

货币政策、现金股利分配与投资水平*

——基于我国上市公司的实证研究

宣 扬 杨中军

[摘 要]本文使用 2003 年第一季度至 2011 年第三季度 728 家 A 股主板上市公司的季度数据,检验了货币政策、公司现金股利分配与投资水平间的关系,结果表明紧缩货币政策显著减小了公司股利分配倾向,并且这一现象在国有公司中更为明显。总体来看,股利分配降低了上市公司的投资水平,且这一效应在货币宽松期更为强烈与显著,货币紧缩期间的股利分配与投资水平并无显著相关关系。本文的结果表明证监会在制定分红政策时需考虑宏观经济政策尤其是货币政策的影响,同时需要不断完善现金股利决策的信息披露机制。

关键词:货币政策 现金股利分配 投资

JEL 分类号:G10 G30 G32

一、引 言

近年来,分红制度成为证监会完善证券市场制度建设,引导市场健康发展的工作重心,郭树清主席曾在公开场合反复强调完善分红制度的重要性。的确,现金股利是投资者回报的重要组成部分,也是资本市场健康运行的基石。但对于上市公司而言,股利政策还有着更为重要的意义。通过调整利润分配与留存的比例上市公司可获得一定的财务灵活性,并以此应对外部经济环境与经济政策的冲击,保持公司的长期可持续发展。

以往学者多从公司自身财务特征及公司治理因素展开对现金股利发放动因及其经济后果的研究,并未详尽探讨宏观经济政策的作用。但事实上,在中国特定的制度背景下宏观经济政策尤其是货币政策对上市公司的影响却极其深远的,货币政策改变了公司投融资环境,并作用于其财务决策。但以往的研究并未考虑货币政策对公司现金股利政策的作用,货币政策究竟能否对公司的现金股利分配产生影响?现金股利分配是否削弱了公司的投资能力?这种效应在宽松货币政策与紧缩货币政策期间是否存在差异?这些问题无论是在理论还是实务中都有着重要意义,本文试图通过实证研究来寻求这些问题的答案。

余文结构安排如下,第二节对相关文献进行回顾并提出理论假设,第三节介绍了本文的研究设计,第四节对实证结果进行分析解读,最后一节为结论与政策建议。

二、文献综述与理论分析

作为公司三大财务决策之一,股利政策一直以来都受到实务界与理论界的高度重视。Miller and Modigliani(1958)指出,在无摩擦的完美市场下,公司的股利政策与其价值无关,但这与现实世

*宣扬,南京师范大学商学院,2010 级金融学硕士研究生;杨中军,南京师范大学商学院副教授,会计与财务发展研究中心副主任。

界中的直观感受并不相符,原因可能在于现实世界与完美市场的假设相去甚远。沿着放宽MM理论假设的思路,诸多学者分别探讨了股利发放的动因。如Farrar and Selwyn(1967)认为现金股利的分配可能与税收结构相关;Bhattacharya(1979)则从信号不对称视角分析了现金股利政策;Jensen(1986)将现金股利分配视为解决自由现金流问题的一种治理方式;Shefrin and Statman(1984)从行为金融的视角探讨了股利分配动因。尽管以往学者分别试图从某个侧面解释股利分配的动机,却始终无法形成较为统一的理论框架,Black(1976)将其称之为“股利政策之谜”。

围绕着诸多理论假设,国内外学者进行了一系列的实证检验,发现现金股利分配的一系列影响因素。如谢军(2006)发现公司股权结构与成长性是公司现金股利分配的重要影响因素;王树年和于渤(2010)发现股利分配水平与公司盈利性正相关;权小锋等(2010)发现行业因素显著作用于上市公司现金股利水平;而宋福铁和屈文洲(2010)发现公司所处生命周期也对股利政策产生显著影响。

以往的这些研究并未将外部经济环境纳入分析框架中。在以美国为典型代表的较为发达的股票市场上,现金股利水平具有显著的信号效应。根据Lintner(1956)的股利平滑假说,为避免股价的过度波动并保持财务灵活性,上市公司的现金股利会在较长时期内维持在一个相对稳定的水平,从而使得现金股利与外部经济环境或经济政策的相关性较弱。但我国的证券市场制度及背景与发达国家存在较大差异。应展宇(2004)指出我国上市公司的现金股利分配极不稳定,这就产生了一个疑问:在我国特定的制度背景下,除了公司层面的影响因素之外,宏观经济环境与政策是否也对公司的现金股利政策产生显著影响?王茜和张鸣(2009)考察了经济波动对股利政策的影响,他们的实证研究表明在经济下降期,公司支付现金股利的意愿变弱。

不同于以往研究,本文考察货币政策是否作用于上市公司的现金股利分配决策。作为灵活性强、内部时滞较短的政策工具,货币政策工具近年来被频繁使用,考察货币政策对分红决策的影响也因此有了实质意义。理论上说,当货币政策宽松时,公司的资金相对充裕,因此更有可能发放现金股利。而当货币政策紧缩时,外源融资渠道不畅,上市公司需要增加内源融资以获取额外的现金流以支持营运,分配现金股利的概率变小,由此提出本文假设1。

H1: 相比于宽松货币政策期间,公司在紧缩货币政策时分配现金股利的概率更小。

如果公司可通过缩减现金股利增加内源融资,那么现金股利的发放是否与投资水平存在此消彼长的关系呢?国内外学者进行了一系列的实证分析,如Fama(1974)与Donald et al.(1975)的发现表明股利分配与公司投资水平并不存在实质关联,而Mougoue and Mukherjee(1994)的实证研究则证实公司的投资水平密切依赖于其分配决策。国内研究方面,李鑫(2007)指出中国制度背景下上市公司的股利支付无法对过度投资起到有效抑制作用;肖珉(2010)发现现金股利有利于抑制内部现金流富裕的公司进行过度投资,但内部现金流紧缺的公司却难以从以往年度的派现中获益。可见,国内外学者在这个问题上并未得到统一结论。从理论上来说,现金股利的分配减少了资金留存的水平,并从而降低了公司的投资水平,由此提出假设2。

H2: 现金股利的分配降低了上市公司的投资水平。

需要注意的是,以往的研究并未区分货币政策区间的差异,而这恰恰可能是造成差异化结论的一个重要因素。为稳健性考虑,本文分别对货币政策宽松期与紧缩期进行回归,观察在不同的货币政策时期,现金股利发放与公司的投资水平间的关系是否存在差异。

三、研究设计

(一)研究样本与数据

本文以我国A股上市公司为初始样本,并做如下处理:(1)剔除金融业上市公司,这类公司在

营运特点与财务特征上迥异于其他公司,因此将之剔除;(2)剔除 ST 与 PT 状态的上市公司,剔除所有者权益为负的公司,这类公司持续营运能力弱,会使研究结论发生偏差;(3)剔除数据缺失的公司,最终共得到 728 家样本公司。

本文研究区间为 2003 年第一季度至 2011 年第三季度,共计 35 个季度,大致经历了三次信贷周期。上市公司的财务数据源于 CSMAR 数据库,所使用的金融机构贷款余额总量与货币政策感受指数等信息来自于中国人民银行网站并经手工整理。

本文所使用的统计软件主要为 STATA12,处理 H-P 滤波时应用了 Eviews 6.0 软件。

(二)变量选取与测算

1. 股利分配倾向(Div)。本文使用虚拟变量 Div 来表征公司在某特定季度是否存在分配现金股利的现象。根据 CSMAR 财务分析数据库中的股利派发率来判定公司是否在当季分配了现金股利,当股利派发率不为 0 时,Div 赋值为 1,否则为 0。

2. 投资(Inv)。本文数据为季度频率,并且时间跨度较大。这使得以往文献中的投资指标或由于会计准则的变更而失效,或无法提供季度频率的数据而无法使用。综合考虑数据可得性与相关性,本文使用公司现金流量表中“公司购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金”占期末总资产的比重衡量投资水平。

3. 货币政策虚拟变量(MP)。当货币政策紧缩时,MP 取值为 1;当货币政策宽松时,该变量取值为 0。

4. 产权性质(Prop)。公司产权性质的划分根据是 CSMAR 数据库所提供的最终控制人信息。本文将所有由地方政府或中央政府控制的上市公司定义为国有上市公司,而将控制人为自然人的公司定义为民营上市公司。

5. 控制变量。为控制其他因素对被解释变量的影响,本文引入了一系列的控制变量,主要控制变量的定义与测度方式如表 1 所示。

表 1 主要控制变量定义与计算方式

变量	符号	定义	计算方式
公司规模	Size	公司资产数额的度量	期末总资产的自然对数
资产负债率	Lev	总负债占总资产比例	期末总负债/期末总资产
控股股东持股比例	Share	控股股东持股占股票总数的比重	控股股东持股数量/股票总数
现金比率	Cash	公司持有现金占总资产的比率	现金及现金等价物期末余额/总资产
成长性	Tobin-Q	托宾 Q	(流通股市值+非流通股净资产值+净债务市值)/期末总资产
盈利性	ROE	净资产收益率	净利润/股东权益平均余额
现金流量	Cashflow	经营现金净流量占总资产比率	经营活动产生的现金流量净额/期末总资产
产权性质	Prop	上市公司最终控制人的性质	将 CSMAR 数据库上市公司最终控制人为自然人的定义为民营公司,其余的为国有公司
季节变量	Seasondummy	季节虚拟变量	根据所属季度不同生成三个季度虚拟变量
行业变量	Industrydummy	行业虚拟变量	根据证监会划分标准分 19 个行业,生成 18 个行业虚拟变量
时间变量	Timedummy	时间虚拟变量	根据所属时期不同而划分

(三)回归模型

1. 货币政策与现金股利分配倾向

为检验紧缩货币政策是否减少了股利分配的概率,本文采用 Logit 模型进行分析:

$$Div_{i,t} = \alpha_1 Div_{i,t-1} + \alpha_2 MP_t + \alpha_3 Share_i + \alpha_4 ROE_{i,t} + \alpha_5 Tobin-Q_{i,t} + \alpha_6 Size_{i,t} + \alpha_7 Lev_{i,t} + \alpha_8 Cashflow + \alpha_9 Cash + \beta + \sum Industrydummy + \sum Timedummy + \delta_{i,t} \quad (1)$$

预计MP的回归系数显著为负。为稳健性起见,本文同时对全样本、国有公司与民营企业三者分别进行回归检验。

2.股利分配与投资水平

本文使用OLS模型检验现金股利分配是否影响了投资水平,模型为:

$$Inv_{i,t} = \alpha_1 Div_{i,t-1} + \alpha_2 Tobin-Q_{i,t} + \alpha_3 Size_{i,t} + \alpha_4 Cash_{i,t} + \alpha_5 Cashflow_{i,t} + \alpha_6 Lev_{i,t-1} + \alpha_7 Inv_{i,t-1} + \beta + \sum Industrydummy + \sum Timedummy + \sum Seasondummy + \delta_{i,t} \quad (2)$$

为检验不同的货币政策区间中现金股利分配对投资的影响是否相同,进行分期检验。为区分产权性质差异,同时对全样本、国有公司与民营企业三者分别进行回归检验。

(四)货币政策区间划分

为稳健考虑,本文综合多种方法划分货币政策区间,以金融机构贷款余额总量的同比增长率水平与H-P滤波结果作为主要划分依据,将央行发布的货币政策感受指数作为佐证,并最终结合各期间货币政策目标确定区间,以多指标结合的方式增加了结果的客观准确性。

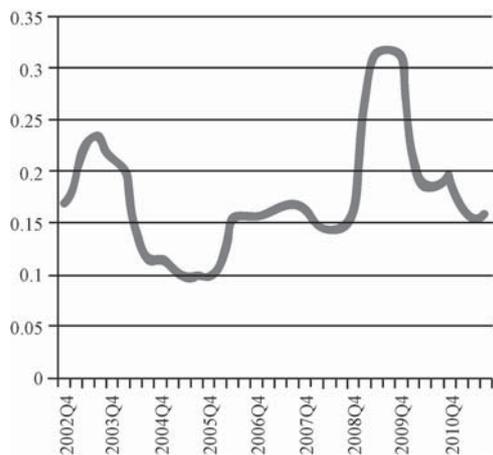


图1 金融机构贷款余额同比增长率图

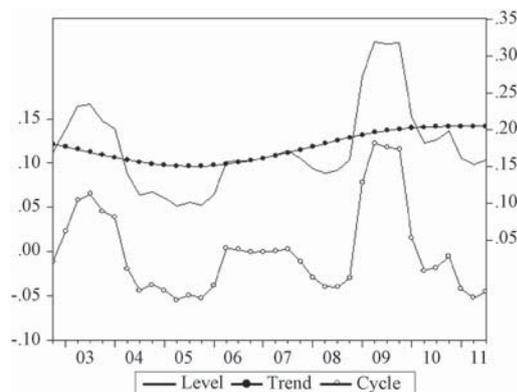


图2 金融机构贷款余额同比增长率走势与H-P滤波结果图(λ=1600)

数据来源:中国人民银行,作者整理。

图1显示了金融机构各期贷款余额同比增长率,可以明显看出样本期间大致经历了三个信贷周期。为避免数据的季节性波动,并更好地划分货币政策周期,本文采用H-P滤波的方式过滤短期波动,图2所示为H-P滤波结果。根据剥离出的周期性序列,以零为界,兼顾对称性,本文定义以下各期为货币宽松期:2003年第一季度至2004年第一季度,2006年第一季度至2007年第二季度,2008年第四季度至2010年第一季度。而将剩余期间,即2004年第二季度至2005年第四季度,2007年第三季度至2008年第三季度,2010年第二季度至2011年第三季度作为货币紧缩期(如表2所示)。这种划分方法也得到了央行发布的货币政策感受指数的支持,图3显示了指数走势。货币政策感受指数是央行每季度对银行家发放调查问卷并统计得到的,调查将银行家对货币政策的感受分为六档,分别为过紧、偏紧、适度、偏松、过松与不确定,图3中显示的是选择货币政策适度的比例。根据调查结果,2004年第二季度至2005年第四季度,2007年第三季度至2008年第三季度,以及2010年第三季度至2011年第三季度,认为货币政策偏紧的银行家比例较高,与本文的划分结果相符合。

我国历年来货币政策目标与具体措施也可以为本文的划分结果提供佐证。为应对1998年东亚金融危机所采取的宽松货币政策持续至2003年年末,但进入2004后,为控制过快的经济增长

速度, 国家多次上调存款准备金利率, 适当收紧银根。随后进入 2006 年, 货币政策有所放松, 但到了 2007 年 6 月, 国务院常务会议指出, 货币政策需要“稳中适度从紧”。2008 年底, 针对国际金融危机加剧与通胀压力减缓, 央行多次下调存贷款基准利率与存款准备金率, 实行适度宽松的货币政策。随着经济形势的好转, 2010 年继续实施积极的财政政策和适度宽松的货币政策。通胀压力抬头, 货币政策又重新收紧。可见, 本文对货币政策期间的划分与实际情况大体吻合, 是较为合理的。

表 2 货币政策区间划分结果表

阶段	货币政策	期间	总计(季度)
一	宽松	2003S1-2004S1	5
	紧缩	2004S2-2005S4	7
二	宽松	2006S1-2007S2	6
	紧缩	2007S3-2008S3	5
三	宽松	2008S4-2010S1	6
	紧缩	2010S2-2011S3	6

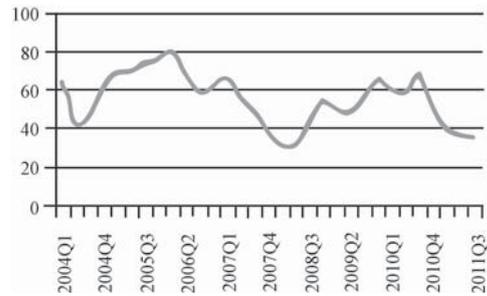


图3 货币政策感受指数

四、实证结果分析

(一) 描述性统计

表 3 报告了经过 1% 水平的 Winsorise 处理后主要变量的描述性统计。可以看出各指标间的差异较大, 这表明公司的异质性较强, 在考察现金股利发放与投资水平的影响因素时不能忽略公司层面的因素, 在进行多元回归时需要控制这些变量的影响。

表 3 主要变量描述性统计表

变量	均值	标准差	最小值	最大值
Inv	0.03979	0.04985	9.42E-06	0.2563
Tobin-Q	1.5436	0.7733	0.8273	5.1555
MP	0.5	0.5000	0	1
DIV	0.2558	0.4363	0	1
Size	21.6653	1.0490	19.4450	24.8169
Cash	0.06189	0.04886	0.002265	0.2501
ROE	0.05038	0.06920	-0.1696	0.3074
Cashflow	0.02285	0.06538	-0.1638	0.2280
Share	0.3940	0.1606	0.0923	0.7496
Debt	0.5011	0.1769	0.07152	0.8598

(二) 多元回归结果分析

表 4 报告了现金股利分配影响因素的回归结果。全样本的回归结果中, MP 的回归系数为 -9.653, 这表明紧缩货币政策降低了公司分配现金股利的概率, 而且该相关关系在 1% 的置信水平上显著。这就验证了本文的假设 1, 在紧缩货币政策期间, 上市公司发放现金股利的概率更小。此外回归结果还表明, 上市公司的现金股利政策存在一定的延续性, 公司规模, ROE 及现金持有比率与现金股利分配正相关, 而高成长性与高负债率的公司分配现金股利的概率更小。伪 R² 达到 0.3900, 并且方程整体的卡方检验在 1% 水平上显著, 表明整体拟合效果较好。产权性质分组的检验结果显示货币政策对民营公司与国有公司的股利决策的作用存在差异, 紧缩货币政策冲

击下,国有公司分配现金股利的概率显著变小,但在民营企业中却并未发现此类证据。这一现象可能与民营企业及国有公司在货币紧缩期间不同的替代融资行为相关。饶品贵和姜国华(2010)指出民营企业在货币紧缩期间更有可能通过商业信用来进行融资,因此紧缩货币政策对民营企业的现金股利分配并不形成显著影响。

表4 现金股利分配影响因素回归结果表

	全样本	民营	国有
Div _{t-1}	2.599(20.34)***	3.101(9.52)***	2.433(17.34)***
MP _t	-9.414(-12.86)***	-0.0630(-0.26)	-8.941(-12.14)***
Share _t	0.560(4.08)***	0.201(0.66)	0.821(5.07)***
ROE _t	9.019(25.33)***	7.611(11.67)**	9.938(22.47)***
Tobin-Q _t	-0.154(-4.01)***	0.112(1.53)	-0.237(-5.03)***
Size _t	0.583(22.25)***	0.982(16.10)***	0.455(14.93)***
Lev _t	-2.551(-18.13)***	-2.937(-10.03)***	-2.394(-14.46)***
Cashflow _t	-0.626(-1.92)*	0.105(0.17)	-1.224(-3.09)**
Cash _t	2.770(5.61)***	4.667(4.64)***	1.969(3.42)***
截距	-12.38(-20.63)***	-21.92(-15.65)***	-9.364(-13.45)***
行业效应	控制	控制	控制
时点效应	控制	控制	控制
Pseudo-R ²	0.3971	0.3647	0.3888
LRχ ²	10183.26***	2150.25***	7299.85***
Loglikelihood	-7831.58	-1873.02	-5738.19
观测数	21112	4875	14923

注:括号中为t统计量,*、**与***分别表示回归系数在10%、5%、1%的置信水平下显著。

表5 公司投资水平回归结果表

	全样本	民营	国有
Div _{t-1}	-0.00123(-1.97)**	-0.00116(-0.90)	-0.00143(-2.00)**
Tobin-Q _t	0.00154(4.03)***	0.00131(1.87)*	0.00159(3.43)***
Size _t	0.00306(11.46)***	0.00409(6.77)***	0.00302(9.79)***
Cash _t	-0.0404(-7.74)***	-0.0200(-1.93)*	-0.0486(-7.98)***
Cashflow _t	0.0650(17.54)***	0.0525(7.70)***	0.0694(15.62)***
Lev _t	0.00296(2.02)**	-0.0108(-3.73)***	0.00779(4.51)***
Inv _{t-1}	0.620(122.85)***	0.581(56.80)***	0.625(107.04)***
截距	-0.0368(-5.78)***	-0.0510(-3.62)***	-0.0383(-5.21)***
行业效应	控制	控制	控制
时点效应	控制	控制	控制
季节效应	控制	控制	控制
Adj-R ²	0.5377	0.4858	0.5568
F值	488.89***	110.86	386.85
观测数	24752	6630	18121

注:括号中为t统计量,*、**与***分别表示回归系数在10%、5%、1%的置信水平下显著。

表5中报告了公司投资水平的回归结果,在这里并未区分不同货币政策的影响。全样本的检验中,公司滞后一期的现金股利分配的系数为-0.00123,体现了现金股利分配对投资水平的抑制作用,并且这一关系在5%的水平上显著。这就验证了本文的假设2,现金股利的分配显著减小了公司的投资水平。分组的检验结果表明这一关系在国有公司中更为强烈,也更为显著。此处的回归结果与上面的结果在逻辑上是一致的,可能这是由于现金股利的分配并不会对民营企业的投资水平造成显著的影响,因此在紧缩货币期间民营企业并不削减其现金股利水平。

表 6 公司投资水平分阶段回归结果表

	货币政策紧缩期			货币政策宽松期		
	全样本	民营企业	国有企业	全样本	民营企业	国有企业
Div _{t-1}	-0.000327 (-0.40)	0.000574 (0.33)	-0.000827 (-0.89)	-0.00237** (-2.48)	-0.00351* (-1.83)	-0.00221** (-1.99)
Tobin-Q _t	0.00147*** (3.03)	0.00154* (1.66)	0.00127** (2.17)	0.00152** (2.51)	0.000900 (0.85)	0.00198*** (2.63)
Size _t	0.00321*** (8.91)	0.00414*** (4.95)	0.00320*** (7.76)	0.00281*** (7.17)	0.00390*** (4.51)	0.00275*** (5.99)
Cash _t	-0.0338*** (-4.89)	-0.0222 (-1.58)	-0.0389*** (-4.86)	-0.0464*** (-5.91)	-0.0129 (-0.84)	-0.0584*** (-6.33)
Cashflow _t	0.0607*** (12.28)	0.0515*** (5.48)	0.0636*** (10.85)	0.0666*** (12.03)	0.0532*** (5.40)	0.0712*** (10.59)
Lev _t	0.00148 (0.75)	-0.0103** (-2.56)	0.00565** (2.44)	0.00425** (1.98)	-0.0119** (-2.91)	0.00962*** (3.77)
Inv _{t-1}	0.707*** (98.78)	0.671*** (45.56)	0.711*** (86.12)	0.539*** (76.57)	0.491*** (34.89)	0.548*** (66.79)
截距	-0.0364*** (-4.59)	-0.0568*** (-2.94)	-0.0443*** (-4.57)	-0.0172** (-1.98)	-0.0521*** (-2.62)	-0.0179* (-1.76)
行业效应	控制	控制	控制	控制	控制	控制
时点效应	控制	控制	控制	控制	控制	控制
季节效应	控制	控制	控制	控制	控制	控制
Adj-R ²	0.5652	0.5063	0.5870	0.5141	0.4667	0.5304
F 值	397.09***	88.75***	318.08***	301.59***	70.97***	235.88***
观测数	13104	3510	9593	11648	3120	8528

注: 括号中为 t 统计量, *、** 与 *** 分别表示回归系数在 10%、5%、1% 的置信水平下显著。

(三) 进一步的分析

表 6 报告了公司投资水平分阶段的回归结果。6 个回归方程中, 可决系数最低的也达到 0.4659, 并且所有的方程均在 1% 置信水平上显著, 表明整体拟合效果好, 可信度较高。从回归系数来看, 在货币政策紧缩期, 无论是全样本还是分组的检验均表明现金股利分配与投资水平的负相关关系并不显著, 这与货币政策宽松期的回归结果产生了鲜明的对比。在货币政策宽松期, 股利分配与投资水平呈现出强烈的负相关。全样本中, 回归系数为 -0.00232。并且这一相关关系在 5% 水平上显著, 国有企业中的相关系数为 -0.00220, 略高于民营公司的 -0.00319, 但前者比后面的显著性水平更高。对比回归的结果可以发现, 货币政策紧缩时期, 现金股利的分配并未影响公司的投资水平, 而在货币政策宽松期现金股利的分配却对投资产生了抑制作用。这体现了股利分配作为治理机制的有效性。在货币宽松期间, 公司的自由现金流量更为充沛, 使得过度投资的风险较大, 而现金股利的发放可减少自由现金流, 导致投资水平的降低; 但在货币紧缩期间, 资金不宽裕的公司都会缩减其现金股利, 使得仍然有能力发放股利的公司具备较为充裕的现金流量, 更少受到投资不足风险的困扰。

四、结论与政策建议

本文结合多种方法将货币政策划分为宽松期与紧缩期, 在此基础上探讨货币政策是否对上市

公司的现金股利发放决策造成了影响。实证结果表明在货币政策紧缩期,公司发放现金股利的概率更小,并且这一变化在国有公司中更为显著。本文还检验了现金股利分配对投资水平的影响,总体上现金股利分配抑制了投资水平,但这种相关关系在不同货币政策期间存在异质性,在宽松货币政策期间,股利发放显著减少了投资水平,而在紧缩货币政策期间,这一现象却并不显著。

本文的研究结果表明公司的现金股利政策受到货币政策的显著影响,这意味着上市公司可通过调节股利政策来使自身保持合意的投资水平。在货币政策宽松期,公司会将多余的现金流回馈给投资者,以减少不必要的投资,而在货币政策紧缩期,公司通过缩减现金股利来取得内源融资用以支持其营运,而那些依旧发放股利的公司则都是资金充裕的公司,投资水平并不会因现金股利的发放而降低。

本文的研究结果也为证监会提供了一些启示。尽管从长远来看,投资者的保护与分红制度的完善对于建立健康有序的证券市场是额外重要的,但问题在于上市公司在面临货币政策冲击时很有可能需要通过内源融资的方式寻求资金。因此证监会应进一步细化与完善股利分配政策,尤其是要考虑到宏观经济周期与货币政策的影响,充分发挥规章制度与宏观经济的协同作用,而避免负面的拮抗作用。此外,还应进一步规范上市公司现金股利分配的信息披露,通过建立信息传递的渠道,避免不对称信息的影响,在保护投资者利益的同时,也为上市公司的内源融资扫除障碍,以实现微观个体的可持续发展,从而为证券市场的健康运行奠定基础。

参考文献

- 李鑫(2007):《自由现金流,现金股利与中国上市公司过度投资》,《证券市场导报》,第10期。
- 权小锋、滕明慧、吴世农(2010):《行业特征与现金股利政策——基于2004~2008年中国上市公司的实证研究》,《财经研究》,第8期。
- 饶贵、姜国华(2010):《货币政策信贷传导机制——基于商业信用与企业产权性质的证据》,北京大学工作论文。
- 宋福铁、屈文洲(2010):《基于企业生命周期理论的现金股利分配实证研究》,《中国工业经济》,第2期。
- 王茜、张鸣(2009):《基于经济波动的控股股东与股利政策关系研究——来自中国证券市场的经验证据》,《财经研究》,第12期。
- 王树年、于渤(2010):《上市公司分红与经营绩效的关系探讨》,《证券市场导报》,第6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。
- 谢军(2006):《股利政策,第一大股东和公司成长性:自由现金流理论还是掏空理论》,《会计研究》,第4期。
- 应展宇(2004):《股权分裂,激励问题与股利政策——中国股利之谜及其成因分析》,《管理世界》,第7期。
- 原红旗(2004):《中国上市公司股利政策分析》,中国财政经济出版社。
- Bhattacharya, S. (1979): "Imperfect Information, Dividend Policy, and 'the Bird in the Hand' Fallacy", *Bell Journal of Economics*, 10, 259-270.
- Black, F. (1976): "The Dividend Puzzle", *Journal of Portfolio Management*, 12, 5-8.
- Fama, E. (1974): "The Empirical Relationships Between the Dividend and Investment Decisions of Firms", *American Economic Review*, 64, 304-318.
- Farrar, D. and L. Selwyn (1967): "Taxes, Corporate Financial Policy and Return to Investors", *National Tax Journal*, 20, 444-454.
- Jensen, M. (1986): "Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance and Takeovers", *American Economic Review*, 76, 323-329.
- Lintner, J. (1956): "Distribution of Incomes of Corporations among Dividends, Retained Earnings and Taxes", *American Economic Review*, 46, 97-113.
- McDonald, J., B. Jacquilat and M. Nussenbaum (1974): "Dividend, Investment and Financing Decisions: Empirical Evidence on French Firms", *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 10, 741-755.
- Miller, M. and F. Modigliani (1961): "Dividend Policy, Growth and the Valuation of Shares", *Journal of Business*, 34, 411-433.
- Mougoue, M. and T. Mukherjee (1994): "An Investigation into the Causality Among Firms' Dividend, Investment and Financing Decisions", *Journal of Financial Research*, 17, 517-530.
- Shefrin, H. and M. Statman (1984): "Explaining Investor Preference for Cash Dividends", *Journal of Financial Economics*, 13, 253-282.

(责任编辑:周莉萍)