

创始人家族控股、 股权分置与现金股利之谜

——基于上市家族企业的实证研究

杨超 山立威*

摘要: 本文基于代理理论,研究创始人家族控股、股权分置对家族企业现金股利分配的影响。研究结果发现,创始人家族企业的现金股利分配意愿和分配水平显著高于非创始人家族企业,而且在创始人家族企业,非流通股份比例越高,现金股利分配意愿和分配水平越高,非创始人家族企业则刚好相反。进一步研究还发现,股权分置改革不仅降低了非流通股份比例,而且弱化了创始人家族企业通过高比例派现进行增值变现的动机,减少了两类家族企业之间的现金股利分配的差异,不过整体上促使家族企业分配更多的现金股利,而且也降低了家族企业的资金侵占水平。

关键词: 创始人家族企业;现金股利;股权分置

一、引言

经历了三十多年的改革开放,家族企业在中国经济中发挥着越来越重要的作用。截至2013年底,我国已有1 052家上市家族控股企业,占全部非金融类上市企业的40.81%^①。现有文献表明,控股股东对于上市公司股利政策具有举足轻重的影响(Huang et al., 2011; Bradford et al., 2013)。不同性质的控股股东,其利益诉求可能存在着显著差异(Chen et al., 2009),进而可能对企业现金股利政策造成显著影响,如魏志华等(2012)发现上市家族企业的派现意愿与派现水平要比上市非家族企业低35%以上。统计数据显示,虽然我国非创始人上市家族企业的派现意愿和派现水平不足上市公司平均水平的60%,不过创始人家族企业的派现水平比非创始人家族企业高一倍以上,而且明显高于上市公司的平均水平,形成了我国上市家族企业高比例派现与低派现水平并存的“现金股利之谜”。现有文献主要关注家族企业与国有企业之间现金股利政策的差异(Bradford et al., 2013; 魏志华等, 2012),却很少

* 杨超,江西财经大学金融学院,邮政编码:330013,电子信箱:Ych7292008@126.com;山立威,西南财经大学经济与管理研究院,邮政编码:610074,电子信箱:lshan@swufe.edu.cn。

本文获得国家自然科学基金项目“政治关系对地价、房价的影响机制研究”(项目编号:71703062)、教育部人文社会科学研究西部和边疆地区项目“媒体、投资者行为和中国市场的研究”(项目编号:14XJC790007)的资助。感谢匿名审稿人和编辑老师提出的宝贵修改意见,当然文责自负。

①数据由作者手工整理所得,下同。

注意到我国上市家族企业存在着高比例派现与低派现水平并存的奇特现象,更鲜有文献深入探讨其形成机制。而本文从控股家族特征、股权分置等方面深入研究“现金股利之谜”形成的原因,并为上市家族企业制订合理的股利分配政策提供建议。

由于我国 IPO 长期以来施行严格的审核制,上市身份成为了一项宝贵的资源,许多家族企业通过股权收购等方式实现间接上市。因此,我国部分上市家族企业是由控股家族创立并且上市,另一部分则是由控股家族通过股权收购等方式将已上市企业变成家族企业的(王明琳、周生春,2006)。前者本文称为创始人家族企业^①,后者称为非创始人家族企业。截至 2013 年底,我国创始人上市家族企业 822 家,占上市家族企业的 78.14%,非创始人上市家族企业 230 家,占比 21.86%。创始人控股家族与非创始人控股家族的利益诉求和治理机制存在着显著差异,可能会对现金股利政策造成显著影响,然而目前还鲜有文献对此进行深入研究。

我国存在着独特的股权分置制度,也可能对两类家族企业的现金股利政策造成显著影响。按照是否能上市流通交易,我国上市公司股票有流通股和非流通股之分,流通股一般由中小股东持有,非流通股大多为公司发起人及实际控制人持有。2005 年我国开启了股权分置改革,大部分上市公司股票实现了自由流通,但是由于限售股的存在^②,截至 2013 年底,我国深沪两市上市公司非流通股份比例仍然高达 34.47%。由于非流通股份不能上市流通,非流通大股东无法从股票溢价中获得收益,增强了其利用高比例派现或者资金侵占等方式“套现”获利的动机。阎大颖(2004)和马曙光等(2005)的研究就发现现金股利分配成为了非流通股大股东侵害流通股股东的一个掠夺手段。那么股权分置对两类上市家族企业现金股利政策的影响是否一致呢?鲜有文献对此问题进行深入探讨。

本文旨在通过考察创始人家族控股、股权分置对现金股利分配的影响,解开我国上市家族企业的“现金股利之谜”。研究发现,创始人家族企业的现金股利分配意愿和分配水平显著高于非创始人家族企业。在创始人家族企业,非流通股份比例越高,现金股利分配意愿和分配水平越高;而在非创始人家族企业刚好相反。本文还发现股权分置改革不仅降低了非流通股份比例,而且弱化了创始人家族企业通过高比例派现进行增值变现的动机,减少了两类家族企业之间的现金股利分配的差异,不过整体上促使家族企业分配更多的现金股利,而且也降低了家族企业的资金侵占水平。

相较于现有文献,本文主要有以下几个方面的贡献:首先,本文在王明琳和周生春(2006)的基础上,将我国上市家族企业划分为创始人家族企业 and 非创始人家族企业,深入分析了两类控股家族的利益诉求及其对现金股利分配的影响,为解开我国上市家族的“现金股利之谜”提供了新的研究视角和理论依据。其次,本文利用股权分置改革这一外生变量,通过实证研究发现股权分置改革抑制了创始人控股家族高比例派现的动机,但增加了家族企

^①由于我国上市企业创立之初绝大部分为国有企业,部分通过民营化等方式转换为家族企业,因此本文以改制时间为限,如果家族企业实际控制人在改制之前就已经担任企业高级管理职务(董事长、总经理或厂长),则确认为创始人家族企业,否则为非创始人家族企业。

^②为了防止非流通股聚集上市,证监会要求上市公司原非流通股股份自改革方案实施之日起 12 个月内不得上市交易或转让,持股 5% 以上的原非流通股股东在改革方案实施 12 个月之后,通过交易所挂牌交易出售的原非流通股份比例在 12 个月内不得超过 5%,在 24 个月内不得超过 10%。部分原非流通股受到流通期限及比例的限制,称之为限售股,本文将其计入非流通股份。

业整体的现金股利分配,而且降低了家族企业的资金侵占水平,肯定了股权分置改革对上市公司治理的积极意义。最后,本文探讨了两类控股家族的不同利益机制,及其对两类上市家族企业股利政策的差异性影响,为研究我国上市家族企业的治理机制提供了新的视角,有利于我国上市家族企业改善治理机制和长远发展。

二、理论分析与假设

(一) 创始人家族控股与现金股利政策

Jensen 和 Meckling(1976)、Jensen(1986)等人的代理成本理论和自由现金流量假说认为,现金股利是股东,特别是中小股东维护自身利益,降低内部人与外部股东代理成本的一种有效方式。La Porta 等(2000)关于股利的结果模型则认为股利的发放是投资者保护程度的结果。国内关于现金股利的研究较多,不过研究结论不一而足。如王茂林等(2014)发现现金股利能够有效减少自由现金流,抑制自由现金流充裕的企业过度投资。刘孟晖和高友才(2015)的研究发现,正常派现会增加代理效率与公司价值。阎大颖(2004)和马曙光等(2005)的研究却发现,现金股利分配成为了非流通股大股东侵害流通股股东的一个掠夺手段,而雷光勇和刘慧龙(2007)、魏志华等(2012)的研究则将现金股利看作两类代理冲突程度及市场化发展程度的结果。现金股利在家族企业的公司治理中到底扮演了怎样的角色,什么决定了家族企业的现金股利政策呢?创始人家族企业 and 非创始人家族企业的不同特性为我们提供了新的视角。

创始人控股家族与非创始人控股家族的利益诉求和治理机制存在着显著差异,进而可能对企业的现金股利政策造成显著影响。王明琳和周生春(2006)认为创业型家族专注于其一手创立的核心业务,更看重企业的长远发展,而且其股权结构比较稳定,具有维持控制权世代传承的强烈动机。夏立军等(2012)也认为创始人为了企业的生存和发展付出了诸多努力,企业的成功与否与创始人自身的声誉高度相关,使得创始人可能付出更多的努力以维持声誉,更加关注企业的长期发展。Pindado 等(2012)认为控股家族可能通过发放股利缓和与中小股东的代理冲突,并减少其对控股家族的剥削行为的担忧。Isakov 和 Weisskopf(2015)的研究也认为家族企业能够通过发放股利建立良好的信誉,以弥补其治理机制的不足。因此从长远利益出发,创始人控股家族可能更乐意与投资者建立良好的长期合作关系,树立良好的信誉,特别是在我国投资者保护机制还不完善的情况下,控股家族有动力通过分配现金股利展现其积极回报股东和保护外部股东利益的形象,以吸引潜在的外部投资者为其长远发展提供更多融资(La Porta et al.,2000)。

非创始人控股家族通过兼并收购等方式获得上市公司的控制权,往往热衷于通过资本运作获得短期超额收益,而较少考虑到上市公司的长远发展(王明琳、周生春,2006)。同时由于非创始人家族企业的核心业务往往不是由控股家族亲自创立,非创始人控股家族与上市企业之间的联系远没有创始人控股家族紧密(王明琳、周生春,2006),使得相对于创始人家族企业,非创始人家族企业的第二类代理问题更为突出(夏立军等,2012)^①,其利用隧道行为掏空上市公司的动机可能更为强烈,促使非创始人控股家族通过资金侵占等方式转移

^①第一类代理问题为“所有者与管理者”的代理冲突,第二类代理问题为“大股东与小股东”的代理冲突(Villalonga and Amit, 2006;魏志华等,2012)。

上市公司现金资源,而不愿意分配现金股利。综合以上理论分析,本文提出如下假设:

H1: 创始人家族企业的股利分配意愿与分配水平高于非创始人家族企业。

(二) 创始人家族控股、股权分置与现金股利政策

如前文所述,在股权分置情况下,非流通大股东不能从股票溢价中获得收益,于是主要通过以下两种方式将增值部分转化为实实在在的现金收益:第一种方式是非流通大股东通过场外协议转让股份获取收益,第二种方式是通过高比例派现提早收回初始投资。相较于股权转让,高比例派现使得非流通大股东可以相对隐蔽地实现已升值价值,简单易行,而且不会失去对企业的实际控制权。

阎大颖(2004)的实证研究发现,非流通控股股东以现金股利进行“圈钱”是造成部分上市公司热衷派现的重要原因。不过,应展宇(2004)的研究认为,高比例派现只是部分拥有完全控制地位的国有非流通股大股东为了掠夺上市子公司现金流而实施的手段,股权分置的存在导致上市公司非流通股股东与流通股股东之间的利益冲突极为突出,将从整体上减少上市企业的现金股利分配,不过该观点缺乏实证支持。本文认为阎大颖(2004)和应展宇(2004)等人的研究虽然分析了股权分置对现金股利政策的影响,但是部分忽略了企业性质对它们之间关系的影响。

在创始人家族企业,控股家族作为主要发起人往往持有大量的非流通股份,对上市企业拥有很强的控制力。创始人控股家族有动力也有能力实施高比例派现,这样既可以实现增值变现,又不会丧失其对上市公司的控制权,还可以通过较高的派现水平展现其积极回报股东的形象,以吸引潜在投资者,有利于其未来再融资,可谓一举三得。而在非创始人家族企业^①,如前文所言,非创始人控股家族往往倾向于通过资金侵占等方式转移上市公司现金资源,而不愿意分配现金股利。股权分置进一步激化了这种矛盾,非创始人控股家族可能会更不愿意分配现金股利。综上所述,本文提出如下假设:

H2: 在创始人家族企业,非流通股份比例与现金股利分配意愿及分配水平正相关。

H3: 在非创始人家族企业,非流通股份比例与现金股利分配意愿及分配水平负相关。

(三) 股权分置改革与现金股利政策

2005年我国开启了股权分置改革,大幅降低了上市公司的非流通股股份比例。非流通股份比例由2005年底的58.42%降至2013年底的34.47%,几乎下降了一半。张亦春和孙君明(2009)认为股权分置改革将使上市公司进行分红派现的数量增加,且整体派现水平将稳步提高,但是超能力派现现象将逐渐减少。姜英兵和于彬彬(2013)研究发现非国有企业控股股东的现金积累偏好,在股改后明显减弱,控股股东对公司持现比率的影响在股改后也明显减弱。支晓强等(2014)的研究表明股改后,上市公司现金股利政策更加注重中小投资者的偏好。Liu等(2014)发现上市公司的现金股利在股改之后显著下降,并把这归因于股改后控股股东持股比例的减少。

本文认为,股权分置改革之后,绝大部分非流通股份在1-2年的限售期满之后就可以上市流通,使得创始人控股家族利用高比例派现的方式进行增值变现的动机大大降低,非流通股份比例对其现金股利分配水平的正向影响将显著减弱,其与非创始人家族企业之间的现

^①我国上市公司的收购以协议转让为主,非创始人控股家族所收购的股份一般是原控股股东的非流通股。

金股利分配的差异也将显著减少。据此,本文提出如下假设:

H4:股权分置改革将弱化创始人家族企业非流通股份比例对现金股利分配的正向作用。

H5:股权分置改革将减少创始人家族企业与非创始人家族企业之间的股利分配的差异。

三、研究设计

(一)数据

参照已有文献(苏启林、朱文,2003),如果上市公司同时满足如下条件,则本文将其确认为上市家族企业:(1)上市公司的实际控制人是自然人或家族;(2)实际控制人或其持有的公司是上市公司第一大股东,并根据 La Porta 等(1999)的研究,以 20%的控制权比例作为确认家族控股的最低门槛。本文搜集了深沪两市 2003–2013 年所有非金融类上市家族企业的现金股利分配数据,共 6 250 个上市家族企业年度样本,其中包括创始人家族企业样本 4 192 个、非创始人家族企业样本 2 058 个。家族企业样本主要来源于 CCER 民营企业数据库,然后通过手动搜集公司年报、招股说明书及公司官方网站上的相关资料来确认创始人家族企业、非创始人家族企业样本,财务数据来源于国泰安(CSMAR)数据库。

(二)变量定义

1.被解释变量

借鉴 Bradford 等(2013)的研究,本文用 $Ddum$ 、 $Dpayout$ 和 $Dyield$ 等变量来衡量企业现金股利分配情况。其中, $Ddum$ 是虚拟变量,衡量股利支付意愿,当上市公司分配现金股利时取值为 1,否则取值为 0。 $Dpayout$ 为每股现金股利与每股净利润之比, $Dyield$ 等于每股现金股利与分配前股权登记日收盘价之比,都是用来衡量股利支付水平。本文借鉴 Jiang 等(2010)的研究,用 $Accratio$ 表示其他应收款与总资产之比,衡量控股家族侵占上市公司现金资源的情况。

2.解释变量

创始人家族控股变量($Founder$):本文用 $Founder$ 这一虚拟变量表示创始人家族控股。如果家族企业的实际控制人为创始人或创始人家族,则为创始人家族企业, $Founder$ 等于 1,否则等于 0。

非流通股份比例($Unflow$):为了研究股权分置对现金股利分配的影响,本文用 $Unflow$ 来衡量非流通股份比例,该变量等于上市企业非流通股份与总股份之比。

股权分置改革($Reform$):本文用 $Reform$ 来衡量股权分置改革,如果上市企业已完成股权分置改革,则 $Reform$ 等于 1^①,否则等于 0,股改完成时间为股改复牌日或对价股份上市交易日。

3.控制变量

借鉴已有文献(Denis and Osobov,2008;魏志华等,2012;支晓强等,2014),本文用以下变量作为控制变量: $Chair_CEO$ 表示董事长与总经理的兼职情况,如果董事长兼职总经理,则取值为 1,否则为 0。 $Indirector$ 和 $Indep$ 分别等于董事会人数的自然对数、独立董事人数与董事会人数之比。 $Share$ 表示控股家族的现金流权,而 V/C 表示两权分离,用控股家族的控制

①股改实行“新老划断”,改革之后新上市的公司一律采用新机制,所以本文股改之后新上市的企业样本的 $Reform$ 都等于 1。

权与现金流权之差来衡量。本文又用 *ROA* 衡量公司盈利情况,用托宾 *Q* 值来衡量公司发展机会。 $\ln A$ 等于总资产的自然对数,用来衡量企业规模。 $\ln age$ 表示企业年龄,等于企业成立时间的自然对数。本文又用 *Cash* 来衡量企业每股净现金流,*Block* 表示企业除控股股东之外的大股东数量。*Lev* 表示企业负债,等于总资产除以所有者权益。与其他同类型的研究一样,本文用 *Year*、*Industry* 等虚拟变量来分别控制年份和行业的影响。具体的变量定义汇总于表 1。

表 1 变量定义

变量类型	变量名称	变量符号	变量描述
被解释变量	现金股利支付意愿	<i>Ddum</i>	当上市企业发放现金股利时取值为 1,否则取值为 0
	现金股利分配率	<i>Dpayout</i>	(每股现金股利/每股净利润)×100
	现金股利收益率	<i>Dyild</i>	(每股现金股利/股权登记日收盘价)×100
	其他应收款	<i>Accratio</i>	其他应收款与总资产之比
解释变量	创始人家族控股	<i>Founder</i>	当上市企业为创始人家族控股时取值为 1,否则取值为 0
	非流通股份比例	<i>Unflow</i>	上市企业非流通股份/总股份
	股权分置改革	<i>Reform</i>	如果上市企业完成股改则取值为 1,否则取值为 0
控制变量	董事长与总经理兼任	<i>Chair_CEO</i>	当董事长同时兼任总经理时取值为 1,否则取值为 0
	董事会规模	$\ln director$	董事会成员数量的自然对数
	独立董事比例	<i>Indep</i>	独立董事人数/董事会人数
	两权分离	<i>V/C</i>	实际控制人的控制权与现金流权之差
	现金流权	<i>Share</i>	实际控制人的现金流权
	发展机会	<i>Q</i>	托宾 <i>Q</i> 值,市场价值与账面价值之比
	盈利能力	<i>ROA</i>	净利润/总资产
	其他大股东	<i>Block</i>	除了实际控制人之外的大股东数量
	企业规模	$\ln A$	总资产的自然对数
	企业成立时间	$\ln age$	企业成立时间的自然对数
	净现金流	<i>Cash</i>	每股经营活动净现金流
	企业负债	<i>Lev</i>	总资产/所有者权益
	年份	<i>Year</i>	虚拟变量
	行业	<i>Industry</i>	虚拟变量

(三) 模型设定

根据被解释变量的特点,本文设立了 Logit 和 Tobit 计量模型。*Ddum* 为虚拟变量,衡量企业现金股利支付意愿,因此使用 Logit 模型,用以检验创始人家族控股、股权分置对现金股利支付意愿的影响。*Dpayout* 和 *Dyild* 为连续变量,衡量企业现金股利支付水平,本文运用 Tobit 回归模型,用以检验创始人家族控股、股权分置对现金股利支付水平的影响。基本计量模型如下:

$$\text{Logit}(Ddum_{it}) = \alpha_0 + \alpha_1 Founder_{it} + \alpha_2 Unflow_{it} + \beta_i Controls_{it} + \gamma_1 Year_{it} + \gamma_2 Industry_{it} + \varepsilon_{it} \quad (1)$$

$$\text{Tobit}(Dpayout_{it} | Dyild_{it}) = \alpha_0 + \alpha_1 Founder_{it} + \alpha_2 Unflow_{it} + \beta_i Controls_{it} + \gamma_1 Year_{it} + \gamma_2 Industry_{it} + \varepsilon_{it} \quad (2)$$

模型(1)、(2)中的 *Founder*、*Unflow* 等为解释变量,*Controls* 为表 1 中的各类控制变量。为了消除极值对回归结果的影响,本文对被解释变量及存在较大极值的解释变量在 5%及 95%水平上进行了缩尾处理,并且参照 Petersen (2009) 的研究,从公司层面对标准差进行集聚 (Cluster)。

四、实证分析

(一) 描述性统计与均值差异检验

表 2 报告了各个主要变量的描述性统计及均值差异检验的结果。从表 2 Panel A 可以看到,创始人家族企业的平均现金股利分配意愿、股利分配率和股利收益率分别为 79.25%、32.33%和 0.85%,高于上市企业的平均水平 61.41%、26.40%和 0.79%,而非创始人家族企业的 35.71%、11.85%和 0.38%,则明显低于上市企业的平均水平,形成了我国上市家族企业高比例派现与低派现水平并存的“现金股利之谜”。Panel B 中的均值差异检验也证实创始人家族企业的股利分配意愿和分配水平显著高于非创始人家族企业。而其他应付款刚好相反,非创始人家族企业的其他应收款比例是创始人家族企业的近 5 倍。上市家族企业的平均非流通股份比例高达 45.99%,意味着我国 2003–2013 年间的非金融类上市家族企业样本,平均近乎有一半的股份是不流通的,其中创始人家族企业非流通股份比例高达 50.67%,非创始人家族企业的非流通股比例也达到了 36.46%。

表 2 描述性统计与均值差异检验

Panel A	上市企业			创始人家族企业			非创始人家族企业		
	<i>Ddum</i>	<i>Dpayout</i>	<i>Dyield</i>	<i>Ddum</i>	<i>Dpayout</i>	<i>Dyield</i>	<i>Ddum</i>	<i>Dpayout</i>	<i>Dyield</i>
均值	0.6141	26.3964	0.7862	0.7925	32.3308	0.8492	0.3571	11.8540	0.3821
Panel B	家族企业		创始人家族企业		非创始人家族企业		Difference and <i>t</i> -test		
	均值	中值	均值	中值	均值	中值			
<i>Ddum</i>	0.6491	1	0.7925	1	0.3571	0	0.4353 ***		
<i>Dpayout</i>	25.5871	17.8881	32.3308	25.2148	11.8540	0	20.4768 ***		
<i>Dyield</i>	0.6947	0.4159	0.8492	0.6211	0.3821	0	0.4671 ***		
<i>Accratio</i>	0.0391	0.0097	0.0166	0.0074	0.0849	0.0219	-0.0683 ***		
<i>Founder</i>	0.6707	1	1	1	0	0	-		
<i>Unflow</i>	0.4599	0.5187	0.5067	0.5740	0.3646	0.4133	0.1421 ***		
<i>Reform</i>	0.8915	1	0.9501	1	0.7721	1	0.1780 ***		
<i>Chair_CEO</i>	0.3062	0	0.3726	0	0.1661	0	0.2066 ***		
<i>Indirector</i>	2.2390	2.3026	2.2393	2.3026	2.2383	2.3026	0.0010		
<i>Indep</i>	0.3686	0.3333	0.3703	0.3333	0.3648	0.3333	0.0055 ***		
<i>V/C</i>	7.9511	4.8896	6.4368	1.0442	11.0344	9.9998	-4.5976 ***		
<i>Share</i>	32.4882	29.7503	36.8388	35.5400	23.6301	20.6150	13.2086 ***		
<i>Q</i>	11.8240	2.2100	2.6966	2.2422	31.0486	2.1320	-28.3520		
<i>ROA</i>	0.0465	0.0518	0.0720	0.0631	-0.0126	0.0287	0.0846 **		
<i>Block</i>	1.3258	1	1.4995	1	0.9718	1	0.5277 ***		
<i>lnA</i>	21.1232	21.0262	21.1964	21.0740	20.9741	20.9022	0.2223 ***		
<i>lnage</i>	2.4013	2.4849	2.2611	2.3026	2.6875	2.7081	-0.4263 ***		
<i>Cash</i>	0.2275	0.2185	0.2603	0.2641	0.1606	0.1206	0.0996 ***		
<i>Lev</i>	1.7433	1.6137	1.7056	1.4699	1.8202	2.0954	-0.1145		

注:***、**、* 分别表示 1%、5%、10% 的显著性水平。

资料来源:作者用 Stata 软件计算。

(二) 回归分析

1. 创始人家族控股、股权分置与现金股利分配

接下来,本文依据 Logit 模型(1)和 Tobit 模型(2)分别对现金股利分配意愿和分配水平

进行了实证回归分析,得到的回归结果如表3所示^①。

表3 家族控股对现金股利分配的影响

	Panel A: 上市企业			Panel B: 家族企业		
	(1) <i>Ddum</i>	(2) <i>Dpayout</i>	(3) <i>Dyield</i>	(4) <i>Ddum</i>	(5) <i>Dpayout</i>	(6) <i>Dyield</i>
<i>Founder</i>	0.4522 *** (4.6284)	2.7925 *** (3.0200)	0.0303 (1.0412)	0.9826 *** (6.8388)	7.8729 *** (5.5802)	0.1501 *** (3.3498)
<i>Non_founder</i>	-0.5051 *** (-4.1578)	-4.3012 *** (-4.3101)	-0.0642 ** (-2.1286)			
<i>Unflow</i>	-0.2383 (-1.5287)	2.9164 ** (2.1959)	-0.0701 (-1.5978)	0.4106 * (1.7848)	4.8761 ** (2.3312)	0.0636 (0.9632)
<i>Chair_CEO</i>	0.0381 (0.4685)	0.0980 (0.1370)	-0.0216 (-0.9991)	0.0753 (0.6940)	0.0797 (0.0867)	-0.0310 (-1.1786)
<i>Indirector</i>	0.6902 *** (2.9058)	8.1708 *** (3.7428)	0.1900 *** (2.7515)	1.1316 *** (2.6597)	12.9816 *** (3.2265)	0.3222 *** (2.8980)
<i>Indep</i>	-0.2987 (-0.3560)	-6.9551 (-0.9650)	-0.2637 (-1.1278)	-0.1052 (-0.0770)	-5.1538 (-0.4282)	-0.1893 (-0.5684)
<i>C/V</i>	0.0054 (1.1008)	0.0888 ** (1.9750)	0.0015 (1.0655)	0.0111 (1.3929)	0.1742 (2.5875)	0.0035 * (1.8289)
<i>Q</i>	-0.3177 *** (-8.6097)	-1.5705 *** (-5.9681)	-0.1041 *** (-11.2538)	-0.2450 *** (-4.5074)	-1.4748 *** (-3.9125)	-0.1008 *** (-8.8737)
<i>ROA</i>	24.6227 *** (26.9039)	68.0981 *** (13.3331)	5.5456 *** (28.7680)	20.8140 *** (16.6627)	42.4872 *** (5.7334)	3.9967 *** (16.1475)
<i>Share</i>	0.0023 (0.8026)	0.0718 *** (2.7757)	0.0016 ** (2.0292)	-0.0012 (-0.2645)	0.0920 ** (2.2648)	0.0008 (0.6816)
<i>Block</i>	0.0355 (0.9368)	0.3340 (0.9745)	0.0035 (0.3283)	0.0074 (0.1315)	0.4634 (0.9533)	0.0084 (0.5744)
<i>Lev</i>	-0.5735 *** (-13.2574)	-5.3698 *** (-18.2844)	-0.1537 *** (-15.4812)	-0.4185 *** (-5.3401)	-4.1167 *** (-8.2375)	-0.1100 *** (-7.0317)
<i>Cash</i>	0.2304 *** (4.5283)	1.5578 *** (3.6220)	0.1282 *** (8.6177)	0.3879 *** (4.4867)	3.6997 *** (5.5766)	0.1743 *** (8.1397)
<i>lnA</i>	0.6341 *** (13.6385)	2.1196 *** (5.6444)	0.1936 *** (14.8545)	0.5162 *** (6.0566)	0.3364 (0.5246)	0.1275 *** (5.9017)
<i>lnage</i>	-0.9440 *** (-8.8018)	-6.2484 *** (-6.5944)	-0.1379 *** (-4.7093)	-0.4042 *** (-2.7775)	-2.2664 * (-1.8296)	-0.0155 (-0.4208)
<i>Year</i>	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
<i>Industry</i>	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
<i>N</i>	15 846	15 846	15 626	6 020	6 020	5 932
<i>Pseudo R²</i>	0.3311	0.0202	0.1573	0.3457	0.0238	0.1516

注:括号内是*t*值,***、**、*分别表示1%、5%、10%的显著性水平。标准误按照公司层面进行了Cluster调整。

资料来源:作者用Stata软件计算。

在表3 Panel A中,本文以上市企业为样本,并且引入了虚拟变量*Non_founder*,如果上市企业属于非创始人家族企业,则*Non_founder*等于1,否则等于0。然后将*Founder*和*Non_founder*同时作为解释变量,结果发现*Founder*的系数分别为0.4522、2.7925和0.0303,而且前两个系数在1%水平上显著,说明在其他条件不变的情况下,创始人家族企业的现金分配意愿比非家族企业高45.22个百分点,现金股利分配率高2.79个百分点。而*Non_founder*的

^①由于部分变量存在数据缺失,回归样本有所减少。

系数分别为-0.5051、-4.3012 和-0.0642,并且都至少在 5%水平上显著,意味着非创始人家族企业的现金分配意愿比非家族企业低 50.51 个百分点,而现金股利分配率和现金股利收益率分别低 4.30 个百分点和 0.06 个百分点。在表 3 Panel B 中,本文以家族企业为样本,结果发现 *Founder* 的 3 个系数都显著为正,说明相较于非创始人家族企业,创始人家族企业分配更多的现金股利,从而验证了本文的假设 1,即创始人家族企业的股利分配意愿与分配水平高于非创始人家族企业。综合以上回归结果,说明创始人家族企业的现金股利分配意愿与分配水平显著高于非家族企业,而非创始人家族企业显著低于非家族企业,从而形成了我国上市家族企业高比例派现与低派现水平并存的“现金股利之谜”。

回归结果中 *Indirector*、*ROA*、*lnA* 的系数基本显著为正,而 *Q*、*Lev* 的系数都在 1%水平上显著为负,表明董事会规模越大、盈利能力越强、资产规模越大的企业越倾向于分配现金股利,而发展潜力越好,负债比率越高的企业则倾向于不分配现金股利。*lnage* 的系数都为负,意味着企业成立时间越长,越不倾向于分配股利。*Cash* 的系数都为正,而且都在 1%显著性水平上显著,说明企业每股净现金流越多,现金股利分配越多。

接下来,为了验证 *Unflow* 对两种类型家族企业的不同影响,本文对上市家族企业进行了分组回归,回归结果如表 4 所示。在创始人家族企业,*Unflow* 的三个系数都为正,并且有两个至少在 1%水平上显著,表明在创始人家族企业,非流通股份比例越高,控股家族越愿意分配现金股利,从而证实了本文的假设 2,即在创始人家族企业,非流通股份比例与股利分配意愿及股利分配水平正相关。而在非创始人家族企业,*Unflow* 的系数都为负,说明非流通股份比例与股利分配意愿及股利分配水平更倾向于负相关,只是其显著性水平相对较低,这可能是由于部分持有非流通股的非创始人控股家族也希望通过派发现金股利实现套现,从而弱化了 *Unflow* 对现金股利分配的负向影响。由此可见,股权分置对于创始人家族企业 and 非创始人家族企业股利分配的不同影响,可能是导致前者的现金股利分配显著高于后者的重要原因。

表 4 股权分置对现金股利分配的差异性影响

	Panel A: 创始人家族企业			Panel B: 非创始人家族企业		
	(1) <i>Ddum</i>	(2) <i>Dpayout</i>	(3) <i>Dyield</i>	(4) <i>Ddum</i>	(5) <i>Dpayout</i>	(6) <i>Dyield</i>
<i>Unflow</i>	0.7607*** (2.8998)	7.5807*** (2.9979)	0.0868 (1.1078)	-0.3783 (-0.8471)	-1.7160 (-0.4576)	-0.0739 (-0.5944)
Controls	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
Year	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
Industry	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
N	4 089	4 089	4 021	1 931	1 931	1 911
Pseudo <i>R</i> ²	0.2452	0.0115	0.1373	0.3249	0.0243	0.1613

注:括号内是 *t* 值,***、**、* 分别表示 1%、5%、10% 的显著性水平。标准误按照公司层面进行了 Cluster 调整。限于篇幅,部分控制变量的具体回归结果未予报告(以下同)。

资料来源:作者用 Stata 软件计算。

2. 股权分置改革与现金股利分配

为解决股权分置导致的诸多问题,完善我国资本市场秩序,2005 年证监会开启了股权分置改革,上市公司非流通股份比例大幅下降。家族企业的平均非流通股份比例由 2005 年的

58.42%下降到2013年的34.47%,同期创始人家族企业由59.04%下降到38.79%。为了进一步检验股权分置改革对家族企业现金股利分配的影响,本文在Logit模型(1)和Tobit模型(2)的基础上,加入了股权分置改革变量(*Reform*)及其与*Unflow*的交叉项^①,回归结果如表5所示。

表5 股权分置改革对现金股利分配的差异性影响

	Panel A: 创始人家族企业			Panel B: 非创始人家族企业		
	(1) <i>Ddum</i>	(2) <i>Dpayout</i>	(3) <i>Dyield</i>	(4) <i>Ddum</i>	(5) <i>Dpayout</i>	(6) <i>Dyield</i>
<i>Unflow</i>	4.9039* (1.8972)	51.5290** (2.3550)	1.8360*** (2.8616)	-0.5996 (-0.3675)	2.5037 (0.2758)	0.2087 (0.5735)
<i>Unflow</i> × <i>Reform</i>	-4.1747 (-1.6293)	-43.7147** (-1.9895)	-1.7526*** (-2.7321)	0.1813 (0.1111)	-4.4216 (-0.5080)	-0.3330 (-0.9222)
<i>Reform</i>	1.3078*** (2.6219)	13.9181*** (3.1695)	0.3609** (2.0530)	0.4467 (0.8257)	1.0543 (0.3309)	-0.0540 (-0.4802)
Controls	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
Year	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
Industry	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
N	4 089	4 089	4 021	1 931	1 931	1 911
Pseudo <i>R</i> ²	0.2469	0.0116	0.1379	0.3240	0.0238	0.1498

注:括号内是*t*值,***、**、*分别表示1%、5%、10%的显著性水平。标准误按照公司层面进行了Cluster调整。

资料来源:作者用Stata软件计算。

在表5 Panel A中,本文以创始人家族企业为样本,结果发现交叉项的系数与*Unflow*的大小相近,但符号相反,从而证实了本文的假设4,即股权分置改革弱化了创始人家族企业非流通股份比例对现金股利分配的正向作用。本文认为这是由于股权分置改革之后,绝大部分非流通股份在1-2年的限售期满之后就可以上市流通,创始人家族可以通过股票升值获得增值收益,从而弱化了创始人控股家族通过高比例派现进行增值变现的动机。Panel B中,本文以非创始人家族企业为样本,进行交叉项回归,回归结果显示交叉项系数都不显著,说明在非创始人家族企业,股权分置改革对非流通股份比例与现金股利分配之间的关系没有显著影响。

在表6中,本文以全部上市家族企业为样本,在模型(1)和(2)的基础上,加入了股权分置改革变量(*Reform*)及其与*Founder*的交叉项,结果发现列(1)-(3)中的*Reform*的系数都为正,意味着在其他条件不变的情况下,已经完成股权分置改革的家族企业比没有完成改革的家族企业分配更多的现金股利。这可能是由于预见到其股份在不久的将来可以自由流通,控股家族更有动力通过分配股利吸引投资者,提高股价,以便在股份解禁之后获得更高的溢价收益,而且股权分置改革减少了控股家族与外部股东的代理冲突,有利于家族企业基于积极意义分配更多的现金股利。而列(4)-(6)中的交叉项系数虽然在对*Ddum*的回归中不显著,但是在对*Dpayout*和*Dyield*的回归中显著为负,从而验证了本文的假设5,即股权分置改革减少了两类上市家族企业之间的现金股利分配的差异。这可能是由于股权分置改革弱化

①本文对交叉项中的连续变量进行了对中处理(Centering),并且对多重共线性进行了检验,并不存在显著的多重共线性问题。

了股权分置对两类家族企业的现金股利政策的差异性影响,使得两类控股家族都更多地出于积极因素分配现金股利。

表 6 股权分置改革对创始人家族控股与现金股利分配之间关系的影响

	(1) <i>Ddum</i>	(2) <i>Dpayout</i>	(3) <i>Dyield</i>	(4) <i>Ddum</i>	(5) <i>Dpayout</i>	(6) <i>Dyield</i>
<i>Unflow</i>	0.3934 * (1.6989)	5.1086 ** (2.4801)	0.0479 (0.7348)	0.3965 * (1.7088)	5.6062 *** (2.7225)	0.0698 (1.0690)
<i>Founder</i>	0.9623 *** (6.6748)	7.8382 *** (5.5803)	0.1555 *** (3.4896)	1.0222 *** (3.6016)	15.0082 *** (5.1200)	0.4769 *** (4.5744)
<i>Founder×Reform</i>				-0.0690 (-0.2441)	-8.2557 *** (-2.9216)	-0.3699 *** (-3.8046)
<i>Reform</i>	0.8897 *** (2.9279)	6.0852 *** (2.7882)	0.0841 (1.0183)	0.9106 *** (2.8333)	8.1548 *** (3.4721)	0.1765 ** (1.9732)
Controls	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
Year	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
Industry	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
N	6 020	6 020	5 932	6 020	6 020	5 932
Pseudo R^2	0.3473	0.0237	0.1475	0.3473	0.0240	0.1500

注:括号内是 t 值,***、** 和 * 分别表示 1%、5%、10% 的显著性水平。标准误按照公司层面进行了 Cluster 调整。

资料来源:作者用 Stata 软件计算。

3. 创始人家族控股、股权分置与资金侵占

前面本文分析了创始人家族控股、股权分置对现金股利分配的影响,接下来本文根据 Jiang 等(2010)的研究,用其他应收款比例(*Accratio*)来衡量控股股东通过其他应收款占用上市公司现金资源的隧道行为,研究创始人家族控股、股权分置与资金侵占之间的关系,得到的实证结果如表 7 所示。

表 7 Panel A 以 *Accratio* 为被解释变量,依然用 Tobit 模型进行回归。*Founder* 的系数显著为负,与表 3 对现金股利分配回归中的系数刚好相反,表明非创始人家族企业的资金侵占水平显著高于创始人家族企业。接着本文又进行了分组回归,发现在创始人家族企业,*Unflow* 的系数显著为负,意味着非流通股份比例越高,创始人控股家族对上市公司资金的侵占水平越低。而在非创始人家族企业,*Unflow* 的系数不显著。*Reform* 的系数都显著为负,说明股权分置改革抑制了控股家族侵占上市公司资金的行为,确实改善了上市家族企业的公司治理。表 7 Panel B 以 *Accratio* 为解释变量对股利分配回归,考察资金侵占与现金股利分配之间的关系,结果发现 *Accratio* 的三个系数都显著为负,表明家族企业的资金侵占水平越高,则现金股利分配意愿和分配水平越低,资金侵占与现金股利分配很可能是一种替代关系。

综合上述全部的实证结果可以发现,在创始人家族企业,非流通股份比例越高,则控股家族越倾向于增加股利分配,越不倾向于资金侵占,使得创始人家族企业的股利分配显著高于非创始人家族企业,而资金侵占水平显著低于后者。股权分置改革不仅降低了非流通股份比例,而且弱化了非流通股份比例对创始人家族企业的现金股利分配的正向作用,使得创始人家族企业与非创始人家族企业之间的股利分配水平的差异显著降低了。

表 7 创始人家族控股、股权分置与资金侵占的实证结果

	Panel A:			Panel B		
	(1) 家族企业	(2) 创始人家族企业	(3) 非创始人家族企业	(4) 家族企业	(5) 家族企业	(6) 家族企业
	<i>Accratio</i>	<i>Accratio</i>	<i>Accratio</i>	<i>Ddum</i>	<i>Dpayout</i>	<i>Dyield</i>
<i>Founder</i>	-0.0089 *** (-4.1334)			0.8871 *** (6.0995)	6.9355 *** (4.9420)	0.1405 *** (3.3066)
<i>Accratio</i>				-10.3413 *** (-5.9068)	-83.2884 *** (-6.7157)	-1.2357 *** (-3.3321)
<i>Unflow</i>	-0.0012 (-0.4990)	-0.0057 ** (-2.4626)	-0.0033 (-0.4822)	0.3770 * (1.6457)	5.0998 ** (2.4787)	0.0467 (0.7576)
<i>Reform</i>	-0.0367 *** (-6.8865)	-0.0364 *** (-3.6561)	-0.0295 *** (-3.0691)	0.7410 ** (2.4008)	3.6789 * (1.6591)	0.0614 (0.7545)
Controls	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
Year	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
Industry	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
N	6 020	4 089	1 931	6 020	6 020	5 932
Pseudo <i>R</i> ²	0.1288	0.0539	0.1809	0.3507	0.0249	0.1585

注: 括号内是 *t* 值, ***, **, * 分别表示 1%、5%、10% 的显著性水平。标准误按照公司层面进行了 Cluster 调整。

资料来源: 作者用 Stata 软件计算。

(三) 稳健性检验

为了进一步检验本文主要回归结果的稳健性, 本文进行了如下检验: (1) 根据 La Porta 等 (1999) 的研究, 分别以 10% 和 30% 的控制权比例作为家族控股的最低门槛, 家族企业的样本数量有所变化, 但研究结果基本没有改变。(2) 子样本回归, 2008 年 10 月 7 日证监会要求上市公司最近三年累计分配的现金股利不少于上市公司最近三年实现的年均可分配利润的 30%, 该规定可能对现金股利分配造成较大影响。鉴于此, 本文仅以 2003–2008 年子样本重复相关回归, 主要研究结论仍然没有改变。^①

五、研究结论与启示

本文依据上市家族企业是否由控股家族创立, 将其分为创始人家族企业 and 非创始人家族企业, 然后基于代理成本理论, 研究了创始人家族控股、股权分置对现金股利政策的影响。首先, 本文发现在家族控股及股权分置情况下, 创始人家族企业的现金股利分配意愿和分配水平显著高于非创始人家族企业, 而且在创始人家族企业, 非流通股份比例越高, 则现金股利分配意愿和分配水平越高, 而在非创始人家族企业刚好相反, 丰富了现有的关于现金股利的研究。其次, 本文还发现股权分置改革降低了上市家族企业的非流通股份比例, 抑制了创始人控股家族进行高比例派现的动机, 减少了创始人家族企业与非创始人家族企业之间的现金股利分配水平的差异, 但增加了家族企业整体的现金股利分配, 而且降低了家族企业的资金侵占水平, 说明股权分置改革确实改善了我国上市家族企业的公司治理, 丰富了股权分置改革相关领域的研究。

本文的研究具有如下启示: 首先, 我们发现非创始人家族企业的现金股利分配水平较低, 而其他应收款占比较高。这说明非创始人控股家族倾向于通过资金侵占的方式转移上

^①限于篇幅, 本文未报告稳健性回归结果。

市公司资源,需要为中小股东的权益提供更为完善的保障,例如加大执法力度,严格限制控股股东的关联交易和资金侵占,迫使控股家族难以通过隧道行为获得短期的超额控制权收益,关注企业的长远发展。其次,本文的研究结论表明股权分置改革减少了控股家族与中小股东的代理冲突,搭建了大股东与中小股东一致的利益实现平台,为我国政策制定部门提供了一个较好的改革思路,即通过增加控股股东与中小股东的利益一致性,减少控股股东与中小股东的代理冲突,使控股股东在做出决策时,既能最大化自身利益,也能够照顾到中小股东的合法权益,这样既减少了改革的阻力,也能更有效地保障中小投资者的合法权益。

参考文献:

- 1.姜英兵、于彬彬,2013:《股权分置改革影响控股股东的现金持有偏好吗?》,《会计研究》第4期。
- 2.雷光勇、刘慧龙,2007:《市场化进程、最终控制人性与现金股利行为》,《管理世界》第7期。
- 3.刘孟晖、高友才,2015:《现金股利的异常派现、代理成本与公司价值——来自中国上市公司的经验证据》,《南开管理评论》第1期。
- 4.马曙光、黄志忠、薛云奎,2005:《股权分置、资金侵占与上市公司现金股利政策》,《会计研究》第9期。
- 5.苏启林、朱文,2003:《上市公司家族控制与企业价值》,《经济研究》第8期。
- 6.王茂林、何玉润、林慧婷,2014:《管理层权力、现金股利与企业投资效率》,《南开管理评论》第2期。
- 7.王明琳、周生春,2006:《控制性家族类型、双重三层委托代理问题与企业价值》,《管理世界》第8期。
- 8.魏志华、吴育辉、李常青,2012:《家族控制、双重委托代理冲突与现金股利政策——基于中国上市公司的实证研究》,《金融研究》第7期。
- 9.夏立军、郭建展、陆铭,2012:《企业家的“政由己出”——民营IPO公司创始人管理、市场环境与公司业绩》,《管理世界》第9期。
- 10.阎大颖,2004:《中国上市公司控股股东价值取向对股利政策影响的实证研究》,《南开经济研究》第6期。
- 11.应展宇,2004:《股权分裂、激励问题与股利政策——中国股利之谜及其成因分析》,《管理世界》第7期。
- 12.张亦春、孙君明,2009:《我国上市公司的股权结构、股利政策与公司治理研究综述——基于股权分置改革后股权结构变化的研究视角》,《当代财经》第7期。
- 13.支晓强、胡聰慧、童盼、马俊杰,2014:《股权分置改革与上市公司股利政策——基于迎合理论的证据》,《管理世界》第2期。
- 14.Bradford, W., C. Chen, and S. Zhu. 2013. "Cash Dividend Policy, Corporate Pyramids, and Ownership Structure: Evidence from China." *International Review of Economics and Finance* 27(4): 445-464.
- 15.Chen, G.M., M.Firth, and L.P.Xu. 2009. "Does the Type of Ownership Control Matter? Evidence from China's Listed Companies." *Journal of Banking & Finance* 33(1): 171-181.
- 16.Denis, D.J., and I. Osobov. 2008. "Why Do Firms Pay Dividends? International Evidence on the Determinants of Dividend Policy." *Journal of Financial Economics* 89(1): 62-82.
- 17.Huang, J.J., Y. F. Shen, and Q. Sun. 2011. "Nonnegotiable Shares, Controlling Shareholders, and Dividend Payments in China." *Journal of Corporate Finance* 17(1): 122-133.
- 18.Isakov, D., and J. Weisskopf. 2015. "Pay-out Policies in Founding Family Firms." *Journal of Corporate Finance* 33: 330-344.
- 19.Jensen, M. C., and W. H. Meckling. 1976. "Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure." *Journal of Financial Economics* 3(4): 305-360.
- 20.Jensen M.C. 1986. "Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance and Takeovers." *American Economic Review* 76(2): 323-329.
- 21.Jiang, G.H., C.M.C.Lee, and H. Yue. 2010. "Tunneling through Intercorporate Loans: The China Experience." *Journal of Financial Economics* 98(1): 1-20.
- 22.La Porta, R., F. Lopez-de-Silanes, and A. Shleifer. 1999. "Corporate Ownership around the World." *Journal of Finance* 54(2): 471-517.
- 23.La Porta, R., F. Lopez-de-Silanes, A. Shleifer, and R. W. Vishny. 2000. "Agency Problems and Dividend Policies around the World." *Journal of Finance* 55(1): 1-33.
- 24.Liu, C.Y., K. Uchida, and Y.F. Yang. 2014. "Controlling Shareholder, Split-share Structure Reform and Cash Dividend Payments in China." *International Review of Economics and Finance* 29(1): 339-357.
- 25.Petersen, M.A. 2009. "Estimating Standard Errors in Finance Panel Data Sets: Comparing Approaches." *The Review of Financial Studies* 22(1): 435-480.

26. Pindado J., I. Requejo, and C. de la Torre. 2012. "Do Family Firms Use Dividend Policy as A Governance Mechanism? Evidence from the Euro Zone." *Corporate Governance: An International Review* 20(5): 413-431.
27. Villalonga, B., and R. Amit. 2006. "How Do Family Ownership, Control and Management Affect Firm Value?" *Journal of Financial Economics* 80(2): 385-417.

Founding-family Ownership, the Split of Stock Ownership and the Cash Dividend Puzzle: Evidence from Listed Family Firms in China

Yang Chao¹ and Shan Liwei²

(1: School of Finance, Jiangxi University of Finance and Economics; 2: Research Institute of Economics and Management, Southwestern University of Finance and Economics)

Abstract: Based on the Agency Theory, this paper tests the impacts of founding family ownership and the split of stock ownership on the cash dividend policy of listed family companies. We find that the founding family firms distribute much more cash dividend than the non-founding family firms, and the proportion of nonnegotiable shares is significantly positive with the level of cash dividend distribution in the founding family firms, but negative in the non-founding family firms. Further research shows that the split share structure reform not only reduces the proportion of nonnegotiable shares, but also weakens the founding families' motives to get benefits through high dividend distribution and reduces the difference in cash dividend distribution between founding family firms and non-founding family firms. In a whole, more cash dividends are distributed by family firms, the level of capital infiltration is also reduced.

Keywords: Founding Family Firms, Cash Dividend, The Split of Stock Ownership

JEL Classification: G32, G35, G38

(责任编辑:彭爽)

(上接第 102 页)

Dynamic Identification for Mechanism of Transformation in Strong and Weak Fisher Effect of China: Based on the Infinite-State Markov-switching VECM

Liu Yang^{1,2}, Chen Shoudong^{1,2} and Wu Ping^{1,2}

(1: Quantitative Economics Center of Jilin University; 2: Business School of Jilin University)

Abstract: This study extended the regime-switching cointegration model to investigate the time-varying characteristic of Fisher effect in China. Empirical results show that the weak Fisher effect exists for a long term and has been transferred many times into the strong Fisher effect driven by monetary policy. There is multi-risk for superposition of policy and market effects during the transition between strong and weak Fisher effects. The time-varying characteristic of Fisher effect represents that China's market environment of monetary policy has developed. The dynamic process of the conversion mechanism also shows that although the simple marketization of nominal interest rate alone is limited in reflecting the inflation expectations, the lag of monetary policy is reduced, the sustainability is improved and the ability to manage inflation expectations is enhanced. Overall, the periodical achievement of interest rate market-orient reform is significant and the nominal interest rate is able to effectively conduct monetary policy. But since the reform has not been completed, the nominal interest rate cannot conduct monetary policy smoothly yet.

Keywords: Fisher Effect, Regime-Switching Cointegration, Nominal Interest Rate, Inflation

JEL Classification: C32, E31, E52

(责任编辑:陈永清)