



IPO 股利承诺制度与投资者保护 ——基于一个准自然实验

马鹏飞¹, 隋聪²

1 吉林大学 商学与管理学院, 长春 130012

2 大连海事大学 航运经济与管理学院, 辽宁 大连 116026

摘要: 分红权作为投资者的基本权利, 对投资者尤为重要, 但一些上市公司的非理性分红行为对投资者的利益造成侵害。为此, 证监会于2011年提出IPO股利承诺制度, 要求首次公开发行上市的公司招股说明书中对上市后3年的股利分配做出自愿性承诺。同时, 上海证券交易所和深圳证券交易所规定, 控股股东在上市前取得的股份在上市后3年内不能自由流通。

基于这样的制度背景, 以IPO股利承诺制度的推出作为准自然实验, 研究IPO股利承诺制度的投资者保护效应及其作用机制, 并检验政策的传导路径。选取2006年至2018年A股上市公司作为研究样本, 结合IPO股利承诺制度要求披露的、控股股份无法公开流通的两个“3年”特征, 将上市不足3年的公司作为实验组, 建立双重差分模型展开分析。

研究表明, IPO股利承诺制度存在两种保护投资者利益的方式, 可归纳为增加收益和抑制掏空; 该制度显著降低了实验组公司的现金股利水平, 是因抑制掏空效应较强所导致的, 不代表制度失效; 政策效应在国有公司中表现为增加收益, 在非国有公司中表现为抑制掏空。进一步检验发现, 随着公司上市年龄的增加, 政策效应出现衰减, 在上市满3年后彻底消失。并且, 股利承诺力度与上市后的股利支付水平显著正相关, 说明股利承诺内容对上市后的股利分配具有约束作用, 存在IPO股利承诺制度—上市公司股利承诺内容—上市后实际股利分配的政策传导路径。

对投资者有益的现金分红需要行政监管引导, 是提高投资者保护水平的结果, 研究结果从这一视角赋予结果模型新的内涵, 为金融监管的深化改革提供实证支持, 为股利理论的深入研究提供补充。

关键词: 股利承诺; 投资者保护; 掏空; 现金股利; 金融监管

中图分类号: F275

文献标识码: A

doi: 10.3969/j.issn.1672-0334.2023.02.008

文章编号: 1672-0334(2023)02-0116-17

引言

不足和过量是公司分红中的两个极端, 危害投资者的利益。就不足而言, LA PORTA et al.^[1]的替代模型认为, 上市公司支付现金股利可以弥补法律制度的部分缺陷, 因此, 现金股利能够保护中小投资者的

利益。但在一些法律制度不完善的国家, 上市公司往往不愿意支付现金股利。为应对这一现象, 许多国家采取强制性股利监管措施, 并取得一定效果^[2-3]。就过量而言, 袁天荣等^[4]的研究表明, 由于控股股东的股份无法上市流通, 他们更希望通过现金股利收

收稿日期: 2021-04-09 **修返日期:** 2021-11-02

基金项目: 教育部人文社会科学重点研究基地重大项目(22JJD790066); 国家自然科学基金(71971034)

作者简介: 马鹏飞, 经济学博士, 吉林大学商学与管理学院讲师, 研究方向为公司金融和金融市场等, 代表性学术成果为“股利折价之谜——基于大股东掏空与监管迎合的探索”, 发表在2019年第3期《南开管理评论》, E-mail: mapengfei15@163.com

隋聪, 工学博士, 大连海事大学航运经济与管理学院教授, 研究方向为金融工程和金融市场等, 代表性学术成果为“银行间债务网络流动性差异对风险传染的影响”, 发表在2020年第3期《管理科学学报》, E-mail: suicong2004@163.com

回创业成本,迫使上市公司支付超过自身承受能力的现金股利,产生负向作用。可见,分红不足往往体现出上市公司重融资、轻回报的态度,分红过量则是控股股东侵占公司利益的表现。因此,适当的现金股利不能只靠市场调节,科学的监管必不可少。

2011年11月,中国证券监督管理委员会(以下简称证监会)提出IPO股利承诺制度(以下简称股利承诺制度),要求首次公开发行上市的公司招股说明书中对上市后股利分配做出自愿性承诺,披露未来3年的股东回报计划。根据上海和深圳两个证券交易所的规定,对于上市不满3年的公司,其控股股东在上市前取得的股份无法公开流通。因此,股利承诺制度要求披露的、控股股份无法公开流通的两个“3年”特征存在重叠。已有研究发现,控股股东与监管层在制定股利政策时存在博弈^[5]。一些控股股东不希望上市公司派现,以保留更多现金供其侵占;还有一些股东倾向利用高额派现实施掏空。监管层既要提高上市公司的股利支付意愿,增加投资者收入,又要防止控股股东以监管迎合为“面具”进行隧道挖掘。因此,IPO股利承诺制度对A股上市公司的分红行为产生什么样的影响,能否保护投资者的利益,亟须对该制度进行深入研究。本研究利用准自然实验的研究方法对此展开分析,以期对金融监管的深化改革提供实证支持,为股利理论的深入研究提供补充。

1 相关研究评述

1.1 股利监管政策的实施效果

替代模型认为现金股利是一种可以弥补法律不足的投资者保护办法,这对一些新兴市场尤为重要,如巴西、智利、哥伦比亚和希腊等均采取强制性分红监管政策。DASILAS et al.^[2]以雅典证券交易所上市公司为例进行研究,发现在希腊强制性分红制度和股权高度集中的背景下,公司股利的增加(减少)能够获得正(负)向市场反应,现金股利具有信号传递作用;MARTINS et al.^[3]发现在巴西实施强制性分红政策后,公司的总体股息支出有所增加,但是并没有导致投资不足,由此认为巴西的强制性分红政策有效。与这些国家不同,中国采取的股利监管措施既非强制性的,也非放任不管的,而是介于二者之间的半强制监管政策。2006年和2008年,中国相继出台的将上市公司现金股利与公开股权再融资资格挂钩的规定,被视为半强制分红监管的开端^[6]。

在中国特有的分红监管体系下,股利监管迎合理论也应运而生。王志强等^[7]认为,资本市场的再融资资格可以被认为是一种具有价值的期权,这种再融资期权的价值会使有再融资意愿的上市公司刻意分配现金股利以满足监管,即采取监管迎合策略;魏志华等^[8]的研究表明,半强制分红政策可能通过两条途径影响上市公司分红行为,其一是再融资资格,其二是监管压力。一些上市公司为获取再融资资格,采取门槛股利策略,即分配的现金股利刚好达到再

融资资格门槛;还有一些上市公司迫于监管压力,采取微股利策略,即仅分配很少的现金股利,表面上重视对股东的回报。刘星等^[9]认为,上市公司会结合自身的再融资意愿和监管要求,决定是否进行股利分配和股利分配水平。

在实施效果方面,一些研究认为半强制分红政策不仅没有起到积极作用,反而带来了负面影响。如李常青等^[6]研究发现,半强制分红监管对具有潜在再融资需求的成长型或处于竞争行业的上市公司存在负向作用,导致监管悖论;TAO et al.^[10]认为,无再融资需求的上市公司股利增加与未来收益增长保持一致,但有再融资需求的上市公司则不会,这是因为有再融资需求的上市公司增加股利可能向市场传递需要进行再融资的信号,发放的现金股利被视为股权融资成本。也有一些研究认为半强制分红政策仅能起到部分积极作用,如魏志华等^[11]的研究表明,半强制分红政策显著提高了具有再融资动机的上市公司的分红意愿和分红水平,但是迎合监管而支付现金股利的动机削弱了信号传递理论和自由现金流理论在中国的有效性;WEI et al.^[12]发现,半强制分红政策仅仅能够抑制低股利公司的过度投资,而无法抑制非股利支付公司的过度投资。还有一些研究认为半强制分红政策能够发挥积极作用,为市场带来正向影响。如马鹏飞等^[5]分析上市公司的监管迎合行为对股利折价现象的影响,发现上市公司的监管迎合能够传递合规性信号并获得投资者认可,这一观点不支持监管悖论。

1.2 大股东在股利分配中的作用

早期研究认为,大股东与小股东之间存在代理冲突^[13]。当大股东的所有权超过一定水平时,就能获得足够的控制权,他们更倾向于以牺牲小股东权益为代价追求私人利益^[14]。控股股东可以通过关联交易、公司间借贷、现金储备或低价值投资攫取公司利益^[15-17],而现金股利与大股东的关系主要围绕替代模型和结果模型进行讨论。替代模型认为,当法律制度对投资者保护不足时,现金股利能够替代法律的保护作用,缓解大小股东之间的代理冲突;结果模型认为,当法律制度对投资者保护较好时,上市公司更愿意发放现金股利,现金股利是投资者保护完善的结果^[1]。FACCIO et al.^[18]认为,如果控股股东能够从公司的现金流和控制权中获益,他们将不愿意将现金平均分配给所有股东;GUGLER et al.^[19]发现德国公司的股权集中度相对较高,代理冲突主要在大股东与小股东之间,现金股利可以减少公司内部资金,降低大股东的自由裁量权。而股利减少暗含大股东对小股东的攫取增加,导致负面市场反应。BERZINS et al.^[20]利用大股东持股比例衡量大股东与小股东的冲突水平,发现股东冲突越严重,股利支付越高,后续中小股东认购的新股资金也越多。大股东自愿使用股息来减少代理冲突和建立信任,而不是追逐私利。

实际上,现金股利缓解代理冲突的作用应当有一

个前提,即股利分配对于大小股东绝对公平。但现实中往往不是这样,大股东在股利分配中的收益可能高于小股东,主要源于两方面:第一,控股股东取得股权的成本较低(特别是IPO前取得的股份),且股权的流动性较差。袁天荣等^[4]认为,如果大股东持有的股票不能在二级市场上流通,大股东无法通过流通市场收回其创业投资,只有通过不断地高派现来快速收回创业成本。并且,由于流通股股东取得股票的价格远远高于非流通股股东,在每股现金股利相同的情况下,流通股股东的投资收益率远远低于非流通股股东^[21]。张路等^[22]从超募资金的视角研究上市公司股利政策,发现超募资金为上市公司发放现金股利提供资金源,与现金股利存在正向关系。随着大股东持股比例的提高,这种正向关系得到强化,说明大股东攫取上市公司和中小股东利益的情况严重。第二,控股股东能够决定股利分配时机,中小股东只能被动接受。郑国坚等^[23]的研究表明,当大股东陷入财务困境时,掏空公司的动机更加强烈;祝继高等^[24]研究金融危机对上市公司股利支付的影响,认为尽管在金融危机期间上市公司会减少股利支付以应对未来的不确定性,但是非流通股比例高的上市公司仍然支付更多现金股利,以满足非流通股股东对现金的需求。股利支付的市场反应较差,反映出中小股东对大股东侵占行为的担忧。

大股东利用现金股利掏空公司的动机也越来越被认同。黄娟娟等^[25]的研究表明,从价值最大化的意义上说,A股上市公司在股利支付方面不是公众公司,而是大股东的私人公司。此后的研究发现,股权分置改革虽然优化了股权结构,但股权结构仍然存在问题,即股权集中度较高,制定的股利政策倾向于维护大股东的利益^[26]。ATANASSOV et al.^[27]认为,与以往转让定价、金字塔结构、公司间贷款和直接窃取相比,有限合伙股东更可能利用现金股利进行掏空;CHU^[28]研究发现,股东与债权人的冲突导致公司以超额支付股息的形式从债权人向股东转移财富;WEI et al.^[12]也验证,股权代理冲突是中国现金股利支付的重要驱动力。

1.3 IPO 股利承诺制度

王国俊等^[29]首先对股利承诺制度进行分析,研究股利承诺情况对IPO过会率和新股折价率的影响,发现承诺分红比例高的公司更容易被证监会批准上市。投资者除了关心承诺比例外,对承诺的附加条件也很在意,承诺比例高且不附加条件的公司上市后业绩表现会更好。王国俊等^[30]发现承诺比例高的公司,倾向于操控盈余项目进行负向盈余管理,常常利用打折和赊销等办法进行销售,提高公司利润的动机较弱,并通过过度关联交易向母公司输送利益。

总体而言,对股利承诺制度的研究仍需进一步深入。首先,已有研究没有将IPO股利承诺与上市后3年的控股权特征相联系。由于上市后的3年,控股股东在上市前取得的股份无法公开流通,现金分红成为其利用股权套现的主要手段,而股利承诺制度又

恰好要求在招股说明书中对未来3年的分红计划进行承诺。可见,当控股股东不能抛售股票的3年禁令与上市公司对分红的3年承诺相重合时,其股利政策更加值得研究。其次,已有研究没有将上市公司的股利承诺内容与上市后的实际现金股利分配相联系。这个联系是股利承诺制度有效实施的前提,如果上市公司的股利承诺内容与上市后实际现金股利分配没有相关关系,股利承诺制度的实施效果也就无从谈起。最后,已有研究仅选取从2011年至2012年IPO过会和上市公司的数据,样本代表性较弱。尽管王国俊等^[29]认为,2014年IPO重启之后的新股发行制度与之前有较大差异。但实际上,IPO重启后上市公司仍然被要求在招股说明书中详细阐述未来3年的分红计划以及最低现金分红比例。目前,股利承诺制度已实施较长时间,截至2018年12月31日,1361家上市公司受该政策影响,远远超过已有研究的样本量。样本量的扩大,为引入双重差分方法分析政策的实施效果提供了前提条件。

2 理论分析和研究假设

IPO股利承诺制度于2011年11月提出,在之后的《关于进一步落实上市公司现金分红有关事项的通知》(以下简称《通知》)中进一步规定,其内容是,要求首次公开发行上市的公司招股说明书中对上市后股利分配做出自愿性承诺,披露未来3年的股东回报计划。同时,根据《上海证券交易所股票上市规则》和《深圳证券交易所股票上市规则》的规定,通常情况下,控股股东和实际控制人应当自发行人股票上市之日起36个月内不进行转让或委托他人管理其已直接或间接持有的发行人股份,即控股股东上市前取得的股份在上市后3年内无法公开流通。可见,股利承诺制度要求披露的、控股股份无法公开流通的两个“3年”特征存在重叠。围绕这样的制度背景,本研究将股利承诺制度推出后发行上市且上市不足3年的公司作为研究对象,对政策的实施效果展开深入分析。

2.1 IPO 股利承诺制度的增加收益效应

《通知》强调现金分红的重要性,如“现金分红是实现投资回报的重要形式,更是培育资本市场长期投资理念,增强资本市场活力和吸引力的重要途径”。2006年和2008年证监会相继出台两项政策,将现金股利与公开市场股权再融资资格挂钩,被视为中国半强制分红的开端^[6]。半强制分红政策的初衷就是破除A股市场长期存在的重融资、轻回报现象,在该政策影响下,A股上市公司的股利支付意愿和股利支付水平均有一定幅度的上升^[31]。实际上,从2000年以来,证监会一直在努力提高上市公司现金分红意愿,股利承诺制度更是将对分红的监管放到IPO发行审核的过程中。IPO作为公司走向公开股权融资的必经之路,对公司而言意义重大。申请上市的公司为了成功过会,必然全力满足证监会一系列的监管要求。王国俊等^[29]发现,IPO股利承诺比例越高,

越容易被证监会批准上市。

但是股利支付水平的提高不能等同于投资者受益。刘孟晖等^[32]将公司派现分为正常派现和异常派现,并认为只有正常派现才是理性派现范畴。正常派现会提升代理效率和公司价值,是一种兼顾投资者回报和发展能力的派现行为,是上市公司规范化利润分配的必要途径。徐寿福等^[33]的研究表明,只有正常派现才能显著提升公司绩效,异常高派现没有这种效应。因此,适度的现金股利不仅能保护中小投资者的利益,而且有助于提高公司价值。本研究以理性派现视角研究股利承诺制度的增加收益效应,因此提出假设。

H₁ IPO 股利承诺制度能够显著提高上市公司的理性派现意愿,存在增加收益效应。

2.2 IPO 股利承诺制度的抑制掏空效应

陈信元等^[34]认为,由于第一大股东持有的股份无法流通,使他们缺乏动机抬高股价。第一大股东通过高额派现合法取得现金,又能够避免股份被摊薄。李茂良^[35]检验股票流动性对上市公司现金股利的影 响,发现支付意愿和支付水平都随股票市场流动性的降低而显著提高。可见,股票不能流通,使控股股东产生通过分红获取现金流入的动机。而超能力派现(也称异常高派现或非理性分红)常常被认为是控股股东利用现金股利实施掏空的手段^[4]。邓建平等^[36]发现,上市公司的非理性分红与控股股东持股和非流通股比例成正比。说明由于控股股份的非流通性,使控股股东倾向于通过非理性分红掏空公司的经营成果。之后的研究表明,非流通股比例的增加导致创始人控制的家族公司通过高比例派现进行增值变现的动机加强^[37]。股东与债权人的冲突使公司以超额支付股息的形式从债权人向股东转移财富^[28],异常高派现会降低公司的代理效率,损害公司绩效和价值^[32-33]。马鹏飞等^[5]认为,超能力派现作为大股东掏空的表现之一,损害股利支付公司的市场价值,是股利折价现象产生的根源。

尽管《通知》没有要求上市公司对是否不进行超能力派现进行承诺,但也提出分红应坚持合理性。如“随着上市公司的成长和发展,给予投资者合理的投资回报,为投资者提供分享经济增长成果的机会,是上市公司应尽的责任和义务”“拟发行证券的上市公司应制定对股东回报的合理规划,对经营利润用于自身发展和回报股东要合理平衡”等。《通知》还指出:“分红回报规划应当着眼于公司的长远和可持续发展”。因此,该规定并非单一地要求上市公司多分红,而是要求上市公司合理地进行分红。在这一要求下,很多上市公司自愿对此进行承诺。如杰恩设计(300668.SZ)在其招股说明书中指出:“公司利润分配不得超过累计可分配的利润范围,不得损害公司持续经营能力”(见《深圳市杰恩创意设计股份有限公司首次公开发行股票并在创业板上市招股说明书》)。可见,股利承诺制度在一定程度上约束控股股东利用超能力派现实施隧道挖掘的行为。本研

究以超能力派现视角研究股利承诺制度的抑制掏空效应,因此提出假设。

H₂ IPO 股利承诺制度能够显著降低上市公司的超能力派现意愿,存在抑制掏空效应。

2.3 IPO 股利承诺制度对股利支付水平的影响

尽管 LA PORTA et al.^[1]认为,股利支付水平越高,投资者保护程度也越强。但是,这种情况在股权高度集中和股利分配对大小股东不完全平等时会有所不同。因此,提高股利支付水平不能直接等同于投资者受益,支付水平降低也未必是坏事。增加收益效应的存在,可能使上市公司的理性派现意愿提高,减少微派现或不派现行为,进而使股利支付水平上升;抑制掏空效应的存在,可能使上市公司的超能力派现意愿降低,导致股利支付水平下降(超能力派现公司通常股利支付水平更高)。如果股利承诺制度的两种投资者保护效应均能成立,股利支付水平应是两种投资者保护效应共同作用的结果。股利支付水平提高,说明增加收益效应更强;股利支付水平降低,说明抑制掏空效应更强。股利支付水平体现两种投资者保护效应的强弱,因此,本研究提出假设。

H_{3a} IPO 股利承诺制度能够提高上市公司股利支付水平,增加收益效应更强;

H_{3b} IPO 股利承诺制度能够降低上市公司股利支付水平,抑制掏空效应更强。

2.4 公司性质差异下的政策效应分析

公司性质能够显著影响现金股利,邓建平等^[36]认为,相对于国有控股股东,民营上市公司的控股股东套现意愿更强。主要原因在于,与国有控股股东相比,民营控股股东的融资渠道更窄,不易获得银行资金支持。由于发起人的股份不能流通,许多民营公司在上市后,控股股东需要从上市公司的现金分红中收回投资,作为生活来源或发展其他产业的资本。郑国坚等^[23]也验证,大股东的财务困境会驱使他们对公司进行利益侵占;卢建词等^[38]发现,在混合所有制中,民营参股比例越大,现金股利分配强度和分配意愿越高,说明民营股权更加偏好现金股利。

唐跃军等^[39]研究发现,非流通股中的国家股比例越高,派发现金股利越少。这是因为国家作为一个特殊的股东,一方面,存在所有者缺位现象,国家股的托管者没有积极性从上市公司中通过隧道效应转出自己没有所有权也没有支配权的现金资源;另一方面,比较注重股市和上市公司的持续稳定发展,关注对流通股股东利益的保护,而不倾向于卷入现金股利的隧道效应。因此,本研究提出假设。

H₄ IPO 股利承诺制度的投资者保护效应对国有公司体现为增加收益,对非国有公司体现为抑制掏空。

3 研究设计

3.1 样本选取

本研究选取 2006 年至 2018 年 A 股上市公司作为初始研究样本,根据研究需要,对样本进行如下处理:

①剔除已退市的上市公司;②剔除研究期间被ST的上市公司;③剔除银行、证券和保险等金融类公司;④为避免受到其他法律的影响,剔除在H股或B股上市的公司;⑤剔除数据存在异常的样本;⑥对连续变量在1%和99%分位数上进行缩尾处理。最终,得到3266家上市公司的24979个样本观测值,数据来自万德数据库和国泰安数据库。

3.2 变量定义

3.2.1 投资者保护效应

参照马鹏飞等^[5]和魏志华等^[11]的研究,以每股税前现金股利与每股收益或每股经营现金流的关系作为主要依据,认为当公司支付的每股税前现金股利高于每股收益或每股经营现金流时,可能会损害公司的持续经营能力。并在此基础上,添加每股是否高于0.050元人民币作为限制条件,以避免分类偏差。因此,将理性派现定义为:每股税前现金股利大于0.050元人民币且不属于超能力派现。将超能力派现定义为:每股税前现金股利大于每股收益或每股经营现金流,且大于0.050元人民币。其他为微派现和不派现。超能力派现、理性派现、微派现和不派现之和等于1。

3.2.2 IPO股利承诺制度冲击和实验组定义

IPO股利承诺制度于2011年11月开始实施,本研究根据上市公司招股说明书内容确定政策的影响范围。具体而言,设置政策冲击虚拟变量 Pos ,如果招股说明书中出现股利承诺制度要求披露的相关内容则认定为受到政策冲击, $Pos=1$;否则为未受政策冲击, $Pos=0$ 。由招股说明书内容可知,第一批受到政策冲击的公司为八菱科技(002592.SZ)和道明光学(002632.SZ)等,均于2011年11月登陆A股市场,这与政策开始实施的时间相吻合。

在实验组的确定上,IPO股利承诺制度要求公司对上市后3年的股利分配进行承诺和披露。因此,上市不足3年的公司是该制度的主要影响对象。本研究将上市不足3年的公司作为实验组,设置虚拟变量 Tre ,且 $Tre=1$;上市达到或超过3年的公司为对照组, $Tre=0$ 。

3.2.3 股利支付水平

为检验 H_{3a} 和 H_{3b} ,选取现金股利支付率和现金股利收益率作为上市公司股利支付水平的代理变量。首先,计算年度累计每股税前现金股利,其计算方法为:将中期税前现金股利(包括一季度、二季度和三季度)与年度税前现金股利进行累加除以当年年末的总股本,通常中期税前现金股利为当年实际支付,年度税前现金股利为次年实际支付。其次,计算现金股利支付率,其为年度累计每股税前现金股利与每股收益的比值,即从上市公司的视角考察现金股利支付力度;计算现金股利收益率,其为年度累计每股税前现金股利与年末每股收盘价的比值,即从投资者的视角考察现金股利支付力度。

3.2.4 控制变量和公司性质分组变量

借鉴魏志华等^[11]的研究,本研究从影响上市公

司股利政策的财务特征和股权特征两方面对模型进行控制。财务特征控制变量包括公司规模、总资产收益率、资产负债率和总市值账面比,股权特征控制变量包括控股股东持股比例、非流通股比例和机构持股比例。为检验 H_4 ,选取公司性质作为分组变量,分析股利承诺制度在不同性质公司中的投资者保护效应。表1给出变量定义。

3.3 建立双重差分模型

利用Logit方法估计^[40]IPO股利承诺制度对派现形式的影响,具体模型为

$$ND_{i,t}/HD_{i,t} = \alpha_0 + \alpha_1 Tre_{i,t} + \alpha_2 Pos_t + \alpha_3 Tre_{i,t} \cdot Pos_t + \alpha_4 Siz_{i,t} + \alpha_5 Roa_{i,t} + \alpha_6 Lev_{i,t} + \alpha_7 MB_{i,t} + \alpha_8 Con_{i,t} + \alpha_9 Non_{i,t} + \alpha_{10} Ins_{i,t} + Yea + Ind + \varepsilon_{i,t} \quad (1)$$

其中, α_0 为截距项, $\alpha_1 \sim \alpha_{10}$ 为估计系数, $\varepsilon_{i,t}$ 为残差项。

利用OLS方法估计IPO股利承诺制度对股利支付水平的影响,具体模型为

$$Die_{i,t}/Dip_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 Tre_{i,t} + \beta_2 Pos_t + \beta_3 Tre_{i,t} \cdot Pos_t + \beta_4 Siz_{i,t} + \beta_5 Roa_{i,t} + \beta_6 Lev_{i,t} + \beta_7 MB_{i,t} + \beta_8 Con_{i,t} + \beta_9 Non_{i,t} + \beta_{10} Ins_{i,t} + Yea + Ind + \xi_{i,t} \quad (2)$$

其中, β_0 为截距项, $\beta_1 \sim \beta_{10}$ 为估计系数, $\xi_{i,t}$ 为残差项。

4 实证分析和结果

4.1 描述性统计分析

表2给出主要变量的描述性统计结果。由 ND 和 HD 的均值可知,在本研究样本中,理性派现占40%,超能力派现占16.800%,计算可得微派现和不派现占43.200%,表明较多公司能够进行理性派现。 Pos 和 Tre 的均值表明,受政策冲击样本占15.100%,未受政策冲击样本占84.900%;实验组样本占23%,对照组样本占77%,样本分布合理。 Die 的均值为0.269,表明平均每年现金股利支出占净利润的26.900%,高于公开股权再融资资格的规定; Die 的最大值为1.705(缩尾后),表明每股现金股利远高于每股收益,存在超能力分红的迹象,这种派现对上市公司很可能产生不利影响^[32]。 Dip 的均值为0.007,意味着在不交税的情况下,持股1年仅能获得0.700%的股利收益,投资者的股利收益相对较低。此外,本研究还对控制变量和分组变量特征进行统计,结果表明变量的取值不存在异常,具备进一步分析的条件。

表3给出对照组和实验组公司在政策出台前后现金股利支付均值的变动情况。第1部分为股利支付意愿的统计结果,在政策推出后,对照组的股利支付样本、理性派现样本、超能力派现样本占比均上涨20%以上。作为对比,尽管实验组股利支付样本占比仅上升7.648%,但政策后股利支付样本占比为0.929,表明超过九成的实验组公司支付现金股利,支付比例非常高。理性派现样本占比上升30.349%,超能力派现样本占比下降26.163%,初步证明股利承诺

表1 变量定义
Table 1 Definitions of Variables

变量名称	变量符号	变量含义
理性派现	<i>ND</i>	每股税前现金股利大于 0.050 元人民币且不属于超能力派现取值为 1, 否则取值为 0
超能力派现	<i>HD</i>	每股税前现金股利大于每股收益或每股经营现金流, 且大于 0.050 元人民币, 取值为 1, 否则取值为 0
政策冲击	<i>Pos</i>	根据招股说明书内容, 实际受政策影响取值为 1, 否则取值为 0
实验组	<i>Tre</i>	上市不足 3 年的样本为实验组, 取值为 1, 否则取值为 0
现金股利支付率	<i>Die</i>	$\frac{\text{年度累计每股税前现金股利}}{\text{每股收益}}$
现金股利收益率	<i>Dip</i>	$\frac{\text{年度累计每股税前现金股利}}{\text{年末每股收盘价}}$
公司规模	<i>Siz</i>	总资产的自然对数
总资产收益率	<i>Roa</i>	$\frac{\text{净利润}}{\text{年初与年末总资产均值}}$
资产负债率	<i>Lev</i>	$\frac{\text{总负债}}{\text{总资产}}$
总市值账面比	<i>MB</i>	$\frac{\text{流通股与非流通股加权市值} + \text{债务账面价值}}{\text{总资产账面价值}}$
控股股东持股比例	<i>Con</i>	控股股东持股数量与总股本的比值
非流通股比例	<i>Non</i>	非流通股数量与总股本的比值
机构持股比例	<i>Ins</i>	机构投资者持股数量与总股本的比值
年份	<i>Yea</i>	2006 年至 2018 年
行业	<i>Ind</i>	根据证监会 2012 年指引进行划分

表2 描述性统计结果
Table 2 Results for Descriptive Statistics

变量	均值	标准差	最小值	最大值
<i>ND</i>	0.400	0.490	0	1
<i>HD</i>	0.168	0.374	0	1
<i>Pos</i>	0.151	0.358	0	1
<i>Tre</i>	0.230	0.421	0	1
<i>Die</i>	0.269	0.300	0	1.705
<i>Dip</i>	0.007	0.010	0	0.049
<i>Siz</i>	12.650	1.156	10.490	16.030
<i>Roa</i>	0.065	0.060	-0.132	0.260
<i>Lev</i>	0.423	0.207	0.048	0.867
<i>MB</i>	2.061	1.258	0.919	8.320
<i>Con</i>	0.374	0.156	0	0.755
<i>Non</i>	0.308	0.279	0	0.851
<i>Ins</i>	0.343	0.235	0	0.848

注: 样本观测值为 24 979。

制度存在增加收益和抑制掏空两种效应。在政策出台后, 接近六成的实验组公司会理性派现, 超能力派现意愿出现大幅下降, 派现结构更加合理。

第2部分为股利支付率的统计结果, 第3部分为股利收益率的统计结果, 股利承诺制度推出后实验组公司现金股利支付水平出现下降, 股利支付率下降 9.192%, 股利收益率下降 20%。原因在于, 一方面, 超能力派现公司的股利支付水平往往较高, 而在政策推出后, 实验组公司超能力派现占比大幅下降, 可能引起总体的现金股利支付水平下降; 另一方面, 实验组超能力派现公司的平均股利支付水平显著降低, 股利支付率下降 14.402%, 股利收益率下降 30.769%, 这也是引起总体股利支付水平下降的重要因素。因此, 初步认为, 政策的抑制掏空效果更强。

4.2 平行趋势假设

图1为平行趋势图, 分别列示理性派现、超能力派现、现金股利支付率和现金股利收益率的平行趋势, 实验组与对照组仅在政策出台的附近年份相对趋势发生变化, 距离政策时点较远的年份均保持平行趋势, 说明可以采取双重差分法进行实证检验。并且从图中可以看出, 相对于对照组, 实验组公司在

表3 政策出台前后的股利支付均值变动情况

Table 3 Change of Mean Value of Dividends Payment before and after the Introduction of the Policy

	实验组				对照组			
	政策前	政策后	变动/%	t 值	政策前	政策后	变动/%	t 值
第1部分: 股利支付意愿(均值)								
股利支付样本	0.863	0.929	7.648	8.218***	0.646	0.798	23.529	9.507***
理性派现样本	0.458	0.597	30.349	10.604***	0.358	0.430	20.112	4.442***
超能力派现样本	0.344	0.254	-26.163	-7.443***	0.127	0.154	21.260	2.324**
第2部分: 股利支付率(均值)								
全样本	0.359	0.326	-9.192	-4.688***	0.244	0.300	22.951	5.435***
超能力派现样本	0.493	0.422	-14.402	-4.198***	0.554	0.575	3.791	0.523
其他样本	0.289	0.293	1.384	0.576	0.199	0.250	25.628	5.790***
第3部分: 股利收益率(均值)								
全样本	0.010	0.008	-20	-10.160***	0.007	0.007	0	1.165
超能力派现样本	0.013	0.009	-30.769	-7.772***	0.014	0.014	0	0.084
其他样本	0.008	0.007	-12.500	-5.453***	0.006	0.006	0	0.585

注: ***为在1%水平上显著, **为在5%水平上显著, 下同。变动/%由政策前、政策后对应的原值计算, 而非保留3位小数后的计算结果。

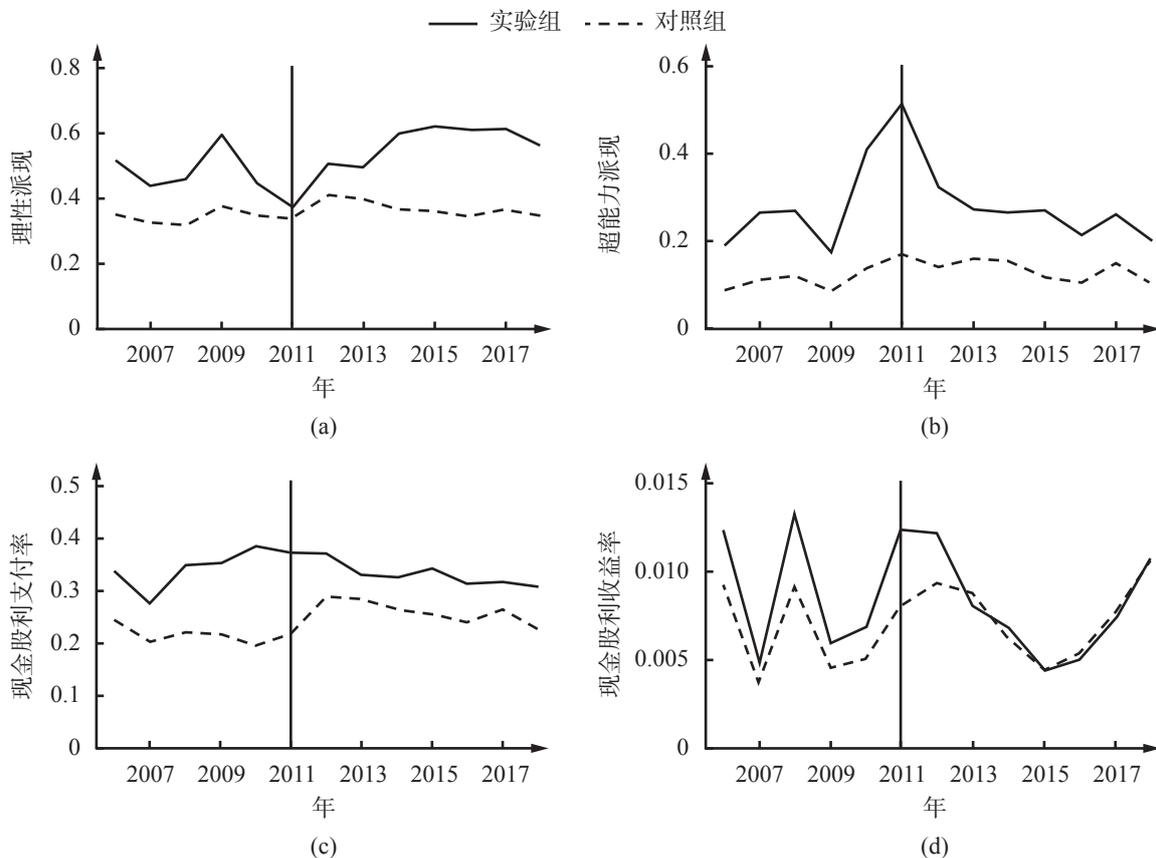


图1 平行趋势

Figure 1 Parallel Trend

政策出台后的理性派现均值出现明显上升,超能力派现、股利支付率和股利收益率的均值出现明显下降。

4.3 回归分析结果

表4为采用(1)式的IPO股利承诺制度对派现形式影响的回归分析结果,(1)列~(3)列的被解释变量为ND,(4)列~(6)列的被解释变量为HD。由表4可知,Tre的估计系数在(1)列中为0.389,在(4)列中为0.773,均在1%水平上显著。说明当不考虑股利承诺制度时,上市不足3年的公司发放现金股利意愿较强,但其中既存在合理的股利政策,也存在掏空式的股利分配。Pos的估计系数在(2)列中为0.574,在(5)列中为0.238,均在1%水平上显著。说明当不区分实验组与控制组时,股利承诺制度的出台提高了上市公

司的现金股利分配意愿,向资本市场传递了重视现金分红的理念。但对于部分上市公司(如对照组),可能会加剧控股股东利用监管政策作为掩饰股利掏空“面具”的风险。

(3)列中,Tre·Pos的估计系数为0.298,在1%水平上显著,说明股利承诺制度提高实验组公司的理性派现意愿,能够增加投资者的持股收益,存在增加收益效应,H₁得到验证。(6)列中,Tre·Pos的估计系数为-0.653,在1%水平上显著,说明股利承诺制度降低实验组公司的超能力派现意愿,能够通过抑制控股股东的股利掏空动机,保护投资者利益,存在抑制掏空效应,H₂得到验证。

Con的估计系数在(1)列~(3)列和(6)列中显著为正,在(4)列和(5)列为正但不显著,表明控股股东

表4 IPO 股利承诺制度对不同派现形式的回归结果

Table 4 Regression Results for the IPO Dividend Commitment Policy on Various Forms of Payouts

	ND			HD		
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
Tre	0.389*** (6.986)		0.136** (2.079)	0.773*** (12.756)		0.921*** (13.427)
Pos		0.574*** (10.659)	0.329*** (4.147)		0.238*** (3.927)	0.417*** (4.131)
Tre·Pos			0.298*** (2.955)			-0.653*** (-5.589)
Siz	0.298*** (14.271)	0.309*** (15.065)	0.327*** (15.508)	0.066*** (2.833)	0.005 (0.210)	0.060** (2.510)
Roa	18.910*** (44.285)	18.694*** (43.778)	18.571*** (43.521)	1.311*** (4.174)	1.405*** (4.490)	1.537*** (4.800)
Lev	-1.857*** (-18.256)	-1.990*** (-19.361)	-2.016*** (-19.446)	-0.472*** (-4.030)	-0.574*** (-4.929)	-0.371*** (-3.101)
MB	-0.204*** (-10.559)	-0.220*** (-11.383)	-0.210*** (-10.794)	-0.169*** (-7.325)	-0.207*** (-8.781)	-0.168*** (-7.338)
Con	0.402*** (3.651)	0.301*** (2.720)	0.303*** (2.737)	0.202 (1.584)	0.166 (1.303)	0.217* (1.692)
Non	-0.164* (-1.675)	-0.039 (-0.468)	-0.218** (-2.219)	0.417*** (3.764)	1.137*** (12.140)	0.399*** (3.602)
Ins	0.803*** (8.768)	0.880*** (9.678)	0.856*** (9.318)	0.168 (1.569)	0.316*** (3.004)	0.132 (1.231)
截距项	-4.693*** (-16.575)	-4.686*** (-16.783)	-4.831*** (-17.057)	-3.218*** (-9.639)	-2.580*** (-7.813)	-3.234*** (-9.652)
Yea	控制	控制	控制	控制	控制	控制
Ind	控制	控制	控制	控制	控制	控制
样本观测值	24 979	24 979	24 979	24 979	24 979	24 979
伪R ²	0.196	0.198	0.199	0.074	0.068	0.075

注:括号内数据为z值;*为在10%水平上显著,下同。

表 5 IPO 股利承诺制度对股利支付水平影响的回归结果

Table 5 Regression Results for the Influence of the IPO Dividend Commitment Policy on Dividends Payment Level

	<i>Die</i>			<i>Dip</i>		
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
<i>Tre</i>	0.053*** (7.889)		0.067*** (8.239)	0.002*** (8.845)		0.003*** (10.937)
<i>Pos</i>		0.022*** (3.450)	0.040*** (3.786)		0.000003 (0.016)	0.001** (2.562)
<i>Tre · Pos</i>			-0.061*** (-4.781)			-0.002*** (-6.861)
控制变量	控制	控制	控制	控制	控制	控制
<i>Yea</i>	控制	控制	控制	控制	控制	控制
<i>Ind</i>	控制	控制	控制	控制	控制	控制
样本观测值	24 979	24 979	24 979	24 979	24 979	24 979
调整的 R^2	0.086	0.084	0.087	0.285	0.282	0.286

注：括号内数据为 t 值。

持股比例对理性派现和超能力派现均存在正向作用，理性派现与超能力派现影响因素的差异主要体现在非流通股比例。*Non* 的估计系数在 (1) 列 ~ (3) 列均为负，在 (4) 列 ~ (6) 列均为正，说明非流通股比例与理性派现意愿成反向关系，与超能力派现意愿成正向关系。验证了邓建平等^[36]的结论，控股股东的股票非流通性是上市公司进行超能力派现的主导原因。

表 5 为采用 (2) 式的 IPO 股利承诺制度对股利支付水平影响的回归分析结果，(1) 列 ~ (3) 列的被解释变量为 *Die*，(4) 列 ~ (6) 列的被解释变量为 *Dip*。由表 5 可知，*Tre* 的估计系数在 (1) 列中为 0.053，在 (4) 列中为 0.002，均在 1% 水平上显著；*Pos* 的估计系数在 (2) 列中为 0.022，在 1% 水平上显著，在 (5) 列中也为正但不显著。说明在考虑单因素的影响时，上市不足 3 年特征和股利承诺制度均对股利支付水平有正向作用。

Tre · Pos 的估计系数在 (3) 列中为 -0.061，在 (6) 列中为 -0.002，均在 1% 水平上显著，说明股利承诺制度降低了实验组公司的现金股利水平。根据前文分析可知，股利承诺制度对实验组公司的投资者保护效应体现为两个方面，即增加收益和抑制掏空，增加收益对股利支付水平存在正向影响，抑制掏空对股利支付水平存在负向影响。现金股利支付水平降低，表明抑制掏空效应更强，而非政策失效， H_{3b} 得到验证。

表 6 为国有公司中股利承诺制度的投资者保护效应分析结果，国有公司样本观测值为 9 324。*Tre · Pos* 的估计系数在 (1) 列中为 0.642，在 5% 水平上显著，在 (2) 列中不显著，说明在国有公司中，股利承诺制

表 6 国有公司中政策的投资者保护效应的回归结果

Table 6 Regression Results for Investor Protection Effects of the Policy in State-owned Companies

	<i>ND</i>	<i>HD</i>	<i>Die</i>	<i>Dip</i>
	(1)	(2)	(3)	(4)
<i>Tre</i>	0.151 (1.174)	0.729*** (4.989)	0.078*** (4.839)	0.003*** (5.189)
<i>Pos</i>	0.069 (0.313)	0.639** (2.072)	0.057** (2.463)	0.001 (0.927)
<i>Tre · Pos</i>	0.642** (2.177)	-0.447 (-1.175)	-0.029 (-0.952)	-0.002** (-2.484)
控制变量	控制	控制	控制	控制
<i>Yea</i>	控制	控制	控制	控制
<i>Ind</i>	控制	控制	控制	控制
样本观测值	9 324	9 324	9 324	9 324
伪 R^2	0.224	0.058		
调整的 R^2			0.090	0.336

注：(1)列和(2)列括号内数据为 z 值，(3)列和(4)列括号内数据为 t 值。

度对投资者保护的作用主要体现为增加收益效应。正如唐跃军等^[39]的研究表明，国有上市公司比较注重股市和上市公司的持续稳定发展，关注对流通股股东利益的保护而不倾向于卷入现金股利的隧道效应。*Tre · Pos* 的估计系数在 (3) 列中不显著，在 (4) 列中显著为负，两组显著性的差异说明股利承诺制度

对国有公司的股利支付水平影响缺乏稳健性,这也是由于抑制掏空效应在国有公司中未起主导作用而导致的。

表 7 为非国有公司中股利承诺制度的投资者保护效应分析结果,非国有公司样本观测值为 15 655。 $Tre \cdot Pos$ 的估计系数在 (1) 列中不显著,在 (2) 列中为 -0.616,在 1% 水平上显著,与国有公司相反,在非国有公司中,股利承诺制度对投资者保护的作用主要体现在抑制掏空效应,这也符合非国有公司的治理特征。正是由于非国有公司股东相对于国有公司股东有更强的掏空意愿,使股利承诺制度对非国有公司的抑制掏空效应更有意义。 $Tre \cdot Pos$ 的估计系数在 (3) 列中为 -0.051,在 (4) 列中为 -0.002,均在 1% 水平上显著,再次表明股利支付率的降低是由抑制掏空效应引起的。综合表 6 和表 7 的回归分析结果可知,股利承诺制度对国有公司体现为增加收益效应,对非国有公司体现为抑制掏空效应, H_4 得到验证。

表 7 非国有公司中政策的投资者保护效应的回归结果

Table 7 Regression Results for Investor Protection Effects of the Policy in Non-state-owned Companies

	ND (1)	HD (2)	Die (3)	Dip (4)
<i>Tre</i>	0.273*** (3.390)	0.872*** (10.316)	0.061*** (5.960)	0.002*** (8.615)
<i>Pos</i>	0.357*** (4.177)	0.327*** (3.014)	0.025** (2.167)	0.001 (1.486)
<i>Tre · Pos</i>	0.173 (1.567)	-0.616*** (-4.841)	-0.051*** (-3.570)	-0.002*** (-5.037)
控制变量	控制	控制	控制	控制
<i>Yea</i>	控制	控制	控制	控制
<i>Ind</i>	控制	控制	控制	控制
样本观测值	15 655	15 655	15 655	15 655
伪 R^2	0.196	0.083		
调整的 R^2			0.093	0.270

注: (1)列和(2)列括号内数据为 z 值, (3)列和(4)列括号内数据为 t 值。

4.4 稳健性检验

本研究通过以下方法进行稳健性检验,以保证研究结果的准确和可靠。首先,利用倾向得分匹配(PSM),尽可能消除实验组与对照组的特征差异,避免这些特征可能给双重差分模型带来干扰;其次,重新刻画政策冲击,证明无论是通过招股说明书的内容变化,还是通过政策推出时间来刻画政策冲击,均能够得到一致的研究结果;再次,利用 Probit 和 Tobit 方法、双向固定效应模型等对 (1) 式和 (2) 式进行

重新估计,从而验证本研究的估计方法稳健;最后,讨论理性派现和超能力派现的变量刻画、控制变量的遗漏风险以及样本选取等问题,并采取应对措施,确保实证结果准确无误。

4.4.1 倾向得分匹配

本研究以上市是否未超过 3 年为依据划分实验组和对照组,尽管这不是一个内生变量,不受公司财务指标的影响,但是,为消除公司其他特征差异给双重差分模型带来的干扰,采取倾向得分匹配的方法对实验组与对照组进行匹配。具体做法如下:选取本研究的控制变量作为协变量,选取是否为实验组公司作为因变量,逐年对样本进行有放回的 1 对 1 匹配,并删除未匹配成功的样本。最终得到实验组样本 1 095 个,对照组样本 1 096 个。表 8 为匹配后样本特征的差异检验结果, *Die* 和 *Dip* 的实验组均值显著低于对照组均值,其余的控制变量均不再有显著差异,证明匹配效果良好。

表 8 匹配后样本特征的差异检验结果

Table 8 Test Results for Differences in Sample Characteristics after Matching

变量	实验组 均值	对照组 均值	两组 差值	t 值
<i>Die</i>	0.262	0.317	0.055	3.310***
<i>Dip</i>	0.008	0.010	0.002	3.890***
<i>Siz</i>	12.386	12.352	-0.034	-0.660
<i>Roa</i>	0.074	0.073	-0.001	-0.490
<i>Lev</i>	0.385	0.387	0.002	0.210
<i>MB</i>	1.673	1.681	0.008	0.210
<i>Con</i>	0.419	0.415	-0.004	-0.430
<i>Non</i>	0.541	0.539	-0.002	-0.220
<i>Ins</i>	0.277	0.279	0.002	0.200

表 9 为样本匹配后的回归分析结果。(1) 列和 (2) 列分析股利承诺制度的两种投资者保护效应, $Tre \cdot Pos$ 的估计系数分别为 0.305 和 -0.804,在 5% 及以上水平上显著; (3) 列和 (4) 列分析股利承诺制度对股利支付水平的影响, $Tre \cdot Pos$ 的估计系数分别为 -0.081 与 -0.002,在 10% 及以上水平上显著; (5) 列分析国有公司中的增加收益效应, $Tre \cdot Pos$ 的估计系数为 1.826,在 10% 水平上显著; (6) 列分析非国有公司中的抑制掏空效应, $Tre \cdot Pos$ 的估计系数为 -0.583,在 10% 水平上显著。可见,以上结果均与前文分析一致。

4.4.2 重新定义政策冲击变量

前文分析认为,受股利承诺制度影响的样本为制度推出后在 A 股成功上市的公司,根据是否在招股说明书中做出股利承诺确定 *Pos* 取值。在此本研究将其修改为:股利承诺制度推出后的全部公司均被

表9 样本匹配后的回归结果
Table 9 Regression Results after Sample Matching

	ND (1)	HD (2)	Die (3)	Dip (4)	ND (5)	HD (6)
<i>Tre</i>	0.067 (0.488)	0.730*** (4.761)	0.033* (1.749)	0.001 (1.515)	-0.170 (-0.588)	0.531*** (3.088)
<i>Pos</i>	0.563** (2.541)	0.767*** (2.782)	0.119*** (3.584)	0.002*** (2.841)	-0.552 (-0.514)	0.601** (2.109)
<i>Tre · Pos</i>	0.305** (2.255)	-0.804*** (-2.813)	-0.081** (-2.255)	-0.002* (-1.832)	1.826* (1.671)	-0.583* (-1.935)
控制变量	控制	控制	控制	控制	控制	控制
<i>Yea</i>	控制	控制	控制	控制	控制	控制
<i>Ind</i>	控制	控制	控制	控制	控制	控制
样本观测值	2 191	2 191	2 191	2 191	492	1 699
伪 R^2	0.157	0.067			0.206	0.068
调整的 R^2			0.080	0.285		
组别	全部	全部	全部	全部	国有公司	非国有公司

注：(1)列、(2)列、(5)列和(6)列括号内数据为 z 值，(3)列和(4)列括号内数据为 t 值。

视为受政策影响，即 2011 年以后 *Pos* 取值为 1，否则取值为 0。重新定义受政策冲击后的回归分析结果表明，*Tre · Pos* 与 *ND*、*HD*、*Die*、*Dip* 的估计系数分别为 0.657、-0.461、-0.050、-0.002，均在 1% 水平上显著；在国有公司中 *Tre · Pos* 与 *ND* 的估计系数为 0.621，在非国有公司中 *Tre · Pos* 与 *HD* 的估计系数为 -0.630，均在 1% 水平上显著。以上回归结果与前文估计结果一致。

4.4.3 Probit 和 Tobit 估计

(1) 式为二值选择模型，Logit 方法和 Probit 方法是常用的估计方法。在稳健性检验中，本研究使用 Probit 方法对 (1) 式进行估计，结果表明，*Tre · Pos* 与 *ND* 和 *HD* 的估计系数分别为 0.170 和 -0.376，均在 1% 水平上显著；在国有公司中，*Tre · Pos* 与 *ND* 的估计系数为 0.359，在 5% 水平上显著；在非国有公司中，*Tre · Pos* 与 *HD* 的估计系数为 -0.360，在 1% 水平上显著。因此，(1) 式的估计结果未发生改变。(2) 式中的 *Die* 和 *Dip* 存在左截断特征，因此使用 Tobit 方法对 (2) 式进行估计。结果表明，*Tre · Pos* 与 *Die* 和 *Dip* 的估计系数分别为 -0.100 和 -0.004，均在 1% 水平上显著，(2) 式的估计结果也未发生改变。综上，使用 Probit 方法和 Tobit 方法重新估计的结果均未改变，表明本研究结果稳健。

4.4.4 固定效应模型

前文采取双重差分模型的一般形式，并使用混合估计。在稳健性检验中，使用双向固定效应重新建立双重差分模型，具体模型为

$$ND_{i,t}/HD_{i,t} = \gamma_0 + \gamma_1 Tre_{i,t} + \gamma_2 Tre_{i,t} \cdot Pos_{i,t} + \sum \gamma_j Cont_{i,t} + Yea + \mu_i^1 + \psi_{i,t} \quad (3)$$

$$Die_{i,t}/Dip_{i,t} = \omega_0 + \omega_1 Tre_{i,t} + \omega_2 Tre_{i,t} \cdot Pos_{i,t} + \sum \omega_j Cont_{i,t} + Yea + \mu_i^2 + \varphi_{i,t} \quad (4)$$

其中，*Cont* 为控制变量； γ_0 和 ω_0 为截距项； $\gamma_1 \sim \gamma_j$ 、 $\omega_1 \sim \omega_j$ 为估计系数， $j = 3, 4, \dots, 9$ ； μ_i^1 和 μ_i^2 为个体固定效应； $\psi_{i,t}$ 和 $\varphi_{i,t}$ 为残差项。

采用 (3) 式和 (4) 式进行回归分析，结果表明，*Tre · Pos* 的估计系数均在 10% 及以上水平上显著，与混合估计的结果一致。

4.4.5 变量刻画和样本选择

重新刻画 *ND* 和 *HD*。首先，参照徐寿福等^[33]的研究，当每股税前现金股利大于 0.100 元人民币且不属于超能力派现时 *ND* 取值为 1，否则取值为 0；当公司每股税前现金股利大于每股收益或每股经营现金流且大于 0.100 元人民币时 *HD* 取值为 1，否则取值为 0。其次，为避免遗漏变量可能带来的内生性问题，将总资产增长率、潜在再融资需求、控股股东两权分离度和董事长权力作为控制变量加入模型中。潜在再融资需求为营业收入增长率高于中位数且自由现金流低于中位数时取值为 1，否则取值为 0；控股股东两权分离度为控制权与所有权比值，董事长权力为董事长是否与总经理二职合一。最后，考虑 2008 年证监会对股利监管政策的修订，即出台《关于修改上市公司现金分红若干规定的决定》，因此选取 2008 年至 2018 年为样本区间，删除出现亏损的公司样本。

修改变量和样本后的回归分析结果表明, $Tre \cdot Pos$ 的估计系数均在 5% 及以上水平上显著, 与前文估计结果一致。

4.5 上市年龄异质性下的政策效应研究

经过前文分析发现, IPO 股利承诺制度显著影响实验组 (上市不足 3 年) 公司的股利政策。但是目前仍存在两个疑问: 第一, 股利承诺制度是否会影响上市后第 4 年、第 5 年甚至更长时间的股利决策, 如果有影响, 将导致本研究实验组的划分出现偏差, 即不满足政策对对照组公司无干扰的假设前提; 第二, 由于股利承诺制度的监管模式属于“一次承诺, 3 年执行”, 而随着公司上市年龄的增加, 制度和承诺约束的作用是否会出现衰减现象。

因此, 本研究按照公司的上市年龄分组, 对比政策出台前后的股利分配情况。表 10 给出不同上市年龄的股利支付分组对比分析结果, 在上市第 1 年样本中, 股利承诺制度推出前共有 923 家公司, 理性派现占比为 44%; 股利承诺制度推出后共有 1 201 家公司,

由于数据缺失, 3 家公司的上市第 1 年样本被剔除, 理性派现占比为 65.200%, 出现显著上升。股利承诺制度推出前的超能力派现占比为 43.400%, 推出后的超能力派现占比为 29.500%, 出现显著下降。

与上市第 1 年的公司相似, 在政策推出后, 上市第 2 年的公司中, 理性派现占比显著上升, 超能力派现占比显著下降。但是, 当公司进入第 3 年, 这种变动出现衰减, 超能力派现占比变动不显著, 现金股利支付率也仅出现小幅下降。而当公司进入上市第 4 年和第 5 年时, 政策推出前后的股利支付特征几乎不存在差异。

根据以上的差异分析, 本研究构建模型检验 IPO 股利承诺制度对不同上市年龄公司的影响。具体为

$$ND_{i,t}/HD_{i,t} = \chi_0 + \chi_1 Y1 + \chi_2 Y2 + \chi_3 Y3 + \chi_4 Y45 + \chi_5 Pos_t + \chi_6 Y1 \cdot Pos_t + \chi_7 Y2 \cdot Pos_t + \chi_8 Y3 \cdot Pos_t + \chi_9 Y45 \cdot Pos_t + \sum \chi_j Cont_{i,t} + Yea + Ind + v_{i,t} \quad (5)$$

表 10 不同上市年龄的股利支付分组对比分析结果

Table 10 Comparative Analysis Results for Dividends Payment at Different Ages of Listing

	政策前		政策后		变动/%	t 值
	样本量	均值	样本量	均值		
上市第 1 年 (Y1)	ND			0.440	0.212	9.982***
	HD	923		0.434	-0.139	-6.735***
	Die		1 201	0.344	-0.042	-3.857***
	Dip			0.008	-0.001	-5.435***
				0.009		
上市第 2 年 (Y2)	ND			0.463	0.119	5.302***
	HD	936		0.353	-0.127	-6.224***
	Die		1 005	0.307	-0.041	-3.521***
	Dip			0.008	-0.003	-7.669***
				0.011		
上市第 3 年 (Y3)	ND			0.470	0.046	1.829*
	HD	1 029		0.255	-0.032	-1.452
	Die		649	0.320	-0.024	-1.589
	Dip			0.008	-0.002	-4.310***
				0.010		
上市第 4 年 (Y4)	ND			0.455	0.012	0.410
	HD	1 081		0.207	-0.048	-2.106**
	Die		409	0.312	0.003	0.214
	Dip			0.007	-0.001	-0.498
				0.008		
上市第 5 年 (Y5)	ND			0.435	0.002	0.052
	HD	1 133		0.154	0.001	0.073
	Die		238	0.295	0.005	0.229
	Dip			0.007	0	0.281
				0.007		

$$Die_{i,t}/Die_{i,t} = \theta_0 + \theta_1 Y1 + \theta_2 Y2 + \theta_3 Y3 + \theta_4 Y45 + \theta_5 Pos_t + \theta_6 Y1 \cdot Pos_t + \theta_7 Y2 \cdot Pos_t + \theta_8 Y3 \cdot Pos_t + \theta_9 Y45 \cdot Pos_t + \sum \theta_j Cont_{i,t} + Yea + Ind + \delta_{i,t} \quad (6)$$

其中, Y45 为上市第 4 年和第 5 年合并, χ_0 和 θ_0 为截距项, $\chi_1 \sim \chi_j$, $\theta_1 \sim \theta_j$ 为估计系数, $j = 10, 11, \dots, 16$, $v_{i,t}$ 和 $\delta_{i,t}$ 为残差项。

表 11 给出采用 (5) 式和 (6) 式的估计结果。Y1 · Pos 的估计系数分别为 0.921、-0.832、-0.075、-0.002, 均在 1% 水平上显著, 说明 IPO 股利承诺制度对公司上市后首年的股利政策影响尤为明显。Y2 · Pos 的估计系数也均在 5% 及以上水平上显著, 但系数绝对值比 Y1 · Pos 低一些 (除 (4) 列), 说明 IPO 股利承诺制度

对上市第 2 年的股利政策存在显著影响, 但与上市第 1 年相比出现衰减。Y3 · Pos 的估计系数仅在 (2) 列和 (4) 列中显著, 说明 IPO 股利承诺制度对上市第 3 年的股利政策影响较小, 并且仅体现为抑制掏空效应。Y45 · Pos 的估计系数均不显著, 说明 IPO 股利承诺制度对上市 3 年以后的股利政策不再产生影响。

综上所述, 一方面, IPO 股利承诺制度仅对上市不足 3 年的公司 (实验组) 存在显著影响, 说明本研究对实验组划分合理; 另一方面, IPO 股利承诺制度对上市第 1 年的股利决策影响最强, 随着公司上市年龄的增加, 制度的作用效果出现递减。

4.6 IPO 股利承诺制度传导路径与约束性分析

进一步的, 本研究对政策效果的传导路径进行分析, 将股利承诺内容作为重点研究对象, 提出股利承诺制度能够通过股利承诺内容影响公司上市后的股利决策, 存在 IPO 股利承诺制度 - 上市公司股利承诺内容 - 上市后实际股利分配的传导路径。通过手工整理 2011 年 11 月 1 日后上市的公司招股说明书, 发现受股利承诺制度影响的上市公司为 1 361 家。从股利承诺力度 (Rat) 和股利承诺期限 (Per) 两个维度进行数据统计, 得到两组相关数据。股利承诺力度主要指上市公司在招股说明书中承诺的未来将不低于某个比例 (现金股利占实现的可分配利润的百分比) 进行分红, 股利承诺期限主要指上市公司在招股说明书中所明示的未来多少年的分红回报规划。

表 12 给出股利承诺内容的相关统计结果。第 1 部分给出股利承诺力度和期限的统计特征, 经过处理后的样本观测值总数为 1 204 个。Rat 的均值为 0.173, 即平均承诺每年支付的现金股利不低于当年实现的可分配利润 17.300%; 最小值为 0.050, 最大值为 0.500, 相差 10 倍, 表明上市公司之间存在较大差异。第 2 部分给出股利承诺力度的区间统计特征, 承诺每年支付现金股利不低于当年实现可分配利润 20% 的公司数量最多, 达到 593 家; 而承诺不低于 10% 的公司数量紧随其后, 达到 356 家。第 3 部分给出股利承诺期限的区间统计特征, 947 家公司都承诺了未来 3 年的股东回报规划, 3 家公司承诺未来 4 年的股东回报规划, 100 家公司承诺了未来 5 年的股东回报规划。另外, 有 154 家公司没有明确承诺期限。本研究认为, 由于 IPO 股利承诺制度要求的承诺期限为 3 年, 因此如果招股说明书中没有提及具体期限, 则认为其承诺期为 3 年。综上, 在股利承诺制度的要求下, 上市公司的应对并非千篇一律, 而是有所差异, 为本研究提供支持。

为检验上市公司股利承诺内容与上市后股利分配的关系, 使用 IPO 股利承诺制度推出后的实验组, 即上市不足 3 年的公司作为研究样本, 共有 2 855 个观测值, 构建模型展开分析。具体为

$$Rat_i = \lambda_0 + \lambda_1 Per_i + \kappa_{i,t} \quad (7)$$

$$HD_{i,t} = \tau_0 + \tau_1 Rat_i + \tau_2 Per_i + \sum \tau_j Cont_{i,t} + Yea + Ind + \zeta_{i,t} \quad (8)$$

表 11 IPO 股利承诺制度的逐年影响回归结果

Table 11 Regression Results for the Influence of the IPO Dividend Commitment Policy Year by Year

	ND (1)	HD (2)	Die (3)	Dip (4)
Y1	-0.281*** (-2.769)	1.491*** (14.940)	0.108*** (9.297)	0.002*** (7.201)
Y2	0.434*** (4.846)	1.138*** (12.227)	0.072*** (6.454)	0.003*** (10.293)
Y3	0.417*** (4.809)	0.803*** (8.627)	0.064*** (5.464)	0.003*** (7.627)
Y45	0.345*** (6.074)	0.469*** (7.071)	0.036*** (4.929)	0.001*** (4.671)
Pos	0.128 (0.920)	0.335* (1.847)	0.029 (1.473)	0.0004 (0.664)
Y1 · Pos	0.921*** (5.222)	-0.832*** (-4.045)	-0.075*** (-3.241)	-0.002*** (-3.357)
Y2 · Pos	0.365** (2.106)	-0.653*** (-3.108)	-0.053** (-2.278)	-0.003*** (-4.142)
Y3 · Pos	0.176 (0.980)	-0.412* (-1.897)	-0.031 (-1.286)	-0.001** (-2.100)
Y45 · Pos	-0.005 (-0.029)	-0.247 (-1.135)	-0.015 (-0.634)	-0.0002 (-0.267)
控制变量	控制	控制	控制	控制
Yea	控制	控制	控制	控制
Ind	控制	控制	控制	控制
样本观测值	24 979	24 979	24 979	24 979
伪 R ²	0.202	0.079		
调整的 R ²			0.089	0.287

注: (1)列和(2)列括号内数据为 z 值, (3)列和(4)列括号内数据为 t 值。

表 12 股利承诺内容统计结果
Table 12 Statistics Results for Dividend Commitment Content

第 1 部分: 股利承诺力度和期限统计							
变量	样本观测值	均值	中位数	标准差	最小值	最大值	
<i>Rat</i>	1 204	0.173	0.200	0.061	0.050	0.500	
<i>Per</i>	1 204	3.169	3	0.554	3	5	
第 2 部分: 股利承诺力度的区间统计							
变量	小于 10%	10%	10% ~ 20%	20%	20% ~ 30%	30%	大于 30%
<i>Rat</i>	3	356	145	593	12	82	13
第 3 部分: 股利承诺期限的区间统计							
变量	未明确(3 年)		3 年	4 年		5 年	
<i>Per</i>	154		947	3		100	

$$Die_{i,t}/Dip_{i,t} = \phi_0 + \phi_1 Rat_i + \phi_2 Per_i + \sum \phi_j Cont_{i,t} + Yea + Ind + \sigma_{i,t} \quad (9)$$

其中, λ_0 、 τ_0 和 ϕ_0 为截距项, λ_1 、 $\tau_1 \sim \tau_j$ 、 $\phi_1 \sim \phi_j$ 为估计系数, $j=3,4,\dots,9$, $\kappa_{i,t}$ 、 $S_{i,t}$ 和 $\sigma_{i,t}$ 为残差项。

表 13 给出股利承诺内容与实际股利分配的回归分析结果。(1)列给出采用(7)式的回归结果, *Per*的估计系数为 0.009, 在 1% 水平上显著, 说明承诺期限越长, 承诺力度往往越大。(2)列为采用(8)式的回归结果, *Rat*和*Per*的估计系数均不显著, 说明在公司

IPO 时不存在使用股利掏空公司的意图, 或不会提前暴露这种意图。(3)列和(4)列为采用(9)式的回归结果, *Rat*的估计系数分别为 0.655 和 0.015, 均在 1% 水平上显著, 说明股利承诺力度与上市后实际股利分配水平显著正相关, 上市公司在实际股利分配时会将股利承诺内容作为决策依据。因此, 尽管股利承诺制度并非强制性政策, 但其仍可以通过 IPO 时的股利承诺内容对公司上市后的实际股利分配产生约束作用, 存在 IPO 股利承诺制度 - 上市公司股利承诺内容 - 上市后实际股利分配的传导路径。

表 13 股利承诺内容与实际股利分配的回归结果
Table 13 Regression Results of Dividend Commitment Content and Actual Payment of Dividends

	<i>Rat</i> (1)	<i>HD</i> (2)	<i>Die</i> (3)	<i>Dip</i> (4)
<i>Rat</i>		-0.241 (-0.317)	0.655*** (8.702)	0.015*** (7.153)
<i>Per</i>	0.009*** (3.070)	0.099 (1.321)	-0.015** (-2.055)	-0.0004*** (-2.587)
控制变量	未控制	控制	控制	控制
<i>Yea</i>	未控制	控制	控制	控制
<i>Ind</i>	未控制	控制	控制	控制
样本观测值	1 204	2 855	2 855	2 855
调整的 R^2	0.006		0.090	0.353
伪 R^2		0.056		

注: (1)列、(3)列和(4)列括号内数据为 *t* 值, (2)列括号内数据为 *z* 值。

5 结论

5.1 研究结果

本研究选取 2006 年至 2018 年 A 股上市公司作为研究样本, 以是否上市不足 3 年划分实验组和对照组, 运用双重差分方法研究 IPO 股利承诺制度的投资者保护效应, 得到以下研究结果。

(1) 股利承诺制度通过两种方式保护投资者利益。一是能够提高实验组公司的理性派现意愿, 增加投资者的持股收益, 存在增加收益效应; 二是能够抑制控股股东的掏空动机, 由于控股股份在上市后 3 年内无法公开流通, 控股股东希望通过超额派现攫取公司的经营成果。而股利承诺制度能够降低股利掏空意愿, 存在抑制掏空效应。

(2) 股利承诺制度使实验组公司的股利支付水平下降。原因在于, 增加收益效应能够提高股利支付水平, 抑制掏空效应则会降低股利支付水平。股利支付水平下降, 说明股利承诺制度的抑制掏空效应更强, 不代表股利承诺制度失效, 研究结果避免对制度的片面评价。

(3) 非国有公司控股股东利用股利掏空公司的动机更强, 抑制掏空效应在非国有公司中显著; 国有公

公司的控股股东利用股利掏空公司的动机较弱,股利承诺制度对国有公司的影响主要体现为增加收益效应。

(4)通过分年检验发现,IPO股利承诺制度对公司上市首年的股利决策影响尤为显著,这种影响随着上市年龄的增长出现衰减,直到上市3年以后不再显著。并且,本研究还验证了IPO股利承诺制度—上市公司股利承诺内容—上市后实际股利分配的传导路径,认为尽管股利承诺制度并非强制性政策,但公司的实际股利分配仍受到承诺内容约束。

5.2 理论贡献

本研究基于IPO股利承诺制度的冲击,从理性派现视角,丰富和拓展了LA PORTA et al.^[1]结果模型的理论内涵。LA PORTA et al.^[1]以股利支付水平作为投资者保护的衡量,提出替代模型和结果模型。此后的研究发现,由于大小股东地位相差悬殊,股利政策的制定由大股东一方主导,对投资者的保护不能全部体现在股利支付水平上^[32]。本研究认为,在中国股权高度集中的特征下,过高和过低的股利支付都可能侵害中小股东的利益,合理派现才是对投资者保护的体现。但是合理派现离不开监管政策引导,是投资者保护水平提高的结果,支持结果模型。

5.3 实践启示

IPO股利承诺制度结合了IPO监管和股利监管两个重要方面,是中国独有的监管方式,也是金融创新的重要尝试。因此,准确评估股利承诺制度的作用效果具有实践意义。一方面,本研究发现在公司在进行IPO时的合规性意识较高,使监管变得更有效率,未来可以考虑增加在IPO时的监管事项(如更高质量的信息披露等),发挥IPO时点的监管优势;另一方面,以公司承诺、信息披露和保荐机构督导相结合的方式,对上市公司股利决策进行适当干预,能够提高公司股利决策质量,保护中小投资者利益,未来可以将这种金融监管方式推广到更多的监管领域中。此外,不同于关联交易和股东借款等大股东侵占方式,通过高比例分红掏空公司的手段难以受到法律约束。因此,对股利掏空的监管显得更为重要,应当给予更高的关注。

5.4 研究不足

本研究在IPO核准制的背景下,对股利承诺制度的经济后果进行评估。而随着IPO注册制的全面推行,股利承诺制度对公司上市后的股利安排的影响将会发生哪些变化,是本研究目前无法回答的问题。但可以肯定的是,在IPO注册制全面推行以后,股利承诺制度将发挥更为重要的作用。因此,本研究的相关结论为未来在IPO注册制下研究股利承诺制度及其他监管政策奠定基础。

参考文献:

- [1] LA PORTA R, LOPEZ-DE-SILANES F, SHLEIFER A, et al. Agency problems and dividend policies around the world. *The Journal of Finance*, 2000, 55(1): 1–33.
- [2] DASILAS A, LEVENTIS S. Stock market reaction to dividend announcements: evidence from the Greek stock market. *International Review of Economics & Finance*, 2011, 20(2): 302–311.
- [3] MARTINS T C, NOVAES W. Mandatory dividend rules: do they make it harder for firms to invest?. *Journal of Corporate Finance*, 2012, 18(4): 953–967.
- [4] 袁天荣, 苏红亮. 上市公司超能力派现的实证研究. *会计研究*, 2004(10): 63–70.
YUAN Tianrong, SU Hongliang. An empirical study on over run cash dividend distribution policy in Chinese listed companies. *Accounting Research*, 2004(10): 63–70.
- [5] 马鹏飞, 董竹. 股利折价之谜: 基于大股东掏空与监管迎合的探索. *南开管理评论*, 2019, 22(3): 159–172.
MA Pengfei, DONG Zhu. The dividend discount puzzle: a study based on tunneling and catering to regulation. *Nankai Business Review*, 2019, 22(3): 159–172.
- [6] 李常青, 魏志华, 吴世农. 半强制分红政策的市场反应研究. *经济研究*, 2010, 45(3): 144–155.
LI Changqing, WEI Zhihua, WU Shinong. A study on market reactions to the semi-mandatory dividend policy. *Economic Research Journal*, 2010, 45(3): 144–155.
- [7] 王志强, 张玮婷. 上市公司财务灵活性、再融资期权与股利迎合策略研究. *管理世界*, 2012, 28(7): 151–163.
WANG Zhiqiang, ZHANG Weiting. The financial flexibility, the refinancing option and the dividend-catering strategy of China's listed companies. *Journal of Management World*, 2012, 28(7): 151–163.
- [8] 魏志华, 李茂良, 李常青. 半强制分红政策与中国上市公司分红行为. *经济研究*, 2014, 49(6): 100–114.
WEI Zhihua, LI Maoliang, LI Changqing. The semi-mandatory dividend rules and dividend behaviors of Chinese listed firms. *Economic Research Journal*, 2014, 49(6): 100–114.
- [9] 刘星, 谭伟荣, 李宁. 半强制分红政策、公司治理与现金股利政策. *南开管理评论*, 2016, 19(5): 104–114.
LIU Xing, TAN Weirong, LI Ning. A study of the semi-mandatory dividend policy, corporate governance and dividend payout policy. *Nankai Business Review*, 2016, 19(5): 104–114.
- [10] TAO Q Z, NAN R X, LI H Y. Information content of unexpected dividends under a semi-mandatory dividend policy: an empirical study of China. *North American Journal of Economics and Finance*, 2016, 37: 297–318.
- [11] 魏志华, 李常青, 吴育辉, 等. 半强制分红政策、再融资动机与经典股利理论: 基于股利代理理论与信号理论视角的实证研究. *会计研究*, 2017(7): 55–61.
WEI Zhihua, LI Changqing, WU Yuhui, et al. The semi-mandatory dividend rules, refinancing motivation and classical dividend theories: an empirical study based on agent theory and signaling theory. *Accounting Research*, 2017(7): 55–61.
- [12] WEI X Q, WANG C F, GUO Y N. Does quasi-mandatory dividend rule restrain overinvestment?. *International Review of Economics & Finance*, 2019, 63: 4–23.
- [13] GROSSMAN S J, HART O D. One share-one vote and the market for corporate control. *Journal of Financial Economics*, 1988, 20: 175–202.
- [14] SHLEIFER A, VISHNY R W. A survey of corporate governance. *The Journal of Finance*, 1997, 52(2): 737–783.

- [15] MASULIS R W, WANG C, XIE F. Agency problems at dual-class companies. *The Journal of Finance*, 2009, 64(4): 1697-1727.
- [16] 陈克兢. 非控股大股东退出威胁能降低企业代理成本吗. *南开管理评论*, 2019, 22(4): 161-175.
CHEN Kejing. Can non-controlling large shareholders' exit threats reduce agency cost. *Nankai Business Review*, 2019, 22(4): 161-175.
- [17] JIANG F X, KIM K A. Corporate governance in China: a survey. *Review of Finance*, 2020, 24(4): 733-772.
- [18] FACCIO M, LANG L H P, YOUNG L. Dividends and expropriation. *The American Economic Review*, 2001, 91(1): 54-78.
- [19] GUGLER K, YURTOGLU B B. Corporate governance and dividend pay-out policy in Germany. *European Economic Review*, 2003, 47(4): 731-758.
- [20] BERZINS J, BØHREN Ø, STACESCU B. Shareholder conflicts and dividends. *Review of Finance*, 2018, 22(5): 1807-1840.
- [21] CHEN D H, JIAN M, XU M. Dividends for tunneling in a regulated economy: the case of China. *Pacific-Basin Finance Journal*, 2009, 17(2): 209-223.
- [22] 张路, 罗婷, 岳衡. 超募资金投向、股权结构与现金股利政策. *金融研究*, 2015(11): 142-158.
ZHANG Lu, LUO Ting, YUE Heng. IPO over funding, ownership structure and dividend policy. *Journal of Financial Research*, 2015(11): 142-158.
- [23] 郑国坚, 林东杰, 张飞达. 大股东财务困境、掏空与公司治理的有效性: 来自大股东财务数据的证据. *管理世界*, 2013, 29(5): 157-168.
ZHENG Guojian, LIN Dongjie, ZHANG Feida. The financial quandary of controlling shareholders, the tunneling, and the effectiveness of company's governance. *Journal of Management World*, 2013, 29(5): 157-168.
- [24] 祝继高, 王春飞. 金融危机对公司现金股利政策的影响研究: 基于股权结构的视角. *会计研究*, 2013(2): 38-44.
ZHU Jigao, WANG Chunfei. The effect of financial crisis on cash dividend policies: from the perspective of ownership structure. *Accounting Research*, 2013(2): 38-44.
- [25] 黄娟娟, 沈艺峰. 上市公司的股利政策究竟迎合了谁的需要: 来自中国上市公司的经验数据. *会计研究*, 2007(8): 36-43.
HUANG Juanjuan, SHEN Yifeng. To whom do public corporate dividend policies cater? An empirical evidence from Chinese public corporations. *Accounting Research*, 2007(8): 36-43.
- [26] 许静, 张延良. 股权结构对上市公司股利政策的影响分析. *宏观经济研究*, 2013(4): 53-58, 106.
XU Jing, ZHANG Yanliang. Analysis of the impact of the listed companies' ownership structure on the dividend policy. *Macroeconomics*, 2013(4): 53-58, 106.
- [27] ATANASSOV J, MANDELL A J. Corporate governance and dividend policy: evidence of tunneling from master limited partnerships. *Journal of Corporate Finance*, 2018, 53: 106-132.
- [28] CHU Y Q. Shareholder-creditor conflict and payout policy: evidence from mergers between lenders and shareholders. *Review of Financial Studies*, 2018, 31(8): 3098-3121.
- [29] 王国俊, 王跃堂. 现金股利承诺制度与资源配置. *经济研究*, 2014, 49(9): 91-104.
WANG Guojun, WANG Yuetang. Cash dividend commitment and resource allocation. *Economic Research Journal*, 2014, 49(9): 91-104.
- [30] 王国俊, 陈浩, 王跃堂. 现金股利承诺对控股股东掏空行为的影响: 基于委托代理视角的分析. *南京社会科学*, 2015(7): 24-32.
WANG Guojun, CHEN Hao, WANG Yuetang. Does cash dividend commitment constrain controlling shareholders' tunneling behaviors? Based on agency view. *Nanjing Journal of Social Sciences*, 2015(7): 24-32.
- [31] 安青松. 中国上市公司分红现状与趋势研究. *证券市场导报*, 2012(11): 15-19.
AN Qingsong. The current status and development trend of the dividends of China listed companies. *Securities Market Herald*, 2012(11): 15-19.
- [32] 刘孟晖, 高友才. 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*, 2015, 18(1): 152-160.
LIU Menghui, GAO Youcai. The abnormal cash dividends, agency costs and company's value: empirical evidence of Chinese listed companies. *Nankai Business Review*, 2015, 18(1): 152-160.
- [33] 徐寿福, 徐龙炳. 现金股利政策、代理成本与公司绩效. *管理科学*, 2015, 28(1): 96-110.
XU Shoufu, XU Longbing. Cash dividend policy, agency cost and corporate performance. *Journal of Management Science*, 2015, 28(1): 96-110.
- [34] 陈信元, 陈冬华, 时旭. 公司治理与现金股利: 基于佛山照明的案例研究. *管理世界*, 2003, 19(8): 118-126, 151.
CHEN Xinyuan, CHEN Donghua, SHI Xu. Company management and cash dividends: a study based on the case of the Foshan illumination company. *Journal of Management World*, 2003, 19(8): 118-126, 151.
- [35] 李茂良. 股票市场流动性影响上市公司现金股利政策吗: 来自中国A股市场的经验证据. *南开管理评论*, 2017, 20(4): 105-113, 139.
LI Maoliang. Does stock market liquidity shape corporate cash dividend policy? Evidence from China A-share markets. *Nankai Business Review*, 2017, 20(4): 105-113, 139.
- [36] 邓建平, 曾勇. 控股股东利益导向和非理性分红. *系统工程理论方法应用*, 2005, 14(5): 400-406, 417.
DENG Jianping, ZENG Yong. Study on the profit-oriented of largest shareholder and irrational dividend pay-out. *Systems Engineering-Theory Methodology Applications*, 2005, 14(5): 400-406, 417.
- [37] 杨超, 山立威. 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. *经济评论*, 2018(2): 147-160.
YANG Chao, SHAN Liwei. Founding-family ownership, the split of stock ownership and the cash dividend puzzle: evidence from listed family firms in China. *Economic Review*, 2018(2): 147-160.
- [38] 卢建词, 姜广省. 混合所有制与国有企业现金股利分配. *经济管理*, 2018, 40(2): 5-20.
LU Jianci, JIANG Guangsheng. Mixed ownership and the cash dividends of state-owned enterprises. *Business Management Journal*, 2018, 40(2): 5-20.
- [39] 唐跃军, 谢仍明. 股份流动性、股权制衡机制与现金股利的隧道效应: 来自1999-2003年中国上市公司的证据. *中国工业经济*, 2006(2): 120-128.
TANG Yuejun, XIE Rengming. Share liquidity, balance mechanism

ism of shareholders and tunneling of cash dividend: evidences from Chinese listed companies from 1999 to 2003. *China Industrial Economy*, 2006(2): 120–128.

[40] JANG J, KANG J. Probability of price crashes, rational speculative bubbles, and the cross-section of stock returns. *Journal of Financial Economics*, 2019, 132(1): 222–247.

IPO Dividend Commitment Policy and Investor Protection —— Based on a Quasi-natural Experiment

MA Pengfei¹, SUI Cong²

1 School of Business and Management, Jilin University, Changchun 130012, China

2 School of Maritime Economics and Management, Dalian Maritime University, Dalian 116026, China

Abstract: Dividend rights, as the basic right of investors, is particularly important to investors, but some listed companies' irrational dividend behavior damage the profit of investors. For this reason, CSRC put forward the IPO Dividend Commitment Policy (IDCP) in 2011, which requires IPO companies to make a voluntary commitment on the dividend policy of three years after listing. And according to regulations of the Shanghai (Shenzhen) Stock Exchange, shares held by controlling shareholders prior to listing cannot be traded freely for the first three years following listing.

On the basis of the institutional context and using the IDCP as a quasi-natural experiment, we study investor protection effect and its mechanism, then analyze the transmission path of the policy. We take the A-share listed companies from 2006 to 2018 in Shanghai and Shenzhen as the sample, and combine two "three-year" characteristics of the IDCP and non-tradable shares of controlling shareholder to label treatment companies which the listing age are less than three years, to research by difference-in-differences models.

The results show that the IDCP has two ways to protect the profit of investors. One is "Increase Returns", and the other is "Limit Tunneling". The decrease of cash dividend level in treatment samples is due to a stronger "Limit Tunneling" effect rather than invalid regulation. The policy effect in state-owned companies is "Increase Returns", in non-state-owned companies is "Limit Tunneling". Furthermore, as the age of listing increases, the effect of the policy decreases and disappears completely after three years of listing. The result of the positive correlation between the dividend level of commitment and dividend payment, shows that the content of commitment has a restrictive effect on the actual dividend after listing, and there exist an effect path of "The IDCP – Content of commitment – Dividend payment after IPO".

In summary, it is found that dividends beneficial to investors need to be supervised, which is a result of the improvement of investor protection level. From this perspective, we give a new explanation of "result model". Our conclusions provide empirical support for the deepening reform of financial supervision and literature supplement for the in-depth study of dividend theory.

Keywords: dividend commitment; investor protection; tunneling; cash dividends; financial regulation

Received Date: April 9th, 2021 **Accepted Date:** November 2nd, 2021

Funded Project: Supported by the Major Project of the Key Research Base of Humanities and Social Sciences of the Ministry of Education (22JJD790066) and the National Natural Science Foundation of China (71971034)

Biography: MA Pengfei, doctor in economics, is a lecturer in the School of Business and Management at Jilin University. His research interests include corporate finance and financial market. His representative paper titled "The dividend discount puzzle: a study based on tunneling and catering to regulation" was published in the *Nankai Business Review* (Issue 3, 2019). E-mail: mapengfei15@163.com

SUI Cong, doctor in engineering, is a professor in the School of Maritime Economics and Management at Dalian Maritime University. His research interests include financial engineering and financial market. His representative paper titled "The impacts of interbank debt network liquidity differences on risk contagion" was published in the *Journal of Management Sciences in China* (Issue 3, 2020). E-mail: suicong2004@163.com

□

(责任编辑: 李祎博)