

分红力度、资本混合度与国企资产保值增值*

吴秋生 李喆赟 杨瑞平

(山西财经大学会计学院,山西 太原 030006)



内容提要:国有企业混合所有制改革的首要目标是实现国有资产保值增值,同时国资监管部门要求差异化分红,因此,混合所有制改革后的国有企业如何决策分红力度才有利于国有资产保值增值成为亟需研究的问题。本文以2013—2021年我国A股国有上市公司为样本,研究分红力度对国有企业资产保值增值的影响,以及资本混合度的调节效应。研究发现:分红力度与国有企业资产保值增值呈显著倒U型关系,即合理的分红比例有利于促进国有企业资产保值增值;资本混合度对分红力度与国有企业资产保值增值的倒U型关系有正向的调节作用,即强化了分红力度对国有企业资产保值增值影响的敏感性。机制检验表明,两类代理成本具有中介效应。基于企业异质性的研究表明,分红力度对国有企业资产保值增值的影响的极值点因国有企业发展阶段、规模、行政级别、所属行业的技术特质和竞争程度的不同而存在差异。研究结论表明:监管分红力度合理性是国资监管部门“管资本”的重要手段,但要针对混合所有制改革国有企业具体情况进行监管;国有企业可以通过提高资本混合度促进分红的增值效应发挥。

关键词:分红力度 国有企业资产 保值增值 资本混合度

中图分类号:F271 **文献标志码:**A **文章编号:**1002—5766(2023)02—0170—18

一、引言

国有企业(以下简称“国企”)是中国特色社会主义的重要物质基础和政治基础,是推进国家现代化、保障人民公共利益的重要力量。为了做大做强做强国企,实现国有资产保值增值,2013年中共十八届三中全会《中共中央关于全面深化改革若干重大问题的决定》开启了国有企业混合所有制改革(以下简称“国企混改”)。党的十九大报告提出,国企改革要“促进国有资产保值增值,推动国有资本做强做优做大,有效防止国有资产流失”。为此,中央提出了“转变国资监管职能,以管资本为主”、“建立国有资本投资运营平台”等深化国企国资改革举措,通过设立国有资本投资运营公司,把履行出资职能的国资委与上市公司隔离开,国资监管机构专注于考察投资运营公司在国有资本保值增值上的运作能力。因此,“管资本”的本质要求是保证国有资产保值增值、国有资本和国有企业做强做优做大(桑朝阳,2021)^[1]。党的二十大报告进一步提出,“深化国资国企改革,加快国有经济布局优化和结构调整,推动国有资本和国有企业做强做优做大,提升企业核心竞争力”。

收稿日期:2022-09-22

* **基金项目:**国家自然科学基金面上项目“国家审计、协同监督与国企资产保值增值”(71872105);国家自然科学基金青年项目“管理体制改革、数智化赋能与国家审计促进国企高质量发展”(72102132);国家自然科学基金青年项目“数字赋能、供应链金融与企业竞争力”(72202126)。

作者简介:吴秋生,男,教授,博士生导师,管理学博士,研究领域是审计理论与公司治理,电子邮箱:qsw1962@126.com;李喆赟,男,博士研究生,研究领域是公司治理与审计;杨瑞平,女,教授,研究领域是公司治理,电子邮箱:sxcdyxp@126.com。通讯作者:吴秋生。

因此,寻找“管资本”有效手段,以促进国有资产保值增值,实现国资国企做强做优做大,是今后深化国资国企改革的重要着力点。

已有研究表明,增加非国有股东持股比例(祁怀锦等,2018)^[2],提高非国有股东参与治理积极性(吴秋生和独正元,2022)^[3],有利于促进国企资产保值增值。那么,如何在有效引入非国有资本后继续采取有效措施提高非国有资本参与国企治理的积极性,促进国有资产保值增值,提高国资监管“管资本”的有效性,成为当前深化国企混改亟需解决的重要问题。分红不仅是吸引投资者加入的重要举措,而且是调动其参与治理积极性的最古老和最常用的办法。为了用好这一“管资本”的有效工具,国务院国资委和中国证监会一直致力于推动上市公司合理分红,2013年颁布《上市公司监管指引第3号—上市公司现金分红》,开始推行差异化分红政策。该政策明确了现金股利在利润分配方式中的优先顺序,并将上市公司的发展阶段与分红水平挂钩,根据公司处于发展阶段还是成熟阶段、有无重大资金支出安排,对公司分红水平提出不同要求,进行差异化分红。在此政策背景下,上市公司一改过去不愿意分红的现象,开始积极分红,成熟型公司比成长型公司更倾向于支付现金股利(罗琦和李辉,2015)^[4]。由此,也出现了少数企业过度分红影响企业发展和国有资产保值增值的问题,泸州老窖自1994年上市以来,始终坚持现金股利分红的股利分配政策。尤其从2011年开始一直维持着慷慨大方的派现方式,这种高派现的股利政策反而使该企业成长速度有所减缓。可见,混改国企分红也不是越多越好。那么,怎样的分红力度才有利于国企资产保值增值呢?混改国企的资本混合度对分红促进国有资产保值增值功能的发挥是否有影响?每年如何根据企业所处的具体情况制定合理的分红政策?至今为止,这个问题尚未有文献专门研究。

为了解决上述问题,本文以2013—2021年我国A股国有上市公司为样本,研究分红力度对国企资产保值增值的影响,并进一步检验资本混合度的调节效应。研究发现,分红力度与国企资产保值增值呈显著倒U型关系,即合理的分红比例才有利于促进国企资产保值增值目标的实现。也就是说,分红不足或过度分红均不利于促进国企资产保值增值目标的实现,分红比例为0.4528时,最有利于促进国企资产保值增值。资本混合度对分红力度与国企资产保值增值的倒U型关系有正向的调节作用,即强化了国企资产保值增值对分红力度的敏感性。机制检验表明,两类代理成本是分红力度对国企资产保值增值形成倒U型影响的重要中介路径。异质性检验表明,分红力度对国企资产保值增值的影响的极值点因国企发展阶段、规模、行政级别、所属行业的技术特质和竞争程度的不同而存在差异。

本文的研究贡献在于:第一,与已有文献研究发现分红是重要的治理和管理手段不同,本文以国企混改目标要求的国企资产保值增值为函数,以探求分红力度是否存在最有利于国有资产保值增值的合理度,能否作为“管资本”的重要抓手为目的,研究分红力度与国企资产保值增值的关系,发现它们之间呈显著倒U型关系,分红力度过低则会强化第一类代理,不利于国企资产保值增值;分红力度过高则会强化第二类代理,也不利于国企资产保值增值。这丰富了国企分红的经济后果与国企资产保值增值的影响因素方面的研究文献,揭示了国企分红与资产保值增值之间的内在关系及其形成机理,对国资监管部门有效督促混改国企合理制定分红政策,实现国有资产保值增值目标,具有指导意义。第二,深入研究并发现了资本混合度对分红力度与国企资产保值增值之间倒U型关系具有显著的正向调节作用,为国资监管部门通过适当提高混改国企资本混合度,促进合理分红的增值效应充分发挥,提供了经验证据。第三,进一步研究并发现了分红力度对国企资产保值增值的影响的极值点因国企发展阶段、规模、行政级别、所属行业的技术特质和竞争程度的不同而存在差异,为国资监管部门根据国企具体情况更准确监管国企分红合理性,提供了重要依据。

二、文献回顾与研究假设

1. 文献回顾

(1) 国企资产保值增值影响因素的研究综述。本文所指国有资产保值增值是混改国企在考核期内资产保值增值中属于国有资本的部分,是“管资本”所要实现的主要目标。国企资产保值增值是国企经过一定考核期经营后获得的资本增加值,即所有者权益的期末金额与期初金额的差额。20世纪90年代末期学者们就提出了确保国有资产保值增值的授权经营国企改革设想(魏杰,1997)^[5],以及剥离政策性负担以硬化预算约束(林毅夫和李志赞,2004)^[6]等确保国有资产保值增值的举措。党的十八届三中全会开启国企混合所有制改革,要求国企监管从21世纪之初确立的“管人管事管资产”为主向以“管资本”为主转变,让国企成为真正独立的市场主体,以追求资产保值增值为主要目标,实现国资国企不断壮大。

国企资产保值增值影响因素的相关文献可分为两类:第一,宏观因素包括:健全企业考核激励机制(Groves等,1994)^[7]、建立现代企业制度(Sun和Tong,2003)^[8]、健全国有资产运营管理机制(中国社会科学院工业经济研究所课题组,2014)^[9]、完善企业绩效考核评价指标体系以及充分发挥国家审计督促(吴秋生和郭檬楠,2018)^[10]等,这都有助于促进国有资产保值增值。第二,微观因素包括:增加非国有股东持股比例(祁怀锦等,2018)^[2]、提高非国有股东参与治理积极性(吴秋生和独正元,2022)^[3]等有利于促进国企资产保值增值。

(2) 国企分红后果研究综述。国企分红后果的相关文献可分为两类:第一,国企分红对国民经济的影响,分红有利于改善我国需求结构,促进内需增长(王雨飞和丁浩,2012)^[11]。第二,国企分红对于公司治理与管理的影响,分红抑制了管理层在职消费行为(罗宏和黄文华,2008)^[12],但增加了该行为不确定性(刘银国等,2016)^[13],抑制了国企过度投资行为,降低了代理成本(焦健等,2014)^[14],有利于国企绩效的提升(张建华和王君彩,2011)^[15],但分红增加融资约束(Rozeff,1982)^[16],阻碍公司的成长和价值增加(吴战篴,2007)^[17];杨汉明,2008^[18];杨汉明,2008^[19])。此外,国企分红比例与非效率投资和投资风险之间呈U型关系(张国胜和聂其辉,2022)^[20]。

(3) 资本混合度后果的研究综述。资本混合度后果的相关文献可分为三类:第一,资本混合度对公司治理的影响,提高资本混合度有助于发挥非国有股东的治理作用(白重恩等,2006)^[21],改善国企内部控制质量(刘运国等,2016)^[22],降低代理成本进而提升高管的薪酬业绩敏感性(蔡贵龙等,2018)^[23],缓解国企“一股独大”背景下的内部人控制问题(黄速建,2014)^[24],弥补市场化的不足(郝阳和龚六堂,2017)^[25],提高公司治理水平(Boateng和Huang,2017)^[26],缓解国企过度负债(吴秋生和独正元,2019)^[27],提高企业的投资效率(向东和余玉苗,2020)^[28]。第二,资本混合度对企业创新的影响,非国有资本能有效地促进国企技术创新(程承坪和陈志,2021)^[29]。第三,资本混合度对资产保值增值的影响,降低国有股占比有利于促进国有资产保值增值(祁怀锦等,2018)^[2],但过度提高非国有股占比不利于企业绩效提升(刘汉民等,2018)^[30]。

综上所述,学者们在国企分红效果方面取得了很多研究成果,但大多集中在分红对代理成本、过度投资、企业价值、企业绩效等方面。尽管有个别学者(胡梅玲,2015)^[31]研究表明分红对于国企资产保值增值有重要意义,且分红比例越高越能够促进国企资产保值增值目标的实现,但是缺乏大样本的支持。这为本文研究提供了机会。

2. 分红力度与国企资产保值增值

有关股利与企业价值的理论主要有股利政策无关论和股利政策相关论。Miller和Modigliani(1961)^[32]提出“股利无关假说”,认为在“完善的资本市场”“理性的投资行为”和“确定性”的假

设前提下,股利政策不会影响公司的价值。后来在放松“完善的资本市场”假设条件下,考虑税收和借贷条约限制等因素后发现了股利相关论,认为公司股利发放与企业价值相关。那么,作为重要股利政策的分红力度对国企资产保值增值会有什么样的影响呢?

利益相关者理论认为,收益分配事关各方权益,从而影响着企业价值。一方面,现代企业普遍实行两权分离,经营者为了追求自身价值最大化,当其拥有足够控制权时,会选择降低现金股利支付率甚至不惜牺牲企业未来的发展机会,将剩余的现金投资于可以满足其私欲的项目中(La Porta等,2000^[33];Faccio等,2001^[34])。根据自由现金流假说,如果来自现有资产的现金流量过多,管理者很可能会滥用现金流来进行不合理的投资,甚至投资净现值为负的项目(Jensen,1986)^[35],导致企业投资资金利用率低下,过度投资、在职消费等损害股东利益行为的潜在可能性也会提高(王佳杰等,2014)^[36],进而产生了第一类代理成本。因此,现金流的大量存在被认为是产生过度投资的导火索(Jensen,1986)^[35],会导致企业价值的损失。对于国企,经理层为了使自身价值最大化通常会倾向于不合理地加快投资速度、扩大投资规模,因为这样既可以较好地满足政府及相关部门的要求,同时也为经营者带来了更多隐性激励的好处(焦健等,2014)^[14]。在国有企业所有者缺位的情况下,这种倾向及其带来的负面影响在自由现金流较多的企业中更为严重。为了遏制这种问题,股东必须加强对经理人的监督,从获得的投资报酬中拿出一部分来分红,作为约束经理人代理成本的替代,此时股利支付就成为了公司最有效的监督约束系统的一部分(Rozeff,1982)^[16]。合理的股利支付可以降低企业自由现金流,同时增加了公司筹资的需求,而对外筹资又需要经过政府、银行等的审核监督,这无形中也增加了公司外部的监督力量,从而通过加强企业的内外部监督来缓解代理问题(Easterbrook,1984)^[37]。因此,现金股利的分配是降低公司代理成本的一个必要性替代选择。此外,适当发放现金股利还可以通过降低经理人对现金流的控制权(王佳杰等,2014)^[36],抑制其盲目投资的欲望,从而提高投资决策效率,减少国有资产的流失(胡梅玲,2015)^[31],进而促进国企资产保值增值。

另一方面,过量发放现金股利反倒会影响公司经营管理及资金运作,甚至影响公司资金链,形成融资约束(Rozeff,1982)^[16],使公司失去重要的扩张投资机会,阻碍公司的成长和价值增加(吴战箴,2007^[17];杨汉明,2008^[18];杨汉明,2008^[19])。当两权分离度增大时,控股股东有更大的动机掠夺小股东利益以获取控制权,控制股东和小股东之间的代理问题就会更加严重,为了获取投资者的信任,控制股东通常会通过大比例的分红来掩盖其掠夺风险的存在(Lee和Xiao,2002)^[38]。当管理层持有一定股份时,为了获得较高的行权收益,也可能会利用高现金分红来攫取私利(丁永健等,2013^[39];汪立鑫和刘钟元,2014^[40];郭彦男和李昊楠,2020^[41]),而且随着股权激励的增加,管理层的控制权逐渐变大,管理层更加有动机和能力去侵害中小股东利益,从而使高分红成为“利益输送”的一种手段(王欢和汤谷良,2012)^[42]。此外,过度的现金分红会抬高股价,这时大股东很可能以牺牲企业未来发展资金为代价而进行“清仓式分红”。在资本市场还不够发达以及正处于发展中的国家,大股东利用股利政策掠夺中小股东利益的现象尤为严重(Faccio等,2001)^[34]。我国国有企业往往存在“一股独大”的问题,企业缺乏能够有效制衡控股股东的股权结构,上市公司的第一大股东拥有对公司财务决策的控制权(郑志刚和刘兰欣,2022)^[43]。因此,第一大股东有动机也有能力通过采用过度发放现金股利的方式转移利益,变相地实现其“套现”行为。这种攫取私利的行为随着第一大股东持股比例的增加,发生的可能性越大,而企业监管层大力推行的现金股利半强制发放政策恰好使高现金分红成为一种“合法”的利益输送手段。总之,过度分红会强化第二类代理问题,导致企业自由现金流减少,融资约束增强。

综上,过低比例的现金分红,会增强第一类代理问题,有可能造成管理层过度投资,影响企业价值;过高比例的现金分红,则会强化第二类代理问题,助长大股东套现,进而强化融资约束,对国企

资产保值增值产生不利影响。因此,本文提出如下假设:

H_1 :分红力度与国企资产保值增值呈显著倒 U 型关系。

3. 资本混合度对分红力度与国企资产保值增值关系的调节作用

非国有股东具有比国有股东更强的经济理性,能够利用自身优势积极参与公司治理,进而对企业财务行为和企业绩效等产生不同的影响(Boateng 和 Huang,2017)^[26],有效克服国企代理成本较高等弊端(吴秋生和独正元,2019)^[27],提高混改国企分红水平对资产保值增值影响的敏感性。

第一,非国有资本相较于国有资本而言,具有明确的资金来源和收益归属,在经营成果上也有很强的分配诉求,非国有股东“逐利”的天性使其更加关注企业绩效与投资回报。因此,提高资本混合度,让非国有股东通过股权获取一定的表决权,参与企业日常管理与经营决策,有效监督与修正企业的决策行为和管理活动,提高企业的分红意愿和水平,降低大股东利益侵占的机会,对企业内部人进行约束,从而提升资金的利用效率,减少管理层在职消费和低效投资,缓解国有企业的代理问题(郑志刚等,2012^[44];郝阳和龚六堂,2017^[25])。也就是说,提高资本混合度,增强非国有股东参与国企经营管理的权力,可以强化国企分红的意愿与水平,形成现金流权治理与非国有股东治理效应的叠加,从而提高分红力度与国企资产保值增值影响的敏感性。

第二,混改国企是更具独立性的市场主体,能够有效缓解预算软约束问题。国资委过去的“管人管事管资产”的监管方式主要聚焦于“业务经营”,具有行政化管理倾向(郑志刚,2015)^[45],容易导致国企预算软约束。而混合所有制改革后,以“管资本”为主的监管方式则侧重于“资本运营”,追求资本增值,而不管企业具体经营业务,国有资本通过与非国有资本的混合,变成更具经营自主权的独立法人,国资监管部门能够更有效地监管和考核混改国企,非国有股东也会有参与混改国企治理甚至管理的积极性,从而有效缓解国企预算软约束问题(马新啸等,2021)^[46],提高混改国企的经济理性。因此,混改国企分配过多红利形成的融资约束,政府将不再给予补贴等救助,资本混合度越高,政府放手让混改国企在市场中自主经营、独立核算的要求就会越高,过度分红形成融资约束的影响就会越大,进而对混改国企资产保值增值的负面影响就会越显著。

由此可见,引入非国有股东并提高资本混合度,有利于缓解国有企业代理问题和预算软约束问题,提高现金流和融资约束对分红力度与国企资产保值增值倒 U 型关系的敏感性。因此,本文提出如下假设:

H_2 :资本混合度对分红力度与国企资产保值增值的倒 U 型关系存在正向调节作用,即强化了分红力度对国企资产保值增值的敏感性。

三、研究设计

1. 样本选择与数据来源

本文以 2013—2021 年我国 A 股国有上市公司为样本,选择 2013 年作为研究起点的主要依据为:2013 年召开十八届三中全会,明确提出积极发展混合所有制经济,国有企业改革进入全新阶段,随之关于推进国有企业混合所有制改革的各项具体政策相继出台,如何有效引入非国有资本参与国企治理,实现国有资产保值增值,成为国企混改要解决的重要问题,而分红是吸引投资者的常用办法,对国企混改能否成功有重要的影响。此外,2013 年“差异化分红政策”也是一个关键政策节点。本文对初始数据做了如下处理:(1)剔除 ST、*ST 类上市公司;(2)剔除金融类上市公司;(3)剔除缺失数据的样本和异常值;(4)对连续变量在 1% 和 99% 分位上进行缩尾处理(Winsorize),共得到 6957 个样本观测值。本文资本混合度数据中的前十大股东的类型和持股比例由上市公司年报手工收集整理,其他需要的相关数据,包括经济增加值、现金股利支付率、资产负债

率、企业规模、董事会规模等数据均来自国泰安数据库 (CSMAR), 并且运用 STATA15.1 对数据进行实证处理和分析。

2. 变量定义

(1) 国企资产保值增值的代理。EVA (economic value added, 即经济增加值) 是指从税后净营业利润中扣除包括股权和债务的全部资本成本后的所得, 它的三大要素——资本成本、净营业利润和投入资本已经涵盖了对风险、创新、价值和业绩等因素的考虑, 与传统会计指标相比, 不仅更加真实地反映了企业的资本使用效率和价值创造能力, 而且反映了企业的资本效益, 不论是相对信息含量还是增量信息含量都明显好于传统会计指标 (Stern 等, 1995)^[47]。因此, 构建基于 EVA 的国企资产保值增值测度指标, 能够促使企业由利润管理转向价值管理, 有效实现企业效益最大化的目标, 符合企业长期发展的战略要求, 将全面推动企业资本的保值增值。基于上述分析, 借鉴吴秋生和独正元 (2022)^[3] 的做法, 本文参照国资委颁布的《中央企业负责人经营业绩考核暂行办法》, 用经济增加值与平均总资产的比值代理国企资产保值增值 (Aeva)。当该指标等于零时, 表示国企实现了资产保值; 当该指标大于零时, 表示国企资产实现了增值, 所以该指标越大, 表示国企资产保值增值情况越好。此外, 在稳健性检验部分, 以剔除本期资本金变化影响的保值增值率 (Aeva_L) 为代理变量重新检验。其中, 剔除本期资本金变化影响的保值增值率 = (期末所有者权益 - 本期资本金变化) / 期初所有者权益。

(2) 分红力度的代理。借鉴焦健等 (2014)^[14] 的做法, 以现金股利支付率代理分红力度 (Dpr), 以现金股利支付率平方代理分红力度平方项 (Dprsq), 同时生成分红力度的哑变量 (Dpr_Dummy)。本文以每股股利 (Divid) 作为分红力度的替换指标、每股股利平方 (Dividsq) 代理分红力度平方项的替换指标, 用于稳健性检验。

(3) 资本混合度的代理。借鉴蔡贵龙等 (2018)^[23]、吴秋生和独正元 (2019)^[27] 的做法, 本文从股权结构和高层治理结构两个方面代理资本混合度。从股权结构方面, 本文通过年报收集到的前十大股东的类型 (区分成国有股或非国有股) 以及其持股比例, 然后将前十大股东中全部非国有股东持股比例之和 / (前十大股东中全部非国有股东持股比例之和 + 前十大股东中全部国有股东持股比例之和) 代理国企资本混合度 (Mix)。从高层治理结构方面, 以非国有股东委派董事人数占董事会人数的比例 (Nonsoe_D) 作为国企资本混合度替换指标用于稳健性检验。委派人员的判断标准是: 如果企业高管为自然人股东, 则认为该自然人股东向本企业委派人员; 如果企业高管在法人股东单位履职, 则认为该法人股东向本企业委派人员。

(4) 中介变量的代理。借鉴陈运森 (2012)^[48] 的做法, 以管理费用率代理第一类代理成本 (Manager); 以其他应收款占总资产比值代理第二类代理成本 (Qtys)。

(5) 控制变量。本文选取了企业规模 (Size)、资产负债率 (Lev)、企业成长性 (Growth)、董事会规模 (Board)、独立董事比例 (Indep)、两职合一 (Dual)、股权集中度 (Top1)、上市年龄 (Age)、管理层持股比例 (Mshare) 等因素以及年度和行业虚拟变量作为控制变量。

具体变量定义如表 1 所示。

表 1 变量定义

变量类型	变量名称	变量符号	变量定义
被解释变量	国企资产保值增值	Aeva	经济增加值 / 平均总资产
解释变量	分红力度	Dpr	普通股每股股利 / 普通股每股净收益
	分红力度平方项	Dprsq	分红力度的平方
	分红力度哑变量	Dpr_Dummy	若分红为 1, 否则为 0

续表 1

变量类型	变量名称	变量符号	变量定义
调节变量	资本混合度	<i>Mix</i>	前十大股东中全部非国有股东持股比例之和/(前十大股东中全部非国有股东持股比例之和 + 前十大股东中全部国有股东持股比例之和)
中介变量	第一类代理成本	<i>Manager</i>	管理费用率
	第二类代理成本	<i>Qtys</i>	其他应收款占总资产比值
控制变量	企业规模	<i>Size</i>	ln(企业总资产)
	资产负债率	<i>Lev</i>	年末总负债/年末总资产
	企业成长性	<i>Growth</i>	本年营业收入/上一年营业收入 - 1
	董事会规模	<i>Board</i>	董事会人数取自然对数
	独立董事比例	<i>Indep</i>	独立董事/董事人数
	两职合一	<i>Dual</i>	董事长与总经理是同一个人 为 1, 否则为 0
	股权集中度	<i>Top1</i>	第一大股东持股数量/总股数
	上市年龄	<i>Age</i>	ln(当年年份 - 上市年份 + 1)
	管理层持股比例	<i>Mshare</i>	管理层持股数量/总股数
	年度	<i>Year</i>	以 2013 年为基准设置年度虚拟变量
	行业	<i>Ind</i>	根据证监会 2012 年行业分类指引设置行业虚拟变量

3. 研究方法与模型设计

首先,在研究分红力度对国企资产保值增值的影响之前,考虑是否分红对国企资产保值增值的影响,本文构建如下模型进行检验:

$$Aeva_{i,t} = \alpha_0 + \alpha_1 Dpr_Dummy_{i,t} + \sum Controls_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \quad (1)$$

其中,被解释变量为国企资产保值增值(*Aeva*),解释变量为分红力度哑变量(*Dpr_Dummy*); *Control*为前述控制变量, ε 为模型随机误差项,下标 *i* 表示公司,*t* 表示年度。其余控制变量含义如表 1 所示。依据前文的理论分析,分红力度哑变量(*Dpr_Dummy*)的系数显著为正,且能够通过显著性检验。

其次,为了研究分红力度对国企资产保值增值的影响,即验证假设 H_1 ,本文构建如下模型进行检验:

$$Aeva_{i,t} = \alpha_0 + \alpha_1 Dpr_{i,t} + \alpha_2 Dprsq_{i,t} + \sum Controls_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \quad (2)$$

其中,被解释变量为国企资产保值增值(*Aeva*),解释变量为分红力度(*Dpr*)和分红力度平方项(*Dprsq*),其余控制变量含义如表 1 所示。依据前文的理论分析,分红力度(*Dpr*)的系数显著为正,分红力度平方项(*Dprsq*)的系数显著为负,且能够通过显著性检验。

最后,为了研究资本混合度对分红力度与国企资产保值增值关系的调节作用,即验证假设 H_2 ,本文构建如下模型进行检验:

$$Aeva_{i,t} = \alpha_0 + \alpha_1 Dpr_{i,t} + \alpha_2 Dprsq_{i,t} + \alpha_3 Dpr_{i,t} \times Mix_{i,t} + \alpha_4 Dprsq_{i,t} \times Mix_{i,t} + \alpha_5 Mix_{i,t} + \sum Controls_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \quad (3)$$

其中,被解释变量为国企资产保值增值(*Aeva*),解释变量为分红力度(*Dpr*)和分红力度平方项(*Dprsq*),调节变量为分红力度与资本混合度的交乘项(*Dpr* × *Mix*)和分红力度平方与资本混合度的交乘项(*Dprsq* × *Mix*),其余控制变量含义如表 1 所示。依据前文的理论分析,分红力度的系数为正,分红力度与资本混合度的交乘项(*Dpr* × *Mix*)的系数为正,分红力度平方项的系数为负,分红力度平方与资本混合度的交乘项(*Dprsq* × *Mix*)的系数为负,且能够通过显著性检验。

四、实证结果与分析

1. 描述性统计

表 2 为主要变量的描述性统计结果。关于国企资产保值增值 (*Aeva*) 的最小值为 -0.05, 最大值为 0.15, 中位数为 0.00, 表明大部分国企都实现资产保值, 但样本间的资产保值增值水平存在一定的差异, 国企整体的资产保值增值水平较低, 与实现国企资产保值增值目标的要求还有一定距离。分红力度 (*Dpr*) 的最小值为 0.00, 最大值为 1.69, 平均值为 0.27, 25 分位数为 0.10, 中位数为 0.25, 75 分位数为 0.35, 表明国企的现金股利支付率差异较大。资本混合度 (*Mix*) 的最小值为 0.01, 最大值为 0.98, 均值为 0.22, 表明国企资本混合度整体不高, 但存在较大差异。其他各控制变量的描述性统计与以往文献基本相同, 表明本文的样本能够较好地验证分红力度对国企资产保值增值的影响。

表 2 主要变量描述性统计结果

变量	样本数	平均值	标准差	25 分位数	中位数	75 分位数	最小值	最大值
<i>Aeva</i>	6957	0.01	0.04	-0.01	0.00	0.02	-0.05	0.15
<i>Dpr</i>	6957	0.27	0.27	0.10	0.25	0.35	0.00	1.69
<i>Dprsq</i>	6957	0.15	0.36	0.01	0.06	0.12	0.00	2.86
<i>Mix</i>	6957	0.22	0.20	0.07	0.15	0.30	0.01	0.98
<i>Manager</i>	6957	0.07	0.05	0.03	0.06	0.09	0.01	0.30
<i>Qtys</i>	6957	0.02	0.02	0.00	0.01	0.02	0.00	0.14
<i>Size</i>	6957	22.99	1.39	22.00	22.86	23.83	20.29	27.00
<i>Lev</i>	6957	0.49	0.19	0.34	0.49	0.64	0.08	0.88
<i>Growth</i>	6957	0.15	0.37	-0.01	0.09	0.22	-0.47	2.47
<i>Board</i>	6957	2.19	0.19	2.08	2.20	2.20	1.61	2.71
<i>Indep</i>	6957	0.37	0.06	0.33	0.33	0.40	0.33	0.60
<i>Dual</i>	6957	0.09	0.29	0.00	0.00	0.00	0.00	1.00
<i>Top1</i>	6957	0.39	0.15	0.27	0.38	0.51	0.12	0.76
<i>Age</i>	6957	2.68	0.58	2.48	2.89	3.09	0.69	3.37
<i>Mshare</i>	6957	0.01	0.03	0.00	0.00	0.00	0.00	0.18

2. 实证结果分析

(1) 分红力度哑变量与国企资产保值增值。由表 3 的第(1)列可知, 分红力度哑变量的系数为 0.0140, 在 1% ($t = 13.24$) 的水平上显著为正, 可看出分红力度哑变量与国企资产保值增值呈显著正相关关系, 初步验证假设 H_1 成立。

(2) 分红力度与国企资产保值增值。根据表 3 的第(2)列回归结果, 分红力度的系数为 0.0278, 在 1% ($t = 8.14$) 的水平上显著为正, 分红力度平方项的系数为 -0.0307, 在 1% ($t = -12.33$) 的水平上显著为负, 可看出分红力度与国企资产保值增值呈显著倒 U 型关系, 验证了假设 H_1 。并且进一步计算出在该倒 U 型曲线的顶点处, 现金股利支付率的值为 0.4528, 即: 当分红力度小于 0.4528 时, 分红力度越高, 越有利于促进国企资产保值增值; 当分红力度为 0.4528 时, 国企资产的保值增值水平达到最高; 当分红力度大于 0.4528 时, 分红力度继续增大会抑制国企资产保值增值水平的提高。表明分红力度对国企资产保值增值的影响呈现倒 U 型曲线关系, 进一步验证了假设 H_1 。

表 3 基准回归结果

变量	(1)	(2)	(3)
	<i>Aeva</i>	<i>Aeva</i>	<i>Aeva</i>
<i>Dpr_dummy</i>	0.0140 *** (13.24)		
<i>Dpr</i>		0.0278 *** (8.14)	0.0113 ** (2.46)
<i>Dprsq</i>		-0.0307 *** (-12.33)	-0.0145 *** (-4.03)

续表 3

变量	(1)	(2)	(3)
	<i>Aeva</i>	<i>Aeva</i>	<i>Aeva</i>
<i>Dpr</i> × <i>Mix</i>			0.1150*** (6.09)
<i>Dprsq</i> × <i>Mix</i>			-0.1340*** (-5.97)
<i>Mix</i>			-0.0074** (-2.10)
<i>Size</i>	0.0048*** (12.60)	0.0055*** (14.64)	0.0052*** (13.71)
<i>Lev</i>	-0.0439*** (-16.89)	-0.0488*** (-18.62)	-0.0482*** (-18.44)
<i>Growth</i>	0.0124*** (11.47)	0.0121*** (11.18)	0.0121*** (11.20)
<i>Board</i>	-0.0015 (-0.62)	-0.0006 (-0.25)	-0.0003 (-0.14)
<i>Indep</i>	-0.0153* (-1.89)	-0.0142* (-1.76)	-0.0119 (-1.49)
<i>Dual</i>	0.0009 (0.63)	0.0011 (0.80)	0.0010 (0.71)
<i>Top1</i>	0.0174*** (5.92)	0.0191*** (6.49)	0.0221*** (7.04)
<i>Age</i>	0.000018 (0.02)	-0.0006 (-0.76)	-0.0003 (-0.41)
<i>Mshare</i>	0.1250*** (7.97)	0.1220*** (7.82)	0.1160*** (7.14)
年份/行业	是	是	是
常数项	-0.1010*** (-10.59)	-0.1080*** (-11.29)	-0.1040*** (-10.88)
观测值	6957	6957	6957
F 值	35.63	35.27	33.98
调整 R ²	0.1520	0.1542	0.1594

注:***、**、* 分别表示在 1%、5%、10% 水平上显著;括号为 *t* 值,下同

(3) 资本混合度对分红力度与国企资产保值增值关系的调节作用。在表 3 的第(3)列中,分红力度(*Dpr*)的系数为 0.0113,在 5% ($t = 2.46$) 的水平上显著为正,分红力度与资本混合度的交乘项(*Dpr* × *Mix*)的系数为 0.1150,在 1% ($t = 6.09$) 的水平上显著为正,分红力度平方项(*Dprsq*)的系数为 -0.0145,在 1% ($t = -4.03$) 的水平上显著为负,分红力度平方项与资本混合度的交乘项(*Dprsq* × *Mix*)的系数为 -0.1340,在 1% ($t = -5.97$) 的水平上显著为负,说明调节变量使倒 U 型曲线变得更加陡峭,同时该模型下的倒 U 型曲线的顶点处,现金股利支付率的值为 0.4236,相对于原有位置发生了左移,表明资本混合度强化了分红力度与国企资产保值增值这一倒 U 型曲线关系。因此,提高资本混合度,有利于提高合理分红对国企资产保值增值效果的敏感性,验证了假设 H₂。此外,从控制变量的结果来看,回归结果与以往文献基本相符,本文模型可靠性较高。

3. 机制检验

依据基本假设的理论分析可知,现金分红比例过小会扩大自由现金流量,增强第一类代理成本;反之,现金分红比例过高会强化融资约束,从而强化第二类代理成本。两者都不利于企业的发展,影响企业价值持续增长。因此,影响国企分红与资产保值增值的内在机制是两类代理成本。

本文借鉴王海林和张丁(2021)^[49]等关于曲线中介效应检验的思路,采用以下步骤分别对第一类代理成本、第二类代理成本中介效应进行了检验。

第一,构建模型(4)检验分红力度分别与第一类代理成本、第二类代理成本之间的 U 型曲线关系。

$$Manager_{i,t}/Qtys_{i,t} = \alpha_0 + \alpha_1 Dpr_{i,t} + \alpha_2 Dprsq_{i,t} + \sum Controls_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \quad (4)$$

第二,采用模型(5)分别检验第一类代理成本、第二类代理成本分别与国企资产保值增值之间的正相关关系。

$$Aeva_{i,t} = \alpha_0 + \alpha_1 Manager_{i,t}/Qtys_{i,t} + \sum Controls_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \quad (5)$$

第三,构建模型(6)分别检验模型(4)得到的第一类代理成本拟合值、第二类代理成本拟合值

与国企资产保值增值之间的关系。

$$Aeva_{i,t} = \alpha_0 + \alpha_1 Manager1_{i,t}/Qtys1_{i,t} + \sum Controls_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \quad (6)$$

第四,构建模型(7)分别检验第一类代理成本、第二类代理成本是完全中介效应还是部分中介效应。

$$Aeva_{i,t} = \alpha_0 + \alpha_1 Dpr_{i,t} + \alpha_2 Dprsq_{i,t} + \alpha_3 Manager_{i,t}/Qtys_{i,t} + \sum Controls_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \quad (7)$$

其中, *Manager* 表示第一类代理成本; *Manager1* 为模型(4)第一类代理成本的拟合值; *Qtys* 表示第二类代理成本; *Qtys1* 为模型(4)第二类代理成本的拟合值,其他变量的含义如表 1 所示。

表 4 为第一类代理成本机制、第二类代理成本机制的回归结果。第(1)、(5)列的结果表明分红力度分别与第一类代理成本、第二类代理成本之间呈现 U 型关系,分红力度一次项分别与第一类代理成本 10% 水平显著负相关、与第二类代理成本 1% 水平显著负相关,分红力度平方项分别与第一类代理问题 5% 水平显著正相关、与第二类代理成本 5% 水平显著正相关。第(2)、(6)列的结果显示,第一类代理成本、第二类代理成本均与国企资产保值增值在 1% 水平显著负相关,表明第一类代理成本、第二类代理成本越高,国企资产保值增值越低。第(3)、(7)列的结果中,第一类代理成本拟合值、第二类代理成本拟合值均与国企资产保值增值在 1% 水平显著负相关,表明分红力度通过影响第一类代理成本、第二类代理成本进而影响了国企资产保值增值,第一类代理成本、第二类代理成本均是分红力度与国企资产保值增值之间的中介变量。第(4)、(8)列的结果中,第一类代理成本、第二类代理成本的系数在 1% 水平显著为负,分红力度一次项的系数也在 1% 水平显著为正,分红力度平方项的系数在 1% 水平显著为负,表明第一类代理成本、第二类代理成本具有部分中介效应。以上结果表明,第一类代理成本、第二类代理成本均是分红力度促进国有企业资产保值增值的重要路径,假设 H_1 得到验证。

表 4 机制检验

变量	第一类代理成本机制				第二类代理成本机制			
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)
	<i>Manager</i>	<i>Aeva</i>	<i>Aeva</i>	<i>Aeva</i>	<i>Qtys</i>	<i>Aeva</i>	<i>Aeva</i>	<i>Aeva</i>
<i>Dpr</i>	-0.0081* (-1.75)			0.0272*** (8.00)	-0.0069*** (-2.99)			0.0274*** (8.01)
<i>Dprsq</i>	0.0085** (2.52)			-0.0300*** (-12.14)	0.0038** (2.26)			-0.0304*** (-12.24)
<i>Manager</i>		-0.0785*** (-8.76)		-0.0745*** (-8.42)				
<i>Manager1</i>			-0.0745*** (-8.30)					
<i>Qtys</i>						-0.0685*** (-3.78)		-0.0657*** (-3.67)
<i>Qtys1</i>							-0.0657*** (-3.62)	
控制变量	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制
年份/行业	是	是	是	是	是	是	是	是
常数项	0.3490*** (26.90)	-0.0865*** (-8.55)	-0.1140*** (-11.86)	-0.0823*** (-8.20)	0.0275*** (4.27)	-0.1120*** (-11.58)	-0.1140*** (-11.81)	-0.1070*** (-11.10)
观测值	6957	6957	6957	6957	6957	6957	6957	6957
F 值	78.81	32.47	32.22	36.56	29.97	30.46	30.42	34.76
调整 R ²	0.2927	0.1401	0.1391	0.1626	0.1335	0.1323	0.1322	0.1557

4. 稳健性检验

(1) 改变变量衡量方式。1) 使用替代指标衡量分红力度和国企资产保值增值。借鉴焦健等(2014)^[14]、吴秋生和独正元(2022)^[3]的做法,本文分别以每股股利(*Divid*)和每股股利平方(*Dividsq*)作为分红力度和分红力度平方项的替换指标,以剔除本期资本金变化影响的保值增值率(*Aeva_L*)为代理变量进行稳健性检验。其中,剔除本期资本金变化影响的保值增值率 = (期末所有者权益 - 本期资本金变化) / 期初所有者权益。由表5的第(1)列可知,每股股利(*Divid*)的系数为0.1870,在1% ($t = 6.13$)的水平上显著为正,每股股利平方项(*Dividsq*)的系数为-0.1040,在1% ($t = -3.06$)的水平上显著为负,可看出分红力度与国企资产保值增值依然呈显著倒U型曲线关系。无论从经济显著性还是统计显著性来看,与前文回归结果基本一致。2) 使用替代指标衡量资本混合度。借鉴蔡贵龙等(2018)^[23]、吴秋生和独正元(2019)^[27]的做法,在高层治理结构方面,以非国有股东委派董事人数占董事会人数的比例(*Nonsoe_D*)作为国企资本混合度替换指标。根据表5的第(2)列,分红力度(*Dpr*)的系数为0.0231,在1% ($t = 6.41$)的水平上显著为正,分红力度与资本混合度的交乘项(*Dpr × Nonsoe_D*)的系数为0.3010,在1% ($t = 4.26$)的水平上显著为正,分红力度平方项(*Dprsq*)的系数为-0.0278,在1% ($t = -10.95$)的水平上显著为负,分红力度平方项与资本混合度的交乘项(*Dprsq × Nonsoe_D*)的系数为-0.4030,在1% ($t = -3.66$)的水平上显著为负,说明调节变量使倒U型曲线变得更加陡峭,表明资本混合度强化了分红力度与国企资产保值增值这一倒U型曲线关系,此时,相对于移动之前,国企资产保值增值对分红力度的敏感性得到提高。无论从经济显著性还是统计显著性来看,与前文回归结果基本一致。

表5 改变衡量方式的稳健性检验

变量	(1)	(2)	(3)	(4)
	<i>Aeva_L</i>	<i>Aeva</i>	<i>Aeva</i>	<i>Aeva</i>
<i>Divid</i>	0.1870*** (6.13)			
<i>Dividsq</i>	-0.1040*** (-3.06)			
<i>Dpr</i>		0.0231*** (6.41)	0.0318*** (8.36)	0.0154*** (2.99)
<i>Dprsq</i>		-0.0278*** (-10.95)	-0.0323*** (-11.78)	-0.0180*** (-4.43)
<i>Dpr × Nonsoe_D</i>		0.3010*** (4.26)		
<i>Dprsq × Nonsoe_D</i>		-0.4030*** (-3.66)		
<i>Nonsoe_D</i>		-0.0080 (-0.75)		
<i>Dpr × Mix</i>				0.1070*** (5.08)
<i>Dprsq × Mix</i>				-0.1160*** (-4.52)
<i>Mix</i>				-0.0068* (-1.73)
控制变量	控制	控制	控制	控制
年份/行业	是	是	是	是
常数项	1.009*** (18.31)	-0.113*** (-11.82)	-0.1050*** (-9.70)	-0.1010*** (-9.37)
观测值	6957	6957	5539	5539
F值	10.89	34.07	30.96	29.51
调整R ²	0.0500	0.1598	0.1592	0.1636

(2) 改变样本区间。2013年国资委要求国企提高上缴利润比例,为了缓解该要求对研究结论的影响,本文剔除2013年和2014年数据重新进行了回归。由表5第(3)列结果可知,分红力度的系数为0.0318,在1% ($t = 8.36$)的水平上显著为正,分红力度平方项的系数为-0.0323,在1% ($t = -11.78$)的水平上显著为负,可看出分红力度与国企资产保值增值依然呈显著倒U型曲线关系。根据表5第(4)列结果发现,分红力度(*Dpr*)的系数为0.0154,在1% ($t = 2.99$)的水平上显著为正,分红力度与资本混合度的交乘项(*Dpr × Mix*)的系数为0.1070,在1% ($t = 5.08$)的水平上显著为正,分红力度平方项(*Dprsq*)的系数为-0.0180,在1% ($t = -4.43$)的水平上显著为负,分红力度平方项与资本混合度的交乘项(*Dprsq × Mix*)的系数为-0.1160,在1% ($t = -4.52$)的水平上显

著为负,说明调节变量使倒 U 型曲线变得更加陡峭,表明资本混合度强化了分红力度与国企资产保值增值这一倒 U 型曲线关系,此时,相对于移动之前,国企资产保值增值对分红力度的敏感性提高了。无论从经济显著性还是统计显著性来看,与前文回归结果基本一致。

(3)内生性检验。1) Heckman 两阶段模型。在第一阶段使用 probit 模型,将分红力度的哑变量作为被解释变量,其余控制变量与上文一致,由第一阶段回归结果计算得到了逆米尔斯比率 (IMR),将第一阶段回归中得到的 IMR 作为控制变量其代入模型(2)中重新回归。Heckman 两阶段模型的回归结果如表 6 第(1)列所示,在加入 IMR 后,分红力度的系数为 0.0295,在 1% ($t = 8.61$)的水平上显著为正,分红力度平方项的系数为 -0.0316,在 1% ($t = -12.72$)的水平上显著为负,可看出分红力度与国企资产保值增值呈显著倒 U 型关系。证明了研究结果的可靠性。2) 本文对样本数据进一步进行倾向得分匹配 (PSM) 检验,让控制组与处理组之间不存在显著差异,即能够满足平衡趋势,PSM 方法能够有效地平衡控制组与处理组间的变量差异。测试变量选取企业规模 (Size)、资产负债率 (Lev)、企业成长性 (Growth)、董事会规模 (Board)、独立董事比例 (Indep)、两职合一 (Dual)、股权集中度 (Top1)、上市年龄 (Age)、管理层持股比例 (Mshare),同时控制年度进行 Logit 回归,得到每个样本的倾向匹配得分。对在未分红的国企样本与分红的国企样本进行一对一最近邻匹配,最终得到 2285 个样本值。匹配后变量的标准化偏差绝对值均小于 10%,表明匹配较好地平衡了处理组与控制组的数据,满足了平衡趋势检验。表 6 第(2)列的回归结果可以看出,分红力度的系数为 0.0653,在 1% ($t = 11.09$)的水平上显著为正,分红力度平方项的系数为 -0.0676,在 1% ($t = -10.65$)的水平上显著为负,可看出分红力度与国企资产保值增值呈显著倒 U 型关系。证明了研究结果的可靠性。3) 将分红力度变量滞后一期,扩充 2012 年分红力度的数据,最终得到了 5963 个样本值。实证结果如表 6 第(3)列所示。从中可以看出,分红力度的系数为 0.0229,在 1% ($t = 6.06$)的水平上显著为正,分红力度平方项的系数为 -0.0237,在 1% ($t = -8.58$)的水平上显著为负,可看出分红力度与国企资产保值增值依然呈显著倒 U 型曲线关系。无论从经济显著性还是统计显著性来看,与前文回归结果基本一致。

表 6 改变样本区间的稳健性检验

变量	(1)	(2)	(3)	(4)
	<i>Aeva</i>	<i>Aeva</i>	<i>Aeva</i>	<i>Aeva_g</i>
<i>Dpr</i>	0.0295*** (8.61)	0.0653*** (11.09)		1.3360*** (8.06)
<i>Dprsq</i>	-0.0316*** (-12.72)	-0.0676*** (-10.65)		-1.4440*** (-11.97)
<i>l. Dpr</i>			0.0229*** (6.06)	
<i>l. Dprsq</i>			-0.0237*** (-8.58)	
<i>IMR</i>	0.0304*** (5.10)			
控制变量	控制	控制	控制	控制
年份/行业	是	是	是	是
常数项	-0.191*** (-10.16)	-0.0618*** (-3.98)	-0.112*** (-10.46)	-5.522*** (-11.86)
观测值	6957	2285	5963	6957
F 值	35.15	8.79	28.96	37.50
调整 R ²	0.1572	0.1120	0.1484	0.1626

(4)排除 EVA 中其他资本的对国企保值增值影响,本文选取资产保值增值与前十大股东中国有股东所持有股权占比的乘积 (*Aeva_g*) 作为替换变量进行稳健性检验,根据表 6 中第(4)列可以看出,分红力度的系数为 1.3360,在 1% ($t = 8.06$)的水平上显著为正,分红力度平方项的系数为 -1.4440,在 1% ($t = -11.97$)的水平上显著为负,可看出分红力度与国企资产保值增值依然呈显著倒 U 型曲线关系。无论从经济显著性还是统计显著性来看,与前文回归结果基本一致。

(5)分位数回归。为了反映分红力度哑变量在不同条件位置分布上影响的差异性,使用分位数回归的方式,揭示不同的国企资产保值增值水平上分红力度哑变量对国企资产保值增值的影响。

本文选取最具代表性的 10 分位数、25 分位数、50 分位数、75 分位数和 90 分位数进行回归分析。表 7 列示了分红力度哑变量对国企资产保值增值的面板分位数回归结果,第(1)~(5)列分别为 10 分位数、25 分位数、50 分位数、75 分位数和 90 分位数的回归结果。从中可以看出,各个分位点上分红力度哑变量对国企资产保值增值均存在显著的正向影响。五个分位点上分红力度的回归系数分别为 0.0092($t=8.60$)、0.0115($t=12.96$)、0.0132($t=11.09$)、0.0135($t=7.95$)和 0.0126($t=4.46$)。并且随着分位点的增加,分红力度哑变量的系数先逐渐增大,后逐渐减少。这一结果表明,分红力度对国企资产保值增值的影响存在结构性差异,随着国企资产保值增值的提高,刚开始分红比例的增加有利于促进国企资产保值增值目标的实现,但是分红比例的继续增加反而不利于促进国企资产保值增值目标的实现,再次验证了分红力度对国企资产保值增值的影响呈倒 U 型曲线关系。

表 7 分位数回归的稳健性检验

变量	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)
	<i>Aeva</i>	<i>Aeva</i>	<i>Aeva</i>	<i>Aeva</i>	<i>Aeva</i>
<i>Dpr_Dummy</i>	0.0092 *** (8.60)	0.0115 *** (12.96)	0.0132 *** (11.09)	0.0135 *** (7.95)	0.0126 *** (4.46)
控制变量	控制	控制	控制	控制	控制
年份/行业	是	是	是	是	是
常数项	-0.1080 *** (-11.47)	-0.0779 *** (-9.88)	-0.0637 *** (-6.03)	-0.0508 *** (-3.38)	-0.0044 (-0.18)
观测值	6957	6957	6957	6957	6957
伪 R ²	0.0780	0.0630	0.0653	0.1039	0.1481

(6) U-test 检验。本文进行 U-test 检验分红力度对国企资产保值增值是否呈倒 U 型曲线关系,检验结果见表 8,U-test 结果显示,区间下限为 0.00,上限 1.69,综合 p 值为 0.00,极值点为 0.45,极值点包含在区间上下限之间。且左侧曲线最低点下限处的斜率为 0.03,右侧曲线最低点上限处的斜率为 -0.08,这表明检验结果显著拒绝了分红力度对国企资产保值增值呈单调关系及 U 型关系的假设,再次验证了分红力度对国企资产保值增值的影响呈倒 U 型曲线关系。

表 8 U-test 回归结果

变量	下限	上限
<i>Interval</i>	0.00	1.69
<i>Slope</i>	0.03	-0.08
<i>t-value</i>	8.14	-9.22
$P > t $	0.00	0.00
综合 p 值	0.00	
极值点	0.45	

(7) 按照拐点划分子样本。参照 Haans 等(2016)^[50]的做法,本文按照倒 U 型曲线的拐点将总样本分为两个子样本进行线性回归,检验两个子样本的线性回归斜率是否符合总样本的曲线回归斜率。倒 U 型关系中,解释变量小于拐点子样本的线性回归应呈现出正相关关系,大于拐点子样本的线性回归应呈现出负相关关系。采用不含分红力度平方项的模型(2)进行回归,结果如表 9 所示。从结果来看,解释变量小于拐点的子样本中,分红力度与国企资产保值增值在 1% 水平显著正相关;解释变量大于拐点的子样本中,分红力度与国企资产保值增值 1% 水平显著负相关。两个子样本的线性回归斜率符合总样本的倒 U 型曲线回归斜率,假设 H₁ 仍得到验证。

表 9 按照拐点划分子样本的稳健性检验

变量	小于拐点	大于拐点
	<i>Aeva</i>	<i>Aeva</i>
<i>Dpr</i>	0.0273 *** (8.22)	-0.0282 *** (-9.35)
控制变量	控制	控制

续表 9

变量	小于拐点	大于拐点
	<i>Aeva</i>	<i>Aeva</i>
年份/行业	是	是
常数项	-0.0886***(-8.42)	-0.182***(-7.58)
观测值	5907	1050
F 值	25.01	17.04
调整 R ²	0.1276	0.3550

五、基于国企异质性的分组研究

依据 2013 年颁布《上市公司监管指引第 3 号——上市公司现金分红》的有关规定,本文针对混改国企的发展阶段、规模、行政级别、所属行业技术特质、所属行业竞争程度等异质性特征对分红力度与国企资产保值增值关系的影响进行检验。

1. 基于国企所属不同生命周期的异质性分析

使用现金流模式法划分企业生命周期,将样本划分为成熟期国企和成长期国企。分组探讨在国企所属生命周期的情况下,国企分红对国企资产保值增值的异质性影响。由表 10 第(1)和(2)列可知,相对于成长期国企,成熟期国企的极值点靠右。究其原因,成熟期国企的生产经营模式比较成熟,盈利比较稳定,股权融资压力较小,且更易以较低的成本得到较大额度的外部融资。因此,管理层拥有较高的现金流控制权,第一类代理往往更加严重;成长性的国企,盈利尚不稳定,但增资扩股的压力更大,更容易发生过度分红以吸引投资者,产生第二类代理。故成熟期国企极值点靠右。

表 10 国企异质性的分组

变量	生命周期分组		国企规模分组		国企行政级别分组		国企所属行业技术特质分组		国企所属行业竞争程度分组	
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)	(9)	(10)
	成熟期	成长期	小型国企	大型国企	中央国企	地方国企	高技术	非高技术	垄断	竞争
	<i>Aeva</i>	<i>Aeva</i>	<i>Aeva</i>	<i>Aeva</i>	<i>Aeva</i>	<i>Aeva</i>	<i>Aeva</i>	<i>Aeva</i>	<i>Aeva</i>	<i>Aeva</i>
<i>Dpr</i>	0.0337*** (5.71)	0.0196*** (4.19)	0.0309*** (4.88)	0.0317*** (4.43)	0.0322*** (5.34)	0.0229*** (5.50)	0.0329*** (3.52)	0.0254*** (7.04)	0.0247*** (3.43)	0.0279*** (7.29)
<i>Dprsq</i>	-0.0350*** (-8.04)	-0.0231*** (-6.96)	-0.0314*** (-6.68)	-0.0316*** (-6.24)	-0.0359*** (-8.33)	-0.0259*** (-8.50)	-0.0359*** (-5.20)	-0.0289*** (-11.05)	-0.0254*** (-4.47)	-0.0310*** (-11.24)
控制变量	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制
年份/行业	是	是	是	是	是	是	是	是	是	是
常数项	-0.109*** (-6.87)	-0.0582*** (-4.34)	-0.0700** (-1.98)	-0.0838*** (-2.99)	-0.0313* (-1.86)	-0.1530*** (-12.66)	-0.0462* (-1.92)	-0.115*** (-11.35)	-0.0610*** (-3.35)	-0.114*** (-10.44)
极值点	0.4814	0.4242	0.4920	0.5015	0.4485	0.4421	0.4582	0.4394	0.4862	0.4500
观测值	2965	2560	1807	1677	2371	4586	1303	5654	1118	5839
F 值	20.52	9.95	8.16	18.58	12.24	27.36	14.54	28.83	13.86	29.59
调整 R ²	0.1959	0.1146	0.1279	0.2741	0.1458	0.1754	0.1997	0.1505	0.1947	0.1534

2. 基于国企规模的异质性分析

本文采用资产规模作为企业规模的衡量指标,以总资产的前 25 百分位和后 25 百分位为界将样本企业分为两组,分别归入小型国企和大型国企,分组探讨在国企规模不同的情况下,国企分红对国企资产保值增值的异质性影响。由表 10 第(3)和(4)列可知,相对于小型国企,大型国企分红

比例的极值点靠右。究其原因,大型国企的生产经营模式比较成熟,盈利比较稳定,且更容易获得银行等金融机构的贷款,面临的融资约束较低。因此,管理层拥有较高的现金流控制权,第一类代理问题往往更加严重;小型国企做大做强的愿望更加强烈,增资扩股的冲动更大,更容易发生过度分红以吸引投资者,产生第二类代理。故大型国企极值点靠右。

3. 基于国企行政级别的异质性分析

本文将国企层级为“央企”“国家”的样本归为中央控股国企,将国企层级为“省”“市”的样本归为地方控股国企,分组探讨在国企行政级别不同的情况下,国企分红对国企资产保值增值的异质性影响。由表 10 第(5)和(6)列可知,对于地方国企,中央国企分红比例的极值点靠右。这主要是因为中央国企一般拥有较大的规模,较强的市场竞争力能力,较高水平的盈利,同时也拥有较强的融资能力,因此,管理层拥有较高的现金流控制权,第一类代理往往更加严重,故极值点靠右。

4. 基于国企所属行业技术特质的异质性分析

本文将医药制造业,铁路、船舶、航空航天和其他运输设备制造业,计算机、通信和其他电子设备制造业,仪器仪表制造业,电信、广播电视和卫星传输服务业,互联网和相关服务业,软件和信息技术服务业,专业技术服务业,生态保护和环境治理业等九类样本企业划为高技术行业,将除此之外的样本企业划为非高技术行业,分组探讨国企分红对国企资产保值增值的异质性影响。由表 10 第(7)和(8)列可知,相对于非高技术行业的国企,高技术行业国企分红比例的极值点靠右。究其原因,在创新驱动发展的今天,高技术行业国企往往更具有市场竞争力,也更容易被投资者和债权人所看好,盈利能力和融资能力都较强,管理层拥有较高的现金流控制权,第一类代理往往更加严重,故极值点靠右。

5. 基于国企所属行业竞争程度的异质性分析

本文将石油和天然气开采业、煤炭开采和洗选业、电力热力生产和供应业、水的生产和供应业、道路运输业、航空运输业、水上运输业等行业作为垄断行业研究样本,将除此之外的行业门类划为非垄断行业,分组探讨在国企所属行业竞争程度不同的情况下,国企分红对国企资产保值增值的异质性影响。根据表 10 第(9)和(10)列可知,相对于竞争性国企,国有垄断企业分红比例的极值点靠右。这是因为国有垄断企业往往具有较高的盈利能力和较低的融资需求,还会得到更多国家补贴。因而,管理层拥有较高的现金流控制权,第一类代理往往更加严重,故极值点靠右。

六、结论与建议

本文以 2013—2021 年我国 A 股国有上市公司为样本,构建模型检验分红力度对国企资产保值增值的影响。研究发现,分红力度与国企资产保值增值呈显著倒 U 型关系,合理的分红比例有利于促进国企资产保值增值目标的实现,但是分红不足会增强第一类代理,过度分红则会增强第二类代理,都不利于促进国企资产保值增值目标的实现,总体上分红比例为 0.4528 时,最有利于促进国企资产的保值增值。资本混合度对分红力度与国企资产保值增值的倒 U 型关系有正向的调节作用,即强化了国企资产保值增值对分红力度的敏感性。进一步机制检验表明,两类代理是分红力度对国企资产保值增值倒 U 影响的重要中介路径。分红力度对国企资产保值增值影响的极值点因国企发展阶段、规模、行政级别、所属行业的技术特质和竞争程度的不同而存在差异。

研究结论对于我国国企根据资本混合度合理确定分红力度以及国有资产管理部门通过监管国企分红合理性,有效履行“管资本”职能,促进国有资产保值增值,充分实现国企混改目标,有一定的借鉴意义。

第一,混改后的国有企业应当充分认识合理分红对于促进国企资产保值增值,实现国企混改目标的作用,积极主动地根据自身发展阶段、规模、行政级别、所属行业的技术特质和竞争程度等具体

情况制定比例适当的分红政策;资本混合度越高,越应当积极主动地通过合理分红增加企业价值。

第二,国资监管部门应充分认识到加强混改国企分红合理性监管是有效履行“管资本”的重要抓手,它不但有利于强化股东对管理层的激励与约束,抑制第一类代理,防范过度投资,而且有利于防范大股东利用过度分红进行利益转移的“掏空”行为,遏制融资约束,防范投资不足,维护全体股东的权益,优化混改国企公司治理,提高国有资产保值增值率,充分实现国企混改目标。具体而言,国资监管部门应当根据混改国企的资本混合度、发展阶段、规模、行政级别、所属行业的技术特质和竞争程度等具体情况,精准监管国企分红力度合理性,不仅要加强对不分红或低比例分红的监管,还应该加强对国企过度分红的监管。

第三,投资者特别是非国有的中小投资者应该将混改国企分红力度的合理性作为判断其盈利能力、发展能力、治理水平、高管境界的重要因素,对于能够分红且分红比例比较合理的国企,应当给予较高的价值评价;对于不分红,以及分红比例过大,特别是大股东持股比例较高情况下的大力度分红,应当保持警觉,进行更充分的投资调研和关注,以便做出更有效的投资决策;必要时还可通过证监会支持的投资者服务中心行使治理权,维护自身的权益。

参考文献

- [1] 桑朝阳. 如何理解国有资产监管从“管企业”到“管资本”的新转变? ——基于马克思的资本理论[J]. 武汉:理论月刊, 2021, (5): 59 - 65.
- [2] 祁怀锦, 刘艳霞, 王文涛. 国有企业混合所有制改革效应评估及其实现路径[J]. 重庆:改革, 2018, (9): 66 - 80.
- [3] 吴秋生, 独正元. 非国有董事治理积极性与国企资产保值增值——来自董事会投票的经验证据[J]. 天津:南开管理评论, 2022, (3): 129 - 138, 181, 139 - 140.
- [4] 罗琦, 李辉. 企业生命周期、股利决策与投资效率[J]. 武汉:经济评论, 2015, (2): 115 - 125.
- [5] 魏杰. 为改革声辩[M]. 北京:经济科学出版社, 1997.
- [6] 林毅夫, 李志赞. 政策性负担、道德风险与预算软约束[J]. 北京:经济研究, 2004, (2): 17 - 27.
- [7] Groves, T., Y. Hong, J. McMillan, et al. Autonomy and Incentives in Chinese State Enterprises [J]. The Quarterly Journal of Economics, 1994, 109, (1): 183 - 209.
- [8] Sun, Q., and W. H. S. Tong. China Share Issue Privatization: the Extent of its Success [J]. Journal of Financial Economics, 2003, 70, (2): 183 - 222.
- [9] 中国社会科学院工业经济研究所课题组. 论新时期全面深化国有经济改革重大任务[J]. 北京:中国工业经济, 2014, (9): 5 - 24.
- [10] 吴秋生, 郭馨楠. 国家审计督促国企资产保值增值的功能及其实现路径——基于十九大关于国企与审计管理体制改革的改革要求的研究[J]. 南京:审计与经济研究, 2018, (5): 12 - 20.
- [11] 王雨飞, 丁浩. 国有企业全民分红对国内需求的影响分析[J]. 昆明:经济问题探索, 2012, (3): 98 - 102.
- [12] 罗宏, 黄文华. 国企分红、在职消费与公司业绩[J]. 北京:管理世界, 2008, (9): 139 - 148.
- [13] 刘银国, 焦健, 于志军. 国有企业分红、自由现金流与在职消费——基于公司治理机制的考察[J]. 北京:经济动态, 2016, (4): 23 - 36.
- [14] 焦健, 刘银国, 张琛, 于志军. 国企分红、过度投资与企业绩效——基于沪深两市国有控股上市公司的面板数据分析[J]. 北京:经济与管理研究, 2014, (4): 104 - 112.
- [15] 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[J]. 北京:中央财经大学学报, 2011, (8): 66 - 69.
- [16] Rozeff, M. S. Growth, Beta and Agency Costs as Determinants of Dividend Payout Ratios [J]. Journal of financial Research, 1982, 5, (3): 249 - 259.
- [17] 吴战旻. 现金股利、公司治理与公司价值——基于客车行业上市公司的案例研究[J]. 北京:经济与管理研究, 2007, (6): 52 - 57.
- [18] 杨汉明. 股权集中度、现金股利与企业价值的实证分析[J]. 北京:财贸经济, 2008, (8): 67 - 72.
- [19] 杨汉明. 现金股利与企业价值的实证研究——基于A股市场股权结构的分析[J]. 北京:统计研究, 2008, (8): 65 - 68.
- [20] 张国胜, 聂其辉. 国企分红的投资效应研究——基于投资效率与投资风险的双重视角[J]. 南京审计大学学报, 2022,

(1):47-57.

- [21]白重恩,路江涌,陶志刚. 国有企业改制效果的实证研究[J]. 北京:经济研究,2006,(8):4-13,69.
- [22]刘运国,郑巧,蔡贵龙. 非国有股东提高了国有企业的内部控制质量吗?——来自国有上市公司的经验证据[J]. 北京:会计研究,2016,(11):61-68,96.
- [23]蔡贵龙,柳建华,马新啸. 非国有股东治理与国企高管薪酬激励[J]. 北京:管理世界,2018,(5):137-149.
- [24]黄速建. 中国国有企业混合所有制改革研究[J]. 北京:经济管理,2014,(7):1-10.
- [25]郝阳,龚六堂. 国有、民营混合参股与公司绩效改进[J]. 北京:经济研究,2017,(3):122-135.
- [26]Boateng, A., and W. Huang. Multiple Large Shareholders, Excess Leverage and Tunneling: Evidence from an Emerging Market [J]. *Corporate Governance: An International Review*, 2017, 25, (1):58-74.
- [27]吴秋生,独正元. 混合所有制改革程度、政府隐性担保与国企过度负债[J]. 北京:经济管理,2019,(8):162-177.
- [28]向东,余玉苗. 国有企业引入非国有资本对创新绩效的影响——基于制造业国有上市公司的经验证据[J]. 上海:研究与发展管理,2020,(5):152-165.
- [29]程承坪,陈志. 非国有资本能否促进国有企业技术创新研究[J]. 北京:中国软科学,2021,(2):125-132.
- [30]刘汉民,齐宇,解晓晴. 股权和控制权配置:从对等到非对等的逻辑——基于央属混合所有制上市公司的实证研究[J]. 北京:经济研究,2018,(5):175-189.
- [31]胡梅玲. 论国有企业利润分配:制度变迁与改革出路[J]. 成都大学学报(社会科学版),2015,(3):21-25.
- [32]Miller, M. H., and F. Modigliani. Dividend Policy, Growth, and the Valuation of Shares[J]. *The Journal of Business*, 1961, 34, (4):411-433.
- [33]La Porta, R., F. Lopez-de-Silanes, A. Shleifer, et al. Agency Problems and Dividend Policies around the World[J]. *The Journal of Finance*, 2000, 55, (1):1-33.
- [34]Faccio, M., and L. H. P. Lang. Young L. Dividends and Expropriation[J]. *American Economic Review*, 2001, 91, (1):54-78.
- [35]Jensen, M. C. Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers[J]. *The American Economic Review*, 1986, 76, (2):323-329.
- [36]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[J]. 北京:经济学动态,2014,(8):70-77.
- [37]Easterbrook, F. H. Two Agency-Cost Explanations of Dividends[J]. *The American Economic Review*, 1984, 74, (4):650-659.
- [38]Lee, C. W. J., and X. Xiao. Cash Dividends and Large Shareholder Expropriation in China[R]. Available at SSRN 410181, 2002.
- [39]丁永健,王倩,刘培阳. 红利上缴与国有企业经理人激励——基于多任务委托代理的研究[J]. 北京:中国工业经济,2013,(1):116-127.
- [40]汪立鑫,刘钟元. 竞争性行业中央企业利润最优上交比例:内部代理成本与外部融资成本的权衡[J]. 北京:中国工业经济,2014,(2):84-96.
- [41]郭彦男,李吴楠. 国有资本收益、利润转移与国企利润[J]. 上海:财经研究,2020,(2):96-110.
- [42]王欢,汤谷良. “借道”MBO:路径创新还是制度缺失?——基于双汇MBO的探索性案例研究[J]. 北京:管理世界,2012,(4):125-137,188.
- [43]郑志刚,刘兰欣. 所有者缺位与国企混合所有制改革的突破方向[J]. 北京:经济管理,2022,(2):5-16.
- [44]郑志刚,李东旭,许荣,林仁韬,赵锡军. 国企高管的政治晋升与形象工程——基于N省A公司的案例研究[J]. 北京:管理世界,2012,(10):146-156,188.
- [45]郑志刚. 国企公司治理与混合所有制改革的逻辑和路径[J]. 深圳:证券市场导报,2015,(6):4-12.
- [46]马新啸,汤泰劼,蔡贵龙. 非国有股东治理与国有企业去僵尸体——来自国有上市公司董事会“混合”的经验证据[J]. 北京:金融研究,2021,(3):95-113.
- [47]Stern, J. M., G. B. Stewart, and D. H. Chew. The Eva Financial Management System[J]. *Journal of Applied Corporate Finance*, 1995, 8, (2):32-46.
- [48]陈运森. 独立董事的网络特征与公司代理成本[J]. 北京:经济管理,2012,(10):67-76.
- [49]王海林,张丁. 国家审计对国有企业风险承担的治理效应:促进还是抑制?——基于审计报告语调的分析[J]. 北京:会计研究,2021,(10):152-165.
- [50]Haans, R. F. J., C. Pieters, and Z. L. He. Thinking about U: Theorizing and Testing U- and Inverted U-Shaped Relationships in Strategy Research[J]. *Strategic Management Journal*, 2016, 37, (7):1177-1195.

Dividend Intensity, Capital Mix Degree and the Preservation and Appreciation of Assets of State-owned Enterprises

WU Qiu-sheng, LI Zhe-yun, YANG Rui-ping

(School of Accounting, Shanxi University of Finance and Economics, Taiyuan, Shanxi, 030006, China)

Abstract: To find effective means of “capital management” to promote the preservation and appreciation of state-owned assets and realize the strengthening, excellence and enlargement of state-owned assets and state-owned enterprises is the focus of deepening the reform of state-owned assets and state-owned enterprises in the future. How to continue to take effective measures to improve the enthusiasm of non-state capital to participate in the governance of state-owned enterprises after the introduction of non-state capital has become an important issue that needs to be solved in deepening the reform of mixed enterprise. Dividend is not only an important measure to attract investors to join, but also the oldest and most commonly used method to mobilize their enthusiasm to participate in governance. The State-owned Assets Supervision and Administration Commission of the State Council and the China Securities Regulatory Commission have been committed to promoting rational dividend of listed companies. In 2013, they promulgated the No. 3 Regulatory Guidelines for Listed Companies-Cash Dividend of Listed Companies, and began to implement differentiated dividend policy. Under such background, listed companies changed their reluctant attitude in the past, beginning to pay dividend actively. In this policy background, listed companies changed the past unwilling to pay dividends, began to actively dividend. Therefore, the excessive dividend of a few enterprises affects the development of enterprises and the preservation and appreciation of state-owned assets. Visible, mixed reform state-owned enterprise dividend is not the more the better. So, what kind of dividend strength is conducive to the value of state-owned enterprise assets? Does the capital mix degree of the mixed reform of state-owned enterprises influence the function of maintaining and increasing the value of state-owned assets through dividends? How to formulate a reasonable dividend policy according to the specific situation of the enterprise every year? So far, there is no specific literature on this issue.

In order to solve the above problems, this paper takes China's A-share state-owned listed companies from 2013 to 2021 as samples and finds that there is A significant inverted U-shaped relationship between dividend intensity and the value preservation and appreciation of state-owned enterprise assets, and capital mixing degree has a positive moderating effect on the inverted U-shaped relationship between dividend intensity and the value preservation and appreciation of state-owned enterprise assets. The two kinds of agency costs are important intermediary paths for the inverted U-shaped influence of dividend intensity on the preservation and appreciation of state-owned enterprise assets. The extreme point of the influence of dividend intensity on the preservation and appreciation of state-owned enterprise assets varies with the development stage, scale, administrative level, technical characteristics of the industry and competition degree of state-owned enterprises.

The research contributions of this paper are as follows: First, the research finds that the relationship between dividend intensity and the value preservation and appreciation of state-owned enterprise assets is inverted U-shaped. If the dividend intensity is too low, the first type of agency will be strengthened, which is not conducive to the value preservation and appreciation of state-owned enterprise assets. Excessive dividend will strengthen the second type of agency, which also is not conducive to the value of state-owned assets. It is of guiding significance for the state property supervision department to urge the reform of state-owned enterprises to formulate dividend policy reasonably and realize the goal of maintaining and increasing the value of state assets. Second, the study found that the capital mix degree has a positive moderating effect on the inverted U-shaped relationship between dividend intensity and the value preservation and appreciation of state-owned enterprise assets, which provides empirical evidence for the state-owned assets supervision department to give full play to the value-added effect of rational dividend by appropriately improving the capital mix degree of state-owned enterprise in the reform of mixed assets. Thirdly, the study found that the extreme value point of the influence of dividend intensity on the value preservation and appreciation of state-owned enterprises' assets varies with the development stage, scale, administrative level, technical characteristics of the industry and competition degree of state-owned enterprises, which provides an important basis for the state-owned assets supervision department to regulate the rationality of state-owned enterprises' dividend more accurately according to the specific situation of state-owned enterprises.

Key Words: dividend intensity; state-owned assets; value preservation and appreciation; capital mix

JEL Classification: D21, G30, L32

DOI: 10.19616/j.cnki.bmj.2023.02.010

(责任编辑:张任之)