

剩余负债能力、股权制衡与现金股利支付水平

——来自制造业的经验验证

仲伟露, 姚 芊

上海工程技术大学, 上海

收稿日期: 2022年10月9日; 录用日期: 2022年11月2日; 发布日期: 2022年11月11日

摘 要

现金股利政策作为企业重要的财务政策组成部分, 是向外界传递企业内部经营状况信息的重要途径。企业在制定现金股利政策时需要同时考虑企业内外部条件因素, 如企业制度环境、财务资源、投资机会以及股东利益等。而公司决策的结果最直接影响的就股东的利益, 因此股东在其中有着不可或缺的作用。文章以我国沪深A股制造业上市公司2015~2020年财务数据为样本, 分析企业剩余负债能力、股权制衡对现金股利支付水平的影响以及作用机理。研究发现: 剩余负债能力与现金股利支付水平呈正相关关系; 而股权制衡度能促进剩余负债能力对现金股利支付水平的正向作用。因此, 企业要注重投融资与股利财务政策之间的关联性, 并考虑公司治理情况对各项财务决策的影响。

关键词

剩余负债能力, 股权制衡, 现金股利支付水平

Residual Debt Capacity, Equity Balance and Cash Dividend Payment Level

—Experience Verification from Manufacturing Industry

Weilu Zhong, Qian Yao

Shanghai University of Engineering Science, Shanghai

Received: Oct. 9th, 2022; accepted: Nov. 2nd, 2022; published: Nov. 11th, 2022

Abstract

As an important part of the financial policy of an enterprise, the cash dividend policy is an impor-

tant way to transmit information about the internal business situation of the enterprise to the outside world. When making a cash dividend policy, enterprises need to consider internal and external factors, such as enterprise system environment, financial resources, investment opportunities and shareholders' interests. The result of corporate decision-making directly affects the interests of shareholders, so shareholders play an indispensable role in it. Taking the financial data of A-share manufacturing listed companies in Shanghai and Shenzhen from 2015 to 2020 as a sample, this paper analyzes the impact of enterprises' residual debt capacity, equity checks and balances on the level of cash dividend payment and its mechanism. It is found that the residual debt capacity is positively related to the level of cash dividend payment; however, equity balance can promote the positive effect of residual debt capacity on cash dividend payment. Therefore, enterprises should pay attention to the correlation between investment and financing and dividend financial policies, and consider the impact of corporate governance on various financial decisions.

Keywords

Residual Debt Capacity, Equity Balances, Cash Dividend Payment Level

Copyright © 2022 by author(s) and Hans Publishers Inc.

This work is licensed under the Creative Commons Attribution International License (CC BY 4.0).

<http://creativecommons.org/licenses/by/4.0/>



Open Access

1. 引言

现金股利是上市公司回报投资人的主要方式,也是反映向外部传达公司当前盈利情况及其未来发展的主要载体。在西方成熟的投资金融市场上,现金股利能够合理反映企业的真实情况,为市场投资者提供投资价值参照。但中国资本市场由于起步较晚,还没有全面发展,公司内部对于现金分红也缺乏充分的关注。基于这种现状,自2000年开始,证监会颁布各类政策对上市公司股利分配政策进行引导和完善。其中对上市公司现金股利分配标准进行了数次规定,在2022年上市公司监管指引中增加“现金分红比例计算标准为现金股利除以现金股利与股票股利之和”的规定。国家对企业股利政策的监管也表明企业应建立持续稳定股利政策的重要性和紧迫性[1]。作为股利的主要方式之一,发行较高且稳健的现金股利在向投资人传达企业未来成长利好的消息的同时,也提高了投资人对本公司成长的信心,树立良好的企业形象。但也会由于向股东支付现金股利导致留存企业的资源减少,增加因资金不足而错失有利的投资机会的概率[2]。在此背景下,开展对现金股利分配政策的研究并深入探究其在企业持续发展中发挥的经济效用具有重要性和有意义。

企业制定现金股利政策需要考虑很多因素,其中财务资源就是一个不得不考虑的内部因素。合理的财务资源储备量有利于企业应对风险,减少财务危机的发生,同时有利于企业把握住良好的投资机会。企业的财务资源不仅指企业持有的现实的资金,还包括潜在的资源。而更容易受到忽视的资源是潜在的资源。企业能从外界以较低成本筹到资金的能力也在一定程度上说明企业对现金的掌控力以及内部资金效用的大小。而公司的各项决定都是各利益相关者之间共同博弈竞争的结果,包括公司股东和管理人员都可以直接影响公司的决定。而股东作为公司的所有者,有权参加企业各项经营决策和共享利润。且股东所掌握的控制权和话语权存在较大差异[3]。而不同的股权结构会使得企业制定现金股利政策时更侧重考虑某类股东的利益。因而将剩余负债能力、股权制衡度与现金股利分配政策放在同一个框架下进行系统研究有一定的理论和现实意义。而在对各行业股利支付水平数据整理过程中发现制造业企业的平均股

利支付水平相较其他行业高, 且制造业企业数量又是占比非常大的。因此围绕制造业企业展开研究有一定的必要性。

本文以制造业上市公司为例, 实证考察剩余负债能力与现金股利政策之间可能存在的关系以及股权制衡的调节效应, 这不仅有利于深入了解企业财务政策间的内在逻辑联系, 也考量了公司治理机制有效性的重要方面。

2. 理论分析和研究假设

剩余负债能力对现金股利支付水平的影响机制 财务冗余资源的概念界定最早由Myers于1984年提出, 认为财务冗余是企业为了应对不确定性以及维持一定的财务灵活度而持有的现实或者潜在的财务资源。国内学术界也接受了这一定义, 并将其具体分成了现金冗余与负债冗余[4]。已有学者在研究中发现企业的财务储备量越大, 越有现金股利发放意愿并倾向于支付高水平现金股利[5]。他们认为公司自由资金充足, 发放的现金股利不至于对公司日常经营与融资造成很大压力。企业选择发放较高水平现金股利[6], 同时企业发放现金股利也会更加连续稳定。但有些学者持不同看法。为了应对不确定的经营环境, 企业会选择储备充足的财务资源。那么意味着会减少现金支出以将更多的资金留存企业, 作为现金流出的现金股利水平就会相应减少[7]。也有部分学者认为现金股利支付水平与财务冗余并不存在联系。他们认为企业股利政策的制定并不是权衡现金流量与投资机会后进行的, 并不会因为持有的冗余资源多而多发发放现金股利。

剩余负债能力的强弱与企业的盈利状况及信誉有关。在整个行业中, 企业的盈利能力强且信誉较好意味着债权人的资金能够按时足额收回, 保障了资金的安全性和收益性。债权人会做出如降低利息率的让步来赢得与企业的合作。因此本文认为剩余负债能力是指企业与所处行业相比, 能以较低成本取得债权融资的能力。委托代理理论认为, 随着企业所有权与经营权的分割, 占有信息优势的管理者可能利用可控的内部资金谋求个人利益。现金股利政策, 是关系到公司内部如何利润分配的一个途径, 是协调公司内部利益相关者利益的主要方法[8]。为降低经理人侵占股东利益产生的代理成本, 公司所有者通常更偏向于以现金股利的方法将公司内的结余资金分配出去。而现金股利政策则是对代理成本与对外融资成本之间的平衡。提高现金股利支付水平虽然可以控制管理者自利行为产生的代理成本, 但同时会导致公司对外融资而增加融资成本。剩余负债能力的提升意味着企业获取外部资金的能力较强, 降低了内部现金持有的价值[9]。公司发展不必完全依赖内部资金, 这为管理者提供更大的现金股利政策选择空间。发放现金股利不会导致投资机会的流失或者过高的外部融资成本等问题的出现。引入更多债权人, 一方面能够使外部监督力量强化, 从而降低代理成本; 另一方面将企业内部资金分配给股东, 增强投资者信心, 提升公司形象, 进而促进企业发展。

由此, 本文提出假设 1:

H1: 剩余负债能力与现金股利支付水平之间正相关。

股权制衡度对剩余负债能力与现金股利支付水平关系的影响机理分析 股权制衡是一种新的治理机制, 反映的是股东间互相监督、抑制掠夺的效果。大股东对控股股东的监督制约效果越好, 企业制定现金股利政策时考虑的就不仅是控股股东的利益, 还要兼顾非控股制衡股东和其他小股东的利益。当其他股东与大股东间持股比例相差越小, 意味着两者间相关监督力度越大, 控股股东的机会主义行为会受到一定的限制[10][11], 进而降低大股东进行利益侵占的现金股利水平。然而也有学者认为随着股权制衡度的提高, 其他大股东的自利动机也增强, 多个大股东会基于利益合谋获利。此时可能会联合管理者对小股东的利益进行掠夺, 通过发放高额的现金股利进行利益输送[12][13], 最终在损害小股东利益的同时掏空企业。

按照股权制衡理论, 在存在股权制衡的情况下, 公司大股东无法充分掌控公司的决策[12]。当企业有较强的负债能力时, 企业为了减少代理成本或者优化资源的配置效率选择发放现金股利。此时控股股东与大股东之间能形成较高的制衡约束力量时, 其他大股东能监督管理层和抑制控股股东利益输送情况的出现, 企业就不必通过发放高额现金股利来降低代理成本。那么, 股权制衡对剩余负债能力与现金股利水平正相关关系起到抑制作用。而合谋理论认为当剩余负债能力增强时, 非控股股东的自利动机也增强。股东关系越密切, 其他股东为了自身利益与第一大股东合谋的可能性越大。而如果企业的剩余负债能力比较强, 意味着企业有丰富的融资渠道, 企业投资所需资金能够得到保障, 内源资金效用减弱, 将资金以现金股利分出去似乎很合理。按照信息传递理论, 公司发放高水平的现金股利能够向外部传达公司运营良好的信息。高现金股利水平的发发表面上是向外部传达公司管理层运营状况良好的信息, 实则是大股东侵占其他股东利益, 转移企业资产的行为[14] [15] [16]。综上, 根据合谋理论, 随着制衡度的增加, 其他大股东与控股股东合谋的概率增大[17], 进而增加现金股利的发放水平。

根据以上两个理论, 本文提出假设 2:

H2a: 股权制衡度促进剩余负债能力与现金股利支付水平的正相关关系。

H2b: 股权制衡度抑制剩余负债能力与现金股利支付水平的正相关关系。

3. 研究设计

样本选取与数据来源 本文使用我国沪深 A 股制造业上市公司 2015~2020 年的年度数据分析剩余负债能力、股权制衡度和现金股利支付水平的关系。在样本选择上, 删除了 ST 和*ST、数据缺失和盈利为负数但仍支付现金股利等的异常数据。从而获得了 1287 个样本公司、7722 个样本数。在此基础上, 对所有连续变量都做了 1%~99% 的尾缩处理。所用数据来源于国泰安(CSMAR)数据库, 有小部分资料采用手工统计方法得到。实证部分则由 Stata17.0 的计量软件实现。

变量定义

1) 被解释变量: 股利支付率(div)。本文借鉴李玲等、翟华明和马静[18]的研究方法, 采用股利支付率(div)衡量企业现金分红情况。该指标数值越大, 代表着企业支付的现金股利水平越高。

$$\text{股利支付率}(\text{div}) = \text{每股税前现金股利} / \text{每股收益}$$

2) 解释变量: 剩余负债能力(df)。本文借鉴曾爱民[19]等衡量负债柔性的方法。

$$\text{剩余负债能力} = \text{Max}(0, \text{行业资产负债率均值} - \text{公司自身资产负债率})$$

3) 调节变量: 股权制衡度(Z5)。本文借鉴朱德胜[10]、陈德萍和陈永圣[11]等学者的做法, 采用第二到第五大股东的持股比例之和与第一大股东的持股比例的比值(Z5)度量股东控制权的悬殊度。该指标数值越大, 说明企业股东间的制衡力越强。

4) 控制变量: 公司规模(size)、公司年龄(age)、净资产收益率(roe)、企业成长性(growth)、产权性质(state)、投资机会(investment chance)。各变量的具体定义见表 1。

模型构建 为了分析剩余负债能力与现金股利分配水平之间的关系以及股权制衡发挥的调节作用, 本文提出了两个假设。借鉴吕长江[12]等(2012), 刘星、陈名芹[20]等(2016)的研究, 构建基本模型(1)。之后采用层次回归分析法对研究内容进行层层加入变量组建模型。

$$\text{div}_{i,t} = \alpha_0 + \alpha_1 \text{roe}_{i,t} + \alpha_2 \text{state}_{i,t} + \alpha_3 \text{investment chance}_{i,t} + \alpha_4 \text{growth}_{i,t} + \alpha_5 \text{size}_{i,t} + \alpha_6 \text{age}_{i,t} + \varepsilon \quad (1)$$

$$\text{div}_{i,t} = \alpha_0 + \alpha_1 \text{df}_{i,t} + \alpha_2 \text{roe}_{i,t} + \alpha_3 \text{state}_{i,t} + \alpha_4 \text{investment chance}_{i,t} + \alpha_5 \text{growth}_{i,t} + \alpha_6 \text{size}_{i,t} + \alpha_7 \text{age}_{i,t} + \varepsilon \quad (2)$$

$$\begin{aligned} \text{div}_{i,t} = & \alpha_0 + \alpha_1 \text{df}_{i,t} + \alpha_2 \text{Z5}_{i,t} + \alpha_3 \text{df}_{i,t} \times \text{Z5}_{i,t} + \alpha_4 \text{roe}_{i,t} + \alpha_5 \text{state}_{i,t} + \alpha_6 \text{investment chance}_{i,t} \\ & + \alpha_7 \text{growth}_{i,t} + \alpha_8 \text{size}_{i,t} + \alpha_9 \text{age}_{i,t} + \varepsilon \end{aligned} \quad (3)$$

Table 1. Definition of specific variables

表 1. 具体变量定义

变量类型	变量名称	变量代码	变量定义
被解释变量	股利支付率	div	每股税前现金股利/每股收益
解释变量	剩余负债能力	df	Max (0, 行业平均资产负债率 - 企业资产负债率)
调节变量	股权制衡度	Z5	第二到第五大股东持股比例/第一大股东持股比例
控制变量	公司规模	size	总资产的自然对数
	公司年龄	age	上市公司成立年份与当年的差值
	净资产收益率	roe	期末净利润/净资产
	企业成长性	growth	营业收入增长率
	投资机会	investment chance	购建固定资产、无形资产、其他长期资产支付金额/期初总资产
	产权性质	state	国企取 1, 非国企取 0

4. 实证分析

描述性统计 表 2 是相关变量的描述性统计结果。可以看出制造业企业的股利支付率(div)的平均值为 0.332, 最大值达到 0.939, 最小值为 0.0586, 说明现金股利分配水平差别较大。有些企业股利支付率高意味着分派的现金红利占盈余的比例大, 企业将大部分收益用于对外分配。剩余负债能力(df)平均值为 0.0657, 中位数为 0, 意味着部分制造业企业有能力从外界以低成本融通资金。股权制衡度(Z5)均值为 0.770, 最大值为 2.985, 最小值为 0.0485, 表明企业第二至第五大股东持股比例之和远小于第一大股东持股比例, 但有些企业第一大股东持股比例远远高于其他股东, 呈现一股独大的现状。控制变量方面, 产权性质(state)均值为 0.245, 说明了样本企业中国企只占比 24.5%, 大部分还是非国企性质企业。成长性(growth)的平均值为 0.188, 样本企业整体处于发展状态。但是样本个体企业间成长速度存在较大差异。

Table 2. Descriptive statistical results of variables

表 2. 各变量描述性统计结果

变量	样本量	平均值	标准差	最小值	中位数	最大值
div	7722	0.332	0.198	0.0586	0.299	0.939
df	7722	0.0657	0.0872	0	0	0.297
Z5	7722	0.770	0.604	0.0485	0.608	2.985
roe	7722	0.103	0.0683	0.00811	0.0904	0.347
state	7722	0.245	0.430	0	0	1
invest~e	7722	0.0521	0.0430	0.00243	0.0401	0.207
growth	7722	0.188	0.305	-0.316	0.127	1.750
size	7722	22.17	1.154	20.09	22.04	25.68
age	7722	20.39	5.018	10	20	34

相关性分析 为了检验各主要变量之间是不是存在多重共线性, 文章对各变量进行了 Pearson 相关性分析, 具体结果见表 3。结果显示各变量的相关系数都低于 0.4, 代表了变量相互之间不存在严重的多重共线性情况。而且为了避免多重共线性, 又进行了 VIF 检验, 结果显示平均 VIF 值为 1.18, 通过了 VIF

检验, 再一次表明不存在严重的多重共线问题。

Table 3. Correlation analysis among variables
表 3. 变量间相关性分析

	div	df	Z3	roe	state	invest~e	growth	size	age
div	1								
df	0.163***	1							
Z3	-0.00800	0.054***	1						
roe	-0.036***	-0.00400	-0.0120	1					
state	-0.081***	-0.159***	-0.200***	-0.079***	1				
investment~e	-0.045***	-0.044***	0.029**	0.124***	-0.183***	1			
growth	-0.149***	-0.108***	0.054***	0.241***	-0.080***	0.062***	1		
size	-0.084***	-0.434***	-0.101***	0.153***	0.363***	-0.075***	0.026**	1	
age	0.0120	-0.043***	-0.083***	-0.0180	0.272***	-0.096***	-0.105***	0.169***	1

多元回归结果分析 本部分分析剩余负债能力对现金股利分配水平的影响, 以及股权制衡的调节效应。回归结果如表 4。

在表 4 回归结果中, 模型 2 中剩余负债能力与现金股利支付水平在 1% 的水平上显著正相关, 说明企业的剩余负债能力越强, 越倾向发放高水平现金股利。这与 Chen [9] 等、董理和茅宁[7] 的剩余负债能力可能是为了替代一部分内源资金满足企业投资需求的观点相符。而企业此时持有现金的动机降低, 进而选择将现金分配出去。从而证实了假设 1。而模型 3 验证股权制衡度对剩余负债能力与现金股利关系的调节作用, 结果显示剩余负债能力与股权制衡程度之间的交互项系数为 0.073, 在 10% 水平上显著, 表明股权制衡度促进剩余负债能力与现金股利支付水平之间的正相关关系。根据描述性统计分析可得, 制造业企业股权制衡度平均值 0.770, 说明制造业企业股权制衡度普遍偏低。罗党论和唐清泉[21] (2007)、武晓玲和翟明磊[22] (2013) 等学者研究认为现金股利在更大程度上是控股股东的掏空工具。在整体制衡度偏低的环境下, 制造业企业的治理结构仍存在一股独大的现象, 其他大股东无法有效制止控股大股东的自利行为。此时各大股东会进行合谋, 利用现金股利谋私利, 侵占小股东的利益。现金股利政策最终沦为大股东掏空公司利润的工具。验证了假设 2a 的合理性。

Table 4. Regression analysis results
表 4. 回归分析结果

模型变量	(1) div	(2) div	(3) div
df		0.306*** (10.80)	0.246*** (5.71)
Z5			-0.013*** (-2.74)
df*Z5			0.073* (1.90)
roe	0.029 (0.84)	-0.011 (-0.32)	-0.013 (-0.39)

Continued

state	-0.040 ^{***} (-7.01)	-0.039 ^{***} (-6.86)	-0.042 ^{***} (-7.16)
investment chance	-0.250 ^{***} (-4.75)	-0.198 ^{***} (-3.77)	-0.198 ^{***} (-3.77)
growth	-0.098 ^{***} (-13.04)	-0.088 ^{***} (-11.70)	-0.087 ^{***} (-11.61)
size	-0.010 ^{***} (-4.68)	0.001 (0.24)	0.000 (0.15)
age	0.001 ^{**} (2.15)	0.001 [*] (1.93)	0.001 [*] (1.87)
Constant	0.569 ^{***} (12.37)	0.320 ^{***} (6.25)	0.335 ^{***} (6.52)
N	7722	7722	7722
r2_a	0.0361	0.0503	0.0510
F	49.18	59.44	47.11

注: Standard errors in parentheses, * $p < 0.1$, ** $p < 0.05$, *** $p < 0.01$ 。

稳健性检验 为了增强文章论证结果的有效性和合理性, 于是展开稳健性测试, 采用替代解释变量方法进行检验。将解释变量替换成资产负债率, 其他变量衡量方法保持不变。表 5 检验结果显示资产负债率的系数在 1% 的水平上显著为负, 意味着剩余负债能力与股利支付水平呈现正相关关系。而因为资产负债率作为反映企业剩余负债能力的反向指标, 资产负债率与股权制衡度之间的交互项系数在 5% 的水平上显著为负, 表明了股权制衡度进一步增强剩余负债能力与现金股利支付水平的正相关关系。此部分的实证结果与之前回归分析的结论基本一致。再次证明了文章所提假设的合理性, 表明本文的分析结论具有一定的稳健性。

Table 5. Regression results of robustness test

表 5. 稳健性检验回归结果

模型变量	(1) div	(2) div	(3) div
lev		-0.201 ^{***} (-12.76)	-0.169 ^{***} (-7.37)
Z5			0.008 (0.90)
lev*Z5			-0.043 ^{**} (-1.98)
roe	0.029 (0.84)	-0.037 (-1.07)	-0.039 (-1.14)
state	-0.040 ^{***} (-7.01)	-0.038 ^{***} (-6.65)	-0.040 ^{***} (-6.97)

Continued

investment chance	-0.250 ^{***} (-4.75)	-0.193 ^{***} (-3.69)	-0.192 ^{***} (-3.66)
growth	-0.098 ^{***} (-13.04)	-0.085 ^{***} (-11.26)	-0.084 ^{***} (-11.13)
size	-0.010 ^{***} (-4.68)	0.007 ^{***} (2.67)	0.006 ^{**} (2.56)
age	0.001 ^{**} (2.15)	0.001 ^{**} (2.03)	0.001 ^{**} (2.00)
Constant	0.569 ^{***} (12.37)	0.281 ^{***} (5.54)	0.279 ^{***} (5.45)
N	7722	7722	7722
R-squared	0.037	0.057	0.058
r2_a	0.0361	0.0559	0.0566
F	49.18	66.30	52.48

注: Standard errors in parentheses, * $p < 0.1$, ** $p < 0.05$, *** $p < 0.01$ 。

5. 研究结论

本文将公司的两大财务政策联系起来,以 2015~2020 年我国制造业上市公司的数据为样本,实证检验了剩余负债能力对现金股利分配水平的影响,以及股权制衡度的调节效应。研究发现:剩余负债能力与现金股利支付水平正相关。如果企业剩余负债能力强,意味着企业较容易获得外部资金支持,此时企业内部资金效用降低,现金持有动机减小。为了提高资源配置效率,企业会选择将资金分配出去,现金股利水平提高。研究还发现:股权制衡度增强了剩余负债能力与现金股利支付水平的正相关性。在剩余负债能力增强时,为了降低管理者寻租效应的发生,股东更愿意将资金分配出去。而且随着股权制衡度的提升,股东对管理层的监督进一步加强。且由于整体制衡水平低,其他股东自利动机使得与控股股东合谋,侵占掠夺小股东利益。

本文研究表明,企业内部财务政策之间是存在内部联系的,且公司治理中股东在其中也有较大作用。企业在做相关财务决策时要充分考虑到现有财务状况以及后续可获取资金的融资渠道。在这个过程中,企业管理者也需要注重各财务政策之间的关联性。企业融资决策的合理与否将关系着企业能否把握住有利的投资机遇,也影响着股利分配政策的制定。相反,通过股利政策向外部传达公司的实际运营情况时,会影响市场投资者的投资选择,从而直接影响公司的投资决定。相对而言,财务决策是标,公司治理是本。只有公司治理进入良性循环,融资问题才能得以缓解,投资活动才得以保障。多项研究成果已证明机构投资者的存在可以改善企业管理质量。合理引导机构投资者,继续加强政府部门对第一大股东的制约和监督。继续加强证券市场监管以及健全中小投资者权益维护机制,建立健全相关法律法规,加大对侵害中小投资者利益行为的惩罚力度。

股利分配政策的制定需要考虑到股东利益、未来经营状况、资金筹集等各种因素,做到股利分配的初衷是为了回报广大投资者,而不是盲目地照搬其他企业的模式或只是为了满足企业再融资标准亦或是大股东进行利益输送的正当渠道,从而促进证券市场健康长远发展。

参考文献

- [1] 陈艳利, 毛斯丽, 王碧月. 股利平稳性、股权制衡与制造业企业价值[J]. 财会月刊, 2019(13): 46-52.
- [2] 李玲, 侯佳璐. 财务柔性、企业成长性与现金股利政策[J]. 会计之友, 2021(7): 138-143.
- [3] 肖珉. 自由现金流量、利益输送与现金股利[J]. 经济科学, 2005(2): 67-76.
- [4] 毕晓方, 姜宝强. 公司财务冗余的理论阐释和研究述评[J]. 会计之友, 2012(18): 23-26.
- [5] 赵瑞杰, 吴朝阳. 财务柔性、股权集中度与现金股利政策——基于 A 股上市公司数据的实证研究[J]. 经济问题, 2017(11): 114-117.
- [6] 王满, 田旻昊. 上市公司财务柔性与其股利分配政策研究——基于我国半强制分红的制度背景[J]. 财经问题研究, 2014(6): 44-50.
- [7] 董理, 茅宁. 公司成熟度、剩余负债能力与现金股利政策——基于财务柔性视角的实证研究[J]. 财经研究, 2013, 39(11): 59-68.
- [8] Jensen, M.C. and Meckling, W.H. (1976) Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure. *Journal of Financial Economics*, 3, 305-360. [https://doi.org/10.1016/0304-405X\(76\)90026-X](https://doi.org/10.1016/0304-405X(76)90026-X)
- [9] Chen, T., Harford, J. and Lin, C. (2013) Financial Flexibility and Corporate Cash Policy. Working Paper, The University of Washington, Seattle. <https://doi.org/10.2139/ssrn.2298628>
- [10] 朱德胜. 控股股东、股权制衡与公司股利政策选择[J]. 山东大学学报(哲学社会科学版), 2010(3): 80-87.
- [11] 陈德萍, 陈永圣. 股权集中度、股权制衡度与公司绩效关系研究——2007-2009 年中小企业板块的实证检验[J]. 会计研究, 2011(1): 38-43.
- [12] 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]. 管理世界, 2012(11): 133-143.
- [13] 苏亚民, 姜诚. 第一大股东、股权制衡与现金股利[J]. 财会通讯, 2019(8): 27-30.
- [14] 张路, 罗婷, 岳衡. 超募资金投向、股权结构与现金股利政策[J]. 金融研究, 2015(11): 142-158.
- [15] 陆正飞, 王春飞, 王鹏. 激进股利政策的影响因素及其经济后果[J]. 金融研究, 2010(6): 162-174.
- [16] 陈信元, 陈冬华, 时旭. 公司治理与现金股利: 基于佛山照明的案例研究[J]. 管理世界, 2003(8): 118-126.
- [17] 蔡宁, 魏明海. 股东关系、合谋与大股东利益输送——基于解禁股份交易的研究[J]. 经济管理, 2011, 33(9): 63-74.
- [18] 翟华明, 马静. 政治关联、融资约束与现金股利政策[J]. 财会通讯, 2019(21): 67-70.
- [19] 曾爱民, 傅元略, 魏志华. 金融危机冲击、财务柔性储备和企业融资行为——来自中国上市公司的经验证据[J]. 金融研究, 2011(10): 155-169.
- [20] 刘星, 陈名芹. 中国上市公司股利平稳性理论框架构建——基于国内外股利平稳性前沿研究的综述与分析[J]. 会计研究, 2016(4): 61-69+96.
- [21] 罗党论, 唐清泉. 市场环境对控股股东“掏空”行为研究——来自中国上市公司的经验证据[J]. 会计研究, 2007, 71-76+98.
- [22] 武晓玲, 翟明磊. 上市公司股权结构对现金股利政策的影响——基于股权分置改革的股权变化数据[J]. 山西财经大学学报, 2013, 35(1): 84-94.