

# 国有资本收益、利润转移与国企利润

郭彦男, 李昊楠

(中央财经大学 财政税务学院, 北京 102206)

**摘要:**理论上收取国有资本收益有助于改善国企代理问题和增加政府预算收入,有助于促进减税降费政策落实到位。然而2007年国有资本经营预算制度开始实施后,我国国有企业的利润总额一改增长势头,开始下滑。基于这一现象,文章以国有资本经营预算制度实施为政策冲击,采用双重差分法研究了国有资本经营预算制度对国企利润的影响,研究发现:第一,国有资本经营预算制度的实施显著降低了国企的净资产收益率;第二,通过机制分析发现,强制国企上缴利润及收益的“体内循环”增加了国企管理层的转移利润行为,导致国企净资产收益率下降;第三,“一刀切”的上缴比例导致出现了“鞭打快牛”现象。因此,文章认为我国国企较低的治理水平严重影响了国企改革的效果,强制国企上缴利润会滋生新的代理问题,国企改革必须将完善国企治理结构和提高国企治理水平作为现阶段的重要任务。

**关键词:** 国有资本收益; 国企利润; 利润转移; 盈余管理

**中图分类号:** F812; F276   **文献标识码:** A   **文章编号:** 1001-9952(2020)02-0096-15

**DOI:** 10.16538/j.cnki.jfe.2020.02.007

## 一、引言

2015年,中共中央和国务院印发了《关于深化国有企业改革的指导意见》(简称《意见》),《意见》指出,到2020年要在国有企业改革重要领域和关键环节取得决定性成果。其中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,是新一轮国有企业改革的重要任务。<sup>①</sup>作为我国国民经济的支柱,国有企业的发展对经济持续健康发展及社会主义现代化国家建设至关重要。为了建立中国特色现代国有企业制度,实现做强做优做大国有企业的战略目标,我国实施了一系列的国有企业改革,并且取得了突出的成效,国企的运行质量和效益有了明显提升。然而从实践情况来看,我国国有企业的现代企业制度仍不健全,不少国企尚未形成有效的治理结构,治理水平有待提高。

已有文献指出,国有企业存在严重的委托代理问题,在职消费、过度投资和转移利润等内部人控制问题十分显著(张洪辉和王宗军,2010;唐雪松等,2010),高昂的代理成本导致国有企业效率损失巨大(平新乔等,2003;孙晓华和李明珊,2016)是国有企业改革首先要解决的根本问题(张屹山和王广亮,2001)。西方学者普遍认为,股利分红可以有效缓解企业所有者和管理者之间的代理问题,提升企业价值(Rozeff,1982;Lang和Litzenberger,1989;Faccio等,2001)。国内也有学

收稿日期:2019-04-30

作者简介:郭彦男(1993-),女,山西晋城人,中央财经大学财政税务学院博士研究生;  
李昊楠(1995-),男,山西长治人,中央财经大学财政税务学院博士研究生。

<sup>①</sup> 引自《国务院办公厅关于进一步完善国有企业法人治理结构的指导意见》(国办发〔2017〕36号)。

者针对国有企业分红能否改善国企代理问题展开了研究,发现股利分红可以通过减少国有企业可支配的自由现金流和增加外部融资市场的监管而有效降低代理成本,进而提升国有企业价值(魏明海和柳建华,2007;罗宏和黄文华,2008;刘银国等,2016)。国有企业利润大幅增长又为国企向国家分红提供了现实条件,要求国企向国家分红的呼声越来越高。在这样的背景下,我国于2007年颁布了《中央企业国有资本收益收取管理暂行办法》(财企〔2007〕309号,以下简称《管理办法》),开始对国有企业利润收取国有资本收益。

已有文献表明,收取国有资本收益可以减轻国企管理者过度投资和在职消费的程度,有利于提高企业的价值创造能力,但是国有资本经营预算制度覆盖范围有限、上缴比例较低、国有资本收益“体内循环”以及收缴监管机制不完善等问题削弱了这种效果(王佳杰等,2014;孙刚,2015)。然而还需要注意的是,我国国有企业当前的治理结构还不是很完善,不能有效约束管理层的行为(李宝宝和黄寿昌,2012),在这样的治理环境下,强制国有企业上缴利润可能会滋生新的代理问题,增加管理层转移利润的行为,恶化企业治理进而导致国企利润下降(钱雪松和孔东民,2012)。

这样的担心不无道理,《管理办法》实施后,我国国有企业的利润总额一改增长势头,开始出现下滑。以规模以上工业企业为例(图1),全国规模以上工业企业利润总额在2003年至2009年一直保持持续增长的势头,而国有规模以上工业企业的利润总额在2007年前逐年增长,2007年后却从2629.85亿元下降至2008年的2531.97亿元及2009年的1973.23亿元,国有及国有控股规模以上工业企业的利润总额变化趋势也类似。在全国工业企业利润总额持续增长的背景下,盈利增长势头良好的国有企业却在国有资本经营预算制度实施后突然出现利润下滑,这一事实一定程度上印证了国有企业管理层转移利润行为增加的猜测。但是目前尚未有研究对这一解释进行实证检验,而且单独研究收取国有资本收益这一政策对国有企业利润影响的文献较少,因此本文试图验证这一解释,并检验国有资本经营预算制度对国企利润的影响。

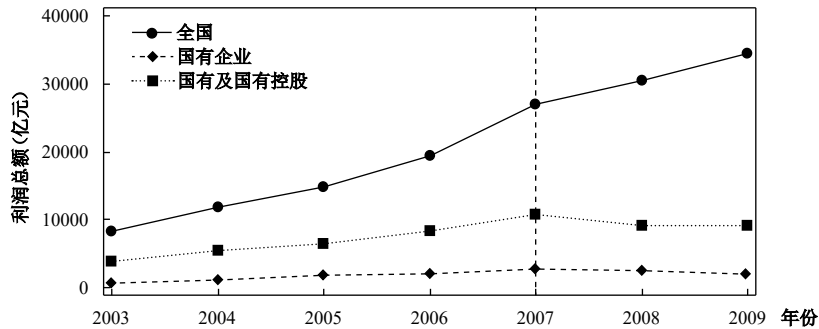


图1 2003—2009年我国规模以上工业企业利润总额

数据来源:2003—2009年《中国工业统计年鉴》。

本文利用2003—2009年我国上市公司A股数据,以国有资本经营预算制度实施为政策冲击,采用双重差分法研究了国有资本经营预算制度对国有企业利润的影响。研究发现:第一,国有资本经营预算制度的实施对国企的利润水平产生了负面影响,显著降低了国企的净资产收益率;第二,通过机制分析发现,强制国有企业上缴利润及收益的“体内循环”增加了国企管理层的转移利润行为,导致国企净资产收益率下降;第三,“一刀切”的上缴比例使得大规模国有企业隐藏利润的激励更大,利润率受到的负面影响更大,产生了“鞭打快牛”的现象。

本文的边际贡献主要体现在:(1)已有的实证研究大多是从国有企业股利支付入手研究国企分红的效果,且主要集中于研究收取国有资本收益对国有企业管理层控制权收益的影响,单

独研究国有资本经营预算制度实施效果的文献较少,研究国有企业利润变化的更是少数,本文运用双重差分法研究了国有资本经营预算制度实施对国有企业利润的影响,丰富了这方面的文献;(2)虽然有学者提出,强制国企上缴利润可能会滋生新的代理问题,会增加管理层转移利润的行为进而导致国企利润下降,但目前没有实证证据支撑,本文选取国有企业真实活动盈余管理程度来衡量管理层的转移利润行为,并对这一路径进行了实证检验。

## 二、研究背景及假设

### (一)研究背景

在国有企业改革的大背景下,1994年“缴税留利”政策的实施,使得国有企业可以将税后净利润留在企业内部,用于进一步的生产经营活动和职工福利激励。大量可支配的现金流为国有企业扩大生产和规模及度过改制阵痛期提供了资金支持,一大批国有企业逐渐做强做大起来,盈利能力大大提高。到2003年,全国非金融类国有企业利润总额已经达到7590亿元(Kuijs等,2005),约为同期财政收入的三成以上。然而在国有企业发展壮大的同时,“缴税留利”也给国企的治理带来了诸多问题。随着国有企业盈利能力的提高,留存在企业内部的资金量越来越充裕,由于企业内部资金配置面临的资金使用成本远低于外部资本市场,监管也相对宽松,管理层自利行为导致的过度投资和在职消费等代理问题日益加剧。严重的委托代理问题导致我国国有企业效率损失超过五成,成为国有企业公司治理需解决的重要问题之一(刘小玄,1996;平新乔等,2003;李寿喜,2007)。在此背景下,如何分配国有企业利润以健全国企分红机制、提高国企资本利用效率和合理配置公共财政资源受到社会各界的关注。

国家作为征税人和国有资本的所有者,理应对国有企业的利润进行征税,并获得国有资本收益的分红。然而自1994年我国暂停国有企业上缴利润以来,国有企业都只履行了纳税义务,并未像普通企业一样向所有者进行分红,也就是未向国家分红。理论上,国家参与国有企业利润分配不仅可以健全国企分红机制,约束管理者的行为,改善国企代理问题,同时还可以增加政府可支配收入,用于解决民生问题。因此,我国于2007年开始试行国有资本经营预算制度,要求国有企业上缴包括利润和股利股息、产权转让、清算收入及其他收入在内的国有资本收益。自此我国国有企业开始向国家分红。

按照股利代理理论,管理者有动力增加在职消费、闲暇或一些能获得私利的行为,以实现自身效用最大化,这些行为往往与股东的利益目标不一致。而适当的股利支付可以有效约束管理者行为,改善公司治理结构,提升企业价值。从企业内部来看,发放现金股利可以减少管理者可支配的自由现金流,可支配资源的减少会促使管理者注重投资收益,追求企业价值的最大化以提高个人业绩和名声,进而减弱管理者自利行为的倾向(Jensen,1986;唐雪松等,2007);从企业外部来看,支付股利使得企业内部可直接投入运营的资金减少,迫使企业从外部资本市场融资,融资成本和外部资本市场严格的监管对管理者使用资金提出了要求,可以有效减少管理者自利行为(邹薇和钱雪松,2005)。国有企业也不例外,国企管理层普遍存在在职消费和过度投资等问题(陈冬华等,2005),向国家分红一定程度上可以从内外部约束管理层行为,缓解代理问题(魏明海和柳建华,2007;罗宏和黄文华,2008),改善公司治理结构,提升企业价值。而且从全球来看,我国目前的上缴比例仍处于较低水平,<sup>①</sup>还有很大的提升空间。因此,我国现行的国有资本经营预算制度理应起到缓解国企代理问题及提升企业价值的效果。

<sup>①</sup> 向国有企业收取国有资本收益在国际上已是普遍做法,西方很多国家的上缴比例在50%左右。而我国2007年规定的上缴比例最高为10%,经过多次调整,2014年国企上缴利润比例最高也仅为25%。相较之下,我国国有企业利润上缴比例还处于较低的水平。

然而不可忽视的是,我国国有企业的特殊性使得利润分配对国有企业治理水平的改善效果并不明显。在我国国有企业内外部治理结构不完善的背景下,现行的国有资本经营预算制度不仅未能有效地约束国企管理层的行为,甚至可能会恶化其治理水平(王佳杰等,2014)。我国国有企业特殊的委托代理关系是导致治理改善效果不明显的重要因素之一。国有资本的真正所有者是国家,由于国家不具有事实上的人格,因此真正的所有者并没有以股东的身份真实地参与到国有企业的管理中,也就是说掌握国有企业大部分股权的股东并不是事实上的所有者,只是所有者的代理人。这就导致国有企业不仅存在股东与管理者之间的代理关系,还存在着真正所有者与股东之间的代理关系,产生了多层级的委托代理链条(张维迎和马捷,1999)。每一层级的委托人同时也是上一层级的代理人,会有动机偏离委托人目标而谋取私利,并不是严格地执行监督管理职能。复杂的代理层级使得所有者约束国企管理层行为的难度升级,因此“所有者虚位”是导致我国国有企业代理问题严重的重要原因之一(谢清喜和王瑞英等,2004;刘星和徐光伟,2012),为管理层不严格按照规定上缴国有资本收益提供了空间。<sup>①</sup>国有资本经营预算制度不能有效地执行削弱了其对国企治理的改善效果。此外,股利支付从企业外部通过融资约束来制约我国国企管理层的效果不大。在进行外部融资时,我国国有企业倾向于资金成本较低的股权融资或银行贷款,但国有股权“一股独大”的地位使得市场参与者基本没有通过股权来约束国有企业管理层行为的能力,银行贷款又为国有企业提供了比非国有企业更低的贷款门槛和利息成本,不仅未能有效约束国企管理层的投资经营活动,甚至可能会加剧其过度投资等低效率行为,因此,外部监管对国有企业治理改善的作用有限。

## (二)研究假设

在这样的制度背景下,收取国有资本收益会改变管理层的行为选择,使管理层更倾向于偏离企业价值最大化的目标而谋取私利。国企管理层的收益可分为两部分:薪酬等显性收益和通过控制权及转移利润等行为所获取的隐性收益。在薪酬管制下,国企管理层获得的显性收益有限,本身就有增加隐性收益的动机(鄢伟波和邓晓兰,2018),此时再针对国有资本收取收益会直接减少管理层可支配的资源,导致其隐性收益减少,激励管理层加大通过转移企业利润留存资金的力度,而固定的上缴比例使得管理层只需控制净利润的大小就可以改变向国家分红的规模,加上利润最大化不是评价管理层业务水平的唯一标准,不会过多影响管理层的业绩和薪酬(方军雄,2011;刘星和徐光伟,2012),这将直接导致管理层增加转移企业利润的行为,激励其通过关联交易等活动将部分企业利润留存于其他不受国有资本经营预算制度约束的子公司或转移至其他管理者可以从中获取私利的地方(刘启亮等,2008;Jian和Wong,2010),这些公司的财务制度往往不够健全,为后续管理者从中获益提供了较大的空间。

另外,国有资本收益在国有企业内部循环同样会加剧国企管理层的利润转移行为。从国有资本收益历年支出数据来看,上缴的国有资本收益纳入国有资本经营预算后,主要用于解决国有企业问题,包括解决国企历史遗留问题及改革成本支出,注入国有资本金以用于调整国有经济结构、推动产业升级和发展、支持科技创新和国际合作及对国有企业进行政策性补贴等,大多在“体内循环”,仅有少部分调入一般公共预算和补充全国社会保障基金。当资本在内部进行配置时,国有企业都希望能够少缴、多分,分割其他国企上缴的收益以增加自身的收益,因此国有资本收益的“体内循环”又会引发“搭便车”行为(钱雪松和孔东民,2012),激励国有企业隐藏企业

<sup>①</sup> 可能会产生讨价还价和寻租等行为,导致国有企业并未严格按照规定上缴国有资本收益。如中石油、中石化等国企2012年实际上缴的国有资本收益仅占净利润的10%左右,而当年其适用的上缴比例为15%。

利润,减少企业净利润进而减少上缴国家的国有资本收益。

综上所述,“所有者虚位”和外部市场监管乏力使得国企向国家分红对国有企业治理水平的改善效果并不明显,不能有效约束管理层行为。在这样的背景下收取国有资本收益一方面减少了管理层可自由支配的资金,另一方面会引发国有企业“搭便车”的行为,两者都会激励管理层通过关联交易等方式转移企业利润。管理层通过隐藏企业净利润来减少上缴国家的国有资本收益的行为,会导致企业利润率下降,最终表现为国有资本经营预算制度的实施对国有企业的利润水平产生了负面影响。基于以上分析,本文提出假设1和假设2,假设1为本文的主要假设,假设2为机制假设。

假设1:国有资本经营预算制度的实施对国有企业的利润率产生了负面影响。<sup>①</sup>

假设2:国有资本经营预算制度的实施会加剧国企管理者的转移利润行为。

按照公司治理理论,企业应当综合考虑企业的经营状况、融资能力、所处的发展周期及行业发展趋势等实际情况,在保证企业未来发展资金需求的同时适当向所有者分红。国有企业分红也不例外,应当在兼顾资本成本和可持续增长的前提下制定分红政策(汪平和李光贵,2009)。可见,每个企业的发展情况不同,最优的利润分配比例也不同。

我国目前的国有资本收益收取方案采取“一刀切”模式,即按照国有企业行业类别分比例收取,同一类别的国有企业上缴比例一样,上缴比例按类别内国企最低盈利水平确定。固定上缴比例的模式虽然征收比较便利,但只考虑了行业垄断程度等因素,没有考虑企业发展情况的差异。从企业规模来看,不同规模的企业对资金的需求不同,大规模企业的资金投入需求往往更大,倾向于将利润留存下来用于企业的生产发展,而固定的上缴比例使其没有办法灵活调整留存利润比例,容易产生“鞭打快牛”现象。基于此,本文提出假设3。

假设3:“一刀切”的上缴比例对国有企业产生了“鞭打快牛”现象。

### 三、研究设计与数据

#### (一)数据来源与处理

国务院在《关于试行国有资本经营预算的意见》(国发〔2007〕26号)中提出,我国开始针对国有资本收取收益,2007年试行国有资本经营预算制度,2008年起正式实施。考虑到2010年后国务院多次上调了国有资本收益收取的比例和范围,可能存在之前政策的滞后影响以及新政策的影响等多重政策效果的叠加,影响对国有资本经营预算制度实施效果的识别,因此本文的样本时间范围只到2009年。由于国有企业多为大型企业集团,主要盈利业务和优质资产集中于下属上市公司,而且上市公司数据公布更加全面,因此本文选取了2003—2009年上市公司A股数据为初始样本,研究国有资本经营预算制度的实施对我国国有企业利润的影响。样本数据来源于国泰安CSMAR数据库,本文删除了数据缺失的样本,剔除了除虚拟变量及取对数值变量以外的所有变量5%和95%分位数处的样本。

#### (二)模型构建和变量说明

《中央企业国有资本收益收取管理暂行办法》规定,中央企业分三类上缴利润,第一类企业(烟草、石油石化、电力、电信和煤炭等具有资源垄断型特征的行业企业)上缴年度净利润的10%,第二类企业(钢铁、运输、电子、贸易和施工等一般竞争性行业企业)上缴年度净利润的5%,第三

<sup>①</sup> 本文使用净资产收益率为主要被解释变量。净资产收益率是利润分配前的净利润水平,是否上缴利润以及上缴比例的大小不会影响本文的指标。

类企业(军工企业、科研院所及政策性公司等)暂缓三年上缴或免交。2007年进行试点,对征收范围内的国有企业净利润按标准减半征收,2008年正式实施。

由于该管理办法只针对国有资本收取收益,而且没有覆盖全部国有企业,所以非国有企业和未纳入征收范围的国有企业不受政策变化影响。此外第三类企业三年内暂不上缴或免交,也没有受到直接影响,因此本文将上市公司中所有权性质为国有且需要上缴利润的企业作为实验组,非国有企业、未纳入征收范围的国有企业以及暂缓上缴或免交的国有企业作为控制组,采用双重差分法来检验国有资本经营预算制度对国有企业利润的影响。

设置分组虚拟变量  $rate_i$  和年度虚拟变量  $post_t$ 。根据上缴比例对样本进行分组,当企业性质为国有且属于第一类企业时,  $rate_i=0.1$ , 当企业性质为国有且属于第二类企业时,  $rate_i=0.05$ , 其他情况下  $rate_i=0$ 。由于2007年的国有资本经营预算试点覆盖了征收范围内的所有国企,因此将政策开始实施的年份设为2007年,当  $t \geq 2007$  时,  $post_t=1$ ;  $t < 2007$  时,  $post_t=0$ 。基于以上分析,实证模型设定如下:

$$Y_{it} = \alpha + \beta \times rate_i \times post_t + \gamma X_{it} + \lambda_t + \mu_i + \varepsilon_{it} \quad (1)$$

其中,被解释变量  $Y_{it}$  表示国有企业利润水平,本文选取国资委用来评价国企业绩的净资产收益率(ROE)来衡量企业利润水平,下标  $i$  和  $t$  分别表示上市公司  $i$  和年份  $t$ ,控制了时间固定效应  $\lambda_t$  和个体固定效应  $\mu_i$ ,  $\varepsilon_{it}$  为随机扰动项。本文借鉴夏立军和方铁强(2005)、宋立刚和姚洋(2005)以及张祥建等(2015)的做法,加入以下控制变量( $X_{it}$ ):(1)公司规模(Size),为总资产的对数值;(2)财务杠杆(Lev),为负债总额与资产总额的比值;(3)公司成长性(Grow),即(本期主营业务收入-上期主营业务收入)/上期主营业务收入;(4)经营现金流(CFO),为经营活动产生的现金流净额与总资产的比值。各主要变量的统计性描述见表1。模型中交互项  $rate_i \times post_t$  的系数  $\beta$  为本文所检验的政策净效果。

表1 主要变量的统计性描述

|       | 变量   | 观测值    | 均值     | 标准差   | 最小值    | 最大值    |
|-------|------|--------|--------|-------|--------|--------|
| 被解释变量 | ROE  | 9 021  | 0.069  | 0.068 | -0.185 | 0.236  |
| 控制变量  | Size | 10 296 | 21.372 | 1.323 | 10.842 | 30.098 |
|       | Lev  | 9 360  | 0.498  | 0.170 | 0.123  | 0.857  |
|       | Grow | 8 571  | 0.162  | 0.245 | -0.346 | 0.932  |
|       | CFO  | 9 119  | 0.050  | 0.057 | -0.091 | 0.178  |

#### 四、研究结果及分析

首先,直观地检验国有资本经营预算制度的实施效果。图2描述了实验组和控制组的净资产收益率均值的时间演变趋势。可以看到,在《管理办法》实施前,实验组和控制组的净资产收益率均值的变动幅度基本一致,《管理办法》实施后两组的净资产收益率均值的发展趋势开始分化。2007年实验组净资产收益率均值的增长幅度相对控制组有所放缓,<sup>①</sup>2008年受宏观经济环境的影响,实验组和控制组的净资产收益率均值均发生了大幅下滑,但明显实验组的下降幅度更大,两组的发展趋势产生了明显分化。图2一定程度上可以说明在政策实施前实验组和控制组拥有共同的发展趋势,且政策实施对国有企业利润率产生了负面效果。

<sup>①</sup> 2007年实验组净资产收益率的变动幅度与控制组差异较小,主要是因为《管理办法》颁布并实施的时间为2007年年底,对企业2007年的生产经营活动影响较小,政策实施存在滞后性。

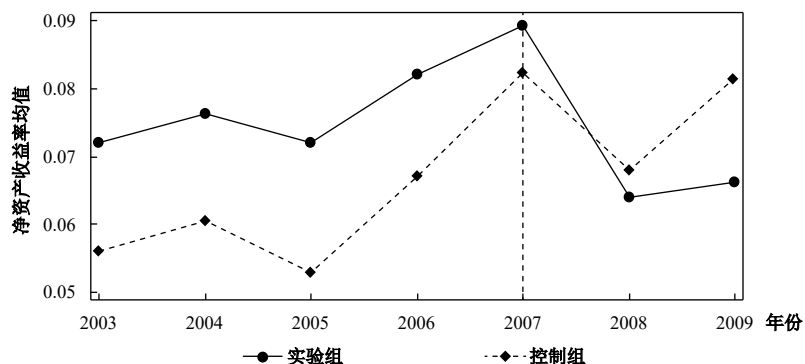


图2 实验组和控制组的净资产收益率均值的时间演变趋势

(一)基准回归结果与分析

根据公式(1)考察国有资本经营预算制度对国有企业净资产收益率的影响。回归(1)初步估计了政策效果,控制了个体固定效应和时间固定效应,在此基础上回归(2)加入了控制变量,控制了企业微观层面影响利润水平的因素。为了解决双重差分法存在的序列相关性问题,回归(3)将稳健标准误聚类到了省级层面(Bertrand等,2004)。回归结果见表2。

表2 基准回归结果

| 变量                        | (1)ROE                | (2)ROE                | (3)ROE                |
|---------------------------|-----------------------|-----------------------|-----------------------|
| <i>rate</i> × <i>post</i> | -0.2744***<br>(0.046) | -0.1996***<br>(0.047) | -0.1996***<br>(0.049) |
| 常数项                       | 0.0649***<br>(0.002)  | -0.0636<br>(0.077)    | -0.0636<br>(0.073)    |
| 控制变量                      | No                    | Yes                   | Yes                   |
| 个体固定效应                    | Yes                   | Yes                   | Yes                   |
| 时间固定效应                    | Yes                   | Yes                   | Yes                   |
| 聚类                        | 个体                    | 个体                    | 省级                    |
| 观测值                       | 9 021                 | 6 665                 | 6 665                 |
| R <sup>2</sup>            | 0.029                 | 0.102                 | 0.102                 |

注:\*\*\*、\*\*、\*分别表示1%、5%、10%的统计显著性水平,括号内为稳健标准误。下表统同。

根据表2可以发现,三次回归中交互项*rate*×*post*的估计系数均在1%的水平上显著为负,聚类到省级后估计结果无较大变化,结果具有稳健性,说明国有资本经营预算制度的实施显著降低了国有企业的净资产收益率,对国有企业利润水平产生了负面影响,假设1得证。

(二)平行趋势检验

双重差分法估计结果的有效性依赖于平行趋势假设,换言之,如果在政策实施前实验组相对于控制组的净资产收益率已经开始变化,那么估计结果可能是有误的。若控制组与实验组在政策发生变化之前的趋势相同,那么可以认为实验组的“反事实”趋势与控制组相同,此时估计的政策净效果才是无偏的。前文已经通过统计描述发现实验组和控制组的净资产收益率均值在政策实施前的演变趋势相同,本文在此用“事件-时间”变量(*year-wise variables*)替换(1)式中的交互项,通过DID的扩展模型进一步检验平行趋势:

$$Y_{it} = \alpha + \beta_k \times \sum_{k=-3}^2 rate_i \times D_{t_0}^k + \gamma X_{it} + \lambda_i + \mu_t + \varepsilon_{it} \quad (2)$$

其中, $D_{t_0}^k$ 是一系列的时间虚拟变量, $t_0$ 为政策开始变化的年份,即2007年, $k$ 表示政策实施的第

$k$  年(由样本时间跨度可知,  $k=-3, \dots, 0, 1, 2$ ), 当  $t-t_0=k$  时,  $D_0^k$  为 1, 否则为 0; 分组虚拟变量  $rate_i$  及其余变量均与(1)式相同。交互项的估计系数  $\beta_k$  表示第  $k$  年实验组和控制组净资产收益率变化趋势的差异。

图 3 画出了(2)式中  $\beta_k$  的估计值及其在 95% 水平上的置信区间, 展示了国有资本经营预算制度的实施对净资产收益率的动态影响。可以看出, 在 2007 年之前实验组和控制组的净资产利润率变动没有显著差异, 符合平行趋势假设。同时 2007 年后实验组的净资产收益率相对控制组显著下降, 与基准结果相同, 证实了结果的有效性。

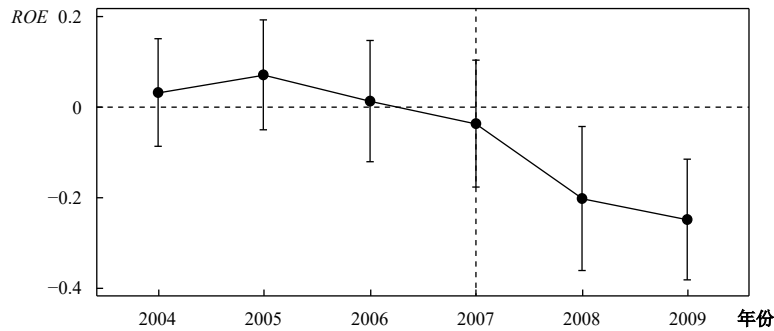


图 3 净资产收益率的平行趋势检验

### (三) 路径解释

国有资本经营预算制度的实施改变了国有企业管理者的行为, 使管理者更容易偏离企业价值最大化的目标而谋取私利, 国有资本收益的“体内循环”又引发了“搭便车”行为, 两者都会增加管理者通过关联交易等方式转移企业利润的行为, 导致企业利润率下降。为了证明这一路径, 本文用国有企业的真实活动盈余管理程度来衡量国有企业上市公司管理层的转移利润行为。管理者可以通过盈余管理来获取收益, 盈余管理程度越高, 说明管理者转移利润行为越多, 从中获取的收益越多(Leuz 等, 2003)。企业进行盈余管理的方式有两种: 一是使用会计方法改变企业的盈余水平, 这种方式不涉及真实的交易活动, 不会改变企业现金流; 二是真实活动盈余管理, 企业通过刻意构造真实的交易活动来改变当期报告的盈余水平, 这种方法会直接影响企业的现金流水平。随着上市公司财务制度和监管机制越来越完善, 企业通过会计方法调整报告盈余的难度和风险越来越大, 相较之下真实活动盈余管理的隐蔽性更好, 因此国有企业更倾向于真实活动盈余管理(李增福等, 2011)。

本文借鉴 Roychowdhury(2006)以及 Cohen 和 Zarowin(2010)的方法, 采用企业真实活动盈余管理程度衡量国有企业管理者转移利润的程度。该方法包括三个步骤, 首先是计算实际值, 其次是估计正常值, 最后通过实际值和正常值的差值计算企业真实活动盈余管理程度。

实际值的计算包括企业销售活动、生产成本(*Production Cost*)和酌量性费用(*Discretionary Expenses*)三部分, 其中企业销售活动用经营活动现金流量  $CFO_{it}^1$  衡量, 生产成本  $PROD_{it}$  用销售成本与存货变动之和衡量, 酌量性费用  $DISEXP_{it}$  用销售费用和管理费用之和衡量。

经营现金流量正常值模型:

$$CFO_{it}^1/A_{it-1} = \alpha_1 \times (1/A_{it-1}) + \alpha_2 \times (\Delta Sale_{it}/A_{it-1}) + \alpha_3 \times (Sale_{it}/A_{it-1}) + \varepsilon_{it} \quad (3)$$

生产成本正常值模型:

$$PROD_{it}/A_{it-1} = \alpha_1 \times (1/A_{it-1}) + \alpha_2 \times (\Delta Sale_{it}/A_{it-1}) + \alpha_3 \times (Sale_{it}/A_{it-1}) + \alpha_4 \times (\Delta Sale_{it-1}/A_{it-1}) + \varepsilon_{it} \quad (4)$$



酌量性费用正常值模型：<sup>①</sup>

$$DISEXP_{it}/A_{it-1} = \alpha_1 \times (1/A_{it-1}) + \alpha_2 \times (Sale_{it-1}/A_{it-1}) + \varepsilon_{it} \quad (5)$$

式中  $Sale_{it}$ 、 $Sale_{it-1}$  为企业  $i$  在  $t$ 、 $t-1$  年的销售收入， $\Delta Sales_{it}$ 、 $\Delta Sale_{it-1}$  为企业  $i$  在  $t$ 、 $t-1$  年的销售收入增加额， $A_{it-1}$  为企业  $i$  在  $t-1$  年的总资产。经营现金流、生产成本和酌量性费用的正常值分别为式(3)、式(4)和式(5)的拟合值，然后用实际值减去拟合值可以得到异常的经营现金流  $DCFO_{it}$ <sup>1</sup>、生产成本  $DPROD_{it}$  和酌量性费用  $DDISEXP_{it}$ ，即式(3)、式(4)和式(5)中的残差项。最终根据真实活动盈余管理总额模型可以得到企业真实活动盈余管理程度  $DREM_{it}$ ， $DREM_{it}$  代表了企业为达到特定的利润目标而进行的操纵行为的程度。真实活动盈余管理总额模型为：<sup>②</sup>

$$DREM_{it} = DPROD_{it} - DCFO_{it}^1 - DDISEXP_{it} \quad (6)$$

本文借鉴阮荣平等(2014)的做法，通过检验国有资本经营预算制度是否对国有企业管理层转移利润行为有影响来验证国有资本经营预算制度对国企利润的作用机制。

使用双重差分模型(1)式来检验国有资本经营预算制度对国有企业管理层转移利润行为的影响，其中  $Y_{it}$  为计算出的  $DREM_{it}$ 。回归结果见表3，列(1)、列(2)和列(3)逐步加入了企业固定效应、时间固定效应和控制变量，改变了聚类水平。可以看出，交互项  $rate \times post$  的估计系数显著为正，<sup>③</sup>说明国有资本经营预算制度实施后，国有企业通过真实活动进行盈余管理的程度显著提高，意味着管理层转移利润的行为显著增加，假设2得证。这一结果表明，国有资本经营预算制度确实影响了管理者的行为和选择，增加了管理层转移利润的行为，滋生了新的代理问题，管理层转移利润行为的增加是国有资本经营预算制度影响国企利润的重要机制。

表3 真实活动盈余管理程度回归结果

| 变量                        | (1) <i>DREM</i>       | (2) <i>DREM</i>       | (3) <i>DREM</i>       |
|---------------------------|-----------------------|-----------------------|-----------------------|
| <i>rate</i> × <i>post</i> | 0.3863***<br>(0.120)  | 0.2115**<br>(0.106)   | 0.2115**<br>(0.093)   |
| 常数项                       | -0.0896***<br>(0.005) | -1.4969***<br>(0.162) | -1.4969***<br>(0.156) |
| 控制变量                      | No                    | Yes                   | Yes                   |
| 个体固定效应                    | Yes                   | Yes                   | Yes                   |
| 时间固定效应                    | Yes                   | Yes                   | Yes                   |
| 聚类                        | 个体                    | 个体                    | 省级                    |
| 观测值                       | 8 119                 | 6 833                 | 6 833                 |
| $R^2$                     | 0.024                 | 0.203                 | 0.203                 |

综合以上分析，国有资本经营预算制度的实施会显著提高管理者通过真实活动盈余管理操控利润的程度，导致管理者转移利润行为增加，而管理者转移利润行为的增加又会直接导致国有企业的部分净利润被隐藏，国有企业净资产收益率下降，最终表现为国有资本经营预算制度的实施对国有企业的利润水平产生了负面影响。至此，路径得以证明。

可见，要想有效发挥国有资本经营预算制度对国有企业代理问题的抑制作用并且为政府财政收入提供长久的支持，就必须遏制国企管理层的转移利润行为。企业的治理水平与管理层进

① 本文在式(3)、式(4)和式(5)的实际回归中控制了企业固定效应。

② 当企业进行盈余管理时，对经营现金净流量和酌量性费用的调整方向与生产成本的调整方向相反，因此(6)式的本质是对三者的绝对值进行加总。 $DREM$ 本质上表示实际操纵的金额占资产总额的比重。

③ 由于  $rate \times post$  并非通常双重差分中的 0、1 变量，因此国有企业上缴利润对管理层转移利润行为影响的实际效果为  $\beta \times rate$ 。

行盈余管理的程度存在着内在联系(Leuz等, 2003), 提高企业治理水平可以抑制管理层转移利润的倾向并减少其可操纵的空间, 提升企业价值(白重恩等, 2005)。因此, 在我国国有企业治理水平较低的状况下, 要想遏制国企管理层的利润转移行为, 就要加快建立现代企业制度, 完善国有企业的内外部治理结构以提高国有企业的治理水平(郝书辰等, 2011)。

## 五、稳健性检验

### (一) 稳健性检验

1. 敏感性检验。首先, 检验衡量口径的敏感性, 使用主营业务资产收益率(*CROA*)和经济增加值(*Eva*)代替 *ROE*; 其次, 检验样本选择的敏感性, 剔除了金融和保险类上市公司样本; 第三, 检验政策时点设置的敏感性, 将政策开始年份设为 2008 年; 第四, 排除控制组的选取对结果的影响, 以未纳入征收范围的国有企业以及暂缓上交或免交的国有企业作为控制组; 最后, 为了增加结论的可信度, 将样本时间范围扩大至 2015 年。本文采取了两种办法来尽可能防止改革效果的混淆, 一种是将之后改革中新纳入征收范围的国企逐步加入实验组, *rate* 的赋值随上缴比例的提高而提高, 另一种是将新纳入征收范围的国有企业从原控制组中剔除, *rate* 赋值同上。回归结果表明, 以上因素均不影响本文结论的可信度。详见表 4。

2. 排除金融危机的影响。一是将经营出口业务的企业样本剔除, 只选择受金融危机冲击较小的非出口企业作为有效样本(Liu 和 Mao, 2019), 二是加入行业随时间变化的趋势和地区随时间变化的趋势来控制金融危机对不同行业、不同地区的不同影响(申广军等, 2016), 以及加入国企随时间变化的趋势来控制国企和非国企随时间变化的不同特征。结果表明, 金融危机不会影响上文结果, 本文结论稳健。表 4 的回归(1)为剔除出口企业样本的回归结果, 回归(2)–(5)为控制行业、地区和国企随时间变化趋势的回归结果。从回归结果来看, 交互项 *rate* × *post* 的估计系数均未发生显著变化, 说明金融危机不会影响上述结果, 本文结论稳健。

表 4 稳健性检验: 排除金融危机的影响

|                           | 剔除出口企业             | 控制地区、行业和国企随时间变化的趋势  |                     |                     |                     |
|---------------------------|--------------------|---------------------|---------------------|---------------------|---------------------|
|                           | (1) <i>ROE</i>     | (2) <i>ROE</i>      | (3) <i>ROE</i>      | (4) <i>ROE</i>      | (5) <i>ROE</i>      |
| <i>rate</i> × <i>post</i> | -0.2483*** (0.066) | -0.2014*** (-4.126) | -0.1863*** (-3.818) | -0.2422*** (-4.704) | -0.2336*** (-4.526) |
| 常数项                       | -0.0850 (0.114)    | -0.0656 (-0.917)    | -0.0857 (-1.224)    | -0.0662 (-0.908)    | -0.0908 (-1.275)    |
| 控制变量                      | Yes                | Yes                 | Yes                 | Yes                 | Yes                 |
| 个体固定效应                    | Yes                | Yes                 | Yes                 | Yes                 | Yes                 |
| 时间固定效应                    | Yes                | Yes                 | Yes                 | Yes                 | Yes                 |
| 地区随时间变化的趋势                | No                 | Yes                 | No                  | No                  | Yes                 |
| 行业随时间变化的趋势                | No                 | No                  | Yes                 | No                  | Yes                 |
| 国企随时间变化的趋势                | No                 | No                  | No                  | Yes                 | Yes                 |
| 聚类                        | 省级                 | 省级                  | 省级                  | 省级                  | 省级                  |
| 观测值                       | 3 209              | 6 665               | 6 665               | 6 665               | 6 665               |
| <i>R</i> <sup>2</sup>     | 0.109              | 0.138               | 0.113               | 0.104               | 0.150               |

### (二) 异质性检验

#### 1. 考察不同规模企业受到国有资本经营预算制度的影响

本文以企业规模的均值为分割点, 通过(7)式的交互项系数来考察“一刀切”的上缴比例对不同规模企业净资产收益率的影响, 检验国有资本经营预算制度是否产生了“鞭打快牛”现象。

$Group_{it}$  为企业规模的分组变量,当企业规模大于平均水平时,  $Group_{it}=1$ , 对应的样本为大规模企业组;当企业规模小于平均水平时,  $Group_{it}=0$ , 对应样本为小规模企业组。被解释变量  $Y_{it}$  为净资产收益率  $ROE$ , 其余变量与上文一致。

$$Y_{it} = \alpha + \beta \times rate_{it} \times post_{it} \times Group_{it} + \gamma X_{it} + \lambda_i + \mu_i + \varepsilon_{it} \quad (7)$$

表5列(1)为回归结果,可以看到,交互项  $rate \times post \times Group$  的估计系数显著为负,说明企业规模大于均值水平的实验组,其净资产收益率受到国有资本经营预算制度的负面影响相对小规模实验组更大。回归结果表明,“一刀切”的上缴比例导致大规模企业的净资产收益率下降程度更严重,形成了“鞭打快牛”现象。

表5 异质性检验

| 变量                              | (1)ROE                | (2)DREM               |
|---------------------------------|-----------------------|-----------------------|
| $rate \times post \times Group$ | -0.1250***<br>(0.035) | 0.3028***<br>(0.078)  |
| 常数项                             | -0.0891<br>(0.081)    | -1.5830***<br>(0.182) |
| 控制变量                            | Yes                   | Yes                   |
| 个体固定效应                          | Yes                   | Yes                   |
| 时间固定效应                          | Yes                   | Yes                   |
| 聚类                              | 省级                    | 省级                    |
| 观测值                             | 6 665                 | 6 833                 |
| $R^2$                           | 0.107                 | 0.206                 |

## 2. 考察不同规模企业管理层转移利润行为的变化

上文证明了国有资本经营预算制度的实施导致了管理层的转移利润行为显著增加,而且发现一刀切的上缴比例使得大规模企业的净资产收益率下降程度要比小规模企业更严重,也就是说,国有资本经营预算制度实施后,大规模国有企业通过盈余管理操控利润的程度要比小规模国企更高。为了验证这一解释,本文以  $DREM$  为被解释变量,利用模型(7)来检验国有资本经营预算制度对不同规模企业转移利润行为的异质性影响。

表5列(2)报告了回归结果,可以看出,交互项  $rate \times post \times Group$  的估计系数显著为正,说明政策实施后大规模实验组的盈余管理程度相对小规模实验组显著地增加了。因此大规模国企更倾向于隐藏企业净利润以减少上缴国家的国有资本收益规模,导致其利润率下降更严重,即产生了“鞭打快牛”现象。

根据异质性检验的结果,由于国有资本经营预算制度“一刀切”的上缴比例没有考虑到企业的个体差异,导致资金需求较大的大规模国企为了将更多的净利润留在企业内部,通过增加盈余管理程度来隐藏企业利润,进而导致其净资产收益率相对于小规模国企下降程度更严重,产生了“鞭打快牛”的现象。可见国企治理水平较低仍是“鞭打快牛”产生的主要原因,提高国企的治理水平以遏制企业的转移利润行为迫在眉睫。

## 六、结 论

2015年,中共中央和国务院印发《关于深化国有企业改革的指导意见》指出,到2020年,要在国有企业改革重要领域和关键环节取得决定性成果,其中重要的一个方面就是健全法人治理结构。因此,完善国有企业法人治理结构是当前国有企业改革的重要任务。从实际情况来看,目前我国不少国有企业尚未形成有效的治理结构,治理水平有限,过度投资和在职消费等问题还

十分突出。2007年我国开始针对国有企业利润收取国有资本收益。理论上,收取国有资本收益不仅有助于改善国有企业的代理问题,同时还可以增加政府预算收入,缓解财政压力,助力减税降费政策落实到位。但是由于我国国有企业当前的治理结构很不完善,治理水平较低,强制国有企业上缴利润反而会滋生新的代理问题。

本文利用2003—2009年上市公司A股数据,以国有资本经营预算制度实施为政策冲击,用双重差分法研究了国有资本经营预算制度对国有企业利润的影响。研究发现:第一,国有资本经营预算制度的实施显著降低了国有企业的净资产收益率,对国有企业的利润水平产生了负面影响;第二,通过机制分析发现,强制国有企业上缴利润和收益“体内循环”会增加国企管理层转移利润行为,导致国企利润率下降;第三,“一刀切”的上缴比例导致大规模国企的利润率下降幅度更大,产生了“鞭打快牛”现象。

综上所述,尽管国有资本经营预算制度可以通过减少国有企业可自由支配的现金流来改善国企的代理问题,但是限于我国国企的治理水平,这一政策反而导致了国企内部滋生了新的代理问题,使管理层转移利润的行为显著增加,最终带来企业利润率下降。可见,目前我国国有企业较低的治理水平严重影响了国企改革的效果,国企改革必须将完善国企治理结构和提高国企治理水平作为现阶段的重要任务。为了提高国企治理水平,进一步强化国有资本经营预算制度的政策效果,应从以下几方面入手:

首先,加快建立现代企业制度,在积极推进国企混合所有制改革的过程中,将党组织治理有机地嵌入公司治理结构中,有效发挥党组织对公司治理的积极作用(王曙光等,2019)。

其次,完善监管机制,加强外部监管力度(郝颖等,2018;胡志颖和余丽,2019),建立国有企业的问责机制(鲁桐,2018),有效约束代理人偏离企业价值最大化的行为,以充分发挥出国有资本经营预算制度减少国企代理成本的效果。

再次,在压缩管理层可操作空间的同时给予其充分的激励,可以通过股权激励等方式尽可能地让管理者的个人利益与公司价值创造和股东效用最大化的目标一致(张楠和卢洪友,2017),弱化转移利润带给管理者的激励,减少其转移利润行为,激励其按照真实利润足额上缴国有资本收益,增加国有资本预算收入,为财政收入提供持久保障。

最后,完善国有资本经营预算制度,合理安排收支。可以适当增加国有资本收益调入一般公共预算和补充全国社会保障基金的比例,这样既可以减轻政府民生领域的支出负担,实现国有收益全民共享,又可以减少回流国企的现金流,缓解“搭便车”行为。

#### 主要参考文献:

- [1]白重恩,刘俏,陆洲,等.中国上市公司治理结构的实证研究[J].经济研究,2005,(2):81-91.
- [2]陈冬华,陈信元,万华林.国有企业中的薪酬管制与在职消费[J].经济研究,2005,(2):92-101.
- [3]方军雄.高管权力与企业薪酬变动的非对称性[J].经济研究,2011,(4):107-120.
- [4]郝书辰,陶虎,田金方.不同股权结构的国有企业治理效率比较研究——以山东省为例[J].中国工业经济,2011,(9):130-139.
- [5]郝颖,谢光华,石锐.外部监管、在职消费与企业绩效[J].会计研究,2018,(8):42-48.
- [6]胡志颖,余丽.国家审计、高管隐性腐败和公司创新投入——基于国家审计报告的研究[J].审计与经济研究,2019,(3):1-12.
- [7]李宝宝,黄寿昌.国有企业管理层在职消费的估计模型及实证检验[J].管理世界,2012,(5):184-185.
- [8]李寿喜.产权、代理成本和代理效率[J].经济研究,2007,(1):102-113.

- [9]李增福,董志强,连玉君. 应计项目盈余管理还是真实活动盈余管理?——基于我国 2007 年所得税改革的研究[J]. 管理世界,2011,(1): 121-134.
- [10]刘启亮,李增泉,姚易伟. 投资者保护、控制权私利与金字塔结构——以格林柯尔为例[J]. 管理世界,2008,(12): 139-148.
- [11]刘小玄. 现代企业的激励机制: 剩余支配权[J]. 经济研究,1996,(5): 3-11.
- [12]刘星,徐光伟. 政府管制、管理层权力与国企高管薪酬刚性[J]. 经济科学,2012,(1): 86-102.
- [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]. 经济学动态,2016,(4): 23-36.
- [14]鲁桐.《OECD 国有企业公司治理指引》修订及其对中国国企改革的启示[J]. 国际经济评论,2018,(5): 119-134.
- [15]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): 139-148.
- [16]平新乔,范瑛,郝朝艳. 中国国有企业代理成本的实证分析[J]. 经济研究,2003,(11): 42-53,92.
- [17]钱雪松,孔东民. 内部人控制、国企分红机制安排和政府收入[J]. 经济评论,2012,(6): 15-24,64.
- [18]阮荣平,郑风田,刘力. 信仰的力量: 宗教有利于创业吗?[J]. 经济研究,2014,(3): 171-184.
- [19]申广军,陈斌开,杨汝岱. 减税能否提振中国经济?——基于中国增值税改革的实证研究[J]. 经济研究,2016,(11): 70-82.
- [20]宋立刚,姚洋. 改制对企业绩效的影响[J]. 中国社会科学,2005,(2): 17-31,204.
- [21]孙刚. 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[J]. 经济理论与经济管理,2015,(4): 30-43.
- [22]孙晓华,李明珊. 国有企业的过度投资及其效率损失[J]. 中国工业经济,2016,(10): 109-125.
- [23]唐雪松,周晓苏,马如静. 上市公司过度投资行为及其制约机制的实证研究[J]. 会计研究,2007,(7): 44-52,96.
- [24]唐雪松,周晓苏,马如静. 政府干预、GDP 增长与地方国企过度投资[J]. 金融研究,2010,(8): 33-48.
- [25]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]. 经济学动态,2014,(8): 70-77.
- [26]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): 58-65,97.
- [27]王曙光,冯璐,徐余江. 混合所有制改革视野的国有股权、党组织与公司治理[J]. 改革,2019,(7): 27-39.
- [28]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): 88-95.
- [29]夏立军,方轶强. 政府控制、治理环境与公司价值——来自中国证券市场的经验证据[J]. 经济研究,2005,(5): 40-51.
- [30]谢清喜,王瑞英. 中国上市公司内部人控制与非公平关联交易的实证分析[J]. 经济评论,2004,(4): 113-117.
- [31]鄢伟波,邓晓兰. 国有企业高管薪酬管制效应研究——对高管四类反应的实证检验[J]. 经济管理,2018,(7): 56-71.
- [32]张洪辉,王宗军. 政府干预、政府目标与国有上市公司的过度投资[J]. 南开管理评论,2010,(3): 101-108.
- [33]张楠,卢洪友. 薪酬管制会减少国有企业高管收入吗——来自政府“限薪令”的准自然实验[J]. 经济学动态,2017,(3): 24-39.
- [34]张维迎,马捷. 恶性竞争的产权基础[J]. 经济研究,1999,(6): 11-20.
- [35]张祥建,徐晋,徐龙炳. 高管精英治理模式能够提升企业绩效吗?——基于社会连带关系调节效应的研究[J]. 经济研究,2015,(3): 100-114.
- [36]张屹山,王广亮. 论国有企业改革的根本问题是解决委托代理关系[J]. 中国工业经济,2001,(11): 63-70.
- [37]邹薇,钱雪松. 融资成本、寻租行为和企业内部资本配置[J]. 经济研究,2005,(5): 64-74.
- [38]Bertrand M, Duflo E, Mullainathan S. How much should we trust differences-in-differences estimates?[J]. *The*

- [Quarterly Journal of Economics](#), 2004, 119(1): 249–275.
- [39]Cohen D A, Zarowin P. Accrual-based and real earnings management activities around seasoned equity offerings[J]. [Journal of Accounting and Economics](#), 2010, 50(1): 2–19.
- [40]Faccio M, Lang L H P, Young L. Dividends and expropriation[J]. [The American Economic Review](#), 2001, 91(1): 54–78.
- [41]Jensen M C. Agency costs of free cash flow, corporate finance, and takeovers[J]. [The American Economic Review](#), 1986, 76(2): 323–329.
- [42]Jian M, Wong T J. Propping through related party transactions[J]. [Review of Accounting Studies](#), 2010, 15(1): 70–105.
- [43]Kuijs L, Mako W, Zhang C L. SOE dividends: How much and to whom[R]. World Bank Policy Note, Working Paper No.56651, 2005.
- [44]Lang L H P, Litzenberger R H. Dividend announcements: Cash flow signalling vs. Free cash flow hypothesis?[J]. [Journal of Financial Economics](#), 1989, 24(1): 181–191.
- [45]Leuz C, Nanda D, Wysocki P D. Earnings management and investor protection: An international comparison[J]. [Journal of Financial Economics](#), 2003, 69(3): 505–527.
- [46]Liu Y Z, Mao J. How do tax incentives affect investment and productivity? Firm-level evidence from China[J]. [American Economic Journal: Economic Policy](#), 2019, 11(3): 261–91.
- [47]Roychowdhury S. Earnings management through real activities manipulation[J]. [Journal of Accounting and Economics](#), 2006, 42(3): 335–370.
- [48]Rozeff M S. Growth, beta and agency costs as determinants of dividend payout ratios[J]. [Journal of Financial Research](#), 1982, 5(3): 249–259.

## State-owned Capital Gains, Profit Shifting and State-owned Enterprises' Profits

Guo Yannan, Li Haonan

*(School of Public Finance and Tax, Central University of Finance and Economics, Beijing 102206, China)*

**Summary:** In 2015, the Central Committee of the Communist Party of China and the State Council issued the “Guiding Opinions on Deepening the Reform of State-owned Enterprises”, pointing out that by 2020, decisive results will be achieved in the important fields and key links of the reform of State-owned Enterprises (SOEs). One of the important aspects is to improve the corporate governance structure of SOEs, which is the important task of state-owned enterprise reform at present. Actually, many SOEs in China have not yet formed an effective governance structure, and the level of governance is limited.

As the pillar of China’s national economy, the development of SOEs is of vital importance to the sustained and healthy development of China’s economy and the building of the socialist modernized country. However, there are serious agency problems in China’s SOEs, such as on-the-job consumption, excessive investment and profit shifting, which have led to huge efficiency losses. Western scholars generally hold that dividends can alleviate agency problems between business owners and managers effectively, moreover, increase corporate value. Some scholars in China have also found that the dividend payout of SOEs can bring about the

reduction of free cash flow and the increase of supervision from external financing market, thus reducing agency costs and increases the value of SOEs. On the realistic condition provided by the fact that SOEs' profits are increasing sharply, the call for SOEs to pay dividends to the state is getting higher and higher. In this context, China promulgated the "Administration Ordinance of Charging State-owned Capital Gains" (CQ [2007] No.309) in 2007, and began to collect state-owned capital gains.

However, the current governance structure of SOEs in China cannot effectively restrain the behavior of management. In such a governance environment, forced gains payout of SOEs may breed new agency problems and enhance the profit shifting behavior of management, which would worsen corporate governance and lead to a decline in the profit of SOEs. This kind of worry is not unreasonable. After the implementation of the "Administrative Ordinance", the total profit of SOEs did not continue its growth tendency and began to decline. This fact confirms the increase in the profit shifting behavior of SOEs' management to some extent. But, there is not only no empirical test on this mechanism in the existing researches, but also less literature on the impact of charging state-owned capital gains on the profit of SOEs. So, this paper attempts to verify this mechanism and test the impact of the "Administration Ordinance" on the profit of SOEs.

This paper uses the Difference-in-Differences method to evaluate the impact on the profit of SOEs, taking the "Administration Ordinance" as a policy shock with the A-share data of listed companies from 2003 to 2009. The study finds that: First, the implementation of the "Administration Ordinance" has a negative impact on the profit of SOEs, significantly reducing the rate of return on common stockholders' equity (ROE) of SOEs. Second, through the mechanism analysis, we find that forced gains payout of SOEs and gains' circulating in the body has increased the management's behavior to turn over profits under the current governance level of SOEs, resulting in the decline in the ROE of SOEs. Third, the "one size fits all" rate of gains payout has made more decrease in ROE of large-scale SOEs than small-scale ones, which is called the unfair punishment of "whipping the fast and hard-working".

The marginal contribution of this paper is mainly reflected in: (1) Most of the existing empirical research studies the effect of dividends payout on SOEs, but little discusses the effect of the "Administration Ordinance" on SOEs, and even more rare about the influence on the profit of SOEs. This paper uses the Difference-in-Differences method to evaluate the impact of the implementation of the "Administration Ordinance" on the profit of SOEs, which will enrich the study in this area. (2) Although some scholars have suggested that forced gains payout may increase the profit shifting behavior of management, thus leading to the decline in the profit of SOEs, there is no empirical evidence to support this mechanism. This paper takes the degree of real activity earnings management as the measure of the profit shifting behavior of management, and empirically tests this mechanism.

**Key words:** state-owned capital gains; SOEs' profits; profit shifting; earnings management

(责任编辑 石头)