

私募股权投资与现金股利政策^{*}

王会娟 张 然 胡诗阳

(清华大学五道口金融学院 100083 北京大学光华管理学院 100871)

【摘要】 本文研究私募股权投资对被投资公司现金股利政策的影响。研究发现,有私募股权投资参与的公司更倾向于分配现金股利,且现金股利支付率较高,表明私募股权投资不仅影响公司现金股利的分配倾向,还影响现金股利的分配力度。进一步研究发现,私募股权投资的特征同样影响公司的现金股利政策,具体来说,外资背景、投资规模越大、投资期限越长和联合投资的私募股权投资参与的公司更倾向于分配现金股利且现金股利支付率较高。本文的结论对于完善公司现金股利政策以及保护中小投资者利益有重要的启示作用。

【关键词】 私募股权投资 现金股利 股利支付率

一、引言

私募股权投资(Private Equity,简称PE)近年来在中国资本市场上的热度与日俱增,由于其新兴的投资方式和丰厚的投资回报而受到越来越多的关注。与传统的公开发行股权不同,私募股权投资通常以基金的形式运作,通过非公开方式向特定投资人出售股权筹集资金,然后对非上市公司进行权益性投资,投资后进行管理使其增值,最终通过上市、并购或管理层收购及柜台市场股权转让等方式实现退出并获得收益(王会娟和张然,2012)。由于私募股权投资机构除了向所投资的公司提供资金支持以外,还会以其专业的管理知识和丰富的投资经验影响公司的治理机制(Gompers,1995),因此私募股权投资在退出时通常可以获取少则数倍、多则上百倍的投资回报率。私募股权投资的退出方式以IPO、协议转让、并购等为主,一般通过他们的原始股份套现后进行新一轮的投资,以确保资金使用的高效率。随着我国资本市场环境的不断发展变化,私募股权投资也得到了快速成长。根据投中集团发布的《2012年中国创业投资及私募股权投资市场统计分析报告》,我国私募股权投资的投资规模自2006年起逐年递增,2011年投资总额达到290.15亿美元,达到历史最高,由此可见私募股权投资已成为我国金融市场上重要的一种融资方式。

作为企业的一项重要财务决策,现金股利政策是投资者分享企业经营成果的重要途径,更是维护资本市场稳定的重要工具(祝继高和王春飞,2013)。在资本市场较为成熟的美国,大多数上市公司已经长期采用稳定的现金股利政策,而我国上市公司发放股利的情況则截然不同。吕长江和王克敏(1999)指出我国不分配股利的上市公司占有所有上市公司的比例从1994年的9.28%上升到1998年的58.44%,并且我国一些不分配股利的上市公司同时还存在大量资金闲置的现象。为了保护中小投资者的利益,自2001年以来,证监会不断出台政策,鼓励上市公司积极进行现金分红,2004年要求最近三年没有进行利润分配的上市公司不得公开发行股票。2008年规定公司最近三年以现金方式累计分配的利润不少于最近三年实现的年均可分配利润的百分之三十^①。

随着这些政策的执行,我国发放现金股利的上市公司数量逐渐增加,相关的研究也随之增多。这些

* 本文得到国家自然科学基金(71273013和71232003)、教育部人文社会科学研究规划基金(12YJA630186)和中国博士后科学基金项目(2014M550036)的资助。

① 2006年5月8日《上市公司证券发行管理办法》第八条第(五)项“最近三年以现金或股票方式累计分配利润不少于最近三年实现的年均可分配利润的百分之二十”。2008年10月9日修改为“最近三年以现金方式累计分配的利润不少于最近三年实现的年均可分配利润的百分之三十”。

研究主要考察上市公司现金股利政策的影响因素,大部分文献从微观角度研究发现,公司的盈利能力、规模、成长能力、现金流、股权性质和财务杠杆等对于公司现金股利政策的制定产生重要影响。此外,也有文献从宏观角度进行研究,发现金融危机对上市公司现金股利政策产生重要影响。然而,以往文献并未研究私募股权投资对被投资公司现金股利政策的影响,这主要源于数据的限制,因为我国私募股权投资起步较晚,早期私募股权投资参与的上市公司观测较少。随着我国资本市场的蓬勃发展,越来越多的私募股权投资通过 IPO 的方式退出。那么具有专业投资和管理经验的 PE 作为股东能否通过自己的影响力来干预公司的现金股利政策是本文要研究的问题。

本文以 2006 - 2011 年 A 股上市公司为样本,研究了 PE 对被投资公司现金股利政策的影响。研究发现,相比无 PE 参与的公司,有 PE 参与的公司现金股利分配倾向和分配力度都较高,即有 PE 参与的公司更倾向于分配现金股利并且股利支付率较高,表明 PE 能够影响公司股利政策的制定。进一步研究发现,PE 的特征同样影响公司的现金股利政策,具体来说,外资背景、投资规模越大、投资期限越长和联合投资的 PE 参与的公司更倾向于分配现金股利且分配力度较大。这表明外资背景的,投资规模越大的,投资期限越长的以及联合投资的 PE 对公司的管理层影响较大,进而更能影响公司的股利政策。

本文的研究贡献主要有:首先,以往关于 PE 对被投资公司影响的文献,主要考察 PE 对公司治理、投融资和会计信息质量的影响,未有文献研究 PE 对公司股利政策的影响,本文首次将 PE 和现金股利政策结合在一起,深入挖掘二者之间的联系,填补了国内外对于这个领域研究的空白。其次,本文研究发现 PE 的背景、投资规模、投资期限和联合投资方式都会影响公司股利政策的制定,加深了我们对 PE 投资行为的理解。最后,本文的结论表明有 PE 参与的公司其分配现金股利的倾向和力度都较高,较好地执行了证监会关于鼓励公司分配现金股利的政策,在一定程度上保护了中小投资者的权益,因此本文的结论对于完善上市公司的现金股利政策和保护中小股东权益有一定的启示。

本文余下部分安排如下:第二部分是文献回顾,第三部分是理论分析与假说提出,第四部分是研究设计,第五部分是实证分析,最后得出研究结论。

二、文献回顾

国外关于私募股权投资的研究成果比较丰富,主要集中在 PE 与公司治理、会计信息质量、企业债务契约和首次公开发行方面的研究 (Chemmanur and Loutskina, 2006; Katz, 2009;)。国内有关 PE 的学术文献早期主要从宏观层面研究 PE 作为新兴的金融产物对于我国资本市场和宏观经济的影响 (夏斌, 2001)。近年来,关于 PE 的文献主要从微观层面进行研究,张学勇和廖理 (2011) 和陈工孟等 (2011) 研究风险投资对所投资公司抑价率的影响,发现相对于政府背景风险投资支持的公司,外资和混合型背景风险投资支持的公司抑价率较低,股票市场累计异常回报率较高。王会娟和张然 (2012) 考察 PE 对所投公司高管薪酬契约的影响,研究发现相比无私募股权投资参与的公司,有私募股权投资参与的公司其高管薪酬业绩敏感性更高,表明私募股权投资能够提高被投资企业的公司治理水平。

国内外关于现金股利政策研究主要集中在现金股利政策的影响因素方面。以往的研究发现:公司的盈利能力和现金股利支付率成正比 (Baker et al., 2001); 公司规模越大越倾向于发放现金股利 (Eije and Megginson, 2006); 而公司的成长能力越强,越不倾向于发放现金股利 (魏刚和蒋义宏, 2001); 负债水平和现金股利支付率负相关 (Fama and French, 2001)。另外,公司的现金流量和股权结构也是影响现金股利政策的重要因素,由于我国上市公司的股权结构和国外上市公司的股权结构有所差别,所以相关研究的结论存在一定的分歧。国外大部分研究认为股权集中度与现金股利支付水平负相关,即股权结构越分散,现金股利支付率越高 (Mancinelli and Ozkan, 2006); 国内研究则认为股权集中度与现金股利支付率正相关 (党红, 2008)。Zhang et al. (2012) 研究发现机构投资持股比例与现金股利支付率成正比。除此之外,祝继高和王春飞 (2013) 从宏观角度进行研究,发现金融危机也对上市公司现金股利政策产生重要影响。

综上所述,还未有文献研究 PE 对被投资公司现金股利政策的影响,本文的研究正好填补了这一空

缺。本文的目的是对 PE 与被投资公司现金股利政策的关系进行深入的经验分析,这既可以丰富有关 PE 和现金股利政策相关的文献,还可以为上市公司现金股利制度的设计提供一定的政策参考。

三、理论分析与假说提出

自从 Lintner (1956) 和 Miller and Modigliani (1961) 开创性地提出公司股利分配行为的理论模型和“股利无关论”以来,股利政策一直是财务学界极富争议性的焦点问题之一。之后,很多学者对此进行研究并提出相关理论解释公司的股利政策,其中最主要的理论有两种:信号理论和代理理论。信号理论认为股利政策是经理用来向外界传递有关企业未来盈利能力的一种信号;代理理论认为,公司内部人一般不愿意将公司利润分配给外部投资者,而是更倾向于将其留在公司或投资一些低收益的项目以获得私人利益,因此派发现金股利是降低代理成本的一种重要手段 (LLSV, 2000)。信号理论把现金股利作为信号的重要前提是公司必须存在相对稳定的股利政策,否则现金股利信号作用无法为外界所理解。但在我国,长期以来,上市公司的现金股利分配中存在“连续多年盈利不分红”和“上市后突击分红”等问题 (祝继高和王春飞, 2013),可见我国上市公司并没有形成相对稳定的股利政策,所以信号理论不适用于我国上市公司的股利政策。

委托代理问题在公司治理方面体现为现代企业中股东和管理层之间的矛盾,由于委托人和代理人存在信息不对称的情况,委托人会通过一系列契约来限制代理人的行为,从而保证自己的利益不受侵害,这就会产生代理成本。Jensen (1986) 认为,当公司拥有大量现金流时,股东和管理层往往持有不同的态度。股东会通过现金股利政策将自由现金流返回到股东手中,而管理层则更倾向于低支付率的股利政策,并将自由现金流用于盲目扩大组织规模,甚至投资于低收益的项目也不愿将现金流交还给股东 (谢军, 2006),因此代理理论认为,支付现金股利可以减少管理者滥用自由现金流进行过度投资,从而降低代理成本。

PE 作为专业的投资者,不仅为被投资公司提供资金,还会以其丰富的投资与管理经验影响公司的治理结构。Jensen (1989) 指出 PE 作为“积极的投资者”参与企业,通过制定必要的监管和激励机制减少代理成本,使得企业价值最大化。已有文献研究发现 PE 通过对被投资企业派驻董事,对被投资企业管理层实施积极的监管 (Gompers, 1995),由此可知,PE 通过影响公司的治理结构来降低代理成本,而派发现金股利是降低代理成本的一种重要手段,因此我们推测 PE 能够影响公司的现金股利政策,不仅影响分配倾向,还会影响分配力度。据此,我们提出假说 1a 和 1b:

H1a: 相比无 PE 参与的公司,有 PE 参与的公司更倾向于分配现金股利;

H1b: 相比无 PE 参与的公司,有 PE 参与的公司现金股利支付率较高;

我们进一步分析 PE 的不同特征对被投资公司现金股利政策的影响。首先,我们考察 PE 的背景对被投资公司现金股利政策的影响。已有研究发现外资背景风险投资参与支持的公司相对于那些非外资背景风险投资支持的公司 IPO 抑价率更低、股票回报率更高、高管薪酬业绩敏感性更高。这表明相比非外资背景 PE,外资背景的 PE 更能影响被投资公司的治理机制,而股利政策是影响公司治理机制的一种手段,所以我们推测,外资背景参与的公司更能通过影响被投资公司的现金股利政策,来影响公司治理机制,进而降低代理成本。因此,我们提出假说 2a 和 2b:

H2a: 相比非外资背景 PE 参与的公司,外资背景 PE 参与的公司更倾向于分配现金股利;

H2b: 相比非外资背景 PE 参与的公司,外资背景 PE 参与的公司现金股利支付率较高;

其次,我们考察 PE 的投资规模和投资期限对被投资公司现金股利政策的影响。已有文献发现风险投资机构的投资期限较长、持股比例较大,对被投资企业的影响力较大,从而可以更多地干预被投资企业的经营和管理活动,提供更多增值服务。王会娟和张然 (2012) 发现 PE 的投资规模越大,投资期限越长,其投资的公司高管薪酬业绩敏感性越高。他们还发现 PE 联合投资的公司其高管薪酬业绩敏感性较高。这主要是因为多个 PE 参与对公司治理的影响可能更大,因为他们通过共同监督和激励公司的管理层,使之更加努力工作,从而提高公司业绩。根据以上分析,我们推测 PE 投资规模越大,投资期限越

长,越能影响公司的现金股利政策,他们越希望通过分配现金股利来降低公司的代理成本。而相比 PE 单独投资,PE 联合投资更能影响公司的现金股利政策。据此,我们提出假说 3a、3b、4a、4b 和 5a、5b:

H3a: PE 投资规模越大,所参与公司越倾向于分配现金股利;

H3b: PE 投资规模越大,所参与公司现金股利支付率越高;

H4a: PE 投资期限越长,所参与公司越倾向于分配现金股利;

H4b: PE 投资期限越长,所参与公司现金股利支付率越高;

H5a: PE 联合投资的公司更倾向于分配现金股利;

H5b: PE 联合投资的公司现金股利支付率较高。

四、研究设计

(一) 样本来源与处理

本文选取 2006-2011 年深沪两市 A 股上市公司为初始样本。我们对样本进行了如下筛选:(1)剔除金融行业的公司,因为金融行业的公司其财务数据跟其他行业的差别较大;(2)剔除 ST 和 PT 公司,因为这两类公司连续亏损,不可能再发放现金股利;(3)剔除数据缺失的公司,经过处理最终样本为 10285 个观测。PE 的数据采用手工收集的方法,具体作法如下:第一步,我们通过翻阅招股说明书搜集 PE 的相关信息,获取公司 IPO 时 PE 的参与情况。PE 的信息主要从招股说明书中“发行人基本情况”部分获得,这部分介绍股东^②的成立时间,股本构成和经营范围等信息。如果股东的经营范围包括股权投资^③,则认定该股东为 PE。为了防止主观判断,我们将手工搜集的 PE,结合 CV (China Venture) Source 数据库中“私募股权”部分的“投资机构”数据予以确认,确保判断的准确性。第二步,我们搜集公司 IPO 后 PE 的参与情况。参考吴超鹏等(2012)的做法,对照公司 IPO 后的年报中十大股东的信息,如果公司 IPO 后年报中的十大股东中仍包含第一步搜集到的 PE,则视该 PE 在该年度未退出本公司;反之,如果十大股东中未包含第一步搜集到的 PE 时,则视该 PE 在该年度退出本公司^④。综合以上两个步骤的搜集确定 PE 的最终样本为 540 个公司年观测,文中其他数据来源于 CSMAR 数据库。

(二) 研究模型与变量定义

为了检验我们的假说,借鉴现有文献(王化成等,2007;王会娟和张然,2012)的做法,构建如下模型:

$$(Divident1, Divident2) = \beta_0 + \beta_1 PE + \beta_2 Controls + \varepsilon \quad (1)$$

$$(Divident1, Divident2) = \beta_0 + \beta_1 X + \beta_2 Controls + \varepsilon \quad (2)$$

其中: *Divident1* 衡量公司现金股利分配倾向,为虚拟变量,当公司当年分配现金股利时取 1,否则取 0; *Divident2* 为股利支付率(分配现金股利金额/净利润),用来衡量公司现金股利分配力度,当公司当年的现金股利支付率大于所有公司股利支付率的均值时取 1,否则取 0; *PE* 为私募股权投资,当公司有私募股权投资参与时取 1,否则取 0。 *X* 代表 PE 的特征变量,包括 PE 的背景 (*Foreign*),当 PE 是外资背景时, *Foreign* 取 1,否则取 0;投资规模 (*PEshare*), PE 持有公司股份比例;投资期限 (*Lnt*), PE 投入公司的天数取自然对数,多家 PE 投入公司,取最早投入的时间;联合投资 (*Count*),参与同一公司的 PE 个数。 *Controls* 为控制变量,主要包括:负债比率 (*Lev*),等于期末总负债/期末总资产;托宾 Q 值 (*TQ*)

② 一般这部分介绍前十大股东的情况,如果不是前十大的股东,其详细介绍在“发行人的股本形成及变化”部分可以找到。

③ 如果股东的主营范围为实业投资或创业投资,则这类股东不属于私募股权投资。如果股东虽然从事股权投资业务,但股东的实际控制人和公司的实际控制人有亲属关系,或者为公司的经营者,那么这类股东也不属于私募股权投资。因为这类股东和公司有关联关系,缺少独立性,会产生很大噪音,因此我们的样本中不包括这类股东。在我国,很多风险投资也介入私募股权投资业务,而被认为只做了私募股权投资业务的也越来越多的参与了风险投资项目,私募股权投资和风险投资仅仅是概念上的区别,在实际业务操作中两者界限越来越模糊,因此在稳健性检验中,我们使用广义的私募股权投资重新检验文中的模型。

④ 如果 PE 在公司 IPO 后部分退出使得持股比例降低未出现在十大股东列表时,我们视此种情况为 PE 退出,因为我们无法获得公司十大股东之外的数据,所以只能根据已有的公司十大股东列表对照来确定 PE 是否退出公司。据业界人士透露,实际上 PE 如果不在十大股东列表时,则 PE 对公司的影响力度较低,所以我们视该种情况为 PE 退出。

等于(股权市值+净债务市值)/期末总资产,非流通股市值用净资产代替计算;盈利能力(ROA)等于净利润/期末总资产;现金流量(Cfo)等于经营活动产生的现金流量净额/当年营业收入;成长性($Growth$)等于(本年销售收入-上年销售收入)/上年销售收入;两职合一($Dual$),当公司董事长和总经理为同一人时取1,否则取值为0;公司董事会中董事个数($Boardsize$);独立董事比例($Indepratio$)等于独立董事个数/董事会规模;公司规模($Firmsize$)等于年末总资产的自然对数;最终控制人性质(SOE),当公司为国有控股时取1,否则取0;再融资需求(SEO)当公司在样本年度有再融资时取1,否则取0;非流通股比例($Nontrade$),如果非流通股占总股本的比率大于行业中值则取值为1,否则为0;金融危机期间($Crisis$),我们把2008年定义为金融危机期间。此外,我们还控制了年度和行业差异,引入年度虚拟变量 YR 和行业虚拟变量 IND 。

五、实证分析

(一) 描述性统计

本文主要变量的描述性统计结果显示, $Divident1$ 的均值为0.5822,表明58.22%的公司分配了现金股利; $Divident2$ 的均值为0.2685,说明分配现金股利的公司中分配力度高于平均值的公司占比26.85%;样本观测中有5.23%的公司有 PE 参与;资产负债率的均值为46.84%; TQ 的均值为1.8611; ROA 的均值为0.0425;现金流量的均值为0.0777; $Growth$ 的均值为0.2651; $Dual$ 的均值为0.1886,表明样本观测中有18.86%的公司董事长和总经理为同一个人; $Boardsize$ 的均值为9.1305; $Indepratio$ 的均值为0.3634; $Firmsize$ 的均值为21.5758;样本观测中53.19%的公司为国有企业;样本观测中9.96%的公司有再融资;非流通股占总股本比例平均为47.27%;14.81%的观测处于金融危机期间。 $Foreign$ 的均值为0.1296,说明 PE 的样本中12.96%为外资背景的 PE ;另外, PE 的持股比例平均为10.64%,最小值仅有0.15%,最大值高达49.42%; $Count$ 的均值为2.0426,表明一般有3家 PE 联合投资一家公司; Lnt 的均值为6.7580。

本文主要变量的均值 T 检验结果显示,全样本中有 PE 参与的公司分配股利的有86.85%,而无 PE 参与的公司分配股利的有56.66%,两者差值为30.19%,并在1%的水平上显著,表明有 PE 参与的公司分配股利的倾向明显高于无 PE 参与的公司。另外在分配股利的子样本中,我们观察到,有 PE 参与的公司其现金股利支付率的均值比无 PE 参与的公司其现金股利支付率高0.0181,并且在10%的水平上显著为正,说明在所有分配现金股利的样本中,有 PE 参与的公司分配现金股利的力度明显高于无 PE 参与的公司,初步验证了我们的假设1a和1b。此外,有 PE 参与的公司的 Lev 、 $Firmsize$ 和 SOE 明显低于无 PE 参与的公司,这主要是因为 PE 为参与的公司提供了企业所需的资金,减少外部融资,导致其资产负债率下降; PE 参与公司大部分为中小企业,所以有 PE 参与的公司其资产规模较低。另外,有 PE 参与的公司的 ROA 和 $Growth$ 明显高于无 PE 参与的公司,表明有 PE 参与的公司业绩和成长性都较高。此外,相比无 PE 参与的公司,有 PE 参与的公司其再融资的比例和处于金融危机期间的比例都较低,而非流通股比例较高。

(二) 回归结果分析

表1列示了 PE 对被投资公司现金股利政策影响的回归结果。从表1可以看出,全样本回归中 PE 的系数为0.8841,并在1%的水平上显著,说明有 PE 参与的公司更倾向于分配现金股利。在分配现金股利的子样本回归中, PE 的系数为0.3598,并在1%的水平上显著,表明有 PE 参与的公司其现金股利支付率较高。以上结果说明, PE 能够影响被投资公司现金股利的分配倾向和分配力度。这主要是因为 PE 通过影响被投资公司的现金股利政策,来改善公司的治理机制,通过分配现金股利来降低代理成本。因此,相比无 PE 参与的公司,有 PE 参与的公司更倾向于分配现金股利,并且现金股利支付率较高,验证了假设1a和1b。

控制变量的回归结果表明资产负债率越高的公司越不倾向于发放股利,且股利分配力度也较低。公司 ROA 和 Cfo 越高,公司分配现金股利的倾向和力度都较高,而成长性越高的公司,越不倾向于发放股

利，这主要因为公司使用资金投入到新项目中，而不是分配给股东。此外，有再融资的公司发放现金股利的力度较低，非流通股比例越高的公司越倾向于发放股利，且股利支付率较高，而处于金融危机期间的公司发放现金股利的概率较低。

表 1 PE 对被投资公司现金股利政策的影响

变量	全样本		子样本	
	因变量 (Divident1)		因变量 (Divident2)	
	系数	p	系数	p
Constant	- 12. 7994 ***	0. 0000	2. 0510 ***	0. 0061
PE	0. 8841 ***	0. 0000	0. 3598 ***	0. 0028
Lev	- 2. 7026 ***	0. 0000	- 2. 2084 ***	0. 0000
TQ	- 0. 3858 ***	0. 0000	- 0. 1279 ***	0. 0020
ROA	24. 4684 ***	0. 0000	14. 5883 ***	0. 0000
Cfo	0. 1874 *	0. 0899	1. 0090 ***	0. 0000
Growth	- 0. 2963 ***	0. 0000	- 0. 3154 ***	0. 0008
Dual	0. 0611	0. 3736	- 0. 1446 *	0. 0832
Boardsize	0. 0471 ***	0. 0019	0. 0533 ***	0. 0042
Indepratio	- 1. 1479 **	0. 0321	0. 5091	0. 4574
Firmsize	0. 6608 ***	0. 0000	0. 1110 ***	0. 0019
SOE	- 0. 0715	0. 1994	0. 1283 *	0. 0830
SEO	- 0. 0551	0. 5128	- 0. 3709 ***	0. 0009
Nontrade	0. 1339 **	0. 0149	0. 4051 ***	0. 0000
Crisis	- 0. 2562 ***	0. 0031	- 0. 0366	0. 6993
YR	已控制		已控制	
IND	已控制		已控制	
LRChi - Square	1964. 8237 ***		407. 0857 ***	
样本量	10285		5988	

注：***，**，* 分别表示 1%，5%，10% 的显著水平。

表 2 和表 3 列示了 PE 特征对被投资公司现金股利政策的影响。表 2 中 *Foreign* 的系数在 1% 的水平上显著为正，表明外资背景的 PE 参与的公司更倾向于分配现金股利。表 3 中 *Foreign* 的系数为 0. 1328，并在 5% 的水平上显著，表明外资背景的 PE 参与的公司其现金股利支付率较高。验证了假说 2a 和 2b。表 2 和表 3 中 *PEshare* 的系数都在 5% 的水平上显著为正，说明 PE 投资规模越大的公司越倾向于发放现金股利且现金股利支付率越高，验证了假说 3a 和 3b。表 2 和表 3 中 *Lnt* 的系数都在 10% 的水平上显著为正，表明 PE 投资期限越长的公司越倾向于发放现金股利，且现金股利支付率越高，验证了假说 4a 和 4b。以上结果显示，PE 投资规模越大，投资期限越长，越能影响被投资公司的现金股利政策。表 2 中 *Count* 的系数为 0. 0623，并在 5% 的水平上显著，表明 PE 联合投资的公司更倾向于分配现金股利。表 3 中 *Count* 的系数在 10% 的水平上显著为正，表明 PE 联合投资的公司其现金股利支付率较高，以上结果说明，参与公司的 PE 个数越多，越能影响被投资公司的现金股利政策，验证了 5a 和 5b。为了节省篇幅，本文未报告控制变量的回归结果。

表 2 PE 特征对被投资公司发放现金股利影响的回归结果 1

因变量：Divident1				
变量	(1)	(2)	(3)	(4)
Constant	-1. 0186 (0. 8489)	1. 4770 (0. 7778)	0. 3731 (0. 9426)	2. 1784 (0. 6942)
Foreign	0. 5222 *** (0. 0061)			
PEshare		2. 8318 ** (0. 0283)		
Count			0. 0623 ** (0. 0582)	
Lnt				0. 2869 * (0. 0709)
Controls	已控制	已控制	已控制	已控制
Chi - Square	46. 0287 ***	46. 3412 ***	44. 5527 ***	44. 5919 ***
样本量	540	540	540	540

注：***，**，* 分别表示 1%，5%，10% 的显著水平。

表 3 PE 特征对被投资公司发放现金股利影响的回归结果 2

因变量：Divident2				
变量	(1)	(2)	(3)	(4)
Constant	0. 0954 (0. 9829)	-0. 0083 (0. 9985)	-0. 1928 (0. 9648)	0. 2151 (0. 9623)
Foreign	0. 1328 ** (0. 0427)			
PEshare		0. 5993 ** (0. 0253)		
Count			0. 0129 * (0. 0728)	
Lnt				0. 1437 * (0. 0894)
Controls	已控制	已控制	已控制	已控制
Chi - Square	30. 0238 ***	30. 0409 ***	29. 9461 ***	30. 6009 ***
样本量	469	469	469	469

注：***，**，* 分别表示 1%，5%，10% 的显著水平。

(三) 稳健性检验

本文做了以下稳健性检验：第一，PE 采用广义的定义衡量，即包括风险投资，重新对文中模型进行回归；第二，现金股利支付率使用现金分配金额/净利润的连续变量（Divident3）衡量，重新对文中模型进行回归；第三，为了解决遗漏变量导致的内生性问题，我们采用 Heckman（1979）提出的两阶段模型来解决内生性问题，第一阶段回归所需变量同王会娟和张然（2012）文中所用变量，估计得出 IMR。第二阶段将 IMR 代入模型（1）和（2）重新回归。经过以上稳健性检验，并不改变之前的结论。此外，我

们还考察 PE 退出后公司股利政策的变化, 设置 PE 退出变量 (*EXIT*), 当 PE 退出被投资公司后取 1, 否则取 0。最后将变量 (*EXIT*) 放入模型 (1) 进行回归, 结果发现 *EXIT* 的系数在 10% 的水平上显著为负, 这表明 PE 退出公司后, 公司的现金股利分配倾向和分配力度都有所下降, 从反面验证了本文的结论, 即 PE 能够影响被投资公司的现金股利政策, 并且有 PE 参与的公司其现金股利分配倾向和分配力度都较高。为了节省篇幅, 本文未报告稳健性检验结果。

六、研究结论

本文研究了 PE 和被投资公司现金股利政策之间的关系。通过研究, 我们发现 PE 能够影响被投资公司现金股利政策, 不仅影响现金股利的分配倾向还影响分配力度。相比无 PE 参与的公司, 有 PE 参与的公司更倾向于分配现金股利, 并且现金股利支付率较高。表明 PE 通过影响被投资公司的现金股利政策, 来降低代理成本, 完善被投资公司的治理机制。进一步研究发现, PE 的特征同样影响被投资公司的现金股利政策。具体来说: 外资背景的 PE 参与的公司更倾向于分配现金股利且现金股利支付率较高。另外, PE 投资规模越大、投资期限越长, 所投资的公司越倾向于分配现金股利, 且现金股利支付率较高。因为这类 PE 对公司的影响较大, 他们更有动机影响公司管理层做出对自身有利的决策。最后我们发现, 联合投资的 PE 参与的公司越倾向于分配现金股利且现金股利支付率较高, 这主要是因为多个 PE 能够共同监督管理层, 使其做出合理的决策。

自 2001 年以来, 证监会不断出台政策, 鼓励上市公司积极进行现金分红, 但是政策的执行效果并不明显, 直到 2012 年 5 月 4 日, 证监会发布《关于进一步落实上市公司现金分红有关事项的通知》, 对于上市公司的现金股利政策提出了明确要求, 以期提高上市公司对投资者的回报, 保护中小投资者利益, 促进证券市场的长期健康发展。本文的研究结论表明有 PE 参与的公司分配现金股利的可能性较高, 并且股利支付率也较高, 说明有 PE 的公司较好地执行了证监会发布的鼓励公司分配现金股利的政策, 在一定程度上保护了中小投资者的权益, 因此本文的结论对于完善上市公司的现金股利政策和保护中小股东权益有一定的启示。

主要参考文献

- 陈工孟, 俞欣, 寇祥河. 2011. 风险投资参与对中资企业首次公开发行折价的影响——不同证券市场的比较. 经济研究, 5: 118 ~ 132
- 党红. 2008. 关于股改前后现金股利影响因素的实证研究. 会计研究, 6: 63 ~ 71
- 吕长江, 王克敏. 1999. 上市公司股利政策的实证分析. 经济研究, 12: 31 ~ 39
- 王化成, 李春玲, 卢闯. 2007. 控股股东对上市公司现金股利政策影响的实证研究. 管理世界, 1: 122 ~ 136
- 王会娟, 张然. 2012. 私募股权投资与被投资企业薪酬契约——基于公司治理视角的研究. 管理世界, 9: 156 ~ 167
- 吴超鹏, 吴世农, 程静雅, 王璐. 2012. 风险投资对上市公司投融资行为影响的实证研究. 经济研究, 1: 105 ~ 119
- 魏刚, 蒋义宏. 2001. 中国上市公司股利分配问卷调查报告. 经济科学, 4: 79 ~ 87
- 夏斌. 2001. 中国‘私募基金’报告. 金融研究, 8: 18 ~ 31
- 谢军. 2006. 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? 会计研究, 4: 51 ~ 57
- 张学勇, 廖理. 2011. 风险投资背景与公司 IPO: 市场表现与内在机理. 经济研究, 6: 74 ~ 85
- 祝继高, 王春飞. 2013. 金融危机对公司现金股利政策的影响研究. 会计研究, 2: 38 ~ 44
- Baker, H. K., E. Theodoreand, and E. P. Gary. 2001. Factors Influencing the Dividend Policy Decisions of NASDAQ Firms. Financial Review, 38 (3): 19 ~ 38
- Chemmanur, T. J., and E. Loutskina. 2006. The Role of Venture Capital Backing in Initial Public Offerings: Certification, Screening, or Market Power?. EFA 2005 Moscow Meetings Paper
- Eije, V. J., and W. L. Megginson. 2006. Dividend Policy in the European Union. Working Paper
- Fama, F., and K. R. French. 2001. Disappearing Dividends: Changing Firm Characteristics or Lower

Propensity to Pay. *Journal of Financial Economics*, 60 (1): 3 ~ 43

Gompers, P. A. 1995. Optimal Investment, Monitoring, and the Staging of Venture Capital. *The Journal of Finance*, 50 (5): 1461 ~ 1489

Heckman, J. 1979. The Sample Selection Bias as a Specification Error. *Econometrica*, 47 (1): 153 ~ 162

Jensen, M. W. 1986. Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance and Takeovers. *American Economic Review*, 76 (2): 323 ~ 329

Jensen, M. W. 1989. Eclipse of the Public Corporation. *Harvard Business Review*, 9 (4): 61 ~ 74

Katz, S. P. 2009. Earnings Quality and Ownership Structure: the Role of Private Equity Sponsors. *The Accounting Review*, 84 (3): 623 ~ 658

Lintner, J. 1956. Distribution of Incomes of Corporations among Dividends, Retained Earnings, and Taxes. *American Economic Review*, 46 (2): 97 ~ 113

La Porta, R. , F. Lopez, A. Shleifer, and R. Vishny. 2000. Agency Problems and Dividend Policies around the World. *Journal of Finance*, 55 (1): 1 ~ 33

Mancinelli, L. , and A. Ozkan. 2006. Ownership Structure and Dividend Policy: Evidence from Italian Firms. *The European Journal of Finance*, 12 (3): 265 ~ 282

Miller, M. , and F. Modigliani. 1961. Dividend Policy, Growth, and the Valuation of Shares. *Journal of Business*, 34 (4): 411 ~ 433