

现金分红能够增强股市投资者长期信心吗*

张跃文 杨志平

〔摘要〕在短期炒作盛行的中国股市,现金分红政策能否增强投资者的长期信心?利用2000-2014年的A股上市公司的现金分红事件和相应的二级市场交易数据,运用时间日历组合法和配对法,我们发现了现金分红可以在长期意义上提振投资者信心的证据,在考虑了重大事件影响和变换了基准组合以后,研究结论依然稳健。为了继续扩大现金分红对于稳定股市的正面影响,促进上市公司制定和执行稳定的现金分红政策,鼓励投资者全面认识持续分红股票的投资价值,需要在完善公司治理和制定强有力监管规则方面做出更多努力。

关键词: 现金分红 股票 投资者信心 上市公司

JEL 分类号: G14 G18 G30

一、引言

中国股票市场长期大幅波动,投资者以买卖差价获取投资收益的难度越来越大,要求上市公司增加现金分红,弥补投资者在二级市场损失的呼声渐起。2000年以来,监管机构持续督促上市公司提高现金分红的水平。证监会先后在2001、2004、2006、2008和2012年出台规定,对于上市公司的现金分红提出细化要求,对于分红不达标的上市公司设置再融资限制。现金分红给投资者带来的回报,不同于股票股利、上市公司股票回购或者单纯的股票溢价,可以独立于个股的股价波动或者市场波动。但是否现金分红上升必定就会增加投资者持股的总收益,有没有一个具体的标准来衡量公司股利政策的适当性?这些问题目前在理论界尚无定论。另一方面,自20世纪70年代以来,国际范围内的公司现金股利支付出现明显减少趋势。Fama and French(2001)报告说支付现金股利的美国上市公司比例从1978年的64.8%下降到了2000年的19.3%。Denis and Osobov(2008)对欧美主要国家上市公司股利政策的研究和Fatemi and Bildik(2012)对33个国家17000多家上市公司的股利数据分析,发现上市公司减少现金股利支付已经成为国际化趋势。如果更多的现金股利确实能够迎合投资者需要,又怎么解释海外市场所发生的这种变化?

根据已有的研究,公司股利政策的决定因素包括代理关系(Easterbrook, 1984; Jensen, 1986)、信号传递(Bhattacharya, 1979; Miller and Rock, 1985)和上市公司对投资者股利需求的迎合(Baker and Wurgler, 2004)。尽管一些研究支持代理模型(如La Porta et al., 2000; Allen and Michaely, 2003),不支持信号模型(如DeAngelo et al., 1996; Brav et al., 2005),特别是对股利政策对公司未来财务状况的预示作用没有得到更多研究的印证,但是也很难相信上市公司每年数以亿计的股利支付,不会对投资者心理产生任何影响。DeAngelo et al.(2006)的研究发现,公司增发股利,投资者会认为公司已进入成熟期,增长前景看淡,而降低对股票的估值。当然,也有可能如信息模型所描述的,认为公

* 张跃文,中国社会科学院金融研究所研究员,经济学博士;杨志平,华为技术有限公司。

司有能力通过发放股利将自己与质量差的公司区别开来,进而提高市场对公司股票的估值。Goldstein et al.(2015)的最新研究表明,包括中国在内的许多国家投资者都偏爱进行现金分红的上市公司股票,这种现象在熊市中尤其突出。无论如何,仿佛一颗石子投入平静的水面必须会产生涟漪一样,无论上市公司出于何处考虑制定的股利政策,投资者对于股利的变化都会做出反应。这些反应可能是过度或不足的,或者事后证明反应是错误的,但投资者对于股利变化没有反应的可能性是极小的。本文致力于揭示中国股市投资者对于上市公司现金股利决策的长期反应,即长期来看,上市公司进行现金分红是否会增强投资者信心,从而愿意长期持有公司股票?如果确实如此,那么通过增加现金分红吸引长期投资者的政策措施就可以获得支持。我们的结论是,长期来看,稳定的现金分红政策能够增强投资者的持股信心。随着现金分红间隔期的延长,分红事件能够带来 11.6%到 14.1%不等的年化异常收益率;此外,连续的现金分红能够有效促进投资者观点趋同,降低股票换手率,意味着投资者长期持股信心增强。但不完善的内部公司治理和外部监管环境,使得现金分红的市场认同感尚不明显,其积极作用也难以充分发挥,因此有必要从以上两个方面做出更多努力。

本文余下部分做如下安排:第二部分对有关文献进行回顾;第三部分说明研究方法和数据构成;第四部分介绍实证结果并进行分析;第五部分分析上市公司股利政策与公司治理和相关监管政策的关系;最后对全文进行总结。

二、文献回顾

本文所论及的投资者信心是指投资者总体上对于某只股票的价值及其所代表的上市公司发展前景的肯定程度。投资者信心越强,则买入和持有股票的意愿越强烈,其直接后果是股票异常收益率上升及换手率相对下降。投资者信心同已有文献中广泛论及的投资者情绪有联系也有区别,投资者信心发端于投资者乐观情绪,经常表现为过度自信或者信心不足(雷光勇等,2012)。鉴于直接论及投资者信心的文献并不多见,我们主要从投资者情绪角度回顾前人的相关研究成果。Barberis et al.(1998)和 Hong and Stein(1999)建立了正式的模型对投资者情绪与股票溢价的关系进行了描述。Baker and Wurgler(2006)基于股市换手率、股息红利、封闭式基金折价率、IPO 上市首日收益和普通股发行数量等 6 项指标,采用主成分分析方法编制反映市场整体投资者情绪的综合指标,发现投资者情绪会引发投机活动,进而对难以估值和套利的股票价格产生明显影响。Mendel and Shleifer(2012)发现理性但缺少信息的投资者盲目跟从市场情绪变化进行噪声交易,也会对资产的均衡价格产生明显影响。上述研究在一定程度上揭示了投资者情绪影响金融资产价格的作用机制。

上市公司股利政策的制定,不仅受制于公司当前的财务条件,同时受到股东和公司管理层对自身利益、公司未来经营状况以及股价波动等诸多主观判断的影响,这使得公司股利政策必然会带有一定的行为特征。Shefrin and Statman(1984)从自我控制和前景理论等人类心理偏差的角度,解释了投资者为什么会青睐现金股利。Baker and Wurgler(2004)提出的迎合理论,用股价波动反映投资者对于现金股利的态度,发现公司会迎合投资者态度来决定是否改变现金分红政策。在投资者青睐现金股利的时候,发放现金股利的上市公司股票会出现溢价,其他公司为了迎合投资者的偏好,也跟进发放股利。Michaelley et al.(1995)利用美国上市公司数据,采用购买-持有累积收益方法(BHAR),考察了发放股利和取消股利两类决策所引发的短期和长期市场反应。他们发现股利发放信息会使股票产生正的超额收益,取消股利则相反,而且取消股利所引发的市场反应比发放股利更大更稳定。Boehme and Sorescu(2002)采用日历时间异常收益(Calendar Time Abnormal

Returns, CTAR)方法和改进的 Fama-French 三因素方法,利用 1927-1998 年美国上市公司数据,重新计算了 Michaely 样本中的股票的长期异常收益率,却没有得到与之类似的稳健结果,但也没有完全拒绝股利政策变化可能引发股票长期异常收益。针对长期异常收益现象,Fama(1998)回应说这些异常收益,可能仅仅是统计方法选取或模型设定方面的差错,亦或只是偶然性因素造成的,言下之意其不能构成对有效市场假说的挑战。Liu et al.(2008)利用 Fama-French 三因素法和配对样本法,考察了 1927-1999 年间美国上市公司减少或者取消现金股利事件引起的股价波动。他们没有发现减少或者取消现金股利能够引起股票异常收益率下降的系统性证据。采用 Fama-French 三因素法所发现的负的异常收益率,实际上是上市公司盈利减少的信息所引发的,与现金股利无关。

国外学者对于现金股利政策会引发异常收益的求证努力,实际上隐含了一个假设条件,即股利政策及其变化是否向市场传递了关于公司未来经营状况变化的确定信息。如果股利政策确实包含了上述信息,或者可以提高对未来经营状况的预测质量,那么基本可以判定股利政策变化会由于向投资者提供了有用信息而改变了投资者预期,进而引发了股票异常收益率。但如果股利政策不能够提供有用信息,而且股利变动对于股东财富的影响足够小,不会产生 Grullon et al.(2002)所提出的降低系统性风险的作用,而此时股票异常收益率又确实存在,那么可以将其归结为市场“异象”,即异常收益率是由于投资者情绪引发的。早期的研究如 Watts(1973)、Penman(1983)、DeAngelo et al.(1996)和 Grullon et al.(2005),都没有发现股利变化与公司未来盈利存在显著的相关关系。而最近的两篇文献(Michaely and Roberts,2012;Braggion and Moore,2011)发现美国公众公司宁可放弃某些投资机会,也会集中资金保持相对平滑的股利政策,以向市场传达有利信号,而与其相类似的私人公司则通常不会这样做。结合 Easterbrook(1984)和 Jensen(1986)的早期研究,上市公司制定股利政策的主要目的是克服代理问题和向市场传达公司管理层发出的某种信号,尽管这种信号通常不会对公司前景发挥稳定的预测作用。因此,如果股利政策引发的异常收益确实存在,那么将其归结为市场“异象”也不为过。

国内学者任有泉(2006)利用 Lintner 模型和混合回归方法,检验了我国上市公司股利政策同盈余的关系,结果显示股利政策变动并不反映企业未来盈余的变化。宋逢明等(2010)的研究发现连续进行现金分红的公司,其股票收益波动率与公司基本面信息的关联性更强,但并没有给出对股利政策与公司未来盈利信息存在联系的证据。肖珉(2010)利用我国上市公司数据检验了股利的代理模型和信号模型,结论支持代理模型但并不支持信号模型,即连续派现纪录无法排除上市公司内部现金流紧张的问题。关于现金分红对股票价格的长期影响,国内的研究还不是很多。宋逢明等(2010)的研究发现进行连续现金分红的公司,其长期股票收益波动率更小。黄祥钟(2013)采用 BHAR 和配对分析法,研究了新股现金分红的长期市场反应,研究结论支持新股上市后三年内现金分红次数对股票长期表现具有信号效应的观点。

综合国内外学者的研究成果,可以初步得出以下三点结论:第一,投资者情绪可以在长期意义上影响股票价格;第二,现金分红总体而言不具有对企业未来盈利能力的预测功能;第三,现金分红可以经由自我控制和前景理论等因素对投资者情绪产生影响,进而改变投资者预期,从而影响股价。但是现有研究特别是国内理论界对于现金分红在长期意义上对于投资者信心的研究还很有限,对于现金分红的长期市场反应是否稳定存在,以及引发这种反应的原因还缺乏足够认识,本文尝试在上述方面做出探索。

三、研究设计

(一) 投资者信心测度指标的选择

本项研究的核心目标是检验现金分红是否能够增强投资者对上市公司的长期信心。研究投资者情绪对股价影响的文献近年来出现很多,对于投资者情绪的测度方法和代理变量的选择各有不同。其中比较有代表性的如 Baker and Wurgler(2006)采用封闭式基金折价率、股票换手率和 IPO 数量等 6 项指标用主成分方法构造反映市场整体投资者情绪的综合指数, Schmeling(2009)采用消费者信心指数代表投资者情绪。这些选用宏观变量的方法优点是可以反映普遍的投资者情绪,但不能反映投资者对待单一公司事件的看法。关于投资者针对单一股票的情绪测度研究文献较少,比较有代表性的有 Kumar and Lee(2006)。他们采用投资者证券账户的交易数据,通过交易行为推断投资者情绪。这种方法虽然直接,却面临着很大的数据可得性障碍。出于为投资者保密的考虑,目前我国还很难从相关机构批量获得投资者证券交易账户的具体数据。Frazzini and Lamont(2008)开发出一种新的方法测试投资者情绪,他们假设新流入基金的资金按照每只基金资产在基金总资产中的比重平均分配给每只基金,用基金实际持有某只股票数量占该股票发行在外总量的百分比,减去此假设情形下该百分比的数值,所得差值即代表投资者对于特定股票的情绪。Frazzini and Lamont 的方法尽管在一定程度上体现了投资者在情绪影响下的行为变化,但并没有很好地将基于信息的交易行为与基于情绪的交易行为分开,而且鉴于我国基金相关数据的公布以季度为单位,具有较强的时点限制,因此它不能很好地满足事件研究的需要。另一方面,随着行为资产定价理论不断成熟,投资者情绪因素对于股票价格形成的作用正在日益明朗。投资者情绪是形成股票均衡价格的一个重要因素已经逐渐成为理论界共识。Brown and Cliff(2005)以及 Yu and Yuan(2011)为投资者情绪与股票收益之间的关联性提供了实证证据。Stambaugh et al.(2012)在此基础上甚至开发出了利用投资者情绪在股票市场获利的投资策略。国内学者陈彦斌(2005)、胡昌生和池阳春(2013)以及文风华等(2014),先后研究了投资者情绪与股票价格的关系,均得出了前者对后者会产生显著影响的结论。文风华等(2014)还发现,正面情绪和情绪的向上变动会对股票收益有更加显著的正向影响。

基于前人的研究和探索,考虑到本文所涉及的投资者信心是情绪的一个组成部分,考察的重点是现金分红这一特定事件对投资者信心的影响,在现金分红不能够为投资者提供新信息的假设前提下,我们选择异常收益率作为投资者信心变化的代理变量是可行的。本文中,股票异常收益率表明投资者受现金分红事件影响,对于公司的长期发展前景的自信程度。Brown and Cliff(2005)直接采用异常收益率代表投资者信心,国内学者王化成等(2010)也用异常收益率反映上市公司控制权转移事件中投资者信心的变化。不过也有学者担心异常收益率可能来自公司基本面因素,而不仅仅是投资者信心(如 Bessembinder and Zhang,2013)。因此异常收益率方法不适用于那些事件本身确定会对公司基本面产生直接影响的事件研究。我们认为现金分红事件可能是一个例外,因为已有的研究并不支持现金分红的信号效应,现金分红与公司未来盈利能力的变化不存在稳定关系。如果现金分红行为导致异常收益率的持续稳定地存在,那么可以认为在相当大的程度上它是由投资者信心所导致的。因此,在本项研究中我们主要采用异常收益率代表投资者信心,同时引进异常换手率作为补充证据反应投资者看法一致性的程度。

(二) 长期异常收益率的计算方法

Lyon et al.(1999)认为,对于长期异常收益率(6 个月以上)的计算目前主要有两种方法,一是购买持有异常收益法(Buy-and-Hold Abnormal Returns Approach, BHAR),二是日历时间组合法

(Calendar Timing portfolio approach)。购买持有法同传统的累积异常收益法相似,都是采用公司实际收益率减去基准组合收益率或者预期收益率的方法,计算特定公司事件引发的股票异常收益率,这一方法的特点是,可以得出单一公司异常收益率,方便进一步的归因分析,但是它很难摆脱截面数据相关性的影响。日历时间组合法按事件发生时间构建动态事件股票组合。组合包含在一定时间周期内发生特定事件的上市公司股票,每一期都有新股票加入和完成该事件的股票退出。此方法得出的是按照算术平均法计算的、更一般意义上的事件组合收益率,它可以最大限度地降低具体公司特征、当期市场波动和截面数据相关性的影响。Fama(1998)认为该方法更适于研究长期异常收益问题。鉴于本项研究的重点在于检验投资者对于发放现金股利上市公司的长期信心的存在,对于异常收益的准确性要求较高,但是并没有更多的归因要求,因此我们选择日历时间组合法作为构建事件股票组合的方法。对于基准收益率的选择,Fama and French(2004)认为经典的CAPM模型和他们所开发的三因素方法,都很难成为实践中预测股票收益率的方法,以这些方法计算出的基准收益率在现实中很难找到。据此,我们放弃了采用理论模型计算基准收益率的常规做法,转而采用以时间日历方法构建基准组合。基准组合由考察期内没有进行现金分红的上市公司股票组成,这些上市公司同事件组合中的上市公司在规模和市净率上具有相近性。Michaely et al.(1995)、Mitchell and Stafford(2000)、Brav et al.(2000)和Liu et al.(2008)都采用了这一方法。尽管基准组合收益率并没有得到某一特定理论模型的支持,而且计算过程比较复杂,计算量较大,但它是现实存在的、可以代表同期没有出现现金分红事件股票的一般收益率。事件组合股票的异常收益率由该只股票实际收益率减去与之在规模和市净率均相近的基准组合收益率得出。综上所述,我们所采用的研究方法基本步骤如下:

首先计算单只现金分红股票 i 在 t 月的异常收益率 $AR_{i,t}$,

$$AR_{i,t} = r_{i,t} - R_t \quad (1)$$

式中 $r_{i,t}$ 为第 i 只股票的当月实际收益率, R_t 为基准组合收益率。

其次,计算现金分红股票组合在 t 月的算术平均超常收益率 MAR_t ,

$$MAR_t = \frac{1}{n} \sum_{i=1}^n AR_{i,t} \quad (2)$$

n 为事件月内的股票数量。最后,计算股票组合在指定事件发生后多个月份内的月度平均异常收益率 $CTAR$,

$$CTAR = \frac{1}{T} \sum_{t=1}^T MAR_t \quad (3)$$

T 为月份数。

基准组合收益 R_t 的计算方法如下,

$$R_t = \frac{1}{m} \sum_{j=1}^m R_{j,t} \quad (4)$$

式中 $R_{j,t}$ 为基准组合中第 j 只股票在 t 月的实际收益, m 为基准组合中的股票数量。

(三) 数据构成与筛选

我们从 Wind 资讯数据库选择了 2000-2012 年我国 A 股市场上共 13748 个现金分红事件作为基础事件样本,样本数据为 2000-2012 年间所涉及公司经复权计算的月度收益率。长期事件研究的一个主要难点是保证窗口期清洁。为此,我们结合理论界以往的研究成果,去除了在特定时期发生了可能对股票长期收益产生影响的其他重要事件的现金分红事件。这些事件包括:在现金分红之前 3 个月内进行了增发、配股、或者并购,在现金分红的同时还进行了股票分红,当月涨幅超过 100%。当然,某公司如果由于发生了上述事件而在特定月份的事件组合中被去除,并不影响该公

司在其他月份的现金分红事件公司组合中出现。此外,为了保持样本公司的代表性和成熟度,我们还剔除了金融类上市公司和现金分红事件发生时上市不满2年的新上市公司。

1. 事件组合的股票构成

事件组合包括且仅包括在分析周期内出现且仅出现1次现金分红的公司,例如分析现金分红的12个月异常收益时,事件组合包含且仅包含在过去12个月进行过1次现金分红的公司。按照日历时间组合方法的要求,需要每月对组合进行动态调整,将分析周期以前发生现金分红的股票剔除,将当月新发生现金分红的股票加入。我们分别计算了现金分红事件发生后事件组合在6、12、18、24、30和36个月内的平均异常收益率,篇幅所限,以下仅列出12、24和36个月事件公司在不同时间点的股票数量(表1-表3)。

表1 12个月事件组合股票只数

	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012
1月	0	174	397	477	448	379	501	475	496	446	593	595	639
2月	0	172	403	488	448	384	502	475	498	449	598	592	647
3月	0	168	416	493	443	386	508	473	496	451	600	589	672
4月	0	181	413	475	427	371	493	452	487	452	588	574	673
5月	0	209	380	447	395	352	446	424	424	452	528	540	669
6月	0	273	364	377	343	354	414	377	353	467	498	486	655
7月	0	333	406	407	336	419	428	413	373	508	546	505	757
8月	0	381	438	428	360	483	471	476	407	556	583	581	827
9月	0	384	443	433	366	490	472	494	427	570	592	597	856
10月	0	380	445	437	369	489	472	496	432	570	595	614	892
11月	0	384	457	441	368	493	475	497	435	579	595	614	908
12月	0	394	474	444	372	499	476	498	441	590	596	624	925

表2 24个月事件组合股票个数

	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012
1月	0	0	321	310	292	283	322	321	265	311	390	378	444
2月	0	0	323	315	296	284	324	321	263	312	389	378	463
3月	0	0	331	318	297	286	332	322	264	314	389	373	487
4月	0	0	333	317	296	276	330	308	263	313	385	360	483
5月	0	0	324	318	292	263	318	313	253	318	382	369	477
6月	0	0	311	306	296	264	314	297	258	323	393	372	502
7月	0	0	279	308	284	296	297	287	281	341	372	391	555
8月	0	0	284	294	273	303	312	275	284	368	373	393	583
9月	0	0	297	289	275	310	324	269	295	369	385	408	605
10月	0	0	298	288	278	310	322	268	295	369	381	425	625
11月	0	0	300	289	283	315	325	269	303	374	382	423	638
12月	0	0	306	290	280	317	323	267	310	386	383	424	651

表3 36个月事件组合股票个数

	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012
1月	0	0	0	276	235	261	236	240	234	247	298	331	344
2月	0	0	0	281	238	262	239	241	235	247	299	331	362
3月	0	0	0	285	240	264	246	242	233	249	299	325	382
4月	0	0	0	284	237	262	248	238	233	250	303	314	371
5月	0	0	0	275	238	254	248	238	237	246	289	311	400
6月	0	0	0	246	250	250	251	228	241	238	296	295	410
7月	0	0	0	231	261	248	243	229	247	266	316	279	420
8月	0	0	0	222	253	237	234	233	233	281	326	287	448
9月	0	0	0	227	252	232	242	233	230	282	329	297	459
10月	0	0	0	230	252	235	241	231	229	281	330	312	480
11月	0	0	0	232	254	233	240	234	236	286	331	316	493
12月	0	0	0	233	256	235	240	235	243	296	332	325	507

2. 基准组合的股票构成

基准组合由在规模与市净率同事件上市公司接近的没有进行现金分红的上市公司构成,基准组合原则上每年构建一次,主要是包括当年和前一年没有发生过现金分红的公司,但是会从中剔除事件月发生3个月前出现增发、配股、并购等事件的公司以及金融类上市公司和单月涨幅超过100%的公司,以尽量剔除其他特定事件、特殊行业和异常股价波动,对于基准组合收益率清洁度与稳定性的影响。下表为各事件月基准参考组合所包含的股票总数。

表4 各时期基准组合股票个数

	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012
1月	0	318	297	393	515	536	565	652	684	689	714	732	659
2月	0	315	298	394	517	537	567	650	684	692	714	732	672
3月	0	310	299	399	517	538	569	646	684	695	714	726	692
4月	0	309	301	399	517	540	571	641	683	694	717	718	704
5月	0	316	302	400	518	540	569	649	683	700	723	710	712
6月	0	333	303	401	520	540	577	654	684	696	728	707	721
7月	0	343	303	400	521	542	582	656	685	703	730	709	724
8月	0	344	305	401	524	543	585	655	691	712	731	714	737
9月	0	345	307	401	527	546	586	656	692	718	730	723	751
10月	0	345	308	400	527	547	586	656	698	719	734	743	753
11月	0	345	309	400	528	548	586	655	703	724	734	746	757
12月	0	345	312	400	528	547	586	657	709	729	734	750	763

Fama and French(1992)的研究认为除市场风险以外,上市公司的规模和成长性也会对股票收益产生影响。为了更准确地计算现金分红事件所引发的股票长期异常收益,我们参照了 Mitchell and Stafford(2000)和许艳芳(2009)的做法,将各事件月内的基准组合成分股票按照当年末的公司

总市值均分成 5 组,再按照当年末的市净率均分成 5 组,最后进行交叉分组,从而在每一事件月都获得了 25 组总市值和市净率不同的基准组合,在计算异常收益时,选取与进行现金分红的公司规模和成长性特征相近的基准组合收益率为基准收益率,以减少特征因素对计算异常收益率准确性的干扰。限于篇幅此处不再详细列出各事件月内基准组合进一步分组的情况。

四、实证结果及分析

依照前文所述的方法,我们获得了单只股票的现金分红长期异常收益率数据,其中 6 个月的异常收益率数据 4.3 万条,12 个月数据 6.9 万条,18 个月数据 5.7 万条,24 个月的数据 4.5 万条,30 个月的数据 3.8 万条,36 个月的数据 3.3 万条。利用这些个股数据经过标准方法处理,得出现金分红事件组合在事件发生后的长期平均异常收益率(表 5)。在现金分红发生以后的 6 至 36 个月内,事件组合的月均异常收益率为 0.97% 到 1.18% 不等,年化异常收益率为 11.6% 至 14.1%,统计结果在 T 检验下为显著,表明现金分红事件能够引发稳定的个股异常收益,而且这一异常收益随着分红频率的下降,即分析周期的延长而有所增加,说明市场对于长期不分红公司的分红行为,反应更加积极。

表 5 不同分析周期的异常收益率

	分析周期				
	6 个月	12 个月	18 个月	24 个月	30 个月
平均月度异常收益率(%)	0.9675 *** (5.2777)	0.9602 *** (6.2186)	1.0168 *** (6.7417)	1.0928 *** (8.2915)	1.1388 *** (9.0252)
年化异常收益率(%)	11.6096	11.5220	12.2016	13.1136	13.6656

注:括号内为 t 检验值,***、**、* 分别代表在 1%、5% 和 10% 置信水平上显著,下同。

(一)公司规模对异常收益率的影响

如果我们放松对公司成长性的约束,仅仅考察公司规模对现金分红异常收益率的影响,可以发现更大规模公司的现金分红行动,能够产生更高的异常收益率,而且显著性更强。这与我们以往的测算不谋而合:能够进行现金分红并且规模比较大的公司,一般当期都有很好的盈利记录。张跃文(2012)的研究发现,2000 年以来我国上市公司现金分红的集中化趋势日益明显,2010 年现金分红最多的 50 家公司的分红额度占到 A 股市场全部分红的 77.2%,利润占到接近 70%。这些公司基本都在我们所确定的规模最大公司的组合内。投资者对于实施现金分红的大盘股显然抱有更强的持续盈利预期(表 6)。

(二)成长性对异常收益率的影响

高成长性的公司,一般会有比较强的投资需求,公司留存利润主要用于投资,现金分红能力偏低。但是如果一家高成长公司有能力发放现金股利,根据 DeAngelo et al.(2006)研究,这样的公司正在从成长型公司向价值型公司转变,但是市场对公司的估值尚未体现出这一特征。此时公司兼具成长型与价值型特征,投资者信心达到高点。我们的实证结果也支持这一判断,成长性越好的公司,其现金分红所引发的长期异常收益越高,且收益水平明显高于按照规模分组的收益水平,显著性也更强,而且在不同分析周期下都体现出了这一特征。这表明现金分红对于高成长性公司而言,可以引发更大程度的投资者乐观情绪,增强投资者信心(表 7)。

表6 按公司规模分组的现金分红长期月均异常收益率(%)

总市值分组	6个月	12个月	18个月	24个月	30个月	36个月
1	-0.606** (-2.0215)	-0.3575* (-1.9003)	-0.2935 (-1.4905)	-0.2574 (-1.4999)	-0.3321* (-1.8884)	-0.3593* (-1.8923)
2	0.6979** (2.5437)	0.4106** (2.2424)	0.45** (2.4187)	0.5124*** (3.1621)	0.681*** (4.0465)	0.7136*** (3.9965)
3	1.0511*** (4.3826)	0.9666*** (5.5108)	0.9936*** (5.3621)	1.043*** (5.8053)	1.1405*** (5.9580)	1.2352*** (6.4011)
4	1.5049*** (6.4547)	1.5205*** (7.8505)	1.6782*** (8.9145)	1.7527*** (9.5222)	1.793*** (9.5469)	1.9769*** (9.9974)
5	1.2025*** (4.2721)	1.2826*** (5.7406)	1.4145*** (6.1735)	1.7045*** (6.9736)	1.8896*** (7.8295)	2.1954*** (8.4766)

注:样本股票按总市值从小到大均等分为五组。

表7 按成长性分组的现金分红长期月均异常收益率(%)

市净率分组	6个月	12个月	18个月	24个月	30个月	36个月
1	-0.4415** (-1.9888)	-0.1915 (-1.2796)	-0.2825* (-1.8260)	-0.2199* (-1.6640)	-0.3341** (-2.5072)	-0.3848** (-2.4860)
2	0.3259 (1.4432)	0.1048 (0.5165)	0.1052 (0.5261)	0.0686 (0.4035)	0.1069 (0.6071)	0.1814 (0.9770)
3	1.0053*** (3.0678)	1.1232*** (5.0000)	1.163*** (5.1431)	1.1206*** (5.2015)	1.0338*** (4.9626)	1.0932*** (5.8459)
4	2.2391*** (6.3816)	2.3634*** (8.8701)	2.4111*** (9.7709)	2.458*** (10.5064)	2.5026*** (9.9588)	2.4099*** (10.0310)
5	3.1105*** (7.6952)	3.532*** (11.0931)	3.4314*** (11.2191)	3.4628*** (11.1316)	3.7417*** (11.7160)	3.6764*** (11.7160)

注:样本股票按市净率从小到大均等分为五组。

(三) 分红连续性对异常收益率的影响

连续分红能够增强投资者的长期信心吗? 我们的实证结果对此给予了支持。受研究方法和数据的限制,我们仅计算了连续分红以后12个月的月均异常收益率(表8)。从结果来看总体上连续分红的次数越多,所产生的月均异常收益率越高,从0.96%到1.12%不等。但是不同连续性之间的收益率差别并不大。同首次分红引起的异常收益率相比,连续分红产生的异常收益率差别甚至可以忽略不计。这也是为什么国外理论界对于现金分红引发市场反应的研究,如 Michaely et al. (1995)和 Liu et al. (2008),主要集中在首次现金分红或者取消分红方面。

(四) 分红连续性对股票异常换手率的影响

股票换手率反映其在市场中的受欢迎程度,同时也可以反映买卖双方对于股价变化看法的差异。换手率高的股票表明买卖双方对于股票未来价格的变化方向分歧较大,换手率低则相反(Kandel and Pearson, 1995)。我们采用与异常收益率计算相同的研究方法,但将个股收益数据更换

表 8 按现金分红连续性分组的 12 个月月均异常收益率 (%)

	月均异常收益率
一年内有分红	0.9602 *** (6.2186)
连续 2 年分红	1.0297 *** (6.0782)
连续 3 年分红	1.0627 *** (5.9058)
连续 4 年分红	1.1211 *** (5.8067)
连续 5 年分红	1.0879 *** (4.8205)

为换手率数据,发现现金分红也可以产生一定程度的异常换手率(表 9),代表此类股票有更好的流动性。连续分红时间越长,异常换手率越低,说明连续分红可以在一定程度上降低股票换手率,表明投资者对股价变化的分歧在减少。连续 4 年和 5 年进行现金分红的股票异常换手率显著性不强,一定程度上影响了结果的稳健性,不过结合我们前面所发现的连续分红引发稳定的异常收益率的情况,可以得出投资者总体看好连续分红股票的结论。

表 9 按现金分红连续性分组的 12 个月月均异常换手率 (%)

一年内有分红	1.8287 *** (4.6741)
连续 2 年分红	1.1961 *** (2.9983)
连续 3 年分红	0.7969 * (1.8539)
连续 4 年分红	0.0328 (0.0654)
连续 5 年分红	-0.9053 (-1.4189)

(五) 稳健性检验

为了检验本项研究的统计结果是否稳定和显著,我们做了以下工作:

1. 控制股权分置改革对于股票收益率的影响。重大事件有可能对股票市场的正常运行产生比较大的扰动作用,进而在一定程度上改变了投资者对于上市公司进行现金分红的情绪反应。为此我们以 2005 年 9 月中国证监会发布《上市公司股权分置改革管理办法》为界线,将样本期划分为两个阶段:第一个阶段自 2000 年 1 月至 2005 年 8 月;第二阶段自 2005 年 9 月至 2012 年 12 月,计算结果如表 10 所示。显然,股权分置改革对于现金分红事件组合异常收益率的显著性并没有产生明显影响,各分析周期的异常收益率均在 1% 水平上显著。

表 10 股权分置改革前后现金分红事件组合异常收益率

	分析周期					
	6个月	12个月	18个月	24个月	30个月	36个月
股权分置前平均月度异常 收益率(%) (2000.01-2005.08)	0.5272* (1.7116)	0.5847** (2.6667)	0.7260*** (3.4771)	0.7388*** (3.5565)	0.7737*** (4.3054)	0.67423*** (4.3927)
股权分置后平均月度异常 收益率(%) (2005.09-2012.12)	1.1771*** (5.1295)	1.1535*** (5.7591)	1.1650*** (6.0174)	1.2489*** (7.7391)	1.2795*** (8.3407)	1.3013*** (9.0243)

2. 控制 2008 年国际金融危机的影响。我们认为危机本身及其后中国政府推出的经济刺激措施,有可能对股票市场的正常运行产生比较大的扰动作用,进而在一定程度上改变了投资者对于上市公司进行现金分红的情绪反应。为此我们缩小了现金分红事件的样本期,仅考察 2000 至 2006 年的现金分红事件引发的投资者信心变化。同原研究结论相比,我们所得到的各分析周期的月均异常收益率仍然存在,只不过数值下降至 0.80% 至 1.02% 之间。研究结论及其显著性表现保持稳定。

3. 控制基准组合偏差。考虑到基准组合的股票数量有限及行业分布有可能存在偏差,为了增强组合的代表性,我们用市场组合(上证综合指数)代替按照时间日历组合法构建的基准组合,重新计算现金分红的长期异常收益率。同原研究结论相比,各分析周期的月均异常收益率仍然存在,数值降至 0.59% 至 0.73%,我们认为这是由于市场组合中包含大量存在现金分红事件公司所导致的基准组合收益率中包括部分异常收益率造成的,而且检验结果并没有消除异常收益率。

基于以上检验,我们认为本项研究的基本结论具有稳健性。

五、股利政策与投资者长期信心

股利政策决定了上市公司向股东支付投资回报的方式、水平、时机和频率。由于股票具有与债券完全不同的风险结构和回报特征,因此上市公司过于灵活的股利政策,尽管可能更好地契合企业经营状况的变化,最大限度满足企业对资金的需求,但同时也不利于稳定投资者回报预期,有可能削弱投资者长期信心。

(一) 投资者对于现金股利的态度分化

现有的多数研究文献都反应了投资者对股利分配的总体支持性态度。Grullon et al.(2002)的实证研究发现,支付现金股利和股份回购已经成为美国上市公司进行股利分配的主要方式,两者存在互补性且市场的短期反应是正面的,而市场对于初次发放现金股利或者取消现金股利的反应则更加明显(Michaely and Vila,1995)。Goldstein et al.(2015)发现在熊市期间投资者明显偏爱支付股利的上市公司股票。由于中国股市发展阶段的特殊性,股市投资者对于现金股利的看法与国外投资者有所不同。国内学者夏云峰等(2007)采用事件研究方法,发现中国股市投资者尽管对现金分红的短期反应比较积极,但是更喜爱混合股利和股票股利。支晓强等(2014)利用某券商的客户交易数据,挖掘投资者对于股利政策的真实态度。他们发现短期内机构投资者总体上并不偏爱现金股利,个人投资者虽然反应稍好,但显然更喜欢股票股利。只有那些低换手率、非博彩型和过去投资盈利的投资者才更加偏好高现金股利。现金分红将资金从上市公司账户转入股东账户,上市

公司可支配现金减少,对外投资和并购等活动受限,股价想象空间承压,不利于短线炒作。在投资者热衷做短线、炒题材的中国股市,现金分红相较于股票股利的弱势地位很明显,国外理论界热议的现金分红在解决代理问题和传递信号方面的功能,在短期意义上说,并没有在中国股市得到充分重视。我们认为,国内股市投资者对于现金分红的短期反应不足,在解释股价短期波动方面具有一定意义,但它并不能代替长期意义上的投资者反应。支晓强等(2014)的研究已经证明了长期投资者对于现金分红的偏好,本文的研究结论也在一定程度上证明了这一点。只要上市公司出于全体股东利益考虑制定的现金分红决策,并且这一决策的执行尽量保持连续性,那么该政策通常会增强市场投资者对于上市公司长期盈利能力和股票投资回报的信心。

(二)股利政策的问题根源在于公司治理

我国上市公司在股利政策方面经常会面临来自理论界和社会舆论的两类质疑。一类质疑是内部人控制导致的上市公司不发或者少发股利,造成上市公司过度投资和滥用现金流(魏明海和柳建华,2008;肖珉,2010)。另一类质疑针对少数上市公司恶意发放现金股利,认为高额现金股利是在帮助大股东“掏空”上市公司(周县华和吕长江,2008)。刘浩等(2010)的研究认为,大股东如果不能通过出售股份获得所有权收益,则有可能通过现金分红来“掏空”上市公司,他们从另一个角度论证了我国股权分置改革的合理性。上述两类质疑都源于上市公司不完善的公司治理所导致的控股股东或者实际控制人的掠夺行为没有得到有效扼制,而且即使在股份全流通以后,控股股东为了保住控股权未必愿意通过减持股份获得资金,仍然存在利用其控制权掏空上市公司的可能,因此单纯依靠股权分置改革不太可能解决控股股东滥用上市公司现金流的问题。

La Porta et al.(2000)的跨国研究证明股利政策是对公司治理的一种补充,即在公司治理水平较低的情况下,少数股东会要求支付现金股利,以减少管理层占用公司现金流的可能性。魏明海和柳建华(2007)的研究,将控股股东所有权与现金流权的分离度作为衡量公司治理问题的核心指标,他们的研究实际上佐证了我国上市公司治理缺陷存在的广泛性和严重性。近年来,一些研究文献证明了诸如机构投资者持股、产品市场竞争等因素对于上市公司派现的直接促进作用。国内学者陶启智等(2014)和申尊焕(2011)的实证研究,对于我国机构投资者持股与上市公司现金分红之间的正向关系进行了确认。当然,也不应当过分夸大机构投资者的作用。特别是在我国上市公司总体盈利能力有限、现金分红收益总体上远不能覆盖投资者所承担风险的形势下,包括机构在内的股市投资者收益仍以资本利得为主,机构投资者羊群行为甚至有可能成为股市的“崩盘加速器”(许年行等,2013)。支晓强等(2014)所描述的机构投资者针对现金分红事件的短期交易行为,也与理论界的已有研究结论不一致。

已有研究成果仅呈现出我国上市公司股利政策面临的困境,对于如何通过完善公司治理来保证股利政策适当性,并没有提出太多的建设性意见。这一方面是由于公司治理的复杂性和个性化特征,导致难以形成完整的公司治理衡量标准,简单的股权分散化,被证明操作成本过高,且不可能解决现有治理问题^①;另一方面是理论界已经形成的一些共识,比如董事长和总经理不得兼任、增加独立董事数量、强化内部股权激励等等,在现实中仍然由于种种原因不能够全面实施,学者们不得不在现实基础上进一步探寻更具中国特色的公司治理解决方案,理论研究难度很大。目前来看,改善上市公司治理的重点还是在于促进股东间以及股东与管理层间的制衡关系的形成。上市公司普遍存在的“一股独大”和内部人控制,以及外部法治环境不健全,加剧了股东关系失衡和股东与管理层关系失衡。增加中小股东的决策参与权和“对抗大股东”的权利,可能会在一定程度上缓解

^① Aggarwal et al.(2008)编制的公司治理指数包括了44项指标,国内学者李维安和唐跃军(2006)所编制的上市公司治理指数,也包含了6个维度共19项指标,这突显出公司治理问题的复杂性。

上述失衡关系。

(三)必要的监管规则具有正面作用

上市公司的内部治理机制和外部治理机制可以相互补充、共同发挥作用,提升公司治理水平(Acharya et al.,2011)。因此,如果上市公司的内部治理机制不能够帮助制定符合全体股东利益的股利政策,那么通过完善外部治理机制,也可以起到类似作用。法制体系是外部治理的重要组成部分(Denis and McConnell,2003),国外理论界往往从投资者保护、产权保护、法制和文化传统等角度研究外部治理问题。考虑到我国法制环境的特殊性,股票市场监管规则对于改善上市公司的股利政策,可能会发挥更加有效的作用。

为体现股票市场长期投资价值,国内监管机构长期以来致力于推动上市公司增加现金分红。自2001年以来,证监会先后多次发布监管规定,督促上市公司增加现金分红。其中比较著名的是2008年10月发布的《关于修改上市公司现金分红若干规定的决定》,要求上市公司公开发行证券应符合最近三年以现金方式累计分配的利润不少于最近三年实现的年均可分配利润的百分之三十。同以往的相关规定比较,该《决定》直接将上市公司的现金分红水平同再融资资格挂钩,并且提出了明确的现金分红标准,规则内容清晰,可操作性强,被业界称为“半强制分红政策”(李常青等,2010)。但李常青等人针对该政策所做的事件研究发现,有融资需求的上市公司在该政策出台后需要首先增加现金分红以获得再融资资格,导致这些公司的现金流更加紧张;资金比较充裕且短期内没有融资计划的上市公司反而可以继续少分红甚至不分红,因此该政策客观上难以平衡促进上市公司融资发展和增加现金分红两大目标。2013年11月,证监会又发布了《上市公司监管指引第3号——上市公司现金分红》,要求上市公司在公司章程中载明利润分配决策程序、现金分红政策的具体内容和发放现金分红的具体条件,并对有关信息披露、方案执行和独立董事责任以及监管重点做出了详细说明,该指引明确了现金分红相对于股票股利的优先地位,鼓励上市公司制定差异化股利政策。这一指引是具有监管规则的强制属性,是近年来监管机构对于上市公司现金分红的监管意见的一次全面阐述。当然,由于仍然没有解决保护公众利益与尊重上市公司财产权利二者协调的问题,该指引没有提出上市公司进行现金分红的绝对标准,只有“公司发展阶段属成熟期且无重大资金支出安排的,进行利润分配时,现金分红在本次利润分配中所占比例最低应达到80%”这样的相对要求。上市公司实际上仍然可以自主判断自身所处的发展阶段,是否有重大支出安排,以及未分配利润中用于当期分配的资金比例。因此这一指引并没有成为真正的“强制性现金分红政策”。

验证监管规则有效性的最直接做法,就是考察在规则出台以后进行现金分红的上市公司是否明显增加。图1展示了2001-2014年A股上市公司中近三年累计现金分红占平均未分配利润之比超过30%的上市公司数量。在2001-2009年间,此类上市公司总数在600~700家之间;2008年的“半强制现金分红政策”发布实施以后,同时主要受益于上市公司盈利增加,分红达标的上市公司数量明显增加,在2012年最多达到901家,此后这一数量又有所下降。值得强调的是,此类上市公司在全部上市公司中的比重总体呈下降趋势,从2001年的52.1%逐步下降至2014年的24.4%。一种说法是,由于中小企业板和创业板集中了大量成长型上市公司,这些公司的现金分红能力可能会受到强劲投资需求的影响,因此拉低了分红达标的上市公司在全体上市公司中的比重。但我们发现,名义上主板上市公司以大型企业和价值型企业为主,现金分红能力较强,但实际上这些公司的现金分红状况甚至弱于总体水平,而且分红达标的上市公司数量和占比呈同步下降趋势,即使是2008年政策出台后,这一趋势也没有明显改变(图2)。相反,中小板和创业板上市公司的分红状况则强于主板市场(图3、图4)。至2014年末,主板上市公司的现金分红达标率为21.6%,中小板为29.8%,创业板为25%。

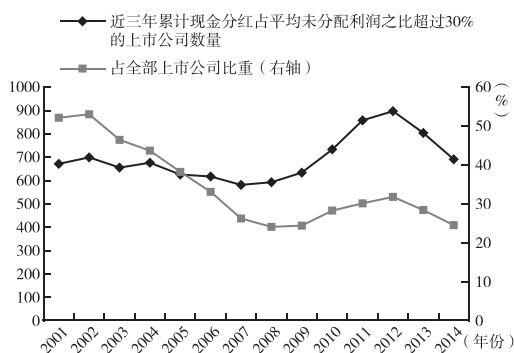


图1 A股上市公司现金分红情况

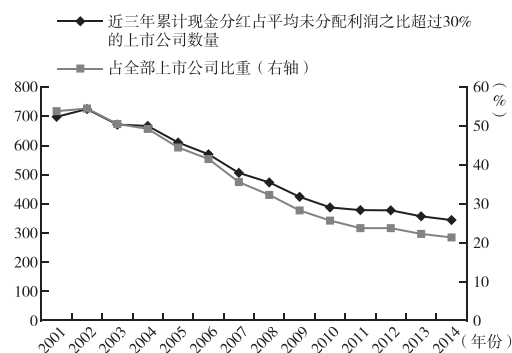


图2 A股主板上市公司现金分红情况

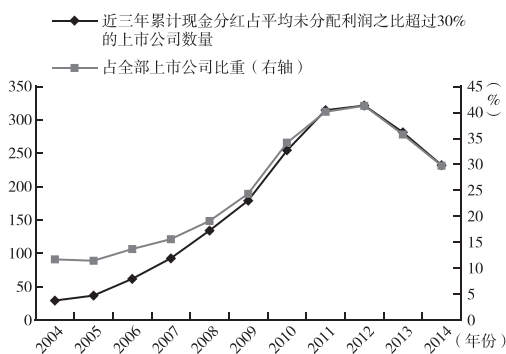


图3 中小板上市公司现金分红情况

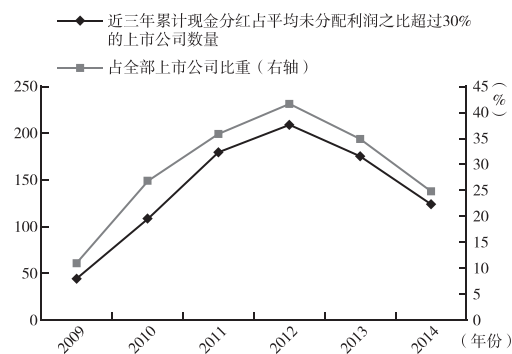


图4 创业板上市公司现金分红情况

数据来源:作者根据 Wind 数据库数据计算得出。

从前面的分析可知,与再融资相挂钩的现金分红监管规则对于促进上市公司分红的作用有限,而且不易稳定和提高上市公司整体分红水平。但为了巩固投资者的长期信心,增加长期投资者数量,市场需要一批能够提供稳定现金分红的上市公司。现有监管规则对于实现这一目标的作用有限,而以往针对上市公司主业、成长阶段和现金流特征制定差异化现金分红监管规定的建议(李常青等,2010),由于监管成本高而难以真正施行,目前需要更加强有力且具有操作性的措施。可以考虑参照欧洲股票市场单独设立“高级主板市场”,实施强制性现金分红规定和更高的信息披露标准,将真正具有长期投资价值的上市公司股票集中于此,通过这一板块市场稳定的现金分红政策积聚和巩固投资者长期信心,推动中国股市可持续发展。

六、结论与启示

国内外理论界的研究表明,现金分红决策本身并不具有明显的信号传递效应,它与公司未来的盈利变化不存在稳定联系,而且上市公司也没有充分动机通过现金分红的方式向市场传达利好信号。尽管如此,我们仍然很难相信在中国股票市场上投资者对于每年数千亿元的现金分红会毫无反应。研究现金分红对于股市投资者长期信心的影响,是本文研究的主题。利用2000-2012年我国A股市场上上市公司的现金分红事件及相关收益率数据,采用时间日历法和配对法,我们考察了

现金分红是否会在长期意义上鼓励投资者信心。实证结果表明,即现金分红能够引发比较稳定的异常收益,而且这种异常收益会随着上市公司现金分红间隔期的延长而有所上升,长期不分红公司的分红行动,对于投资者信心的提振作用更加明显。事件股票组合在换手率上的变化,也支持我们的判断,现金分红可以提高股票流动性,同时持续的现金分红可以使流动性下降,代表投资者看法趋向一致。两方面的证据共同支持了现金分红能够增强投资者长期信心的论断。在控制了重大市场事件冲击之后,该结论依然稳健。尽管 Fama-French 模型对本文总体结论的支持偏弱,但该模型对于本文关于大市值股票和高市净率股票进行现金分红可以引发长期异常收益率的结论仍然给予了有力支持。

当然,不得不承认现金分红使投资者长期信心增强的现实基础还很薄弱:首先:已有的研究既不支持现金分红能够提升公司价值,也不支持它可以预测公司未来盈利能力的变化,最近的研究认为它仅仅是当期公司财务状况的一个后果,这些研究文献削弱了现金分红的信号功能。其次,相当一部分上市公司出于种种原因既无能力也不愿意制定稳定的现金分红政策,中小股东的弱势地位,使其对上市公司股利政策难以产生决定性影响。最后,关于上市公司自由财产权利的主张,限制了监管机构出台强制性现金分红措施,导致外部治理环境无法作为。不过如果结合中国股市现实来看,促进有能力的上市公司实施持续稳定的现金分红政策,增强对股东的回报能力,从而巩固投资者长期信心,对于促进股市理性健康发展意义重大。2015年下半年以来的股市震荡,再次提醒人们透明度和投资者预期对于市场稳定的重要意义,以及股市萧条期现金分红对于增加投资者回报的重要作用。诚然,当前我国上市公司的总体盈利能力不高,现金分红相较于买卖价差对于投资者的吸引力还不够强,况且二者还有明显的税收差异。为了改善现金分红的弱势地位,当前比较现实的做法是集中一部分价值型股票组建“高级主板市场”,突显具有稳定现金分红政策的上市公司股票投资价值,同时推动实行个人投资者分红派息所得免税政策,鼓励上市公司和投资者更加重视现金分红。

本项研究没有特别分析现金分红增强投资者信心的心理学基础,它将成为我们未来的研究方向。正因为现金分红可以在长期意义上鼓舞投资者,所以我们的研究部分解释了监管机构要求上市公司增加现金分红的动机:这样做可以对市场起到提振信心的作用。可是如果上市公司管理层普遍认同现金分红可以提升长期股价(“高级主板市场”的设立极有可能产生这一结果),那么就有可能催生 Baker and Wurgler(2004)所提出的迎合行为,即人为地以现金分红的方式向市场传达错误信号,使绩差公司股票获得长期溢价,进而在实践中逐步侵蚀投资者信心的存在基础,这也是在今后制定有关监管规则时需要特别注意的问题。

参考文献

- 陈彦斌(2005):《情绪波动和资产价格波动》,《经济研究》,第3期。
- 胡昌生、池阳春(2013):《投资者情绪、资产估值与股票市场波动》,《金融研究》,第10期。
- 黄祥钟(2012):《新股现金分红后长期表现研究》,《经济与管理研究》,第8期。
- 李常青、魏志华、吴世农(2010):《半强制分红政策的市场反应研究》,《经济研究》,第3期。
- 李维安、唐跃军(2006):《公司治理评价、治理指数与公司业绩——来自2003年中国上市公司的证据》,《中国工业经济》,第4期。
- 刘浩、李增泉、孙铮(2010):《控股股东的产权收益实现方式与利益输送转向——兼论中国的股权分置改革》,《财经研究》,第4期。
- 任有泉(2006):《中国上市公司股利政策稳定性的实证研究》,《清华大学学报》(哲学社会科学版),第1期。
- 申尊焕(2011):《机构投资者对现金股利影响的实证分析》,《财贸经济》,第2期。
- 宋逢明、姜琪、高峰(2010):《现金分红对股票收益率波动和基本面信息相关性的影响》,《金融研究》,第10期。
- 陶启智、李亮、李子扬(2014):《机构投资者是否偏好现金股利》,《财经科学》,第12期。

- 文凤华、肖金利、黄创霞、陈晓红、杨晓光(2014):《投资者情绪特征对股票价格行为的影响研究》,《管理科学学报》,第3期。
- 王化成、孙健、邓路、卢闯(2010):《控制权转移中投资者过度乐观了吗?》,《管理世界》,第2期。
- 魏明海、柳建华(2007):《国企分红、治理因素与过度投资》,《管理世界》,第4期。
- 夏云峰、刘朝晖、袁芳(2007):《投资者股利政策偏好及其交易行为》,《财经科学》,第12期。
- 肖珉(2010):《现金股利、内部现金流与投资效率》,《金融研究》,第10期。
- 许艳芳(2009):《基于CTAR法的上市公司长期并购绩效研究》,《经济理论与经济管理》,第6期。
- 许年行、于上尧、伊志宏(2013):《机构投资者羊群行为与股价崩盘风险》,《管理世界》,第7期。
- 袁显平、柯大钢(2007):《长期事件研究方法论——一个综述》,《数理统计与管理》,第5期。
- 张跃文(2012):《我国上市公司现金分红决策研究》,《证券市场导报》,第9期。
- 支晓强、胡聰慧、吴偃立、刘玉珍(2014):《现金分红迎合了投资者吗——来自交易行为的证据》,《金融研究》,第5期。
- 周县华、吕长江(2008):《股权分置改革、高股利分配与投资者利益保护——基于驰宏锌铟的案例研究》,《会计研究》,第8期。
- Acharya, V., S. Myers and R. Rajan (2011): "The Internal Governance of Firms", *Journal of Finance*, 66, 689-720.
- Aggarwal, R., I. Erel, R. Stulz and R. Williamson (2009): "Differences in Governance Practices between U. S. and Foreign Firms: Measurement, Causes, and Consequences", *Review of Financial Studies*, 22, 3131-3169.
- Allen, F. and R. Michaely (2003): "Dividend Policy", In: Constantinides, G., M. Harris, R. Stulz (Eds.), *Handbook of the Economics of Finance*, North-Holland: Amsterdam.
- Baker, M. and J. Wurgler (2004): "A Catering Theory of Dividends", *Journal of Finance*, 59, 1125-1165.
- Baker, M. and J. Wurgler (2006): "Investor Sentiment and the Cross-section of Stock Returns", *Journal of Finance*, 61, 1645-1680.
- Barberis, N., A. Shleifer and R. Vishny (1998): "A Model of Investor Sentiment", *Journal of Financial Economics*, 49, 307-343.
- Bessembinder, H. and F. Zhang (2013): "Firm Characteristics and Long-run Stock Returns after Corporate Events", *Journal of Financial Economics*, 109, 83-102.
- Bhattacharya, S. (1979): "Imperfect Information, Dividend Policy, and 'The Bird in the Hand' Fallacy", *Bell Journal of Economics*, 10, 259-270.
- Boehme, R. and S. Sorescu (2002): "The Long-run Performance Following Dividend Initiations and Resumptions: Underreaction or Product of Chance?", *Journal of Finance*, 57, 871-900.
- Braggion, F. and L. Moore (2011): "Dividend Policies in an Unregulated Market: The London Stock Exchange, 1895-1905", *Review of Financial Studies*, 24, 2935-2973.
- Brav, A., J. Graham, C. Harvey and R. Michaely (2005): "Payout Policy in the 21st Century", *Journal of Financial Economics*, 77, 483-527.
- Brown, G. and M. Cliff (2005): "Investor Sentiment and Asset Valuation", *Journal of Business*, 78, 405-440.
- DeAngelo, H., L. DeAngelo and D. Skinner (1996): "Reversal of Fortune Dividend Signaling and the Disappearance of Sustained Earnings Growth", *Journal of Financial Economics*, 40, 341-371.
- DeAngelo, H., L. DeAngelo and R. Stulz (2006): "Dividend Policy and the Earned/Contributed Capital Mix: a Test of the Life-cycle Theory", *Journal of Financial Economics*, 81, 227-254.
- Denis, D. and I. Osobov (2008): "Disappearing Dividends, the Earned/Contributed Capital Mix, and Catering Incentives: International Evidence on the Determinants of Dividend Policy", *Journal of Financial Economics*, 89, 62-82.
- Denis, D. and J. McConnell (2003): "International Corporate Governance", *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 38, 1-36.
- Easterbrook, F. (1984): "Two Agency-Cost Explanations of Dividends", *American Economic Review*, 74, 650-659.
- Fama, E. (1998): "Market Efficiency, Long-term Returns, and Behavioral Finance", *Journal of Financial Economics*, 49, 283-306.
- Fama, E. and K. French (1992): "The Cross Section of Expected Stock Returns", *Journal of Finance*, 47, 427-466.
- Fama, E. and K. French (2001): "Disappearing Dividends: Changing Firm Characteristics or Lower Propensity to Pay?", *Journal of Financial Economics*, 60, 3-43.
- Fama, E. and K. French (2004): "The Capital Asset Pricing Model: Theory and Evidence", *Journal of Economic Perspectives*, 18, 25-46.
- Fatemi, A. and R. Bildik (2012): "Yes, Dividends are Disappearing: Worldwide Evidence", *Journal of Banking & Finance*, 36, 662-677.
- Frazzini, A. and O. Lamont (2008): "Dumb Money: Mutual Fund Flows and the Cross-section of Stock Returns", *Journal of Financial Economics*, 88, 299-322.
- Goldstein, M., A. Goyal, B. Lucey and C. Muckley (2015): "The Global Preference for Dividends in Declining Markets", *Financial Review*, 50, 575-609.

- Grullon, G., R. Michaely, S. Benartzi and R. Thaler(2005): "Dividend Changes Do Not Signal Changes in Future Profitability", *Journal of Business*, 78, 1659–1682.
- Grullon, G., R. Michaely and B. Swaminathan(2002): "Are Dividend Changes a Sign of Firm Maturity?" , *Journal of Business*, 75, 387–424.
- Hong, H. and J. Stein(1999): "A Unified Theory of Underreaction, Momentum Trading, and Overreaction in Asset Markets" , *Journal of Finance*, 54, 2143–2184.
- Jensen, M.(1986): "Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance and Takeovers" , *American Economic Review*, 76, 323–329.
- Kandel, E. and N. Pearson(1995): "Differential Interpretation of Public Signals and Trade in Speculative Markets" , *Journal of Political Economy*, 103, 831–872.
- Kumar, A. and C. Lee(2006): "Retail Investor Sentiment and Return Comovements" , *Journal of Finance*, 61, 2451–2486.
- La Porta, L., A. Shleifer and R. Vishny(2000): "Agency Problems and Dividend Policies around the World" , *Journal of Finance*, 55, 1–33.
- Liu, Y., S. Szewczyk and Z. Zantout(2008): "Underreaction to Dividend Reductions and Omissions?" , *Journal of Finance*, 63, 987–1020.
- Mendel, B. and A. Shleifer(2012): "Chasing Noise?" , *Journal of Financial Economics*, 104, 303–320.
- Michaely, R. and J. Vila(1995): "Investors' Heterogeneity, Prices, and Volume around the Ex-dividend Day" , *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 30, 171–198.
- Michaely, R. and M. Roberts(2012): "Corporate Dividend Policies: Lessons from Private Firms" , *Review of Financial Studies*, 25, 711–746
- Michaely, R., R. Thaler and K. Womack(1995): "Price Reactions to Dividend Initiations and Omissions: Overreaction or Drift?" , *Journal of Finance* 50, 573–608.
- Miller, M. and F. Rock(1985): "Dividend Policy under Asymmetric Information" , *Journal of Finance*, 40, 1031–1051.
- Mitchell, M. and E. Stafford(2000): "Managerial Decisions and Long-Term Stock Price Performance" , *Journal of Business*, 73, 287–329.
- Penman, S.(1983): "The Predictive Content of Earnings Forecasts and Dividends" , *Journal of Finance*, 38, 1181–1199.
- Schmeling, M.(2009): "Investor Sentiment and Stock Returns: Some International Evidence" , *Journal of Empirical Finance*, 16, 394–408.
- Shefrin, H. and M. Statman(1984): "Explaining Investor Preference for Cash Dividends" , *Journal of Financial Economics*, 13, 253–282.
- Stambaugh, R., J. Yu and Y. Yuan(2012): "The Short of It: Investor Sentiment and Anomalies" , *Journal of Financial Economics*, 104, 288–302.
- Watts, R.(1973): "The Information Content of Dividends" , *Journal of Business*, 46, 191–211.
- Yu, J. and Y. Yuan(2011): "Investor Sentiment and the Mean-variance Relation" , *Journal of Financial Economics*, 100, 367–381.

(责任编辑:罗 滢)