

上市公司股利政策的实证分析*

吕长江 王克敏

(吉林大学商学院 130012)

一、引言

股利政策,是上市公司期末如何分配其收益(或称利润)的决策。事实上,无论是一般的企业还是上市公司,期末都要进行收益分配,两者所不同的是如何向投资者分配收益。一般类型的企业主要依据事前的规定或约定向投资者分配收益,且分配的结果不会影响企业未来的筹资行为;而上市公司则不然,在决定向股东分配股利之前,需要综合考虑各种因素,公司是否分配、如何分配、分配多少直接影响公司未来的筹资能力和经营业绩。因为,一定量的内部留存收益是保证公司长期发展的重要资金来源,而股利则为股东提供了当期收入,股东对股利的不同偏好直接影响公司未来的股票价格,从而影响公司的发展,因此,如何将公司实现的收益在股东和内部留存之间进行合理分配——制定合理的股利政策,是上市公司管理者难以处理的实际问题,也是尚未解决的财务理论问题之一。

从国内研究的情况来看,系统研究上市公司股利分配政策的文章比较少,到目前为止,只有魏刚(1998)以1998年我国上市公司推出的1997年度股利分配预案的市场反应进行的实证分析,得出股利分配政策与公司股票价格相关的结论。

从国外研究的情况来看,尽管对股利政策理论研究和实证分析的成果比较多,但是,至今尚没有取得一致的结果。费舍·布莱克(Fish, Black, 1976)将股利政策视为“股利之谜”,布瑞利和迈耶斯(Brealey, Myers, 1992)等将股利政策列为公司财务的十大难题之一。

国外对股利政策的研究主要是沿着股利信号传递理论、股利分配代理成本理论和股利顾客效应理论三条主线进行的,研究的方法主要是实证分析方法。

股利信号传递理论。其理论基础是米勒和莫迪格利安尼(Miller and Modigliani, 1961)的股利无关论定理(简称MM定理)。他们认为,在完全的资本市场条件(MM的基本假设)下,股利政策不会影响公司的价值,公司的价值增加与否完全由其投资决策决定。也就是说,在公司投资决策给定的条件下,股利政策不会产生任何效果。MM运用股利传递公司未来盈利信息理论解释了公司股票价格会随股利的增减而变动这一重要事实。具体地,股利的增减所引起的股票价格的变动,并不能归因于股利增减本身,而应归因于股利所包含的有关企业未来盈利的信息。

* 本文得到吉林大学世川良一优秀青年基金的资助。本文是作者分别在吉林大学和荷兰Nyenrode University合作完成的。吉林大学的赵振全教授、Nyenrode University的Kalun Tse教授、Luc A. Sonenen教授、同窗好友姚海鑫博士、马九杰博士等对本文的研究提供了有益的指导和帮助,特此致谢。作者对本文的观点负责。

股利信号传递理论的实证分析工作由林特(John Lintner,1956)首先研究。林特通过对美国 600 家上市公司财务经理的问卷调查和实证分析,得出股利传递公司盈利信号内容的实证结果。他认为,在 1946—1954 年间,美国各上市公司一般都保持一个长期的目标股利支付率,公司的股利变化与长期可持续的净收益水平相一致;公司管理者特别注重股利水平的变化,除非管理者确信公司增长的收益足以支付长期增加的股利时,才会增发股利,并且,公司管理者不会轻易削减股利。

股利分配代理成本理论。该理论是由詹森、迈克林(Jensen and Meckling,1976)和伊斯特布鲁克(Easterbrook,1984)创立的。詹森和迈克林以委托—代理理论为研究框架,通过研究公司股东、管理者和债权人三者的利益动机及分配关系,得出股利分配代理成本理论。他们认为,股东为避免自身利益损失,要监督和约束管理者的行为,势必导致代理成本的发生。但股东越保守,代理成本就越高,对债权人就越有利,对股东就越不利。因此,股东需要在这两者之间平衡利弊得失。伊斯特布鲁克认为,股利支付可以降低代理成本。股东可以通过保持一个稳定不变的股利支付水平,以避免权益资本的累积,同时,又促使企业向外部筹资。这就迫使管理者必须全力以赴经营企业,才能以优良的业绩在资本市场上筹集资金。结果,股东可以通过调节企业的负债比例来降低代理成本,以实现自身利益最大化。这就解释了为什么有些公司在发放股利的同时又对外筹资的现象。

股利顾客效应理论。该理论最先也是由米勒和莫迪格利安尼提出来的。他们注意到,有些股东偏好未来的资本利得,从而购买当期股利支付率低但成长性好的股票;有些股东则倾向于当期股利收入,因而喜欢股利支付高的股票,即所谓的股利顾客效应。MM 认为,既然公司不可能同时满足所有股东的利益要求,公司就不必考虑股东对股利的具体意愿,而应根据自身的特点制定适合企业生产经营需要的股利政策,并且自然有一批投资者偏好公司的股票。

二.我国上市公司股利政策的特点

1. 股利分配形式多样化。一般地,西方各国上市公司通常以派现、送股为股利分配的主要形式,这其中现金股利占主要部分。我国上市公司除这两种形式外,还衍生出另外三种分配形式(见表 1),而且,现金股利亦不是股利分配的主要方式。由于大部分公司资金紧张,现金股利与股票价格之比(即股票收益率)甚至低于同期银行存款利率,从而使现金股利失去其应有的市场吸引力。

2. 公司送股、转增股本和配股比例大,公司股本扩张迅速。理论上,转增股本和配股不属于股利分配范畴,但在实践中,我国上市公司股利分配方案的宣布往往伴随着配股、公积金转增股本等股本扩张行为。1997、1998 年报分红方案中含送股、转增股本和配股的比例如表 2 所示,可以看出,除方案中完全不派、送、转、配(即不派送也不转配)的公司外,剩余大部分公司皆送股、转增股本或配股,这种股本迅速扩张的现象确为我国上市公司的一大特色。

3. 股利分配受配股行为影响。中国证监会对公司配股有明确规定,其中净资产收益率必须连续 3 年超过 10%。对于一些业绩一般的公司,特别是一些净资产值较高的公司,为了达到配股要求,多数采取了降低净资产值的方法,即发放现金股利。公司现金股利分得越多,未分配收益越少,净资产值也就越低,相应就会提高净资产收益率。这导致一些上市公司仅仅派

表 1 深沪两市 1997、1998(A) 股股利分配情况

分配形式	1998 年报两市 835 家		1997 年报两市 744 家	
	公司数	所占比例(%)	公司数	所占比例(%)
不分配	488	58.44	408	54.84
派现	192	22.99	157	21.10
送股	35	4.19	56	7.53
派现并送股	11	1.32	22	2.96
派现并转增	15	1.80	13	1.74
送股并转增	75	8.98	75	10.08
派现、送股并转增	19	2.28	13	1.75

资料来源:《证券时报》网络版,“深沪市上市公司 1997、1998 年度部分经济指标一览表”,经作者统计、加工得出(以下各表同)。

表 2 深沪两市 1997、1998 年报送股、转增股本和配股情况

	1998 年报两市 835 家		1997 年报两市 744 家	
	公司数	所占比例(%)	公司数	所占比例(%)
方案中不含派送转配	421	50.42	304	40.86
方案中含送转配	252	30.18	360	48.39

发现金股利。在 1998、1997 年报的 835、744 家公司中,分别有 191、211 家公司的净资产收益率在 10%—11% 之间,刚好达标(即 10% 现象),这其中除一小部分是正常值外,大部分都在财务上作了巧妙处理。

4. 不分配股利的公司逐年增多。上市公司中不分配股利占上市公司的比例从 1994 年度的 9.28% 上升到 1997 年度的 54.84%、1998 年度的 58.44%,而且,在 1997、1998 年度股利不分配的 408、488 家中分别有 243、265 家公司的每股收益大于 0.2 元,即有一半的公司即使有能力支付股利也不发放股利,这其中分别有 87、83 家公司的每股收益大于各年度股利分配公司平均每股收益。这说明,一方面,上市公司整体业绩滑坡,一些企业改制名不符实,虽然通过上市募集了资金,但经营管理不善,没有能力支付股利;另一方面,除少部分盈利企业由于资金紧张,将当年实现的收益全部留存企业,用于扩大再生产外,大部分盈利企业实现的净利润缺乏充分的现金保障。1998 年报上市公司首次要求披露现金流量表,经营活动产生的现金流量为负的公司高达 300 余家,经营活动产生的现金流量虽为正值,但小于净利润的更是比比皆是,许多上市公司的账面利润皆未实现,没有产生相应数量的现金流量,导致公司没有能力支付股利。

5. 部分公司股利不分配的同时存在大量闲置现金。通过对 737 家样本公司 1998 年报的分析,有 190 家(25.78%) 公司的资产负债率低于 30%,还有 80 家(10.85%) 公司的资产负债率低于 20%。在我国目前企业资产负债率普遍偏高的情况下,这么多公司的资产负债率如此低,是否仅仅意味着公司采取保守经营战略? 通过进一步分析,我们发现,在 80 家资产负债

率低于 20% 的公司中,有 51 家(63.75%)公司不派现(仅 6 家送股),这其中有 40 家(78.43%)公司的每股收益大于 0.2 元。这说明,一方面,公司存在大量闲置现金;另一方面,公司却不派发现金股利。当然,不可否认有些低资产负债率的公司采取保守经营战略,但从 1998 年报总体分析来看,资产负债率低于 30% 的公司的各项财务指标并不理想,相反,资产负债率在 40%—50% 之间的公司的各项财务指标却处于一个较为良好的水平(管汝平,1999)。这是因为有些公司充分发挥了负债的财务杠杆作用。通过分析 1998 年报中低负债率公司,我们发现,在资产负债率偏低的现象背后,的确存在着大量闲置现金流量的事实。

6. 行业之间股利支付率不存在显著差异。我国上市公司行业之间股利分配尽管也存在差异,但不显著。根据表 3,对 1998 年度行业间股利支付率的方差分析,因为 $F^* = 0.477 < F = 2.23$,所以各行业间的股利支付率可视为无差异。从股利支付的平均水平来看,公用事业类公司的股利支付率明显高于行业平均水平,工业类公司的股利支付率与行业平均水平一致,商业类公司股利支付率较高,地产和综合类公司的股利支付率较低,金融类公司由于样本数量较少,且受国家有关政策的限制,难以定论。

7. 股利分配的股权结构差异。一般地,股权结构集中的公司倾向于低股利支付,股权结构分散的公司倾向于高股利支付。然而,我国上市公司的股权结构有其独特的结构特点。我国上市公司的股本有国家股、法人股、A 股、B 股、H 股、内部职工股和转配股之分,而且,国家股、法人股、内部职工股和转配股不能在市场上自由流通,A 股、B 股和 H 股虽然可以在股票市场上自由流通,但三种股票流通的市场是彼此分割的,这种独特的股权结构使得股利政策的研究趋向复杂。在选取的 737 家 1998 年报样本公司中,公司股本规模与股利支付率呈正相关关系。公司股本规模越大,派现的比率越大,送股的比例越小。这说明,大盘股股本扩张空间小,倾向于以现金股利的形式支付股利,股利支付率也就越高;小盘股股本扩张能力强,主要以送股的形式发放股利,股利支付率也就越低。

表 3 行业间股利支付率的方差分析(1998 年度 737 家样本公司)

组	计数	求和	平均	方差
金融类	3	0	0	0
综合类	118	18.7099	0.158558	0.178663
工业类	450	91.446845	0.203215	0.374324
地产类	26	3.87759	0.149138	0.098172
公用事业类	55	12.1911	0.221656	0.100175
商业类	85	23.0324	0.270969	0.735846

三.我国上市公司股利政策的实证分析

1. 股利信号传递理论—林特模型的验证和改进

根据林特股利信号模型,上市公司的目标股利支付率(TD_{it})与公司的利润水平(E_{it})相关:

$$TD_{it} = r_i E_{it}$$

公司通过部分调整目标股利支付率,来确定各期股利支付水平:

$$D_{it} - D_{it-1} = a_i + b_i(TD_{it} - D_{it-1}) + u_{it}$$

$$\text{从而有: } \Delta D_{it} = a_i + b_i r_i E_{it} - b_i D_{it-1} + u_{it} \tag{1}$$

其中: ΔD_{it} 为第 i 家公司第 t 年与第 $t-1$ 年现金股利之差; E_{it} 为第 i 家公司第 t 年的净收益; D_{it-1} 为第 i 家公司第 $t-1$ 年得股利支付水平; b_i 为第 i 家公司股利支付的调整速度; r_i 为第 i 家公司目标股利支付率; a_i 为常数项; u_{it} 为随机误差。

由于我国上市公司缺乏大样本连续时间数据及各公司的现金股利和净收益的绝对数据, 我们运用深沪两市 1997、1998 年度支付现金股利的全部 316 家上市公司横截面数据替代时间序列, 并对林特模型进行如下变换。

方程(1)两端同时除以公司普通股票总量得方程(2)

$$\Delta DPS_i = a + brEPS_{i98} - bDPS_{i97} + u \tag{2}$$

其中: ΔDPS_i 为第 i 家公司 1998 与 1997 年度每股现金股利之差; EPS_{i98} 为第 i 家公司 1998 年度的每股收益; DPS_{i97} 为第 i 家公司 1997 年度的每股现金股利。

如果我们对林特股利信号模型改进, 考察收益变化对股利变化的影响, 有

$$\Delta DPS_i = a + br\Delta EPS_i + brEPS_{i97} - bDPS_{i97} + u \tag{3}$$

我们仍然运用上述 316 家样本数据对方程(3)进行回归分析, 结果如表 4 所示。

表 4 改进后林特(Lintner)股利信号模型的回归结果

回归统计					
Multiple R	R Square	Adjusted R Square	标准误差	观测值	
0.811961885	0.659282102	0.656006	1.203532	316	
方差分析					
	df	SS	MS	F	Significance F
回归分析	3	8.744721	2.914907	201.2379	1.29993E-21
残差	312	4.519284	0.014485		
总计	315	13.26401			
解释变量	系数	标准误差 t	统计值	P 统计值	
常数项	0.029700835	0.013335	2.227353	0.026637	
每股收益(98-97)	0.261377148	0.03892	6.715772	8.86E-11	
每股收益(97)	0.367436839	0.036236	10.14004	4.52E-72	
每股股利(97)	-1.250704725	0.052382	-23.8765	2.17E-72	

显然,改进后的模型结果优于改进前的结果。根据回归分析的结果,1998、1997 两年样本公司的平均股利调整速度 b 为 125.10%, 目标每股股利平均 r 为 0.2974 元。

根据上述结果,我们可以认为,对于进行股利分配的公司而言,其股利支付水平主要取决于公司前期股利支付额和当期盈利水平及其变化,而且,从横向来看,各公司以每股股利 0.2974 元为支付目标。

2. 上市公司股利分配模型的建立和检验

本文采用双步骤法(因子分析法—逐步回归分析法)建立并检验上市公司股利分配模型。首先,应用主成分因子分析法,产生较少量的主要因子来描述较多观测变量的共异性及它们之间的相关性。因子分析的基本思想是,根据变量间的相关性将变量分成若干组,使同组变量的相关性较强,不同组变量的相关性较弱,每一组变量代表一种基本结构,对应一个因子。因子分析的优点之一就是解决了回归分析中常见的多重共线性问题。

根据深沪两市上市公司 1996、1997 和 1998 年度报告,在 1996、1997 和 1998 年末支付现金股利的公司有 372 家。本文以这 372 家公司为有效样本,通过对有关数据的归纳整理,共得到 11 种 39 个不同年度的相关观测变量(如表 5 所示),其中变量 DPS_{012A} 为被解释变量,其余

变量名称	变量解释
LOGCAPI	1997 年末上市公司资本总额的对数;
DEBTRI	1997 年末上市公司的负债率;
LSSHAREI	1997 年末上市公司总股本中国家和法人控股比率;
SSHARERI	1997 年末上市公司总股本中国家控股比率;
LSHARERI	1997 年末上市公司总股本中法人控股比率;
LOSALEt	t 年度上市公司主营业务收入的対数,t = 97,96;
PROFITt	t 年度上市公司主营业务利润,t = 97,96;
NETEARNt	t 年度上市公司净利润,t = 97,96;
NAPSt	t 年度上市公司每股净资产,t = 97,96;
RETAINT	t 年度上市公司未分配利润,t = 97,96;
LOASSEt	t 年度上市公司资产总额的对数,t = 97,96;
LOEQUIT	t 年度上市公司股东权益总额的对数,t = 97,96;
ROEt	t 年度上市公司净资产收益率,t = 98,97,96;
E/ART	t 年度上市公司股东权益比率,t = 97,96;
CURRENTt	t 年度上市公司流动比率,t = 97,96;
ACIDt	t 年度上市公司速动比率,t = 97,96;
EXPENRt	t 年度上市公司经营费用与主营业务收入之比率,t = 97,96;
SALE/Art	t 年度上市公司主营业务收入与资产总额之比率,t = 97,96;
EPS _t	t 年度上市公司每股收益,t = 98,97,96;
SPSt	t 年度上市公司每股股票股利;t = 98,97,96;
DPS_{012A}	1996—1998 年末上市公司每股现金股利的平均值。

38 个变量为解释变量,因此,我们针对这 38 个变量进行主成分因子分析。因子分析的数学模型为:

$$X = AF + E \quad (4)$$

其中, $X = (X_1, X_2, \dots, X_{38})^T$ 为可观测变量向量, F 为不可观测的因子向量, A 为因子载荷矩阵, E 为误差向量。通过对 38 个可观测变量的主成分因子分析,我们得到 11 个主成分因子。

第二步,我们应用逐步回归分析法估计被解释变量 DPS_{012A} 与 11 个因子之间的统计关系,得到 8 个具有统计显著性的关键因子(如表 6),回归分析模型如下:

$$DPS_{012A} = a_0 + a_1 F_1 + a_2 F_2 + \dots + a_8 F_8 + e \quad (5)$$

其中, F_t 代表因子 t , a_t 为回归系数, $t = 1, 2, \dots, 8$, a_0 为常数项。方程(5)的回归统计结果如表6所示。

表6 DPS_{012A}与关键因子间的回归分析结果

被解释变量: DPS _{012A}				
因子含义	Factors	Beta	t	Sig.
	(Constant)		23.781	0.000
公司规模和盈利能力	factor1	0.337	8.307	0.000
代理成本和股利信号	factor2	0.306	7.537	0.000
公司的独立性和成长性	factor8	(0.239)	(5.885)	0.000
代理成本和股本规模及流动能力	factor3	0.227	5.595	0.000
内部人控制和股东权益	factor4	0.190	4.680	0.000
股票股利和长期负债	factor7	(0.181)	(4.460)	0.000
代理成本和盈利能力及股票股利	factor6	(0.099)	(2.438)	0.015
筹资次序	factor5	0.090	2.208	0.028
Adjusted R ²	0.389			
F - Statistic	30.547			
Significant at 5 percent				

由表6知,1. 因子1与DPS_{012A}存在明显的正相关关系,因此,我们可以认为,公司的规模和盈利能力越高,股利支付就越大。这一结果与我国上市公司的股利支付实践相一致。2. 因子2与DPS_{012A}存在明显的正相关关系,这说明,一方面,我国上市公司存在明显的代理成本问题,并且公司代理成本越高,股利支付水平就越低;另一方面,公司代理成本对股利支付水平的影响程度要受到公司的盈利能力、变现能力的制约,这进一步验证了林特的股利信号传递理论和詹森的代理成本理论。3. 因子3与DPS_{012A}之间显著的正相关关系得到证实,公司代理成本越高,股利支付水平就越低;与此同时,对于股本、股东权益较高、流动性较强有支付能力的公司而言,代理成本对于公司股利支付政策的影响较弱。4. 因子4与DPS_{012A}之间存在显著的正相关关系。一方面,国有股和法人股在公司股本中所占的比例越大,公司的内部人控制程度就越强,公司的股利支付水平就越低;另一方面,股东在公司中享有的权益越大,越要求公司发放股利,公司的股利支付额就越高。5. 因子5与DPS_{012A}之间存在正相关关系,这说明公司的前两期流动性、前一期负债率和当期股票股利越高,现金股利支付率就越高。进而,我们可以认为,一些公司股票股利和现金股利的发放源于公司长期负债的增加,与公司盈利能力无关。并且,公司的负债比率越高,股票股利和现金股利支付水平就越高。显然,这一结果不支持公司筹资次序理论(迈耶斯和迈杰夫(Myers & Majluf),1984)。6. 因子6与DPS_{012A}之间存在负相关关系,这说明,存在这样一类公司,其负债率、代理成本、盈利能力和股票股利支付额对公司现金股利支付具有显著影响。一方面,公司负债率和代理成本越高,现金股利支付越低;另一方面,公司的盈利能力和股票股利支付额又减弱了前两个变量对现金股利支付的影响,盈利能力和股票股利越高,公司越倾向于支付现金股利。7. 因子7与DPS_{012A}之间存在显著的负相关关系,这说明公司的股票股利支付额、流动性和负债率对公司现金股利支付具有显著影响。一些公司负债率越高,流动性越强,股票股利支付额越大,现金股利支付就越低。流

动性高是负债率高的结果。可以认为,一些业绩不佳的公司,由于没有能力支付现金股利,便通过长期负债的方式发放股票股利以满足股东的要求。8. 因子 8 与 DPS_{012A} 之间存在显著的负相关关系,这说明公司的未分配利润、股票股利和国有及法人控股比例对公司的现金股利支付具有明显影响。国有及法人控股比例越低,公司的独立发展意识就越强,越倾向于将利润留存于未来的发展,公司就越易于采取股票股利替代现金股利的分配政策。

四、结 论

根据上述实证分析结果,我们可以认为,我国上市公司的股利分配政策主要受到公司规模、股东权益、盈利能力、流动能力、代理成本、国有及法人控股程度及负债率等因素的影响,而且,公司的股票股利支付额与现金股利支付水平相互影响。实证结果显著支持林特(Lintner)的股利信号传递理论和詹森(Jensen)的代理成本理论,不支持迈耶斯(Myers)的筹资次序理论。同时,公司的规模、股东权益比例和流动性越高,股利支付水平就越高;国有股及法人控股比例越大,内部人控制程度就越强,股利支付水平就越低;国有股及法人股控股比例越低,公司的自我发展和成长性越强,股票股利支付额越高,现金股利支付水平就越低;业绩不佳的公司,倾向于采取长期负债的方式支付股票股利以满足股东的要求。

参考文献

- 管汝平,1999:《股份回购的管理》,《上市公司》第5期。
- 何浚,1998:《上市公司治理结构的实证分析》,《经济研究》第5期。
- 魏刚,1996:《我国上市公司股利分配的实证研究》,《经济研究》第6期。
- 朱天,1998:《公司治理、国企改革与制度建设》,《经济研究》第1期。
- William L. Megginson,1997, *Corporate Finance Theory*, Addison-Wesley Educational Publisher Inc.
- R. A. Jarrow, V. Maksimovic, W. T. Ziemba,1995, *Handbooks in OR & MS*, Vol. 9, Finance, North-Holland Publisher Inc.
- Brealey, Richard, Stewart, Gordon and Ronald,1992, *Principle of Corporate Finance*, 2nd Canadian edition, McGraw-Hill Ryerson Limited.
- Aharony, Joseph and Swary,1980, Quarterly Dividend and Earnings Announcements and Stockholder's Returns: An Empirical Analysis, *Journal of Finance* 35, March, 1 - 12.
- Ang, James and David Peterson 1985, Return, Risk, and Yield: Evidence From Ex Ante Data, *Journal of Finance*, 40, June, 537 - 548.
- Barclay, M. J., and C. W. Smith and Ross L. Watt, 1995, The Determinants of Corporate Leverage and Dividend Policies, *Journal of Applied Corporate Finance* 17, Winter, 4 - 19.
- Barclay, M. J., and C. W. Smith, 1988, Corporate Payout Policy: Cash Dividends Versus Open market Repurchase, *Journal of Financial Economics* (1), 61.
- Black, Fischer, 1976, The Dividend Puzzle, *The Journal of Portfolio Management* 2, No 3, 5 - 8.
- Black, Fisher and Scholes, Myron, 1978, The Effects of Dividend Yield and Dividend Policy on Common Stock Prices and Returns, *Journal of Financial Economics*, Vol. 1, 1 - 22.
- Briecley, J. A., 1983, Shareholder Wealth, Information Signaling and the Specially Designated Dividend: An Empirical Study, *Journal of Financial Economics*, Vol. 12, August, 187 - 209.
- Chaplinsky, Susan and Seyhun, Nejat, 1990, Dividends and Taxes: Evidence on Tax - Reduction Strategies, *Journal of Business*, 63, No 2, 239 - 260.
- Chen, Fu, Grundy, Bruce and Stambaugh, 1990, Changing Risk, Changing Risk Premiums and Dividend Yield Effects, *Journal of Business* 63, No 1, s51 - s70.

Christie, William G, 1994, Are Dividend Omissions Truly the Cruellest Cut of All, *Journal of Financial and Quantitative Analysis* 29, No 3, September, 459 - 480.

Denis, David and Skinner, Douglas, 1994, Reversal of Fortune Dividend Signaling and the Disappearance of Sustained Earnings Growth, *Journal of Financial Economics*, 40, 341 - 371.

Downes, David H and Heinkel, Robert, 1982, Signalling and the Valuation of Unseasoned New Issues, *Journal of Finance* 37, No 1, March, 1 - 10.

Easterbrook, F. H, 1984, Two Agency-Cost Explanations of Dividends, *American Economic Review* 74(4), 650 - 659.

Eiton, Eand Grugber. M, 1970, Marginal Stockholders' Tax Rates and The Clientele Effect, *Review of Economics and Statistics*, February, 68 - 74.

Fama, Eugene F. and Harvey Babiak, 1968, Dividend Policy: An Empirical Analysis, *Journal of The American Statistical Association*, 63, Dec, 1132 - 1161.

(责任编辑:王利娜)(校对:水)

(上接第 30 页)

Holderness, C and Sheehan D, 1988, The Role of Majority Shareholders in Publicly Held Corporations, *Journal of Financial Economics*, 20.

Jensen, M, 1986, Agency Cost of Free Cash Flow, *Corporate Finance and Takeovers*, *American Economic Review*, 76.

Jesen, M and Meckling, W, 1976, Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure, *Journal of Financial Economic*, 3.

Jensen, M, 1993, The Modern Industrial Revolution, Exit, and the Failure of Internal Control Systems, *Journal of Finance*, 48.

Martin, K and McConnell, J, 1991, Corporate Performance, Corporate Takeovers and Management Turnover, *Journal of Finance*.

McConnell, J and Servaes, H, 1990, Additional Evidence on Equity Ownership and Corporate Value, *Journal of Financial Economics*, 27.

Myeong-Hyeon Cho, 1998, Ownership Structure, Investment, and the Corporate Value: An Empirical Analysis, *Journal of Financial Economics*, 47.

Shleifer, A and Vishny, R, 1986, Large Shareholders and Corporate Control, *Journal of Political Economy*, 94.

Shleifer, A and Vishny, R, 1997, A Survey of Corporate Governance, *Journal of Finance*.

Stulz, R, 1988, Managerial Control of Voting Rights: Financing Policies and the Market for Corporate Control, *Journal of Financial Economics* 20.

Yermack, D, 1997, Good Timing: CEO Stock Option Awards and Company News Announcements, *Journal of Finance*, 52.

(责任编辑:晓 喻)(校对:晓 鸥)

(上接第 69 页)

冲击以至爆发金融危机的宏观制度背景就是固定汇率制同资本项目开放的配合。因此,如果本国的经济条件不允许汇率自由浮动,那么,对待资本项目开放就一定要谨慎;反之,如果要开放资本项目,那么,浮动汇率制就是正确的选择。

参考文献

米什金, 1998:《货币金融学》,中国人民大学出版社。

姜波克, 1994:《国际金融新编》,复旦大学出版社。

Salvatore D., 1997: *International Economics*, Fifth Edition, 清华大学出版社, Prentice-Hall International, Inc.

(责任编辑:王 沂)(校对:凌)