

中国财务与投资前沿研究丛书

中国家族上市公司股利政策研究 问题与治理

Study on Dividend Policy of Chinese Family Listed Companies:
Problems and Governance

魏志华 ©著



北京大学出版社
PEKING UNIVERSITY PRESS

014038810

F279. 246
431

国家自然科学基金项目 (71102058)

中央高校基本科研业务费项目 (2011221012)

中国家族上市公司股利政策研究 问题与治理

Study on Dividend Policy of Chinese Family Listed Companies:
Problems and Governance

魏志华 著



F-279.246
431



北航

C1726201



北京大学出版社
PEKING UNIVERSITY PRESS

图书在版编目(CIP)数据

中国家族上市公司股利政策研究:问题与治理/魏志华著. —北京:北京大学出版社,2014.4

(中国财务与投资前沿研究丛书)

ISBN 978-7-301-24087-8

I. ①中… II. ①魏… III. ①家族-上市公司-股利政策-研究-中国
IV. ①F279.246

中国版本图书馆CIP数据核字(2014)第068248号

书 名: 中国家族上市公司股利政策研究:问题与治理

著作责任者: 魏志华 著

策划编辑: 叶 楠

责任编辑: 姚大悦

标准书号: ISBN 978-7-301-24087-8/F·3932

出版发行: 北京大学出版社

地 址: 北京市海淀区成府路205号 100871

网 址: <http://www.pup.cn>

电子信箱: em@pup.cn QQ:552063295

新浪微博: @北京大学出版社 @北京大学出版社经管图书

电 话: 邮购部 62752015 发行部 62750672 编辑部 62752926
出版部 62754962

印 刷 者: 三河市博文印刷厂

经 销 者: 新华书店

650毫米×980毫米 16开本 21.25印张 327千字

2014年4月第1版 2014年4月第1次印刷

定 价: 49.00元

未经许可,不得以任何方式复制或抄袭本书之部分或全部内容。

版权所有,侵权必究

举报电话:010-62752024 电子信箱: fd@pup.pku.edu.cn

总 序

综观过去 30 年公司财务 (Corporate Finance) 与资本市场 (Capital Market) 的研究动态,这一领域的研究发生了一些革命性的变化,通过与不同学科 (例如,经济学、心理学、法学、非线性动力学、金融学、投资学、会计学和审计学等) 的相互碰撞和融合,产生了一系列具有挑战性的新课题。我认为,以下四方面新的研究课题反映了当代公司财务和资本市场研究发展的新趋势。

第一,公司财务和资本市场的研究与公司治理的研究相互融合,探讨公司治理是否对公司财务产生影响、为什么影响和如何影响。传统的公司财务都是在一般均衡条件下讨论成本最小化或收益最大化,而忽略了公司的股权结构、董事会构成、总经理与董事会关系、经理持股、经理薪酬制度等对公司财务政策的影响。事实上,近年来的许多案例和研究成果都表明,无论是在国内还是在海外,公司治理因素对公司财务政策选择和业绩都具有显著影响。但迄今为止,在公司治理如何影响公司的资本结构、融资方式、股利分配政策、投资决策和业绩等方面,并没有明确的结论;公司治理是否影响公司资产定价,即“公司治理溢价”(Corporate Governance Premium)是否存在等问题也没有得到解答。由此可见,公司财务与公司治理之间的关系仍是一个值得深究的“谜”!

第二,公司财务和资本市场的研究与心理学及行为科学的研究相互融合,探讨管理者和投资者的非完全理性行为是否以及如何影响公司财务政策、投资决策和资产定价等。传统的公司财务和投资理论都是在理性投资者或管理者前提下讨论财务理论和投资理论的,但新的研究发现,不仅投资者存在非理性行为,而且管理者也存在非理性行为。这些发现对传统的财务理论和投资理论无疑是个巨大的挑战。也正是由于这些发现,使得研究者开始从心理学的视角来解释公司财务和资本市场存在

的某些反复出现,却难以用传统的财务理论和投资理论来解释的“异象”(Anomalies)。例如,为什么股票价格涨(跌)得越快,投资者买(卖)得越多,即使股价已经超过(低于)其价值?从心理学角度研究投资行为和理财行为,推动了行为金融(Behavior Finance)和行为公司财务(Behavior Corporate Finance)这些新思想和新理论的产生与发展。

第三,公司财务和资本市场的研究与法律的研究相互融合,探讨法律是否以及如何影响公司财务政策和投资行为等。法律作为公司外部治理变量,早年属于公司治理研究的范畴,但近年来,法律与公司财务及投资的关系研究纷纷兴起,特别是投资者法律保护是否影响公司的股权结构、财务政策选择和投资决策,投资者法律保护是否能够提高公司的价值,等等。当前,“法律与金融”(Law and Finance)以及“法律与公司财务”(Law and Corporate Finance)已经成为财务和资本市场研究的新领域。

第四,公司财务和资本市场的研究与微观结构(Microstructure)的研究相互融合,探讨从微观的视角,采用高频数据(High Frequency Data),研究投资者潜在需求如何最终转化为公司资产价格和交易量的过程。更具体地说,微观结构思想和方法的导入,使得我们能够更加细致地观测各种信息与资产价格及交易量之间的变动过程和关系、价格形成与交易规则之间的关系、信息透明度与交易行为及交易策略的关系、流动性程度与资产收益的关系,也有助于我们从市场微观结构视角解释股票首次公开发行(IPO)、股票拆细、小公司股票筹资、境内资本市场分割、外汇交易市场等“谜题”。

本系列丛书的作者正是立足财务与投资研究的前沿,结合国情,以中国上市公司和资本市场为研究对象,针对中国上市公司面临的财务政策、融资与投资决策、公司治理与财务管理、投资者行为等相关问题展开专题研究,发现并提出许多具有科学意义和应用价值的结论和建议。我相信,本系列丛书所介绍的研究成果,不但有助于我国高校理财、会计、金融、投资专业的教师和研究生,也有助于证券业研究机构的研究人员拓展研究思路,拓宽研究视野,掌握研究动态和深化我国财务和投资的研究;不但有助于我国上市公司、投资基金和证券业的财务和投资管理工作者深入了解我国上市公司财务管理和资本市场面临的问题以及公司的财务行为、投资者行为和资本市场的变化趋势,掌握基于价值创造理念以科学地

制定上市公司的财务政策和投资决策的原理,进一步完善上市公司的财务制度和治理结构,做好财务管理工作,也有助于证券监管机构的管理者了解上市公司的财务行为及其成因,以及资本市场投资者行为及其成因,为制定和完善我国证券市场监管政策提供科学依据。

本系列丛书的撰写和出版得到福耀玻璃工业集团总裁曹德旺先生的关心和支持。福耀玻璃工业集团本着办好民族企业和为股东创造价值的理念,艰苦创业,注重技术创新和管理创新,强调品质第一,以质量强化品牌,不断开拓市场,研究国内外市场需求变化,加强财务管理,追求投资效益。福耀玻璃工业集团所生产的汽车玻璃先后赢得了国内外诸多荣誉,成为优秀的民族品牌,企业的经济效益也日益提升,成长为一个“价值创造型企业”,不断为股东创造价值,并为投资者带来丰厚的回报。曹先生办企业兴民族产业的卓越领导才能,举善事以回报社会的爱国爱乡之心,有口皆碑。我谨代表本系列丛书的全体作者,真诚地感谢曹先生和福耀玻璃工业集团对学术研究的支持!

本系列丛书的出版,得到原北京大学出版社梁鸿飞博士及其北京大学出版社其他同事的理解和支持。梁博士以敏锐的学术眼光和高超的专业精神,对本系列丛书的定位、选题、学术价值、编委会组成等,提出了诸多宝贵的意见和建议,特此致谢!此外,本系列丛书的编选和出版,还得到国内外同行专家的帮助和支持,他们都是财务与投资研究领域的杰出学者。因此,我还要代表全体作者深深感谢全体编委会成员,他们为提高这套丛书的学术价值和质量作出了重要的贡献!

吴世农

2006年2月于厦门大学芙蓉湖畔嘉庚楼

前 言

家族企业遍布于全球各地,已成为世界经济领域中举足轻重的一股重要力量。遗憾的是,在以往相当长的一段时间里,主流文献对家族企业缺乏足够的关注,家族企业研究并未获得与其经济地位相匹配的重视。近年来,随着家族企业的影响日益深远以及学术研究的不断推进,越来越多的学者对家族企业予以了重新审视、关注和深入研究,并汇聚成一股新的研究潮流。同时,股利政策是学术界与实务界共同关注的焦点问题。近半个多世纪以来,股利政策研究一直是财务学领域中一个长盛不衰、历久弥新的经典课题。公司为什么要支付股利?即便在 Black(1976)提出著名的“股利之谜”几十年后,这一问题仍是百家争鸣、悬而未决,这使得股利政策研究依然充满着引人入胜的魅力。

尽管家族企业与股利政策这两个研究领域都在不断发展,但基于财务学视角将两个领域相结合,围绕家族企业股利政策进行的系统研究却几属空白。本书旨在对中国家族上市公司股利政策展开深入探讨,以弥补已有研究的缺憾。以 2004—2008 年中国 A 股市场上市公司为研究样本,本书在考察中国家族上市公司发展趋势及其分布特征的基础上,实证检验了家族上市公司与非家族上市公司在股利政策方面存在的差异,并进一步探索了这种差异背后潜藏的深层次动因,最后从机构投资者以及外部治理环境等视角揭示了内、外部公司治理机制在家族上市公司股利决策中所扮演的角色。研究发现:第一,家族上市公司在我国资本市场广泛存在,截至 2008 年年底,家族上市公司已占上市公司总数的三分之一左右。第二,相比非家族上市公司,家族上市公司具有相对消极的股利政策,而家族控制权特征会对家族上市公司股利政策产生显著影响。第三,代理理论与融资约束假说相结合可以较好地解释我国家族上市公司股利政策相对消极的动因。第四,机构投资者有助于推动家族上市公司分红

派现,但不同类型机构投资者的作用差异并不明显。第五,良好的外部治理环境及其不同维度(如市场化、法律环境以及金融发展)对于改善家族上市公司股利政策都发挥着积极的作用。我衷心希望本书的研究,有助于增进和加深人们对中国家族企业行为以及上市公司股利政策的理解,并为补充和丰富中国的家族企业与股利政策研究略尽绵力。

本书脱胎于我的博士论文。在本书即将付梓之际,我想对所有曾经教导、关心和帮助过我的人致以最真挚的谢意。首先,我要感谢我的导师李常青教授,恩师博闻强识、治学严谨、为人谦和,不仅在学术上对我悉心指导,更在生活上给予我无微不至的关心。恩师的谆谆教诲,让我终生受益!其次,我要感谢厦门大学管理学院的吴世农教授、王志强教授、屈文洲教授、吴晓辉教授、吴超鹏副教授以及其他未能一一具名的名师,他们对本书的写作给予了非常重要的指导和帮助。尤其是,我要特别感谢吴世农教授对我一直以来的提携和帮助,先生之风,山高水长!再次,我要感谢南开大学管理学院的程新生教授、天津大学管理学院的杨宝臣教授,他们同样对本书的完善提出了许多宝贵的建议和意见。最后,我要感谢那些年陪我一起走过的所有好友、同门,以及所有给予我关心与帮助的师长、同学和朋友,感谢你们!因为有你们,我收获了人生中最美好的一段风景。

另外,本书的出版要特别感谢国家自然科学基金委员会青年科学基金项目“半强制分红政策、公司分红行为与投资者保护”(项目批准号:71102058)以及中央高校基本科研业务费专项资金(项目编号:2011221012)的大力资助。感谢北京大学出版社对本书的出版,感谢叶楠老师、姚大悦老师为本书出版所付出的努力!

最后,我想将本书送给我最爱的家人,是你们的爱支持我一路前行。怀抱感恩之心,且行且珍惜。

魏志华

2014年1月于厦门大学经济学院

摘 要

家族企业在世界范围内广泛存在,并在经济领域中占据了不可或缺的重要地位。近年来,家族企业研究备受学术界关注,成为一个方兴未艾的研究热点。股利政策研究则是财务学领域近半个多世纪以来最为长盛不衰、引人入胜的研究课题之一,“股利之谜”迄今仍是悬而未决的难题。以往国内外文献中基于财务学视角的家族企业研究相当匮乏,而围绕家族上市公司股利政策进行的系统研究更是几属空白。本书旨在对中国家族上市公司股利政策展开深入研究,以弥补已有文献的缺憾,这对进一步理解家族企业行为、增进家族企业与股利政策研究都具有重要意义。

本书在借鉴国内外相关文献的基础上,结合我国特殊的制度背景以及家族上市公司的发展现状和特征,以 2004—2008 年中国 A 股市场上市公司为研究样本,实证检验了中国家族上市公司与非家族上市公司在股利政策方面存在的差异,并进一步深入探索了我国家族上市公司相对消极股利政策背后潜藏的深层次动因,同时从内、外部公司治理机制的视角考察了机构投资者以及外部治理环境(市场化、法律环境以及金融发展)对于改善家族上市公司股利政策的积极作用,从而构建了一个较为系统的研究中国家族上市公司股利政策的分析框架,即“家族控制是否影响公司股利政策—家族上市公司股利政策动因—改善家族上市公司股利政策的内、外部治理机制”。

本书共分为八章,各章的主要内容如下:

第一章为绪论,主要对全书进行简要介绍,具体包括研究背景与问题的提出、研究思路与整体框架,以及研究贡献与创新之处。

第二章为文献综述,主要围绕家族企业的界定、家族企业理论与实证研究,以及股利政策理论与实证研究等主题进行文献述评。

第三章为中国证券市场与上市公司相关制度背景分析,主要介绍中国民营上市公司发展的制度背景,统计和分析了我国家族上市公司近年来的发展现状和特征,并阐述了我国上市公司股利政策的现状。

第四章实证检验了家族控制是否影响上市公司股利政策。该章基于家族控制、家族控制权特征两个视角,考察了家族上市公司与非家族上市公司的股利政策差异、不同家族控制权特征下家族上市公司的股利政策差异。

第五章对中国家族上市公司相对消极股利政策的动因进行了实证检验。该章承袭第四章的实证发现,从代理理论、税收假说以及融资约束三个视角,对家族上市公司股利政策背后潜藏的动因进行了探索。

第六章实证检验了家族控制、机构投资者与上市公司股利政策的关系。该章主要考察机构投资者作为一种内部公司治理机制对家族上市公司股利政策的影响,具体而言,分析了机构投资者持股与公司股利政策的关系、机构投资者是否会影响家族上市公司股利政策、异质性机构投资者是否具有不同的影响和股利政策偏好等问题。

第七章实证检验了家族控制、治理环境与上市公司股利政策的关系。该章在第六章的研究基础上,探讨了外部治理环境(市场化、法律环境、金融发展)作为外部公司治理机制对家族上市公司股利政策的影响,并进一步检验了外部治理环境影响家族上市公司股利政策的传导机制。

第八章为全书总结,包括研究结论、研究启示和政策建议、研究局限性,以及未来的研究方向。

本书的主要研究结论如下:

第一,家族上市公司在我国资本市场中广泛存在,并在行业与地域分布、控制权结构与内部治理结构方面特征明显。截至 2008 年年底,中国 A 股资本市场中家族上市公司约占三分之一强。家族上市公司群聚于传统的制造业以及信息技术业、房地产业等一些新兴行业,在地域上则主要分布于经济较发达的广东、浙江、江苏等东南沿海地区。家族上市公司的两权分离程度较大,家族股东平均以 27.35% 的所有权掌握了 35.32% 的控制权。家族参与管理的比例较高,约有 70% 的家族上市公司是由家族成员担任高管。此外,家族上市公司与非家族上市公司在内部治理结构

方面存在系统性差异。

第二,家族控制、家族控制权特征显著影响公司股利政策。相比非家族上市公司,家族上市公司具有相对消极的股利政策,前者的股利支付意愿与支付水平约比后者高 50%。同时,家族影响力(家族管理、控制程度)、家族控制权结构(控制权取得途径、控制方式、控制层级、控制链数量)显著影响公司股利政策,而家族终极控制权(所有权、控制权、两权分离程度)的影响则不太明显。

第三,代理理论与融资约束假说相结合为厘清家族上市公司股利政策的动因提供了相对完整、合理的解释。基于代理理论、税收假说、融资约束三个视角的实证检验显示,从资金占用来看,家族控制并没有加剧第二类代理冲突;在第一类代理问题中,家族控制的“壕沟效应”和“利益协同效应”并存,而家族终极控制权特征在很大程度上决定了家族控制的治理效应,进而影响家族上市公司股利政策;在股利税调整的背景下,家族上市公司股利政策相比非家族上市公司并没有显著不同;而融资约束显著削弱了家族上市公司的股利分配意愿和水平。

第四,机构投资者作为一种内部公司治理机制对公司股利政策具有显著的正向影响,而且机构投资者会根据公司股利政策来构建投资组合。进一步地,机构投资者持股比例越高,越有助于增强家族上市公司的股利分配意愿和分配水平,但异质性机构投资者的上述影响作用的差异并不明显。

第五,外部治理环境(市场化、法律环境以及金融发展)作为外部公司治理机制显著影响上市公司股利政策,良好的外部治理环境会对家族上市公司股利政策产生正向影响。其中,市场化对家族控制“利益协同效应”的替代、法律环境对家族控制“壕沟效应”的削弱,以及金融发展对家族上市公司融资约束的放松可能是外部治理环境影响家族上市公司股利政策的传导机制。

本书具有一定的探索性,其研究贡献与创新主要体现在如下方面:

第一,在研究视角上,本书率先基于财务学视角较为系统地考察了家族控制与公司股利政策的关系,不仅有助于丰富家族企业研究文献、增进对家族企业行为和公司治理的理解,也为股利政策研究提供了新的视角。

第二,在研究内容上,本书率先检验了家族控制区别于其他大股东类型对于公司股利政策具有的不同影响。诸多国内文献认为,大股东在股权实现全流通之前具有大量分红以变相套现的动机(原红旗,2001;陈信元等,2003;马曙光等,2005;Chen et al., 2009)。本书的研究证实,家族控制作为大股东控制的一种形式并没有强烈的分红愿望,相反却具有较为消极的股利政策,显示大股东对于股利政策的影响和偏好可能具有异质性。

第三,在实证检验上,本书还存在一些局部创新。其一,本书率先运用代理理论、税收假说和融资约束理论检验了家族上市公司股利政策的深层次动因,有助于进一步理解家族上市公司行为,也拓展了相关理论的适用范围。其二,本书印证和丰富了 La Porta et al. (2000) 提出的股利政策“结果”模型,证实比法律制度更为广泛的外部治理环境(如市场化、金融发展)将显著影响公司股利行为。其三,本书率先考察了不同公司治理机制之间可能存在的有机联系,基于股利政策的视角探索了异质性机构投资者、外部治理环境分别作为内、外部公司治理机制对于家族控制这种公司内部控制权安排的作用。其四,本书率先探索了外部治理环境影响上市公司股利政策的传导机制,从而在一定程度上揭示了外部治理环境发挥公司治理效应的途径。

本书的研究启示和政策含义在于:第一,对家族上市公司而言,应不断强化分红意识,建立科学合理的股利分配制度。同时,家族上市公司还应不断完善内部治理机制,如引进机构投资者监督,积极利用外部环境为公司发展服务(如不断拓宽融资渠道、获取有利的政策和资源支持等)等。第二,对于政府机构和证券监管部门而言,在公司层面上,应积极引导、规范家族上市公司的分红行为;在市场层面上,应推动家族上市公司不断完善公司治理机制,并大力发展理性、成熟的机构投资者队伍;在制度层面上,政府机构和监管部门应不断完善外部环境,为家族企业或者说更为广泛的民营企业快速发展提供政策支持和制度保障。

本书的局限性在于:第一,对家族企业进行科学、合理的界定仍是值得商榷的理论难题。第二,检验了家族上市公司股利政策的三类动因,可能还存在其他未考虑在内的因素。第三,采用的是间接方式衡量家族控制的“掏空效应”“利益协同效应”和“壕沟效应”。第四,仅考察了股利支

付意愿与支付水平,未研究股利政策的其他特征。未来的研究应着力于弥补上述不足,进一步地,基于其他财务学视角(如资本结构、信息披露、盈余管理等)或更为广泛的交叉学科视角(如经济学、管理学、社会学等)进行深入研究。

关键词:家族控制 公司治理 股利政策 动因 机构投资者 治理环境

Abstract

Family businesses are very widespread in the world and occupy the important position in the economic sphere. In recent years, family business research has attracted the close attentions of scholars and increasingly become a hot topic. Meanwhile, dividend policy is one of the most enduring and fascinating research topics in the financial field over the half a century, and the “dividend puzzle” remains an open problem so far. According to the literature, there are very poor researches on family businesses based on the finance perspective at home and abroad, and among which are little systematic studies about the dividend policy. This book aims to deeply study the dividend policy of Chinese listed companies, so as to make up deficiency of existing literature to some extent. The significance of this book are enhancing understanding the behaviors of family businesses and enriching the existing family businesses and dividend policy research.

Based on related literature and analysis of the unique institutional background and the status quo and the characteristics of family listed companies in China, this book empirically tests the differences of the dividend policy between family listed companies and non-family listed companies using the sample of 2004—2008 Chinese A-share listed companies. Then, this book attempts to explore the deep-seated motivation for the relative passive dividend policy of family listed companies. Finally, from the internal and external perspectives, this book examines the positive impacts of the institutional investors and the governance environment (i.e., marketization, legal environment and financial development) on the dividend policy of family listed companies. Thus, this book develops a systematic framework for studying dividend policy

of Chinese family listed companies, that is, whether and why the dividend policy of family listed companies different from the non-family listed companies, and what influences the dividend policy of family listed companies.

This book consists of eight chapters. Major contents of each chapter are outlined as follows:

Chapter 1 is the introduction, which briefly introduces the research background, research issues, research ideas and the overall framework, and research improvements and innovations.

Chapter 2 is the literature review. In this chapter, the author reviews and comments on the literature about the definition of family business, the related theory and empirical research on family business and dividend policy.

Chapter 3 analyses the unique institutional background in China and the status quo and the characteristics of Chinese family listed companies. In this chapter, the author sums up the course of the development of private firms over the past three decades, makes detail statistics of the characteristics of family listed companies, and investigates the status quo of listed companies' dividend policy.

Chapter 4 empirically studies whether family control has great influences on dividend policy of listed companies. Based on two perspectives, i. e., family control and the characteristics of family control, this chapter examines the differences of the dividend policy between family listed companies and non-family listed companies and among family listed companies.

Chapter 5 researches the motivations of the relative passive dividend policy of family listed companies. Based on agency theory, tax hypothesis and financial constraint, this chapter tries to explain the empirical results of chapter 4, that is, why family listed companies has significantly lower dividend payout comparing to non-family listed companies.

Chapter 6 empirically tests the relationships among family control, institutional investors and dividend policy of listed companies. The author investigates whether institutional investors as one of the internal governance mechanisms has great influences on dividend policy of listed companies, especially the family listed companies. Furthermore, whether the heterogeneous institu-

tional investors have different impacts on dividend policy and different preferences for dividend policy.

Chapter 7 examines the relationships among family control, governance environment and dividend policy of listed companies. On the basis of Chapter 6, the author further explores whether the governance environment (i. e., marketization, legal environment and financial development) as one of the external governance mechanisms has important impacts on dividend policy of listed companies, especially the family listed companies, and if so, through what channels achieving that impacts.

Chapter 8 summarizes the research findings and draws conclusions, shows the research implications, and points out the research limitations and the direction for further research.

The main conclusions of this article are as follows:

Firstly, family listed companies are very widespread in Chinese capital markets, and shows significant features in the industry and geographical distribution, the structure of control right and internal governance structure. Up to the end of 2008, there are about one-third of Chinese A-share listed companies controlled by family, which gathers in the traditional manufacturing industry and several emerging industries like technology and the real estate industry, and are mainly distributed in southeastern coastal areas like Guangdong, Zhejiang, Jiangsu and other rich provinces. The ultimate controlling family shareholders own 27.35% of the cash flow rights to control 35.32% of the voting right, which shows the great separation of ownership and control. Also, family members hold executive positions in 70% family listed companies, showing that family are closely involved in the management. Furthermore, there are systematic differences of internal governance structure between family listed companies and non-family listed companies.

Secondly, family control and the characteristics of family control significantly affect the dividend policy. Comparing to the non-family listed companies, family listed companies has relative passive dividend policy, the dividend payout ratio of the former is about 50% higher than the latter. Meanwhile, family influences (i. e., family involved in management, whether or

not tight control) and the structure of family control (i. e. , whether or not direct listing, whether or not the pyramid control, the number of control hierarchy and control chain) have significant impacts on dividend policy, while the ultimate control right of the family (i. e. , ownership, control, separation of ownership and control) has weak influences on dividend policy.

Thirdly, the agency theory combined with financial constraints hypothesis provide a relatively complete and reasonable explanation to the relative passive dividend policy of family listed companies. The empirical results show that, (1) family control do not results in severe agency problem II from the perspective of funds occupation; (2) on agency problem I, there is a concurrence of the “convergence effects” and “entrenchment effects” of family control, and the characteristics of family control determines the role of family control and thus the dividend policy; (3) in the background of dividend tax adjustment, dividend policy of family listed companies show no significant differences from non-family listed companies; (4) financial constraint significantly reduce the dividend payout of family listed companies.

Fourthly, the results also show that, the higher institutional holdings the higher dividend payout of listed companies, in turn, the higher dividend payout of listed companies the higher institutional holdings. Furthermore, institutional investors have significant positive impacts on the dividend payout of family listed companies, and the heterogeneous institutional investors have similar impacts.

Fifthly, the better external governance environment (i. e. , marketization, legal environment and financial development) the higher dividend payout of listed companies, especially the family listed companies. The story how governance environment achieves its impacts is that, marketization is a substitution mechanism for the “convergence effects” of family control, and legal environment weaken the “entrenchment effects” of family control, and the financial development relax the financial constraints facing by family listed companies to some extent.

This research is an exploratory work, and the major improvements and innovations are as follows: