价作为投资者非理性股利需求的代理变量。因此,本研究参照已有研究的方法,运用同期市场所有发放现金股利的样本公司与所有不发放现金股利的样本公司市值账面比加权平均后的对数之差计算现金股利溢价,用以测量投资者非理性股利需求,计算公式为

$$PDN_t = \log(MB_t^D) - \log(MB_t^{ND}) \quad (1)$$

其中, PDN_t 为第 t 年现金股利溢价, MB_t^D 为第 t 年所有发放现金股利的样本公司市值账面比的加权平均值, MB_t^{ND} 为第 t 年所有不发放现金股利的样本公司市值账面比的加权平均值。市场价值=年末股价×总股数,账面价值=公司年末净资产。

(2) 现金股利支付倾向

本研究选择是否发放现金股利的虚拟变量(Ddu)测量公司的现金股利支付倾向,在公司发放现金股利时取值为1,否则取值为0。

(3) 现金股利支付水平

本研究采用现金股利支付率(Div)测量公司的现金股利发放水平,现金股利支付率为公司每股现金股利与每股收益之比。

(4) 盈余管理

参照已有研究,本研究采用修正的Jones模型计算公司盈余管理程度。首先计算总应计利润,有

$$ACC_t = NI_t - CFO_t \quad (2)$$

其中, ACC_t 为第 t 年总应计利润, NI_t 为第 t 年净利润, CFO_t 为第 t 年经营活动现金流。

用滞后1期的总资产将总应计利润标准化,然后进行逐年、逐行业回归,有

$$\frac{ACC_t}{A_{t-1}} = \alpha_1 \frac{1}{A_{t-1}} + \alpha_2 \frac{\Delta REV_t}{A_{t-1}} + \alpha_3 \frac{PPE_t}{A_{t-1}} \quad (3)$$

其中, A_{t-1} 为滞后1期的总资产, ΔREV_t 为第 t 年主营业务收入变动额, PPE_t 为第 t 年固定资产原值, $\alpha_1 \sim \alpha_3$ 为估计系数。本研究将由(3)式估计得到的系数代入(4)式,求正常应计利润,即

$$NA_t = \alpha_1 \frac{1}{A_{t-1}} + \alpha_2 \frac{\Delta REV_t - \Delta REC_t}{A_{t-1}} + \alpha_3 \frac{PPE_t}{A_{t-1}} \quad (4)$$

其中, NA_t 为第 t 年正常应计利润, ΔREC_t 为第 t 年应收账款变动额。

本研究用标准化后的总应计利润减去正常应计利润得到公司异常应计利润,将其作为测量公司盈余管理的指标 DA_t 。

本研究在界定上述变量的基础上,参考已有的股利迎合研究,选取公司规模、资产负债率、息税前总资产净利率、托宾 Q 和股权集中度作为研究中国上市公司现金股利迎合的控制变量,并在考察现金股利迎合与盈余管理关系时,进一步控制总资产收益率、账面市值比、销售收入增长率、经营活动现金流、审计质量和机构持股比例等公司特征变量。本研究采用的主要变量及其定义见表1。

3.3 变量特征

表2给出主要变量的描述性统计结果。反映投资者非理性股利需求程度的变量 PDN 的最大值为0.013,最小值为-0.074,平均值为-0.036,说明中国股票市场上投资者非理性股利需求变化较大。 Ddu 的均值为0.778, Div 的最大值接近1而均值为0.243,说明尽管大多数公司选择发放现金股利但低股利支付水平的现象较为普遍。 DA 的均值为0.024,表明中国上市公司普遍倾向于运用盈余管理调整会计盈余。

为避免变量之间的多重共线性影响实证结果,本研究还对各主要变量的方差膨胀因子进行检验,结果表明各变量间共线性较小,可用于回归检验。由于篇幅所限,变量方差膨胀因子的检验结果未在文中列出。

4 实证检验结果和分析

4.1 上市公司现金股利迎合能力分析

公司实施现金股利迎合时,其现金股利政策将符合市场投资者的非理性股利需求。图1给出2007年至2017年中国现金股利溢价和现金股利支付意愿的变动趋势。现金股利溢价的计算方法如前文变量定义所示,代表投资者非理性股利需求。现金股利支付意愿为市场上发放现金股利公司占比的实际值与预期值之差,反映了市场整体现金股利支付情况。其中,发放现金股利公司占比的预期值根据公司规模、资产负债率、盈利能力、成长性和股权集中度等公司特征的市场均值估计得出^[15]。由图1可知,虽然2015年现金股利溢价可能因为股灾而出现异常波动,但整体来看现金股利溢价和现金股利支付意愿呈现出一致的变化趋势,说明股权分置改革后中国上市公司管理者现金股利决策迎合了投资者非理性股利需求。

表1 变量定义
Table 1 Definition of Variables

变量名称	变量符号	变量定义
现金股利溢价	<i>PDN</i>	发放现金股利与不发放现金股利两类公司市值账面比加权平均值的对数之差
现金股利支付倾向	<i>Ddu</i>	公司发放现金股利时取值为1, 否则取值为0
现金股利支付水平	<i>Div</i>	$\frac{\text{每股现金股利}}{\text{每股收益}}$
盈余管理	<i>DA</i>	公司异常应计利润
公司规模	<i>Siz</i>	公司总资产的自然对数值
资产负债率	<i>Lev</i>	$\frac{\text{总负债}}{\text{总资产}}$
息税前总资产净利率	<i>EA</i>	$\frac{\text{息税前利润}}{\text{期初总资产}}$
托宾 <i>Q</i>	<i>Q</i>	公司托宾 <i>Q</i> 值
股权集中度	<i>H</i>	公司第一大股东持股比例平方值
总资产收益率	<i>Roa</i>	$\frac{\text{净利润}}{\text{期初总资产}}$
账面市值比	<i>BM</i>	$\frac{\text{账面价值}}{\text{市值}}$
销售收入增长率	<i>Gro</i>	$\frac{\text{当期销售收入} - \text{上期销售收入}}{\text{上期销售收入}}$
经营活动现金流	<i>CFO</i>	$\frac{\text{当期经营活动现金流}}{\text{期初总资产}}$
审计质量	<i>Aud</i>	公司审计单位为国际“四大”事务所时取值为1, 否则取值为0
机构持股比例	<i>Ins</i>	公司期末机构投资者持股比例

表2 描述性统计结果
Table 2 Results for Descriptive Statistics

变量	均值	标准差	最小值	最大值
<i>PDN</i>	-0.036	0.024	-0.074	0.013
<i>Ddu</i>	0.778	0.415	0	1
<i>Div</i>	0.243	0.216	0	0.999
<i>DA</i>	0.024	0.092	-0.252	0.332
<i>Siz</i>	22.055	1.170	19.768	26.244
<i>Lev</i>	0.436	0.202	0.052	0.867
<i>EA</i>	0.070	0.045	0.006	0.245
<i>Q</i>	2.478	2.161	0.188	11.910
<i>H</i>	0.152	0.122	0.009	0.568
<i>Roa</i>	0.064	0.055	0.002	0.284
<i>BM</i>	0.554	0.439	0.095	5.319
<i>Gro</i>	0.231	0.426	-0.461	2.802
<i>CFO</i>	0.057	0.094	-0.246	0.366
<i>Aud</i>	0.041	0.197	0	1
<i>Ins</i>	0.055	0.050	0	0.241

注: 观测值为15 409。

下面通过考察不同公司现金股利迎合倾向的差异研究现金股利迎合能力的影响因素, 采用Logit模型和Probit模型进行检验。具体实证模型为

$$Pr(Ddu_i = 1) = \text{Logit}(\beta_1 PDN_i + \beta_2 Siz_i + \beta_3 Lev_i + \beta_4 EA_i + \beta_5 Q_i + \beta_6 H_i) + \varepsilon_i \quad (5)$$

$$Pr(Ddu_i = 1) = \text{Probit}(\gamma_1 PDN_i + \gamma_2 Siz_i + \gamma_3 Lev_i + \gamma_4 EA_i + \gamma_5 Q_i + \gamma_6 H_i) + \delta_i \quad (6)$$

其中, $\beta_1 \sim \beta_6$ 和 $\gamma_1 \sim \gamma_6$ 为各变量系数, ε_i 和 δ_i 为随机扰动项。

(5)式和(6)式借鉴了支晓强等^[15]和李心丹等^[3]的研究方法, 本研究在其基础上进一步对不同迎合能力公司的样本进行回归分析。被解释变量*Ddu*为公司发放现金股利的虚拟变量, 测量公司现金股利支付倾向; 解释变量*PDN*为现金股利溢价, 代表投资者非理性股利需求; 控制变量的设置借鉴了已有的研究成果。本研究重点关注 β_1 和 γ_1 , 其代表现金股利溢价对公司现金股利支付倾向的影响程度, 其数值越大表示公司越可能实施现金股利迎合。

表3中Logit回归给出(5)式的回归结果。第2列为全样本回归结果, *PDN*的系数为0.665, 在1%水平上显著, 说明中国上市公司发放现金股利迎合了投资者非理性需求, 该结果与支晓强等^[15]的研究发现一致。

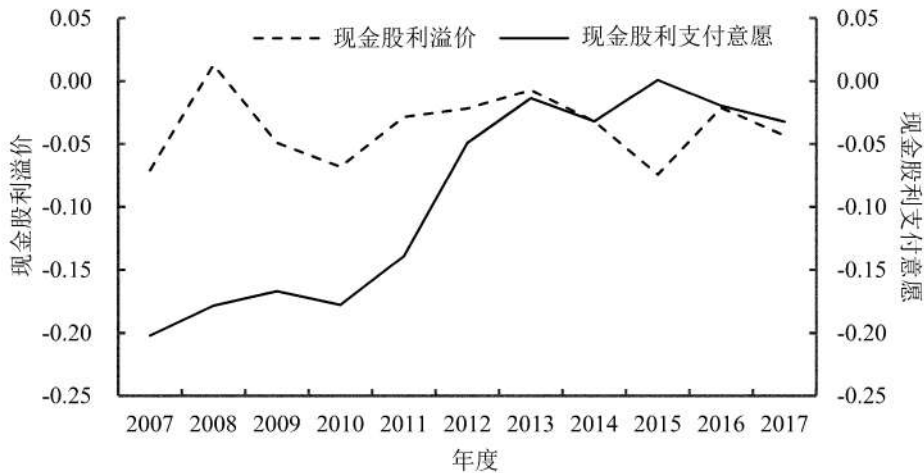


图1 2007年至2017年中国资本市场现金股利溢价和现金股利支付意愿变动趋势

Figure 1 Movement Trends of Cash Dividend Premium and the Propensity of Cash Dividend Distribution of China's Capital Market during 2007-2017

为了考察上市公司迎合能力对其现金股利支付倾向的影响,本研究进一步基于(5)式进行分样本检验,分别依据公司自由现金流和资产流动性的中位数以及公司生命周期阶段分组并做回归分析,表3中第3列~第8列的观测值为分组后数据。表3中Logit回归的第3列和第4列为按自由现金流中位数分组的回归结果, PDN 的系数在自由现金流少的公司中为0.520,在自由现金流多的公司中为0.789,均在1%水平上显著。由此可见,自由现金流充裕的公司其现金股利支付倾向受现金股利溢价的影响更强,说明这类公司更倾向于实施现金股利迎合, H_1 得到验证。

表3中Logit回归的第5列和第6列为按资产流动性与总资产比值的中位数分组回归的结果,资产流动性低的公司中 PDN 的系数为0.502,资产流动性高的公司中该系数为0.642。表明当市场投资者表现出非理性股利需求时,资产流动性较高的公司更可能利用现金股利迎合谋利, H_2 得到验证。

进一步地,表3中Logit回归的第7列和第8列为按企业生命周期阶段分组的回归结果。本研究将留存收益股权比小于总样本中位数的公司划为成长性公司,将留存收益股权比大于总样本中位数的公司划为成熟型公司。可以看到,成长性公司中 PDN 的系数为0.360,成熟型公司中该系数为0.923并在1%水平上显著。说明与成长性公司相比,成熟型公司的管理者更倾向于将资金用于实施现金股利迎合, H_3 得到验证。

表3中Probit回归给出(6)式的回归结果。第2列中全样本的 PDN 系数显著为正,验证了中国上市公司发放现金股利的迎合动机。第3列和第4列中自由现金流多的公司 PDN 的系数更大,第5列和第6列中资产流动性高的公司 PDN 的系数更大,第7列和第8列中成熟型公司的 PDN 系数大于成长性公司,说明自由现金流多、资产流动性高和成熟型公司迎合能力更强,更倾向于实施现金股利迎合。Probit回归结

果与Logit回归结果一致,也支持 H_1 、 H_2 和 H_3 。

本研究进一步对不同迎合能力公司的现金股利迎合程度进行考察,具体实证检验模型为

$$Div_t = \lambda_1 PDN_t + \lambda_2 Siz_t + \lambda_3 Lev_t + \lambda_4 EA_t + \lambda_5 Q_t + \lambda_6 H_t + \varphi_t \quad (7)$$

其中, $\lambda_1 \sim \lambda_6$ 为各变量系数, φ_t 为随机扰动项。(7)式借鉴了支晓强等^[15]和徐龙炳等^[18]的研究,本研究沿用已有研究的实证方法,采用Tobit模型对不同特征公司子样本进行检验^[40]。(7)式中,被解释变量 Div_t 为公司现金股利支付水平,控制变量的设置参照了已有研究成果, λ_1 测量现金股利溢价对公司现金股利支付水平的影响,其值越大表示公司越能满足投资者的非理性股利需求。

表4给出(7)式的回归结果。表4第2列为全样本回归结果, PDN 的系数为0.191,在1%水平上显著,表明公司管理者会随投资者非理性股利需求调整现金股利发放,市场上的非理性股利需求越大则公司现金股利发放水平越高。第3列~第8列为按照公司自由现金流和资产流动性的中位数以及生命周期阶段分组的回归结果,其观测值为分组数据。 PDN 的系数在自由现金流多、资产流动性高和成熟型公司中显著为正,说明这些公司迎合投资者非理性股利需求调整现金股利支付水平的能力更强,与前文分析相符。自由现金流少、资产流动性低和成长性公司中 PDN 的系数较小且大多不显著,说明这些公司满足投资者非理性股利需求的能力较弱。同样地,表4的回归结果进一步验证了 H_1 、 H_2 和 H_3 。

4.2 现金股利迎合与盈余管理的关系

根据前文分析,当市场表现出非理性股利需求时,公司在实施现金股利迎合的同时也可能进行盈余管理。迎合能力强的公司既可能为了维持高股价状态而进行盈余管理,也可能由于实施迎合满足了投资者非理性需求而无需进行盈余管理。本研究对

表3 上市公司现金股利迎合能力与公司现金股利支付倾向的检验结果
Table 3 Test Results of Listed Companies' Catering Ability in Cash Dividend and the Propensity of Companies' Cash Dividend Distribution

变量	全样本	自由现金流		资产流动性		生命周期阶段	
		少	多	低	高	成长性	成熟型
Logit 回归							
<i>PDN</i>	0.665*** (4.870)	0.520*** (2.617)	0.789*** (4.214)	0.502** (2.573)	0.642*** (3.439)	0.360* (1.696)	0.923*** (5.562)
<i>Siz</i>	0.100*** (28.374)	0.117*** (22.904)	0.082*** (16.971)	0.109*** (21.993)	0.095*** (19.126)	0.124*** (23.735)	0.052*** (11.908)
<i>Lev</i>	-0.609*** (-33.039)	-0.644*** (-24.004)	-0.580*** (-22.807)	-0.693*** (-24.393)	-0.543*** (-22.025)	-0.914*** (-36.471)	-0.263*** (-10.018)
<i>EA</i>	1.814*** (16.310)	1.842*** (10.916)	1.694*** (11.336)	2.195*** (13.310)	1.468*** (9.873)	1.772*** (9.298)	0.683*** (5.562)
<i>Q</i>	-0.011*** (-5.915)	-0.014*** (-4.966)	-0.008*** (-3.245)	-0.017*** (-6.016)	-0.007*** (-2.866)	-0.023*** (-8.148)	0.005** (2.014)
<i>H</i>	0.134*** (4.415)	0.138*** (2.999)	0.128*** (3.213)	0.083* (1.907)	0.141*** (3.401)	0.098** (2.024)	0.078** (2.401)
观测值	15 409	7 704	7 705	7 704	7 705	7 704	7 705
<i>R</i> ²	0.137	0.126	0.148	0.155	0.126	0.143	0.070
Probit 回归							
<i>PDN</i>	0.678*** (4.920)	0.530*** (2.638)	0.803*** (4.258)	0.540*** (2.738)	0.635*** (3.364)	0.396* (1.857)	0.886*** (5.390)
<i>Siz</i>	0.098*** (27.965)	0.116*** (22.779)	0.081*** (16.685)	0.108*** (21.698)	0.094*** (19.010)	0.124*** (23.611)	0.051*** (11.802)
<i>Lev</i>	-0.608*** (-32.864)	-0.643*** (-23.818)	-0.578*** (-22.801)	-0.689*** (-24.334)	-0.540*** (-21.887)	-0.912*** (-36.463)	-0.265*** (-10.436)
<i>EA</i>	1.656*** (16.560)	1.723*** (11.239)	1.514*** (11.405)	1.985*** (13.278)	1.358*** (10.287)	1.708*** (9.643)	0.601*** (5.594)
<i>Q</i>	-0.011*** (-6.091)	-0.015*** (-5.260)	-0.008*** (-3.217)	-0.018*** (-6.276)	-0.007*** (-2.836)	-0.023*** (-8.244)	0.005* (1.751)
<i>H</i>	0.121*** (4.105)	0.118*** (2.655)	0.123*** (3.166)	0.076* (1.758)	0.131*** (3.304)	0.084* (1.781)	0.076** (2.411)
观测值	15 409	7 704	7 705	7 704	7 705	7 704	7 705
<i>R</i> ²	0.131	0.123	0.144	0.151	0.123	0.141	0.069

注:括号内数据为回归系数的 *t* 值,***为在1%水平上显著,**为在5%水平上显著,*为在10%水平上显著,下同。

不同迎合能力公司中现金股利迎合与盈余管理的关系进行检验,具体实证模型为

$$DA_i = \eta_0 + \eta_1 PDN_i + \eta_2 PDN_i \cdot Dum_i + \eta_3 Siz_i + \eta_4 Lev_i + \eta_5 Roa_i + \eta_6 BM_i + \eta_7 Gro_i + \eta_8 CFO_i + \eta_9 Ins_i + \eta_{10} Aud_i + \mu_i \quad (8)$$

其中, η_0 为常数项, $\eta_1 \sim \eta_{10}$ 为各变量系数, μ_i 为随机扰

动项。

(8)式借鉴了应千伟等^[24]检验媒体关注影响公司盈余管理的市场压力渠道采用的研究方法,本研究在其基础上考察投资者非理性股利需求对盈余管理的影响,以检验现金股利迎合与盈余管理之间的关系,并进一步检验不同现金股利迎合能力带来的

表4 上市公司现金股利迎合能力与公司现金股利支付水平的检验结果
Table 4 Test Results of Listed Companies' Catering Ability in Cash Dividend and the Level of Companies' Cash Dividend Distribution

变量	全样本	自由现金流		资产流动性		生命周期阶段	
		少	多	低	高	成长性	成熟型
<i>PDN</i>	0.191*** (2.626)	0.106 (1.055)	0.173* (1.903)	0.152* (1.771)	0.180** (2.076)	0.030 (0.271)	0.319*** (3.386)
<i>Siz</i>	0.032*** (17.569)	0.033*** (13.259)	0.030*** (10.403)	0.038*** (12.423)	0.036*** (11.496)	0.042*** (15.254)	0.019*** (7.999)
<i>Lev</i>	-0.378*** (-37.426)	-0.340*** (-23.888)	-0.419*** (-25.750)	-0.357*** (-20.218)	-0.404*** (-23.981)	-0.481*** (-32.839)	-0.274*** (-19.372)
<i>Q</i>	-0.010*** (-9.411)	-0.011*** (-7.721)	-0.007*** (-4.968)	-0.008*** (-5.086)	-0.007*** (-5.107)	-0.016*** (-10.641)	-0.001 (-1.021)
<i>EA</i>	0.233*** (5.877)	0.079 (1.284)	0.063 (1.115)	0.030 (0.506)	-0.048 (-0.793)	0.258*** (3.275)	-0.006 (-0.111)
<i>H</i>	0.146*** (10.615)	0.117*** (5.859)	0.181*** (7.502)	0.153*** (5.770)	0.148*** (5.654)	0.139*** (6.249)	0.138*** (8.167)
观测值	15 409	7 704	7 705	7 704	7 705	7 704	7 705
R^2	0.190	0.146	0.241	0.146	0.274	0.216	0.155

差异。本研究采用 $PDN_i \cdot Dum_i$ 表示不同的现金股利迎合能力, Dum_i 为公司特征分组虚拟变量,其取值为1表示公司属于自由现金流充裕、高资产流动性和成熟型公司分组。(8)式其余控制变量参照盈余管理迎合的已有研究设置。 η_1 代表现金股利溢价与盈余管理之间的关系, η_2 测量这一关系在不同迎合能力公司中的差异。本研究将重点关注 η_2 , η_2 为正表示迎合能力强的公司中现金股利迎合对盈余管理的驱动作用更强,为负表示现金股利迎合对盈余管理的影响在迎合能力强的公司中较弱。

表5给出(8)式的回归结果。由第2列可知,全样本 PDN 的系数为0.770,并在1%水平上显著,说明中国上市公司管理者在进行现金股利迎合时会配合实施盈余管理,现金股利迎合带来的市场压力越大,公司盈余管理的程度越高。

表5的第3列~第5列为加入公司分组虚拟变量的回归结果, $PDN \cdot Dum$ 的系数分别为0.035、0.170和0.058,均显著为正。该结果表明,自由现金流充裕、资产流动性高和成熟型公司中现金股利迎合与盈余管理之间的正相关关系更强烈,投资者非理性股利需求对公司盈余管理的市场压力效应在迎合能力强的公司更为显著。表5的检验结果说明,迎合能力强的公司管理者更倾向于实施盈余管理配合现金股利迎合,从而在一定时间内维持较高的股票价格, H_{3a} 得到验证。

4.3 稳健性检验

为了保证上述研究结果的稳健性,本研究还依

据自由现金流、流动性资产占比和留存收益资产比的平均数对总样本重新分组,并代入(5)式~(8)式进行回归检验。回归结果表明,自由现金流充裕、资产流动性高和成熟型公司具有更强的现金股利迎合能力,并且在现金股利迎合过程中更倾向于实施盈余管理加以配合,这与前文结果是一致的。另外,本研究(8)式采用现金股利溢价与公司特征虚拟变量的交互项 $PDN \cdot Dum$ 研究不同迎合能力公司中现金股利迎合与盈余管理的关系,对此本研究使用现金股利溢价与公司自由现金流量、流动性资产占比和留存收益股权比的交互项替换,以检验所得结果的稳健性。检验结果表明,现金股利迎合与盈余管理的正向关系随公司自由现金流、资产流动性和成熟度的上升而增强,这一结果也与前文一致。受篇幅所限,上述稳健性检验的结果未在文中列示。

5 结论

自BAKER et al.^[1]提出股利迎合理论以来,学者们围绕公司股利迎合对象进行一定探讨,研究发现公司是否发放股利、发放多少股利等都表现出对市场投资者非理性股利需求的一种迎合。在已有研究的基础上,本研究进一步关注哪些公司有实施迎合,探讨公司现金股利迎合能力的影响因素,并对不同迎合能力情况下公司现金股利迎合行为与盈余管理之间的关系进行研究。本研究从自由现金流、资产流动性和生命周期阶段3个方面分析公司现金股利迎合能力,基于2007年至2017年A股上市公司财

表5 上市公司现金股利迎合能力
与应计盈余管理的检验结果

Table 5 Test Results of Listed
Companies' Catering Ability in Cash Dividend
and Accrual Earnings Management

变量	DA			
	全样本	自由 现金流	资产 流动性	生命 周期阶段
PDN	0.770*** (6.551)	0.763*** (6.480)	0.697*** (6.043)	0.646*** (4.631)
PDN· Dum		0.035* (1.767)	0.170*** (6.243)	0.058* (1.762)
Siz	0.007*** (3.803)	0.007*** (3.721)	0.007*** (3.721)	0.015*** (8.912)
Lev	0.012** (2.059)	0.013** (2.156)	0.011* (1.930)	0.015** (2.347)
Roa	0.916*** (47.272)	0.916*** (47.272)	0.918*** (47.666)	0.457*** (27.936)
BM	-0.007*** (-4.695)	-0.007*** (-4.699)	-0.006*** (-4.432)	-0.009*** (-4.395)
Gro	-0.010*** (-5.611)	-0.010*** (-5.633)	-0.011*** (-5.656)	-0.008*** (-4.963)
CFO	-0.925*** (-107.647)	-0.925*** (-107.585)	-0.926*** (-107.562)	-0.652*** (-88.621)
Ins	-0.027** (-2.409)	-0.027** (-2.489)	-0.026** (-2.401)	-0.034** (-2.331)
Aud	-0.002 (-0.393)	-0.001 (-0.355)	-0.001 (-0.359)	0.007 (1.178)
常数项	-0.093** (-2.095)	-0.089** (-2.017)	-0.087** (-2.004)	-0.294*** (-7.290)
年度	控制	控制	控制	控制
行业	控制	控制	控制	控制
观测值	15 409	15 409	15 409	15 409
R ²	0.731	0.731	0.732	0.702

务数据,研究上述三方面因素对公司现金股利迎合能力的影响,并进一步考察现金股利迎合对公司盈余管理行为的驱动作用。研究结果表明,现金股利溢价对中国上市公司现金股利支付倾向和支付水平均具有显著的正向影响,这种正向影响在自由现金流充裕、资产流动性高和处于成熟期的公司中更为强烈。本研究还发现,现金股利溢价对公司盈余管理具有正向影响,尤其在公司现金股利迎合能力较强的情况下现金股利溢价对盈余管理的正向影响更

为强烈。本研究结果表明,自由现金流充裕、资产流动性高和成熟型公司中管理者更能迎合投资者非理性需求制定现金股利政策,同时管理者还会利用盈余管理配合现金股利迎合,从而使公司股票在一定时期内维持在较高的价格水平上。

本研究结论支持了现金股利迎合理论,并为公司财务迎合行为之间的相互关系提供了经验证据,这对于监管部门具有政策借鉴意义。JENSEN^[38]在分析股价高估的代理问题时认为,股票市场出现错误定价时公司治理机制并不能对管理者形成有效的约束,这种情况下需要政府制定相应的监管政策弥补市场机制的不足。近年来中国监管部门颁布了一系列有关公司现金分红的监管政策,旨在通过发挥现金股利的治理作用保护中小投资者,但这些政策在实施过程中有可能强化了公司管理者的迎合行为。中国上市公司股利政策普遍存在迎合的情况,同时管理者还会采取现金股利以外的方式进行迎合,包括迎合投资者对特定投资项目的偏好^[41]、“高送转”迎合^[42]、迎合市场对超预期盈余^[43]和热点题材的偏好^[44]等,这些迎合行为在很大程度上影响了市场效率。本研究认为,监管部门应当充分重视公司迎合行为背后的市场机制失灵问题,在此基础上制定科学有效的政策,促使公司管理者切实从股东利益而不是市场情绪出发进行决策。与此同时,监管部门应当进一步引导和规范中小投资者行为,促进资本市场效率的提升。

需要说明的是,国外学者通常采用时间序列分析法研究市场情绪对公司财务行为的影响,BAKER et al.^[1]和FERRIS et al.^[4]均运用现金股利溢价对公司整体支付意愿进行回归,考察公司股利迎合行为。但中国资本市场发展时间尚短,限制了学者们采用时间序列的分析方法研究中国上市公司迎合行为。本研究借鉴支晓强等^[15]和李心丹等^[3]的实证方法,通过对时序和截面混合数据进行回归分析,研究中国上市公司现金股利迎合行为。鉴于这种方法的局限性,本研究存在一定的不足。因此,如何通过研究方法的优化进一步深化本研究是我们面临的一大难题。随着年度样本量的逐步增加,未来研究可以运用时间序列分析法对公司迎合行为做进一步探讨。特别是在互联网大数据时代背景下,后续研究可以结合大数据技术直接构建股利情绪指数,对公司迎合进行更深入的研究。

参考文献:

- [1] BAKER M, WURGLER J. A catering theory of dividends. *The Journal of Finance*, 2004, 59(3): 1125-1165.
- [2] 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. *会计研究*, 2007(8): 36-43, 95.
HUANG Juanjuan, SHEN Yifeng. To whom do public corporate dividend policies cater? An empirical evidence from Chinese public corporations. *Accounting Research*, 2007(8): 36-43, 95. (in Chinese)

- [3] 李心丹,俞红海,陆蓉,等. 中国股票市场“高送转”现象研究. *管理世界*, 2014(11):133-145.
LI Xindan, YU Honghai, LU Rong, et al. A study on the phenomenon of “The high transfer” in China’s stock market. *Management World*, 2014(11):133-145. (in Chinese)
- [4] FERRIS S P, JAYARAMAN N, SABHERWAL S. Catering effects in corporate dividend policy: the international evidence. *Journal of Banking & Finance*, 2009, 33(9):1730-1738.
- [5] KUMAR A, LEI Z C, ZHANG C D. *Dividend sentiment, catering incentives and return predictability*. Miami: University of Miami, 2019.
- [6] FAMA E F, FRENCH K R. Disappearing dividends: changing firm characteristics or lower propensity to pay?. *Journal of Financial Economics*, 2001, 60(1):3-43.
- [7] DENIS D J, OSOBOV I. Why do firms pay dividends? International evidence on the determinants of dividend policy. *Journal of Financial Economics*, 2008, 89(1):62-82.
- [8] HOBERG G, PRABHALA N R. Disappearing dividends, catering, and risk. *The Review of Financial Studies*, 2009, 22(1):79-116.
- [9] BAKER M, GREENWOOD R, WURGLER J. Catering through nominal share prices. *The Journal of Finance*, 2009, 64(6):2559-2590.
- [10] JIANG Z, KIM K A, LIE E, et al. Share repurchases, catering, and dividend substitution. *Journal of Corporate Finance*, 2013, 21:36-50.
- [11] DANBOLT J, SIGANOS A, VAGENAS-NANOS E. Investor sentiment and bidder announcement abnormal returns. *Journal of Corporate Finance*, 2015, 33:164-179.
- [12] RAJGOPAL S, SHIVAKUMAR L, SIMPSON A. *A catering theory of earnings management*. Seattle: University of Washington Business School, 2007.
- [13] BADERTSCHER B A. Overvaluation and the choice of alternative earnings management mechanisms. *The Accounting Review*, 2011, 86(5):1491-1518.
- [14] AGRAWAL A, COOPER T. Insider trading before accounting scandals. *Journal of Corporate Finance*, 2015, 34:169-190.
- [15] 支晓强,胡聪慧,童盼,等. 股权分置改革与上市公司股利政策:基于迎合理论的证据. *管理世界*, 2014(3):139-147.
ZHI Xiaoqiang, HU Conghui, TONG Pan, et al. The reform of the separation of the stock right, and the policy of the stock dividend in listed companies: the evidence based on the catering-to theory. *Management World*, 2014(3):139-147. (in Chinese)
- [16] 杨宝,万伟,CHOW Daisy. 研发投资决策下的现金股利分配:抑制还是迎合:兼论“半强制分红政策”的监管悖论. *山西财经大学学报*, 2018, 40(3):94-109.
YANG Bao, WAN Wei, CHOW Daisy. R&D investment and cash dividend distribution: constraining or catering: new perspective on “semi mandatory dividend policy”. *Journal of Shanxi University of Finance and Economics*, 2018, 40(3):94-109. (in Chinese)
- [17] 谢德仁,崔宸瑜,廖珂. 上市公司“高送转”与内部人股票减持:“谋定后动”还是“顺水推舟”? *金融研究*, 2016(11):158-173.
XIE Deren, CUI Chenyu, LIAO Ke. Large stock dividends and insiders’ shares selling: which one dominates the other?. *Journal of Financial Research*, 2016(11):158-173. (in Chinese)
- [18] 徐龙炳,陈历轶. 股票送转与管理者双重迎合. *金融研究*, 2018(5):137-153.
XU Longbing, CHEN Liyi. Stock dividends and manager’s dual catering. *Journal of Financial Research*, 2018(5):137-153. (in Chinese)
- [19] 张晓宇,徐龙炳. 限售股解禁、资本运作与股价崩盘风险. *金融研究*, 2017(11):158-174.
ZHANG Xiaoyu, XU Longbing. Expiration of share lockups, capital operation and stock price crash risk. *Journal of Financial Research*, 2017(11):158-174. (in Chinese)
- [20] 酒莉莉,刘斌,李瑞涛. “一劳永逸”还是“饮鸩止渴”:基于上市公司高送转的研究. *管理科学*, 2018, 31(4):17-29.
JIU Lili, LIU Bin, LI Ruitao. “Once for all” or “Quench a thirst with poison”? An empirical study on high stock dividends issued by Chinese listed firms. *Journal of Management Science*, 2018, 31(4):17-29. (in Chinese)
- [21] 于忠泊,田高良,齐保奎,等. 媒体关注的公司治理机制:基于盈余管理视角的考察. *管理世界*, 2011(9):127-140.
YU Zhongbo, TIAN Gaoliang, QI Baolei, et al. The company’s governance mechanism to which the media pays attention. *Management World*, 2011(9):127-140. (in Chinese)
- [22] 袁知柱,宝乌云塔娜,王书光. 股权价值高估、投资者保护与企业应计及真实盈余管理行为选择. *南开管理评论*, 2014, 17(5):136-150.
YUAN Zhizhu, BAO Wuyuntana, WANG Shuguang. Overvalued equity, investor protection and the choice between accrual and real earnings management. *Nankai Business Review*, 2014, 17(5):136-150. (in Chinese)
- [23] 赵璨,王竹泉,杨德明,等. 企业迎合行为与政府补贴绩效研究:基于企业不同盈利状况的分析. *中国工业经济*, 2015(7):130-145.
ZHAO Can, WANG Zhuquan, YANG Deming, et al. Research on the catering behavior of an enterprise and government subsidy performance: based on the analysis of the enterprise’s profitability. *China Industrial Economics*, 2015(7):130-145. (in Chinese)
- [24] 应千伟,吴昊婧,邓可斌. 媒体关注的市场压力效应及其传导机制. *管理科学学报*, 2017, 20(4):32-49.
YING Qianwei, GUO Haojing, DENG Kebin. Effect of market pressure of media coverage and its transmission mechanisms. *Journal of Management Sciences in China*, 2017, 20(4):32-49. (in Chinese)
- [25] 程小可,李昊洋,高升好. 机构投资者调研与管理层盈余预测方式. *管理科学*, 2017, 30(1):131-145.
CHENG Xiaoke, LI Haoyang, GAO Shenghao. Institutional investors’ site visit and the method of guidance for management earnings. *Journal of Management Science*, 2017, 30(1):131-145. (in Chinese)

- [26] 孔东民,刘莎莎. 中小股东投票权、公司决策与公司治理:来自一项自然试验的证据. *管理世界*, 2017(9): 101-115,188.
KONG Dongmin, LIU Shasha. Minority shareholder participation, corporate decisions, and corporate governance. *Management World*, 2017(9):101-115,188. (in Chinese)
- [27] NEVES M E D. Payout and firm's catering. *International Journal of Managerial Finance*, 2018,14(1):2-22.
- [28] LIN S H, LAI H H, HSU A C. How does asymmetric information affect catering behavior?. *Emerging Markets Finance and Trade*, 2018,54(11):2433-2454.
- [29] JENSEN M C. Agency costs of free cash flow, corporate finance, and takeovers. *The American Economic Review*, 1986,76(2):323-329.
- [30] POLK C, SAPIENZA P. The stock market and corporate investment: a test of catering theory. *The Review of Financial Studies*, 2009,22(1):187-217.
- [31] KOUSSIS N, MARTZOUKOS S H, TRIGEORGIS L. Corporate liquidity and dividend policy under uncertainty. *Journal of Banking & Finance*, 2017,81:221-235.
- [32] WEI X T, TRUONG C, DO V. *When are dividend increases bad for corporate bonds?*. Canberra, ACT, Australia: Australian National University, 2019.
- [33] DEANGELO H, DEANGELO L, STULZ R M. Dividend policy and the earned/contributed capital mix: a test of the life-cycle theory. *Journal of Financial Economics*, 2006, 81(2):227-254.
- [34] 罗琦,李辉. 企业生命周期、股利决策与投资效率. *经济评论*, 2015(2):115-125.
LUO Qi, LI Hui. Firm life-cycle, dividend policy, and investment efficiency. *Economic Review*, 2015(2):115-125. (in Chinese)
- [35] DANIEL N D, DENIS D J, NAVEEN L. Do firms manage earnings to meet dividend thresholds?. *Journal of Accounting and Economics*, 2008,45(1):2-26.
- [36] CHEN E, GAVIOUS I. Unrealized earnings, dividends and reporting aggressiveness: an examination of firms' behavior in the era of fair value accounting. *Accounting and Finance*, 2016, 56(1):217-250.
- [37] HE W, NG L K, ZAIATS N, et al. Dividend policy and earnings management across countries. *Journal of Corporate Finance*, 2017,42:267-286.
- [38] JENSEN M C. Agency costs of overvalued equity. *Financial Management*, 2005,34(1):5-19.
- [39] 覃家琦,邵新建,肖立晟. 交叉上市、增长机会与股利政策:基于政府干预假说的检验. *金融研究*, 2016(11):191-206.
QIN Jiaqi, SHAO Xinjian, XIAO Lisheng. Cross-listing, growth opportunities and dividend policy: a test based on government intervention hypothesis. *Journal of Financial Research*, 2016(11):191-206. (in Chinese)
- [40] 罗琦,吴哲栋. 控股股东代理问题与公司现金股利. *管理科学*, 2016,29(3):112-122.
LUO Qi, WU Zhedong. Agency problem between controlling and minority shareholders and corporate cash dividend. *Journal of Management Science*, 2016,29(3):112-122. (in Chinese)
- [41] 邓剑兰,顾乃康. 内外部人异质信念与企业的投资决策. *财贸研究*, 2017,28(11):88-100.
DENG Jianlan, GU Naikang. Companies' investment decisions under heterogeneous beliefs between insiders and outsiders. *Finance and Trade Research*, 2017,28(11):88-100. (in Chinese)
- [42] 廖珂,崔宸瑜,谢德仁. 控股股东股权质押与上市公司股利政策选择. *金融研究*, 2018(4):172-189.
LIAO Ke, CUI Chenyu, XIE Deren. Controlling shareholders' share pledging and dividends policy choice of listed companies. *Journal of Financial Research*, 2018(4):172-189. (in Chinese)
- [43] 金永红,韩立岩,陆星忠. ST公司主动戴帽和市场操纵行为研究. *管理科学*, 2015,28(4):97-107.
JIN Yonghong, HAN Liyan, LU Xingzhong. Intentionally initiative special treatment and market manipulation of ST companies. *Journal of Management Science*, 2015,28(4):97-107. (in Chinese)
- [44] 王博. 上市公司并购重组突出问题、监管难点及对策研究. *证券市场导报*, 2017(6):71-78.
WANG Bo. Problems, regulatory difficulties and improvement suggestions on listed company M&As. *Securities Market Herald*, 2017(6):71-78. (in Chinese)

Determinants of Catering Ability in Cash Dividend

LYU Qian, LUO Qi

School of Economics and Management, Wuhan University, Wuhan 430072, China

Abstract: When the capital market appears to be inefficient, managers are capable to gain cash dividend premium by catering to investors' irrational dividend demands. However, the catering ability differs among different companies. The companies with stronger catering ability have higher propensity to choose the cash dividend policy that caters to investors' irrational demands. Most of the existing references highlight the catering objects of companies' dividend distribution, which discover that the corporate dividend policy is to certain extent determined to reach the requirements of investors, block shareholders and even regulation policies. Yet the discussion of companies' catering ability in cash dividend remains insufficient. Hence, it is necessary to investigate

the determinants of companies' catering ability in cash dividend.

Based on behavioral corporate finance theory, this paper investigates the catering ability in cash dividend of companies in the aspects of free cash flow, asset liquidity and life-cycle stage. Firstly, we analyze the catering ability of cash dividend in companies with distinguishing characteristics. Then we investigate the determinants of catering ability in cash dividend, based on the statistics of Chinese A-share listed companies after the split share reform. Furthermore, the paper explores the relationships between cash dividend catering and earnings management in companies with different catering abilities. In the empirical tests, we adopt Logit model, Probit model and Tobit model to compare the differential influences of different catering abilities on companies' propensity and ratio of cash dividend distribution. Besides, the multiple regressions are employed to explore the relationship between cash dividend catering ability and companies' earnings management.

The empirical results indicate that free cash flow, asset liquidity and life-cycle stage affect companies' catering ability in cash dividend. In the companies with abundant free cash flows or high asset liquidity and the mature companies, the cash dividend premium has stronger influence on the cash dividend policy. These companies have higher ability to cater investors' irrational demands. Moreover, we find that companies might manage the accrual earnings while implementing the cash dividend catering. The companies with superior catering ability have higher propensity to manipulate accrual earnings while catering, in order to maintain the stock price overvaluation.

Our study enriches and extends the existing corporate catering theory, and contributes to a deeper understanding of listed company's financial decisions from the perspective of behavioral corporate finance. Meanwhile, the empirical analysis of the paper provides practical implications to enhance the supervision and regulation of China's capital market. We suggest that the regulatory authority should design more scientific and efficient supervisory policies of cash dividend distribution, as well as guide and regulate the investors' behavior to improve the capital market efficiency.

Keywords: cash dividend; catering ability; irrational dividend demand; earnings management; behavioral corporate finance

Received Date: September 5th, 2018 **Accepted Date:** March 30th, 2019

Funded Project: Supported by the National Natural Science Foundation of China(71772140)

Biography: LYU Qian is a Ph. D candidate in the School of Economics and Management at Wuhan University. Her research interest focuses on corporate dividend policy. E-mail: fengyushenshan@163.com

LUO Qi, doctor in engineering, is a professor in the School of Economics and Management at Wuhan University. His research interests include corporate finance and capital market. His representative paper titled "The moral hazard of controlling shareholder and corporate cash holdings" was published in the *Economic Research Journal*(Issue 2, 2011). E-mail: luoqi@whu.edu.cn □