

强制分红政策、代理冲突 与地方国有企业绩效^{*}

万丛颖 黄萌萌 黄速建

内容提要:随着国有企业的高速发展,其巨额利润的分配问题近年来备受关注。本文利用地方国有资本经营预算制度改革这一“强制分红政策”的外生冲击,以2005—2016年为事件时间窗口,对政策的实施效果、影响机制和异质性进行分析。结果表明:(1)强制分红政策的实施的确显著提升了地方国有上市公司的公司绩效;(2)强制分红政策对国有企业绩效的影响主要是通过制约大股东关联交易行为来完成的,即通过缓解第二类代理冲突(大股东—中小股东之间的代理冲突)对国有企业的绩效进行提升,而对第一类代理冲突(管理者—股东之间的代理冲突)无显著的影响;(3)分样本回归结果显示,在监督机制和治理机制完善程度不同的企业中,强制分红政策效果存在较大差异。在外部监督机制和约束大股东行为的治理机制相对不够完善的企业中,政策实施效果较好,呈现替代效应;而在约束管理者行为的治理机制较完善的企业中,政策实施效果较好,呈现互补效应。这也进一步证实了强制分红政策在当前的中国市场中主要缓解的是大股东—中小股东代理冲突这一结论。

关键词:强制分红政策 地方国有企业 代理冲突 现金分红

作者简介:万丛颖,东北财经大学经济与社会发展学院副研究员,116025;

黄萌萌,东北财经大学经济与社会发展学院硕士研究生,116025;

黄速建,中国社会科学院工业经济研究所研究员,100006。

中图分类号:F812.2 **文献标识码:**A **文章编号:**1002-8102(2022)04-0085-13

一、引言

党的十九届五中全会提出“深化国资国企改革,做强做优做大国有资本和国有企业”。国有企业作为国民经济发展的中坚力量,承担着保障财政稳定、调和国民经济发展、提供社会保障等

^{*} 基金项目:国家社会科学基金重大项目“供给侧结构性改革下东北地区创新要素结构分析与优化对策研究”(18ZDA042);国家社会科学基金重大项目“新时代推进民营经济高质量发展研究”(19ZDA050);教育部人文社会科学研究项目青年基金项目“国有僵尸企业的政策性复活及其再僵尸化:特征事实与形成机制研究”(21YJC790105)。作者感谢匿名审稿专家的宝贵建议,文责自负。万丛颖电子邮箱:wancongying@dufe.edu.cn。

重要责任,国有企业改革尤其是国有资本收益分配改革成为社会各界关注的焦点。实际上,在中央和各地方进行国有资本经营预算制度改革(即本文所称的“强制分红政策”)之前,^①国有企业经历了十余年无须上缴利润的时期。在此期间,国有企业的经营状况、社会负担发生巨大变化,企业利润也实现快速积累。巨额利润在企业内部长期留存,加上国有企业监督和治理机制不完善,导致国有企业代理冲突严重,高利润背后实际上是改革不到位导致的过度垄断(贾康,2010)。由此可见,红利上缴能否有效缓解国有企业代理冲突不仅是一个理论问题,而且对于推动国有企业完善中国特色现代企业制度、做强做优做大国有资本和国有企业也有极强的现实意义。

2007年国务院政府工作报告明确提出要建立国有资本经营预算制度,强制分红政策作为国有资产管理体制改革的重大突破,实施目的在于健全国有企业股利政策、减少代理冲突、改善国有资本配置效率。作为一个典型的“渐进式改革”,强制分红政策为股利政策的理论研究提供了一个难得的“准自然实验”。^②本文以2005—2016年为事件时间窗口,以其所在地方已出台强制分红政策的地方国有上市公司为实验组、尚未出台政策的地方国有上市公司为控制组,通过面板数据构造多期双重差分(DID)模型,对强制分红政策的实施效果进行检验。

二、政策背景与文献回顾

(一)政策背景

国有企业红利上缴制度经历多次改革,1983年以前,国有企业实行“以利代税”,即国有企业利润上缴国家,除了工商税收外,无须缴纳所得税。随后又分别于1983年和1984年实施两步“利改税”、于1994年实施“利税分流”,彻底转变了以往国有企业税利不分的状况,从法制化层面规范了国家与国有企业之间的收益分配关系。但是,由于当时大部分企业财务状况不佳,且承担了大量的社会职能,因此国家在进行“利税分流”改革的同时,决定暂时不向国有企业征收红利,这一阶段性措施一直延续至2007年。

2007年国务院颁布《中央企业国有资本收益收取管理暂行办法》,开始实施国有资本经营预算制度改革,这也标志着国有企业自1994年起长达十余年的“缴税不缴利”时期已经结束。与此同时,国有资本经营收益上缴比例逐渐上升,2011年财政部对分类定档方法进行了完善,并将各档上缴比例提升了5%。

实际上,强制分红政策作为典型的渐进式改革,并非一蹴而就,而是经历了从先期地方试点到逐步推开的过程。自20世纪90年代起,深圳、上海等地方就已经陆续开展国有资本经营预算制度改革的相关探索,如深圳于1995年出台《深圳经济特区国有资产管理条例》,上海则于1996年展开国有企业红利收缴相关问题的研究。从实践经验看,试点式的改革探索在预算主体、收缴比例、收缴模式等方面提供了许多可借鉴的经验。

^① 国有资本预算制度中的收入主要来源于国家以国有资本所有者身份取得的各种国有资本收益,因此从本质上可以视为一种强制国有企业进行分红的行为。

^② 由于强制分红政策是“渐进式”改革,为确保政策冲击时点的准确性,我们手工整理了各地方(省或市)国资监管部门(国资委)或财政部门出台强制分红政策的时间表和政策强度,并根据上市公司实际控制人的归属进行时点的匹配,而非以往相关研究简单采用“一刀切”的时点设定。

(二)文献回顾

1. 股利代理理论

公司的现金股利政策一直是公司金融研究的热点。在现有解释现金股利发放的行为理论中,股利代理理论为主流理论,即在缺乏有效治理机制的情况下,现金股利的发放能够缓解企业由于过多剩余现金所产生的代理冲突;除此之外,发放现金股利也能够迫使公司在急需资金时采用外部融资方式筹集资金,而这一举措需要接受更严格的监察与审核,迫使企业必须加强自身管理,从而提升公司绩效。随着股利代理理论的发展,La Porta等(2000)提出了以下两种模型:第一种是结果模型,即股东利用强大的权力迫使管理者发放股利,从而将与自由现金流相关的代理冲突降至最低,是完善的治理机制所反映出的结果;第二种是替代模型,即发放股利可以视为法律保护机制或其他治理机制的一种替代。这两种模型虽在理论框架上存在分歧,但都认为发放股利能够缓解代理冲突,提高公司绩效。

国内学者的研究结论同样证实,现金股利可以通过改变企业的可支配现金流来降低代理成本(刘银国等,2015;魏志华等,2014),且代理成本越低的企业,越愿意通过现金股利来缓解其与股东之间的代理冲突(刘星等,2016),即现金分红存在正向“治理效应”。但除了正向效应之外,也有学者提出股利政策对公司绩效存在负向效应。Johnson等(2000)在管理者-股东之间的代理冲突(第一类代理冲突)基础上提出隧道理论,认为大股东与中小股东之间也存在代理冲突(第二类代理冲突),具有较大控制权的股东也存在挖掘或攫取公司的资源、为自己谋取个人利益的“掏空行为”。La Porta等(1999)的研究则指出在现金流权和控制权之间分离度较高的情况下,尤其是在发展中国家,这种掏空行为更为普遍。陈信元等(2003)、周县华和吕长江(2008)等国内学者也认为我国上市公司的现金分红可能是大股东侵占小股东利益的手段,高额的现金分红会损害公司价值,即现金分红存在“侵占效应”。

由此可见,基于两种不同的代理冲突,学者们的观点截然不同。在我国转轨经济背景下,国有企业面临更为复杂的双重委托代理问题,导致国有企业分红行为更加扑朔迷离,从代理冲突角度揭示现金股利分配影响公司绩效及其内在机制的研究尚需进一步深入。

2. 强制分红政策

关于强制分红政策,早期研究基本集中于可行性和必要性上,随着强制分红政策的不断深入和完善,相关领域研究逐渐从理论分析转移到实施效果检验。大部分学者对强制分红政策的实施效果给予正面评价,认为政策实施能够提升国有企业资本配置效率或投资效率(张建华、王君彩,2011;刘银国等,2015;陈艳利、和珍珍,2019)。然而,也有文献对强制分红政策实施效果提出质疑,认为分红政策并没有取得理想的效果,但同时也指出主要原因在于国有企业治理机制不够完善(钱雪松、孔东民,2012;王佳杰等,2014;郭彦男、李昊楠,2020)。

以往文献对强制分红政策研究进行了有益探索,但是目前还未形成统一结论。主要原因在于大部分研究虽然利用了政策的外生冲击,但仅对政策出台前、后进行了对比,或者采用中央企业为实验组、民营上市公司作为对照组。此外,无论是中央还是地方国有企业,都“一刀切”地将《中央企业国有资本收益收取管理暂行办法》的颁布时间2007年作为政策冲击时点,且没有考虑政策强度。此外,虽然有学者针对管理者-股东代理之间的第一类代理冲突进行了讨论,但实际上在股权结构比较集中的中国资本市场,大股东与中小股东之间的第二类代理冲突才是主要矛盾。客观检验强制分红政策的政策效果及其作用机制,应该重点考虑的是大股东-中小股东代理冲突,而非管理者-股东代理冲突。

三、样本与数据描述

(一) 样本与数据

本文选取 2005—2016 年^①沪深 A 股市场地方国有上市公司(最终控制人为地方政府)为研究样本,剔除了 ST、PT、数据缺失、资不抵债以及金融类上市公司,最终获得 3295 个样本。^② 研究涉及国有企业的公司治理、财务状况、公司特征的相关数据,以及与各省市经济社会发展相关的数据,数据主要来源于 CSMAR 数据库、Wind 数据库,以及各地方(省或市)统计年鉴、地方国资监管或财政部门下发的实施国有资本经营预算制度改革的相关文件。

由于强制分红政策是渐进式改革,不同地方政策出台时间不同,且某些市级政策的出台提前或滞后于省级政策,为了确保政策冲击时点的准确性,我们手工收集整理各地方强制分红政策的文件,明确政策时间,并根据样本公司最终控制权的归属和层级,将样本公司与政策出台时间进行匹配,即省属国有企业政策实施时间遵照该省政策出台时间、市属国有企业遵照该城市政策出台时间。

1. 被解释变量

本文的被解释变量为公司绩效,采用总资产净利润率(ROA)进行衡量,即净利润/平均总资产。其中平均总资产等于资产合计期末余额加上资产合计期初余额的平均值。另外选用每股股利增加值(ΔDPS)和价值指标总资产 EVA 率($Evar$)进行稳健性检验。

2. 解释变量

本文解释变量为强制分红政策(MDP),如果样本公司所在地区在第 t 年实施了强制分红政策,则 t 年及之后年份为 1,否则为 0。

表 1 主要变量定义与描述

变量	变量符号	变量名称	计量方法
被解释变量	ROA	总资产净利润率	净利润/平均总资产
	ΔDPS	每股股利增加值	本年每股股利 - 上年每股股利
	$Evar$	总资产 EVA 率	EVA/平均总资产
解释变量	MDP	强制分红政策	$MDP = 1$ 表示样本公司所在地区该年已实施政策; $MDP = 0$ 表示样本公司所在地区该年未实施政策
代理冲突	Mcr	管理费用率	管理费用/销售收入
	Sof	关联交易规模	(关联交易中的应收款项 + 预付款项 + 其他应收款项)/营业收入
	Bih	大股东占款	(其他应收款 - 其他应付款)/总资产

① 由于 2003 年正式成立国务院国有资产监督管理委员会,地方各省市建立地方国有资产监督管理委员会的时间各不相同,但绝大部分省市在 2005 年已经成立完毕,考虑到公司绩效可能会受到国有资产监督管理委员会成立的影响,剔除 2005 年之前样本。

② 强制分红政策针对的是国有企业集团公司,但由于集团公司数据并不公开,本文采取国有上市公司的数据作为替代,并在稳健性检验中对政策是否会影响上市公司分红行为进行了检验。

3. 代理冲突

本文所涉及的代理冲突包括管理者 - 股东代理冲突、大股东 - 中小股东代理冲突。其中,借鉴 Ang 等(2000)、徐寿福和徐龙炳(2015)的做法,采用管理费用率来度量管理者与股东之间的代理冲突,借鉴魏明海等(2013)、姜付秀等(2015)的做法,采用关联交易规模^①和大股东占款^②衡量大股东 - 中小股东代理冲突。主要变量定义与描述如表 1 所示。

4. 控制变量

本文选取的控制变量包含与各地方经济发展相关的变量以及与公司有关的特征变量。首先,我们参考 Beck 等(2010)、Li 等(2016)、袁航和朱承亮(2018)等采用多期双重差分法的研究,控制了可能会影响地方政府出台强制分红政策的因素,包括产业结构、国有企业占比、GDP、财政收入占比等。其次,控制了与公司有关的特征变量,包括公司规模、资产负债率、营业收入增长率、企业自由现金流量以及托宾 Q 值。此外,由于强制分红改革是渐进式改革,强度和范围均在逐步增加,特别是 2011 年财政部下发《关于推动地方开展国有资本经营预算工作的通知》之后,各地方陆续开始第二轮改革,逐步上调比例,为了避免多次改革对结果的冲击,我们对实施第二轮改革的地方进行了控制。

(二)描述性统计

主要变量的描述性统计分析见表 2,其中实验组样本占总样本的比重为 67.1%。此外,总资产净利润率的平均值约为 4.1%,总资产 EVA 率的平均值约为 0.2%,说明总体上样本公司的绩效并不突出。

表 2 主要变量描述性统计

变量	样本量	平均值	标准差	最小值	最大值
总资产净利润率	3295	0.041	0.049	-0.137	0.266
总资产 EVA 率	3295	0.002	0.048	-0.150	0.217
强制分红政策	3295	0.671	0.470	0	1
股利支付变动率	3295	-0.003	0.140	-2.045	2.500
公司规模	3295	22.224	1.217	19.714	25.765
资产负债率	3295	0.519	0.186	0.054	0.916
营业收入增长率	3295	0.483	2.148	-0.919	21.742
企业自由现金流量	3295	0.003	0.101	-0.466	0.292
托宾 Q 值	3295	1.661	0.946	0.878	7.564
第二次分红政策	3295	0.146	0.353	0	1

① 关联交易包括上市公司的母公司、与上市公司受同一母公司控制的其他公司、对上市公司施加重大影响的投资方、上市公司的主要投资者个人及与其关系密切的家庭成员。

② 大股东的资金占用是其他应收款的重要组成部分,而其他不属于大股东或关联公司的部分对公司价值影响很小,且只会导致回归结果被低估,因此我们采用其他应收的净值(扣除其他应付中的大股东垫款部分)对大股东占款行为进行衡量。

四、计量模型与实证结果

(一) 强制分红政策对公司绩效的影响

首先检验强制分红政策对公司绩效的影响,由于强制分红政策各地出台时间不一,本文借鉴 Beck 等(2010)、Li 等(2016)、袁航和朱承亮(2018)等采用的多期双重差分法,构建回归模型(1)如下:

$$ROA_{ict} = \alpha + \beta MDP_{ct} + \theta' X_{ict} + \lambda_t + \mu_i + \varepsilon_{ict} \quad (1)$$

其中, ROA_{ict} 是 t 年属于地方 c 的公司 i 的总资产收益率, MDP_{ct} 代表 t 年地方 c 是否出台强制分红政策(即如果样本公司所属省份或城市在 t 年实施了强制分红政策,则在该年及之后年份 MDP 都为1,其余为0)。 X_{ict} 是一组控制变量向量,包括是否实施了二次政策、公司规模、资产负债率、营业收入增长率、企业自由现金流量、托宾 Q 值以及各地方经济发展的变量。 λ_t 为时间固定效应, μ_i 为公司固定效应, ε_{ict} 为随机误差项。

强制分红政策对地方国有企业总资产收益率的影响见表3第(1)列,结果显示控制了时间固定效应、公司固定效应以及其他控制变量后,强制分红政策对地方国有企业总资产收益率的回归系数为0.0068(在1%的水平下显著),强制分红政策使得上市公司绩效提升了0.68%,政策效应显著。表3第(2)、(3)列中,我们将标准误差聚类到企业和省级层面上,结果仍旧显著且系数无显著变化。

表3 基准回归结果

变量	(1)	(2)	(3)
	ROA	ROA	ROA
MDP	0.0068 *** (0.0023)	0.0068 ** (0.0028)	0.0068 * (0.0038)
常数项	-0.2939 *** (0.0902)	-0.2939 ** (0.1274)	-0.2939 * (0.1493)
控制变量	是	是	是
时间固定效应	是	是	是
公司固定效应	是	是	是
聚类	否	企业	省份
观测值	3295	3295	3295
R^2	0.2629	0.2629	0.2629

注:括号内的数值所使用的标准误为稳健标准误。***、**和*分别表示在1%、5%和10%的水平下显著。下同。

(二) 平行趋势检验

我们借鉴 Beck 等(2010)的做法,通过在回归中加入逐年时间虚拟变量来识别改革对企业绩效的动态影响,对平行趋势进行检验。为此,本文建立如下模型(2):

$$ROA_{ict} = \alpha + \beta_{\tau} \sum_{\tau = -5, \tau \neq -1}^1 MDP_{c\tau} + \theta'X_{ict} + \lambda_t + \mu_i + \varepsilon_{ict} \quad (2)$$

式(2)中, $MDP_{c\tau}$ 为一系列虚拟变量, 表示地方 c 开始实施强制分红政策后的第 τ 年(或前 τ 年), 其中, 政策出台前第 5 年或更早的样本归并到 MDP_{-5} 中, 政策前 1 年 ($\tau = -1$) 为基准组。结果显示在控制了时间固定效应和公司固定效应以及加入其他控制变量之后, 强制分红政策实施之前 $MDP_{-2} \sim MDP_{-5}$ 的系数均不显著, 而强制分红政策实施之后 MDP_0 、 MDP_1 的系数显著为正, 符合平行趋势假设的前提条件, 动态效应检验如图 1 所示。

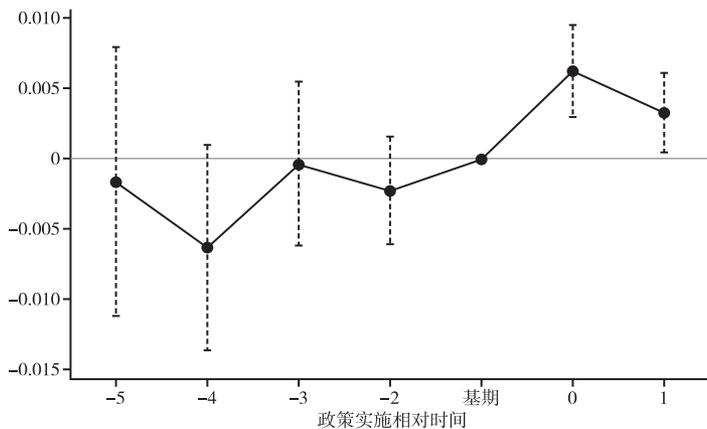


图 1 动态效应检验

(三) 稳健性检验

1. 考虑上缴利润比例

由于强制分红政策是渐进式改革, 各地方要求的上缴比例也有所差异, 为了进一步准确衡量改革效果, 我们考虑了各地要求上缴的比例, 参考 Chen(2017)、徐超等(2020)采用的强度双重差分法, 按照文件中对于不同类型企业上缴比例 R_i 对核心变量 MDP_{ct} 进行交互, 对改革效果进行进一步的检验, 建立模型(3)如下:

$$ROA_{ict} = \alpha + \beta MDP_{ct} \times R_i + \theta'X_{ict} + \lambda_t + \mu_i + \varepsilon_{ict} \quad (3)$$

其中, MDP_{ct} 代表 t 年地方 c 是否出台强制分红政策, R_i 为企业 i 所在地方文件中规定的上缴利润比例, 其余变量同模型(1)。结果表明在控制了时间固定效应、公司固定效应以及其他控制变量之后, β 在 1% 的显著性水平下显著为正, 且将标准误聚类到企业和省份层面仍然显著, 即考虑了各地政策中的上缴比例后, 结果仍然稳健, 见表 4 第(1)~(3)列。

2. 检验政策有效性

强制分红政策针对的是国有企业的集团公司, 但是集团公司数据并不公开, 因此我们参照以往文献的做法, 采取国有上市公司的数据作为替代。为了检验这种针对集团公司的政策是否会影响国有上市公司的分红情况, 我们构造了模型(4)进行检验:

$$\Delta DPS_{ict} = \alpha + \beta MDP_{ct} + \theta'X_{ict} + \lambda_t + \mu_i + \varepsilon_{ict} \quad (4)$$

其中, ΔDPS_{ict} 为 t 年属于地方 c 的公司 i 每股股利增加值, 其余变量同模型(1)。强制分红政策对地方国有企业每股股利变动的的影响如表 4 第(4)~(6)列显示。结果表明在控制了时间固定效应与公司固定效应之后, 回归系数在 10% 的水平下显著为正, 将标准误聚类到企业和省份层面仍然显著, 即强制分红政策虽然是针对集团企业, 但也确实有效地提高了地方国有上市公司的股利发放。

表 4 稳健性检验

变量	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
	ROA	ROA	ROA	ΔDPS	ΔDPS	ΔDPS
$MDP \times R$	0.0688 *** (0.0165)	0.0688 *** (0.0238)	0.0688 *** (0.0242)			
MDP				0.0182 * (0.0108)	0.0182 * (0.0096)	0.0182 ** (0.0088)
常数项	-0.3256 *** (0.0902)	-0.3256 *** (0.1245)	-0.3256 ** (0.1416)	-0.5784 (0.4288)	-0.5784 * (0.3281)	-0.5784 * (0.3147)
控制变量	是	是	是	是	是	是
时间固定效应	是	是	是	是	是	是
公司固定效应	是	是	是	是	是	是
聚类	否	企业	省份	否	企业	省份
观测值	3295	3295	3295	3295	3295	3295
R^2	0.2651	0.2651	0.2651	0.0171	0.0171	0.0171

3. 更换衡量指标和改变样本范围

为保证结论的稳健性, 我们还进行了一系列检验, 包括将被解释变量更换为总资产 EVA 率、将中央企业加入研究样本中、删除直辖市国有上市公司样本、仅保留省属国有上市公司样本等, 更换衡量指标和改变样本范围的结果均显著,^①证实本文所得出的结果具有很好的稳健性。

4. 安慰剂检验

为了进一步验证本文的结果并非由地区-年份层面不可观测因素所驱动, 本文借鉴 Li 等(2016)的做法, 通过随机分配强制分红政策实施地区和年份进行安慰剂检验, 随机抽取 12 年作为政策实施年, 同时取与实际年份相对应数量的政策实施地区, 依此类推进行了 500 次随机抽样, 并按照模型(1)进行回归。结果发现大部分的 MDP_{ict} 的回归系数为 0 且不显著, 说明本文的回归结果不太可能由地区-年份中不可观测的因素所驱动。

① 限于篇幅, 相关结果没有报告, 读者如有兴趣可向作者索取。

五、进一步分析

(一)影响机制分析

进一步对强制分红政策影响公司绩效的传导机制进行分析,即强制分红政策是否能够通过缓解代理冲突提升国有企业绩效。我们将代理冲突按照类型划分为管理者-股东代理冲突和大股东-中小股东代理冲突两类,建立模型(5)和(6)来考察强制分红政策是否通过降低代理冲突来促进企业绩效的提升。其中,管理者与股东之间的代理冲突采用管理费用率来衡量,大股东与中小股东之间的代理冲突采用大股东占款和关联交易规模来衡量。

$$AC_{ict} = \alpha + \beta MDP_{ct} + \theta' X_{ict} + \lambda_t + \mu_i + \varepsilon_{ict} \quad (5)$$

$$ROA_{ict} = \alpha + \beta MDP_{ct} + \phi AC_{ict} + \theta' X_{ict} + \lambda_t + \mu_i + \varepsilon_{ict} \quad (6)$$

其中, AC_{ict} 表示代理冲突,分别为管理费用率、大股东占款和关联交易规模,其他变量与前文一致。结果表明,在控制时间与公司固定效应以及其他控制变量之后,强制分红政策显著降低了地方国有企业的关联交易规模和大股东占款[见表5第(1)、(3)列],随后将两个变量加入基准模型中,其中关联交易加入基准模型后系数仍然显著[见表5第(2)列],且导致 MDP_{ct} 的系数从基准模型的 0.0068 下降至 0.0065,中介效应检验通过。机制分析结果表明,强制分红政策的实施能够通过抑制大股东关联交易的行为提升企业绩效。而强制分红政策对管理费用率的影响系数不显著,中介效应检验没有通过,也就是说强制分红政策并非通过缓解管理者与股东之间的代理冲突提高地方国有企业绩效(限于篇幅,结果未列出,留存备案)。

表5 强制分红政策对总资产收益率的影响机制分析

变量	(1)	(2)	(3)	(4)
	关联交易	ROA	大股东占款	ROA
MDP	-0.0031* (0.0016)	0.0065** (0.0028)	-0.0087** (0.0032)	0.0066** (0.0028)
关联交易		-0.0961** (0.0437)		
大股东占款				-0.0274 (0.0240)
控制变量	是	是	是	是
时间固定效应	是	是	是	是
公司固定效应	是	是	是	是
观测值	3295	3295	3295	3295
R ²	0.0169	0.2647	0.0933	0.2636

(二)异质性分析

进一步拓展前文分析,基于外部监督机制和内部治理机制的完善程度,运用分组回归方法对

强制分红政策对地方国有企业绩效的影响进行异质性分析,探讨强制分红政策对于地方国有企业绩效的影响是否会因为监督和治理机制的不同而存在差异。

1. 外部监督机制

我国各种法律法规和制度安排都在逐步发展和完善中,各地方资源禀赋、地理位置和政策完善程度不同,制度环境和市场化程度都存在较大的差异,会影响国有企业经营决策和行为,因此本文认为地方强制分红政策的实施会受到外部监督机制差异的影响,并采用地方反腐力度、市场化程度两个指标对公司的外部监督机制进行衡量,采用分组回归进行异质性分析。

其中,地方反腐力度采用历年《中国检察年鉴》中各省份公布的职务犯罪案件数(贪污贿赂、渎职侵权)比年末总人口(万人)进行衡量,^①市场化程度则采用被广泛使用的中国经济改革研究基金会国民经济研究所编制的中国市场化进程指数(简称市场化指数)进行衡量。回归结果显示,强制分红政策在反腐力度低[见表6第(2)列]、市场化程度低[见表6第(4)列]的省份中执行效果更显著。这一结论支持了La Porta等(2000)提出的替代模型,即股利发放能够缓解代理冲突,可以视为法律保护机制或监督机制的一种替代机制。

表6 外部监督机制

变量	反腐力度		市场化程度	
	反腐力度高	反腐力度低	市场化程度高	市场化程度低
	(1)	(2)	(3)	(4)
	ROA	ROA	ROA	ROA
MDP	0.0054 (0.0036)	0.0107** (0.0047)	0.0074* (0.0039)	0.0110** (0.0043)
常数项	-0.2507 (0.1654)	-0.2401 (0.2756)	-0.2853 (0.1785)	-0.3610* (0.1940)
控制变量	是	是	是	是
变量	ROA	ROA	ROA	ROA
时间固定效应	是	是	是	是
公司固定效应	是	是	是	是
观测值	1706	1589	1538	1757
R ²	0.2546	0.2910	0.2132	0.3146

2. 内部治理机制

(1) 约束大股东行为的相关治理机制

机制分析结果显示,强制分红政策主要通过降低大股东关联交易缓解代理冲突、提升绩效,因

^① 尽管在有些研究中贪污贿赂案件立案数经常被用来度量腐败水平,但是田彬彬和范子英(2016)等学者则认为,从政府和纪检监察机关的角度来看,立案数的增长是地方政府反腐败力度的重要证据,同时也是对各级纪检监察机关的重要考核目标。立案数的变化实际上更多的是体现政府对腐败打击力度的变化。因此我们用贪污贿赂案件立案数来表示地区反腐败力度而不是腐败本身。

此对于同样约束大股东行为的相关治理机制可能会起到相互替代的作用。本文采用独立董事在董事会中的比例对约束大股东行为进行衡量。结果如表7第(1)和(2)列所示,与预期一致,独立董事比例较高的企业中,政策效应并不显著,而独立董事比例较低的企业中政策效应在5%的水平下显著,也从另一个角度证实了上文的实证结论:强制分红政策主要通过抑制大股东-中小股东代理冲突提升企业绩效。

表7 内部治理机制

变量	独立董事比例		董事会规模		年度股东大会出席率		高管是否持股		高管内部薪酬差距	
	比例高	比例低	规模大	规模小	出席率高	出席率低	持股	未持股	差距小	差距大
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)	(9)	(10)
	ROA	ROA	ROA	ROA	ROA	ROA	ROA	ROA	ROA	ROA
MDP	0.0075 (0.0046)	0.0075** (0.0038)	0.0087* (0.0049)	0.0048 (0.0034)	0.0083* (0.0046)	0.0065* (0.0034)	0.0066** (0.0033)	0.0063 (0.0047)	0.0083** (0.0033)	0.0041 (0.0042)
常数项	-0.5632* (0.3316)	-0.3448*** (0.1327)	-0.7995* (0.4094)	-0.1639 (0.1723)	-0.4707* (0.2564)	-0.1669 (0.2006)	-0.3660 (0.2390)	-0.1866 (0.1742)	-0.2732 (0.2256)	-0.3979** (0.1900)
控制变量	是	是	是	是	是	是	是	是	是	是
时间固定效应	是	是	是	是	是	是	是	是	是	是
观测值	1439	1856	1138	2157	1676	1619	1820	1475	1861	1434
R ²	0.2439	0.2879	0.3401	0.2309	0.3398	0.2199	0.2865	0.2456	0.3024	0.2403

(2)约束管理者行为的相关治理机制

与约束大股东行为机制相反,约束管理者的治理机制主要缓解管理者-股东之间的代理冲突,即管理者在职消费、盲目投资决策等违反股东利益的自利行为。由于与强制分红政策治理效应的作用机制不同,两者之间可能会存在互补关系。本文选择以往文献中常用的董事会规模、年度股东大会出席率、高管是否持股、高管内部薪酬差距等指标对约束管理者行为的相关治理机制进行衡量。从结果来看,与上文的大股东行为治理机制的替代效应刚好相反,即约束管理者行为的相关治理越完善,强制分红政策的治理效果更显著[见表7第(3)~(10)列]。正如前文机制分析的结果显示,强制分红的政策效果主要通过降低大股东-中小股东代理冲突进行传导,因此与内部治理机制的治理效果之间更多呈现一种“互补效应”,进一步证实了本文的实证结论。

六、结论与启示

“十四五”时期国有企业改革进入新征程,完善国有企业法人治理结构是全面推进依法治企、推进国家治理体系和治理能力现代化的内在要求,也是新一轮国有企业改革的重要任务。与非国有企业不同,我国的国有企业面临更为复杂的双重委托代理问题,研究强制分红政策对国有企业

绩效的影响及其内在机制,不仅是中国经济体制改革背景下的股利政策理论研究的有益补充,也能够为未来国有资本经营预算制度改革的纵深推进提供重要依据。

本文对地方强制分红政策的实施效果进行检验,在模型中加入两类代理冲突,分析政策对公司绩效的影响机制,并研究了不同的外部监督机制和内部治理机制下政策效果的差异。研究发现强制分红政策的实施的确显著提升了公司绩效,且这种绩效的提升主要通过缓解大股东-中小股东代理冲突来实现,而对于管理者-股东代理冲突则并没有显著的影响。此外,在监督和治理机制完善程度不同的企业中,强制分红政策效果存在较大差异。在约束大股东行为的机制相对不够完善的企业中,政策实施效果较好,呈现替代效应;而在约束管理者行为的机制较完善的企业中,政策实施效果较好,呈现互补效应。

由此可见,强制分红政策确实能够有效约束大股东的利益侵占行为,有助于改善国有企业广受诟病的代理冲突问题,进一步完善国有企业法人治理结构,在当前的制度环境下具有一定的积极作用。但是对于管理者-股东代理冲突没有太多抑制作用,并非一劳永逸,国有企业改革要标本兼治,必须尽快完善符合市场经济规律和我国国情的国有企业法人治理结构,加快完善中国特色现代企业制度,推进国资国企高质量发展。

参考文献:

1. 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年第8期。
2. 陈艳利、和珍珍:《国有资本经营预算制度、行业竞争与企业价值创造》,《财经问题研究》2019年第5期。
3. 郭彦男、李昊楠:《国有资本收益、利润转移与国企利润》,《财经研究》2020年第2期。
4. 贾康:《国企上缴红利比例应上调》,《上海国资》2010年第11期。
5. 姜付秀、马云飙、王运通:《退出威胁能抑制控股股东私利行为吗?》,《管理世界》2015年第5期。
6. 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年第5期。
7. 刘银国、焦健、张琛:《股利政策、自由现金流与过度投资——基于公司治理机制的考察》,《南开管理评论》2015年第4期。
8. 钱雪松、孔东民:《内部人控制、国企分红机制安排和政府收入》,《经济评论》2012年第6期。
9. 田彬彬、范子英:《纪委独立性对反腐败力度的影响——来自省纪委书记异地交流的证据》,《经济社会体制比较》2016年第5期。
10. 王佳杰、童锦治、李星:《国企分红、过度投资与国有资本经营预算制度的有效性》,《经济学动态》2014年第8期。
11. 魏明海、黄琼宇、程敏英:《家族企业关联大股东的治理角色——基于关联交易的视角》,《管理世界》2013年第3期。
12. 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年第6期。
13. 徐超、庞雨蒙、刘迪:《地方财政压力与政府支出效率——基于所得税分享改革的准自然实验分析》,《经济研究》2020年第6期。
14. 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年第1期。
15. 袁航、朱承亮:《国家高新区推动了中国产业结构转型升级吗》,《中国工业经济》2018年第8期。
16. 张建华、王君彩:《国企分红、国企绩效与过度投资:实证检验——基于国有资本金预算新政前后的对比分析》,《中央财经大学学报》2011年第8期。
17. 周县华、吕长江:《股权分置改革、高股利分配与投资者利益保护——基于驰宏锌锗的案例研究》,《会计研究》2008年第8期。
18. Ang, J., S., & Lin, C., Agency Costs and Ownership Structure. *The Journal of Finance*, Vol. 55, No. 1, 2000, pp. 81 - 106.
19. Beck, T., Levine, R., & Levkov, A., Big Bad Banks? The Winners and Losers from Bank Deregulation in the United States. *The Journal of Finance*, Vol. 65, No. 5, 2010, pp. 637 - 1667.
20. Chen, S. X., The Effect of a Fiscal Squeeze on Tax Enforcement: Evidence from a Natural Experiment in China. *Journal of Public Economics*, Vol. 147, 2017, pp. 62 - 76.

21. Johnson, S., La Porta, R., Lopez-De-Silanes, F., & Shleifer, A., Tunneling . *American Economic Review*, Vol. 90, No. 2, 2000, pp. 22 – 27.
22. La Porta, R., Lopez-De-Silanes, F., & Shleifer, A., Corporate Ownership Around the World. *The Journal of Finance*, Vol. 54, No. 2, 1999, pp. 471 – 517.
23. La Porta, R., Lopez-De-Silanes, F., Shleifer, A., & Vishny, W., Agency Problems and Dividend Policies Around the World. *The Journal of Finance*, Vol. 55, No. 1, 2000, pp. 1 – 33.
24. Li, P., Lu, Y., & Wang, J., Does Flattening Government Improve Economic Performance? Evidence from China. *Journal of Development Economics*, Vol. 123, 2016, pp. 18 – 37.

Mandatory Dividend Policy, Agency Conflicts and Corporate Performance of Local State-Owned Listed Companies

WAN Congying (Dongbei University of Finance and Economics, 116025)

HUANG Mengmeng (Dongbei University of Finance and Economics, 116025)

HUANG Sujian (Institute of Industrial Economics CASS, 100006)

Abstract: With the rapid development of state-owned enterprises, the distribution of huge profits has attracted much attention in recent years. Focusing on the exogenous impact of the reform of the budget system of local state-owned capital operation, which is an implementation of the mandatory dividend policy, this paper analyzes the policy effects, influence mechanisms and heterogeneities of the mandatory dividend policy from 2005 to 2016 by using the multi-period difference-in-differences (DID) model. The results show: First, the implementation of mandatory dividend policy does significantly improve the corporate performance of local state-owned listed companies; second, paying cash dividends can reduce agency conflicts of state-owned listed companies between large shareholders and the small and medium-size shareholders, but has no significant impact on the agency conflicts between managers and shareholders; third, the sample regression results are quite different in enterprises with different supervision mechanism and governance mechanism. The mandatory dividend policy shows an alternative effect in enterprises with weaker external supervision or weaker governance mechanism restricting major shareholder behavior, and a complementary effect in enterprises with stronger governance mechanism restricting management behavior.

Keywords: Mandatory Dividend Policy, Local State-owned Listed Company, Agency Conflict, Cash Dividend

JEL: H11, H72, M13

责任编辑:静 好