

国有资本收益上缴政策效果实证分析

龚小凤(博士)

(三峡大学经济与管理学院, 湖北宜昌 443002)

【摘要】2007年12月,《中央企业国有资本收益收取管理暂行办法》的发布标志着国有企业上缴红利时代的到来,2010年与2014年又相继出台了系列政策,规定逐步提高国有资本收益上缴比例。本文以《办法》实施后我国中央企业控股上市公司的相关数据为样本,从总体效果和趋势效果两方面实证检验了国有资本收益上缴政策的实施效果,并提出相关建议。

【关键词】国有资本; 收益上缴; 政策效果

一、引言

2007年12月18日,经国务院批准,财政部会同国资委发布了《中央企业国有资本收益收取管理暂行办法》(财企[2007]309号,下文简称《办法》),规定中央管理的一级企业应向财政上缴部分国有资本收益。随后,2010年与2014年又出台了系列政策提升利润上缴比例;十八大三中全会更是规定要完善国有资本经营预算制度,提高国有资本收益上缴公共财政比例,2020年提升到30%,更多用于保障和改善民生。

中央发布的一系列政策表明,关注社会公平,真正实现国有资本全民化是大势所趋。然而,在国有企业上缴红利规定施行六年以来,在国人还在纷纷诟病上缴比例过低的情况下,上缴红利并未真正实现。正确评价现有政策,构建国有资本收益管理体系,让国有资本真正惠及全民是目前亟待解决的重要现实问题。

本文拟先通过实证分析收益上缴和盈余管理的关系来验证政策是否得以有效落实,收益上缴比例的增加是否对代理成本产生抑制作用,从而体现收益分配的公平性,再通过分析收益上缴与企业业绩关系探讨政策的经济后果,并提出针对性措施。

二、文献评述与研究假设

(一)文献评述

目前,关于国有资本收益管理研究主要包含资本收益是否需要上缴、上缴多少、给谁上缴三个方面。

1. 国有资本收益上缴的必要性。国外学者最早通过检验证实了现金股利对大股东侵占行为及代理成本的抑制作用。Jensen(1986)认为将自由现金流量留在企业中反而不利于股东价值最大化的实现。其研究发现,扩大投资规模可使经理人可控资源得到增加,检验发现公司规模扩大也相应方便经理人增加在职消费,经理人存在扩大

规模的动机,通过少支付现金股利而留存更多收益用于投资。

Lang和Litzenberger(1989)实证表明成长性企业可通过高额现金股利来降低过度投资水平。而Lamont(1997)发现企业过度投资水平的高低取决于经理人可控现金多寡。La Porta et al.(2000)认为大股东通过少支付现金股利以控制更多的现金用于投资,达到获取私利的目的。

国内学者则具体针对国企分红的必要性进行了研究。罗宏和黄文华(2008)实证检验发现,国企分红不但可抑制在职消费行为,而且能减少管理层的代理成本。魏明海和柳建华(2007)实证研究发现国有上市公司的低股利政策促进了企业过度投资,导致企业发展受损。

2. 关于国有资本收益上缴比例。袁振兴和王琳(2013)提出了“EVA留存制度”方案解决国有资本收益上缴比例问题,而且以中石油2011年财务数据计算发现,上缴比例远高于政策规定的比例。汪平和李光贵(2009)通过实证检验表明国有企业的股东报酬率总体能够达到国有股东要求的必要报酬率,将部分收益留存企业有利于企业发展和国有资本保值增值,并提出了如何确定上缴比例的具体方法。

3. 关于国有资本收益管理主体。对于应由谁收取国有资本上缴收益方面存在不同声音。李世聪和谢英姿(2006)认为国资委是人大授权的国有资本出资人代表,应作为国企红利的收支主体。张春霖(2005)则认为国有企业利润和改制收入均为公共财政收入,应上缴给财政部,以纳入正规的预算程序,而2007年出台的《办法》正是采纳了该项意见。

综合来看,从国内外研究可得出以下结论:国有资本收益应该上缴;国有资本收益不应全额上缴,应确定合理比例;国有资本收益管理主体应为财政部门,以纳入正规

的预算程序。尽管关于国有资本收益的研究较为丰富,但自2007年《办法》出台以来政策的实施效果很少有文献提及,本文对此进行了扩展研究。

(二)研究假设

为验证《办法》的实施效果,明确企业是否真实缴纳上缴的利润,实现国有资本收益归福利全民的政策初衷,本文主要从三个方面进行分析:第一,收益上缴企业是否按政策上缴红利;第二,政策的实施是否降低了代理成本;第三,政策的实施是否影响了企业业绩。本文分别从总体和趋势上进行了分析。

国有资本收益上缴的目的是为真正实现国有资本收益归全民享有。由于所有者缺位等因素的存在,以及国有企业多年不上缴红利导致监管松散,管理层出于自身利益考虑存在盈余管理的动机。2007年出台的国有资本收益上缴政策目的是将多余资金由国家重新分配,更多用于国计民生。收益上缴会减少企业的流动资金,管理层控制的资源将大为减少,为减少和控制上缴收益,存在盈余管理的可能。因此我们提出假设1:在其他条件不变的情况下,收益上缴比例越大,盈余管理水平越高,并且收益上缴比例与盈余管理正相关。

根据委托代理理论,代理人和委托人为了各自的利益进行权衡和博弈。国有企业的所有者是国家,各个层级的代理人并不能真正代表所有者利益,并且缺乏获取企业信息、监督企业管理层的动力,企业的实际控制权在经理层等内部人手中。经理层内部控制人意欲控制更多的资源,拥有更大的权力。2007年《办法》的出台意味着国家控制国有资本的决心,对中央企业的监控将进一步加强。同时,将企业收益上缴会减少管理层控制的资源,降低代理成本,表现为管理费用率的下降。因此提出假设2:在其他条件不变的情况下,收益上缴比例越大,管理费用率越低,并且收益上缴比例与管理费用率负相关。

2007年《办法》出台的目的在于将国有资本收益真正实现国有资本归全国人民享有,但并非杀鸡取卵,前提条件是要保证企业的生存和发展。在红利上缴之后,管理层所占有的资源减少,缺乏继续贡献能力的动力。同时,上缴比例过大则会导致企业资金周转出现困难,严重影响企业运营。因此,文本提出假设3:在其他条件不变的情况下,收益上缴比例越大,企业盈利水平越低,并且收益上缴比例与盈利水平负相关。

三、研究设计

(一)数据来源及样本选择

本文数据均来自于国泰安CSMAR数据库。由于中央企业多数未上市或整体上市,无法从公开渠道获取资料,本文选取中央企业所控制的上市公司为样本进行分析。《办法》规定以2007年作为试点,对国资委所监管的企业于2006年实现的国有资本收益进行收取。考虑到《办法》

实施所带来的影响,本文选择2008~2013年国资委所监管企业下在沪深两市上市的企业作为研究对象,最后得到1176个样本。

(二)变量选取与模型构建

1. 变量选取。本文采用应计利润总额(TA)的随机游走预期模型。该模型假设公司历年的非操控性应计利润遵循随机游走,只有操控性应计利润(DA)才可表明公司是否存在盈余管理行为。

$DA_t = TA_t - TA_{t-1}$ 。其中, TA_t 为第t年的应计利润总额, DA_t 为第t年的操控性应计利润。

管理层的在职消费等代理成本通常在管理费用中列支,因此,本文采用管理费用率指标(adminR)来衡量管理层的代理成本。国有资本收益上缴比例直接采用财政部关于国有资本收益上缴分类确定的比例(payout)计算。

为提高结论的可靠性,本文用以下变量作为模型控制变量。

(1)资产负债率(debt)。现代财务理论认为,增加负债融资能够减少管理层掌握的现金流,降低代理成本,从而提高公司业绩(Jensen和Meckling,1976)。而宋维演、万佳丽(2005)对公司融资结构与代理成本的关系进行了回归分析,发现企业的资产负债率与代理成本负相关。管建强、王红领(2012)则借助修正的Jones模型,验证了资产负债率与盈余管理的正相关关系。

(2)公司规模(lnasset)。依据规模经济理论,规模大的企业会给业绩带来正面效应。张淑英、张菊(2011)用实证分析的方法验证了公司规模与企业业绩显著正相关。在其他因素一定时,规模大的企业盈利能力越强。李增福、周婷(2013)认为:相对于小公司来讲,规模大的公司的真实盈余管理程度更高,即公司规模与盈余管理存在相关关系。

2. 模型构建。为了检验三个假设,本文构建了如下模型:

(1)收益上缴政策的总体效果模型。

$$y_{i,t} = \alpha_i + \alpha_t \text{Year}_t + \alpha_1 \text{payout}_{i,t} + \alpha_2 \ln \text{asset}_{i,t} + \alpha_3 \text{debt}_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \quad (\text{模型1})$$

其中: $y_{i,t}$ 代表企业i于t年的政策总体效果变量,分别可用资产收益率(ROA)、操控性应计利润(DA)和管理费用率指标(adminR); Year_t 为控制宏观环境变化的年度哑变量; $\text{payout}_{i,t}$ 为企业i于t年的收益上缴比例; $\ln \text{asset}_{i,t}$ 代表企业i于t年的企业规模,用资产总额的对数表示; $\text{debt}_{i,t}$ 表示企业i于t年的资产负债率。

(2)收益上缴政策的趋势效果模型。

$$y_{i,t} = \alpha_i + \alpha_t \text{Year}_t + \alpha_0 \ln \text{asset}_{i,t} + \alpha_k \sum_{k=1}^6 \text{Year}_k \text{Afterpay} \times \text{payout}_{i,t} + \beta_1 \text{debt}_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \quad (\text{模型2})$$

其中, $y_{i,t}$ 代表企业i于t年的政策趋势效果变量,仍分

别可用资产收益率(ROA)、操控性应计利润(DA)和管理费用率指标(adminR); $Year_k \times Afterpay \times payout_t$ 表示政策实施后第k年的收益上缴比例,其参数 α_k 反映了第k年收益上缴比例对效果指标的影响,k代表政策实施后的年份序数,政策实施后第一年即2008年定义为1,截至2013年,则k的最大取值为6。

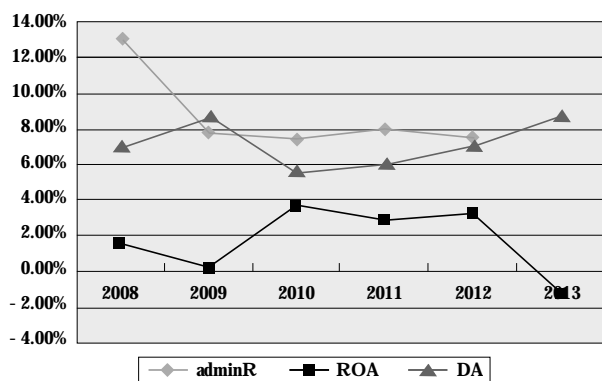
四、描述性统计与回归结果分析

(一)变量描述统计分析

2008~2013年样本公司的资产报酬率(ROA)、管理费用率(adminR)和操控性应计利润(DA)的年平均均值见表1。

表1 2008~2013年样本公司相关指标的描述性统计

| 指标 | 2008年 | 2009年 | 2010年 | 2011年 | 2012年 | 2013年 | 最大值 | 最小值 | 均值 | 标准差 |
|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| adminR | 14.03% | 13.14% | 7.84% | 7.50% | 7.94% | 7.46% | 13.14% | 7.46% | 9.21% | 0.0307 |
| ROA | 1.51% | 0.10% | 3.70% | 2.86% | 3.22% | -1.28% | 3.70% | -1.28% | 1.57% | 0.031 |
| DA | 0.0717 | 0.0867 | 0.0564 | 0.0608 | 0.0716 | 0.0886 | 0.0886 | 0.0564 | 0.0726 | 0.0131 |



样本公司相关指标对比图

首先,从表1可看出,代表盈余管理的操控性应计利润仅在2010年突然减少,总体处于上升趋势,表明样本公司存在盈余管理行为,且有愈演愈烈之势。在收益上缴比例上升的趋势下,反映了收益上缴比例与盈余管理行为的正向线性关系,与假设1一致。

其次,随着国有资本红利上缴比例的上升,代表代理成本的管理费用率指标处于下降趋势,符合代理成本理论,与假设2一致。

再次,除了2010年,样本公司的总资产收益率(ROA)呈下降趋势,这种趋势在下面的折线图中反映得更为清晰,说明样本公司的总体收益水平不乐观。随着样本公司收益上缴比例的逐步增加,收益却在下降,反映了收益上缴比例与企业收益的线性关系,与假设3一致。

(二)回归分析

1. 国有资本收益上缴政策的总体效果。将模型1做总体回归分析,所得结果见表2。从回归结果来看,国有资本收益上缴比例与盈余管理指标正相关,在1%的水平上通

过了显著性检验。从该关系可以看出,国有企业为上缴收益,存在盈余管理行为,并且上缴收益比例越大,盈余管理行为越明显。这说明2007年出台的《办法》并未真正落到实处,国有企业并未上缴其应缴的全部收益。

从收益上缴与代理成本的关系来看,国有资本上缴红利比例与管理费用率负相关,在5%的水平上显著。表明总体来看,随着红利上缴比例的上升,管理层的在职消费等代理成本在下降,说明《办法》的出台对代理成本起到抑制作用,该政策对国有资本公平分配起到了一定效果。

另外,国有资本收益上缴比例与资产收益率呈负相关关系,在1%的水平上通过了显著性检验,表明随着资本收益上缴比例的增加,国有企业业绩水平在下降。在保证国有资本收益归全民共享的同时,应考虑管理层的贡献,否则会出现收益过低,甚至伤及国有资本的不利后果。

表2 政策总体效果回归结果

| 自变量 | ROA | DA | adminR |
|--------------------|-----------------------|------------------------|-----------------------|
| payout | -0.2014*** (-2.67) | 0.5807*** (3.46) | -0.5084** (-2.49) |
| lna | 0.0287 (10.22) | -0.0377*** (-12.53) | -0.1108*** (-6.03) |
| Debt | -0.5944 (-42.73) | 0.5974*** (40.12) | 0.9582*** (10.69) |
| cons | -0.2882 (-4.71) | 0.5632*** (8.60) | 2.0290*** (5.07) |
| Adj-R ² | 0.6105 | 0.5853 | 0.1019 |
| 样本量 | 1176 | 1176 | 1176 |

注:***、**、*分别表示在1%、5%、10%的水平上显著,下同。

2. 国有资本收益上缴政策的趋势效果。《办法》出台后的趋势效果见表3。从表中可以看出,随着该政策实施年限的增长,尽管资产收益率与收益上缴比例在多数情况下仍是负相关,但这种趋势越来越缓,在政策实施后的第四年和第五年出现了正相关。结合政府发布的相关政策来看,2010年实施的中央企业分红权激励政策对其具有一定影响。

操控性应计利润总体上和收益上缴比例正相关,但从趋势上来看,在政策实施后一年盈余管理幅度较大。但后续年度呈下降趋势,说明盈余管理行为尽管仍然存在,但有好转。

管理费用率与收益上缴比例的关系从趋势上来看,在政策实施一年后,二者还是正相关,但在第二年至第六年,均为负相关,而且幅度呈下降趋势,表明随着年限增长,收益上缴政策会给代理成本带来更大的节约。

表3 收益上缴政策的趋势效果

| 自变量 | ROA | DA | adminR |
|---------------------|------------------------|----------------------|-----------------------|
| 政策实施后1年×收益上缴比例 | -0.498 4*** (-2.65) | 0.695 7* (1.8) | 0.286 0*** (2.88) |
| 政策实施后2年×收益上缴比例 | -0.220 9*** (-3.46) | 0.331 2*** (3.28) | -0.263 9** (-3.46) |
| 政策实施后3年×收益上缴比例 | -0.121 2** (-2.48) | 0.196 0*** (2.67) | -0.332 8** (-2.93) |
| 政策实施后4年×收益上缴比例 | 0.002 7*** (5.71) | 0.382 4** (1.76) | -0.335 7** (-1.84) |
| 政策实施后5年×收益上缴比例 | 0.529 2*** (5.36) | 0.128 6*** (3.13) | -0.449 2** (-2.33) |
| 政策实施后6年×收益上缴比例 | -0.28*** (-3.77) | 0.067 5*** (2.67) | -1.367 9** (-1.78) |
| Adj- R ² | 0.21 | 0.582 5 | 0.08 |
| 样本量 | 1 176 | 1 176 | 1 176 |

五、研究结论及政策建议

(一)研究结论

国有资本收益上缴一直是理论界探讨的热门话题,2007年财政部和国资委联合发布的《办法》结束了多年来国有企业不上缴红利的历史。迄今为止,7年过去了,政策执行效果和经济后果如何?为此,本文以2008年至2013年中央企业上市公司为样本,对国有资本收益上缴政策实施效果进行了实证检验。通过分析,得出如下结论:

1. 收益上缴政策的实施促使企业实施盈余管理行为。从总体上看,国有资本收益上缴比例与操控性盈余管理正相关,说明在政策发布后的企业业绩下降,有着企业采用盈余管理的因素。央企上市公司存在通过盈余管理手段试图减少应上缴利润的行为。从趋势上看,盈余管理水平在下降,说明有所减缓。

2. 收益上缴政策的实施降低了企业代理成本,增加了收益分配的公平性。从总体上看,收益上缴比例与管理费用率负相关,说明政策实施有助于降低代理成本。从趋势上看,管理费用率的降低幅度呈上升趋势,说明代理成本降低的有效程度较高。

3. 收益上缴政策的实施对企业业绩有着负面影响。从总体上看,资产收益率与收益上缴政策负相关,说明该政策将使管理层控制的资源减少,管理积极性受到一定影响。从趋势上看,政策对企业业绩的负面影响在逐年下降,甚至在政策出台后第四年和第五年变为正面影响。说明2010年的分红权激励政策使得收益上缴政策带来的负面影响有所改观。

(二)政策建议

再完美的政策也需要执行者的良好配合,正因为国有企业内部人控制的特点,上缴利润与经理人目标产生冲突,使得政策执行效果和经济后果较差。因此,收益上缴政策制定和颁布的同时,应结合激励和监督措施。具体

而言,应有三个方面的应对措施:

1. 构建国有资本收益管理体系和制度框架。政策效果是众多因素影响的结果,关键在于如何建立一套合理的国有资本收益管理体系和制度框架,既能保持国有企业正常发展,又能使国有资本收益能真实上缴并惠及全民,促使社会更加和谐、稳定。

2. 完善国有企业监督机制的实施机制。国有资本归全体人民所有,由于“所有者”缺位,国有企业监督机制一直是政府重点关注的问题,多年来建立了各项监督机制,如独立董事制度、委派制度等等,然而效果并不明显。过度投资、代理成本等问题层出不穷,且成为多年的顽疾。国有企业监督制度体现的是强制性制度供给,强化国有企业监督已不能仅仅从增加监督制度的角度考虑,而应注重建立监督制度的实施机制。

3. 采用分红权激励方式。分红权即享受每年年底的利润奖励,与股权激励有一定差别。股权激励是一种长期激励方式,收益主要来自于未来股权的增值;而分红权属于短期激励,员工收益属于来自于年底的分红,等同于年终奖励。

从国际大公司的激励方式来看,股权激励较为盛行,我国也曾多次尝试。然而,多数国有企业的业绩更多依靠国家资源,个人能力有着重要影响但并非主导因素,采用管理层高薪酬、股权激励方式将业绩增长全部归功于管理层并不合理。根据《公司法》第三十五条,公司可以不按出资比例进行分红,且分红权的比例可以随意约定。这就意味着,企业可以让现有股东拿出一部分分红实行激励,而激励对象也可以不是公司股东。分红权的激励对象并不局限于公司股东,使得激励对象更广,是一种针对企业人才的薪酬激励,对提高企业的整体业绩将发挥更大作用。

主要参考文献

La Porta, R., Lopez- de- Silanes, F., Shleifer, A. and Vishny, R.. Agency Problems and Dividend Policies around the World[J]. Journal of Finance, 2000(5).

李世聪,谢英姿.所有者财务理论下的国有资本经营预算[J].财会月刊,2006(3).

汪平,李光贵.资本成本、可持续增长与国有企业分红比例估算——模型构建及检验[J].会计研究,2009(9).

管建强,王红领.上市公司股权激励与治理结构对盈余管理行为的影响分析[J].贵州财经学院学报,2012(1).

Land, Larry H. P., Robert H. Litzenberger. Dividend Announcements: Cash Flow Signaling vs. Free Cash Flow Hypothesis[J]. Journal of Financial Economics, 1989(24).

Lamont, Owen. Cash Flow and Investment: Evidence from Internal Capital Markets[J]. The Journal of Finance, 1997(5).