

国企分红再分配与投资 决策价值相关性研究*

——基于国有资本红利返还的初步证据

孙 刚

[提 要] 以 2007 年以来颁布的有关规范国有资本收益收缴和资本预算制度为背景, 本文考察了上市国有企业分红对其资本性投资支出决策价值相关性的影响机理。搜集以国有企业分红返还为代表的“体内循环”证据, 通过国有股权比例衡量红利“体内循环”的预期操控强度, 验证了国有股红利“体内循环”与企业资本性投资支出决策价值相关性的关系以及受国有资本收益收缴和预算制度的影响。本文指出的国资红利再分配的“两面性”, 对混合所有制发展和国有企业市值管理均具有一定的理论和现实意义。

[关键词] 国有企业分红; 投资决策; 价值相关性; 红利返还

一、前言

国有企业(以下简称国企)分红是企业利润分配和投资者获取收益的重要途径, 同时也是全体国民分享国企改革成果的重要方式。国有资本收益收缴与使用问题一直是社会各界普遍关注的热点问题, 历来受到各级政府、国资委、证券监管部门和投资者的重视。2007年9月, 国务院颁布了国务院《关于试行国有资本经营预算的意见》(国发[2007]26号), 明确了国有资本经营预算的收支范围, 开始对国有独资企业、国有控股和参股企业收取国有资本红利, 预示着在中央层面“为国企承担责任但从未享有收益”的历史终结。

2007年12月, 财政部和国资委联合印发了《中央企业国有资本收益收取管理暂行办法》(财企

[2007]309号), 对包括国资红利在内的国资收益收取范围、申报核定、上交办法做了明确规定和细化。2010年12月, 财政部颁布的《关于完善中央国有资本经营预算有关事项的通知》(财企[2010]392号)提高了中央国有资本经营预算实施范围和国有资本收益比例。财政部颁布的《关于扩大中央国有资本经营预算实施范围有关事项的通知》(财企[2012]3号)则进一步完善了中央国资预算和实施范围。与此同时, 各地区也结合中央国有资本收益收取办法和国有资本经营预算的相关意见精神, 纷纷完善与各地实际相适应的地方国有资本收益收缴和预算制度。

实际上, 早在中央颁布有关国有资本收益收缴的相关意见和办法之前, 就有一些省市国资部门探索试行本地区国资红利管理制度。以上海市为例, 1999年出台的《上海上市公司国有股红利收缴(国

* 孙刚, 浙江财经大学会计学院/厦门大学工商管理博士后流动站, 邮政编码: 310018, 电子信箱: sgc2005@163.com。本文得到浙江省哲学社会科学规划项目(14NDJC095YB)、中国博士后科学基金面上项目(工商管理)一等资助金项目(2014M550355)、宁波市软科学研究项目(2013A10007)的资助。感谢匿名评审人提出的修改建议, 笔者已做了相应修改, 本文文责自负。

资收益管理)的有关规定》就对本地上市企业国有股权管理和红利集中收缴做了规定,涉及红利收缴范围、比例以及再分配,其中明确提出国有股红利返还事宜,要求上海市国有资产授权经营公司、国有资产委托监管单位资产范围内的上市企业的国有股红利,上海市国资办将其中50%(个别区县为100%)返还给国有资产授权经营公司或国有资产委托监管单位。上海市《关于促进本市上市公司发展的若干政策意见》(沪府发[1999]40号)还进一步明确规定,国企红利可以作为国有股配股资金,用于增资配股和充实资本金。可见,在某些地区,国企红利的“体内循环”问题早已是公开的秘密。

本文通过初步搜集到的上市国企红利收缴后的流向以及使用情况等证据,考证国企红利的实际分配水平,探讨国资红利返还对国企投资决策价值相关性的影响及其传导机理的制度基础。本文的贡献主要有:(1)丰富了魏明海和柳建华、张君华和王君彩的研究,克服了该研究衡量过度投资方法的局限性,将企业投资决策行为与企业价值联系起来,探讨了国企分红对其资本性投资支出决策价值相关性的影响。^{[1][2]}并以2007年年底以来颁布的有关规范国有资本收益收缴和预算制度为分界点,较为细致地分析了分红监管政策颁布前后,国企分红对企业资本性投资支出价值相关性作用的影响机理。(2)梳理了上市国企红利收缴和再分配的相关政策,搜集以国企分红返还为代表的“体内循环”证据,以国有股权比例衡量红利“体内循环”的预期操控强度,考察了在国资红利“体内循环”偏好不同的国企中,分红与企业投资价值相关性的关系以及受国资收益收缴和资本预算制度影响的机理,指出国企分红的“两面性”,这是对罗宏和黄文华研究的有益补充。^[3]

本文的其他部分安排如下:第二部分为文献回顾与分红监管的制度背景;第三部分为数据来源、研究问题和设计;第四部分为实证检验结果与分析;最后为研究总结与启发。

二、文献回顾与分红监管的制度背景

(一) 关于企业分红的讨论:文献回顾

詹森(Jensen)认为,现金分红有助于减少管

理层的自由现金流代理成本。^[4]拉波特等人(La Porta et al)指出了现金股利政策中的代理问题,提出了基于委托代理理论的“结果模型”和“替代模型”。^[5]“结果模型”预期在投资者权益保护较好的资本市场中,外部投资者能够通过一定手段迫使缺乏成长性的企业以现金分红的形式“吐出”更多现金,现金股利是投资者权益保护机制较好的一个结果。而“替代模型”则认为,现金股利是抑制内外投资者利益冲突的一种机制,在投资者权益保护不力的地方,现金分红是保护外部投资者的一项替代机制,投资者权益保护与现金分红呈显著负相关关系。总体上,拉波特等人的研究支持现金股利政策的“结果模型”。但是他们也特别指出,该研究不能排除其他一些可能的解释,例如完善的投资者权益保护会限制企业内部人利益侵占和无效率投资行为,或者强大的少数股东权益保护机制赋予外部投资者必要手段迫使企业“吐出”现金,企业内部人只能将多余现金以分红这一看似合法方式给予外部投资者。此时,企业现金分红并不是有效保护投资者权益的一个直接结果,至多是间接或伴生的结果。

作为跨国研究,拉波特等人的研究从委托代理理论角度拓展了人们对企业现金分红的理解。受该研究的启发,国内一些学者结合我国资本市场分红实践和特殊的股权结构,对上市企业分红决策行为进行了诸多有益的探讨和分析。黄娟娟和沈艺峰研究认为,我国上市企业股权集中度较高,上市企业股利政策主要是反映了大股东需求,而中小股东利益常被忽视。^[6]陈信元等人借助佛山照明的案例,发现国有上市企业存在边分红边融资等明显违背财务效率原则的市场异象,指出高额的现金股利甚至成为大股东(国资委)披着合法外衣进行利益转移的工具。^[7]肖珉探讨了我国上市企业派发现金股利的动因及经济后果。他认为,我国上市企业发放现金股利不是单纯出于减少多余自由现金流的考虑,而是与大股东套取现金的企图有关。^[8]雷光勇和刘慧龙则实证研究了我国各地区市场化进程差异对上市企业股利政策的影响,以及市场化进程在产权性质类型不同的企业中对现金股利政策影响的差异性。结果表明,市场化程度越高的地区,企业越倾

向于采取诸如现金股利等更为隐蔽的利益输送方式。事实上,他们也指出,“半市场化”的投资者保护手段在督促国企分红上的作用并没有民企那么明显。^[9]

吕长江和周县华从上市企业治理结构安排的角度,系统研究了2001年证券监管层出台新政策后企业的股利分配动机,指出在我国资本市场中现金股利政策具有“双刃剑”的作用,其观点与肖珉不谋而合。^[10]谢军、李增泉等人认为,毕竟企业以现金股利的形式回吐出更多的自由现金流,降低了企业的代理成本,有助于增加企业价值。^{[11][12]}换言之,虽然在股权高度集中的上市企业中,控股股东具有以现金股利作为合法工具“掏空”中小股东利益的动机,但其仍然具有较强的激励优化企业资源配置的功能,并且,这种作用随着控股股东持股比例的增加而增强。我国上市企业现金分红“两面性”观点获得进一步认可。

我国上市企业多由原国有企业转制而来,控股股东通过资产重组和剥离等财务运作,注入优质资产,将不良资产或包袱甩给控股股东。这些优质资产上市后成为“现金牛”,控股股东为了寻求回报,加之历史上控股股东的股份长期不可流通性,现金股利就成为上市企业为控股股东输送利益的合法手段。从这个角度理解,与其说现金股利是短期的“利益输送”,不如说是一种长期的“利益补偿”,毕竟企业事前依靠政府这颗“大树”获取了诸多资源。另一方面,由于上市门槛高,很多企业在上市时基本上都阶段性地达到了行业发展高峰,上市后一些创业者选择急流勇退,特别是在创始股东股份不能自由流通的历史背景下,分红就是其获取回报的重要方式。并且,由于创始人在创业初期承担了较高的风险,后期较高的分红收益本身就是对其早期风险承担的一种补偿,将控股股东高现金股利回报率理解为对外部少数股东利益的侵占是值得商榷的。长期看,国企“边融资边分红”现象更像是一种以披着分红合法外衣的利益补偿或风险补偿。总之,不管是将企业分红决策视为良好投资者保护所带来的结果,还是将其视为更为隐蔽且合法的利益转移工具,迫使一些潜在代理成本较为严重且投资机会有限的企业通过分红这种形式回报投资者无疑

是利大于弊的。

(二) 日趋刚性的分红监管:制度背景

出于保护少数股东权益的初衷,鼓励上市企业通过分红回报投资者,我国证券监管层从2001年3月以来,累计发布了七个规范上市企业利润分配的文件。如2008年10月颁布的《关于修改上市公司现金分红若干规定的决定》,将分红历史列为企业公开再融资的必要条件,更是明确到了现金分红的具体比例。2012年5月颁布的《关于进一步落实上市公司现金分红有关事项的通知》则从源头上加强上市企业现金分红规划透明度。2013年11月,证监会颁布《上市公司监管指引第3号——上市公司现金分红》力促上市企业分红差异化和多元化。总体上,证券监管层对上市企业分红的要求越来越详细、具体和有针对性。但李常青等人指出,“半强制”的现金分红政策存在“监管悖论”,导致上市公司为了融资而分红,出现所谓的“先分红后融资”异象,逐渐演化为为了融资而操纵红利分配的异化行为。^[13]谢德仁对企业分红能力做了理论分析,指出《公司法》、《证券法》及相关监管政策将分红与公司净利润或可分配利润挂钩会导致“庞式分红”。^[14]法律上,企业分红应为其自主行为,证监会的分红监管具有类似“窗口指导”的特征,旨在加强上市企业分红决策的透明度,约束企业再融资“圈钱”,但这种监管对提高国企分红的作用并不明显。

国有控股上市企业实际上受到了证券监管层和政府国资管理部门的双重分红监管政策约束。1994年以来一直存在的“为国企承担成本,却从未获得过半分红利”的问题,是一直困扰政府的重大问题。2007年9月,国务院颁布了《国务院关于试行国有资本经营预算的意见》,开始强制收取国有股红利。2010年12月,财政部颁布了《关于完善中央国有资本经营预算有关事项的通知》,对国资收益收取方案做了明确规定。从市场化分红逐渐过渡到将企业分红与企业投融资决策联系起来,再到国企的强制国资红利收缴,我国监管层的“多头”分红监管是保护了少数股东的权益还是为利用红利分配进行“利益输送”披上了又一层合法的外衣?分红是否会引发进一步的代理冲突?对于上市国企而言,魏明海和柳建华、张君华和王君彩、罗宏和

黄文华的研究均证实, 国企分红以及加强国企红利收缴政策能够较好地抑制管理层过度投资偏好和在职消费, 提升企业业绩。^{[1][2][3]}但是钱雪松和孔东民表达了对国企分红问题的担忧, 他们通过构建委托代理模型指出, 如果对国企红利收缴及再分配处置不当, 会滋生新的内部人控制代理成本。^[15]但该研究还停留在理论分析层面, 尚缺少相关实证证据检验。在股权全流通和分红监管日益具体化、刚性化的背景下, 国企分红的“双面剑”效应, 以及国有股红利收缴后再分配过程中表现出的酌量权和“体内循环”特征为本文进一步检验国企分红的价值相关性指出了研究的必要性。

三、数据来源、研究问题与设计

(一) 数据来源

本文选取 2003—2012 年度在沪深两市上市的企业为样本。样本基础财务数据均来自《中国资本市场会计与财务研究数据库》(CSMAR) 和《色诺芬经济金融数据库》(CCER), 为了保证在研究期间样本企业的组织结构未发生重大变化, 能正常经营, 且为正常年度分红, 本文执行了如下的数据筛选工作: (1) 剔除当年被 ST, PT, * ST 的样本; (2) 剔除当年增发、配股融资的样本; (3) 剔除资不抵债或营业利润为负数的样本; (4) 剔除当年股改分红的样本, 保证观察值均为正常年度分红; (5) 剔除当年个别变量数据缺失的样本。所有连续变量均在 1%~5% 和 95%~100% 分位数处做了极端值缩尾处理。

(二) 研究问题与设计

虽然在 2007 年之前我国一些主要地区已经开始试行国资红利收缴制度, 但是上市国企分红与否主要还是由其董事会或股东大会自行决定, 不具有强制性。2007 年以后, 随着强制央企红利收缴和国有资本收益预算制度的颁布实施, 为各地方国资部门强制收缴地方国企红利提供了“参照系”。因此, 2007 年是国有资本收益管理的重要时间分界点。基于该政策背景, 本文提出如下几点拟研究的问题: (1) 判断近年来国企实际分红水平, 并与民企分红水平形成比较, 评价国企分红强度变迁;

(2) 国企分红是否影响其资本性投资支出决策的价值相关性, 评价国企分红的总体效果; (3) 建立健全国有资本收益管理制度对国企分红与资本性投资支出决策价值相关性的影响, 评价国有资本预算制度的效果; (4) 分析国资红利返还与国企分红“两面性”特征及其制度基础。

针对研究问题 (1), 本文采用单变量描述性统计分析方法加以考察, 比较国企和民企实际分红和非预期分红水平。以往考察分红决策对国企投资影响的文献主要是借鉴理查德森 (Richardson) 提出的方法衡量过度投资, 但该方法并没有将投资决策与企业价值联系起来, 目前学术界争议较多。^[16]为了解决这一问题, 针对问题 (2), 本文将采用下面的回归模型作为基础计量经济模型展开分析。

$$\begin{aligned} \text{Tobin's } Q_{it} = & \alpha_0 + \alpha_1 \times \text{payout}_{it} + \alpha_2 \text{Outcap}_{it} \\ & \times \text{Payout}_{it} + \alpha_3 \text{Payout}_{it} + \alpha_4 \text{Size}_{it} \\ & + \alpha_5 \text{Cash}_{it} + \alpha_6 \text{Lev}_{it} + \alpha_7 \text{Roa}_{it} \\ & + \alpha_8 \text{Salechg}_{it} + \alpha_9 \text{Liquid}_{it} \\ & + \alpha_{10} \text{Beta}_{it} + \alpha_{11} \text{First}_{it} + \text{year}_{it} \\ & + \text{industry}_{it} + \mu_{it} \end{aligned}$$

针对研究问题 (3) 和问题 (4), 依据 2007 年以来中央和各地区财政部门、国资管理部门颁布的强制国资红利收缴和国资收益预算管理制度, 通过设置年度虚拟二元分组变量, 考察 2007 年前后国资红利收缴和收益预算制度对国企分红与其资本投资支出价值相关性的影响, 评价国资红利管理制度的执行绩效。以上述回归模型为基础模型, 比较 2007 年前后, 即: 考察引入强制国资红利收缴和国资收益预算制度前后, 国企分红对其资本性投资支出决策价值相关性影响的差异。利用国有大股东持股比例衡量预期国资红利返还力度, 进一步区分在预期国资红利返还力度不同的企业中, 并结合企业面临的投资机会, 考察国企分红与资本性投资支出决策价值相关性的非线性关系, 揭示国企红利返还的“两面性”。回归模型中所涉及的变量定义见表 1。

四、实证检验结果与分析

(一) 描述性统计

总样本中国有控股上市企业观测数为 8 463 个。

表 1 变量定义表

变量符号	变量名称	变量定义
<i>Tobin's Q</i>	托宾 Q 值	(流通股股数×每股收盘价+非流通股股数×每股净资产+总负债)/总资产
<i>Outcap</i>	资本性投资支出	(购买固定资产、无形资产及其他长期资产的现金流出—处置固定资产、无形资产及其他长期资产的现金流入)/期末资产总额
<i>Payout</i>	现金股利分配率	每股现金股利/每股收益
<i>Size</i>	资产规模	期末资产总额的自然对数
<i>Cash</i>	现金及等价物持有量	期末货币资金/期末资产总额
<i>Lev</i>	资产负债率	期末负债总额/期末资产总额
<i>Roa</i>	资产回报率	净利润/期末资产总额
<i>Salechg</i>	营业收入增长率	(期末营业收入—期初营业收入)/期初营业收入
<i>Liquid</i>	流通股比例	流通股股数/总股本
<i>Beta</i>	公司风险	系统性风险, 具体计算参见 CCER 经济金融数据库中股票价格收益数据库
<i>First</i>	第一大股东持股	第一大股东持股股数/总股本

为简洁起见, 表 2 报告了国企样本组所涉变量的描述性统计。企业价值的代理变量托宾 Q 值均值和中位数分别为 1.523 和 1.232。总体上, 国企市场价值高于其账面价值。国企资本性投资支出占当年总资产面值的比例均值接近 5%, 国企平均要拿出

年度净利润的 22% 来进行现金分红, 分红比例最高为 100%。样本企业观测中, 国有控股股东持股占总股本比例均值约为 40%, 而这一数值的中位数水平接近 39%, 股权高度集中的现象还是比较明显的。

表 2 描述性统计分析

变量	观测数	均值	最小值	25%分位数	中位数	75%分位数	最大值	标准差
<i>Tobin's Q</i>	8 463	1.523	0.877	1.020	1.232	1.730	4.001	0.749
<i>Outcap</i>	8 463	0.051	-0.001	0.012	0.036	0.077	0.168	0.049
<i>Payout</i>	8 463	0.222	0.000	0.000	0.054	0.368	1.000	0.299
<i>Size</i>	8 463	7.956	5.919	7.151	7.858	8.689	9.982	1.080
<i>Cash</i>	8 463	0.145	0.020	0.073	0.123	0.194	0.380	0.095
<i>Lev</i>	8 463	0.528	0.174	0.391	0.538	0.667	0.877	0.185
<i>Roa</i>	8 463	0.049	-0.092	0.026	0.047	0.077	0.161	0.054
<i>Salechg</i>	8 463	0.132	-0.322	0.000	0.062	0.261	0.789	0.254
<i>Liquid</i>	8 463	0.644	0.280	0.418	0.584	0.975	1.000	0.257
<i>Beta</i>	8 463	1.082	0.544	0.947	1.109	1.242	1.479	0.236
<i>First</i>	8 463	0.399	0.145	0.275	0.393	0.521	0.658	0.151

图 1 比较了 2003—2012 年 10 年来, 我国国有和民营控股上市企业现金股利支付水平的变迁。现金股利支付率(每股现金股利与每股收益占比)是

最能反映企业分红强度的重要指标, 《公司法》、《证券法》以及相应的证券监管部门均将现金股利占净利润(或平均可分配利润)的比例作为分红监

管以及红利收缴的参照指标。图1的结果显示，总体上，各年份国企的名义现金股利支付平均水平要远高于民营企业。此外，由于不同企业的资产规模、成长性、投资需求、投资回报率等指标显著有异，本文还进一步考察了两类不同产权性质企业的非预期现金股利支付水平，在控制了其他影响企业股利支付水平因素的前提下，具体做法是：利用企业现金股利支付率对企业特征因素做回归，计算出每家企业一年度的预期分红水平。实际分红水平与预期分红水平之差即为非预期分红率。其中企业特征因素包括资产规模、成长性、资产负债率、资产报酬率、现金持有量、资本性投资支出、流通股比例、第一大股东持股比例、年度和行业因素。

图2报告了国企和民企的非预期现金股利支付水平在各年份的变化情况。可以看出，国企的非预期现金股利支付水平实际上是一直在下降的，特别是2008年以后，这一趋势更加明显。与此相对，民企非预期现金股利支付水平反而呈上升趋势，其从2008年开始，民企非预期分红力度实际是在加强的。显然，证券监管部门颁布的针对上市企业的“半强制”分红监管政策对民企分红行为的影响还是比较明显的，但对国企而言，无论是证监会的“窗口”分红指导还是国资红利收缴制度，不仅没有显著提高国企分红水平，反而在一定程度上还起到了抑制作用，国企分红的动机不强。

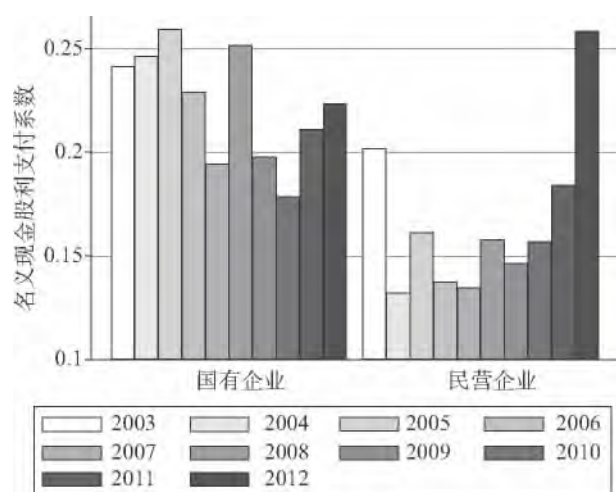


图1 产权性质与名义现金分红系数

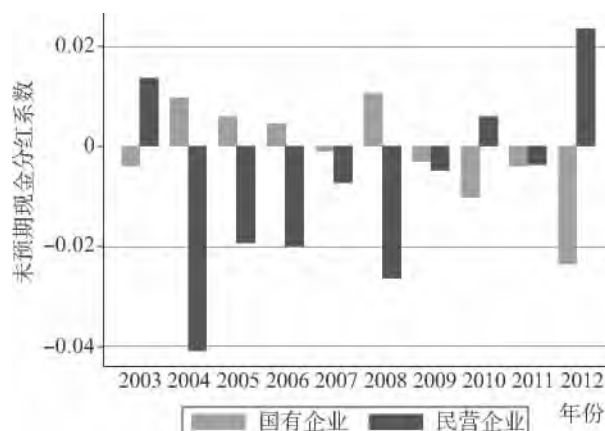


图2 产权性质、分红监管与未预期现金分红系数

(二) 国资红利返还：初步证据

国资红利收缴后的“体内循环”问题一直是社会各界关注的焦点。在法律上，分红决策是企业的一项“内政”，只要董事会或股东大会批准，上市企业可以选择适合自身情况的利润分配政策，可以决定分或不分，但是这一原则未必完全适用于国企。通过资产优化组合和股份制改造，国企逐步建立起了现代企业制度并实现上市融资。但实际上国企代表着一种全民资源，国家通过国有股权代表其权益，该权益实际上应该属于全体非股东国民，并且全体国民也以直接或间接方式为国企提供了资源和贡献，各级政府配给国企的资源都是无偿的或远低于市场公平价格的。因此，国企少分红或不分红即使能够得到董事会或股东大会成员的认可，也未必符合全体非股东国民的利益。因此，强制国资红利收缴的必要性具有一定的现实依据。

对国有上市企业而言，其适用证券监督管理部门的分红监管，这类监管具有“半强制”特征，只要不公开融资，在一定程度上还是停留在督促、鼓励层面，这显然不符合广大非股东国民的利益。自2007年以来，财政部、国资管理部门多次颁布相关国资红利收缴管理办法和国资收益预算管理制度，使得国企红利收缴制度化，具有了分红刚性和强制性。但在国企红利收缴管理制度中，红利收缴后的再分配则日益成为引发各界关注和讨论的问题，而一直以来的国企分红的“体内循环”更是颇受诟病。

实务层面上，国企红利收缴后的“体内循环”是如何具体操作的一直还缺少证据。本文通过实地

调研取证，获得了第一手的有关国企分红“体内循环”的直接证据。以上海纺织控股（集团）公司为例，该集团公司是现代纺织业的大型企业集团，拥有资产近200多亿元人民币，净资产近57亿元人民币。该集团公司从其控股的多家上市企业所获取的红利收缴和国资委留成情况见表3。表3披露了该集团控股的4家国有股份公司国资红利收缴、国资红利留成和返还情况历年明细，这四家企业分别为申达股份、龙头股份、三毛股份、联华合纤。其中，下属股份公司——申达股份2009年划入上海国资委红利专户为1471.28万元，国资委实际留成率为零。上缴的国有股红利在到达国资委账户后的7个工作日内被100%返还给了申达股份，用作充实资本金。而国资红利返还的政策依据则直接来自《上海市国有资产收缴管理试行办法》（沪府发[2005]33号）和《上海上市公司国有股红利收缴（国资收益管理）的有关规定》（沪府发[1999]2

号）两份官方文件。

从相关文件的具体执行情况看，国资红利上缴国资办后分别被以100%（或50%）直接返还国有资产授权经营公司，并且没有执行“收支两条线”的基本财政预算制度（至少笔者从文件中没有找到相关规定），收缴和返还的执行部门均为国资委（办）。即使是在2007年后，上海国资部门返还给申达股份的红利连续三年均为100%。这说明，央企层面执行的强制红利收缴虽然对各地执行国资红利收缴起到了参照作用，但强制性多停留在“收缴阶段”，而各地区红利收缴后的再分配，乃至直接返还现象使得国企实际分红水平大打折扣。如果假定上述国资红利收缴返还现象在我国各地区国资收益管理过程中具有某种常态化的话，给定国有股红利按100%返还国有资产授权经营公司，基于这种假设重新调整国企名义现金股利支付水平后，实际国企现金股利支付水平反而低于民企。

表3 上海纺织控股（集团）公司所属国有上市公司红利上缴及其返还情况表 单位：万元

单位	分利年份	划入国资委 红利专户	国资委下 拨纺控	国资委留成	国资委红利返 还企业比例（%）
申达股份	2000	1 363.06	681.53	681.53	50
申达股份	2001	3 029.01	1 514.51	1 514.51	50
申达股份	2002	3 029.01	1 514.51	1 514.51	50
申达股份	2003	1 514.51	757.25	757.25	50
申达股份	2004	1 514.51	0.00	1 514.51	0
申达股份	2005	1 471.28	735.64	735.64	50
申达股份	2006	1 471.28	1 471.28	—	100
申达股份	2007	2 206.93	2 206.93	—	100
申达股份	2008	1 471.28	1 471.28	—	100
申达股份	2009	1 471.28	1 471.28	—	100
小计		18 542.15	11 824.21	6 717.94	64
龙头股份	2000	2 290.49	1 145.25	1 145.25	50
龙头股份	2002	1 145.25	572.62	572.62	50
小计		3 435.74	1 717.87	1 717.87	50
三毛股份	2000	362.86	181.43	181.43	50
小计		362.86	181.43	181.43	50
联华合纤	1999	49.74	24.87	24.87	50
联华合纤	2000	64.66	32.33	32.33	50
小计		114.40	57.20	57.20	50
合计		22 455.15	13 780.71	8 674.44	61

(三) 多元统计分析结果与分析

为了更细致严谨地反映国企分红和国资红利“体内循环”的经济后果,本文通过调查了解涉及我国主要地区国企红利收缴再分配具体政策及其落实情况,包括各地区红利收缴和预算单位是否是同一单位、红利收缴比例、再分配渠道、直接返还情况、是否纳入政府预算等,通过上市国企的大样本数据,进一步考察和检验国企分红的经济后果,针对研究设计中提出的待检验问题,在控制了诸多企业特征变量的基础上,本文执行多元回归分析。

1. 国企分红与资本性投资支出决策的价值相关性。在控制了影响企业价值相关变量的情况下,本文执行基础多元回归模型,重点考察交乘项 $outcap \times payout$ 的回归系数,交乘项回归系数方向与显著性水平表示国企分红决策与企业资本性投资支出决策价值相关性。表4第(1)栏中报告了国有控股上市企业的回归分析结果,变量 $outcap \times payout$ 的回归系数为 1.152,为正数,且在 5% 水平通过统计显著性水平检验。总体上,提高国企分红水平会减少国企的无效率投资,增强企业资本性投资支出决策的价值相关性。接下来,本文将研究样本划分为两组,一组观测期为 2007 年以后国资红利收缴和国有资本收益预算制度颁布时期,另外一组观测期为 2007 年之前,本文将这个阶段称为各地区国资红利收缴“各自为政”阶段。进一步考察发现,2007 年以前,国企分红对企业资本性投资支出价值相关性的影响没有达到统计上显著水平;而 2007 年以后,国企分红与企业资本性投资支出的价值相关性在 5% 水平通过显著性检验,即:接受国企分红对企业资本性投资支出决策价值相关性具有正向促进作用关系的误受风险低于 5%。2007 年针对中央企业的强制国资红利收缴和国有资本收益预算管理制度的颁布实施后各地区也纷纷以此为依据,制定适合各地国资收益管理制度。虽然部分地区国资部门在收缴国有股红利后,又很快按比例返还给上市国企,但从国企分红的代理观角度审视,强制国资红利收缴制度的推行对减少国企自由现金流,抑制国企管理者过度投资还是具有较为显著的积极作用的。

表4 国企分红与资本性投资支出决策价值相关性

变量	(1)	(2)	(3)
	因变量 = Tobin's Q		
	全样本	2008—2012 年	2003—2007 年
$Outcap \times payout$	1.152** (2.30)	1.865** (2.16)	0.298 (1.02)
$outcap$	0.113 (0.52)	-0.088 (-0.20)	0.197 (1.07)
$payout$	-0.072** (-2.06)	-0.075 (-1.09)	-0.055** (-2.34)
$size$	-0.296*** (-6.24)	-0.370*** (-6.38)	-0.177*** (-4.51)
$cash$	0.394*** (2.97)	0.380* (1.95)	0.249 (1.30)
lev	-0.262** (-2.31)	-0.258** (-2.09)	-0.190 (-0.88)
roa	2.000*** (5.14)	2.185*** (3.80)	1.608*** (3.34)
$salechg$	-0.004 (-0.10)	-0.057 (-1.46)	0.033 (0.78)
$liquid$	0.744*** (6.03)	0.737*** (5.01)	0.617** (2.12)
$beta$	-0.401*** (-6.06)	-0.518*** (-7.84)	-0.298*** (-3.02)
行业和年度因素	控制	控制	控制
截距项	3.297*** (5.90)	5.297*** (9.82)	2.291*** (6.78)
F 数值	163.84	125.58	60.79
Prob>F 值	0.000	0.000	0.000
拟合优度	0.539	0.550	0.529
观测数(个)	8463	4456	4007

注:括号内数值为经过企业一年度双维聚类分组调整 T 值。^[17]* $p < 0.1$, ** $p < 0.05$, *** $p < 0.01$ 。

2. 国企分红、红利返还与资本性投资支出决

策的价值相关性。2007年之前,由于缺乏国资收益管理制度,不少地区国企红利收缴管理和再分配都很不规范,不是缺乏红利收缴的动机就是将收缴的国资红利直接返还给了上市国企。2007年颁布的《中央企业国有资本收益收取管理暂行办法》(财企[2007]309号)的第四条和第五条明确规定,中央企业国有资本收益应按规定直接上缴中央财政,国资委负责组织所监管企业上缴国有资本收益。这一政策实际上给各级国资和财政部门红利收缴和红利再分配指明了方向。但是,很多地方国有资本收益预算、收缴和再分配并未明确财政部门 and 国资管理部门的分工。以上海为例,上海市所属国资收益按要求要上缴至国资办国资红利专户,并未明确财政部门在收缴和分配国资红利中的作用。即使财政部门 and 国资管理部门分红明确,收支“两条线”也可能“名存实亡”,最终导致国资红利在再分配过程中又流回国企。

央企强制红利收缴为地方国资管理部门收缴地方企业国有股红利提供了政策依据。但是时至今日,国资红利管理在不少地区仍然停留在重“收缴”、轻“再分配”上,对国企红利收缴后的预算及再分配管理力度不够。即使执行国资和财政“收支两条线”,国资红利还是很容易被直接返还或按比例给了上市国企,从而造成国企名义分红水平的高估。由图1和图2可见,2007年后,国企的名义分红率和非预期分红率实际上下降了。这一现象正反映了钱雪松等学者的担忧:即:重“收缴”、轻“再分配”的红利管理制度是否会滋生新的代理问题。^[15]而这有待于实证检验来回答。

本文用国有股权比例来衡量预期国企红利返还力度,较高的国有股权比例意味着较多的国企红利有被直接返还的可能。基于这种考虑,本文按照国有股权比例将国企样本分为两组,考察在预期红利返还比例较高和较低的国企中,分红与其资本性投资支出决策价值相关性是否有系统差异。具体做法是:在全样本中(不区分企业产权性质)按第一大股东持股比例的中位数水平进行分组,高于中位数水平的赋值为1,否则赋值为0,将全样本分为两组。例如,在表5中,高预期红利返还企业组观测数是这样确定的:首先,判断该企业年度观测的

最终控制人是否为政府、国资委、大学等国有机构,判断其是否为国企。其次,如为国企,则继续判断该企业年度观测在按全样本中第一大股东持股比例中位数水平的分组赋值,赋值为1的,则为高预期红利返还企业组,赋值为0的为低预期红利返还企业组。接下来其他各表的分组均采用上述方法。

表5各栏分别在高、低预期红利返还企业组中执行回归分析。结果显示,在预期红利返还力度较低企业组中,分红与国企资本性投资支出价值相关性呈显著正相关关系,且在5%水平通过统计显著性检验;而在预期红利返还力度较高企业组中,国企分红与资本性投资支出决策价值相关性之间并不存在显著相关关系。这些结果进一步表明,在存在国资红利返还的情况下,国企分红对抑制企业无效率投资的积极作用被显著削弱,即:国资红利“体内循环”实际上削弱了国企分红的良好经济后果。第(3)栏和第(4)栏的结果显示,即使存在红利的“体内循环”,强制国资红利收缴还是利大于弊。2007年以来,国企分红与资本性投资支出决策价值相关性均呈显著正相关关系,均通过统计显著性水平检验。

3. 国企分红、红利返还的“两面性”与企业资本性支出决策价值相关性。国企分红具有抑制自由现金流代理成本的功能,实际上是先验地假定实施分红企业没有合适投资机会。但目前中央和各地的国企红利收缴基本上属于强制征收,并规定了最低强制红利收缴比例,这一国企红利收缴政策使得对红利返还的经济后果评价变得复杂起来,特别是对投资机会较多的国企更是如此。因此,本文进一步考察在国企面临不同投资机会时,国企分红以及红利返还政策对企业资本性投资支出决策价值相关性的影响。表6各栏报告了相关结果,证据显示,在预期红利返还强度较高的国企组中,国企分红对企业资本性投资支出决策价值相关性的正向积极作用在高预期投资机会企业组中更为显著,即:在有着较高投资机会的国企中,强制红利收缴可能并不利于增加企业价值,国企红利返还反而在一定程度上发挥了“补贴”作用,支持了企业投资行为,因此具有更为积极的经济后果(第(2)栏,交

表5 国有控股股东持股、国企分红与资本支出价值相关性

变量	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
	因变量 = <i>Tobin's Q</i>					
	高预期红利返还组	低预期红利返还组	高预期红利返还组		低预期红利返还组	
			2008—2012年	2003—2007年	2008—2012年	2003—2007年
<i>Outcap</i> × <i>payout</i>	0.911 (1.41)	1.425** (2.33)	1.878* (1.75)	0.135 (0.22)	1.469* (1.87)	0.671 (0.91)
<i>outcap</i>	0.041 (0.16)	0.278 (0.88)	-0.160 (-0.33)	0.030 (0.13)	0.127 (0.30)	0.471 (1.53)
<i>payout</i>	-0.072* (-1.82)	-0.085 (-1.38)	-0.125 (-1.63)	-0.030 (-1.10)	-0.005 (-0.06)	-0.115 (-1.44)
<i>size</i>	-0.246*** (-5.12)	-0.387*** (-8.05)	-0.313*** (-4.57)	-0.146*** (-5.59)	-0.461*** (-8.98)	-0.259*** (-3.75)
<i>cash</i>	0.404** (2.57)	0.338 (1.64)	0.546** (2.46)	0.126 (0.93)	0.156 (0.62)	0.447* (1.68)
<i>lev</i>	-0.262*** (-2.90)	-0.202 (-1.25)	-0.289** (-2.31)	-0.175 (-1.21)	-0.185 (-1.05)	-0.118 (-0.38)
<i>roa</i>	2.162*** (4.67)	1.862*** (4.85)	2.268*** (2.98)	1.794*** (3.28)	2.269*** (4.57)	1.419** (2.55)
<i>salechg</i>	-0.017 (-0.62)	0.019 (0.28)	-0.027 (-0.75)	-0.022 (-0.63)	-0.112* (-1.81)	0.105 (1.40)
<i>liquid</i>	0.811*** (6.48)	0.789*** (4.95)	0.830*** (5.76)	0.509** (2.02)	0.622*** (3.25)	0.842*** (2.62)
<i>beta</i>	-0.333*** (-5.02)	-0.445*** (-5.18)	-0.408*** (-5.48)	-0.279*** (-2.67)	-0.538*** (-4.38)	-0.316*** (-2.70)
行业和年度因素	控制	控制	控制	控制	控制	控制
截距项	3.195*** (9.35)	5.428*** (16.47)	4.142*** (8.76)	3.626*** (18.04)	5.760*** (11.32)	2.844*** (4.60)
F数值	142.57	107.64	64.83	76.51	73.82	54.16
<i>Prob</i> > <i>F</i> 值	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000
拟合优度	0.534	0.559	0.548	0.523	0.571	0.553
观测数(个)	5019	3444	2537	2482	1919	1525

注：括号内数值为经过企业—年度双维聚类分组调整 *T* 值。^[17] * $p < 0.1$, ** $p < 0.05$, *** $p < 0.01$ 。

乘项 *outcap* × *payout* 系数为 1.736, 且在 10% 水平上统计显著)。反之, 在预期红利返还力度较低的国企组中, 国企分红对企业资本性投资价值相关性的积极作用主要表现在那些具有较低投资机会的

国企中, 将自有现金流分配出去显然有利于减少该类国企的无效率投资决策。可见, 国企红利返还还具有较为明显的“两面性”特征。

表 6 投资机会、预期红利返还、国企分红决策与资本性支出价值相关性

变量	(1)	(2)	(3)	(4)
	因变量 = <i>Tobin's Q</i>			
	高预期红利返还组		低预期红利返还组	
	低投资机会组	高投资机会组	低投资机会组	高投资机会组
<i>Outcap</i> × <i>payout</i>	-0.752 (-0.69)	1.736* (1.72)	2.381** (2.04)	0.283 (0.36)
<i>outcap</i>	0.502 (1.35)	-0.278 (-0.79)	-0.082 (-0.16)	0.526* (1.78)
<i>payout</i>	0.071 (1.32)	-0.171** (-2.40)	-0.152* (-1.90)	0.010 (0.09)
<i>size</i>	-0.275*** (-4.99)	-0.225*** (-4.92)	-0.407*** (-8.54)	-0.352*** (-6.62)
<i>cash</i>	0.356* (1.71)	0.478*** (2.58)	0.269 (1.15)	0.490** (1.97)
<i>lev</i>	-0.263* (-1.81)	-0.249*** (-2.83)	-0.264 (-1.23)	-0.099 (-0.61)
<i>roa</i>	0.982** (2.20)	2.899*** (4.72)	1.044** (2.29)	2.825*** (5.67)
<i>salechg</i>	-0.010 (-0.20)	-0.013 (-0.41)	-0.008 (-0.09)	0.061 (0.96)
<i>liquid</i>	0.840*** (7.58)	0.773*** (5.20)	1.035*** (5.32)	0.572*** (3.53)
<i>beta</i>	-0.442*** (-5.27)	-0.248*** (-2.95)	-0.505*** (-3.93)	-0.303*** (-3.17)
行业和年度因素	控制	控制	控制	控制
截距项	3.824*** (8.70)	2.601*** (7.43)	5.633*** (6.44)	3.590*** (10.85)
F 数值	58.50	95.26	65.93	48.71
Prob>F 值	0.000	0.000	0.000	0.000
拟合优度	0.536	0.549	0.576	0.563
观测数 (个)	2 014	3 005	1 932	1 512

注：括号内数值为经过企业—年度双维聚类分组调整 *T* 值。^[17] * $p < 0.1$, ** $p < 0.05$, *** $p < 0.01$ 。

在表 6 分析的基础上，本文进一步检验 2007 年以来国有股红利收缴和国资收益预算制度颁布前后年度国企红利返还“两面性”的经济后果（见表 7）。其中，以预期红利返还力度较高国企组为例，在投资机会较少的企业中，2007 年之前，国企分红

与企业资本性投资支出价值相关性呈显著负相关关系，国企红利收缴后直接返还上市企业的政策使得国企分红不仅不能抑制国企管理者代理问题所引发的无效率投资，反而进一步恶化了国企资本性投资支出价值相关性。而在 2007 年中央和地方陆续实施

强制国有股红利收缴和国资收益预算制度后, 国企分红与企业资本性投资支出价值相关性呈显著正向关系, 且在 5%水平上通过了统计显著性检验。

形成对比的是, 在预期红利返还力度较低企业组中, 无论是在高投资机会企业组还是在低投资机

会企业组, 2007年前后国企分红与其资本性投资支出的价值相关性之间均没有显著的统计关系, 说明国企红利收缴和预算制度对高预期红利返还企业组(红利“体内循环”预期操控强度较高的企业组)的积极经济后果是最为明显的。

表 7 投资机会、预期红利返还、国企分红决策与资本性支出价值相关性: 基于国有资本预算制度背景

变量	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)
	因变量 = <i>Tobin's Q</i>							
	高预期红利返还组				低预期红利返还组			
	低投资机会组		高投资机会组		低投资机会组		高投资机会组	
年份	2008—2012	2003—2007	2008—2012	2003—2007	2008—2012	2003—2007	2008—2012	2003—2007
<i>Outcap</i> × <i>payout</i>	2.153** (2.40)	-2.067* (-1.90)	3.754** (2.30)	-0.361 (-0.66)	3.058 (1.32)	0.435 (0.68)	-0.756 (-0.69)	0.254 (0.34)
<i>outcap</i>	0.955* (1.72)	-0.423 (-1.39)	-0.718 (-1.23)	0.175 (0.77)	-0.426 (-0.67)	0.412 (0.58)	0.740* (1.89)	0.476** (2.43)
<i>payout</i>	0.109** (1.97)	-0.052 (-0.89)	-0.312*** (-2.60)	-0.023 (-0.86)	-0.157 (-1.01)	-0.126 (-1.30)	0.216 (1.37)	-0.118* (-1.71)
<i>size</i>	-0.358*** (-5.67)	-0.140*** (-6.75)	-0.278*** (-4.04)	-0.153*** (-3.41)	-0.459*** (-9.35)	-0.287*** (-3.84)	-0.446*** (-7.20)	-0.224*** (-3.36)
<i>cash</i>	0.456 (1.51)	0.091 (0.51)	0.659*** (2.81)	0.177* (1.66)	0.039 (0.13)	0.497** (2.04)	0.568* (1.70)	0.254 (1.03)
<i>lev</i>	-0.284 (-1.46)	-0.233 (-1.08)	-0.316** (-2.56)	-0.086 (-1.30)	-0.463** (-2.24)	0.056 (0.17)	0.210 (1.13)	-0.350 (-1.43)
<i>roa</i>	1.163 (1.46)	0.803*** (2.80)	2.877*** (3.33)	2.473** (2.43)	1.372* (1.88)	0.731** (2.06)	3.250*** (6.06)	2.371*** (2.72)
<i>salechg</i>	-0.010 (-0.17)	-0.003 (-0.07)	-0.020 (-0.27)	-0.040 (-0.88)	-0.197*** (-4.87)	0.110 (1.46)	0.025 (0.20)	0.111 (1.50)
<i>liquid</i>	0.823*** (6.19)	0.770*** (2.97)	0.807*** (5.03)	0.301 (1.15)	0.845*** (4.07)	1.195*** (3.09)	0.496** (2.21)	0.391 (1.60)
<i>beta</i>	-0.514*** (-6.18)	-0.380*** (-2.72)	-0.333*** (-3.43)	-0.206* (-1.72)	-0.708*** (-5.22)	-0.287** (-2.22)	-0.234 (-1.47)	-0.330** (-2.39)
行业和年度因素	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制
截距项	4.799*** (8.86)	2.109*** (10.54)	3.391*** (6.77)	3.103*** (8.75)	5.383*** (16.69)	2.614*** (4.50)	4.200*** (10.78)	2.888*** (4.36)
F 数值	31.20	30.72	58.93	54.39	47.98	19.85	32.15	29.51
<i>Prob</i> > F 值	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000
拟合优度	0.555	0.529	0.565	0.539	0.611	0.544	0.566	0.607
观测数 (个)	1 051	963	1 486	1 519	1 072	860	847	665

注: 括号内数值为经过企业一年度双维聚类分组调整 T 值。^[17] * $p < 0.1$, ** $p < 0.05$, *** $p < 0.01$ 。

最后,为了保证研究结果具有的稳定性,本文还执行了一些稳健性测试:(1)为了减少企业价值度量的不同方法对研究结论的影响,本文借鉴白重恩等人(Bai et al)、王鹏和周黎安的做法,采用另外两种方法衡量托宾Q值。^{[18][19]}方法一:(流通股市值+非流通股市值×20%+债务面值)/期末资产面值;方法二:(流通股市值+非流通股市值×30%+债务面值)/期末资产面值。(2)为了控制衡量企业资本性投资支出的不同方法对研究结论的影响,本文分别采用如下两种方法衡量企业资本性投资支出。方法一:(购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金+取得子公司及其他营业单位支付的现金—处置固定资产、无形资产和其他长期资产收回的现金—处置子公司及其他营业单位收到的现金)/总资产;方法二:(购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金)/总资产。调整关键变量的计量方法并无实质性改变本文基本发现和研究结论。

五、研究总结与启发

2007年9月以来,在央企层面,我国财政部和国资委颁布了系列建立健全国企红利收缴和国有资本收益预算制度,不仅意味着一直以来“为国企承担成本,但从未获取收益”的历史终结,同时也为地方国资部门探索本地国资收益管理提供了制度规范。本文通过调查搜集国企红利收缴后的流向以及使用情况等的相关证据,估算了国企红利的实际分

配水平,并进一步探讨国资红利返还对其资本性投资决策价值相关性的影响及其传导机理的制度基础。

本研究将企业资本性投资决策行为与企业价值联系起来,考察了国企分红对企业资本性投资支出决策价值相关性的影响,并以2007年年底以来颁布的相关规范国有收益收缴和资本预算制度为时间分界线,较为全面地分析了政策颁布前后,国企分红对企业资本性投资支出价值相关性作用影响机理,考察了在预期红利“体内循环”强度不同的国企中,分红与投资价值相关性的关系以及受国有收益收缴和资本预算制度影响的机理,揭示了国企分红和国资红利返还经济后果的“两面性”。

本研究具有一定的实践和理论借鉴意义。从实践角度,首先应肯定国企的强制红利收缴制度,同时也应在未来逐步规范国资红利收缴后再分配问题,重“收缴”,更要重“再分配”,厘清该过程中政府和市场的关系,不断健全和完善我国地方国资收益预算管理制度。从理论角度看,在监管层高度重视上市企业分红的背景下,我国资本市场中分红异象及其制度诱因并没有得到很好的研究,分红异象的治理机制亦缺乏深入探讨。并且,目前涉及上市国企分红监管政策“政出多头”,关于分红监管政策组合有效性的理论和经验分析有助于更好地理解上市企业利润分配决策及其价值相关性,形成落实出资人权益保护的具体措施和机制,对发展混合所有制和加强国企市值管理均有启发意义。同时本文也是对政府管制理论的微观经济后果研究的丰富与扩展,具有一定的理论借鉴意义。

参考文献

- [1] 魏明海,柳建华. 国企分红、治理因素与过度投资 [J]. 管理世界, 2007, (4).
- [2] 张君华,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 [J]. 中央财经大学学报, 2011, (8).
- [3] 罗宏,黄文华. 国企分红、在职消费与公司业绩 [J]. 管理世界, 2008, (9).
- [4] M C Jensen. Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers [J]. American Economic Review, 1986, 76 (2).
- [5] R LaPorta, F Lopez-de-Silanes, A Shleifer, R Vishny. Agency Problems and Dividend Policies around the World [J]. Journal of Finance, 2000, (55).
- [6] 黄娟娟,沈艺峰. 上市企业的股利政策究竟迎合了谁的需要: 来自中国上市企业的经验证据 [J]. 会计研究, 2007, (8).
- [7] 陈信元,陈冬华,时旭. 企业治理与现金股利: 基于佛山照明的案例研究 [J]. 管理世界, 2003, (8).

- [8] 肖珉. 自由现金流量、利益输送和现金股利 [J]. 经济科学, 2005, (2).
- [9] 雷光勇, 刘慧龙. 市场化进程、最终控制人性性质和现金股利行为——来自中国 A 股公司的经验证据 [J]. 管理世界, 2007, (7).
- [10] 吕长江, 周县华. 公司治理结构和股利分配动机——基于代理成本和利益侵占的分析 [J]. 南开管理评论, 2005, (3).
- [11] 谢军. 股利政策、第一大股东和企业成长性: 自由现金流理论还是掏空理论 [J]. 会计研究, 2006, (4).
- [12] 李增泉, 孙铮, 任强. 所有权安排和现金股利政策——来自我国上市公司的经验证据 [J]. 中国会计与财务研究, 2004, (4).
- [13] 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).
- [14] 谢德仁. 企业分红能力之理论研究 [J]. 会计研究, 2013, (2).
- [15] 钱雪松, 孔东民. 内部人控制、国企分红机制安排与政府收入 [J]. 经济评论, 2012, (6).
- [16] S. Richardson. The Overinvestment of Free Cash Flow [J]. The Review of Accounting Studies, 2006, (11).
- [17] M. A. Petersen. Estimating Standard Errors in Finance Panel Data Sets: Comparing Approaches [J]. Review of Financial Studies, 2009, (22).
- [18] C. E. Bai, Q. Liu, J. Loe, F. M. Song, J. X. Zhang. Corporate Governance and Corporate Valuation in China [J]. Journal of Comparative Economics, 2004, (32).
- [19] 王鹏, 周黎安. 控股股东的控制权、所有权与公司绩效: 基于中国上市公司的证据 [J]. 金融研究, 2006, (2).

(责任编辑: 杨万东)

PROFIT REDISTRIBUTION OF SOES AND VALUE RELEVANCE OF CORPORATE INVESTMENT DECISIONS

——Preliminary Evidences from Cash Dividends Reimbursement

SUN Gang

(School of Accountancy, Zhejiang University of Finance and Economics)

Abstract: Under the background of state capital revenue collection and capital budget policy since year 2007, this paper examines the mechanism of payout policy of SOEs on its value relevance of capital expenditure decisions. Collecting evidences on “in-the-body-recycling” of dividend reimbursement policies, this paper uses state ownership as proxy for expected extent of dividend “in-the-body-recycling” and investigates two side effects of cash dividends reimbursement for SOEs, which has a certain theoretical and practical implications for developing mixed ownership and value management of listed SOEs.

Key words: SOEs profit redistribution; investment decision; value relevance; dividends reimbursement