

技术赋能、散户积极主义与企业现金股利政策*

赵 杨¹ 吕文栋² 王茵丽² 冯熹宇²



(1. 中央财经大学中国互联网经济研究院,北京 100081;

2. 对外经济贸易大学国际商学院,北京 100029)

内容提要:在公司治理框架内,散户投资者长期扮演“沉默的多数”和“用脚投票者”角色。进入数字经济时代后,技术赋能使得散户投资者在一定程度上具备了“发声”参与公司治理的能力,散户积极主义由此成为新兴的外部治理机制。本文以“互动易”和“e互动”平台上投资者互动行为作为散户积极主义的代理变量,从现金股利分配视角考察了这一新兴治理机制的有效性。结果显示,散户积极主义显著提升了企业的派现意愿和派现水平;散户积极主义主要通过降低代理成本和缓解融资约束两个路径发挥作用。进一步分析表明,内部治理机制和外部制度环境会影响散户积极主义治理效应的发挥,机构投资者持股比例越高、信息媒介越多、互动深度越深,散户积极主义对现金股利分配的影响就越显著。此外,散户积极主义还对“铁公鸡”和“微股利”公司具有积极的治理效果,且并没有透支企业的现金股利分配能力,其对企业的持续监督提升了现金股利分配的稳定性。

关键词:技术赋能 散户积极主义 现金股利 派现稳定性

中图分类号:F832 **文献标志码:**A **文章编号:**1002—5766(2023)09—0166—20

一、引言

长期以来,散户投资者一直是我国资本市场的主要参与主体。中国证券登记结算有限责任公司发布的《2022年统计年报》显示,截至2022年末,A股投资者数量达到2.12亿,其中散户投资者2.11亿,占比超过99%。同时,由于独特的制度环境和股权结构,我国资本市场长期面临严重的“双重代理问题”,如何保护以散户投资者为主的中小投资者利益一直是学术研究的热点(沈艺峰等,2005^[1];王鹏,2008^[2];徐莉萍和辛宇,2011^[3];孔东民等,2012^[4];黎文靖等,2012^[5])。由于缺乏参与公司治理的渠道,散户投资者长期被迫沦为资本市场“沉默的多数”和“用脚投票者”。为此,监管机构采取了一系列措施,以便散户投资者行使权利和保护自身权益,例如,股东大会网络投票制度、股东大会重大事项中小股东单独计票制度、累计投票制度、中证中小投资者服务中心、代表人诉讼制度等。从实施效果看,虽然参与渠道不断拓宽,但上市公司不重视散户投资者的现象仍普遍存在(黄泽悦等,2022)^[6]。一个重要的原因是,由于成本—收益的非对称性,散户投资者通过上述正式机制参与公司治理的积极性并不高(孔东民等,2012^[4];黄泽悦等,2022^[6])。

收稿日期:2022-09-23

* 基金项目:教育部青年基金项目“互动式信息披露的行为特征及其影响因素:基于深交所和上交所网络互动平台的研究”(19YJC790196)。

作者简介:赵杨,男,副研究员,博士,研究方向是公司治理、企业风险管理,电子邮箱:lucaszha@126.com;吕文栋,男,教授,博士,研究方向是企业风险管理,电子邮箱:wendongl@126.com;王茵丽,女,博士研究生,研究方向是企业风险管理,电子邮箱:junli_wang2022@163.com;冯熹宇,男,博士研究生,研究方向是企业风险管理,电子邮箱:fyxxhh@sina.com。通讯作者:吕文栋。

与对待正式治理机制的冷漠不同,散户投资者在网络空间的活跃度非常高,他们在各大财经网站以及社交媒体阅读和传播公司的新闻,讨论公司的政策,甚至提出质疑及建议。在一众网络互动媒介中,深交所的“互动易”和上交所的“e互动”平台(简称网络互动平台)分别创立于2010年和2013年,由于深交所和上交所的背书,网络互动平台具有准官方属性。依据平台运行规则,投资者就自身感兴趣的话题向上市公司提问(包括质疑、建议等),而上市公司则安排董秘或证券事务代表进行解答,并对其发布信息的真实性、合法性、准确性负责^①。此时,如果将散户投资者的提问视为一种“准提案”,那么上市公司的回答则在一定程度上可以视为应对的“承诺”,这会约束管理层后续的行为选择。特殊的制度设计使得散户投资者基于网络互动平台的行动不论从内涵上还是形式上都具有股东积极主义的特征,有学者将其称为数字时代的“散户积极主义”(赵杨和吕文栋,2022)^[7]。

所谓股东积极主义,是指股东采取的一系列影响管理层及董事会的行动,其目的是改善公司的财务绩效或社会绩效(Chung和Talaular,2010)^[8]。本质上,股东积极主义是非控股大股东面对代理问题时积极参与公司治理的体现。从形式上,凡是符合股东积极主义内涵的股东行动都可以被纳入到股东积极主义的范畴,如股东提案、公开信、与管理层对话、代理权竞争、组建股东联盟、发起诉讼等。近年来,国外学者针对股东积极主义的治理效果进行了大量研究,但主要围绕机构投资者展开,尤其是对冲基金(Klein和Zur,2011^[9];Brav等,2018^[10];Choi和Gong,2020^[11];Yu,2020^[12];Barros等,2021^[13])。其中一个重要的结论是:不同类型的股东发起的积极主义行动具有完全不同的治理效果(Denes等,2017)^[14]。考虑到机构投资者和散户投资者行为动机和行动策略的差异,基于网络互动平台的“散户积极主义”究竟发挥怎样的治理作用,是监督管理层和大股东行为从而提升公司价值?还是干扰管理决策进而损害公司价值?这是一个值得深入考察的问题。

本文选取现金股利分配为研究视角,考察散户积极主义的治理效果。之所以选择现金股利分配作为研究对象,一方面是因为我国企业长期存在重上市、轻分红的现象,分红公司少、股利支付率低、“铁公鸡”公司占比高长期存在(李小荣和罗进辉,2015)^[15],监管机构虽然出台了“半强制”分红政策,但却诱发了“门槛股利”“微股利”等机会主义行为(魏志华等,2014)^[16],健康、稳定的股利分配一直是公司治理的焦点问题;另一方面,股利分配是一个与股东收益密切相关的财务决策,更加受到投资者,尤其是中小投资者关注(杨晶等,2017)^[17],从股利分配视角考察散户积极主义的治理效果具有更好的代表性。在实践中也可以看到上市公司在中小股东压力下调整分红政策的典型例证^②。具体地,本文试图回答如下三个问题:第一,散户积极主义是否会影响上市公司的现金股利分配?其潜在机制是什么?第二,散户积极主义对股利分配决策的影响是否受到其他治理机制和制度环境的影响,即是否存在异质性?第三,上述影响究竟是一种积极的监督,还是一种扭曲了分红行为的消极干扰?

本文可能的创新包括:一方面,本文提出并验证了散户积极主义这一数字经济时代新兴治理机制的有效性。数字技术的发展不仅推动了政治参与的民主化(沈费伟和诸靖文,2021)^[18],而且提

① 《关于启用“上证e互动”网络平台相关事项的通知》,上证公字[2013]30号。

② 2018年3月29日,民生银行第七届董事会第七次会议审议通过了《关于公司2017年下半年利润分配预案的决议》,拟每10股派发现金股利0.30元(含税),并每10股派送股票股利2股;这一分配方案一经公告即引发中小股东质疑,按照红利税计税规则,部分投资者每10股需补缴红利税达到0.46元,远高于每10股派发的现金股利(0.30元)。民生银行的这一方案被中小投资者戏称为“倒贴式分红”,并迅速引爆舆论场;互动平台上针对分红事件的提问急速攀升,雪球网、新浪股吧、和讯股吧、东方财富股吧中的相关讨论和转贴更是数以千计。在强大的舆论压力下,民生银行被迫在4月12日发布公告调整2017年分配方案:每10股派发现金增至0.9元,同时将送股改为资本公积转股。详见:巨潮资讯网(cninfo.com.cn)。

升了公司治理的民主化。借助技术赋能, 散户投资者不再是“沉默的多数”和“被动的用脚投票者”, 而是在一定程度上具备了以“发声”方式参与公司治理的能力, 公司治理开始进入“众治”时代。本文将股东积极主义文献的研究视角从机构投资者、中小投资者拓展到散户投资者, 相关结论对于新时期完善资本市场制度、加强散户投资者保护具有重要启发。另一方面, 本研究丰富了股利分配影响因素的相关文献。既有研究大都从内部治理因素和外部政策环境研究现金股利的影响因素, 包括股权结构、董事会结构、股权激励、股权质押、半强制分红政策、股票市场开放等(王化成等, 2007^[19]; 吕长江和张海平, 2012^[20]; 魏志华等, 2014^[16]; 杜兴强和谭雪, 2017^[21]; 陈运森等, 2019^[22])。而本文的研究发现, 散户积极主义作为一种新兴的外部治理机制, 同样有助于提高企业的派现意愿和派现水平; 同时, 散户积极主义还对“微股利”“门槛股利”等股利分配异像具有治理作用, 从而对现有行政治理机制提供了有益的补充。这有助于深入理解市场治理和行政治理两种机制在股利分配决策中的作用边界。

二、文献回顾与研究假设

1. 文献回顾

“发声”和“离场”是股东参与公司治理的两种主要方式。股东积极主义是非控股股东通过“发声”的方式参与公司治理, 以应对控股股东和管理层潜在利益侵占的行为(曾爱民等, 2021^[23]; 赵杨和吕文栋, 2022^[7])。股东积极主义始于1943年美国证监会颁布的《14a-8法案》, 该法案允许股东提交提案, 并将其纳入公司投票(Gillan和Starks, 2007)^[24]。在此后相当长的时间内, 美国资本市场上的股东积极主义主要由散户投资者发起, 他们被称为“牛虻”(gadfly)。例如, 1982年, 针对358家公司的972份提案中, 超过30%是由Lewis Gilbert、John Gilbert和Evelyn Davis这三位投资者提出的(Gillan和Starks, 2007)^[24]。20世纪80年代后期, 随着机构投资者持股比例的持续上升, 西方国家资本市场的股东积极主义开始由机构投资者主导, 公共养老金、工会基金、对冲基金等先后成为股东积极主义的主力。因此, 国外有关股东积极主义的研究主要围绕机构投资者(尤其是对冲基金)展开, 考察其对公司盈利能力、运营能力以及治理水平的影响(Guercio和Hawkins, 1999^[25]; Ertimur等, 2010^[26]; Brav等, 2015^[27]; Bourveau和Schoenfeld, 2017^[28]; Aslan, 2020^[29]; Barros等, 2021^[13]; Guo等, 2021^[30])。其中一个重要的发现是: 由于不同主体的行为动机和行动策略存在显著差异, 不同类型股东的积极主义行动所带来的后果具有显著的异质性(Denes等, 2017)^[14]。

与国外学者主要关注机构投资者积极主义不同, 国内学者的相关研究主要聚焦于中小股东积极主义。需要说明的是, 虽然股东积极主义在国外是一个具有较高共识的专有词汇, 但国内学术界的命名方法并不统一, 如中小股东参与(孔东民等, 2012)^[4]、小股民行动(郑志刚等, 2019)^[31]、投资者行权(郑国坚等, 2021)^[32]、监管型小股东(何慧华和方军雄, 2021)^[33]等。本文认为, 从内涵看, 上述概念均属于股东积极主义的范畴。但是关于中小股东积极主义的治理效果, 现有研究却存在两种截然对立的结论。

一部分研究认为, 中小股东参与公司治理可以发挥积极的“监督”作用, 有效保护其利益。从代理成本视角, 中小股东的投票参与不仅可以通过行政介入机制和市场压力机制抑制管理层代理问题(胡茜茜等, 2018)^[34], 而且还可以通过提升内部的信息传递和处理能力、增强外部监督等抑制大股东掏空行为(黄泽悦等, 2022)^[6], 尤其在与小股东利益更为相关的股权分置改革提案中, 中小股东的投票参与能够有效表达中小股东意愿, 进而保护其利益(黎文靖等, 2012^[5]; 孔东民等, 2012^[4])。从企业运营视角, 中小股东的投票参与有助于提高上市公司投资效率(马滢清等, 2021)^[35], 促进企业技术创新(李姝等, 2018)^[36], 降低企业的财务风险(张照南等,

2020)^[37]。从公司治理视角,中小股东通过提出不同于控股股东的新议案和否决其旧议案,有助于促使董事会成员变更,改善公司治理结构,最终提高公司长期绩效(郑志刚等,2019)^[31]。此外,曾爱民等(2021)^[23]基于外部利益相关者视角的研究发现,中小股东主观上基于自身利益的积极主义行为,客观上存在正向溢出效应,它通过提升公司业绩和增强财务稳健性显著增加债券持有人财富。

另一部分研究则认为,提升中小股东的治理参与水平会产生“干扰”作用,损害公司长期价值。这是因为,相对控股股东和职业经理人,中小股东普遍缺乏专业的经营管理能力,而且对公司的经营情况了解程度相对较低,因此中小股东直接参与经营决策可能导致严重的决策偏误(Bainbridge, 2006)^[38]。此外,中小股东由于持股比例较低,其在经营决策中可能暴露出短视主义,即以牺牲企业的长远价值为代价换取短期的市场表现。例如,Belloc(2013)^[39]基于48个国家的跨国数据研究发现,高水平的投资者保护会激发中小股东的机会主义行为,减少企业的创新活动,损害企业的长期价值。孔东民和刘莎莎(2017)^[40]研究发现,中小股东积极主义产生的压力会扭曲公司行为,迫使管理层通过盈余操纵来迎合中小股东。因此,中小股东的公司治理作用存在一定的局限性,其角色应该定位于监督与制衡控股股东,而不应过分干预公司的日常经营管理过程(郑国坚等,2016)^[41]。

为何对于中小股东积极主义的研究会得出相反的结论?这可能是因为,现有研究存在两个方面的局限:一是忽视了积极主义行动主体的异质性。既有研究大都以股东大会的投票参与率作为中小股东积极主义的代理变量,但对于中小股东的范围界定过于笼统,例如,黄泽悦等(2022)^[6]将中小股东界定为“除上市公司董事、监事、高级管理人员、单独或者合计持有上市公司5%以上股份的股东以外的股东”。参照这一标准,中小股东不仅包括散户投资者,也包括大量非控股股东及专业的机构投资者,这实际上将不同类型的投资者视为同质的。Denes等(2017)^[14]通过系统的文献回顾发现,由于行为动机的差异,不同类型股东的积极主义行动会产生不同的治理效果。郑国坚等(2016)^[41]的案例也发现,中小股东内部的利益诉求存在显著差异,其利益联盟具有脆弱性。因此,基于中小股东的同质性假设考察其治理效应可能存在偏误。二是忽视了积极主义行动客体的异质性。在股东大会表决情境下,中小股东积极主义行动的客体主要是各种议案,既包括股票增发、对外投资、利润分配等财务相关议案,也包括董事选聘、对外捐赠等ESG相关议案。而依据积极主义行动客体的差异,可以将股东积极主义划分为财务型和社会型两类(Barros等,2021)^[13]。其中,财务型股东积极主义要求更高、更快的回报,甚至不惜牺牲其他股东的利益;而社会型股东积极主义首先关注的是目标企业社会合法性的改善,其次才是经济效益和股东价值(Judge等,2010)^[42],两类行动的治理效果存在显著差异。既有研究并没有对不同的客体加以区分,而是笼统地以投票参与率作为中小股东积极主义的代理变量,导致研究结果可能因为忽视积极主义行动客体的异质性而产生不一致。

基于此,本文以散户投资者的积极主义行动作为分析对象,并聚焦股利分配这一明确的客体,较好地解决了既有研究面临的局限。本文基于我国特殊的制度情境构建了稳健的散户积极主义代理指标,不仅回答了散户积极主义是否影响股利分配这一基础问题,还进一步揭示了其作用机理、异质性条件和价值效应,取得了更丰富、更有启发性的结论,有助于更加深入地理解散户积极主义的治理效应。

2. 假设提出

作为三大财务政策之一,股利分配一直以来备受学术界关注,研究者先后提出了股利无关理论(Miller和Modigliani,1961)^[43]、股利代理理论(Jensen,1986)^[44]、股利信号理论(Lintner,1956)^[45]等解释框架。综合来看,除了盈利能力和成长机会这两个基础性因素外,代理成本和融资约束是制

约企业派现意愿和派现水平的主要因素。而散户投资者基于网络互动平台的积极主义行动对上述两个方面均有显著影响。

一方面,当企业存在严重的管理层代理问题时,内部人有更强的动机和能力保留利润用于在职消费,或进行一些净现值为负却有利于提高其私人声望的活动以建立“企业帝国”(Jensen, 1986)^[44];同时,充沛的自由现金流也为大股东通过关联交易、过度投资等方式“掏空”上市公司提供了便利(Porta等,2000)^[46]。因此,代理成本越高,股利支付水平越低。而散户积极主义可以通过形成舆论压力、提高声誉成本、引发监管介入等渠道抑制管理层和大股东的机会主义动机,进而降低代理成本,提高企业的派现意愿和派现水平。首先,网络互动平台本质上属于社交媒体,而社交媒体的典型特征是信息传播成本低、速度快(杨晶等,2017)^[17],容易迅速放大和扩散,形成螺旋式上升的意见环境(Noelle-Neumann, 1991)^[47],即网络舆论。而负面的网络舆论会激发“用脚投票”的行为,从而给管理层和大股东带来市场压力。因此,上市公司有动机积极响应投资者的分红需求,避免公司陷入舆论漩涡,从而增加公司价值。其次,网络信息传播具有“群体极化”特征,负面信息对公司和高管的影响往往比正面信息更有力(Park和Lee,2007)^[48],而互动平台实时、开放的特征使其更容易捕捉、扩散和放大公司的机会主义行为(王丹等,2020)^[49]。对于管理层而言,不支付股利或支付低水平的股利可能被视为谋求现金流控制权以增加私利的行为,而散户积极主义会将上述行为推到舆论场的中央,导致降薪、解聘甚至监管处罚等损害个人声誉的结果(李小荣和罗进辉,2015)^[15],最终降低管理者在经理人市场的竞争力。因此,散户积极主义能够通过提高管理层的声誉成本促使其提高派现意愿和派现水平。最后,散户积极主义还可能诱发监管介入,促使企业提高派现意愿和派现水平。在法律制度不健全的转型经济国家,行政治理是保护投资者权益、促进资本市场发展的重要方式(Pistor和Xu,2005)^[50]。科学合理的现金股利分配是培育投资者长期投资理念、削弱股市非理性投机氛围、维护资本市场健康稳定的重要保障,因此一直是行政治理的重点。事实上,我国自2001年便着手构建“半强制”分红政策,不支付股利不仅受到投资者的声讨和社会公众的质疑,还会受到政府的管制(魏志华等,2014)^[16]。网络互动平台由交易所设立,上面的互动问答也会受到交易所监管,因此投资者关注的热点问题很可能引发交易所的监管关注(高敬忠等,2021)^[51],从而对管理层和大股东机会主义行为形成有效威慑。

另一方面,股利分配的实质是权衡企业现实资金需求与未来资金需求之间的比例关系,因此企业在制定股利分配决策时需要考虑未来的融资便利性,只有那些具有较强筹资能力的企业才会制定相对宽松的分配政策(王志强和张玮婷,2012)^[52],而面临融资约束的企业分红水平会更低(Partington,2010)^[53]。信息不对称是融资约束的主要诱因,当企业存在严重的信息不对称时,外部投资者会要求更高的投资回报以弥补投资风险,导致企业在投资时将更加依赖内部资金(Almeida等,2005)^[54]。而散户积极主义则可以通过缓解信息不对称降低企业面临的融资约束,进而提高分红水平。与一般的社交媒体(如股吧)不同,网络互动平台具有独特优势,例如,针对投资者的每一个提问,上市公司必须安排董秘或证券事务代表做出及时回复,并对回复内容的真实性负责。因此,当投资者就分红问题进行提问时,上市公司往往需要详细介绍公司的分红政策及财务状况,从而为当前的分红决策提供依据。例如,用户名为“投资定谨慎”的投资者于2017年1月24日向汤臣倍健(300146)公司提问:“贵公司今年还会有分红不?利润率减少近两层的最主要原因是什么呢,是不是类似产品太多供大于求导致的”。汤臣倍健公司董秘于2017年2月4日回复:“您好!感谢您对汤臣倍健的关注与支持。对于利润分配的原则是在公司整体战略规划的前提下,和公司的发展、业绩增长保持匹配,并保持一定的延续性。公司预测2016年归属于上市公司股东的净利润为50839.69万元~63549.61万元。本次业绩预告是公司财务部门初步测算的结果,未经注册

会计师事务所,具体请以 2017 年 2 月 28 日披露的 2016 年年度报告为准”^①。在上述场景下,当企业对投资者关切的分红问题进行回应时,其实质是对于既有信息的解读和再次传播,而既有研究发现,存量信息的传播、扩散也可以提升资本市场信息效率(Burke 等,2019)^[55]。因此,上述互动有助于提升投资者,尤其是专业能力相对欠缺的散户投资者的信息处理能力(Lee 和 Zhong, 2022)^[56],从而有力缓解投资者面临的信息不对称问题,进而降低企业面临的融资约束(张纯和吕伟,2009^[57];高敬忠等,2021^[51])。

基于上述分析,本文提出假设:

H:散户积极主义有助于提升企业的派现意愿和派现水平。

三、研究设计

1. 数据来源

本文的散户积极主义数据来源于网络互动平台。相较于股吧、微博等社交媒体,网络互动平台不仅具有噪音干扰少、信息含量高等优势,更重要的是,由于上市公司管理层的直接参与,使之具有双向互动的特征,因此更符合股东积极主义的内涵。考虑到深交所的“互动易”平台和上交所“e 互动”平台分别上线于 2010 年和 2013 年,本文选取 2010—2017 年沪深 A 股上市公司作为研究样本。参照研究惯例,本文剔除了金融业上市公司、ST 企业、交叉上市企业和当年上市的企业。为防止异常值对研究结果的干扰,本文对连续变量进行双向 1% 缩尾处理。散户积极主义指标采取数据爬取方法取自网络互动平台,其他财务数据来源于国泰安(CSMAR)数据库。

2. 变量定义

被解释变量:派现意愿和派现水平。参照研究惯例(吕长江和张海平,2012^[20];廖珂等,2018^[58];潘越等,2021^[59]),派现意愿(DIV_DUM)是一个虚拟变量,如果企业本年度进行了现金分红,取值 1;否则取值 0。派现水平用两个指标进行测度:股利支付率(DIV_SHARE),用税前每股现金股利测度;股利收益率(DIV_YIELD),采用每股股息/每股市价测度,这里股票市价采用除权除息日收盘价。此外,在稳健性检验部分,本文还考察了另外两种常见的派现水平的计量方法,其中, DIV_PROFIT 的计算公式为:年度派息数量/净利润 × 100%; DIV_ASSET 的计算公式为:年度派息数量/总资产 × 100%。

解释变量:散户积极主义(ACTIVISM)。参考赵杨和吕文栋(2022)^[7]的做法,本文采用投资者在网络互动平台上针对上市公司分红问题的提问数量测度散户积极主义。具体地,采用基于 Python 语言的 Scrapy 框架对网络互动平台的问答数据进行爬取,然后参考 Hollander 等(2010)^[60]的分类框架,将投资者关注的问题划分为行业相关问题、业务相关问题、财务相关问题、证券相关问题、其他问题五大类 31 小类(分红是财务相关问题之一)。最后,采用机器学习算法对所有提问的类别进行判断,得到不同类别提问的具体数量。以此为基础,构建 ACTIVISM 测度散户积极主义,它表示投资者在网络互动平台中分红相关提问的数量占全部提问数量的比例。此外,本文还采用 ACTIVISM_num 进行稳健性检验,表示投资者在网络互动平台中分红相关提问总数加 1 之后的自然对数。

控制变量。理论分析表明,企业的财务状况、资产规模、再融资需求、治理质量等因素都会影响股利分配决策,参考吕长江和张海平(2012)^[20]、魏志华等(2014)^[16]、廖珂等(2018)^[58]、潘越等(2021)^[59]等研究,本文的控制变量包括企业规模(SIZE),总资产的自然对数;盈利能力(ROA),公司净利润/资产总额;负债比率(LEV),负债总额/资产总额;成长机会(Q),市值/(资产总计 - 无形

① 资料来源:深交所互动易平台(<http://im.cninfo.com.cn/ircs/question/questionDetail?questionId=47253539965108224>)。

资产净额 - 商誉净额);董事会规模(*BOARD*),董事会总人数;董事会独立性(*INDE*),独立董事人数/董事会总人数;产权性质(*SOE*),国有企业取 1,其他取 0;再融资需求(*SEO*),企业当年发布再融资预案时取 1,否则取 0;股权集中度(*SHR1*),第一大股东持股比例;账面市值比(*BM*),总资产/总市值;自由现金流(*CF*),每股经营活动产生的现金流量净额。

3. 实证模型

本文的实证模型如下:

$$DIV_DUM_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 ACTIVISM_{i,t} + \gamma Controls + \varepsilon_{i,t} \quad (1)$$

$$DIV_SHARE_{i,t}(DIV_YIELD_{i,t}) = \varphi_0 + \varphi_1 ACTIVISM_{i,t} + \tau Controls + \varepsilon_{i,t} \quad (2)$$

模型(1)用来检验散户积极主义对派现意愿的影响,采用 Logit 模型进行回归分析;系数 β_1 是本文关注的重点,如果 β_1 为正,代表散户积极主义对企业的派现意愿产生了积极影响。模型(2)用来检验散户积极主义对派现水平的影响,采用 OLS 模型进行回归分析;系数 φ_1 是本文关注的重点,如果 φ_1 为正,代表散户积极主义对企业的派现水平产生了积极影响。此外,为提高回归结果的稳健性,模型均采用异方差调整的稳健标准误。

四、实证结果

1. 描述性统计

表 1 列示了变量的描述性统计结果。在本文的样本中,实施现金分红的企业占比为 79%,这意味着企业的派现意愿比较高。但与之相对,企业派现水平却有待提升:股利支付率(*DIV_SHARE*)的均值为 0.13 元;股利收益率(*DIV_YIELD*)平均仅为 1%。解释变量方面,散户积极主义的均值为 0.03,最大值为 1,这意味着在网络互动平台中,约有 3%的提问是关于股利分配的,更有企业 100%的提问都是针对股利分配政策;在绝对数量方面,平均每家企业股利相关提问的数量为 5.6 个,最大值更是达到 315 个(没有在表 1 中列示)。上述数据表明,在网络互动平台,股利分配是散户投资者非常感兴趣的热点话题。

表 1 变量描述

变量	观测值	均值	标准差	最小值	最大值
<i>DIV_DUM</i>	15467	0.79	0.41	0	1
<i>DIV_YIELD</i>	15467	0.01	0.01	0	0.05
<i>DIV_SHARE</i>	15467	0.13	0.17	0	1
<i>ACTIVISM</i>	15467	0.03	0.06	0	1
<i>SIZE</i>	15467	22.02	1.19	18.52	28.10
<i>ROA</i>	15467	0.05	0.05	-0.13	0.19
<i>LEV</i>	15467	0.41	0.21	0.04	0.89
<i>Q</i>	15467	2.64	2.32	0.22	13.21
<i>INDE</i>	15467	0.37	0.05	0.13	0.80
<i>BOARD</i>	15467	8.70	1.68	3	18
<i>SOE</i>	15467	0.36	0.48	0	1
<i>SHR1</i>	15467	35.95	15.09	4.15	89.41
<i>SEO</i>	15467	0.11	0.31	0	1
<i>BM</i>	15467	0.83	0.83	0.09	4.75
<i>CF</i>	15467	0.35	0.81	-2.53	3.40

进一步地,本文还是以是否存在散户积极主义为分类变量(*ACTIVISM_DUM*),如果 *ACTIVISM* 取值大于 0,则取值 1;如果 *ACTIVISM* 为 0,则取值 0,考察了主要变量的组间差异。结果如表 2 所示。可以看到,散户积极主义组的派现意愿和派现水平都要显著高于非散户积极主义组,这一方面为本文的研究假设提供了初步支撑;但另一方面也可能意味着散户积极主义更加青睐那些本来分红就较多的企业,即存在反向因果导致的内生性,需要在后续分析中谨慎加以解决。此外,散户积极主义组的企业规模稍小一些,但盈利能力和现金流水平更高,而且负债比率更低,这可能意味着散户股东更青睐“小而美”的企业。

表 2 分组检验结果

变量	均值		(2) - (1)
	(1) <i>ACTIVISM_DUM</i> = 0	(2) <i>ACTIVISM_DUM</i> = 1	
<i>DIV_DUM</i>	0.736	0.812	0.076 ***
<i>DIV_YIELD</i>	0.007	0.008	0.001 ***
<i>DIV_SHARE</i>	0.105	0.145	0.040 ***
<i>SIZE</i>	22.062	21.999	-0.063 ***
<i>ROA</i>	0.038	0.050	0.012 ***
<i>LEV</i>	0.440	0.396	-0.044 ***
<i>CF</i>	0.303	0.370	0.067 ***
观测值	4655	10812	

注:***、**和*分别表示 $p < 0.01$ 、 $p < 0.05$ 和 $p < 0.1$,下同

2. 基准回归结果

表 3 列示了基准回归结果。从派现意愿看,Logit 模型的回归结果显示,散户积极主义的回归系数显著为正,这意味着散户积极主义程度越高,企业派现的可能性就越大。这一发现还具有显著的经济意义:经计算发现,散户积极主义的平均边际效应(average margins effect)为 0.36,这意味着 *ACTIVISM* 每变动一个单位,企业派现的可能性将提升 36%。从派现水平看,散户积极主义对股利支付率(*DIV_SHARE*)和股利收益率(*DIV_YIELD*)的回归系数均显著为正,这表明,散户积极主义程度越高,企业派现水平也越高。这一结果同样具有显著的经济意义:散户积极主义每变动一个单位,股利收益率将提升 0.6%,而股利支付率将提升 0.37 元。综合来看,散户积极主义可以显著提升企业的派现意愿和派现水平,研究假设得到支持。

表 3 基准回归结果

变量	派现意愿	派现水平	
	<i>DIV_DUM</i>	<i>DIV_YIELD</i>	<i>DIV_SHARE</i>
<i>ACTIVISM</i>	3.099 *** (0.626)	0.006 *** (0.001)	0.368 *** (0.031)
<i>SIZE</i>	0.315 *** (0.035)	0.002 *** (0.000)	0.027 *** (0.002)
<i>ROA</i>	35.550 *** (1.264)	0.072 *** (0.002)	1.446 *** (0.038)

续表 3

变量	派现意愿	派现水平	
	<i>DIV_DUM</i>	<i>DIV_YIELD</i>	<i>DIV_SHARE</i>
<i>LEV</i>	-2.555 *** (0.167)	-0.010 *** (0.000)	-0.105 *** (0.008)
<i>Q</i>	-0.171 *** (0.016)	-0.001 *** (0.000)	-0.002 *** (0.001)
<i>INDE</i>	-0.649 (0.476)	-0.002 * (0.001)	-0.022 (0.023)
<i>BOARD</i>	0.058 *** (0.016)	0.000 *** (0.000)	0.002 *** (0.001)
<i>SOE</i>	-0.251 *** (0.056)	-0.001 *** (0.000)	-0.020 *** (0.003)
<i>SHR1</i>	0.009 *** (0.002)	0.000 *** (0.000)	0.001 *** (0.000)
<i>SEO</i>	-0.165 ** (0.073)	-0.001 *** (0.000)	-0.017 *** (0.003)
<i>BM</i>	0.054 (0.043)	0.001 *** (0.000)	-0.010 *** (0.002)
<i>CF</i>	0.038 (0.030)	0.001 *** (0.000)	0.040 *** (0.002)
年份/行业固定效应	是	是	是
常数项	-7.185 *** (0.740)	-0.031 *** (0.002)	-0.533 *** (0.040)
观测值	15467	15467	15467
似然比/ R^2	-5725.612	0.347	0.364

注:括号中标注的是稳健标准误,下同

3. 稳健性检验

(1)内生性问题。虽然基准回归结果显示,散户积极主义程度越高,企业派现意愿和派现水平也越高,但是这一结论可能受到反向因果、遗漏变量导致的内生性的影响。为了检验结论的稳健性,本文采取如下方法以控制潜在的内生性。

首先,本文采用双重差分模型(DID)控制反向因果导致的内生性。由于深交所的“互动易”平台和上交所的“e互动”平台分别上线于2010年和2013年,这为采用DID方法控制内生性提供了宝贵的制度情境。具体地,本文选取2008—2011年的沪深A股企业为研究对象,以2010年深交所的“互动易”上线作为外生冲击(为散户提供了实施积极主义行动的平台),进而考察散户积极主义对派现意愿和派现水平的影响。回归模型如下:

$$DIV_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 Du_{i,t} + \beta_2 Dt_{i,t} + \beta_3 Du_{i,t} \times Dt_{i,t} + \gamma Controls + \varepsilon_{i,t} \quad (3)$$

模型中, $DIV_{i,t}$ 代表本文的被解释变量, 即派现意愿 (DIV_DUM) 和派现水平 (DIV_SHARE 、 DIV_YIELD)。 Du 是一个虚拟变量, 深交所上市企业取 1; 其他为 0。 Dt 也是一个虚拟变量, 当年份为 2008 年、2009 年时取 0; 当年份为 2010 年、2011 年时取 1。 $Du \times Dt$ 的回归系数代表了外生冲击 (推出“互动易”平台) 对企业派现意愿和派现水平的影响, 是本文的关注对象。 回归结果如表 4 所示。 可以看到, $Du \times Dt$ 的回归系数均为正数, 且在 1% 水平下显著, 这表明, 本文的结论在控制反向因果导致的内生性问题后依然稳健。

表 4 DID 回归结果

变量	派现意愿	派现水平	
	DIV_DUM	DIV_YIELD	DIV_SHARE
Du	0.182* (0.108)	-0.000 (0.000)	0.011** (0.005)
Dt	-0.008 (0.126)	-0.002*** (0.001)	-0.011* (0.006)
$Du \times Dt$	0.422*** (0.136)	0.001** (0.000)	0.042*** (0.007)
控制变量	控制	控制	控制
年份/行业固定效应	是	是	是
观测值	5727	5727	5727
似然比/ R^2	-2723.330	0.281	0.300

其次, 为了控制遗漏变量带来的影响, 文章采用倾向性得分匹配方法 (PSM) 进行稳健性检验。 具体地, 本研究首先构建一个哑变量 $ACTIVISM_DUM$ (如果 $ACTIVISM$ 取值大于 0, 则取值 1; 如果 $ACTIVISM$ 为 0, 则取值 0)。 然后以 $ACTIVISM_DUM$ 为被解释变量, 按照 1:1 原则进行邻近匹配。 最后利用匹配后的样本进行模型 (1) 和模型 (2) 的回归, 结果如表 5 所示。 可以看到, 在采用 PSM 方法控制遗漏变量的潜在影响后, 散户积极主义对派现意愿和派现水平的影响依然显著为正, 结论稳健。

表 5 PSM 回归结果

变量	派现意愿	派现水平	
	DIV_DUM	DIV_YIELD	DIV_SHARE
$ACTIVISM$	3.122*** (0.638)	0.006*** (0.001)	0.370*** (0.031)
控制变量	控制	控制	控制
年份/行业固定效应	是	是	是
观测值	14300	14300	14300
似然比/ R^2	-5243.787	0.349	0.367

最后, 模型的内生性还可能由散户积极主义的自选择问题引起。 因此, 本文采用 Heckman 两阶段模型以控制潜在的自选择问题。 具体地, 本文以 $ACTIVISM_DUM$ 为被解释变量进行第一阶段的回归, 模型中除了相似的控制变量 (企业规模、负债比率、托宾 Q、账面市值比) 外, 还加入了两个

外生变量: *POLICY* 和 *ABACT*^①。本文将第一阶段回归生成的 *Lambda* 值代入模型(1)和模型(2)进行第二阶段回归, 结果如表6所示。可以看到, *Lambda* 的回归系数均显著, 表明模型确实存在一定的自选择问题; 而 *ACTIVISM* 的回归系数均在1%水平下显著为正, 表明在控制自选择偏误后, 结论依然稳健。

表6 Heckman 模型回归结果

变量	第一阶段回归结果	第二阶段回归结果		
	<i>ACTIVISM_DUM</i>	<i>DIV_DUM</i>	<i>DIV_YIELD</i>	<i>DIV_SHARE</i>
<i>POLICY</i>	1.597*** (0.051)			
<i>ABACT</i>	6.502*** (1.919)			
<i>ACTIVISM</i>		0.335*** (0.051)	0.006*** (0.001)	0.372*** (0.021)
控制变量	控制	控制	控制	控制
年份/行业固定效应	是	是	是	是
<i>Lambda</i>		-0.041* (0.022)	0.002*** (0.001)	0.020** (0.009)
观测值	15467	15467	15467	15467

(2) 变量敏感性。本文采用三种方法考察研究结论对于变量设计的敏感性。首先, 替换解释变量度量方法, 以投资者在网络互动平台上对于股利分配相关提问的总数量(加1后取自然对数)作为解释变量(即 *ACTIVISM_num*)重新进行模型(1)和(2)的回归。其次, 引入派现水平的替代性计量方法 *DIV_PROFIT* 和 *DIV_ASSET*, 将其作为新的被解释变量对 *ACTIVISM* 做回归。最后, 本文的核心解释变量 *ACTIVISM* = 股利分配相关提问数量/总提问数量, 仔细对 *ACTIVISM* 的分布进行分析后发现, 部分取值为1(最大值)的情况是由于总提问数量(分母)过小导致的, 这部分数据可能导致解释变量的高估。基于此, 本研究将年度总提问数量小于10的样本删除(2080个样本), 重新进行模型(1)和(2)的回归。分析显示, 在改变核心变量测度方法以及调整样本后, 主要结论依然非常稳健^②。

(3) 模型敏感性。本文的基准回归采用混合 OLS 模型, 虽然对年份效应、行业效应进行了控制, 并尽可能参考既有文献设置了控制变量, 但仍有可能遗漏了部分不可观测的、不随时间变化的个体异质性的影响。基于此, 本文采用双向固定效应模型对模型稳健性进行检验。分析表明, 主要结论依然稳健。

① 2011年11月14日, 深交所发布了《上市公司信息披露工作考核办法(2011年修订)》, 首次将上市公司在互动平台上的答复行为纳入到信息披露考核工作中; 与之类似, 上交所于2013年10月7日发布的《上市公司信息披露工作评价办法(试行)》中也将上市公司的互动行为纳入信息披露考核。由于上述政策对网络互动平台上市公司的答复行为做出了更加严格的要求, 这会改变投资者使用网络互动平台的预期, 从而显著影响投资者的提问行为。但在逻辑上, 政策出台与企业分红决策没有直接关系, 满足外生要求。由于两个政策均出台于年末, 因此将其政策效应延后至第二年。具体地, *POLICY* 对于深市公司而言, 2012年之后取值为1, 2012年及之前取值为0; 对于沪市公司而言, 2014年之后取值为1, 2014年及之前取值为0。第二个工具变量是 *ABACT*, 用给定年度特定行业上市公司 *ACTIVISM* 的均值测度。

② 受篇幅限制, 正文未列示回归结果, 备索。下同。

五、机制检验和拓展性分析

1. 机制检验

前文的理论分析提出,散户积极主义可能通过降低代理成本、缓解融资约束两个路径提升企业的派现意愿和派现水平。本文采用模型(4)和模型(5)检验代理成本和融资约束的中介效应。

$$MEDIATOR_{i,t} = \rho_0 + \rho_1 ACTIVISM_{i,t} + \gamma Controls + \varepsilon_{i,t} \quad (4)$$

$$DIV_{i,t} = \alpha_0 + \alpha_1 ACTIVISM_{i,t} + \alpha_2 MEDIATOR_{i,t} + \gamma Controls + \varepsilon_{i,t} \quad (5)$$

模型中,*MEDIATOR*是本文关注的中介变量,分别用第一类代理成本、第二类代理成本和融资约束替代。参考既有文献(鞠晓生等,2013^[61];胡茜茜等,2018^[34];黄泽悦等,2022^[6]),第一类代理成本用资产周转率(*TURNOVER*)测度,资产周转率越高,代理成本越低;第二类代理成本用其他应收款占总资产的比率(*RECEIVABLE*)测度,占比越高,大股东代理问题越严重;融资约束采用SA指数(*FC_SA*)测度,该指数越大,表明融资约束程度越小。*DIV_{i,t}*代表本文的被解释变量,即派现意愿(*DIV_DUM*)和派现水平(*DIV_SHARE*、*DIV_YIELD*)。系数 ρ_1 和 α_2 是本文关注的重点,如果两者均显著,表明中介效应成立。回归结果如表7所示。

表 7 机制检验结果

Panel A 代理成本的中介效应:第一类代理问题				
变量	<i>TURNOVER</i>	<i>DIV_DUM</i>	<i>DIV_YIELD</i>	<i>DIV_SHARE</i>
<i>ACTIVISM</i>	0.193 *** (0.041)	2.731 *** (0.625)	0.006 *** (0.001)	0.367 *** (0.032)
<i>TURNOVER</i>		0.556 *** (0.083)	0.002 *** (0.000)	0.035 *** (0.004)
控制变量	控制	控制	控制	控制
年份/行业固定效应	是	是	是	是
观测值	14612	14612	14612	14612
似然比/R ²	0.213	-5301.453	0.360	0.373
Panel B 代理成本的中介效应:第二类代理问题				
变量	<i>RECEIVABLE</i>	<i>DIV_DUM</i>	<i>DIV_YIELD</i>	<i>DIV_SHARE</i>
<i>ACTIVISM</i>	-0.011 *** (0.002)	3.175 *** (0.630)	0.008 *** (0.001)	0.368 *** (0.031)
<i>RECEIVABLE</i>		-2.701 ** (1.057)	-0.007 ** (0.003)	-0.159 *** (0.055)
控制变量	控制	控制	控制	控制
年份/行业固定效应	是	是	是	是
观测值	15464	15464	15464	15464
似然比/R ²	0.138	-5788.111	0.326	0.364

续表 7

Panel C 融资约束的中介效应				
变量	<i>FC_SA</i>	<i>DIV_DUM</i>	<i>DIV_YIELD</i>	<i>DIV_SHARE</i>
<i>ACTIVISM</i>	0.212 *** (0.028)	2.865 *** (0.617)	0.006 *** (0.001)	0.358 *** (0.030)
<i>FC_SA</i>		1.167 *** (0.121)	0.002 *** (0.000)	0.049 *** (0.006)
控制变量	控制	控制	控制	控制
年份/行业固定效应	是	是	是	是
观测值	15467	15467	15467	15467
似然比/R ²	0.276	-5680.427	0.348	0.367

从表 7 的 Panel A 可知,散户积极主义对资产周转率的回归系数显著为正,这意味着散户积极主义有助于抑制管理层代理问题,降低第一类代理成本;而将 *TURNOVER* 代入模型(5)后,可以看到,其回归系数均显著为正,因此可以判断第一类代理成本的中介效应成立。其次,从 Panel B 可知,散户积极主义对大股东掏空(*RECEIVABLE*)的回归系数显著为负,这意味着散户积极主义也能够抑制大股东掏空,降低第二类代理成本;将 *RECEIVABLE* 代入模型(5)后,其回归系数均显著为负;综合可知,第二类代理成本的中介效应也成立。最后,从 Panel C 可知,散户积极主义对 *FC_SA* 的回归系数显著为正,这意味着散户积极主义有助于缓解企业面临的融资约束,而将 *FC_SA* 代入模型(5)后,其系数均显著为正,这意味着融资约束的中介效应同样成立。综上,表 7 的回归结果显示,散户积极主义能够通过降低第一类和第二类代理成本、缓解融资约束提升企业的派现意愿和派现水平,机制假设得到了验证。

2. 拓展性分析

(1) 散户积极主义能够倒逼“铁公鸡”和“微股利”公司分配股利么?近年来,我国监管部门对上市公司现金分红行为越来越重视,出台的一系列“半强制”分红政策虽然从总体上提高了上市公司的派现意愿和派现水平,但却难以对“铁公鸡”公司产生实质性约束;更重要的是,这一行政治理手段扭曲了资源配置,催生了“微股利”“门槛股利”等特有的股利分配异像(魏志华等,2014)^[16]。与“半强制”分红政策这一行政治理手段不同,散户积极主义本质上是一种市场化治理手段,主要通过声誉机制、市场压力机制、信息不对称机制等发挥作用。那么,散户积极主义作为一种新兴的外部治理机制,能否倒逼“铁公鸡”和“微股利”公司分配股利,从而形成行政治理的有效补充?本文采用模型(6)进行检验。

$$DIV_abnor_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 ACTIVISM_{i,t} + \gamma Controls + \varepsilon_{i,t} \quad (6)$$

模型中,*DIV_abnor* 代表现金股利分配异像,分别用“铁公鸡”和“微股利”测度。参考魏志华等(2014)^[16]，“铁公鸡”(N5)是一个哑变量,如果公司连续五年盈利但不派现,定义为 1;其他为 0。“微股利”采用两种方法测度:如果每股派现金额小于 0.05 元(*DPS5*),赋值 1,其他赋值 0;如果现金股利支付率小于 10%(*PR10*),赋值 1,其他赋值 0。采用 Logit 模型的回归结果如表 8 所示。

表 8 散户积极主义对“铁公鸡”和“微股利”公司的影响

变量	铁公鸡	微股利	
	N5	DPS5	PR10
ACTIVISM	-2.129* (1.239)	-4.817*** (0.577)	-2.666*** (0.499)
控制变量	控制	控制	控制
年份/行业固定效应	是	是	是
观测值	15467	15467	15467

表 8 的回归结果显示,散户积极主义对“铁公鸡”和“微股利”的回归系数均为负,且至少在 10% 的水平下显著。这意味着散户积极主义有助于降低企业成为“铁公鸡”和“微股利”公司的概率。进一步计算平均边际效应,发现散户积极主义每变动一个单位,企业成为 N5、DPS5 和 PR10 公司的概率将分别降低 4.06%、74.68% 和 41.31%。这一结果表明,散户积极主义具有较强的治理效果,不仅能够大幅降低企业发放“门槛股利”的概率,还能在一定程度上促使“铁公鸡”公司分红。杨晶等(2017)^[17]发现,基于东方财富股吧的散户积极主义行为对“铁公鸡”公司并没有治理效果,这与本文的结论明显不同。本文认为,导致这一差异的主要原因是相较于股吧、微博等社交媒体,网络互动平台具有准官方背景,噪音干扰少、信息含量高、证券主题突出,更重要的是,独特的制度设计使得网络互动平台因企业管理层的直接参与而具有“双向互动”特征,其对企业决策的影响也更直接、更明确,因此具有更强的治理效果。上述差异在一定程度上佐证了本文选取网络互动平台数据测度散户积极主义的合理性。同时,这一发现意味着,在数字经济时代,不同的制度设计可能对投资者行动的效果产生完全不同的影响,因此要加紧探索构建适合数字经济时代特征的制度框架,通过技术赋能提升投资者自我保护能力。

(2) 散户积极主义发挥治理效应的情境条件探究。散户投资者基于网络互动平台发起的积极主义行动是一种非正式治理机制,其治理效果可能依赖于企业的内外部治理结构、制度环境以及互动行为特征。

首先,由于相对而言势单力薄,散户积极主义行动如果能够得到其他积极股东的支持,那么就可以对管理层施加更大的影响。而机构投资者是积极股东的代表,原因在于机构投资者持股比例相对较高,有能力也有动力去发挥积极的监督作用,从而获得更多的监督收益(Chung 和 Talaulicar, 2010)^[8]。事实上,过去 30 多年间,发达资本市场上的股东积极主义行动大都是由各类机构投资者主导的(Gillan 和 Starks, 2007)^[24]。本文预期机构投资者持股越高,散户积极主义的治理效果越显著。

其次,媒体和分析师作为专业的信息中介,其外部治理功能已逐渐被学术界认可,已有研究也验证了两者在股利分配中的积极治理作用(张纯和吕伟,2009^[57];李小荣和罗进辉,2015^[15])。散户积极主义不仅为追逐市场热点的媒体提供了新的素材,而且也为分析师提供了增量互动信息,因此散户积极主义有助于引发媒体和分析师的联合关注,从而进一步增强散户积极主义的治理效应。

第三,本文构建的股东积极主义指标仅考虑了积极主义行动的数量特征,但投资者基于网络互动平台的行动还具有不同的质量特征:同样是发起有关股利分配的提问,有的投资者直接询问是否发放股利,而有的投资者则结合公司盈利预期、股利发放惯例、行业股利水平等进行更加细致的提问。本文预期,投资者提问深度越深,给管理层带来的压力越大,从而对股利分配行为的影响越显著。

基于此,本文进一步从机构投资者持股(内部治理)、信息媒介监督(外部治理)、互动深度三个

维度,考察散户积极主义发挥治理效应的情境条件。由于“微股利”“门槛股利”公司大量存在,考虑派现水平比派现意愿具有更大的意义,因此本部分重点从派现水平角度进行检验。模型如下:

$$DIV_SHARE_{i,t}(DIV_YIELD_{i,t}) = \alpha_0 + \alpha_1 ACTIVISM_{i,t} + \alpha_2 ACTIVISM_{i,t} \times MODERATOR_{i,t} + \alpha_3 MODERATOR_{i,t} + \gamma Controls + \varepsilon_{i,t} \quad (7)$$

其中,*MODERATOR* 代表调节变量,分别用机构投资者持股(*INS*,机构投资者持股比例)、信息媒介监督(*ANALYST*,分析师关注数量,取自然对数;*MEDIA*,报纸报道数量,取自然对数)、提问深度(*DEPTH*,股利相关提问的平均字数,取自然对数)测度^①。从表9的结果可知,散户积极主义与机构投资者持股、分析师关注、媒体报道、提问深度的交互项均显著为正,这意味着机构持股比例越高、信息媒介越多、互动深度越深,散户积极主义对派现水平的影响越显著。

表9 散户积极主义治理效应的调节因素

变量	机构投资者持股的影响		信息媒介的影响				提问深度的影响	
	<i>DIV_YIELD</i>	<i>DIV_SHARE</i>	<i>DIV_YIELD</i>	<i>DIV_SHARE</i>	<i>DIV_YIELD</i>	<i>DIV_SHARE</i>	<i>DIV_YIELD</i>	<i>DIV_SHARE</i>
<i>ACTIVISM</i>	0.003 ** (0.002)	0.315 *** (0.043)	0.000 (0.002)	0.254 *** (0.070)	-0.003 (0.003)	0.020 (0.071)	-0.008 (0.007)	-0.592 *** (0.154)
<i>ACTIVISM</i> × <i>INS</i>	0.013 ** (0.006)	0.235 * (0.143)						
<i>INS</i>	0.000 (0.000)	0.010 (0.007)						
<i>ACTIVISM</i> × <i>ANALYST</i>			0.002 ** (0.001)	0.044 * (0.024)				
<i>ANALYST</i>			0.000 *** (0.000)	0.005 *** (0.001)				
<i>ACTIVISM</i> × <i>MEDIA</i>					0.003 *** (0.001)	0.113 *** (0.024)		
<i>MEDIA</i>					0.000 (0.000)	0.008 *** (0.001)		
<i>ACTIVISM</i> × <i>DEPTH</i>							0.004 ** (0.002)	0.242 *** (0.042)
<i>DEPTH</i>							0.000 (0.000)	0.005 (0.003)
控制变量	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制
年份/行业固定效应	是	是	是	是	是	是	是	是
观测值	15467	15467	15467	15467	15467	15467	8555	8555
R ²	0.347	0.365	0.348	0.366	0.347	0.371	0.357	0.386

(3) 散户积极主义与派现稳定性。虽然前述分析验证了散户积极主义对于现金股利分配的治理效果,但一个潜在的顾虑是:散户积极主义带来的压力会不会扭曲企业的派现行为,导致牺牲未来的成长机会?为回答这一问题,本文研究了散户积极主义对派现稳定性的影响。如果散户积极

① 提问深度(*DEPTH*)数据采取数据爬取方法取自网络互动平台。

主义带来的是额外的“干扰”，那么企业的派现水平将呈现出较大的波动性，即散户积极主义会降低派现稳定性。本文采用模型(8)考察散户积极主义对派现稳定性的影响。模型中， DIV_stable 代表派现稳定性，参考 Barros 等(2021)^[13]，采用股利支付率和股利收益率的波动进行计算。具体地，如果(本年度 DIV_SHARE - 上年度 DIV_SHARE)/上年度 DIV_SHARE 的值属于 $[-0.1, 0.1]$ ，则 $DIV_stable1$ 取 1，否则取 0；如果(本年度 DIV_YIELD - 上年度 DIV_YIELD)/上年度 DIV_YIELD 的值属于 $[-0.1, 0.1]$ ，则 $DIV_stable2$ 取 1，否则取 0。回归结果如表 10 所示。

$$DIV_stable_{i,t} = \alpha_0 + \alpha_1 ACTIVISM_{i,t} + \gamma Controls + \varepsilon_{i,t} \quad (8)$$

可以看到，散户积极主义对派现稳定性的回归系数均显著为正，这意味着散户积极主义并没有加大企业的派现波动性，而是发挥了持续、稳定的监督作用，提升了派现稳定性。本文的这一发现与 Barros 等(2021)^[13] 截然不同，他们针对机构投资者积极主义的研究发现，企业会以牺牲分红稳定性为代价增加现阶段的派现水平。可能的解释是：在股权相对分散的欧美资本市场，机构投资者具有强大的影响力，他们发起的积极主义行动有可能演变为激烈的代理权争夺战，因此会给企业管理层施加强大的压力。而本文的考察对象是散户投资者，他们基于网络互动平台的积极主义行动并不会引发激烈的代理权争夺，而只会产生有限的压力，促使管理层对企业的分配策略进行适当的调整。这一差异显示了机构投资者和散户投资者两类股东发起的积极主义行动的不同治理效果，这进一步支撑了 Denes 等(2017)^[14] 的观点：由于行为动机和行动策略的差异，不同股东的积极主义行动所带来的后果具有显著的异质性，因此有必要针对不同股东的特征展开深入分析。

表 10 散户积极主义对派现稳定性的影响

变量	派现稳定性	
	$DIV_stable1$	$DIV_stable2$
$ACTIVISM$	2.627*** (0.333)	2.625*** (0.333)
控制变量	控制	控制
年份/行业固定效应	是	是
观测值	15467	15467

六、结论与启示

1. 研究结论

在传统的公司治理框架内，散户投资者虽然人数众多，但对于公司治理的参与非常有限，因此一直被视为“沉默的多数”。同时，散户投资者参与公司治理是否能够发挥积极的作用，在理论层面也存在争议。借助网络互动平台提供的独特场景，本文考察了技术赋能下散户积极主义这一新兴治理机制的有效性。基于股利分配视角的研究发现，散户积极主义发挥了积极的治理作用，表现为显著提高了企业的派现意愿和派现水平，多种稳健性检验均支持了这一结论。进一步研究发现，散户积极主义还对“铁公鸡”“微股利”等股利分配异像具有显著的抑制效果，这对“半强制”分红政策为代表的行政治理机制提供了有益补充。此外，与机构投资者积极主义不同，研究发现散户积极主义并没有通过透支未来的方式提高现阶段分红水平，相反，它提高了企业的分红稳定性。研究结论不仅为全面理解散户积极主义的动机和效果提供了新的证据，而且为观察数字时代公司治理结构的变化及其影响提供了新的视角。

2. 启示与建议

基于上述研究结论，可以得到如下启示和建议：第一，主管部门应加强网络互动平台的制度建

设,更好地发挥散户积极主义的治理作用。与股吧等自治型社交媒体相比,基于网络互动平台的股东积极主义行动之所以具有更显著的治理效应,关键在于其独特的制度设计有助于提高积极主义行动的效率和效果。但现阶段,不论是深交所还是上交所,并未出台针对网络互动平台上互动行为的监管细则,尤其是对于上市公司的回应行为缺乏明确的约束。随着网络互动平台使用的越来越频繁,制度的缺失可能会诱发互动行为的异化,进而损害散户投资者的行权效果。基于此,建议主管部门尽快出台系统、全面的网络互动平台监管制度,对散户投资者及上市公司的行为规范提出明确的要求;同时要完善奖惩措施,一方面加强对于正向标杆行为的宣传引导;另一方面加大对于敷衍塞责、拖延怠慢、恶意诱导等负面行为的惩戒力度。

第二,上市公司应充分利用网络互动平台提供的契机,广泛听取投资者的质疑和建议,增进了解和信任,以此提升公司治理水平乃至公司价值。一方面,上市公司要转变思想,主动适应治理结构的变化和治理力量的重构。借助技术赋能和制度赋能,散户投资者不再是“沉默的多数”和“被动的用脚投票者”,他们可以通过发起积极主义行动参与到公司治理,成为公司治理体系重要的新兴力量。上市公司要高度重视散户投资者诉求,并以此作为改善投资者关系、完善公司治理的重要抓手。另一方面,上市公司要加强对于散户积极主义行动特征的分析,进而针对性地安排合适的人员进行管理、应对,并努力提升回应的及时性、准确性、有效性,更好地践行加强中小投资者保护的责任。

第三,散户投资者应更加重视网络互动平台这一特殊的行权渠道,积极与上市公司交流互动,更好地发挥其公司治理作用。一方面,建议散户投资者要更加积极地参与到网络互动中来,通过“发声”的方式主动表达自身关切,进而推动管理层和大股东对管理决策做出调整,切实维护自身利益;另一方面,建议散户投资者在互动过程中要注意表述方式,提高表达技巧,更加清晰、细致、有力地表达观点,从而达到更好的治理效果。此外,建议散户投资者在发起积极主义行动时要注意策略和方法,积极谋求更广泛的利益相关者(如机构投资者、新闻媒体)的关注和支持,从而提升积极主义行动的效果。

3. 研究局限与展望

本研究还存在一些局限和不足,有待进一步研究探讨。首先是散户积极主义的度量问题。现实中,随着中小投资者保护的加强,散户投资者有多个渠道可以行使股东权利,如社交媒体讨论、网络投票等,本文虽然从理论上阐述了网络互动平台相对于其他渠道的优势,但是缺乏对不同渠道散户积极主义效果的严格对比分析,尤其对不同类型散户积极主义之间可能存在的交互效应缺乏深入考察,后续研究可以在这方面进一步深化。其次是样本问题。本文的样本周期为2010—2017年,考察的是基于网络互动平台的散户积极主义在发展初期的影响。随着数字技术的发展和数字意识的提升,散户投资者在近年来基于网络互动平台的行权频率和行权策略可能发生显著的变化,从而进一步影响到散户积极主义的效果。后续研究可以进一步拓展样本周期,并采用新一代的文本分析技术,开展更加精准的语义分析和主题建模,验证研究结论的稳健性。

参考文献

- [1]沈艺峰,肖珉,黄娟娟.中小投资者法律保护与公司权益资本成本[J].北京:经济研究,2005,(6):115-124.
- [2]王鹏.投资者保护、代理成本与公司绩效[J].北京:经济研究,2008,(2):68-82.
- [3]徐莉萍,辛宇.媒体治理与中小投资者保护[J].天津:南开管理评论,2011,(6):36-47.
- [4]孔东民,刘莎莎,黎文靖,邢精平.冷漠是理性的吗?中小股东参与、公司治理与投资者保护[J].北京:经济学(季刊),2012,(10):1-28.
- [5]黎文靖,孔东民,刘莎莎,邢精平.中小股东仅能“搭便车”么?——来自深交所社会公众股东网络投票的经验证据[J].北

京:金融研究,2012,(3):152-165.

[6]黄泽悦,罗进辉,李向昕.中小股东“人多势众”的治理效应——基于年度股东大会出席人数的考察[J].北京:管理世界,2022,(4):159-171,12.

[7]赵杨,吕文栋.散户积极主义对审计决策的影响[J].北京:审计研究,2022,(3):80-91.

[8]Chung,H.,and T.Talaulicar. Forms and Effects of Shareholder Activism[J]. Corporate Governance An International Review,2010,18,(4):253-257.

[9]Klein,A.,and E.Zur. The Impact of Hedge Fund Activism on the Target Firm's Existing Bondholders[J]. Review of Financial Studies,2011,24,(5):1735-1771.

[10]Brav,A.,W.Jiang,S.Ma,and X.Tian. How Does Hedge Fund Activism Reshape Corporate Innovation? [J]. Journal of Financial Economics,2018,130,(2):237-264.

[11]Choi,W.,and J.J.Gong. Hedge Fund Activism,CEO Turnover and Compensation[J]. Journal of Accounting and Public Policy,2020,39,(6),106774.

[12]Yu,T. Wolves at the Door:A Closer Look at Hedge Fund Activism[J]. Management Science,2020,66,(6):2347-2371.

[13]Barros,V.,P.V.Matos,J.M.Sarmento.,and P.R.Vieira. Do Activist Shareholders Influence A Manager's Decisions on a Firm's Dividend Policy:A mixed-method Study[J]. Journal of Business Research,2021,122,387-397.

[14]Denes,M.R.,J.M.Karpoff,and V.B.Mewilliams. Thirty Years of Shareholder Activism:A Survey of Empirical Research[J]. Journal of Corporate Finance,2017,44,(7):405-424.

[15]李小荣,罗进辉.媒体关注与公司现金股利支付[J].北京:经济理论与经济管理,2015,(9):68-85.

[16]魏志华,李茂良,李常青.半强制分红政策与中国上市公司分红行为[J].北京:经济研究,2014,(6):100-114.

[17]杨晶,沈艺峰,熊艳.“散户”积极主义与公司现金股利政策——以舆论关注为研究视角[J].厦门大学学报(哲学社会科学版),2017,(2):106-117.

[18]沈费伟,诸靖文.数据赋能:数字政府治理的运作机理与创新路径[J].北京:政治学研究,2021,(1):104-115,158.

[19]王化成,李春玲,卢闯.控股股东对上市公司现金股利政策影响的实证研究[J].北京:管理世界,2007,(1):122-127,136.

[20]吕长江,张海平.上市公司股权激励计划对股利分配政策的影响[J].北京:管理世界,2012,(11):133-143.

[21]杜兴强,谭雪.国际化董事会、分析师关注与现金股利分配[J].北京:金融研究,2017,(8):192-206.

[22]陈运森,黄健峤,韩慧云.股票市场开放提高现金股利水平了吗?基于“沪港通”的准自然实验[J].北京:会计研究,2019,(3):55-62.

[23]曾爱民,吴伟,吴育辉.中小股东积极主义对债券持有人财富的溢出影响——基于网络投票数据的实证研究[J].北京:金融研究,2021,(12):189-206.

[24]Gillan,S.,L.,and T.Starks. The Evolution of Shareholder Activism in the United States[J]. Journal of Applied Corporate Finance,2007,19,(1):55-74.

[25]Guercio,D.D.,and J.Hawkins. The Motivation and Impact of Pension Fund Activism[J]. Journal of Financial Economics,1999,52,(3):293-340.

[26]Ertimur,Y.,F.Ferri,and S.R.Stubben. Board of Directors' Responsiveness to Shareholders:Evidence from Shareholder Proposals[J]. Journal of Corporate Finance,2010,16,(1):53-72.

[27]Brav,A.,W.Jiang,and H.Kim. The Real Effects of Hedge Fund Activism:Productivity,Asset Allocation,and Labor Outcomes[J]. The Review of Financial Studies,2015,28,(10):2723-2769.

[28]Bourveau,T.,and J.Schoenfeld. Shareholder Activism and Voluntary Disclosure[J]. Review of Accounting Studies,2017,22,(6):1307-1339.

[29]Aslan,H. Shareholders Versus Stakeholders in Investor Activism:Value for whom? [J]. Journal of Corporate Finance,2020,60,(2),101548.

[30]Guo,F.,C.X.Lin,A.Masli,and M.Wilkins. Auditor Responses to Shareholder Activism[J]. Contemporary Accounting Research,2021,38,(1):63-95.

[31]郑志刚,石丽娜,黄继承,郭杰.中国上市公司“小股民行动”现象的影响因素与经济后果[J].北京:世界经济,2019,(1):170-192.

[32]郑国坚,张超,谢素娟.百股义士:投服中心行权与中小投资者保护——基于投服中心参与股东大会的研究[J].天津:管理科学学报,2021,(9):38-58.

[33]何慧华,方军雄.监管型小股东的治理效应:基于财务重述的证据[J].北京:管理世界,2021,(12):176-194.

- [34] 胡茜茜,朱永祥,杜勇. 网络环境下中小股东的治理效应研究——基于代理成本视角[J]. 上海:财经研究,2018,(5): 109-120.
- [35] 马滢清,孙泽月,徐寿福. 中小股东积极主义与上市公司投资效率[J]. 郑州:金融理论与实践,2021,(1):76-87.
- [36] 李姝,翟士运,古朴. 非控股股东参与决策的积极性和企业技术创新[J]. 北京:中国工业经济,2018,(7):155-173.
- [37] 张照南,王裕,姜越群. 监督还是干扰:中小股东积极主义与企业财务风险[J]. 北京:财务研究,2020,(2):71-83.
- [38] Bainbridge, S. M. Director Primacy and Shareholder Disempowerment[J]. Harvard Law Review, 2006, 119, (6): 1735-1758.
- [39] Belloc, F. Law, Finance and Innovation: The dark Side of Shareholder Protection[J]. Cambridge Journal of Economics, 2013, 37, (4): 863-888.
- [40] 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[J]. 北京:管理世界,2017,(9): 101-115.
- [41] 郑国坚,蔡贵龙,卢昕. “深康佳”中小股东维权:“庶民的胜利”抑或“百日维新”? 一个中小股东参与治理的分析框架[J]. 北京:管理世界,2016,(12):145-158.
- [42] Judge, W. Q., A. Gaur., and M. I. Muller-Kahle. Antecedents of Shareholder Activism in Target Firms: Evidence from a Multi-Country Study[J]. Corporate Governance: An International Review, 2010, 18, (4): 258-273.
- [43] Miller, M., and F. Modigliani. Dividend Policy, Growth, and the Valuation of Shares[J]. The Journal of Business, 1961, 34, (4): 411-433.
- [44] Jensen, M. Agency Cost of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers [J]. American Economic Review, 1986, 76, (2): 323-329.
- [45] Lintner, J. Distribution of Incomes of Corporations Among Dividends, Retained Earnings and Taxes [J]. American Economic Review, 1956, 46, (2): 97-113.
- [46] Porta, R. L., F. Lopez-De-Silanes, A. Shleifer, and R. Vishny. Agency Problems and Dividend Policies around the World[J]. The Journal of Finance, 2000, 55, (1): 1-33.
- [47] Noelle-Neumann, E. The Theory of Public Opinion: The Concept of the Spiral of Silence [J]. Annals of the International Communication Association, 1991, 14, (1): 256-287.
- [48] Park, N., and K. M. Lee. Effects of Online News Forum on Corporate Reputation[J]. Public Relations Review, 2007, 33, (3): 346-348.
- [49] 王丹,孙鲲鹏,高皓. 社交媒体上“用嘴投票”对管理层自愿性业绩预告的影响[J]. 北京:金融研究,2020,(11):188-206.
- [50] Pistor, K., and C. Xu. Governing Emerging Stock Markets: Legal VS Administrative Governance [J]. Corporate Governance An International Review, 2005, 13, (1): 5-10.
- [51] 高敬忠,杨朝,彭正银. 网络平台互动能够缓解企业融资约束吗——来自交易所互动平台问答的证据[J]. 北京:会计研究,2021,(6):59-75.
- [52] 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]. 北京:管理世界,2012,(7):151-163.
- [53] Partington, G. H. Dividend Policy and Its Relationship to Investment and Financing Policies: Empirical Evidence [J]. Journal of Business Finance & Accounting, 2010, 12, (4): 531-542.
- [54] Almeida, H., M. Campello, and M. S. Weisbach. The Cash Flow Sensitivity of Cash [J]. The Journal of Finance, 2005, 59, (4): 1777-1804.
- [55] Burke, J. J., R. Hoitash, and U. Hoitash. Auditor Response to Negative Media Coverage of Client Environmental, Social, and Governance Practices [J]. Accounting Horizons, 2019, 33, (3): 1-23.
- [56] Lee, C. M. C., and Q. Zhong. Shall We Talk? The Role of Interactive Investor Platforms in Corporate Communication [J]. Journal of Accounting and Economics, 2022, forthcoming.
- [57] 张纯,吕伟. 信息环境、融资约束与现金股利[J]. 北京:金融研究,2009,(7):81-94.
- [58] 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[J]. 北京:金融研究,2018,(4):172-189.
- [59] 潘越,林淑萍,张鹏东,戴亦一. 语言将来时态标记特征与公司股利政策——基于投资者语言认知效应的跨国研究[J]. 北京:经济研究,2021,(7):127-143.
- [60] Hollander, S., M. Pronk, and E. Roelofsen. Does Silence Speak? An Empirical Analysis of Disclosure Choices During Conference Calls [J]. Journal of Accounting Research, 2010, 48, (3): 531-563.
- [61] 鞠晓生,卢荻,虞义华. 融资约束、营运资本管理与企业创新可持续性[J]. 北京:经济研究,2013,(1):4-16.

Digital Empowerment, Retail Shareholder Activism and Firms' Cash Dividend Policy

ZHAO Yang¹, LV Wen-dong², WANG Jun-li², FENG Xi-yu²

(1. China Center for Internet Economy Research, Central University of Finance and Economics,
Beijing, 100081, China;

2. Business School, University of International Business and Economics, Beijing, 100029, China)

Abstract: Theoretically, the retail investors have stronger motivation to participate in corporate governance through their own efforts to deal with potential agency problem, especially in emerging markets with highly concentrated ownership and weak investor protection. But in practice, the channels for retail shareholders to participate in corporate governance are limited, and their enthusiasm to use these channels is relatively low due to the asymmetry of benefit and cost. As a result, the retail shareholders always function as silent majority, and passively vote with their fee. However, the widespread application of digital technology provides retail shareholders a convenient channel to participate in corporate governance through “voice”, which named as retail shareholder activism (RSA). The aim of this paper is to investigate the effect of the emerging RSA from the perspective of cash dividend policy.

Using the number of questions posted by shareholders on investor interaction platforms of Shenzhen Stock Exchange and Shanghai Stock Exchange as our proxy for RSA, the analysis indicates that RSA has significantly improved the willingness and quantity of firms' cash dividend. This conclusion is valid after a series of robustness tests. As to mechanism, RSA plays its role mainly through two ways: reducing agency costs and easing financing constraints. Further analysis shows that internal and external governance mechanisms and external institutional environment will affect the effect of RSA; institutional investors' shareholding, analyst tracking, media coverage and investor protection positively moderate the relationship between ISA and cash dividend policy. In addition, RSA also has positive governance effect on “Iron Rooster” and “micro dividend” companies, thus providing a useful supplement to the existing administrative governance mechanism. Finally, this paper also finds that the RSA does not overdraw the cash dividend ability of the enterprises, on the contrary, the continuous supervision provided by RSA improves the stability of cash dividend.

This study makes two contributions. Firstly, this research proposes and verifies the effectiveness of RSA as an emerging governance mechanism in the digital era, which expanding the research perspective of shareholder activism literature from institutional investors to individual investors. The findings have important implications for improving the capital market system and strengthening the protection of small and medium-sized investors in the new era. Secondly, this study enriches the relevant literature on the influencing factors of dividend policy. Most existing studies focus on the determinants of cash dividends from internal governance factors and external policy environments. Our research finds that RSA, as an emerging external governance mechanism, not only helps to improve the willingness and amount of cash dividends; it also provides useful supplements to the existing administrative governance mechanisms. This helps us to gain a deeper understanding of the boundaries of the roles of market governance and administrative governance in firms' cash dividend policy.

This research also has important managerial implications. Firstly, the regulatory authorities should strengthen the institutional construction of investor interaction platforms and put forward clear requirements for the behavioral norms of retail investors and listed companies. At the same time, more efforts should be made to identify and punish misbehavior. Secondly, listed companies should strengthen the analysis of the characteristics of RSA, and arrange appropriate personnel to respond accordingly. Efforts should be made to improve the timeliness, accuracy, and effectiveness of responses, enhance understanding and trust, and thereby enhance the level of corporate governance. Thirdly, retail investors should pay more attention to the investor interaction platforms, and actively participate in online interactions to express their concerns. Such actions will promote top management and major shareholders to make adjustments of their decisions, thus improve the protection of retail shareholders' interests.

Key Words: digital empowerment; retail shareholder activism; cash dividend; dividend stability

JEL Classification: G35, G34

DOI: 10.19616/j.cnki.bmj.2023.09.009

(责任编辑:李先军)