

学校编码: 10384

分类号\_\_\_\_\_密级\_\_\_\_\_

学号: 17620061151289

UDC\_\_\_\_\_

厦 门 大 学

硕 士 学 位 论 文

家族控制、治理环境  
与上市公司现金股利政策研究  
Family Control, Institutional Environment  
and Cash Dividend Policy

陈 犇

指导教师姓名: 吴世农 教授

专业名称: 企 业 管 理

论文提交日期: 2009 年 4 月

论文答辩日期: 2009 年 月

学位授予日期: 2009 年 月

答辩委员会主席: \_\_\_\_\_

评 阅 人: \_\_\_\_\_

2009 年 月

## 厦门大学学位论文原创性声明

本人呈交的学位论文是本人在导师指导下,独立完成的研究成果。本人在论文写作中参考其他个人或集体已经发表的研究成果,均在文中以适当方式明确标明,并符合法律规范和《厦门大学研究生学术活动规范(试行)》。

另外,该学位论文为( )课题(组)的研究成果,获得( )课题(组)经费或实验室的资助,在( )实验室完成。(请在以上括号内填写课题或课题组负责人或实验室名称,未有此项声明内容的,可以不作特别声明。)

声明人(签名):

年 月 日

## 厦门大学学位论文著作权使用声明

本人同意厦门大学根据《中华人民共和国学位条例暂行实施办法》等规定保留和使用此学位论文，并向主管部门或其指定机构送交学位论文（包括纸质版和电子版），允许学位论文进入厦门大学图书馆及其数据库被查阅、借阅。本人同意厦门大学将学位论文加入全国博士、硕士学位论文共建单位数据库进行检索，将学位论文的标题和摘要汇编出版，采用影印、缩印或者其它方式合理复制学位论文。

本学位论文属于：

1. 经厦门大学保密委员会审查核定的保密学位论文，  
于 年 月 日解密，解密后适用上述授权。

2. 不保密，适用上述授权。

（请在以上相应括号内打“√”或填上相应内容。保密学位论文应是已经厦门大学保密委员会审定过的学位论文，未经厦门大学保密委员会审定的学位论文均为公开学位论文。此声明栏不填写的，默认为公开学位论文，均适用上述授权。）

声明人（签名）：

年 月 日

## 摘要

随着 20 世纪 90 年代家族控制的上市公司逐步进入西方学者的视野，他们开始对其展开激烈的研究，但是在很多领域意见尚未统一。与此同时，以 La Porta 等学者为代表的学者将法律环境制度引入公司的研究，掀起了一场“法与金融”的浪潮。本文基于家族控制与治理环境的双重视角，收集了 2004-2007 年 1486 家 A 股上市公司的资料，应用 Logistic 回归与 Tobit 回归的方法，实证研究了家族控制和治理环境对公司现金股利支付意愿和支付比例的影响，将家族控制与治理环境这两种内、外部公司治理机制纳入统一的分析框架来探讨其对上市公司现金股利政策的影响，还考察了治理环境作为外部治理对于改善内部治理的积极作用。

本文共分为五章：第一章是引言，提出本文的研究背景及意义，对研究概念和范围作了简单的界定，并理清本文的研究思路。第二章是文献回顾与研究假设的提出，以委托代理理论为线条对国内外文献进行梳理，并给出了简要评价，最后提出了本文的八个研究假设。第三章是研究设计，介绍了样本选择与数据来源和变量定义，最后建立了本文的六个研究模型。第四章是实证结果与分析，也是本文的核心部分，分别对全样本、按照治理环境高低区分的子样本和加入交叉乘项的全样本进行多元回归分析，最后还进行了稳健性检验。第五章是结论与启示，得出本文的研究结论并进行相关讨论，提出启示和一些政策意义，并提出未来的研究改进方向。

本文在对国内外学者相关文献进行吸收和学习的基础上，应用理论分析与实证研究相结合的方法，研究家族控制、治理环境与上市公司现金股利政策之间的关系。实证结果表明：第一，我国的家族上市公司具有较低的现金股利支付意愿和支付水平；第二，治理环境较好的地区上市公司具有较高的现金股利支付意愿和支付水平；第三，家族企业对现金股利发放水平的负面作用只在治理环境较差时显著；第四，随着治理环境的改善，家族上市公司的股利支付意愿和支付水平会有所提高。

根据以上实证研究结果，我们认为：一方面，家族企业可能存在比较严重的

代理问题,因而相比非家族上市公司更不愿意发放现金股利且现金股利发放水平较低。另一方面,在我国不断完善的外部治理环境已经开始发挥治理效应,可以促使上市公司提高现金股利发放意愿和发放水平。因此,监管当局应对家族企业进行引导,提高家族企业的治理效率;同时,从改善外部治理环境入手,加快我国的市场化进程、完善各种相关的法律法规、降低政府对上市公司的干预程度,为上市公司营造一个更佳健康、有序的外部环境。本文的研究也为上市公司现金股利政策的研究提供了一个崭新的视角。

**关键词:** 家族控制; 治理环境; 现金股利政策

## **Abstract**

As the family controlled listed companies came into western scholars' view in 1990s, they start to begin the research intensely, but still lots of disagreements in many fields were left unsolved. At the same time, the scholars, represented by La Porta et al, introduce the law environment into the study of companies, setting off a wave of "law and finance". Based on the duple angles of family control and institutional environment, this paper collects 1486 A-share listed companies as samples for the period through 2004 to 2007, uses method of logistic regression model and Tobit regression model to analyze the relationship between the family control, institutional environment and cash dividend policy. This paper studies the family control and institutional environment, which is respectively one of the important inner- and outer-governance mechanisms, into a consistent framework to analyze their influence on the cash dividend policy of listed companies. Furthermore, improvement of institutional environment may contribute to the improvement of cash dividend policy of family controlled listed companies.

This paper is divided into five chapters. Chapter 1 introduces the background and objectives of study, defines correlative concepts and research scope, sorts out the main thought of the paper. Based on the principal-agent theory, Chapter 2 reviews the literatures and purposes eight research hypotheses of the paper. Chapter 3 discusses the research design, introduces the sample selecting process, data sources and each kinds of variable's definition in detail. Furthermore, establishes six regression models for the empirical research. In Chapter 4, the paper discusses the description and analysis of the empirical results; perform some empirical researches, including descriptive statistics, comparative analyses and regression analyses and finally, conducts a stability test. And Chapter 5 suggested conclusion, recommendation, and also includes deficiency of the paper.

Based on the study of pertinent literature of scholars well known domestically

and internationally, the paper uses the theoretical analysis and empirical analysis to discuss the relationship between family control, institutional environment and cash dividend policy of listed companies. The main conclusion of this empirical research is following: First, family controlled listed companies have lower willingness to pay (WTP) of cash dividends and expenditure standard of cash dividends. Second, if the institutional environment is better, the willingness to pay (WTP) of cash dividends and the expenditure standard of cash dividends in listed company are higher. Third, the negative influence for the expenditure standard of cash dividends in family listed companies is significant only in the areas with lower standard of institutional environment. Fourth, the improvement of institutional environment may help to improve the willingness to pay (WTP) and the expenditure standard of cash dividends in family controlled listed companies.

Based on the conclusions suggested, we believe that, on one hand, family controlled listed companies may have more serious agency problem, that is why they have lower willingness to pay (WTP) and expenditure standard of cash dividends than non-family listed companies; on the other hand, in our country, the improving institutional environment can raise the willingness to pay (WTP) and the expenditure standard of cash dividends in listed company. For these reasons above, supervisory authority should guide the family listed companies to improve their management efficiency. At the same time, supervisory authority should improve the institutional environment, such as improve various related laws and regulations, reduce the government to intervene the listed companies, building a more healthy and orderly environment for the listed companies. This paper also provides a new visual angle for research of listed companies' cash dividend policy.

**Keywords:** Family Control; Institutional Environment; Cash Dividend Policy

<b>目 录</b>	
<b>第一章 引言</b> .....	<b>1</b>
第一节 研究背景和意义 .....	1
第二节 研究概念和范围界定 .....	7
第三节 研究思路与研究框架图 .....	8
第四节 研究贡献 .....	10
<b>第二章 文献回顾与研究假设的提出</b> .....	<b>11</b>
第一节 现金股利政策与委托代理理论相关文献回顾 .....	12
第二节 家族控制与委托代理理论相关文献回顾 .....	19
第三节 治理环境与委托代理理论相关文献回顾 .....	21
第四节 文献评述与研究假设的提出 .....	24
<b>第三章 研究设计</b> .....	<b>29</b>
第一节 样本选择与数据来源 .....	29
第二节 研究变量定义与计算 .....	29
第三节 研究模型 .....	35
<b>第四章 实证结果与分析</b> .....	<b>37</b>
第一节 描述性统计与分析 .....	37
第二节 交叉分组检验 .....	38
第三节 变量相关性分析 .....	41
第四节 回归模型估计结果与检验 .....	43
<b>第五章 结论与启示</b> .....	<b>55</b>
第一节 研究结论 .....	55
第二节 启示及政策含义 .....	56
第三节 研究局限性和未来研究改进方向 .....	57
<b>参考文献</b> .....	<b>59</b>
<b>致谢</b> .....	<b>64</b>



## Contents

<b>Chapter 1 Introduction .....</b>	<b>1</b>
Section 1 Research Background and Meaning .....	1
Section 2 Research Concepts and Scope.....	7
Section 3 Research Method and Framework.....	8
Section 4 Research Contributions .....	10
<b>Chapter 2 Literature Review and Research Hypotheses.....</b>	<b>11</b>
Section 1 Literature Review of Cash Dividend Policy and Agent Theory.....	12
Section 2 Literature Review of Family Control and Agent Theory .....	19
Section 3 Literature Review of Institutional Environment and Agent Theory...	21
Section 4 Literature Summary and Research Hypotheses .....	24
<b>Chapter 3 Research Design .....</b>	<b>29</b>
Section 1 Sample Selecting and Data Origin.....	29
Section 2 Definition and Calculation of Research Variables .....	29
Section 3 Research Models .....	35
<b>Chapter 4 Empirical Results and Analysis .....</b>	<b>37</b>
Section 1 Descriptive Statistics and Analysis .....	37
Section 2 Cross-packet Inspection .....	38
Section 3 Correlation Analysis of Variables .....	41
Section 4 Regression Model Estimation Results and Test.....	43
<b>Chapter 5 Conclusions and Revelation .....</b>	<b>55</b>
Section 1 Research Conclusions .....	55
Section 2 Revelation and Policy Implications .....	56
Section 3 Limitations and Directions of Further Research .....	57
<b>Reference.....</b>	<b>59</b>
<b>Postscript .....</b>	<b>64</b>

厦门大学博硕士学位论文摘要库

## 第一章 引言

现金股利政策作为上市公司股利政策的重要组成部分，从表面上看是对投资者回报，是公司筹资活动的延伸，从深层次看则是改善公司治理水平的问题。进几十年来，国内外关于现金股利政策的研究数不胜数，也出现了一些十分经典的理论，如：“在手之鸟”理论、MM 股利无关论、股利信号传递理论和股利代理成本理论等等。随着股利代理成本理论的兴起，人们开始将公司治理问题与现金股利结合在一起研究。显然，公司治理结构和治理水平会对管理者的决策过程产生很大的影响，这必然也会影响公司的现金股利支付意愿和支付水平，本文正是基于公司治理的角度，考察我国上市公司的现金股利支付意愿和支付水平是否会受到“家族控制”和“治理环境”这两个内、外部公司治理机制的影响。

### 第一节 研究背景和意义

家族控制的上市公司（下简称“家族企业”）在世界范围内广泛存在，20 世纪 90 年代，随着美国以外的其他国家对公司治理研究逐渐感兴趣，La Porta 等（1999）<sup>[1]</sup>、Claessens 等（2000）<sup>[2]</sup>和 Facio and Lang（2002）<sup>[3]</sup>发现基于股权分散的 Berle 和 Means 范式仅适用于英美等大型公司，股权集中以及家族控制才是全球公司股权结构的主导形态。

纵观世界各地，无论是在新兴的发展中国家，还是在西方发达的资本主义世界，家族企业都是数不胜数（见表 1）；家族企业不仅在私人拥有的企业里普遍存在，而且在上市公司中也占有主导地位。据统计，美国公开发行股票的上市企业中，被家族控制的超过了 40%。在西欧、东南亚、中东、拉丁美洲等地大部分地区上市公司是由家族控制的（见表 2）。事实上，世界 500 强企业中，40%的企业是由家族控制和经营的。

表 1：部分国家家族企业占企业总量的比重

国家（地区）	家族企业占企业总量的比重
美国	90%的企业是由家族控制的
英国	8000 家大公司中 76%是家族企业，他们的产值占 GNP 的 70%
德国	所有企业的 80%是家族企业
澳大利亚	80%的非上市公司和 25%的上市公司是家族控制公司
韩国	家族企业占企业总数的 48.2%
印度	500 家大公司中有 75%是家族控制的，注册公司中 99%是家族企业
意大利	所有工业公司员工超过 50 人的公司有 46%是家族企业，员工在 20-500 人之间的公司有 80%是家族企业
荷兰	所有企业中的 80%是家族企业，员工超过 100 人的企业中 50%是家族企业
西班牙	年度销售额超过 200 万美元的公司中 71%是家族企业
拉丁美洲	家族企业占非国有公司的 80%-90%

资料来源：洛桑国际管理学院,《世界竞争力报告》,家族企业网络（The Family Business Network, FBN），瑞士, 2000 年（转引至：张余华, 家族企业发展进程及治理模式研究[M], 第 4 页）<sup>[4]</sup>。

表 2：东亚与欧洲部分国家（或地区）上市公司家族持股比例 单位：%

东亚国家（或地区）	家族持股比例	欧洲国家	家族持股比例
泰国	51. 9	法国	64. 8
印度尼西亚	67. 3	德国	64. 6
日本	4. 1	意大利	59. 6
韩国	24. 6	奥地利	52. 9
马来西亚	42. 6	比利时	51. 5
菲律宾	46. 4	瑞士	48. 1
新加坡	44. 8	爱尔兰	24. 6
中国香港	71. 5	挪威	38. 6
中国台湾	45. 5	西班牙	55. 8

资料来源：Faccio, M. The Ultimate Ownership of Western European Corporations[J]. Journal of Financial Economics, 2002(65):365-395.<sup>[3]</sup>

家族企业近年在国内也以迅猛的势头飞速发展，在 20 世纪 90 年代，私营企业的注册户数只有 13.9 万户，注册资金 221.2 亿元。经过短短十几年的发展，据国家工商总局的统计（见表 3），截止到 2006 年底，登记注册的全国私营企业达到 498.1 万户，比 2005 年增加 68.1 万户，增长 15.8%，占全国企业总数的 57.4%，比 90 年代初的 13.9 万户的注册数增加了近 35 倍；注册资金总额为 76029 亿元，比 2005 年增加了 14698 亿元，增长了 24%，比 90 年代初的 221.2 亿元增加了近 342 倍。

表 3：1996-2006 年全国个体、私营企业发展基本境况

	年份	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006
个 体 商 户	户数 (万户)	2704	2851	3120	3160	2571	2433	2378	2353	2350	2464	2596
	注册资金 (亿元)	2165	2574	3120	3439	3315	3436	3782	4187	5058	5810	6469
私 营 企 业	户数 (万户)	81.93	96.07	120.10	150.89	176.18	202.85	243.53	300.55	365.07	430.10	498.10
	注册资金 (亿元)	3752	5140	7198	10287	13308	18212	24756	35305	47936	61331	76029

资料来源：中国工商行政管理年鉴各年[M]. 北京：中国工商出版社<sup>[5]</sup>；中国私营经济年鉴（2003）[M]. 北京：中华工商联合出版社，2003<sup>[6]</sup>。

私营企业不仅仅是在数量和注册资金这样的绝对数量上取得飞速的发展，它的产值占 GDP 得比重也是以惊人的速度提高（见表 4）。从表中可以看出，从 1996 年开始，私营经济产值占 GDP 得比重基本上保持每年增长一个百分点。到 2000 年，私营经济的产值比重首次超过了 10%，2006 年则达到了 15.11%。已经成为国民经济增长中不可或缺的一部分。1999 年，由中国社会科学院社会学所、全国工商联研究室共同率领，对全国 21 个省、市、自治区的 250 个市、县、区的 1947 家私营企业进行了抽样检查。调查显示，今日的中国私营企业，90%以上是家族企业<sup>[7]</sup>。可见，家族企业作为民营企业的主要组成部分，已经成为中国

经济中最具活力的重要组成部分，已经从过去的“散兵游勇”变成了国民经济中一支重要的“方面军”，在国民经济中的地位和作用已经不可替代。

**表 4：1996-2006 年个体、私营经济占 GDP 比重 单位：%**

年份	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006
个体经济	4.97	5.77	7.06	7.88	7.22	6.68	6.62	6.44	5.07	5.36	5.09
私营经济	4.53	4.97	6.93	8.57	10.83	11.45	12.75	14.79	14.35	14.98	15.11

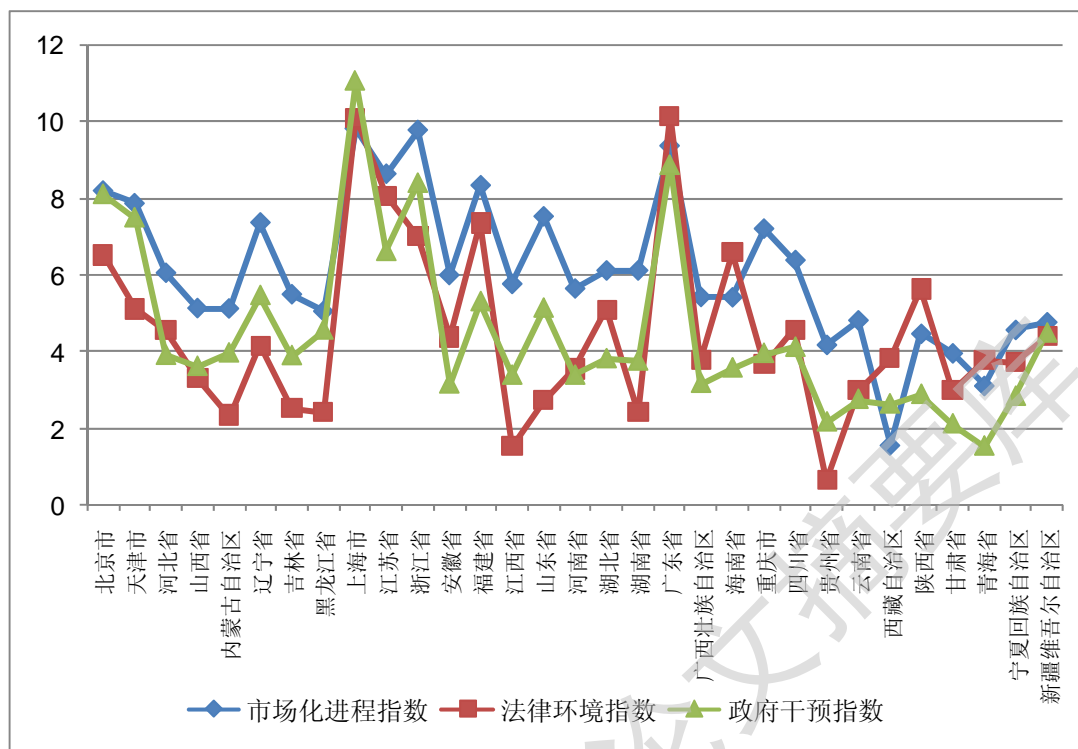
资料来源：中国工商行政管理年鉴各年[M]. 北京：中国工商出版社<sup>[5]</sup>；中国私营经济年鉴（2003）[M]. 北京：中华工商联合出版社, 2003<sup>[6]</sup>.

随着国内外学者对公司治理研究的不断深入，家族企业越来越受到各国学者的重视，因为家族控制作为一种公司内部治理机制为公司治理研究提供了一个独特的视角：一方面，家族控制作为一种内部治理机制为公司带来了更有效的管理和经理人监督，降低了信息不对称。另一方面，家族企业面临着严重的控制性股东与社会股东之间的代理问题，大股东控制（包括家族控制）对其他小股东的利益侵占已成为突出的代理问题，控制性股东通过隧道行为侵占外部股东情况严重，且随着控制权与现金流量权偏离的扩大而恶化（王明琳、周生春，2006）<sup>[8]</sup>。不难看出，家族控制作为一种公司内部治理机制其治理的效率却产生了这种尴尬的扑朔迷离的局面。综观近年来国外学者对家族企业的研究主要基于以下几个视角：即家族控制与公司价值（Anderson and Reeb,2003<sup>[9]</sup>；Villalonga and Amit,2006<sup>[10]</sup>）、家族控制与信息披露（Wang,2006<sup>[11]</sup>；Ali et al., 2007<sup>[12]</sup>；Chen et al.,2008<sup>[13]</sup>），但研究结果尚无明确定论。在国内，已有研究围绕前者展开（苏启林和朱文，2003；谷祺等，2006；陈晓红等，2007；毕艳杰，2007；许永斌和郑金芳，2007等）<sup>[14]-[18]</sup>，可见国内外对家族控制这种内部治理机制影响下上市公司现金股利决策的研究还十分罕见。

与此同时，我国是一个历史悠久且有着特殊发展历程的超级大国，直接从封建制度向社会主义制度转变，所以相对西方发达国家来说，我国的市场化进程虽然取得了一定成就但还不进完善。樊纲和王小鲁（2006）<sup>[19]</sup>在研究中指出：从

20 世纪 90 年代直至今日，市场化取向的改革已经经历了四分之一一个世纪。尽管这一转轨过程取得了举世瞩目的成功，但对于中国这一幅员辽阔的国家来说，各个地区之间的市场化进程并不平衡。不同地区之间公司可能面临着有明显差异的制度环境。以 La Porta 等为代表的经济学家和法学家将法律引入了公司治理的研究领域，指出大股东控制会造成对小股东的利益侵占，这种侵占程度显著地受到法律环境对投资者保护好坏的影响。本文将 La Porta 等人对国与国之间的法律环境制度不同运用到我国各个地区，进一步的研究我国各个地区的法律环境不同对公司决策产生的影响。具有较高的理论意义和现实意义。

而且本文还扩大了研究范围，不仅仅是研究各个地区法律环境不同对上市公司现金股利政策的影响，还研究了各个地区市场化进程和政府干预程度的不同对上市公司现金股利的影响。根据樊纲等（2006）提供的各地区市场化进程的综合得分、市场中介组织的发育和法律制度环境得分、政府与市场的关系得分，构建外部治理环境指数考察对上市公司现金股利政策的影响。下图（见图 1）是 2004 年我国各个省市和自治区的治理环境指数的对比分析图，其中，市场化指数越大代表市场化进程越快，法治水平指数越大代表法律保护环境越好，政府干预指数越大代表政府干预越少。从图形上可以很直观的看出，我国各个省市和自治区的治理环境指数差别相当大。



资料来源：根据樊纲等（2006）报告的中国各地区 2004 年治理环境指数整理所得。

图 1： 2004 年我国各省、市、自治区治理环境指数

一般来说，治理环境高的地区，其法治化水平、要素市场发育水平、经济发展水平通常较高，政府对企业的干预程度也通常较低。孙铮等（2005）<sup>[20]</sup>和夏立军等（2005）<sup>[21]</sup>研究表明：市场化程度不同的地区中公司有着不同的筹资行为与业绩表现。不同市场化程度地区的公司中，由于其面临的法治化水平与金融发展水平不同，从而使得现金股利作为“资源转移”手段相对其他手段而言，其“相对成本”可能会存在差异，公司将利润留存的压力也会存在差异。由此引发的问题是，各地区之间治理环境的不平衡性是否会影响到各地区上市公司的现金股利行为？可以预见，治理环境作为一个十分重要的公司治理的外部机制，必然会对公司的现金股利行为产生影响。然而，国内却很少有学者从治理环境这个外部治理机制的角度来考察对公司现金股利政策的治理情况。

最后，现有研究通常只考察某一类公司治理机制（内部治理机制或者外部治理机制）的治理效率，或者虽然考虑了不同公司治理机制但割裂了这些治理机制之间可能存在的有机联系。鉴于此，本文基于家族控制与治理环境的双重视角，将家族控制与治理环境这两种内、外部公司治理机制纳入统一的分析框架来探讨



Degree papers are in the "[Xiamen University Electronic Theses and Dissertations Database](#)". Full texts are available in the following ways:

1. If your library is a CALIS member libraries, please log on <http://etd.calis.edu.cn/> and submit requests online, or consult the interlibrary loan department in your library.
2. For users of non-CALIS member libraries, please mail to [etd@xmu.edu.cn](mailto:etd@xmu.edu.cn) for delivery details.

厦门大学博硕士论文摘要库