

现金股利政策选择的市场反应研究

——基于长期股票投资收益的视角

马宏¹ 胡耀亭²

(1.中南民族大学经济学院, 湖北 武汉 430074; 2.深圳证券交易所, 广东 深圳 518038)

摘要: 本文以2009~2015年在沪深两市上市的A股公司作为研究样本, 实证检验半强制分红政策颁布以后上市公司的现金分红对投资者长期股票投资收益的影响。研究发现, 上市公司根据自身现金流和投资机会而主动现金分红与投资者长期股票投资超额收益呈显著的正相关关系, 但为了获取再融资资格而被动现金分红与投资者长期股票投资超额收益的相关性不显著, 并且被动分红本身还会给投资者长期股票投资超额收益带来负向影响。因此, 应构建良好的法律制度和公司内部治理机制, 来约束上市公司基于股东利益最大化的原则主动实施合理的现金股利政策。

关键词: 半强制分红政策; 现金股利; 长期股票投资收益; 主动分红; 被动分红

Abstract: This paper takes A-share companies listed in Shanghai and Shenzhen stock markets in 2009-2015 as research samples to test the effect of cash dividend paid by listed companies after the semi-mandatory dividend policy. The results show that cash dividends offered by listed companies in return for investors are positively correlated with excessive returns of investors' long-term stock investment. However, the correlation of passive dividend for refinancing and long-term stock investment excessive return was not significant. And the passive dividend itself will also reduce investors' long-term excessive return on equity investment. Therefore, we should build a sound legal system and internal corporate governance mechanism to constrain the listed companies to take the initiative to implement a reasonable cash dividend policy on the basis of maximizing the interests of the shareholders.

Key words: semi-mandatory dividend policy, cash dividend, long-term stock investment return, active dividend, passive dividend

作者简介: 马宏, 经济学博士, 中南民族大学经济学院副教授, 研究方向: 社会资本与公司金融。胡耀亭, 经济学博士, 任职于深圳证券交易所综合研究所, 研究方向: 金融理论与资本市场。

中图分类号: F832 **文献标识码:** A

文献综述

股利政策是公司重要的财务决策之一。理论上, 在发达的资本市场和完善的公司治理机制下, 公司制定的股利政策的标准主要是看能否实现股东价值最大化。一般来说, 如果公司属于成长型公司, 面临良好的投资机会, 公司就应该少分红, 将资金留在公司内部通过投资实现业绩增长进而提升股票价格回报投资者; 如果公司属于成熟型公司, 没有新的合适的投资项目, 就应该通过现金分红来回报投资者。正是基于此, Miller 和 Modigliani(1961)^[1]提出在理性完美的资本市场中, 公司

的市场价值只和公司的投资决策和盈利能力相关, 而与股利政策无关, 因此理性的投资者并不关心公司是否分红。但现实中公司的股利政策却受到多种因素的影响, 并不一定完全遵循上述理论原则, 它会对公司未来股票价值产生重要影响。Bhattacharya(1979)^[2], Aharony and Swary(1980)^[3], and Miller and Rock(1985)^[4]提出的信号理论认为现金股利的变化能够作为信号传递未来的公司业绩。现金股利增加, 则预示着公司未来现金流会增加, 因此高现金股利政策具有的信号传递作用将导致公司股价的提升, 从而给投资者带来获得超额收益。反之亦然。Easterbrook(1984) and Jensen(1986)^[5]从公司内部治

理的角度提出了代理成本理论，将现金股利与公司价值通过代理成本的传导渠道联系在一起。即公司现金股利支付政策可以降低企业可以自由支配的现金流量，从而也降低了企业经营者不合理在职消费和过度投资的可能性，缓解代理冲突，降低代理成本，进而实现提升公司价值，保护股东利益的公司价值最大化。可见，公司的现金股利政策是影响投资者回报的重要因素。对于股东来说，公司发放现金红利时，除了可以为股东带来实实在在的现金红利以外，也具有传递公司良好发展前景的信号，降低公司内部的代理成本等意义，因此发放现金股利是有利于公司价值的提升的，投资者对公司发放现金股利的行为一般市场反应良好，能获取股票投资超额收益。

但公司现金股利政策的实施效果是与公司治理密切相关。Shleifer 和 Vishny(1997)^[6]认为健全的治理机制可以为保护投资者利益提供强有力的支持。在西方成熟发达的资本市场上，由于法律机制和公司治理机制都比较健全，因此股东可以约束和监督公司可以按照股东利益最大化的原则来制定合理的股利政策。然而，在资本市场不完善、公司治理系统不健全的许多发展中国家和转型国家中，股东往往难以约束上市公司经营者制定合理的股利分配政策来回报投资者，经营者往往会为了自己的私利而选择将现金流保留在自己手中，结果导致公司不分配或者现金分配不足等问题，公司价值和股东利益受损^[15]。为了规范上市公司分红行为和保护投资者利益，巴西、智利等国家实施了强制分红政策，要求公司分红必须要按照一定比例分红。相比之下，中国则实施了将现金分红与再融资资格联系在一起的半强制分红政策来规范上市公司分红行为和保护投资者利益。中国证监会分别在2004年、2006年和2008年陆续出台了《关于加强社会公众股股东权益保护的若干规定》、《上市公司证券发行管理办法》和《关于修改上市公司现金分红若干规定的决定》等规定，将最近三年的现金分红作为上市公司再融资的条件之一，并且将上市公司最近三年累计现金分红的最低比例从2006年的20%提高到了2008年的30%。这些规定虽然没有对上市公司分红提出强制性要求，但会对于那些存在融资需求的上市公司分红具有一定的约束。因此属于半强制分红政策(李常青等，2010)^[7]。

半强制分红政策实施以后，整体上看，中国上市公

司的派现公司数量和现金分红水平确实大大提高了，逐步趋近于国外成熟市场(安青松，2012)^[8]。然而半强制约束下的这种现金分红是否真正有利于保护投资者收益了？一些观点认为上市公司提高现金分红水平有利于投资者获得真实的现金回报，证券市场对现金股利发放公告具有积极的市场反应，发放现金股利的上市公司股票价格变化能够给投资者带来超额收益。劳兰珺，余沿福(2008)^[9]发现长期超额报酬率与首次股利分配水平显著正相关。刘海源(2010)^[10]通过事件研究法分析发现现金股利支付率越高的公司，越受到投资者欢迎，股票价格涨幅越大。吕俊杰(2013)^[11]通过实证研究发现公司价值与公司发放现金股利及股利支付率正相关。但也有一些学者对半强制分红政策的效果表示了质疑。李常青、魏志华和吴世农(2010)^[7]认为这种不根据上市公司具体情况而一刀切的将再融资资格与股利分配水平相挂钩的半强制分红政策一方面不利于高成长性企业、高竞争行业公司的可持续发展的，另一方面也难以约束那些应该分红但没有再融资需求的上市公司。投资者对半强制分红政策的反应也从初期的积极逐渐转为消极。因此，还不能断言半强制分红政策就一定能够发挥保护投资者利益的作用。王志强和张玮婷(2012)^[12]则认为，半强制分红政策用分红比例作为再融资的资格是无法真正区分公司优劣的，反而提高了高成长性公司的再融资“门槛”，因此监管当局应该减少在再融资资格筛选中的行政干预。于瑾等(2013)^[13]通过实证发现，现金股利与公司市场价值的相关性并不强，因此监管层的半强制分红政策对于上市公司分红的干预是不合理的。朱敏(2012)^[14]采用事件法研究发现现金股利对股利预案公告日前后5天内的股票价格产生的影响是负向的。

可见，目前国内关于现金股利政策与投资者收益的研究主要侧重于分析现金股利对投资者短期超额收益的影响，大多选择是采用事件法分析现金分红预告日前的股票收益是否存在短期的异常变化，从而分析现金股利对于投资者短期收益的影响程度。这种基于事件法分析的短期超额收益更多反应的是投资者对于分红预告和盈利预测的短期积极市场反应，存在一定的短期炒作效应，并不能揭示公司现金分红以后是否会通过提升公司未来的价值进而使投资者获得长期超额收益。并且现有

研究在检验现金分红与股票投资超额回报的关系时大多采用的是检验分红公司的股票投资超额回报是否显著不等于零的做法，很少将股票投资超额回报作为被解释变量，检验股利信息和其他控制变量对其影响系数的显著程度。事实上，无论是现金股利政策的信号传递效应还是降低代理成本的效应，对上市公司价值和投资者收益的影响都会在长期更显著的展示出来。但现有研究并没有对投资者关心的现金股利政策与投资者长期股票投资收益的关系进行定量分析。因此要分析半强制分红政策是否起到了保护投资者利益的效应，还需要分析派现公司分红以后有没有给投资者带来长期股票资本利得的超额收益。

另外，在半强制分红政策的约束下，一些有再融资需求的上市公司很难完全自主的根据公司的投资机会和现金流情况决定自己的分红决策，有可能会为了满足半强制分红政策所规定的再融资最低分红水平而刻意分配股利。因此，半强制分红政策实施以后，上市公司分红行为可以划分为以下两种类型：一种是公司根据自身现金流和投资机会而进行的主动分红，另外一种则是不适合分红但为了满足再融资需求而进行的被动分红。这两种类型的现金分红对于投资者长期股票投资收益的影响是一样的吗？现有研究中从分红行为特征的角度比较分析主动分红和被动分红对于投资者长期股票投资利益的影响还比较少见。

基于上述分析，本文着眼于中国证券市场半强制分红政策实施以后上市公司现金股利对投资者收益的长期而非短期的影响，实证检验主动分红公司和被动分红的公司的现金分红对投资者长期股票投资收益的影响，从而为上市公司的分红政策制定以及监管部门的监管政策制定提供一定的参考。

研究假设

现有研究发现，现金股利对公司价值的影响主要体现在两个方面：一是现金股利的发放可以传递公司未来经营业绩和现金流增加的积极信号，公司价值和股价也会随之提升；二是现金股利的支付可以降低企业经营者内部自由支配的现金流量，使得企业经营者利用现金流进行不合理在职消费和过度投资的可能性大大降低，从而缓解了代理冲突，降低代理成本，提高了公司价值。公司价值的提升对于投资者收益的影响会在长期

显现出来。

我国半强制分红政策的出台将现金分红作为上市公司再融资的资格条件之一，并对于上市公司现金股利的最低发放水平进行了半强制的规范。虽然政策出台以后，上市公司的总体分红水平大幅提高，这无疑会减少企业管理层留存的内部自由现金流，从而也降低了这一部分现金流浪费在过度消费和投资的可能性，另外也可能会由于传递了公司未来价值提升的信号而受到投资者的青睐。但由于半强制分红政策实施以后，最低水平的现金分红成为了上市公司再融资的资格条件之一，因此有融资需求的上市公司有可能会为了满足未来外部融资的要求，不得不进行现金分红。我们界定这种类型公司的分红特征为被动分红。这样我们就可以将上市公司划分为两种，一种是根据自身现金流和投资机会而主动发放现金股利的主动分红公司，另一种则是为了满足再融资资格而被动发放现金股利的被动分红公司。主动分红的公司一般现金流比较充足，代理成本相对较高，因此现金分红可以发挥降低代理成本或传递未来盈余和现金流信号的积极作用，增加公司价值和投资者长期超额收益。而对于被动分红的中国上市公司来说，现金股利原本具有的向投资者传递未来业绩提升的信号效应会被扭曲，公司实际的经营状况可能与投资者的预期不相符合，因此即使短期市场反应良好，但长期来看并不一定能给投资者带来长期超额收益。另外，从现金股利的代理成本效应来看，由于被动分红的公司大多属于内部现金流不足但未来成长性较好的公司，理论上这类公司一般代理成本较低，因此现金分红在降低代理成本方面发挥的作用也是十分有限的，这就使得现金股利的发放不仅难以有效发挥降低代理成本效应，反而会由于消耗了公司内部宝贵的低成本现金资源，增加了外部融资的交易费用而影响了公司未来的投资和价值。

据此，本文提出如下研究假设：

假设1：主动分红上市公司的现金分红与投资者长期超额收益呈现显著的正相关关系。

假设2：被动分红行为不利于投资者长期超额收益的提高。

假设3：被动分红行为会降低现金股利与投资者超额收益之间的正相关关系。

研究设计

一、实证模型

我们假定上市公司的现金分红特征可以划分为主动分红和被动分红两种，投资者长期股票投资收益可以表达为以现金股利和被动分红等为解释变量的线性回归函数。为了衡量现金股利对投资者长期股票投资收益的影响如何受到分红特征变量的调节，我们在函数中引入了现金股利与被动分红的交互作用项。因此，本文最终所估计的计量经济模型的基本形式如下：

$$AR_{i,t} = a_0 + a_1 DR_{i,t-1} + a_2 PD_{i,t} + a_3 PD_{i,t} * DR_{i,t-1} + a_4 Value_{i,t} + a_5 Lever_{i,t} + a_6 Size_{i,t} + a_7 Profit_{i,t} + a_8 Growth_{i,t} + a_9 Year + \varepsilon_{i,t} \quad (1)$$

其中，被解释变量AR是投资者长期股票投资收益，DR是现金股利，PD是被动分红，PD*DR是被动分红与现金股利的交互项。控制变量包括财务杠杆Lever，公司规模Size，盈利能力Profit和成长性Growth等影响公司价值和年度超额收益的因素。另外本文还同时控制了年度变量Year来减少年度差异对回归结果的影响。i表示i个体，在本文中为上市公司。t表示时间， $\varepsilon_{i,t}$ 是残值。由于现实中当年现金红利真正发放的时间一般在下一年度，对股票价格的影响也体现在下一年度，因此本文中现金红利使用的是上一年t-1数据。

二、变量设置

1. 长期股票投资收益(AR)

我们分别选择一年期的上市公司原始超额回报率、风险调整后超额回报率、夏普指数和詹森指数来衡量投资者获得的长期股票投资收益。

(1)原始超额回报率(RR)

$$RR_{it} = R_{it} - R_{mt}$$

其中 RR_{it} 表示i公司第t年的股票收益率， R_{mt} 表示第t年的市场收益率，其中沪市是指上证指数(000001)，深市是指深证成指(399106)。

(2)风险调整后超额回报率(α^{CAPM})

风险调整后的回报率主要是根据资本资产定价模型(CAPM)来确定。

$$R_{it} - R_{ft} = \alpha_{it} + \beta_{it}(R_{mt} - R_{ft}) + e_{it}$$

$$\alpha_{it}^{CAPM} = \alpha_{it} + e_{it}$$

其中 R_{it} 和 R_{mt} 如上。 R_{ft} 为年度无风险利率，指一年期

定期存款利率。

(3)夏普指数(SR)

夏普指数是既考虑系统风险又考虑了非系统风险的超额收益率，它等于股票的超额收益除以其收益率的标准差。

$$SR_{it} = (R_{it} - R_{ft}) / \delta_{it}$$

其中， R_{it} 、 R_{mt} 和 R_{ft} 如上。 δ_{it} 表示i公司股票收益率的标准差，用来度量股票收益的总风险。

(4)詹森指数(JR)

用夏普指数可以衡量投资组合的风险溢价，但它无法评估投资组合收益率优于基准组合的程度。因此我们可以用詹森指数来衡量投资组合收益率与CAPM模型得出的预期收益率之差。用公式表示就是：

$$JR_{it} = R_{it} - [R_{ft} + (R_{mt} - R_{ft})\beta_{it}]$$

其中， R_{it} 、 R_{mt} 和 R_{ft} 如上。 β_{it} 是通过资本资产定价模型计算得出历史 β 值。

2. 现金股利(DR)

我们采用现金股利占每股收益的比例来衡量现金股利支付率水平。该比例越高，现金股利发放水平越高。

3. 被动分红行为(PD)

我们设置哑变量PD作为衡量公司现金分红行为是否属于被动分红。由于被动分红的公司一般来说现金流比较紧张，并且有再融资需求，所以我们可以按照公司现金流特征和是否有再融资计划将上市公司分为被动分红公司和主动分红公司。如果公司每股红利大于每股经营现金流，且未来三年有再融资计划则界定为被动分红公司，取值为1。否则就属于主动分红公司，取值为0。

4. 公司价值(Value)

对于公司价值的衡量，大家普遍采用的是托宾Q值比率，计算公式为：(股价×股份+负债账面价值)/总资产。托宾Q值越大，公司价值越高。

5. 财务杠杆(Lever)

主要采用公司的资产负债率来衡量。计算公式为：年末负债总额/年末资产总额×100。

6. 规模(Size)

本文用企业总资产的自然对数来衡量。

7. 盈利能力(Profit)

本文使用资产收益率这个财务指标来衡量企业的盈

利能力。

8. 成长性(Growth)

成长性主要用营业收入增长率来衡量，计算公式为：(本期营业收入-上期营业收入)×100/营业收入营上期营业收入。

9. 年度(Year)

考虑到我国股市波动性大，不同年份上市公司股票的市场价格变动幅度大，因此我们选取2009年为参照年，分别构建了6个哑变量代表2010~2015年的年度虚拟变量，从而对年度固定效应的影响进行控制。

三、样本选择与数据来源

由于2008年我国证监会推出了最新的半强制分红政策，因此本文以2009~2015年在沪深两市上市的所有A股公司作为样本选取范围，以年度数据作为主要的数据期间，考察最新半强制分红政策颁布以后上市公司年度发放的现金分红对投资者年度股票投资超额收益的影响。为了保证数据的准确性和可靠性，我们剔除了以下上市公司相关数据：(1)金融行业上市公司；(2)非正常上市的上市公司；(3)数据缺省的上市公司；(4)年度不分红的上市公司。最终我们获得了7560个变量，组成了非平衡面板数据。此外，我们对连续变量进行了1%的缩尾处理，从而控制了极端值的影响。所有的数据均来源于Wind资讯金融终端系统。

实证结果与分析

一、全样本变量描述性统计

从表1全样本变量的主要描述性统计结果中可以看出，样本上市公司总体分红均值为0.373，高于证监会最新提出再融资所要求的现金分红在利润分配中0.3的最低

表1 变量描述性统计

Variable	Obs	Mean	Std. Dev.
RR	7560	0.175	0.50
α^{CAPM}	7560	0.258	0.78
SR	7560	0.381	1.10
JR	7560	0.028	0.11
DR	7560	0.373	0.30
PD	7560	0.070	0.26
Value	7560	2.319	1.56
Lever	7560	0.441	0.21
Size	7560	22.266	1.33
Profit	7560	0.047	0.05
Growth	7560	0.176	0.26

比例。这说明半强制分红政策实施以后，样本上市公司的平均分红比例还是比较高的。另外，衡量投资者长期股票投资超额收益的所有指标年度原始超额回报率RR、风险调整后超额回报率 α^{CAPM} 、夏普指数SR和詹森指数JR都大于0，这说明现金分红公司的投资者是可以获得长期股票投资超额收益的。

二、回归分析结果

我们使用 stata12 对模型1进行了实证检验。首先通过Hausman 检验，确定了应该采用固定效应处理面板数据，接着采用聚类稳健标准误来避免异方差的影响。最后检验结果如表2所示。

结果显示，在控制其他变量的情况下：

1. 上市公司发放的现金股利DR对于四个衡量投资者超额收益的指标原始超额回报率RR、风险调整后超额回报率 α^{CAPM} 、夏普指数SR和詹森指数 α^{CAPM} 的影响系数都显著为正，分别为0.125、0.162、0.215和0.00620。可见，上市公司发放的现金股利与投资者长期股票投资超额收益之间呈现明显的正相关关系，上市公司现金分红越多，投资者获得的超额收益越高。这说明投资者对上市公司发放的现金股利是有很强烈的偏好的，现金股利能很好的发挥降低代理成本和传递未来良好信息的作用，因此得到了市场的认可，为投资者带来了长期股票投资超额收益。这符合我们的理论假设1。

2. 被动分红行为PD对于RR、 α^{CAPM} 和JR这三个衡量超额收益指标的影响系数都显著为负。这说明为了再融

表2 各个模型变量系数估计结果

被解释变量 解释变量	RR	α^{CAPM}	SR	JR
DR	0.125*** (3.64)	0.162*** (3.40)	0.215*** (4.07)	0.00620** (2.51)
PD	-0.0829* (-1.63)	-0.135* (-1.80)	-0.121 (-1.41)	-0.00719* (-1.70)
PD*DR	0.226 (1.43)	0.468** (1.99)	0.344 (1.29)	0.0234* (1.63)
Value	0.288*** (28.95)	0.3908*** (29.18)	0.379*** (24.68)	0.014*** (17.94)
Lever	0.00465*** (4.92)	0.00855*** (6.70)	0.00948*** (7.16)	0.000492*** (6.78)
Size	0.00548 (0.18)	-0.0125 (-0.32)	-0.131*** (-3.34)	-0.00398* (-1.85)
Profit	0.146 (0.55)	1.150*** (3.01)	1.785*** (4.13)	0.0331 (1.58)
Growth	0.163*** (7.13)	0.291*** (9.85)	0.273*** (7.90)	0.0130*** (8.11)
year	yes	yes	yes	yes

注：表中()内为t值，***、**和*分别表示显著性水平为1%、5%和10%

资而被动分红的行为本身会降低投资者长期股票投资超额收益，这基本符合我们的理论假设2。

3. 被动分红与现金股利的交互项PD*DR只对于 α^{CAPM} 和JR这两个超额收益指标的影响系数显著为正，而对其它两个收益指标的影响系数都不显著。因此，为了再融资而被动分红的行为对于现金股利与投资者长期股票投资超额收益的关系的影响并没有呈现显著的负效应，这与我们理论假设3有所不同。这可能是因为被动分红的公司往往意味着未来会有再融资计划，会给公司带来新的现金流和新的利润增长点，公司的成长性比较好，而中国证券市场上的投资者对于上市公司的成长性是十分青睐的，因此从这个角度来看，被动分红发放的现金股利发放有可能会因为满足了再融资的条件而得到投资者的青睐，从而提高了投资者长期股票投资收益。这就使得被动分红行为对现金股利与投资者长期超额收益的关系影响变得不显著。

4. 其他控制变量方面，公司价值Value、财务杠杆Lever、盈利能力profit和成长性Growth对于公司价值和投资者长期股票投资超额收益的影响系数都显著为正，这说明公司资产负债率，盈利能力和成长性的提高是有助于公司股票价格的提高，能为投资者带来正的超额收益。但公司规模Size对于公司价值和投资者长期股票投资超额收益的影响系数显著为负。

稳健性分析

为了检验前文结论的稳健性，本文按照PD变量取值的不同将总样本分成主动分红样本和被动分红样本，如果PD取值为0，则属于主动分红公司，否则就是被动分红公司。然后我们对两个子样本分别进行检验，比较不

表3 子样本重要变量系数估计结果

被解释变量	RR		α^{CAPM}		JR		SR	
	主动分红	被动分红	主动分红	被动分红	主动分红	被动分红	主动分红	被动分红
DR	0.0932*** (3.31)	0.0566 (0.37)	0.125** (3.24)	0.209 (1.05)	0.00487* (2.49)	0.00581 (0.51)	0.149*** (3.50)	0.0682 (0.26)
Lever	0.0048*** (4.86)	-0.0040 (-0.67)	0.0089*** (6.53)	-0.0060 (-0.77)	0.00049*** (6.41)	-0.0002 (-0.43)	0.0099*** (6.95)	-0.0077 (-1.00)
Value	0.280*** (28.08)	0.512*** (7.83)	0.380*** (27.87)	0.650*** (7.95)	0.0136*** (17.54)	0.0117** (2.83)	0.372*** (23.41)	0.614*** (7.01)
Size	-0.0142 (-0.46)	0.431* (2.19)	-0.0370 (-0.88)	0.336 (1.36)	-0.00452 (-1.95)	0.00491 (0.33)	-0.145*** (-3.44)	0.129 (0.46)
Profit	0.320 (1.21)	-4.128* (-2.31)	1.326*** (3.42)	-4.376 (-1.39)	0.0464* (2.23)	-0.0734 (-0.37)	1.940*** (4.38)	-3.593 (-1.30)
Growth	0.159*** (6.67)	0.0755 (0.86)	0.294*** (9.29)	0.0528 (0.40)	0.0130*** (7.58)	0.00688 (1.06)	0.271*** (7.19)	0.0526 (0.43)
year	yes	yes	yes	yes	yes	yes	yes	yes

注：表中()内为t值，***、**和*分别表示显著性水平为1%、5%和10%

同样本下的现金股利与投资者长期股票投资超额收益的关系，从而与我们前面的研究结论相互印证。

表3是两个子样本各个重要变量的统计结果。可以看出，在控制其他变量的前提下，主动分红公司的现金股利对于原始超额回报率RR、风险调整后超额回报率 α^{CAPM} 、和夏普指数的影响系数都显著为正，分别为0.0559、0.0745和0.0997。而被动分红公司发放的现金股利对于所有的衡量投资者超额收益的指标都不显著。这说明如果上市公司为了回报投资者而主动发放的现金股利能发挥信号传递，降低代理成本等作用，有利于投资者获得长期权益投资超额收益。而为了再融资而被动发放的现金股利的信号传递功能和降低代理成本的作用都被扭曲了，因此对投资者长期股票投资超额收益的影响并不显著。这与我们前面得出的结论基本类似。其他控制变量的统计结果也基本与前面类似。

结论和建议

本文对样本上市公司2009~2015年发放的现金股利对投资者长期股票投资超额收益的影响进行了实证检验了，结果发现半强制分红政策实施以后，上市公司主动发放的现金分红与投资者长期股票投资超额收益呈现显著的正相关关系，但为了获取再融资资格而被动发放的现金分红与投资者长期股票投资超额收益的相关性不显著，被动分红行为本身还会给投资者长期股票投资收益带来负向影响。这一方面说明中国证券市场上上市公司主动发放的现金分红是具有降低代理成本，传递良好发展信号的作用的，能够获得投资者的认可。因此应该继续鼓励监督上市公司实施合理的现金分红政策，充分发挥现金分红对于公司价值和投资者股票投资收益的积极作用，加强对投资者利益的保护。另一方面，研究结论也表明半强制的分红政策虽然在增加上市公司现金分红方面具有一定的作用，但这种半强制政策约束下的被动分红在保护投资者利益方面的意义并不是很显著。因此未来除了现有的半强制分红政策以外，更重要的是要通过构建良好的法律制度和公司内部治理机制引导上市公司按照公司价值最大化的原则主动合理分配利润。 ■

[基金项目：本文得到国家社会科学基金项目“社会资本对我国金融发展与收入分配关系的调节效应研究”(12CJY014)的资助]

(下转第77页)