

# IPO 分红新政对新上市公司股利分配行为的影响

童娜琼, Frank Koger, 陈曼如

(北京大学汇丰商学院, 广东 深圳 518055)

**[摘要]**利用我国上市公司 2012 年数据,就 2011 年 11 月颁布的 IPO 分红新政对新上市公司股利分配行为和投资水平的影响进行实证研究,结果显示:受到新分红政策的约束,新上市公司的分红可能性、每股分红以及分红比率比政策颁布前上市的公司有了明显的提高,证实新分红政策有效地提高了上市公司分红;大股东占比高的公司虽然倾向于推动 IPO 分红新政对分红可能性的正面效果,但是也会削弱 IPO 分红新政对分红水平、分红比率的正面效果;IPO 分红新政颁布后上市的公司投资水平显著比新政策颁布前上市的公司投资水平低。

**[关键词]** IPO 分红新政; 股东保护; 公司股利; 股利分配; 投资水平; 上市公司; 公司治理

**[中图分类号]** F830.91   **[文献标识码]** A   **[文章编号]** 1672-8750(2015)04-0057-13

## 一、引言

公司股利政策一直是金融界和财务界极富争议性的学术热点。当已有法律和资本市场都无法促使企业的内部人主动发放现金股利时,政府一般会出台强制分红的政策,作为保护外部股东的一种措施<sup>[1]</sup>。强制分红政策是指外部监管条例强制要求公司将一定比例的利润作为分红分配出去,其主要目的在于提供股东满意的股利支付水平以及保护股东的股利分配权<sup>[2]</sup>。这种政策在发达国家和发展中国家都有实施,如巴西规定上市公司必须将公司当期净利润的 50% 以现金股利方式支付给股东,而乌拉圭对净利润的强制股利分配比例为 20%<sup>[3]</sup>。

由于中国上市公司不分红、少分红的现象严重,因此 2011 年 11 月 9 日证监会针对 IPO 公司颁布了《关于进一步落实上市公司现金分红有关事项的通知》(即“IPO 分红新政”),要求上市公司必须在招股说明书中详细阐述未来三年的分红计划以及最低现金分红比例。与之前颁布的以再融资为基础的强制分红政策不同,IPO 分红新政规定新上市公司招股说明书必须披露股利承诺,这一新政对所有新上市公司的未来股利政策产生了深远影响。

IPO 分红新政首先是对新上市公司的分红行为产生影响。如凤凰传媒于 2011 年 10 月 24 日过会,由于过会时间在 11 月 9 日分红新政发布之前,公司当时公布的招股说明书申报稿中,并没有细化的分红政策相关内容,而在 2011 年 11 月 11 日公布的正式招股说明书中,公司在重大事项一栏中,已经增加了“请投资者关注本公司的股利分配政策和现金分红比例”的有关条文。再如 2012 年 3 月 27 日在中小板上市的德联集团对上市之后的分红政策和未来三年的利润分配做出了承诺,之后广东证监局在其出具的《关于要求广东德联集团股份有限公司切实履行现金分红承诺的函》(广东证监函[2012]445 号)中要求该公司尽快制定履行现金分红相关承诺的具体方案并抓紧落实执行。随后,德联集团公布了整改后的分红预案——“每 10 股派发现金股利人民币 0.35 元(含税)”。其次,由于资

**[收稿日期]** 2014-12-27

**[作者简介]**童娜琼(1979—),女,浙江慈溪人,北京大学汇丰商学院讲师,博士,主要研究方向为公司治理、财务会计、公司金融、信息披露;Frank Koger(1960—),男,美国路易斯安那州人,北京大学汇丰商学院讲师,博士,主要研究方向为公司治理、财务会计、公司金融、信息披露;陈曼如(1988—),女,广东汕头人,北京大学汇丰商学院硕士生,主要研究方向为公司金融。

本市场存在着市场化竞争,IPO 分红新政也可能通过对新上市公司的分红行为的影响而间接影响 IPO 分红新政前已上市的公司,使其可能改变自身的分红行为,但由于这些公司没有在 IPO 的招股说明书中被强制要求披露分红承诺,因此新分红政策对它们的约束较弱。比如 1996 年上市的金马集团 2011 年年报显示,全年净利润和资本公积都较高,但其连续 5 年均未分红转送。在 IPO 分红新政出台后,广东证监局的检查虽然促使上市公司补充了信息披露,但不分配理由的真实性、合理性并未纳入核查范围,因此金马集团连续多年未分红的状况并未得到改变。

2011 年 IPO 分红新政对新上市公司招股说明书的股利承诺进行了强制性规定,因此该股利承诺成为股利发放的预期,会直接影响公司通过股利政策来传递信号的有效性。一方面,如果该政策有效,那么在 IPO 分红新政颁布之后,上市公司可能会增加分红,而分红水平的提高是对投资者的保护,最终该 IPO 分红新政将有利于股市的健康发展;另一方面,近年来学术界发现全球股利处在下降趋势,而在中国新上市公司尤其是创业板上市公司大多属于成长型的初创企业,本身就存在巨大的资金需求,让这些公司分红实际上是“杀鸡取卵”,提高分红只能是短期策略,因此 IPO 分红新政可能并不利于公司长期发展。

针对上述争议,围绕证监会 2011 年强制分红政策,还有很多问题需要学者们进一步讨论:第一,强制分红政策将给公司带来怎样的效应?即在新政出台之后上市的公司是否提高了分红?第二,如果该政策确实使公司提高了分红,那么是否会减少新上市公司的投资?遗憾的是,国内鲜有研究对上述问题予以足够的关注。本文试图对上述问题展开实证研究,以深入探讨这一政策对新上市公司的短期影响与长期影响。

## 二、文献综述

从 Lintner 提出公司股利分配行为的理论模型和股利无关论<sup>[4]</sup>以来,现代股利研究主要从内部因素和外部因素来解释公司的分红行为,其中内部因素分析从企业内部(即最大化股东价值)入手,提出的理论包括“一鸟在手”理论、信号传递理论、税收差别理论、代理理论等;外部因素主要指当企业缺乏自发分红动力时,外部监管迫使企业进行分红,主要表现形式是强制分红政策。

### (一) 国外研究现状

公司治理的根本问题之一是如何确保投资者获取投资回报,而股利是投资者获取投资回报和加强公司治理的一种重要方式。自由现金流理论认为,经理控制的公司更倾向于较低的分红政策,并将自由现金流投入到损害公司价值的项目中,或者盲目扩大组织规模;而股东控制的公司会根据企业的成长性积极地调整股利政策。当上市公司缺乏良好的投资机会时,公司治理系统可以迫使公司管理层支付股利,从而限制内部人将公司利润用来攫取私利。因此,分红是股东保护制度的结果,股东保护制度越好的国家,其分红越高。在许多发展中国家和转型经济国家中,由于公司治理系统缺乏足够的效率,上市公司一般不主动发放股利回报投资者。因此,La Porta 等人认为国家出台的强制分红政有利于减少代理人问题,从而提高公司的分红水平<sup>[5]</sup>。

然而强制分红政策也可能给公司的投资水平带来负面的影响。Rozeff 研究了公司分红比率与公司收入成长性(公司投资)的关系,发现高投资的公司倾向于少分红,这说明投资政策会影响分红政策<sup>[6]</sup>。Mougoue 等人对公司的投资决策、融资决策和股利政策之间的因果关系进行研究,发现公司的投资决策依赖于融资决策和股利政策<sup>[7]</sup>。Bhaduria 和 Duraia 以印度 265 家制造业公司 1994—2002 年的数据为样本,研究新兴市场中公司投资决策和股利政策的关系,发现公司的投资决策和股利政策是相互影响的<sup>[8]</sup>。

### (二) 国内研究现状

在 2001 年证监会颁布了分红相关制度后,国内许多学者对中国半强制分红监管政策的有效性进

行了研究。早期的研究主要关注现金分红的市场反应,从侧面验证半强制分红的合理性<sup>[9-10]</sup>。龚晶和刘鸿雁从现金分红与代理成本的关系入手,验证了半强制分红政策的合理性<sup>[11]</sup>。2008年证监会颁布了一项新的分红监管政策,将上市公司的再融资资格与公司近三年的分红挂钩。之后的大多数实证研究发现,强制性和半强制性的分红政策能提升公司的分红。如李慧考察再融资现金分红政策的实施效果,发现资产负债率高、盈利性水平低以及非国有公司在政策颁布后提高了分红<sup>[12]</sup>。郭慧婷等对证监会2006年和2008年再融资现金分红政策颁布前后上市公司分红和现金流的变化情况进行研究,发现在证监会强制要求下,上市公司的分红水平有所提高<sup>[13]</sup>。而上市公司分红水平的提高是为了满足证监会对上市公司再融资的条件要求,因此再融资公司提高分红水平的首要目标是达到再融资要求。

学术界也关注半强制分红政策对企业过度投资的作用。刘银国等的研究发现现金股利的发放可以有效抑制过度投资水平,但这种抑制作用仅对高资产负债率企业、高成长性企业和非国有企业产生影响。同时,迫于再融资监管要求而导致的企业分红水平显著提高会导致投资不足。因此,半强制性分红政策并未达到预期效果<sup>[14]</sup>。

基于上述文献分析,我们认为,半强制分红政策可能是个“双刃剑”,在减少代理人成本、提高公司的分红水平、抑制过度投资的同时,也可能导致企业投资不足,并影响企业的未来业绩。

### 三、理论分析与假设提出

国内外的许多研究表明,无论是发达国家还是发展中国家,强制分红政策的实施都会提高分红。Adaogul、Martins等、李常青等的研究发现,股东保护制度越好,分红越高<sup>[15-17]</sup>。由于我国特殊的制度背景,上市公司分红较少,并且很难表现出连续性。因为国有企业的股东为国家或地方政府,企业管理的目标为经济增长和充分就业,所以国有企业的利润大部分都重新投入扩大投资来创造GDP。而民营企业存在内部人控制,因此分红程度也不高。基于此,政府出台了与再融资挂钩的分红政策,通过强制分红制度等方式,试图将企业获取的收益在所有利益相关者之间共享,并减少经理人留存自由现金流,从而降低代理成本。

2011年IPO分红新政颁布,要求上市公司必须在招股说明书中详细阐述未来三年的分红计划以及最低现金分红比例。招股说明书是一个重要信息披露渠道。招股说明书的信息披露,能减少投资者和公司的信息不对称性,降低IPO抑价。而招股说明书的股利承诺,是传递股利信号的重要渠道。股利政策是减少公司和投资者信息不对称的重要手段,也是管理层向外界发放信号的方式之一。当管理者预期公司未来发展前景良好,未来业绩会有一定幅度的增长时,就会通过增加股利的方式将这一信息及时传递给股东或潜在投资者;若预期公司未来盈利状况不甚理想时,管理者往往维持甚至降低现有的股利分配水平,就会向投资者发出未来盈利状况不好的信号。因此,理论分析和实证研究都发现,当公司股利支付水平上升时,公司的股价也随之上升,而股利支付水平下降,公司的股价也会有所下降。而2011年IPO分红新政是强制性要求新上市公司在招股说明书中做出股利承诺,该股利承诺就成为股利发放的预期,因此IPO分红新政直接影响公司通过股利政策发送信号的有效性。

同时,证监会也因为2011年的IPO分红新政的规定,增加了对未履行其分红承诺的公司的追责,促使其履行分红承诺。如证监会对德联集团2011年度不分红的处理,促使该集团部分兑现了分红承诺。监管机构将新上市公司未分红的理由纳入了监管范围,并在其解释明显不合理的情况下,要求新上市公司履行分红承诺。可见,2011年IPO分红新政的颁布,不仅仅是从信息披露的角度要求IPO上市公司详细阐述未来三年的分红计划以及最低现金分红比例,同时由于监管机构将未分红的理由纳入了监管范围,因而强化了新分红政策实施后IPO上市公司对其分红承诺的履行。因此,我们推测,在2011年11月9日以后上市的公司,由于受到IPO分红新政的约束,其分红会比此前上市的公

司高。

假设 1:在 IPO 分红新政颁布后上市的公司,其分红(包括分红可能性、每股分红和分红比率)比在新政颁布前上市的分红高。

公司股权结构,即股东尤其是控股股东对经理人的监管能力,是公司治理系统的重要组成部分。根据代理人理论,股利支付能够一定程度上降低代理成本,尤其是管理层与股东之间的代理成本。股权集中度越高,股东的控制力越强,对代理成本的降低就越敏感。杨熠和沈艺峰的研究证实了现金股利的发放和代理成本(如投资水平)存在负相关关系<sup>[18]</sup>。而根据股利信号理论,股利政策具有信号传递的效应,能向市场传递公司当年盈利情况的信息。股利公告能够引起股价的波动,从而向市场传递有用信息,股利支付变动公告中的股价变动是市场对股利所含新信息的肯定。当公司股利支付水平上升时,公司的股价也随之上升;而股利支付水平下降,公司的股价也会有所下降。Pettit、Ofer 与 Siegel 等人的研究也发现股利信号理论具有适用性<sup>[19-23]</sup>。

随着股权分置改革,大股东的股份开始流通,大股东的激励效应大于堑壕效应。激励效应是指大股东通过有效监督管理层或直接参与经营管理来提升公司价值,使所有股东按其拥有的股份等比例获得收益。因此大股东也更加关注信息不对称导致的信息成本,而拥有较高持股比例的控股股东有较强的动机来披露股利信息,以传递企业未来业绩的信息。Khan、宿淑玲的研究也证实了大股东激励效应的存在<sup>[24-25]</sup>。由于新分红政策促进了上市公司分红,因此作为股东代表的第一大股东出于对激励效应和信息不对称导致信息成本的考虑,更倾向于用股利政策来传递企业信息,达到信号传递的目的。可见,第一大股东占股比例较高的公司,由于存在的代理人问题较弱和希望利用分红政策作为信号传递,因此 IPO 分红新政对其分红可能性的正向影响更强。

当公司具有较高成长性、未来发展前景较好时,公司将会倾向于把利润留存在企业中,以增加公司价值,提高未来的收益。虽然利润留存可能加剧管理层和股东的代理人问题,但由于大股东股权集中度越高,控制力越强,对管理层和股东的代理人问题的监控能力也就越强。另外,大股东的股权集中度越高,越能够根据公司的成长性确定适当的分红比率,捕捉成长性投资机会,以实现公司价值最大化。谢军的研究证实了第一大股东具有发放现金分红的动机,而且在高成长公司第一大股东会相对减少分红<sup>[26]</sup>。因此,大股东能够根据公司成长性高低调整分红比率,最大化公司价值。当公司缺乏良好的投资项目时,股东倾向于多分红,以减少经理人滥用现金流而出现的过度投资的问题;当公司具有较高成长性,未来发展前景好,在股东保护制度完善的条件下,大股东更在乎公司的投资机会,也愿意放弃暂时的现金股息,将利润留存在企业中,投资到新项目中,以增加公司价值,提高未来的收益。王信、Al-Kuwari 也发现高成长性公司一般都倾向于少分红,将利润留存在企业作为未来发展投资的内部资金来源,减少对高成本的外部资金的依赖<sup>[27-28]</sup>。因而当公司存在良好的投资机会时,较低的股利支付率符合股东利益最大化的原则。Denis 等、Haushalter 等证实规模小、盈利能力弱以及成长性高的上市公司不倾向于现金分红<sup>[29-30]</sup>。由于新上市公司大部分处于成长期,规模较小,同时中国的市场竞争比较激烈,因此本文认为,第一大股东占股比例较高的公司中,IPO 分红新政对每股分红水平和分红比例的正向影响将会被削弱。基于此,我们提出假设 2a 和假设 2b。

假设 2a:假如 IPO 分红新政提高了政策出台后上市的分红,那么在第一大股东占股比例较高的公司中,IPO 分红新政对其分红可能性的正向影响将会得到加强。

假设 2b:假如 IPO 分红新政提高了政策出台后上市的分红,那么在第一大股东占股比例较高的公司中,IPO 分红新政对每股分红水平和分红比例的正向影响将会被削弱。

根据优序融资理论,公司的投资决策也受到内部自由现金流的影响。而信息不对称造成企业外部融资成本上升,令公司需要通过内部现金流来支撑投资,当拥有内部现金流时企业会加大投资,当内部现金流变少时企业就会减少投资。由于内源融资成本远低于外部融资成本,对于有限的内部资



金,公司必须在投资与分红之间进行权衡,即分红与投资之间存在负相关关系。由于企业通过内部融资方式为投资项目融资的能力是决定企业能否在市场竞争中立于不败之地的关键因素,因此在竞争较为激烈的行业中,上市公司将选择增加现金持有以规避投资不足可能引发的投资机会丧失、市场份额流失等风险。对于高成长性公司或者新兴市场国家的公司,股利政策与投资之间存在着相互影响的负相关关系。中国属于新兴市场国家,新上市公司成长性高,具有较大的资金需求,而新上市公司内部的现金流量留存较少。由于半强制分红政策的要求,上市公司迫于再融资需求而出现的分红水平显著提高会导致投资不足,因此,我们推测,如果IPO分红新政有效地提高了新上市公司的分红,那么随着分红的提高,新上市公司的自由现金流将会降低,从而会降低这些公司的投资水平。因此我们提出假设3。

假设3: IPO 分红新政后上市的公司的投资水平比在新政颁布前上市的公司的投资水平低。

## 四、研究设计

### (一) 变量选取

#### 1. 被解释变量

参照现存文献的做法,本文所考察的上市公司分红包括分红可能性(*DIVDUMMY*)、分红水平(*DPS*)以及分红比率(*DPS\_EPS*)。其中 *DIVDUMMY* 是哑变量,若公司进行分红,该变量等于1,公司不进行分红,该变量就等于0。分红水平(*DPS*)是每股分红数量。分红比率(*DPS\_EPS*)是每股分红除以每股收益。为了检验假设3,本文采用固定资产的增长率(*GFA*)来衡量公司投资,其中固定资产是按照资产负债表中的固定资产、在建工程以及工程物资三项净值之和计算的。

#### 2. 解释变量

IPO 分红新政(*RULE*)是个虚拟变量,用来区分实验组和对照组。我们定义在 IPO 分红新政后上市的样本等于1(实验组),政策颁布前上市的样本等于0(对照组)。由于假设2是检验大股东在IPO分红新政对公司分红影响中发挥的作用,我们增加 *RULE* 和 *BIGSH* 的交叉变量(*RULE × BIGSH*)。其中 *BIGSH* 是第一大股东持股比例,即第一大股东持有股份除以总股本,用来衡量股权集中度。

#### 3. 控制变量

大部分文献将盈利性、成长性、财务杠杆、公司规模、现金流量以及股权结构作为分红的决定因素。本文选用以下指标作为影响分红的控制变量:(1)盈利性指标,本文选用每股收益(*EPS*)来衡量。分红来自于公司利润,公司盈利性对分红有正向影响。当公司在扣除股利支付后剩余现金流还能满足投资需求,那么公司就会支付相对较高的股利。盈利能力是分红十分重要的一个影响因素。(2)自由现金流指标,本文采用股东自由现金流(*FCFE*)来衡量,因为股东自由现金流减去给债权人的现金流,更能反映能够由股东支配的现金流。公司的自由现金流越大,越需要提高分红来降低代理成本,而且自由现金流可以用来衡量公司能够用于支付红利的资源。因此,自由现金流对分红有正向影响。(3)公司规模指标,本文采用公司总资产的自然对数(*LNTA*)作为公司规模的衡量指标。大公司通常都有能力以较低成本获得外部融资,大公司更能够对内部留存利润进行分配,因此公司规模对分红有正向影响。(4)成长性指标,本文采用市净率(*MB*)作为成长性衡量指标。根据优序融资理论,公司首先倾向于使用内源资金进行投资。高成长性公司具有良好的投资机会,倾向于减少分红以用于投资,因此成长性与分红有负向关系。(5)财务杠杆指标,本文用资产负债率(*LEV*)作为财务杠杆的衡量指标。财务杠杆高的公司更倾向于将利润留存以用于支付债务,而不是分配给股东。另外,财务杠杆过高的公司,其外部融资成本更高,即可获得的外部资金更少,这也会减少公司的分红。因此财务杠杆对分红有负向影响。(6)股权集中度指标,本文采用第一大股东的持股比例(*BIGSH*)衡量股权集中度。股权集中度是股东对经理人监控能力的体现,股权集中度越高,股东越有能力根据公

司的成长性制定相应的分红比例。股权集中度对分红的影响,关键在于怎样的分红比例能够最大化公司价值。由于样本公司都是新上市公司,成长性较高,因此大股东会减少分红以将更多资金用于投资。

投资机会、现金流、盈利能力、财务杠杆等因素是影响投资的重要因素。与对分红的影响相同,公司盈利性(*EPS*)、公司规模(*LNTA*)、成长性(*MB*)、财务杠杆(*LEV*)、股权集中度(*BIGSH*)会对投资产生影响,因此本文将以上变量作为控制变量加入回归模型。从现金流对投资的影响来看,内源性融资是公司投资很重要的解释因素,许多实证研究都表明公司内部资金的可获得性与投资之间具有较强的正相关关系。通常,实证研究用经营活动产生的净现金流或者公司留存收益作为内部现金流的指标,经营活动净现金流量是流量概念,而留存收益是存量概念。由于经营活动产生的现金流与盈利性指标高度相关,为避免多重共线性,本文用公司留存收益除以公司总资产(*RE*)作为内部现金流的衡量指标。另外,本文重点研究的是分红政策的影响,分红的大小是否会影响投资也是我们关注的重点,因此本文在对假设 3 的检验中将分红比率(*DPS\_ESP*)作为控制变量加入模型。

另外,由于不同行业所处的生命周期、现金流结构、行业竞争度等存在一定差异,其分红会有所差别,因此,本文加入行业虚拟变量以控制行业因素的影响。行业变量按照证监会一级行业分类标准,共 13 个行业,因此本文加入 12 个虚拟变量。对假设 3 的回归分析中,我们剔除了固定资产增长率大于 200% 或者小于 -200% 的 24 家样本公司,在 388 个样本中,共 10 个行业,加入 9 个虚拟变量。由于对假设 1 中 *DIVDUMMY* 的检验我们采用的是 Logit 模型,而加入行业控制变量后会产生拟完全分离(Quasi-completeseparation),即行业虚拟变量完全解释了因变量,因此对假设 1 的 *DIVDUMMY* 回归中没有加入行业控制变量。

表 1 变量定义

| 变量类型  | 变量代码                | 变量定义  |
|-------|---------------------|---|
| 被解释变量 | <i>DIVDUMMY</i>     | 是否分红,为虚拟变量,若公司分红,则变量等于 1,否则等于 0   |
|       | <i>DPS</i>          | 每股分红, $DPS = \text{年度现金分红总额} / \text{总股本}$  |
|       | <i>DPS_EPS</i>      | 分红比率, $DPS\_EPS = \text{每股分红} / \text{每股收益}$  |
|       | <i>GFA</i>          | 固定资产的增长率, $GFA = (\text{期末固定资产净值} - \text{期初固定资产净值}) / \text{期初固定资产净值}$ ,用来衡量公司投资。固定资产包括资产负债表中固定资产、在建工程、工程物资三者的净值之和   |
| 解释变量  | <i>RULE</i>         | 政策虚拟变量,区分实验组和对照组,在 IPO 分红新政颁布后上市的样本等于 1,政策颁布前上市的样本等于 0  |
|       | <i>RULE × BIGSH</i> | <i>RULE</i> 和 <i>BIGSH</i> 的交叉变量  |
| 控制变量  | <i>BIGSH</i>        | 第一大股东持股比例, $BIGSH = \text{第一大股东持有股份} / \text{总股本}$ ,衡量股权集中度   |
|       | <i>EPS</i>          | 每股收益, $EPS = \text{净利润} / \text{总股本}$ ,衡量盈利能力   |
|       | <i>FCFE</i>         | 股东每股自由现金流, $FCFE = (\text{息前税后利润} + \text{折旧与摊销} - \text{营运资本增加} - \text{资本支出} - \text{偿还债务所支付的现金} + \text{取得借款收到的现金} + \text{发行债券所收到的现金}) / \text{总股本}$ ,衡量自由现金流 |
|       | <i>LNTA</i>         | 资产规模, $LNTA = \log(\text{总资产账面价值})$ ,衡量公司规模   |
|       | <i>LEV</i>          | 资产负债率, $LEV = \text{总负债账面价值} / \text{总资产账面价值}$ ,衡量财务杠杆  |
|       | <i>MB</i>           | 市净率, $MB = \text{总市值} / \text{总资产账面价值}$ ,衡量成长性  |
| 控制变量  | <i>RE</i>           | 留存收益, $RE = (\text{盈余公积} + \text{未分配利润}) / \text{总资产}$  |
|       | <i>IND</i>          | 行业虚拟变量,控制不同行业分红的差异问题。每个变量所对应的行业等于 1,其他行业等于 0  |

(二) 回归模型

本文针对所提出的研究假设及变量选取,构建如下研究模型。

## 1. 假设 1 的检验模型

$$DIVDUMMY_i(DPS_i)(DPS\_EPS_i) = b_0 + b_1RULE_i + b_2BIGSH_i + b_3EPS_i + b_4FCFE_i + b_5LEV_i + b_6LNTA_i + b_7MB_i + b_8IND_i + \varepsilon \quad (1)$$

我们关注的变量是  $RULE$ 。当  $RULE$  的系数显著为正时,说明 IPO 新政颁布后上市的公司分红显著高于政策颁布前上市的公司。

## 2. 假设 2 的检验模型

模型 2 加入了  $RULE$  和  $BIGSH$  的交叉项,以检验大股东对 IPO 分红新政的交互反应。

$$DIVDUMMY_i(DPS_i)(DPS\_EPS_i) = b_0 + b_1RULE_i + b_2RULE_i \times BIGSH_i + b_3BIGSH_i + b_4EPS_i + b_5FCFE_i + b_6LEV_i + b_7LNTA_i + b_8MB_i + b_9IND_i + \varepsilon \quad (2)$$

我们关注的变量是交叉项  $RULE \times BIGSH$ 。当  $RULE \times BIGSH$  的系数显著为负时,我们认为第一大股东削弱了 IPO 分红新政对分红的影响;反之则认为第一大股东推动了政策的执行。

## 3. 假设 3 的检验模型

为了检验假设 3,本文仍是在模型中加入虚拟变量  $RULE$ ,考察在 IPO 分红新政前后上市的公司投资是否有显著差别。对于因变量投资的衡量,本文采用的是固定资产的增长率( $GFA$ ),固定资产按照资产负债表中的固定资产、在建工程以及工程物资三项净值之和计算。

$$GFA_i = b_0 + b_1RULE_i + b_2BIGSH_i + b_3EPS_i + b_4DPS\_EPS_i + b_5LEV_i + b_6LNTA_i + b_7MB_i + b_8RE_i + b_9IND_i + \varepsilon \quad (3)$$

对于控制变量的选择,我们采用投资机会( $MB$ )、盈利能力( $EPS$ )、财务杠杆( $LEV$ ),分红比率( $DPS\_EPS$ )、留存收益( $RE$ )和行业的控制变量( $IND$ )。我们主要关注变量  $RULE$ ,当  $RULE$  的系数显著为负时,我们认为,在 IPO 分红新政颁布后上市的公司投资水平比在新政颁布前上市的公司投资水平低,IPO 分红新政会降低新上市公司投资,不利于公司发展。

## (三)数据来源及样本筛选

本文采用的样本是从 2011 年 1 月到 2012 年 9 月上市的 416 家公司,包括沪深主板、中小企业板和创业板上市的公司,所有样本采用 2012 年底的截面数据。本文将样本公司分为两组,在 IPO 分红新政后上市的公司为实验组,在此之前上市的公司为对照组。从 IPO 分红新政颁布到 2012 年 9 月<sup>①</sup>共 10 个月,这 10 个月上市的公司为实验组,共 173 家;从 IPO 分红新政颁布向前追溯 10 个月,到 2011 年 1 月,这 10 个月上市的公司为对照组,共 243 家。本文的数据来源于巨灵数据库。

为了减少异常数据导致的数据偏差,本文剔除了金融行业样本,因为金融行业的固定资产投资无法衡量,并且银行通常有异常的高分红。剔除后,实验组有 170 个样本,对照组有 242 个样本。对  $DIVDUMMY$  的回归,包括 412 家样本公司,但是对  $DPS$  和  $DPS\_EPS$  的回归,主要是考察政策对分红多少的影响,因此排除了不分红的 26 家公司,仅对分红的 386 家公司进行回归。对  $GFA$  的回归,剔除了固定资产增长率大于 200% 或者小于 -200% 的 24 家样本公司,仅对 388 家公司进行回归。

对于上市日期的选择,本文用的是招股公告日,而不是发行公告日<sup>②</sup>,原因是公司在准备招股说明书的时候就已经知道了它们必须受到 IPO 分红新政的约束。为了进一步确认样本的分界没问题,本文比较了招股说明日在政策颁布前后的几家公司,发现凤凰传媒公司(招股公告日为 2011 年 11 月 11 日)在向证监会申报的招股说明书中没有将最低现金分配比率列入“重大事项提示”,而在正式的招股说明书中已列出股利分配承诺,说明该公司已经受政策约束。而招股说明日在新政前的雪人股份(招股公告日为 2011 年 11 月 09 日)和赞宇科技(招股公告日为 2011 年 11 月 08 日)在招股说明书

<sup>①</sup>由于我国在 2012 年 10 月到 2013 年 12 月停止了 IPO,这段时间没有新上市公司,因此截止日期为 2012 年 9 月 30 日。

<sup>②</sup>通常,招股公告日与上市公告日相差 10 天左右。

中都没有关于股利分配承诺的说明。因此,本文将招股公告日期与政策颁布日期进行比较,来确定样本是实验组还是对照组。

### 五、实证结果与分析

#### (一)描述性统计

本文研究了2011年到2012年中国股票市场的分红情况,结果显示每次政策颁布都会对分红的提高有一定推动作用。本文以上市公司的招股说明日期为划分标准,统计了不同月份上市的公司2012年的平均分红情况,见图1。从图1可以看出,在IPO分红新政实施后,平均每股分红指标有了明显的上升趋势。除去政策发生当月(2011年11月),政策前的平均每股分红是0.17,政策后上升到0.29,上涨幅度达到76%。分红比率的变化则没有这么明显,但仍有一定上涨。同样除去政策发生当月(2011年11月),IPO分红新政实施前的平均分红比率是36.22%,IPO分红新政实施后上升到41.71%。从这两个指标看来,IPO分红新政实施对分红确实产生了积极影响。

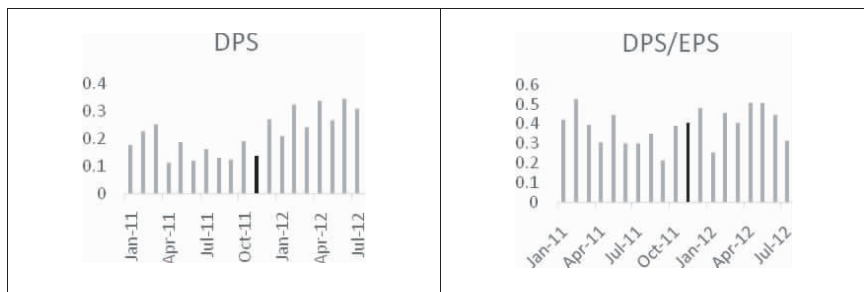


图1 2011年1月到2012年9月不同月份上市的公司2012年的分红情况

表2列示了对实验组和对照组分红情况的对比结果。实验组中,只有1家公司没有分红,而对照组中有25家,分红公司家数占比分别为99.41%和89.67%,IPO分红新政后的分红公司占比上涨了9.74个百分点。实验组的平均每股分红是0.2840,对照组是0.1653,平均每股分红上涨了71.8%。实验组的平均分红比率是42.19%,对照组是36.88%,平均分红比率上涨了15.4个百分点。为了进一步检验实验组与对照组的分红情况是否有显著变化,本文对两组的每股分红和分红比率进行均值检验。对照组的每股分红和分红比率显著高于实验组的,但实验组的固定资产投资增长率都显著低于对照组。

表3列举了模型的主要变量的描述性统计结果。其中DIVDUMMY的均值为0.93,说明新上市的公司里大部分都有分红行为。BIGSH的均值为0.3779,说明大股东平均占股为37.79%。LEV的均值为

表2 实验组和对照组的分红与投资情况比较

|         | 实验组    | 对照组    | 均值差    | t 值       |
|---------|--------|--------|--------|-----------|
| 新上市公司家数 | 170    | 242    |        |           |
| 分红公司家数  | 169    | 217    |        |           |
| 分红公司比例  | 99.41% | 89.67% | 9.74%  | 2.142***  |
| 平均每股分红  | 0.2840 | 0.1653 | 0.119  | 5.743***  |
| 平均分红比率  | 42.19% | 36.88% | 0.053  | 1.577*    |
| 投资增长率   | 0.3287 | 0.4526 | -12.39 | -3.206*** |

注: \*、\*\*、\*\*\* 分别表示在10%、5%、1%的置信水平下显著。下同。

表3 模型的变量描述性统计数据

|          | 均值     | 中数     | 最大值    | 最小值     | 标准差   | 观测值 |
|----------|--------|--------|--------|---------|-------|-----|
| DIVDUMMY | 0.937  | 1.000  | 1.000  | 0.000   | 0.243 | 412 |
| DPS      | 0.214  | 0.150  | 1.360  | 0.000   | 0.214 | 412 |
| DPS_EPS  | 0.391  | 0.300  | 3.000  | -0.322  | 0.361 | 412 |
| GFA      | 0.401  | 0.301  | 1.975  | -0.167  | 0.388 | 388 |
| BIGSH    | 0.378  | 0.363  | 0.886  | 0.088   | 0.144 | 412 |
| FCFE     | -1.215 | -0.130 | 9.700  | -12.130 | 2.632 | 412 |
| LEV      | 0.244  | 0.206  | 0.859  | 0.011   | 0.165 | 412 |
| LNTA     | 9.161  | 9.080  | 11.637 | 8.488   | 0.400 | 412 |
| RE       | 0.163  | 0.161  | 0.345  | -0.045  | 0.056 | 388 |



0.244,说明新上市公司的平均资产负债率为24%。 $RE$ 为0.16,说明新上市公司的收益留存比重还是比较大的。

## (二)回归结果分析

### 1. 对假设1的检验

表4显示了IPO分红新政对分红的可能性( $DIVDUMMY$ )、每股分红( $DPS$ )和分红比例( $DPS\_EPS$ )影响(假设1)的回归结果。结果显示 $RULE$ 的系数在三个模型中都显著为正(2.69、0.06、0.11),这意味着在政策颁布后上市的公司,其现金分红支付的可能性、支付水平和支付比率都比政策颁布前上市的公司有所提高。因此这一结论支持了假设1。

控制变量中,在对 $DIVDUMMY$ 的回归结果中,每股收益系数为6.92,在1%的水平上显著,说明盈利能力对是否分红有很大的影响。在对 $DPS$ 的回归结果中,每股收益系数为0.35,即每股收益每增加一个单位,每股分红增加0.35。在对 $DPS\_EPS$ 的回归结果中,大股东持股比例的系数显著为负,也就是说,大股东持股比例越高,分红比率越低。大股东作为股东代表,目标是最大化股东利益。大股东持股比例对分红的影响为负,说明分红的增加不利于最大化公司价值。因此新上市公司更愿意将更大比例的利润留存在企业内部,用于公司投资发展,大股东为了最大化公司价值,同样倾向于减少分红。股东每股自由现金流( $FCFE$ )系数在符号上与预期的一致(为正),但不显著;市净率( $MB$ )的系数,除了在对 $DPS$ 的回归中显著为负外,其他两个方程中均不显著,说明企业的成长性减少了公司的分红,但影响并不显著性。

### 2. 假设2的检验

为了检验假设2,我们在模型1中加入变量 $RULE$ 和 $BIGSH$ 的交叉项。回归结果如表5所示。回归结果显示, $RULE \times BIGSH$ 的系数在对 $DIVDUMMY$ 的回归中显著为正(25.33),在对 $DPS$ 和 $DPS\_EPS$ 的回归中显著为负(-0.23和-0.37)。这说明,在IPO分红新政后上市的公司,第一大股东持股比例越大,分红的可能性越大,但是每股分红以及分红比率越小。可见,IPO分红新政提高了新上市公司的分红(分红可能性、每股分红、分红比率);第一大股东在提高分红可能性方面发挥了正效应,进一步增强了政策的效应,提高公司分红的可能性,但是,第一大股东对于IPO分红新政提高每股分红和分红比率的影响发挥了负效应,削弱了政策的效果,降低了分红水平和分红比率。因此实证结果支持了假设2a和假设2b。

关于控制变量,由于新上市公司大多是处于成长阶段的公司,本身就需要大量

表4 假设1的回归结果<sup>①</sup>

| 变量         | 预期效果 | $DIVDUMMY$          | $DPS$                 | $DPS\_EPS$            |
|------------|------|---------------------|-----------------------|-----------------------|
| $C$        |      | 3.886<br>(0.565)    | -0.819***<br>(-3.022) | -1.244*<br>(-1.869)   |
| $RULE$     | +    | 2.697**<br>(2.041)  | 0.061**<br>(1.967)    | 0.118**<br>(2.125)    |
| $BIGSH$    | -    | 0.702<br>(0.376)    | -0.064<br>(-1.235)    | -0.430***<br>(-3.257) |
| $EPS$      | +    | 6.915***<br>(4.924) | 0.348***<br>(8.257)   | -0.196***<br>(-3.210) |
| $FCFE$     | +    | 0.240<br>(0.773)    | 0.009<br>(1.412)      | 0.011<br>(0.985)      |
| $LEV$      | -    | 0.271<br>(0.143)    | -0.384***<br>(-5.299) | -0.669***<br>(-4.478) |
| $LNTA$     | +    | -0.472<br>(-0.621)  | 0.089***<br>(2.953)   | 0.193***<br>(2.994)   |
| $MB$       | -    | 0.109<br>(0.312)    | -0.008*<br>(-0.788)   | 0.002<br>(0.108)      |
| $INDUSTRY$ |      | —                   | 已控制                   | 已控制                   |
| 样本数        |      | 412                 | 386                   | 386                   |
| 调整 $R^2$   |      | 0.357               | 0.4463                | 0.0653                |
| F值(LR值)    |      | 69.42***            | 17.334***             | 2.4175***             |

注:括号中是t值,\*、\*\*、\*\*\*分别表示在10%、5%、1%的置信水平下显著。下同。

<sup>①</sup>对 $DIVDUMMY$ 的回归包括了所有样本412家公司,对 $DPS$ 和 $DPS\_EPS$ 的回归排除了没有分红的样本26个,因此样本数为386。对 $DIVDUMMY$ 的回归采用了Logit模型,括号中是z值,调整 $R^2$ 对应的是McFadden  $R^2$ ,F值对应的是LR值。下文表7的回归方法相同,不再赘述。

的资金,上市的主要目的也是获得融资,因此它们并不倾向于分红,这点从成长性指标市净率(*MB*)的系数可以得到验证。在对 *DPS* 的回归结果中,市净率(*MB*)的系数显著为负(-0.0085),也就是说,公司成长性越高,越倾向于少分红。在对 *DPS* 的回归结果中,股东自由现金流(*FCFE*)系数显著为正(0.01),说明现金流是公司分红的基础,公司的自由现金流越多,越倾向于多分红。股东自由现金流这个指标的均值和中数都为负(见表3),在412家公司中,有236家公司该指标为负,但是却只有26家没有进行分红,即有210家公司股东自由现金流为负却进行了分红。由此可以推断出,新上市公司的分红行为更多的是对政策的迎合效应,但并不利于最大化公司利益。

3. 假设3的检验

为了进一步验证 IPO 分红新政对公司投资的影响(假设3),我们用模型3来检验。表6列示了 IPO 分红新政对投资影响的回归结果。变量 *RULE* 的系数显著为负(-0.1518),说明 IPO 分红新政后上市的公司降低了新上市公司的投资水平。*DPS\_EPS* 的系数显著为负(-0.092),即分红比率每增加1个单位,固定资产投资增长率降低0.09。因此,IPO 分红新政提高了新上市公司的分红,但是分红的提高导致公司内部资金的减少,投资可用资金降低,从而减少了公司投资。实证结果支持了假设3。对于其他控制变量,变量 *MB* 的系数显著为正,说明公司成长性越高,固定资产增长率越大。对内部现金流大的公司进行考察,我们发现留存收益比例高于平均数的公司,其市净率低于平均数,即留存收益高的公司,其成长性较低。对此现象可能的解释是,内部现金流多的公司相对成熟,因此投资增长率相对较低。

表5 假设2的回归结果

| 变量                         | 预期效果 | <i>DIVDUMMY</i>     | <i>DPS</i>            | <i>DPS_EPS</i>        |
|----------------------------|------|---------------------|-----------------------|-----------------------|
| <i>C</i>                   |      | 4.281<br>(0.699)    | -0.934***<br>(-3.032) | -1.427**<br>(-2.120)  |
| <i>RULE</i>                | +    | 6.367***<br>(3.887) | 0.154***<br>(3.250)   | 0.266**<br>(2.570)    |
| <i>RULE</i> × <i>BIGSH</i> | +(-) | 25.33***<br>(3.660) | -0.231**<br>(-2.317)  | -0.369*<br>(-1.690)   |
| <i>BIGSH</i>               | -    | 0.179<br>(0.105)    | 0.032<br>(0.436)      | -0.277<br>(-1.729)    |
| <i>EPS</i>                 | +    | 6.759***<br>(4.366) | 0.344***<br>(12.31)   | -0.202***<br>(-3.310) |
| <i>FCFE</i>                | +    | 0.190<br>(0.810)    | 0.011**<br>(2.111)    | 0.0141<br>(1.191)     |
| <i>LEV</i>                 | -    | 0.309<br>(0.171)    | -0.382***<br>(-5.603) | -0.667***<br>(-4.473) |
| <i>LNTA</i>                | +    | -0.478<br>(-0.725)  | 0.098***<br>(3.316)   | 0.208***<br>(3.201)   |
| <i>MB</i>                  | -    | 0.086<br>(0.240)    | -0.008***<br>(-0.970) | 0.002<br>(0.128)      |
| <i>IND</i>                 |      | —                   | 已控制                   | 已控制                   |
| 样本数                        |      | 412                 | 386                   | 386                   |
| 调整 R <sup>2</sup>          |      | 0.367               | 0.452                 | 0.070                 |
| F 值(LR 值)                  |      | 71.37***            | 16.93***              | 2.451***              |

表6 假设3的回归结果<sup>①</sup>

| 变量                | 预期效果              | 系数                    |
|-------------------|-------------------|-----------------------|
| <i>C</i>          |                   | 1.360**<br>(2.337)    |
| <i>RULE</i>       | -                 | -0.152***<br>(-3.530) |
| <i>BIGSH</i>      | +                 | -0.103<br>(-0.718)    |
| <i>DPS_EPS</i>    | -                 | -0.092*<br>(-1.657)   |
| <i>EPS</i>        | +                 | 0.098<br>(1.535)      |
| <i>LEV</i>        | -                 | -0.095<br>(-0.557)    |
| <i>LNTA</i>       | +                 | -0.089<br>(-1.336)    |
| <i>MB</i>         | +                 | 0.054**<br>(2.511)    |
| <i>RE</i>         | +                 | -1.021**<br>(-2.381)  |
| <i>IND</i>        | 已控制               |                       |
| F 值               | 2.257<br>(-0.002) |                       |
| 样本数               | 388               |                       |
| 调整 R <sup>2</sup> | 0.061             |                       |

(三) 稳健性分析

为了确保结论的准确性,我们进行了稳健性分析。本文的稳健性检验采用了更改对照组样本的

①模型3的回归样本排除了投资增长率对于200%及小于-200%的样本24个,因此样本数为388。

方法。前文对照组的选取主要采用全样本方法,将2011年1月至政策实施前的所有样本纳入对照组范围。稳健性检验中,本文采用匹配方法来选择对照样本,即根据行业以及公司规模进行匹配,选择与实验组对应的170家上市公司作为对照组样本,总样本为340,我们按照前文的方法,对样本进行回归检验。回归结果在表7中列示,和前文发现相类似,故不再一一赘述。

## 六、结论

本文主要研究2011年11月证监会出台的IPO分红新政对新上市公司的分红行为和投资行为的影响。运用412家上市公司的2012年的数据,分析IPO分红新政出台后的上市组(实验组)和IPO分红新政出台前的上市组(对照组)的分红行为和投资行为,研究发现:(1)受到新分红政策的约束,新上市公司的分红可能性、每股分红水平以及分红比率比政策颁布前上市的公司有了明显的提高,证实新分红政策有效地提高了上市公司分红,更好地保护了投资者利益。(2)大股东占比高的公司虽然倾向于推动IPO分红新政对分红可能性的正面效果,但是也会削弱IPO分红新政对分红水平、分红比率的正面效果。由于IPO分红新政的目的是增强公司对投资者回报的意识,保护股东利益,作为股东代表的第一大股东,虽然支持新政在分红行为

表7 稳健性检验结果<sup>②</sup>

|                   | <i>DIVDUMMY</i> | <i>DPS</i> | <i>DPS_EPS</i> | <i>GFA</i> |
|-------------------|-----------------|------------|----------------|------------|
| <i>C</i>          | 4.337           | -0.504**   | -0.878         | 1.036*     |
|                   | -0.79           | (-1.945)   | (-1.438)       | (1.651)    |
| <i>RULE</i>       | 3.410***        | 0.063*     | 0.103*         | -0.161***  |
|                   | -3.55           | -1.904     | (1.691)        | (-3.480)   |
| <i>BIGSH</i>      | 1.972           | -0.001     | -0.004***      | -0.002     |
|                   | -1.175          | (-1.482)   | (-2.867)       | (-0.993)   |
| <i>EPS</i>        | 7.137**         | 0.325***   | -0.267***      | 0.084      |
|                   | -4.263          | (6.993)    | (-3.862)       | (1.231)    |
| <i>FCFE(RE)</i>   | 0.36            | 0.005      | 0.002          | -0.802**   |
|                   | -1.467          | (-0.649)   | (0.188)        | (-2.122)   |
| <i>LEV</i>        | -0.032          | -0.003***  | -0.006***      | 0.001      |
|                   | (-0.017)        | (-4.687)   | (-3.512)       | (0.373)    |
| <i>LNTA</i>       | -0.606          | 0.032***   | 0.081***       | -0.026     |
|                   | (-0.964)        | (2.465)    | (2.670)        | (-0.824)   |
| <i>MB</i>         | 0.107           | -0.014     | 0.001          | 0.058***   |
|                   | -0.312          | (0.243)    | (0.054)        | (2.741)    |
| <i>DPS_EPS</i>    |                 |            |                | -0.091     |
|                   |                 |            |                | (-1.493)   |
| 样本数               | 340             | 306        | 306            | 308        |
| 调整 R <sup>2</sup> | 0.403           | 0.473      | 0.079          | 0.072      |
| F 值               | 78.783***       | 40.034***  | 4.759***       | 3.998***   |

上的信号传递的重要作用,但由于新上市公司处在成长期,本身需要资金支持,因此在分红水平、分红比率方面,大股东倾向于削弱政策的正向效应。(3)受IPO分红新政影响,IPO分红新政颁布后新上市公司的投资水平显著比政策颁布前上市公司的投资水平低。鉴于新上市公司一般都是成长性公司,对资金有较大需求,成长性公司分红较少,政策却对其分红做出了规定,这实际上不利于这些公司积累内部资金,限制了公司的发展。因此,IPO分红新政后上市的公司,其投资显著少于之前上市的公司。可见,IPO分红新政在增加公司的分红水平的同时却减少了公司的投资,从长远看,不利于公司发展,不利于最大化股东价值。

本文的研究为进一步完善现有分红制度提供了思路与参考,也对转型经济国家构建合适的股利政策法规具有重要的借鉴意义。首先,转型经济国家经常会制定出强制或半强制的企业分红政策,因此研究强制分红政策对公司的股利政策及公司投资决策的影响,对于理解股利政策对公司的适用性具有重要意义。其次,政策的出发点是保护投资者,尤其是中小投资者的利益,政府借助直接和间接行政调控提高上市公司分红的水平和稳定性,其结果是增加了对上市公司的约束而赋予投资者更多的权力,这样的制度转变将更有利于在股票市场交易中处于弱势地位的中小投资者。本文从分红制度与投资者保护的关系角度,将新分红政策对公司分红及投资的影响、大股东及市场对政策的反应结

<sup>②</sup>对*DPS*、*DPS\_EPS*和*DPS\_P*的回归中,实验组和匹配组中存在不分红样本,均剔除相应的匹配样本后,样本数为306。对*GFA*的回归中,实验组和匹配组中存在增长率大于200%或者小于-200%的样本,剔除相应的匹配样本后,样本数为308。

合起来,探讨该政策能否真正保护中小投资者,这对于建立健康的股票市场,培养中小投资者具有重要意义。再次,本文的研究有助于全面理解大股东在 IPO 分红新政实施后对公司股利行为的影响。现有关于半强制分红的研究主要是关注上市公司受再融资政策的影响,大多发现在证监会强制要求下上市公司的分红水平有所提高,但也有的实证研究发现,股利分派成为大股东转移公司利益的手段,而且公司的现金流在再融资前后波动较大,存在被操控的迹象。而本文发现,在 2011 年 IPO 分红新政颁布后,大股东占比高的公司只是在分红可能性方面增加了公司分红可能性,但大股东占比高的公司都倾向于降低分红水平和分红比率。我们认为这主要是因为股权分置改革实行后大股东通过股利分派的方式转移公司利益的利益驱动已经减弱。最后,本文补充了关于股利政策的现有研究,从政策角度分析政策对公司分红的影响,也为监管部门检验政策后果提供了一定的依据。

### 参考文献:

- [1]肖星,陈晓.股利政策与外部股东保护[C].新经济环境下的会计与财务问题研讨会论文集,2002:65-74.
- [2]Seppo K. Minority protection and dividend policy in Finland[J]. *European Financial Management*, 2008,14:470-502.
- [3]LaPorta R, Lopez-de-Silanes F, Shleifer A, et al. Law and finance[J]. *Journal of Political Economy*, 1998,106:1113-1155.
- [4]Lintner J. Distribution of incomes of corporations among dividends, retained earnings, and taxes[J]. *The American Economic Review*, 1956,46:97-113.
- [5]LaPorta R, Lopez-de-Silanes F, Shleifer A, et al. Agency problems and dividend policies around the world[J]. *Journal of Finance*, 2000,55:1-33.
- [6]Rozeff M S. Growth, beta and agency costs as determinants of dividend payout ratios[J]. *Journal of Financial Research*, 1982,5:249-259.
- [7]Mougoue M, Mukherjee T K. An investigation into the causality among firms' dividend, investment, and financing decisions[J]. *Southern Finance Association & Southwestern Finance Association*, 1994,17:517-530.
- [8]Bhaduria S N, Duraia S R S. Empirical relationship between the dividend and investment decision: do emerging market firms behave differently? [J]. *Applied Financial Economics Letters*, 2006,2:155-158.
- [9]俞乔,程滢.我国公司红利政策与股市波动[J]. *经济研究*,2001(4):32-40.
- [10]何涛,陈晓.现金股利能否提高企业的市场价值——1997—1999 年上市公司会计年度报告期间的实证分析[J]. *金融研究*,2002(8):26-38.
- [11]龚晶,刘鸿雁.我国上市公司代理成本的实证研究[J]. *统计与决策*,2004(5):82-83.
- [12]李慧.半强制分红政策对上市公司现金分红策略的影响研究[J]. *上海经济研究*,2013(1):56-63.
- [13]郭慧婷,张俊瑞,李彬,等.再融资公司的现金分红和现金流操控研究[J]. *南京审计学院学报*,2011(3):58-65.
- [14]刘银国,张琛,阮素梅.现金股利的代理成本控制效应研究——基于半强制分红的考察[J]. *审计与经济研究*, 2014(5):59-68.
- [15]Adaoglu C. Instability in the dividend policy of the istanbul stock exchange( ISE) corporations: evidence from an emerging market[J]. *Emerging Markets Review*, 2000,1:252-270.
- [16]Martins T C, Walter N. Mandatory dividend rules: do they make it harder for firms to invest? [J]. *Journal of Corporate Finance*, 2012,18:953-967.
- [17]李常青,魏志华,吴世农.半强制分红政策的市场反应研究[J]. *经济研究*,2010(3):144-155.
- [18]杨熠,沈艺峰.现金股利传递盈利信号还是起监督治理作用[J]. *中国会计评论*,2004(1):61-76.
- [19]Pettit R R. Dividend announcements, security performance, and capital market efficiency[J]. *The Journal of Finance*, 1972,27:993-1007.



- [20] Ofer A R, Siegel D R. Corporate financial policy, information, and market expectations; an empirical investigation of dividends[J]. The Journal of Finance, 1987, 42: 889-911.
- [21] 陈晓, 陈小悦, 倪凡. 我国上市公司首次股利信号传递效应的实证研究[J]. 经济科学, 1998(5): 33-43.
- [22] 李常青, 沈艺峰. 沪深上市公司股利政策信息内涵的实证分析[J]. 中国经济问题, 2001(5): 43-52.
- [23] 孟庆娟. 股权分置改革后上市公司现金股利政策研究——基于分红承诺公司的信号理论检验[D]. 山东大学, 2008.
- [24] Khan T. Company dividends and ownership structure; evidence from UK panel data[J]. The Economic Journal, 2006, 116: 172-189.
- [25] 宿淑玲. 信息不对称视角下中国上市公司股权结构与股利政策关系研究[D]. 山东大学, 2012.
- [26] 谢军. 股利政策、第一大股东和公司成长性: 自由现金流理论还是掏空理论[J]. 会计研究, 2006(4): 51-57.
- [27] 王信. 从代理理论看上市公司的派现行为[J]. 金融研究, 2002(9): 44-52.
- [28] Al-Kuwari D. Determinants of the dividend policy in emerging stock exchanges; the case of GCC countries[J]. Global Economy & Finance Journal, 2000, 2: 38-63.
- [29] Denis D, Osobov I. Why do firms pay dividends? International evidence on the determinants of dividend policy[J]. Journal of Financial Economics, 2008, 89: 62-82.
- [30] Haushalter D, Klasa S, Maxwell W F. The influence of product market dynamics on a firm's cash holdings and hedging [J]. Journal of Financial Economics, 2007, 84: 797-825.

[责任编辑: 杨凤春]

## The Impact of the New Dividend Rules for IPO Firms on A Firm's Dividend Payout Behavior

TONG Naqiong, KOGER Frank, CHEN Manru

(HSBC Business School, Peking University, Shenzhen 518055, China)

**Abstract:** Using firms' dividend data of listed companies in 2012, this paper makes an empirical research on the impact of the new dividend rule for IPO firms (issued on November 2011) on firm's dividend payout behavior and investment levels. We document that IPO firms after the passage of the new regulation have significantly higher probability and level of dividend payments and dividend payout ratio than their counterparts before the new rules, which suggests that the new dividend policy increases the levels of dividend payouts for public firms. In addition, firms with large shareholders increase the probability of payments but decrease the level of payments and payout ratio. What's more, IPO firms after the new regulation have significantly lower investment levels than IPO firms prior to new regulation.

**Key Words:** IPO new dividend rule; shareholder protection; corporate dividend; dividend distribution; investment level; listed company; corporate governance