



刘白璐 著

RESEARCH ON  
DIVIDEND POLICY OF  
CHINESE FAMILY  
LISTED ENTERPRISES



# 中国家族上市企业 股利政策研究

—— 基于家族特殊资产的视角

刘白璐

 复旦大学出版社

## 图书在版编目(CIP)数据

中国家族上市企业股利政策研究:基于家族特殊资产的视角/刘白璐著. —上海:复旦大学出版社,2020.6

ISBN 978-7-309-14670-7

I. ①中… II. ①刘… III. ①家族-私营企业-上市公司-股利政策-研究-中国  
IV. ①F279.245

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2019)第 225943 号

中国家族上市企业股利政策研究:基于家族特殊资产的视角

刘白璐 著

责任编辑/谢同君

复旦大学出版社有限公司出版发行

上海市国权路 579 号 邮编:200433

网址: fupnet@fudanpress.com <http://www.fudanpress.com>

门市零售: 86-21-65102580 团体订购: 86-21-65104505

外埠邮购: 86-21-65642846 出版部电话: 86-21-65642845

江苏凤凰数码印务有限公司

开本 890 × 1240 1/32 印张 8.625 字数 208 千

2020 年 6 月第 1 版第 1 次印刷

ISBN 978-7-309-14670-7/F · 2633

定价: 40.00 元

---

如有印装质量问题, 请向复旦大学出版社有限公司出版部调换。

版权所有 侵权必究

与西方成熟资本市场中上市公司稳定的股利分配活动不同，我国上市公司的股利分配乱象频出，构成了中国特色的“股利之谜”。近年来，监管部门不断出台各种规范制度，但由于未能正确分析和识别上市公司的股利分配动机，部分政策并未真正有效地帮助上市公司树立正确的股东回报意识。与此同时，在我国众多经济主体中，起步较晚的家族企业后来居上，不仅创造了大量经济价值，也承担了重要的社会责任。然而，关于我国家族企业股利政策的研究不仅数量有限，而且多直接套用国外研究范式，未考虑到我国家族企业面临的独特制度背景，也未体现出家族企业的本质特征。因此，本书尝试重新建立关于家族企业股利政策的研究框架，从家族特殊资产的视角进行深入地剖析和解读，为我国家族企业的现金股利行为提供新的解释。

家族企业与非家族企业的最本质区别在于家族的涉入及随之而来的家族特殊资产。虽然它能够为企业带来积极效应、提高公司价值，但限制了家族企业的信息披露透明度，加剧了企业内外信息不对称的程度。同时，根据股利信号理论，股利政策具有信息传递作用。因此，以“基业长青”为最终经营目标的家族企业有动机将现金股利作为新的信息传递媒介。企业通过股利政策向外部投资者传递积极信号的方式，解决由家族特殊资产导致的信息披露不足的问题，维持经营活力和竞争力。

本书以 2006—2014 年我国 A 股民营上市公司为研究样本，

分别从家族企业与非家族企业的对比、家族企业内部的对比两个层面展开讨论和检验。在与非家族企业的对比中，本书发现：首先，家族企业的现金股利预案公告披露产生的市场反应显著高于非家族企业；其次，家族企业的现金股利政策比非家族企业更加稳定；最后，家族企业的现金股利支付率与股利收益率比非家族企业更高。上述结果从股利公告市场反应、股利平稳性和股利水平三个角度验证了家族企业的股利政策具有信号传递作用。

进一步检验发现：首先，当外部投资者面临的信息不对称程度降低时，家族企业对股利信号传递作用的需求降低；其次，家族企业的股利水平所传递的信息不仅仅是公司的当期经营信息，还有新的增量信息；再次，家族企业未来公司价值会随着现金股利水平的提高而提高；最后，结合现有股利政策的主要研究成果，本书还对可能的三种竞争性假说进行检验和排除。

在家族企业内部的对比中，本书分别从家族成员所有权集中度、管理权集中度、是否发生代际传承和所在行业是否属于管制行业四个角度间接度量了家族特殊资产对企业的影响力。研究发现，随家族企业对家族特殊资产依赖度的提高，现金股利支付率和现金股利收益率更高，证明了家族特殊资产是影响家族企业的股利政策的关键因素。

本书的贡献主要有以下四点。

首先，本书将“家族特殊资产”的概念引入股利政策研究框架，为股利的信号传递机制补充了新的研究内容和证据，丰富了现有股利政策的研究成果。

其次，本书从家族企业的“家族”属性出发，研究家族特殊资产如何影响企业股利政策，拓展了现有家族企业的研究方向和内容。同时，本书拓展了 Fan 等（2012）关于家族特殊资产的研究，提出可以从家族成员所有权集中度、家族成员管理权集中

度、所在行业管理制度三个角度度量家族特殊资产对企业的影响。

再次，本书的研究发现为目前处于“新兴加转轨”资本市场中的我国家族企业的股利政策提供了新的研究框架和经验证据。2005年以来，在经历过股权分置改革、次贷危机、半强制分红政策的出台和创业板市场的开放等重要事件后，家族企业所处的市场环境较早年已有显著差异，企业内部实际控制人的控股结构和利益追求倾向也相应进行调整。学者们需要结合当前我国资本市场和家族企业的发展现状，重新认识和分析家族企业的现金股利政策。

最后，本书的研究结果不仅有助于家族企业制定合理的股利政策，也有助于监管层深入了解我国上市公司的股利分配动机，从而制定有针对性的规范准则，促进我国资本市场的健康有序发展。

第 1 章 导论	001
1.1 研究背景	002
1.2 研究问题	008
1.3 研究框架	010
1.4 主要研究发现	012
1.5 研究贡献	014
1.6 相关概念	015
第 2 章 理论基础与文献综述	020
2.1 股利理论	021
2.2 股利的研究文献	029
2.3 家族企业现金股利研究	057
2.4 家族企业特殊资产研究	062
2.5 文献述评	068
第 3 章 我国家族企业股利政策研究：与非家族企业的比较	071
3.1 理论分析与假设提出	072
3.2 假设 1 的实证检验	078
3.3 假设 2 的实证检验	097

3.4	假设 3 的实证检验 .....	107
3.5	进一步检验 .....	139
3.6	竞争性假说 .....	156
<b>第 4 章</b>	<b>我国家族企业股利政策研究：家族企业内部的比较</b> .....	<b>178</b>
4.1	理论分析与假设提出 .....	179
4.2	研究设计 .....	183
4.3	实证检验结果 .....	194
4.4	稳健性检验 .....	212
4.5	本章小结 .....	232
<b>第 5 章</b>	<b>结论</b> .....	<b>234</b>
5.1	本书主要研究结论 .....	235
5.2	研究不足与未来研究方向 .....	238
	<b>参考文献</b> .....	<b>240</b>

表 1-1	按控股类型分类企业法人单位数年度表 .....	004
表 1-2	我国家族上市公司数年度表 .....	004
表 1-3	各经济类型就业人数趋势表 .....	005
表 3-1	假设 1 检验样本的年度分布表 .....	080
表 3-2	假设 1 检验样本的行业分布表 .....	081
表 3-3	假设 1 主要变量定义表 .....	084
表 3-4	假设 1 主要变量描述性统计 .....	086
表 3-5	假设 1 分企业类型的主要变量均值检验表 .....	087
表 3-6	假设 1 相关系数表 .....	088
表 3-7	企业类型与年度股利预案公告市场反应 .....	090
表 3-8	变更家族企业定义的假设 1 稳健性检验 .....	092
表 3-9	变更窗口期的假设 1 稳健性检验 .....	093
表 3-10	所有股利预案的假设 1 稳健性检验 .....	094
表 3-11	年度股利实施方案公告的假设 1 稳健性检验 .....	095
表 3-12	假设 2 检验样本的年度分布表 .....	098
表 3-13	假设 2 检验样本的行业分布表 .....	098
表 3-14	假设 2 主要变量定义表 .....	102
表 3-15	假设 2 主要变量的描述性统计 .....	103
表 3-16	企业类型与每股现金股利 .....	103

表 3-17	企业类型与股利稳定性 .....	104
表 3-18	变更家族企业定义的假设 2 稳健性检验 .....	105
表 3-19	连续 6 年分配现金股利样本的假设 2 稳健性检验 .....	106
表 3-20	假设 3 检验样本的年度分布表 .....	107
表 3-21	假设 3 检验样本的行业分布表 .....	108
表 3-22	企业类型与现金股利分配意愿 .....	111
表 3-23	假设 3 主要变量的定义表 .....	114
表 3-24	假设 3 主要变量的描述性统计 .....	116
表 3-25	假设 3 的相关系数表 .....	118
表 3-26	假设 3 分企业类型的主要变量均值检验表 .....	119
表 3-27	各企业类型股利支付率 $divrt$ 年度趋势表 .....	120
表 3-28	各企业类型股利收益率 $divyd$ 年度趋势表 .....	122
表 3-29	按企业类型、业绩分组的会计业绩 $roa$ 均值表 .....	124
表 3-30	按企业类型、业绩分组的股利支付率 $divrt$ 均值表 .....	125
表 3-31	按企业类型、业绩分组的股利收益率 $divyd$ 均值表 .....	125
表 3-32	企业类型与现金股利水平 .....	127
表 3-33	变更家族企业定义的假设 3 稳健性检验 .....	129
表 3-34	考虑家族企业内生性问题的假设 3 稳健性检验 .....	132
表 3-35	剔除非理性分红观测的假设 3 稳健性检验 .....	135
表 3-36	被解释变量的假设 3 稳健性检验 .....	137
表 3-37	OLS 模型的假设 3 稳健性检验 .....	139
表 3-38	分析师的关注度与现金股利水平 .....	142

表 3-39	所在地区制度环境与现金股利水平 .....	146
表 3-40	信息披露考核等级与现金股利水平 .....	149
表 3-41	低业绩家族企业与非家族企业均值检验 .....	151
表 3-42	当期盈余与现金股利水平 .....	152
表 3-43	未来公司价值与现金股利水平 .....	154
表 3-44	自由现金流假说的检验 .....	158
表 3-45	分企业类型实际控制人总持股年度表 .....	160
表 3-46	基于股权结构的利益侵占假说检验 .....	162
表 3-47	分企业类型实际控制人两权分离度年度表 .....	164
表 3-48	基于两权分离度的利益侵占假说检验 .....	165
表 3-49	基于后股权分置改革期的利益侵占假说检验 .....	168
表 3-50	2008 年“半强制分红”政策因素检验 .....	172
表 3-51	证监发〔2012〕37 号文的政策因素检验 .....	174
表 4-1	假设 4 检验样本的年度分布表 .....	185
表 4-2	假设 4 检验样本的行业分布表 .....	185
表 4-3	假设 4 主要变量定义表 .....	191
表 4-4	假设 4 主要变量的描述性统计 .....	195
表 4-5	假设 4 的相关系数表 .....	197
表 4-6	家族成员所有权集中度与现金股利水平 .....	200
表 4-7	家族成员管理权集中度与现金股利水平 .....	203
表 4-8	代际传承与现金股利水平 .....	206
表 4-9	非管制行业与现金股利水平 .....	209
表 4-10	变更家族企业定义的假设 4 稳健性检验 .....	213
表 4-11	考虑家族所有权结构内生性问题的假设 4 稳健性 检验 .....	218

表 4-12	剔除非理性分红观测的假设 4 稳健性检验 .....	221
表 4-13	家族成员持股集中度变量的假设 4 稳健性检验 .....	224
表 4-14	家族传承变量的假设 4 稳健性检验 .....	226
表 4-15	OLS 模型的假设 4 稳健性检验 .....	229

图 1-1	研究框架 .....	012
图 3-1	各年度现金股利支付率变化曲线图 .....	121
图 3-2	各年度现金股利收益率变化曲线图 .....	123

第 1 章

---

CHAPTER 1

导 论

## 1.1 研究背景

### 1.1.1 现实背景

作为上市公司三大重要财务决策之一的股利政策，不仅关系到投资者是否能够获得合理的投资回报，还关系着上市公司未来发展动力是否充足，以及资本市场是否能够健康有序地发展。因此，无论是在实务界还是在学术界，股利政策一直是人们关注的重心和焦点。

与西方成熟资本市场中企业的股利政策不同，我国资本市场中上市公司的股利分配一直备受诟病。上市公司辅仁药业（600781）自2000年起连续15年未进行股利分配，佛山照明（000541）持续支付高水平现金股利却未得到市场的认可，天富热点（600509）在2013年2月定向增发后于同年6月又以超过每股经营活动现金净额近7倍的水平进行分红派现。2017年1月，和邦生物（603077）更因同时披露的高送转利润分配计划和控股股东减持计划而收到证监会的问询函<sup>[1]</sup>。这些奇特的股利分配行为都反映出我国上市公司股利分配存在严重不规范的问题，同时也构成了具有中国特色的“股利之谜”。

如何帮助上市公司树立正确的股东回报意识、规范和鼓励持续稳定的现金分红行为以保护广大投资者的合法权益，成为监管层的重中之重。中国证监会先后出台了一系列股利监管政策，如

---

[1] 和邦生物于2017年1月19日同时公布《2016年度利润分配预案的预披露公告》和《股东减持股份计划公告》。公司拟向全体股东按每10股转增10股、送红股2股（含税）、派现金红利每股0.1元（含税）的标准进行利润分配；同时，控股股东和邦集团拟在未来6个月内择机通过大宗交易方式减持不超过3亿股，占公司总股本的7.47%。

分别于2001年、2004年、2006年和2008年出台的“半强制分红”政策、2012年发布的《关于进一步落实上市公司现金分红有关事项的通知》、2013年发布的《上市公司监管指引第3号——上市公司现金分红》以及联合财政部、国资委和银监会在2015年发布的《关于鼓励上市公司兼并重组、现金分红及回购股份的通知》。这些股利管制政策既凸显了监管层对规范公司股利分配行为的决心，也反映了解决不合理股利分配现象的紧迫性。如何正确看待上市公司的股利政策、识别公司股利分配动机，不仅有助于投资者合理选择投资对象、保护自身合法权益，也有助于监管层有针对性地制定政策规范，避免出现“监管悖论”。

从早期农耕文化时代以家族村落为单元的生产经营模式，到近现代工业化时代诸如福特、丰田、沃尔玛等家族经营模式，世界经济的发展离不开家族企业的崛起。由于历史的原因，我国的家族企业起步较晚。但是，从1970年开始出现的社队企业，到改革开放以后如雨后春笋般地冒出的个体、私营经济，我国家族企业发展和壮大的速度远超其他国家。尤其是分别于2004年和2010年开放的中小板市场和创业板市场，以及中央政府先后于2005年和2008年出台的关于鼓励和引导非公经济发展的政策文件，为我国家族企业的繁荣提供了足够的发展空间和舞台。表1-1是不同控股类型企业法人单位数年度表。如表所示，主要由家族企业构成的私人控股企业法人单位数在2010年约为512.64万个，占全国企业法人单位数约78.65%，而2015年单位数增至1 067.76万个，较2010年时增长了约108.29%，占当年全国企业法人单位数约84.79%。

表 1-1 按控股类型分类企业法人单位数年度表

时间 (年份)	企业法人		国有控股企业法人		私人控股企业法人	
	单位数 (万个)	单位数 (万个)	占比	单位数 (万个)	占比	
2010	651.77	24.96	3.83%	512.64	78.65%	
2011	733.12	26.19	3.57%	579.21	79.01%	
2012	828.67	27.85	3.36%	655.20	79.07%	
2013	820.83	22.05	2.69%	706.00	86.01%	
2014	1 061.72	26.33	2.48%	902.77	85.03%	
2015	1 259.33	29.13	2.31%	1 067.76	84.79%	

注：根据国家统计局公布的数据整理；本表只统计了国有控股和私人控股两类企业法人，未统计集体控股、港、澳、台商控股、外商控股和其他类型的企业法人数据，故各年占比总和不为 100%。

同样，在直接参与资本市场活动的上市公司方面，家族企业的比重也是迅速增长。表 1-2 是根据福布斯（中文版）发布的《中国现代家族企业调查报告》<sup>[1]</sup>整理的我国家族上市公司数年度表。截至 2010 年 6 月 30 日，我国上市家族企业仅 305 家，占全部 A 股上市公司总数的 16.33%；经过 6 年的发展，截至 2016 年 6 月 30 日，我国上市家族企业有 912 家，占全部 A 股上市公司总数的 31.8%。

表 1-2 我国家族上市公司数年度表

统计截止日期	A 股上市公司总数	家族企业	占比
2010 年 6 月 30 日	1 868	305	16.33%
2011 年 9 月 30 日	2 272	460	20.25%

[1] 调查范围包括沪深两地上市的民营家族企业和在港交所上市的内地民营家族企业，其中，家族企业的定义为企业所有权或控制权归家族所有，以及至少有两名或两名以上的家族成员在实际参与经营管理的企业。

(续表)

统计截止日期	A股上市公司总数	家族企业	占比
2012年7月15日	2 422	684	28.24%
2013年7月31日	2 470	711	28.79%
2014年7月31日	2 528	747	29.55%
2015年6月30日	2 780	884	31.80%
2016年6月30日	2 868	912	31.80%

注：根据2010—2016年期间福布斯（中文版）每年发布的《中国现代家族企业调查报告》中相关数据整理，其中，2010年度“A股上市公司总数”的数据由于报告中没有公布，故由CSMAR数据库补充。

家族企业不但在资本市场为我国创造巨大的经济价值，而且还提供大量的就业岗位、提高社会整体的就业率。表1-3是各经济类型就业人数趋势表。相较于国有单位就业人数占总就业人数的比重稳定在8%~9%，私营、个体单位就业人数占比从2006年的15.66%迅速增长到2015年的36.25%。由此可见，作为我国国民经济中不可或缺的一份子，家族企业不仅在经济活动中推动着我国经济的发展，而且在社会生活中承担着重要的社会责任。

表1-3 各经济类型就业人数趋势表

时间 (年份)	国有单元			私营、个体单元	
	总就业人数	就业人数	占比	就业人数	占比
2006	74 978	6 430	8.58%	11 745.2	15.66%
2007	75 321	6 424	8.53%	12 750	16.93%
2008	75 564	6 447	8.53%	13 680	18.10%
2009	75 828	6 420	8.47%	15 192.4	20.04%
2010	76 105	6 516	8.56%	16 424.8	21.58%
2011	76 420	6 704	8.77%	18 299.1	23.95%