

内部人控制、国企分红机制安排和政府收入

钱雪松 孔东民*

摘要: 本文构造了一个内生化的国企内部人行为的代理模型,引入政府强制征收红利因素,考察了最优分红比例和红利征收处置问题。分析表明,政府收入与分红比例呈现倒U型关系:在红利支付比例超过一定门槛值之后,继续提高分红比例会降低政府红利收入。本文强调了国企分红机制安排的重要性,其一,红利征收部门要有激励和能力提升公司治理以缓解内部人控制问题,避免国企出现无红可分局面;其二,处置红利收入时防止国企利润在国有经济部门内部低效循环,尽量将其导出国企部门,以降低国企争夺红利引致的搭便车激励和寻租行为的负面影响。

关键词: 红利支付 内部人控制 公司治理

一、引言

大多数公司治理文献都强调公司董事会、着力于保护外部投资者的法律和大股东等机制对加强公司治理的作用(Hermalin and Weisbach, 1998; La Porta, Lopez-de-Silanes, Shleifer and Vishny, 1998; Morck, Shleifer and Vishny, 1988)。实际上,经济实践中政府通过公司所得税和流转税从公司获取收入,因而与股东和员工类似,政府也是分割公司派(Corporate Pie)的利益相关者。但长期以来,运用经济学方法将政府行为和公司治理结合起来的研究进展比较缓慢。Desai、Dyck 和 Zingales(2007)构造了一个代理模型,引入企业管理者的转移利润行为,得出政府税收和公司治理机制相互作用的结论。该模型将政府税收和公司治理机制结合起来考察,是一个有益尝试;但该模型从经济发达国家的经济实践出发,没有考虑转轨经济中政府和国有企业分割国企利润的特有现象,未涉及到公司治理因素如何影响国有企业公司派分割问题,也没有探讨“向谁分红”、“国企红利收入处置”等国企分红制度设计问题。

实际上,许多国家都活跃着国有企业(以下简称国企),国企的国有属性使其公司派的分割变得复杂。特别在我国,国企和国家之间的利益关系是困扰我国经济体制改革的一个老问题。早在改革开放之初,为了改变“统收统支”、吃大锅饭的状况,国家扩大了国企管理者的管理权限,允许国企通过各种利润留存形式保留利润,这虽然调动了国企管理者的积极性,但导致政府从国企获得的收入急剧减少。接下来国家又尝试了利改税、承包制等形式,试图在增强国企员工激励的同时让政府能够获得相应财政收入。1994年政府制定实施的“税利分流”制度确定了国企和国家之间利益关系的基调:一方面,作为社会管理者,政府强制征收企业收入所得税;另一方面,作为国企的出资人,国家可以通过红利、租金等形式参与国企税后利润的分配。然而,自1994年税制改革到2006年,虽然处于石油化工、电信、电力等垄断行业的国企创造了大量利润,但大多数国企都未向国家分红。

2005年10月,世界银行发表了题为《国企分红:分多少?分给谁?》的研究报告,引发了国内理论界和实

* 钱雪松,华中科技大学经济学院,邮政编码:430074,电子信箱:qianxuesong2008@163.com;孔东民,华中科技大学经济学院,邮政编码:430074,电子信箱:kongdongmin@yahoo.com.cn。

本文为国家自然科学基金项目“基于融资歧视和内部人控制的企业内外部资本配置研究”(71003035)的阶段性研究成果;并获得国家自然科学基金项目(71173078)、中央高校基本科研业务费(HUST: 2010AW024)和武汉市社会科学基金项目(whsk10020)的资助。感谢匿名审稿人提出的宝贵建议,当然文责自负。

务界对国企利润分配问题的探讨。2007 年底,财政部和国资委发布了《中央企业国有资本收益收取管理办法》,国有资本经营预算制度正式实施。这虽然标志着中央企业已开始向国家分红,但针对合理分红比例制定、红利收入处置等重要问题的争议不断,并且系统研究国企分红机制安排及其对政府红利收入影响的理论文献也比较少见。为此,本文将国企管理者的行为选择内生化的,通过分析政府收取红利对国企内部人行为施加影响的作用机制,进一步考察红利支付比例与政府红利收入的关系,并探讨“谁征收红利”、“如何处置红利收入”等制度设计问题,从而为进一步完善国企分红相关机制安排提供参考。

本文结构如下:第二部分是对相关文献的回顾,提出了模式构建的基本思想;第三部分构建了基本模型,分析了征收红利对国企内部人行为的影响,考察了红利收入和分红比例的关系,并给出了显性化数值模拟结果;第四部分扩展了基本模型以探讨国企分红制度设计问题;第五部分是本文的结论。

二、文献回顾

自 20 世纪末到 2007 年正式实施国有资本经营预算制度期间,我国国企利润丰厚却长期不向国家分红,这一不正常现象引起了学术界的密切关注。

高路易等(2006)指出,作为出资者,国家应该享受国企盈利带来的投资收益。他们强调,国企向国家支付红利不仅能够增加政府财力,而且能降低国企管理者控制的自由现金流量,缓解企业低效率投资。王石生(2006)通过对比分析世界各国国企分红实践,强调了我国国企长期不分红的不合理性,并指出,国企占有大规模利润而不向国家分红既是内部人控制问题的表现,又加剧了滥发奖金、转移国有资产等内部人控制问题。魏明海和柳建华(2007)、罗宏和黄文华(2008)关于我国国有上市公司的实证结果为该研究提供了经验支持,前者指出低现金股利政策促进了国企过度投资,后者强调支付现金股利可以显著降低国企高管人员的在职消费程度。上述研究剖析了为什么要求国企向国家支付红利,但没有考察如何实施国企分红的问题。实际上,国企分红实践的前提是必须回答“向谁分红”、如何确定分红比例、如何处置红利收入等三个核心问题^①。

其一,对于哪个政府部门征收红利的问题,主要争论是:应该由财政部还是国资委(抑或是其他政府机构)征收国企红利?一类观点认为,国企红利归属于国家,因而应由财政部负责征收;另一类观点认为,作为政府出资人代表,国资委理应承担征收。

其二,对于国企分红比例问题,华生认为国企的国有制本质决定了要“一刀切”;张文魁强调,由于一对一谈判成本太高,因而也主张“一刀切”;曹凤岐、罗建刚等则认为,企业在发展前景、赢利现状等方面存在差异,统一的红利支付比例会导致“鞭打快牛”问题,分红比例应该通过一对一谈判来确定。

其三,至于红利收入的用途也是众说纷纭,张文魁等主张应该将其纳入国有资本经营范畴,主要用于国企改制重组成本支出和发展国家战略性新兴产业,贾康等建议应该将国企红利收入纳入公共财政,投向教育、医疗、社会保障等民生领域。

显然,这些观点争论已经认识到国企分红是个棘手问题,会涉及到复杂的激励和机制设计问题,这对进一步研究很有启发。但值得指出的是,国内现有关于国企分红的探讨缺乏运用规范经济方法的理论分析。

在以美国为代表的发达资本主义国家,经过 20 世纪 80 年代的私有化浪潮,大多数国企都转变为私人企业,因而没有直接探讨国企分红的研究。但是,在 Modigliani 和 Miller(1958,1961)的开创性研究之后,一个重要的研究思路是引入代理问题、信息不对称等资本市场不完美因素探讨公司的红利支出政策。

一部分研究者从企业管理者和投资者之间的信息不对称出发,认为红利支付能够向投资者传递企业未来盈利能力的私人信息(Bhattacharya,1979; John and Williams,1985; Miller and Rock,1985; Allen, Bernardo and Welch,2000)。另外一个考察红利支付的研究视角从代理问题出发考虑问题。Jensen(1986)认识到,作为代理人,企业管理者有过度投资倾向,企业拥有的自由现金流量将降低企业的市场价值。Easterbrook(1984)强调,红利支付迫使现金流出企业,一方面减少了企业管理者掌握的自由现金流量,另一方面迫使将来需要融资的企业接受资本市场上投资者的监管,这两个因素都能增进企业价值。

^①实际上,对于此类问题的探讨多见于网络报纸等媒体,下面所列举观点来自于 2006 年 2 月 28 日《21 世纪经济报道》报道的曹凤岐、贾康、华生等学者关于国企分红的讨论。

然而,与上述研究探讨的成熟资本市场上私人企业支付红利的行为相比,我国现阶段国企向国家上缴红利的行为存在差异,具体分析如下:

其一,支付红利的动机存在差异。私人企业向投资者支付红利,可能是为了向市场投资者传递揭示价值信息的信号,但对于我国国企而言,由于其国有股权基本上不流通或者流通受到限制,国企管理者没有主动向国有股东分红以传递价值信息的激励。

其二,支付红利的公司治理背景不同。与私人企业相比,我国国企面临着更为复杂的治理问题。一方面,国企存在较为严重的代理问题,容易出现内部人控制,例如,刘小玄(1996)强调,国企的剩余索取权与最终控制权分离程度大,管理层代理问题显著;平新乔等(2003)指出,中国国企的代理成本相当于60%~70%的利润潜力。另一方面,国企一般处于非竞争性行业,不仅缺乏产品市场竞争的规制,而且没有比较基准,判断经营绩效进而实施激励契约的难度较大。因而,与私人公司的投资者可以通过市场力量迫使企业分红不同,有待完善的国企治理结构不足以迫使企业内部人将自由现金流量分配给国家,2007年之前国企长期不分红的事实也验证了这一点。

在国企本身没有激励、而且国企治理机制也不足以迫使其根据企业实际情况向国家分配红利的情形下,国家强制参与国企税后利润分配以履行所有者权利的行为,就类似国家向国企的税后利润征收一定比例的税收。然而,与企业缴纳收入所得税的强制性不同,红利上缴有很大灵活性。企业既可以通过提取各种盈余公积、提高员工福利待遇、运用留存收益再投资等机制转移利润,也可以通过享受宽松惬意工作来减少利润,简言之,作为所有者,国家参与国企利润分配将改变国企内部人的激励和行为选择,如何设计国企分红相关制度以提升公司治理有效性,完善国企管理者激励,进而缓解内部人控制的负面影响,已成为重要而且急需回答的问题。本文的切入点就在于此。

本文模型以Desai等(2007)的分析框架为基础,引入红利支付因素将国企内部人的利润转移行为内生化的考察政府强制国企分红对企业内部人行为的影响,分析了制定最优红利支付比例、谁负责征收红利、红利收入处置等重要问题。

三、基本模型

这里在构造探讨国企分红问题基本框架的基础上,一方面分析了红利支付对国企内部人行为的影响;另一方面探讨了如何确定最大化政府红利收入的红利支付比例。

(一) 模型构建

本文的国企存在一个典型的委托-代理问题。作为委托人,政府将国企的日常经营管理决策委托给国企管理者,同时通过薪酬安排、董事会等多种治理机制为代理人提供激励和约束;作为代理人,国企管理者在一定公司治理机制下做出行为选择以最大化自身效用。具体地,国企管理者能够从以下三个渠道获得收益。

第一,为了降低国企中代理问题引发的负面影响,激励企业管理者努力工作并如实报告企业的真实利润,委托人会将国企管理者的收益与国企实现的利润联系起来。我们用 $\lambda\pi$ 表示企业内部人的私人收益。其中 $\lambda \in (0, 1)$ 表征的是,在一定薪酬体制下,企业管理者的货币收益和企业利润的相关程度; π 表示企业管理者报告的利润水平。

第二,国企内部人可以从企业投资行为中获得隐性的私人收益。由于企业规模扩张不仅能够在一定程度上增加管理者的显性收益,而且能够提高其非货币消费(例如豪华办公室、高级轿车等)及其自身成就感等隐性私人收益。我们用 βI 表示企业内部人从企业投资中获得的私人收益,其中 I 代表企业投资; $\beta \in (0, 1)$ 表示企业管理者从企业投资中获得私人收益比例,该收益与公司治理的完善程度密切相关。当公司治理比较完善时,企业管理者实施投资时更多地看重投资项目的风险和收益特征;而当公司治理机制不足以制约企业管理者时,企业管理者能根据自身偏好选择给自己带来较大私人收益的投资项目。

第三,国企内部人还可以实施利润转移行为以增进自身利益。这里的利润转移行为有两种理解。其一,国企管理者可以运用与关联企业的关联交易将企业利润转移到管理者偏好的地方,例如,非正常市价交易、资源使用费用的高估或低估以及夸大无形资产使用费等。其二,国企管理者通过卸责、降低工作努力程度来享受舒适、惬意的工作过程,这同样会导致企业利润下降。我们用 d ($d \in [0, 1]$)表示企业内部人转移的利润比例。

本文将企业利润归一化为单位 1。此时,如果将国企管理者的转移利润行为考虑进来,显性的货币收益 $\lambda\pi$ 就应该为 $\lambda(1-d)$;隐性的私人收益应该为 $\beta I(0 < I \leq 1-d)$ 。

为了分析的简便,我们做出以下简化问题的假设。

假设 1:企业内部人将其掌握的全部利润都转化为投资。

该假设基本符合我国国企的现状。实际上,在管理者自身建造企业帝国倾向、各级政府追求 GDP 等因素的影响下,国企普遍具有投资饥渴症。魏明海和柳建华(2007)针对我国上市公司的实证研究表明,在目前经济背景和公司治理现状情形下,很多国企管理者有动机而且有能力留置企业利润用于投资。而且,值得指出的是,本文模式并不要求上述强假设,只要企业内部人的效用在一定程度上依赖于投资规模,进而其能将一部分利润转化为投资,那么本文的基本定性结论就能成立。给定假设 1 βI 就转化为 $\beta(1-d)$ 。

假设 2:假设企业内部人转移的利润比例 $d \in [0,1]$ 。

该假设意味着国企内部人只能转移部分利润,避免出现内部人将全部利润转走造成企业亏损的极端情形。实际上,经历多轮改革之后,国企已经基本建立了现代公司治理架构,内部人控制问题得到了一定程度的遏制。从近年来巨额国企利润来看,该假设具有合理性。

以上讨论国企管理者收益过程中,除了将内部人收益和企业利润联系起来的薪酬机制之外,并没有考虑其他治理机制对其收益和行为的影响。实际上,面对企业管理者实施过度投资、转移利润等损害委托人利益的追逐私利行为,委托人不会无动于衷。他们会通过董事会监督、审计账目等机制监督企业管理者行为,一旦发现不当行为,将会惩罚相当事人。一般而言,公司治理结构越完善、公司治理机制越有效,企业内部人违规追逐个人私利所承担的成本越大。本文企业管理者通过两个渠道谋取不当收益,其一,通过转移利润获取私人利益,利润转移比例 $d(d \in [0,1])$ 越大,内部人受到的惩治力度越大;其二,通过选取隐性私人收益较大的投资项目得到好处 $\beta(\beta \in [0,1])$ 越大,内部人选择项目时越忽视风险和收益指标,其承担成本越大。基于此,我们用 $C(d) = \gamma(d+\beta)^2/2$ 刻画企业管理者违规追逐个人私利时所承担的成本^①,其中 $\gamma(\gamma > 0)$ 刻画公司治理的质量。

由以上分析可以得到不考虑国企红利支付这一基准情形下的企业内部人优化问题:

$$\max_{\{d\}} \lambda(1-d) + \beta(1-d) + d - \frac{\gamma}{2}(d+\beta)^2 \tag{1}$$

解优化问题(1)可得,追求自身利益最大化的企业内部人最优选择是:

$$d^* = \min\left(\frac{1-\lambda-\beta-\gamma\beta}{\gamma}, 1\right) \tag{2}$$

接下来,引入国家向国企征收红利的因素,考察红利支付情形下企业内部人的最优利润转移行为。已有探讨国企分红的研究中,一般建议按照利润的一定比例向国有股东分红。我们用 t 代表分红比例。国企分红会产生以下影响。

其一,向国有股东分红减少了企业内部人支配的自由现金流量,因而企业内部人能够实施的投资规模下降,这将降低企业内部人从投资中获得的私人收益:从原来的 $\beta(1-d)$ 变为 $\beta(1-d)(1-t)$ 。

其二,引入国企分红机制之后,红利支付能够增加国资委或财政部等相关政府部门掌握的经济资源,因而在其能力范围内,为了避免企业管理者转移利润进而降低红利收入,相关政府部门将有激励完善、加强公司治理。我们用(3)式描述征收红利之后公司治理职能得到加强给企业内部人实施违规行为带来的成本^②:

$$C(d) = \frac{\alpha}{2}(d+\beta)^2 \tag{3}$$

在此基础上,可以得到引入红利支付之后企业内部人的优化问题:

①由于 β 和 d 都大于 0 小于 1,而且两者对企业内部人的影响性质相同。为了方便阐述,界定成本函数时将两者相加。实际上,即使成本函数为其他形式,也不会影响本文的基本定性结论。

②此种处理方法没有考虑分红比例 t 大小对公司治理完善程度的影响。实际上,当分红比例不断增加,政府参与利益分配程度加深,这会激励政府进一步完善国企公司治理。值得强调的是,虽然此因素会在降低企业内部人最优利润转移行为的同时,提高最大化政府红利收入的分红比例,但这不会改变本文的基本定性结论。因而,为了简化分析,本文模型暂不考虑该因素。在此感谢匿名审稿人的建议。

$$\max_{\{d\}} \lambda(1-d) + \beta(1-d)(1-t) + d - \frac{\alpha + \gamma}{2}(d + \beta)^2 \quad (4)$$

解该优化问题可得企业内部人的最优选择:

$$d^{**} = \min\left(\frac{1 - \lambda - \beta(1-t) - (\alpha + \gamma)\beta}{\alpha + \gamma}, 1\right) \quad (5)$$

(二) 国企分红对企业内部人控制的影响

首先,考察国家向国企强制分红对企业内部人的利润转移行为产生了什么影响。

由(5)式对 t 求导可得: $\partial d^{**}/\partial t = \beta/(\alpha + \gamma) > 0$,这表明,企业内部人转移的利润随着上缴红利比率的提高而增加。这里的经济含义十分明显,由于国家征收红利减少了国企内部人掌握的经济资源,从而增强了企业内部人从事利润转移活动的激励,所以,红利支付将有恶化公司治理的倾向。

进一步地,将 $\partial d^{**}/\partial t$ 对 α 求导得到: $\partial d^{**}/\partial t \partial \alpha = -\beta/(\alpha + \gamma)^2 < 0$,这表明,对于企业内部人转移利润对红利支付比例 t 的敏感程度而言,有关部门征收红利的同时是否实施相关的监管职能及其有效性至关重要。具体来说,如果相关政府部门(无论是财政部、还是国资委)只是简单地按照国企的账面利润征收红利,而不积极地参与国企的治理过程,表现为 α 较小,那么 $\partial d^{**}/\partial t$ 较大,即一个较小的红利支付比例 t 就能够导致较大的利润转移行为 d 。相反地,如果相关政府部门确实加强了对企业内部人的监管和治理,表现为 α 较大,那么 $\partial d^{**}/\partial t$ 较小,红利支付对企业内部人的利润转移行为不会产生较大的负面影响。下面命题1总结上述分析。

命题1:企业内部人转移利润行为是红利上缴比率的增函数:国有股东征收的红利比例越大,企业内部人的转移利润行为越严重;而且,此效应的强度大小取决于公司治理机制有效性:如果公司治理机制较弱,红利支付比例对内部人转移利润行为的影响较大;如果公司治理机制较强,红利支付比例对企业内部人转移利润的行为影响较小。

接下来,比较有、无红利支付两种情形下的企业转移利润行为 d ,考察何种情形下可以在国企分红的同时降低企业转移利润行为。

比较(2)式和(5)式可知,如果希望引入红利支付之后,企业内部人的转移利润行为可得到更加有效的遏制($d^{**} < d^*$),那么,其充分必要条件是公司治理提高指标 α 满足下式:

$$\alpha > \beta t \gamma / (1 - \lambda - \beta) \quad (6)$$

我们用 $\bar{\alpha} = \beta t \gamma / (1 - \lambda - \beta)$ 表示门槛值。显然, $\bar{\alpha}$ 是 t 的增函数,即上缴红利比率越大,为了保证企业利润不因内部人道德风险行为而下滑,所需提升的公司治理有效性程度就越大;同时, $\partial \bar{\alpha} / \partial \beta = [t \gamma / (1 - \lambda - \beta)] + [\beta t \gamma / (1 - \lambda - \beta)^2] > 0$,这表明:内部人从企业投资中获得的私人收益越大,我们对公司治理提升的要求越高。

而且,由(6)式可知,在分红比例一定的前提下, γ 、 λ 越大,所要求的 $\bar{\alpha}$ 越大。初看起来,这似乎有悖于经济直觉。毕竟,企业管理者的显性收益和企业实现利润的联系越紧密(表现为 λ 较大),原有监管机制越有效(表现为 γ 较大),代理问题引致的损害股东利益行为就越轻微。实际上,由于在 γ 、 λ 较大的情形下国企内部人仍然实施了一定的利润转移行为 d^* ,这表明国企内部人控制问题较难治理。那么,在国有股东强制征收红利的情形下,由于内部人实施利润转移行为的激励相对增强了,给定原来已经比较完善的公司治理机制,进一步改善以缓解内部人控制问题的难度相对更大了。实际上,在我国经济实践中,国企的公司治理构建起步晚,还在不断完善之中。特别地,一方面,我国对国企管理者的薪酬实施管制(陈冬华等,2005),显性的货币激励 λ 较小;另一方面,董事会、投资者对企业管理者实施监督的激励不足,监管力度较弱。因而,在我国现行背景下,我国国企的公司治理还有很大上升空间。下面用命题2总结上述分析:

命题2:如果 $\alpha > \beta t \gamma / (1 - \lambda - \beta) = \bar{\alpha}$ 成立,红利支付不仅没有加剧企业内部人的利润转移行为,而是通过完善加强公司治理机制更加有效地遏制了利润转移行为。而且,在以下条件下,最可能满足(6)式:(1)红利支付比例较小(t 较小);(2)原有公司治理体系的有效性较弱(γ 较小);(3)企业管理者从投资中获得的私人收益较小(β 较小)。

总的来看,红利支付对公司治理的影响是两方面的。一方面,红利上缴刺激了企业内部人的转移利润行为:企业管理者可以在工作中降低努力程度,享受舒适惬意的工作,也可以在事前增加投资,甚至是赤裸裸地将利润转移到自己名下,这显然加剧了公司治理问题,使其复杂化;另一方面,红利上缴减少了企业内部人掌

握的自由现金流量,能够缓解企业低效率投资行为;更为重要的是,与以前国企所有者虚设情形相比,红利支付实质性地引入了相关政府部门这一新的利益相关者,出于对其支配红利收入大小的关心,该政府部门监管内部人的激励得到增强,从而加强了公司治理。

(三) 红利支付比例和政府红利收入

上文分析指出,随着红利支付比例的提高,企业内部人转移利润的激励将不断增强,所以,在预期到向国家支付红利之后,国企利润将会内生变化。此时,红利收入和红利支付比例就可能不再是单调关系了。

将国有股东的红利收入记为 CDR ,其大小取决于红利上缴比例 t 和利润转移比例 d 。如果政府以最大化红利收入为目标^①,那么政府的优化问题是:

$$\begin{aligned} \max_{\{t\}} CDR &= t(1-d) \\ \text{s. t. } d &\in \max_{\{d\}} \lambda(1-d) + \beta(1-d)(1-t) + d - \frac{\alpha + \gamma}{2}(d + \beta)^2 \end{aligned} \tag{7}$$

将国企内部人优化问题的解代入(7)式可得:

$$CDR = t \left(1 - \frac{1 - \lambda - \beta(1-t) - (\alpha + \gamma)\beta}{\alpha + \gamma} \right)$$

显然 CDR 是 t 的二次函数,最大化红利收入的充要条件是:一阶导数等于0,二阶导数小于0。对 t 分别求一阶、二阶导数得到: $dCDR/dt = 1 + \beta - (1 - \lambda - \beta + 2\beta t)/(\alpha + \gamma)$; $d^2 CDR/dt^2 = -2\beta/(\alpha + \gamma) < 0$ 。

由 $dCDR/dt = 0$ 可以解出:

$$t^* = [\alpha + \gamma + \lambda + \beta - 1 + (\alpha + \gamma)\beta]/(2\beta) \tag{8}$$

最大化红利收入的分红比例 $t^* = \min \{ [\alpha + \gamma + \lambda + \beta - 1 + (\alpha + \gamma)\beta]/(2\beta), 1 \}$ 。由于 $t \in [0, 1]$,所以,要想存在内部最优解,参数设置必须满足 $0 < [\alpha + \gamma + \lambda + \beta - 1 + (\alpha + \gamma)\beta]/(2\beta) < 1$ 。

由 $d^2 CDR/dt^2 < 0$ 可知 $dCDR/dt$ 是关于 t 的单调减函数,又因为 $dCDR/dt|_{t=t^*} = 0$,所以,当 $t < t^*$ 时, $dCDR/dt > 0$,当 $t > t^*$ 时, $dCDR/dt < 0$ 。换言之,政府红利收入和红利支付比例是倒U型关系:当 $t < t^*$ 时,红利收入随着 t 增加而增加;在 $t > t^*$ 时,红利收入随着 t 增加而减少。原因在于,提高红利支付比例 t 会对红利收入产生两个相反的效应:其一,提高分红比例,增加了国家在公司派中的分割比例,这会增加红利收入;其二,红利支付比例增加加剧了内部人的转移利润行为,这会降低国企待分配利润,从而减少红利收入。

而且,由(8)式可知最大化红利收入分红比例 t^* 的影响因素, γ 、 λ 、 α 越大, t^* 越高。这里的经济含义非常明显, γ 、 λ 、 α 越大,公司治理机制越完善,从而能较好地限制内部人的转移利润行为,进而使得最大化红利收入的分红比例提高。用命题3总结上述分析^②:

命题3: 如果 $0 < [\alpha + \gamma + \lambda + \beta - 1 + (\alpha + \gamma)\beta]/(2\beta) < 1$,国有股东的红利收入和红利支付比例呈现倒U型关系: t 较小时,增加 t 能增加红利收入;但当超过门槛值 t^* 之后,增加 t 减少红利收入。而且,公司治理体制越完善、有效性越高,最大化红利收入的红利支付比例越大。

(四) 数值模拟

数值模拟结果如图所示。图1、图2、图3分别给出了不同参数设置下政府红利收入和国企分红比例之间的关系^③,其中,横坐标表示分红比例 $t \in [0, 1]$,纵坐标表示政府红利收入 $t(1-d)$ 。图4显性刻画了公司治理完善程度对企业内部人利润转移行为的影响。其中,横坐标表示 α ,纵坐标表示利润转移比例 d 。

①实际上,政府目标可能不是最大化红利收入。原因在于,政府还能够通过其他渠道从国企手中获得利益。例如,国企可以为政府缴纳税收,国企稳定经营还能吸纳就业等等。当然,这超出了本文探讨主题,在政府多渠道从国企获得利益的视角下讨论国企分红问题,是本文将来的一个有意义的研究扩展方向。

②此处分析的经济含义与供给学派的拉弗曲线(Wanniski,1978)类似,但两者也存在差异:拉弗曲线探讨的是政府税收同私人经济的关系,而本文分析的是政府同国有经济的关系,因而,本文从转轨经济国企公司派(corporate pie)分割切入探讨政府收入和国企分红的关系是对拉弗曲线的一个有益补充。

③理想情况下,数值模拟中的参数应根据公司金融领域相关经验研究进行选择。但是,由于私人收益比例 β 、公司治理质量 γ 等参数测度是国内外微观金融学术界的难题,已有研究并没有给出其取值;而且,作为基于模型的理论分析文章,本文重点是从定性层面探讨国企分红制度安排对内部人选择和政府红利收入的作用机制及其经济含义。基于此,本文在遵循其经济含义的基础上适当地给相关参数赋值,期望通过运用直观的数字和图形将理论模型的定性结果显性化。感谢匿名审稿人的意见。

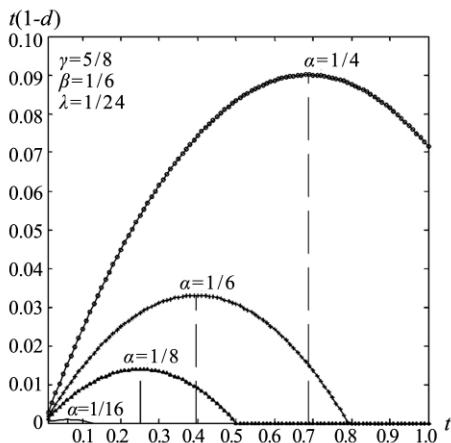


图 1

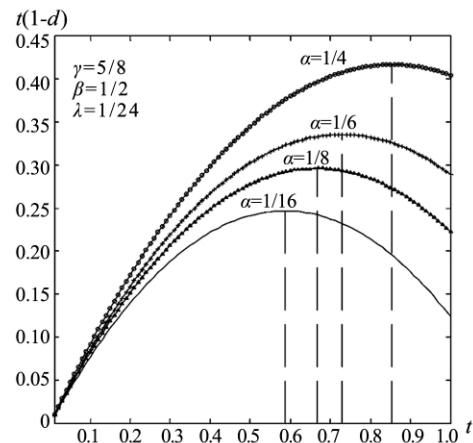


图 2

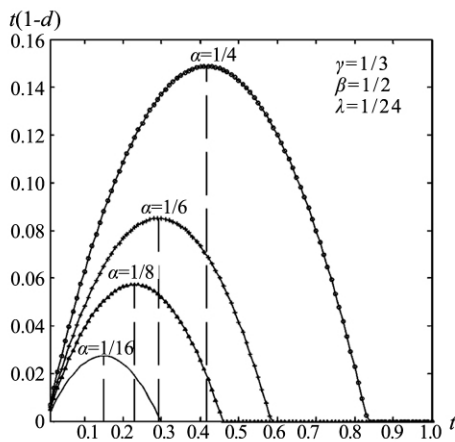


图 3

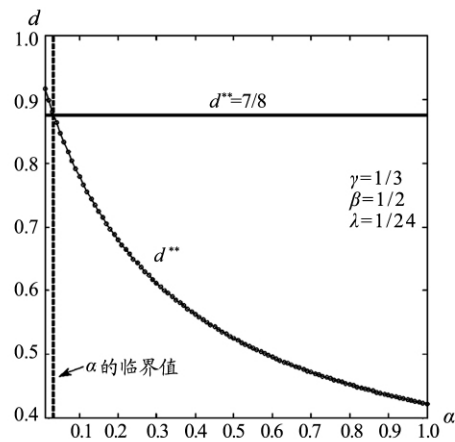


图 4

从数值模拟图示中可以发现以下显著结果。

其一,政府收入和国企红利支付比例之间是倒 U 型关系:当分红比例 t 低于门槛值 t^* (即图中虚线所对应的分红比例数值) 时,政府红利收入随 t 增加而增加;在 t 超过 t^* 之后,政府红利收入随 t 增加而减少。

其二,随着公司治理有效性逐步加强(表现为 α 或 β 的增大),最大化政府红利收入的分红比例(t^*) 在不断提高,同时政府红利收入也在不断增加。具体地,当 α 从 $1/16 \rightarrow 1/8 \rightarrow 1/6 \rightarrow 1/4$ 不断增加时(其他参数不变),图 1 中虚线所代表的最优分红比例从 $0.04 \rightarrow 0.26 \rightarrow 0.39 \rightarrow 0.69$ 不断提高,政府红利收入也从 $0.0002 \rightarrow 0.014 \rightarrow 0.033 \rightarrow 0.09$ 不断增加;当 γ 从 $1/3$ 增大到 $5/8$ 时(在控制其他参数情形下),比较图 2 和图 3 可知,最优分红比例增大了,分别从 0.14 增加到 0.58 ($\alpha = 1/16$)、 0.23 增加到 0.67 ($\alpha = 1/8$)、 0.29 增加到 0.73 ($\alpha = 1/6$)、 0.42 增加到 0.86 ($\alpha = 1/4$),政府红利收入也从 0.028 增加到 0.24 ($\alpha = 1/16$)、 0.058 增加到 0.29 ($\alpha = 1/8$)、 0.085 增加到 0.33 ($\alpha = 1/6$)、 0.15 增加到 0.42 ($\alpha = 1/4$)。

其三,当 α 小于图 4 中临界值 $d^{**} > d^*$,当 α 超过临界值 $d^{**} < d^*$ 。这表明,能否有效遏制国企内部人的利润转移行为以保证政府红利收入,公司治理改善程度 α 至关重要。

四、基本模型的拓展:对国企分红机制安排的分析

上文探讨了强制分红对内部人控制和政府红利收入的影响,没有分析国企分红的具体机制安排。实际上,国企向谁支付红利、如何使用红利收入等制度设计具有重要经济含义。本部分扩展了基本模型以考察国企分红机制安排。

(一) 国企向谁分红:财政部还是国资委?

国企分红问题的一个主要争议是:国企应该向财政部还是国资委分红?该问题核心在于,哪个政府部门征收红利?传统观点将其归结于政府部门利益之争,实际上,从本文视角看,两种制度安排在完善公司治理方面存在显著差异,具有截然不同的经济含义。

具体地,财政部和国资委的职能定位不同。财政部是国家主管财政收支、财税政策、国有资本金基础工作的宏观调控部门,主要负责拟定执行财政税收政策、承担中央各项财政收支管理、拟订执行政府国内债务管理的制度和政策、会同有关部门管理中央财政社会保障和就业及医疗卫生支出等职责。而作为国务院直属特设机构,国有资产监督管理委员会依照《中华人民共和国公司法》等法律和行政法规履行出资人职责,监管中央所属企业(不含金融类企业)的国有资产;指导推进国企改革和重组;代表国家向部分大型企业派出监事会;通过法定程序对企业负责人进行任免、考核并根据其经营业绩进行奖惩;通过统计、稽核监管所管国有资产的保值增值情况;拟订国有资产管理法律、行政法规和制定规章制度。

从职能设定可以看出,虽然财政部名义上拥有“负责审核和汇总编制全国国有资本经营预决算草案、制定国有资本经营预算的制度和办法”的权力,但实际上,国资委掌握了国企的人事任免、收入分配监管、资产运用和日常管理的监管等重要权力。因而,与不从事具体国企监管工作的财政部相比,一方面,国资委在国企资产运用、盈利能力、投资机会好坏、企业内部人不良行为等方面具有信息优势;另一方面,国资委拥有的实际控制权使得其相对更有能力应对并处置国企内部人转移利润、选择不良投资项目等不当行为。简言之,在现行职能框架下,财政部负责征收国企红利情形下的公司治理机制改善效应(记为 α_1)要显著小于国资委负责征收红利情形下的公司治理加强效应(记为 α_2): $\alpha_1 < \alpha_2$ ^①。

同时,我们用 d_1^{**} 和 d_2^{**} 表示国企内部人的最优利润转移行为、 t_1^* 和 t_2^* 表示最大化政府红利收入的红利支付比例、 CDR_1 和 CDR_2 表示政府的最大红利收入。其中,下标1表征财政部负责征收红利的情形,下标2表征国资委负责征收红利的情形。

由 $\alpha_1 < \alpha_2$ 和(5)式可知 $d_1^{**} > d_2^{**}$;由 $\alpha_1 < \alpha_2$ 和(8)式可知 $t_1^* < t_2^*$;进而由 $d_1^{**} > d_2^{**}$ 、 $t_1^* < t_2^*$ 和政府红利收入表达式可知 $CDR_1 < CDR_2$ 。这表明,在其他条件不变的前提下,与财政部负责征收红利相比,国资委承担国企红利征收任务能更有效地缓解内部人控制问题,进而收取更多红利收入。由此可得命题4。

命题4:征收国企分红的主体选择对国企内部人转移利润行为和政府红利收入施加了影响:与财政部负责征收国企红利相比,国资委征收国企红利能更大程度地进一步完善国企公司治理,进而能更有效遏制内部人控制问题,并得到相对较高的红利收入。

(二) 国企红利收入的处置

国企分红的另一个重要问题是:如何处置国企红利收入?总的来说,红利收入有两个处置方案。其一,财政部负责处置红利收入,将其用于教育、医疗、社会保障等民生支出;其二,国资委负责配置红利收入,将其用于国有经济和产业结构调整、中央企业改革脱困补助、中央企业重大技术创新项目等中央企业自身用途。

从表面上看,事后的红利收入处置似乎与事前的内部人行为和红利征收没有直接联系,但实际上两者密切相关:红利收入的处置方式将改变相关经济主体(包括国企管理者)的利益关系,这会影响国企内部人的行为选择,进而对红利收入产生作用。实际上,以上两种处置方法存在一个显著差异,国资委主导的处置方法将在国企内部构建一个大型内部资本市场,而财政部主导的处置方法将把国企红利收入导出国企体系。

具体而言,在财政部负责配置红利收入情形下,这笔现金流量将流出国企部门,从而避免了红利收入在国企体系内部封闭运行带来的负面影响。此时,代表性国企(记为A国企)管理者的优化问题依旧由(4)式描述,企业内部人的最优选择如(5)式所示。

与之截然不同,在国资委按照其意图支配红利收入情形下,它既可以向其认为的好前景行业注入资金以实现产业结构调整,也可以补贴经营绩效较差而产生亏损的国企。这就等价于在国资委负责监管的国企范围内构建了一个大型内部资本市场,国资委在国企之间配置红利收入,这会引发两方面的负面影响。其一,引发搭便车激励,国企期望通过国资委主导的内部资本配置分割其他国企的红利收入以获得收益,因而有动机让其他国企多缴纳红利而自己坐享其成,这与Motta(2003)强调的内部资本市场引致搭便车问题类似;其二,引发大量针对红利收入配置的寻租行为,导致租金耗散,这与Scharfstein和Stein(2000)、邹薇和钱雪松(2005)等研究考察内部资本配置时强调的寻租行为相似。

为了反映上述机制,在基本模型基础上,引入国资委主导的内部资本市场,将国资委负责监管的其他央

^① α_1 甚至可能为负,在财政部负责征收红利的情形下,可能会削弱国资委从事监管工作的激励,进而可能恶化公司治理。

企(A 国企除外) 的红利支付(记为 X) 视为外生给定的^①。显然 A 国企管理者除了能够从上文已有渠道获得收益, 还增加了一个新收益来源: 从国资委构建的内部资本市场上分得一杯羹, 将其记为 R 。 R 的大小取决于两个因素。其一, 国资委支配的红利收入 X , X 越大表明待分割蛋糕越大, 国企从国资委获得资本的概率和数量都会增加; 其二, 国企报告的利润 $(1-d)$, $(1-d)$ 越大意味着该国企实现的利润越大, 表明该国企的现金流量越充裕, 进而使其从国资委分割到红利收入的概率和数量都减少。如果我们将 R 记为: $R = R(1-d, X)$, 那么有:

$$R_1 = \frac{\partial R}{\partial (1-d)} < 0; R_2 = \frac{\partial R}{\partial X} > 0$$

此时, 代表性国企 A 的管理者的优化问题为:

$$\max_{\{d\}} \lambda(1-d) + \beta(1-d)(1-t) + d - \frac{\alpha + \gamma}{2}(d + \beta)^2 + R(1-d, X) \tag{9}$$

解该问题可得企业内部人的最优选择^②:

$$d^{***} = \min\left(\frac{1 - \lambda - \beta(1-t) - (\alpha + \gamma)\beta - R_1 + R_2}{\alpha + \gamma}, 1\right) \tag{10}$$

由于 $R_1 < 0, R_2 > 0$, 比较 (10) 和 (5) 两式可知: $d^{***} > d^{**}$ 。同时, $CDR = t(1-d)$, 由 $d^{***} > d^{**}$ 可知, $CDR_1 > CDR_2$ 。这表明, 在其他条件不变的前提下, 与财政部处置红利收入将其导出国企内部资本市场的情形相比, 一方面国资委在国企内部支配红利收入会加剧国企内部人的利润转移行为, 另一方面考虑红利收入处置的动态激励效应之后, 政府红利收入将减少。由此可得到命题 5。

命题 5: 国企红利收入的处置方式对国企内部人转移利润行为和政府红利收入施加了影响: 与将红利收入导出国企系统运用于社会民生的情形相比, 国资委在其内部资本市场上支配红利收入会加剧国企内部人的利润转移行为、减少政府红利收入。

初看起来, 命题 5 和命题 4 似乎相悖, 实则不然, 两个命题分别考虑了不同层面的内部人控制问题。命题 4 关注的是单个国企层面的内部人控制问题, 其核心是征收红利的同时避免国企内部人控制问题恶化; 而命题 5 考虑的是国企构建内部资本市场(国资委主导) 层面的内部人控制问题, 其核心是处置红利过程中避免红利在国有经济部门内部低效循环。

实际上, 命题 4 和命题 5 揭示出, 财政部和国资委在处理不同层面内部人控制问题时各有所长。一方面, 在应对强制分红引发的单个国企层面内部人控制问题时, 需要充分运用国资委的监管权力和信息优势缓解国企内部人转移利润等不当行为; 另一方面, 在应对国资委主导红利收入处置引发的资本低效率内部循环问题时, 需要运用财政部的硬约束将国企富余资金导出国资委控制的内部资本市场, 降低搭便车激励、寻租行为等负面影响。

这表明单独由财政部或国资委全面负责征收和处置国企红利的制度设计都不合适, 这显现出国企分红机制设计问题的复杂性。实际上, 本文分析指出, 在目前政府部门(财政部和国资委) 的职能架构设计背景下, 我们应该将国企红利的征收和处置职能分割开来, 分别交给国资委和财政部执行。当然, 财政部全权处置红利收入可能会导致国资委本身没有激励征收红利收入。一个可行方案是, 国资委负责征收红利, 财政部与国资委分割红利收入的处置权: 一部分由财政部用于民生, 另一部分由国资委处置。该方案不仅调动了国资委运用其权力和信息优势加强公司治理、征收红利的激励, 而且能够强制把一部分国企利润导出国企构成的内部资本市场, 避免国企资本的低效率封闭运营。

五、本文结论

本文模式是对国企分红问题的研究。在已有探讨国企分红的文献中, 要么强调国家作为出资者应该参

①在更一般的模型中, 应该将其他国企管理者的行为内生化的。但本文篇幅已经很长, 其他国企行为外生的假设能简化问题分析, 而且对于核心问题(国资委层面内部资本市场的负面影响) 而言, 考虑其他国企也因为搭便车激励和寻租行为而减少红利支付因素之后, 会进一步加强本文结论。在内生其他国企行为基础上考察国企、国资委的行为互动是将来的一个研究拓展方向。

②需要指出的是, 在本文给出的参数赋值情形下(例如, $\lambda = 1/24; \beta = 1/6; \gamma = 5/8; \alpha = 1/6; t = 20\%$), (10) 式中的 $[1 - \lambda - \beta(1-t) - (\alpha + \gamma)\beta - R_1 + R_2] / [\alpha + \gamma]$ 大于 0, 不会出现 d^{***} 取值为负的不合理情况。

与国企利润分配 要么突出红利支付降低国企自由现金流量的作用 未能重点考察红利支付对国企内部人行为的影响 没有探讨如何制定分红比例以最大化政府红利收入 也没有运用理论模型分析国企分红制度设计问题。本文构造了一个代理模型 引入国企分红因素 将国企内部人的转移利润行为内生 国企分红影响内部人行为的关键机制是 强制分红减少了国企管理者控制的自由现金流量 这倾向于降低其私人收益 在权衡利弊的基础上 国企内部人将加大利润转移力度。本文模型强调了国企分红对公司治理的影响 一方面 红利支付增加了国企内部人转移利润的收益 恶化内部人控制问题 从而加大了公司治理难度; 另一方面 实施国企分红引入了红利征收部门、使用部门等利益相关者 它们是否有激励并且有能力提升公司治理显得至关重要。本文的几个重要结论是:

首先 国家向国企征收红利对国企内部人控制问题施加了影响 如果单纯强调红利征收 不切实有效地完善公司治理 红利支付将恶化国企内部人控制问题。

其次 红利收入和红利支付比例之间呈现倒 U 型关系 过度提高分红比例会降低国家红利收入; 而且 最大化红利收入的红利支付比例是公司治理有效程度的增函数。

再次 向谁分红、红利收入处置等国企分红制度安排具有重要经济含义。一方面 红利征收部门必须掌握国企运营信息 并有激励实施监管以缓解内部人控制问题 避免国企无红可分; 另一方面 处置红利收入时防止国企利润在国有经济部门内部低效循环 尽量将红利收入导出国企部门 以降低国企分割红利收入引致的搭便车激励和寻租行为的负面影响。

因而 在进一步完善国企利润分割机制的过程中 有两点需要特别关注:

第一 国企分红能否成功 制度设计至关重要。选择红利征收部门要注重其监管国企运营和缓解内部人控制问题的能力 处置红利收入要着眼于红利流向及其激励效应。具体而言 一个有效机制安排是 赋予国资委征收国企红利的权力 所得红利收入按照一定比例分割 一部分由国资委支配以调动其征收和监管积极性 另一部分由财政部配置以导出富余资金 从而降低国企内部资本市场引发的搭便车激励和寻租行为。

第二 鉴于国企的公司治理完善程度存在差异 政府应根据国企公司治理现状制定恰当的分红比例 盲目提高分红比例会加剧内部人转移利润行为 最终降低政府红利收入。

参考文献:

1. 曹凤岐、华生、贾康等 2006 《关于国企分红的讨论》,《21 世纪经济报道》2 月 28 日。
2. 陈冬华、陈信元、万华林 2005 《国有企业薪酬管制与在职消费》,《经济研究》第 2 期。
3. 高路易、高伟彦、张春霖 2006 《国企分红: 分多少? 分给谁》,《中国投资》第 4 期。
4. 刘小玄 1996 《现代企业的激励机制: 剩余支配权》,《经济研究》第 5 期。
5. 罗宏、黄文华 2008 《国企分红、在职消费与公司业绩》,《管理世界》第 9 期。
6. 平新乔、范瑛、郝朝艳 2003 《中国国有企业代理成本的实证分析》,《经济研究》第 3 期。
7. 王石生 2006 《国企利润和改制收入应纳入国家预算》,《科学决策》第 10 期。
8. 魏明海、柳建华 2007 《国企分红、治理因素与过度投资》,《管理世界》第 4 期。
9. 邹薇、钱雪松 2005 《融资成本、寻租行为和企业内部资本配置》,《经济研究》第 5 期。
10. Allen F., A. Bernardo and I. Welch. 2000. "A Theory of Dividends Based on Tax Clientele." *Journal of Finance* 55(6) : 2499 - 2536.
11. Bhattacharya S. 1979. "Imperfect Information, Dividend Policy and the Bird in the Hand." *Bell Journal of Economics* 10(1) : 259 - 270.
12. Desai M., A. Dyck and L. Zingales. 2007. "Theft and Taxes." *Journal of Financial Economics* 84(3) : 591 - 623.
13. Easterbrook F. H. 1984. "Two Agency - cost Explanations of Dividends." *American Economic Review* 74(4) : 650 - 659.
14. Hermlin B. E. and M. S. Weisbach. 1998. "Endogenously Chosen Boards of Directors and their Monitoring of the CEO." *American Economic Review* 88(1) : 98 - 116.
15. Jensen M. C. 1986. "Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance and Takeovers." *American Economic Review* 76(2) : 323 - 329.
16. Kose John and J. Williams. 1985. "Dividends, Dilution and Taxes: A Signalling Equilibrium." *Journal of Finance* 40(4) : 1053 - 1070.
17. La Porta R., F. Lopez - de - Silanes, A. Shleifer, and R. Vishny. 1998. "Law and Finance." *Journal of Political Economy* 106(6) : 1113 - 1155.
18. Leland H., and D. Pyle. 1977. "Information Asymmetries, Financial Structure and Financial Intermediation." *The Journal of Finance* 32(2) : 371 - 388.
19. Miller M. and F. Modigliani. 1961. "Dividend Policy, Growth and the Valuation of Shares." *Journal of Business* 34: 411 - 433.

(下转第 64 页)

29. Stark O. and D. E. Bloom. 1985. "The New Economics of Labor Migration." *American Economic Review* 75(2) : 173 – 178.

30. Stark O. and J. E. Taylor. 1991. "Migration Incentives ,Migration Types: The Role of Relative Deprivation." *Economic Journal* , 101(408) : 1163 – 1178.

31. Todaro M. P. 1969. "Model of Labor Migration and Urban Unemployment in Less Developed Countries." *American Economic Review* 59(1) : 138 – 148.

32. Todaro M. P. 1970. "Labor Migration and Urban Unemployment – Reply." *American Economic Review* 60(1) : 187 – 188.

33. Todaro M. P. 1980. "Migration and Development in Southeast – Asia: A Demographic Perspective." *Population and Development Review* 6(1) : 167 – 168.

34. Zhang H. F. 2010. "The Hukou System ' s Constraints on Migrant Workers' Job Mobility in Chinese Cities." *China Economic Review* 21(1) : 51 – 64.

35. Zhao Y. H. 2003. "The Role of Migrant Networks in Labor Migration: The Case of China." *Contemporary Economic Policy* 21(4) : 500 – 511.

36. Zhu N. 2002. "The Impacts of Income Gaps on Migration Decisions in China." *China Economic Review* 13(2 – 3) : 213 – 230.

The Evolution of Ownership Structure and Labor Mobility in China: 1978 – 2010

Dai Qian^{1 2} and Tian Xianghui³

(1: Center for Economic Development Research ,Wuhan University; 2: School of Economics and Management , Wuhan University; 3: Institute for the Development of Central China ,Wuhan University)

Abstract: China has begun to reform and open with the emergence of the non – public sectors. However ,the non – public sectors need a lot of labor in the process of development. To some extent ,the evolution of ownership structure determines the direction and scale of labor mobility. We calculate the labor mobility coefficient of the rural and urban sectors and then analyzes the labor mobility behind the evolution of ownership structure in economy ,which based on the urban and rural sectors employment data corrected by China Population Census 2010. The result shows that: (1) it is private – ownership sectors in town have employed large number of rural labor ,rather than public sectors; (2) township enterprisers have absorbed a large number of rural labor forces in their booming time ,however ,declined in the 1990s ,then begun to rise after 2004; (3) the mobility of redundant labor in public sectors is determined by the reform process of China ' s state – owned enterprises.

Key Words: Labor Mobility Coefficient; Ownership Structure; Rural and Urban Sectors

JEL Classification: C1 ,J60 ,O18

(责任编辑: 彭爽)

(上接第 24 页)

20. Miller M. and K. Rock. 1985. "Dividend Policy under Asymmetric Information." *Journal of Finance* 40(4) : 1031 – 1051.

21. Modigliani F. and M. H. Miller. 1958. "The Cost of Capital ,Corporate Finance and the Theory of Investment." *American Economic Review* 48(3) : 261 – 291.

22. Morek R. ,A. Shleifer and R. Vishny. 1988. "Management Ownership and Market Valuation: An Empirical Analysis." *Journal of Financial Economics* 20(3) : 293 – 315.

23. Motta A. D. 2003. "Managerial Incentives and Internal Capital Markets." *Journal of Finance* ,58(3) : 1193 – 1220.

24. Scharfstein D. S. ,and J. C. Stein. 2000. "The Dark Side of Internal Capital Markets: Divisional Rent – Seeking and Inefficient Investment." *Journal of Finance* ,55(6) : 2537 – 2564.

25. Wanniski Jude. 1978. *Taxes ,Revenues and the "Laffer Curve"*. Published by The Public Interest.

Insider Control ,Institutional Arrangements for Dividend Payout of State – owned Enterprises and Government Revenue

Qian Xuesong and Kong Dongmin

(School of Economics ,Huazhong University of Science and Technology)

Abstract: The paper develops an agency model which introduces the factor of forced dividend payout of state – owned enterprises. We use the model to consider problems of how to set optimal dividend payout ratio and deal with dividend income. The analysis implies that the relationship between dividend income and payout ratio is inverted U – shape. The paper points out the importance of institution designs. First ,in order to avoid decreasing profits ,the related government institution must have ability and incentive to reinforce corporate governance. Second ,in order to reduce free riding and rent seeking ,dividend income should be disgorged out of state – owned enterprises.

Key Words: Dividend Payout; Insider Control; Corporate Governance

JEL Classification: G35 ,G38 ,P31

(责任编辑: 陈永清)