

论上市渠道对民营公司股利分配意愿的影响

郑蓉,刘琴

(西华大学 工商管理学院,成都 610039)

摘要:随着中小板与创业板市场的设立,尽管直接上市的民营企业越来越多,但买壳上市与IPO上市仍然同为民营企业进入股市的两大重要渠道。以A股民营上市公司为研究对象,通过对其在2003—2013年内股利分配意愿的实证研究发现,不同渠道上市的民营公司在股利分配意愿上存在显著差异。这一方面表现在买壳上市的民营公司中不分配任何股利的公司所占比远远高于IPO直接上市的民营公司,另一方面,有近50%的买壳民营公司长期处于不分配的状态。表面上看,财务状况与经营业绩的恶化是导致买壳民营上市公司分配意愿过低的直接原因,但实质上上市渠道的差异才是导致两类民营上市公司分配行为出现显著差异的最根本原因。因为买壳民营公司的业绩低下往往有其前期买壳交易遗留负担的影响;其次,国内民营企业在买壳时机上的刻意选择及买壳动机不良都将最终导致其分配意愿与原创民营公司间形成显著差异。鉴于此,对于长期亏损的买壳民营上市公司应尽快建立并完善相应的退市机制;对于非亏损的却长期坚持一毛不拔的民营上市公司则应加强半强制分红监管政策的改革和实施,从而严惩股市“铁公鸡”。

关键词:买壳民营上市公司;原创民营上市公司;股利分配意愿;上市渠道

中图分类号:F275;F832.5 **文献标志码:**A **文章编号:**1672-8580(2015)05-0070-10

一、问题提出

我国民营企业的上市渠道主要有两种:通过首次公开发行股票上市和通过购买壳资源买壳上市。首次公开发行上市,是指一家公司或企业通过证券交易所首次向社会公众公开招股发行,并以所筹资金直接上市。而买壳上市又称“逆向收购”,往往是由非上市公司先购买一家上市公司(壳公司)一定比例的股权,然后注入自己公司有关业务及资产,再由这家上市公司

基金项目:四川省教育厅重点项目(14SA0059);四川省川酒中心重点项目(CJZ14-03);
西华大学重点项目(ZW1421535)

作者简介:郑蓉,博士,副教授(Email:zhengrong_xhu@163.com)

(壳公司)逆向并购非上市公司,从而实现间接上市。由于我国股市最初是为国有企业的融资和脱困而设立的,因此早期上市的民营企业几乎是寥寥无几,直到1997年后上市的民营企业数量才开始逐渐增多。但在2001年前,每年买壳上市的民营企业都明显高于直接上市的民营企业^[1]。直到2003年末,A股上市的民营企业总共仅215家。但随着经济体制改革的深入及创业板、中小板的相继推出,通过公开首发方式直接上市的民营企业有了显著的增加。2010年末,通过IPO直接上市的民营企业就达到了697家,直接上市的民营企业总数已经超过了买壳上市的民营企业数。然而,对于民营企业整体样本内部构成结构的这种变化,没有引起国内研究者的重视。不论是对民营企业的业绩,还是对其股利分配的研究,大多是将民营企业作为一个整体进行抽样。从而导致随着不同样本中所抽取的不同上市渠道的民营企业所占比例不同,其相关的结论也迥然相异。如部分学者认为民营上市公司中不派现、低派现甚至不作任何分配的现象十分严重^[2]。但也有部分学者提出了几乎完全相反的意见。他们认为,不仅不作任何分配的民营上市公司的比例相对较低,而且直接以现金股利作为其股利分配主要形式的民营上市公司所占比例一直呈平稳上升的趋势,且该比例还相对较高^[3]。当然还有学者认为我国民营上市公司的主要股利分配偏好有两种:一种是不作任何分配,另一种是支付现金股利^[4]。对同一研究主体——民营上市公司,学者们就其股利分配特征的研究结论却如此迥异的根本原因在于样本抽样和分类上存在问题。由于不同阶段,民营企业上市的主要渠道不同,而相关的研究已经证明,不同渠道上市的民营企业的公司价值及企业的财务决策模式往往有着极大的差异^[5]。如果将财务行为与经营业绩截然相异的两类企业作为一个整体进行不分类的抽样,那么只要任何两次独立抽样中所抽取的不同类别的样本数量在总样本中所占比例有较大的差异,其得出的结论也必定大相径庭。鉴于此,本文拟将民营企业按其上市渠道的不同进行分类比较研究,考查上市渠道对民营企业的股利分配决策是否存在显著影响。如果其影响存在且显著,再研究其影响的机理或成因又是什么?本文的研究对股市上市制度与分红监管制度的改革,以及促进非公经济的健康发展有一定的参考意义。

二、研究设计

(一)研究假设

虽然IPO上市的成本相对较低,但其上市的门槛却相对较高,能通过IPO上市的企业公司治理结构和盈利能力普遍相对较好。因此,相较于买壳上市的民营企业,通过首次公开发行上市的民营企业不仅盈利水平普遍更高,而且其经营业绩更具持续性和稳定性^[6-7]。目前的研究还发现,IPO上市的民营企业的控股权与买壳上市的民营企业相比,相对更为集中^[8-9]。控股权的集中程度不仅影响企业经营业绩和财务行为,也决定了企业经营中究竟是协同效应还是壕沟效应占主导作用^[10-11]。因为通过公开首发上市的民营企业多数是家族集团中的佼佼者,上市既是其融资的手段,也是集团扩张和发展战略的一部分,集团的缔造者一般不可能为了短期的利益而置上市公司及集团未来的发展而不顾。而买壳上市的民营企业却主要是家族集团实现融资等财务利益的一种手段,控股股东对其长期经营发展的需求并不十分重视,导致了两类上市公司不仅在短期业绩水平上,而且在长期盈利能力上都有本质的差异。相关研究

证明,通过 IPO 上市的民营企业的盈利水平显著高于 A 股平均水平,而买壳上市民营公司的盈利水平却远低于 A 股均值^[12]。盈利能力本是影响股利分配与否与分配多少的最主要的因素^[13-14]。同时,通过 IPO 上市的民营公司的控股权都较为集中,其控股权与现金流的分离程度都较低^[15-16]。因此,从成长扩张的角度看,其发放股票股利的可能更大;从收益回报方式的选择上,由于其最优选择是通过控股权的共享收益来获取回报,因此其派现的可能更高。即其进行股利分配的可能性更大,不分配的可能性更低。而多数买壳上市民营公司的情况则恰恰相反。由于其业绩相对较差,亏损的机率更高,而亏损时国内上市公司一般是不会进行股利分配的。另外,其现金流权与控股权的较高的分离度导致其控股股东通过派现能获取的利益相对较低。尽管民营企业都热衷于送转股,但没有高成长支撑的送转目前也越来越不受市场的追捧了。即不论从业绩表现,还是从较高的两权分离度的影响,买壳上市民营公司不分配任何股利的可能性都相对较高。据此提出研究假设:直接上市民营公司的股利分配意愿显著高于买壳上市民营公司。

(二)变量的选择

本文主要是考查上市渠道对民营企业股利分配意愿的影响,但现有的研究成果表明,影响股利分配决策的因素很多,依各国企业经营的宏观微观环境的不同,影响其股利决策的主要因素也有所差异。而这些因素既是决定模型设立控制变量选择的重要因素,也是决定模型最终检验结果可靠程度的重要因素。Fama & Babiak、吕长江与韩慧博都认为企业的股利分配政策不仅取决于企业当期的盈利能力,还取决于前期的盈利水平,或是累计盈利水平^[17-18]。本文以普通股每股收益作为反映企业的当期盈利水平的控制变量。对于累积盈利能力的考查,为了避免后面回归检验时自变量的自相关问题,没有选用留存收益作表征变量,而是参照原红旗的研究,选择了每股公积金作为控制变量^{[19]94-109}。另外,尽管国内上市公司并不偏好现金股利分配,但 2000 年后半强制分红监管制度的推行使得现金股利分配、或现金股利加送转股的混合派现分配方式正在成为当前所有上市公司最重要的股利分配方式之一。有证据表明,企业是否拥有充足的货币资金已成为上市公司是否发放股利、以及发放多少股利的重要因素^[20],并且不同规模的企业,其业绩表现与财务行为也有很大的差异^[21]。按通常的作法,本文选择总资产的自然对数表示企业的规模。为了避免变量间的自相关,选择每股现金流而不是每股货币资金作为货币支付能力的表征变量。尽管国内上市公司普遍存在着股权融资的偏好,负债水平与股利政策不一定关。但考虑到研究对象是民营上市公司,其融资能力、融资渠道和经营的外部环境均不及国有上市公司,负债对其的硬约束力是依然存在的。因此,本文仍采用了 Kaylay 及 Jensen & Meckling 的观点:股利支付水平与其负债程度成反向变动关系^{[19]210-213}。仍将负债作为融资约束的重要控制变量加入模型当中予以考察。各变量的具体名称及定义如表 1。

(三)研究对象的界定

本文以民营上市公司为研究对象。广义上讲,民营上市公司包括所有非国有上市公司。既包括所有自然人控股的公司,也包括外资上市公司、非国有法人控股的公司和国家参股但不控股的公司。但由于外资企业的生存环境往往优于民营企业,没有面临像民营企业那么多的

表 1 变量定义表

变量名	变量解释
Dum	被解释变量,表示股利分配与否,为二元变量。分配时取 1,不分配时取 0。 $Dum = \ln[(P_i)/(1-P_i)]$, P_i 表示样本股利分配的概率, $1 \geq P_i \geq 0$ 。
KIND	解释变量,上市渠道,是名义变量。当民营企业为 IPO 直接上市时取 1,为买壳上市时取 0
CFLOP	每股现金流,控制变量,等于现金净流量与年末发行在外普通股总股数之商
EPS	基本每股收益,控制变量
RODEBT	资产负债率,控制变量,等于期末总负债与总资产之比
Reserved	每股公积金,控制变量, $Reserved = (\text{资本公积} + \text{盈余公积}) / \text{普通股总股数}$
Scale	样本规模,控制变量,等于总资产的自然对数
Year	年度虚拟变量,控制变量,

入市门槛与融资限制。因此,根据本文的研究目的,本文所选择的研究对象民营公司中不包括所有外资控股的上市公司。同时,根据上市渠道的差异,本文又将研究对象分成了原创民营上市公司和买壳民营上市公司两个类别。其中原创民营公司是指由自然人或民营企业发起上市民营公司,包括 IPO 方式下的直接控制上市与间接控制上市。而买壳民营公司是指民营企业通过购买国有上市公司的壳资源而间接获取上市资格的民营公司。

(四)样本的选择与数据来源

本文以 2003—2013 年间在 A 股上市的民营公司为研究对象,样本数据主要来自国泰安 CSMAR 数据库,并剔除了三类样本数据:(1)ST、PT 的公司;(2)金融类上市公司;(3)资料不全或分类划分不明确的公司。最后得到符合条件的 2003 年至 2013 年的分类样本总数分别为:196、268、243、348、436、508、608、684、903、1009 和 1063 个。本文全部分析通过统计软件 SPSS19.0 与 EXCEL 完成。

(五)实证模型

本文的研究主要按三个步骤展开:首先是对样本中两类民营上市公司历年的股利分配政策进行统计分析,发现各自分配上的特征;其次是利用独立样本检验来测试不同渠道上市的民营公司的主要控制变量是否存在显著差异;最后,因为研究对象在整个研究期内,直接上市公司与买壳上市公司的结构比一直处于不断变化的过程,为了更好地反映上市渠道因素在各个年度民营公司分配样本的影响,本文在参照原红旗 2004 年的模型设计的基础上,考虑到上市渠道对民营公司各主要回归的控制变量可能存在的影响,于是在回归分析中加入与上市渠道 Kind 与各主要控制变量的交叉相乘变量以考查变量间相互作用带来的影响。最终建立的 Logist 回归模型如下:

$$Dum = \beta_0 + \beta_1 KIND + \beta_2 RODEBT + \beta_3 EPS + \beta_4 Reserved + \beta_5 CFLOP + \beta_6 Scale + \beta_7 KIND * RODEBT + \beta_8 KIND * EPS + \beta_9 KIND * Reserved + \beta_{10} KIND * CFLOP + \beta_{11} Kind * Scale + \beta_{12} Year + \epsilon \quad (1)$$

三、实证结果与分析

(一)上市渠道影响的初步检验

1.不同渠道上市公司分配意愿特征比较

表 2 历年不分配企业占比统计表

年份	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
原创民企	36.84%	31.43%	38.73%	31.31%	25.00%	24.93%	25.14%	20.78%	16.32%	16.68%	14.86%
买壳民企	55.56%	47.31%	54.46%	58.21%	54.61%	58.28%	59.89%	59.14%	58.30%	43.36%	42.97%

如果以 A 股市场全部上市公司的不分配公司所占比为参照,那么两类不同渠道上市的民营上市公司的表现可谓是泾渭分明。在整个观察期内,买壳民营公司不分配公司所占比一直遥遥领先。尽管从 2011 年起,两种类型中不分配的民营公司所占比都有了明显下降的趋势。但即使到 2013 年,买壳民营公司中不分配的上市公司所占比仍高达 42.97%,而此时原创民营上市公司中不分配公司所占比仅为 14.86%,这一水平也显著低于同期 A 股平均不分配公司所占比^[2]。而不分配买壳民营公司的比例一直都在 50%左右徘徊,即观察期内每年都有近一半以上的买壳民营公司不进行任何股利分配。这表明买壳民营公司的分配意愿明显低于原创民营上市公司。

2. 上市渠道对民营公司不分配频数的影响

表 3 不分配频数比较表^①

不分配频数	买壳民营上市公司			原创民营上市公司		
	公司家数	观察值	占样本百分比	公司家数	观察值	占样本百分比
1 次	15	15	8.77%	74	74	16.93%
2 次	9	18	5.26%	28	56	6.41%
3 次	14	42	8.19%	19	57	4.35%
4 次	24	96	14.04%	13	52	2.97%
5 次	24	120	14.04%	12	60	2.75%
6 次	43	258	25.15%	8	48	1.83%
7 次	41	287	23.98%	21	147	4.81%
分类样本总数	170	836	99.42%	175	494	40.05%

从表 3 可以明显看出,买壳上市民营公司中,几乎所有企业都有过不分配的经历,其不分配公司数占样本总数的 99.42%,而原创民营上市公司的这一比例仅为 40.05%,即有近 60%的原创民企从未有过不作任何股利分配的经历。从不分配频数结构比看,随着不分配频数的增高,买壳民营公司所占比例总体有逐渐增加的趋势,有过 6 次及 7 次不分配经历的买壳民营上市公司数占到了样本总数的 49.11%,即有近 50%的买壳民营上市公司几乎处于长年不分配的状态。而与此形成鲜明对比的是,随着不分配次数从 1 次增加到 6 次,原创民营公司不分配公司所占比基本是呈直线下降态势,有过三次或三次以上不分配经历的原创民营上市公司仅占样本 16.7%,绝大多数原创民企倾向于分配(约占 60%),或偶尔不分配(约占 23.34%)。两类民营公司在不分配股利的意愿上差异显著。

3. 不同渠道上市民营公司主要财务指标差异比较

表 4 的比较结果清晰地表明,原创民营上市公司的盈利能力、单位派现水平和累计盈利能力都在 1%的统计水平上显著高于买壳民营上市公司,而负债水平又在 1%的统计水平上显著地低于后者。每股现金流量与企业规模的均值比较结果均不显著,但原创民企的平均货币

支付能力仍略高于买壳民企,且规模也相对大一些。这从一定程度上反映了上市渠道差异对民营公司的业绩水平、资本结构及分配能力的显著影响。

表 4 原创与买壳民营公司主要财务指标的独立样本检验

	t	Sig 值	均值差
CFLOP	0.844	0.399	0.023
RODEBT	-3.681	0.000	-1.006
EPS	10.895	0.000	0.192
Reserved	7.221	0.000	0.340
Scale	0.408	0.683	0.015

4.分配企业与不分配企业的差异分析

表 5 分配与否的独立样本检验

	原创民营组			买壳民营组		
	t	Sig 值	均值差	t	Sig 值	均值差
CFLOP	14.403	0.000	0.343	6.734	0.000	0.361
RODEBT	-3.714	0.000	-0.347	-3.261	0.001	-1.306
EPS	5.449	0.000	0.197	12.833	0.000	0.335
Reserved	5.461	0.000	0.355	2.998	0.003	0.226
Scale	5.565	0.000	0.316	12.409	0.000	0.631

从表 5 可以清楚地看到,不论是买壳民营上市公司还是原创民营上市公司,其不分配组与分配组的各项财务指标均在 1%的统计水平上具有显著差异。分配组的每股盈利水平、货币支付能力、累计分配能力及规模均显著高于不分配组,且负债比显著低于后者。这说明分配组的整体业绩水平及财务指标显著优于不分配组,民营上市公司的股利分配与否的决策并非偶然或随意而为,有其必然的影响因素。

(三)回归分析

考虑到民营企业在整个观察期间原创民营公司与买壳民营公司间数量的对比关系有很大的变化,而两者数量对比关系的变化很可能对模型的回归结果产生较大的影响。由于 2004 年与 2009 年分别是中小板与创业板设立的两个年度,若以这两年为民营企业上市渠道方式转变的重要分界点,那么在这两个分界点前后,不同渠道上市民营公司的数量对比关系应该有较为明显的差异。于是,在表 6 的回归中,本文以 2004 年和 2009 年为研究时段划分的分界点,将样本分为三个时间段进行回归:分别是中小板设立之前(即 2003 年),中小板设立后创业板设立前的阶段(即 2004—2008 年),及第三个阶段是创业板设立之后(即 2009—2013 年)。最后进行的是全样本的回归检验。

回归结果显示,总体回归的 Cox & Snell R² 及 Nagelkerke R² 基本都在 0.3 至 0.5 之间,拟合效果较好。所有分组样本及全样本的回归结果中,上市渠道 Kind 的回归系数均在 1%的统计水平上显著为正,这表明上市渠道的差异对民营公司的分配意愿有显著影响。由于 $Dum = \ln \left[\frac{Pi}{1-Pi} \right]$, 将各自变量的总体样本均值代入原方程,Kind 取 1 与取 0 时的差值正好为 40.26%。这表明原创民营上市公司进行股利分配的可能性比买壳民营上市公司高出 40.26%,

原假设成立。规模、负债水平都对民营企业的分配意愿有显著的影响,但 Kind 与各交叉变量的回归结果只有上市渠道与规模的相互作用全部都显著。每股收益与上市渠道的交叉回归结果都为正,但这一结果只有第二个阶段和全样本的回归结果具有统计显著性。与每股收益的回归系数的绝对值比较,可以看出,尽管上市渠道对民营企业分配与否有显著的影响,但每股收益仍是决定企业分配与否的最为重要的因素。

表 6 回归结果

变量	分配意愿			
	2003 年	2004-2008	2009-2013	全样本
Constant	-24.744*** (-4.92)	-18.072*** (-7.321)	-18.018*** (-7.02)	-15.679*** (-8.439)
KIND	6.482** (2.319)	5.447** (2.219)	7.355** (2.28)	5.626*** (3.229)
EPS	9.554*** (7.516)	7.565*** (5.08)	3.433*** (5.885)	6.894*** (9.848)
KIND *EPS	0.164 (0.081)	2.298** (4.205)	0.011 (0.002)	1.348** (3.177)
RODEBT	-0.785*** (-3.739)	-0.374*** (-3.694)	-0.260** (-2.138)	-0.370*** (-5.137)
KIND *RODEBT	0.114 (0.275)	0.072 (0.517)	-0.080 (-0.485)	0.027 (0.268)
Reserved	-0.122 (-0.842)	-0.060 (-0.995)	-0.119 (-0.806)	-0.007 (-0.154)
KIND * Reserved	0.122 (0.456)	0.177 (1.4)	0.266*** (1.562)	0.114 (1.442)
Scale	1.145*** (4.647)	0.829*** (6.909)	0.755*** (4.655)	0.765*** (8.88)
KIND *Scale	-0.799** (-2.286)	-0.343** (-2.096)	-0.412** (-2.02)	-0.343*** (-2.98)
CFLOP	0.298 (0.813)	0.186 (0.828)	0.226 (1.459)	0.257*** (3.255)
KIND * CFLOP	-0.016 (-0.46)	-0.029 (-1.266)	-0.011 (-0.005)	0.076 (-1.509)
Year	/	/	/	Yes
Cox & Snell R ²	0.413	0.305	0.306	0.308
Nagelkerke R ²	0.557	0.389	0.387	0.401

注:括号内数字为 z 统计值 *、**、*** 分别表示在 0.1、0.05 和 0.01 的统计水平下显著

(四) 稳健性检验

为了保证回归结果的稳健性,笔者又分别按两种方法进行了稳健性检验:其一分别按年对民营样本数据做了截面回归,其二是去掉上市渠道与各主要控制变量的交叉相乘变量再次进行回归,回归结果与表 6 的结果基本相似。结合两次稳健性检验的结果,笔者认为上述研究

结论具有统计上的可靠性。

四、研究结论与启示

(一)原创与买壳民营公司股利分配意愿差异的成因分析

本文的研究结果表明,原创民营公司和买壳民营公司在股利分配的意愿上存在显著差异。研究期内,近50%的买壳民营公司长期处于不分配的状态并非其主观恶意所为。表面上看,财务状况与经营业绩的差异是导致买壳民营上市公司分配意愿过低的直接原因,但通过前述实证分析比较则发现,上市渠道的差异才是导致两类民营上市公司分配行为与财务业绩出现显著差异的最根本原因:首先,买壳民营公司往往受其买壳形成的历史负担的拖累。买壳上市民营公司所购的“壳”的前身都是国有上市公司,并且这些公司往往都是长期经营不善而被迫出售的。不过,因国内资本市场的壳资源十分紧缺,本身实力不是特别突出的民营企业要入市就不得不支付与壳资源本身价值极不相符的巨资才能获取这“难得的”上市资格。耗巨资购买壳资源本已使买壳的民营企业大伤元气,而上市后还需要继续注资才有“起死回生”的可能,若再欲在短期内与同期IPO直接上市的绩优原创民营上市公司分庭抗衡则更上难上加难。可见,尽管两类民营上市公司的产权性质、治理结构和所面对的宏观政策经济政策都极为相似,但在上市的那一天起,他们的起跑线就已经不同,这造就了它们今后在财务行为与经营业绩上的众多差异。其次,很多民营上市公司的买壳方往往在行业景气度最高的阶段去策划买壳,并且为了在谈判中处于有利地位,往往有粉饰业绩、调节利润的行为。由于买壳前透支了企业未来的业绩,所以必定连累后期的业绩水平与利润分配,造成买壳后的表现往往不尽如人意。最后,买壳上市的动机不良是导致买壳上市公司经营普遍失败的最根本的一个原因。许多民营企业在上市之前就抱着买壳投机的思想。买壳是手段,但却不是通过上市更好地经营、持续发展和成长的手段,而是通过买壳入市实现恶性圈钱的手段。也正是如此,才导致国内市场的“壳”资源即使价格远超所值,购壳者仍趋之若鹜。可见,国内资本市场上,壳资源购置的主要意义并不在于壳公司的经营,而在于“壳”自身所具备的潜在功能及资本运作的效应。

(二)相关的启示与建议

作为两种不同的上市渠道,首次公开发行上市与买壳上市是各有利弊,分别适合于具有不同需求和资质的企业。尽管在当前国内资本市场上,对于壳资源的过度投机和资本运作严重地损害了广大投资者的利益,破坏了国内股市正常的融资和分配秩序,但作为IPO直接上市渠道的重要补充方式,买壳上市仍有其存在的合理性。管理当局所需做的不是压制这一上市方式而是对其进行有效地管理和引导。研究发现,买壳民营公司作为不分配现金股利的典型代表,其不分配的公司主要分为两类:一类是长期亏损的买壳公司,另一类即使并未亏损仍长期坚持一毛不拔的公司。因此,笔者认为,针对第一情形首先应加快建立全方位的退市机制。股市上大量垂而不死的ST、PT企业严格扰乱了资本市场优胜劣汰的竞争秩序。在整个A股市场上迅速建立并实施了有效的退市机制,才能使有中国特色的ST制度退出中国股市的舞台,消除我国资本市场上长期存在的众多业绩不良的壳公司病态挣扎的现象,也避免这类

壳资源继续祸害资本市场。对于第二类并未亏损有能力分红却长期不分红甚至是从不分红的公司应制定出相应的更为强硬的分红管制措施。当前与配股增发相关的半强制分红政策对上市公司的派现虽有一定的促进作用,但如果该公司并不想通过股市再融资而只将壳公司作为一个质押担保的工具,现行的半强制分红政策则显得无能为力了。因此,证监部门应从两个角度入手,一方面是从法规制度上对壳资源用于质押担保的频率和金额做出一定的限制,特别是对于长期不分红又不断被质押担保的壳公司应有具体的处理措施,以防止买壳公司的控股股东不顾上市公司经营发展前景,对壳资源过度运作和不当地利用。当然在严惩股市“铁公鸡”的同时,也要兼顾企业的成长性资金需求,既制定出更为合理的定性与定量指标相结合的分红监管考核制度,也要防止上市公司为了下一次圈钱而有目的地突击分红。

注释:

①表3中“占样本百分比栏”是通过所对应不分配频数的公司家数除以该类公司观察期内的样本总数。

参考文献:

- [1] 谢玲芳,朱晓明.中国民营企业上市前后绩效变动的实证研究[J].当代经济科学,2005,(1):1-10.
- [2] 孙鹏程.基于代理理论的民营上市公司股利政策研究[D].中南大学,2006.
- [3] 邹敦华.民营上市公司的股利分配政策及其改进建议[J].经济师,2007,(5):82-83.
- [4] 李翠霞.对我国民营上市公司的资本结构和股利政策的实证研究[J].计划与市场探索,2004,(2):67-68.
- [5] 王化成,裘益政,尹美群.控股股东与公司绩效——民营上市公司与国有上市公司的对比分析[J].山西财经大学学报,2007,(6):60-68.
- [6] 谢百三,谢曙光.关于中国民营上市公司低绩效问题的深层思考[J].财经科学,2003,(1):32-36.
- [7] 孙蔚.我国证券公司的上市途径选择及绩效差异分析[J].经济纵横,2009,(6):104-106.
- [8] 苏启林,朱文.上市公司家族控制与企业价值[J].经济研究,2003,(8):36-45.
- [9] 库东月.民营上市公司家族控制权特征与超额现金持有[D].湖南大学,2010.
- [10] Jensen,M.C.and W.H.Meckling.Theory of the firm:Managerial behavior,agency costs and ownership structure[J].Journal of financial economics,1976,(4):305-360.
- [11] 李增泉,孙铮,王志伟.“掏空”与所有权安排——来自我国上市公司大股东资金占用的经验证据[J].会计研究,2004,(12):3-14.
- [12] 宋献中,罗晓林.民营上市公司财务状况及股利分析[J].四川会计,2003,(5):16-17.
- [13] John Lintber.Distribution of incomes of corporations among dividends,retained earnings,and taxes [J].American Economic Review,1956,(2):97-113.
- [14] ROSS WATTS.The Information Content of Dividends[J].Journal of Business,1973,(2):191-211.
- [15] 郑蓉,干胜道.民营公司上市渠道选择的背景、动机及影响研究[J].西南金融,2014,(11):27-30.
- [16] 宋玉,李卓.最终控制人特征与上市公司现金股利政策[J].审计与经济研究,2007,(5):106-112.
- [17] FAMA,ENGINE F.and HARBEBY BABBIAK,Dividend Policy:An Empirical Analysis[J].Journal of the American Statistical Association,1968,(324):1131-1161.
- [18] 吕长江,韩慧博.股利分配倾向研究[J].经济科学,2001,(6):45-52.
- [19] 原红旗.中国上市公司股利政策分析[M].北京:中国财政经济出版社,2004.

- [20] 杨淑娥,王勇,白革萍.我国股利分配政策影响因素的实证分析[J].会计研究,2000,(2):31-34.
- [21] AVNER KEYLAY.The Ex-Dividend Day Behavior of Stock Prices:A Re-Examination of the Clientele Effect[J].Journal of Finance,1982,(4):1059-1070.
- [22] 郑蓉,干胜道.不同渠道上市民营企业现金股利分配比较研究[J].经济与管理研究,2013,(2):105-112.

责任编辑:万东升

The Impact of Listing Channels on the Private Companies' Dividend Distribution Will

ZHENG Rong, LIU Qin

(Management School, Xihua University, Chengdu 610039)

Abstract: The establishment of SME board and GEM board makes more and more private enterprises enter the market through direct listing, but the RTO and the IPO are still two major channels for the private enterprises to enter the stock markets. This paper makes a comparative empirical research on the dividend data of private companies from different listing channels between the year of 2003 and 2013. It found that private companies listed with different channels have a significant difference in the dividend distribution will. One difference is the ratio that does not assign any dividends in private listed shell companies is much higher than that in original private listed companies. On the other hand, nearly 50% private listed shell companies do not pay any dividends in a long time. On the surface, the deterioration of the financial condition and results of operations are the direct cause for private listed shell companies' too low distribution will, but in fact, the most fundamental reason is from the difference between two types of channels of the listed private listed companies. Because poor performance of private listed shell companies can always be ascribed to effect of early backdoor listing. Secondly, domestic private enterprises always choose the listing time deliberately, and hold bad motives for backdoor listing, which will eventually lead to the will of their allocation quite different. In view of this, the paper concludes that effective delisting mechanism should be established for those long-term loss private companies as soon as possible. But strengthening reform on half-mandatory dividend regulatory policy is necessary for those non-loss stingy companies.

Key words: back-door listed private companies; original private listed companies; dividend distribution will; listing channels