

# 国企分红专题之二：

## 国际比较与理论分析

**概要。**在上一篇关于国企分红的专题报告中，我们着重阐述了国企分红对于弥补公共财政缺口的重要性，分析了具有中国特色的国企分红上缴公共财政的“两次分配”机制，并通过公开数据测算了国企分红对公共财政的贡献，呼吁尽快提高国企分红的比例，建立有纪律的国企分红政策。承接前文，本篇报告将从国际比较与理论分析的视角对国企分红这一问题展开进一步的研究。

- **国企分红的国际比较。**评估我国的国企分红水平，有必要将其放在全球范围内作一比较。即使是在私有制为主的自由资本主义国家也存在少量国有企业，这些国企必须向政府股东进行分红，并构成国家财政收入的重要来源。从可比角度，两个数据最为重要：一是国企向财政的分红占该国 GDP 的比重；二是国企加权平均分红率。我们认为，这两个维度可以展示不同国家的国企分红对公共财政的贡献大小。
- **我国国企分红率与国际水平相距甚远。**从近年来的平均分红率水平看，俄罗斯、新加坡、立陶宛等政府对国企的要求分红率为 50%，克罗地亚政府的要求分红率为 60%；从实际分红率情况来看，多数国家和地区分红率已达到 50% 以上，芬兰、新西兰、拉脱维亚等国家的国企分红率更超过 70%。相较而言，我国国企“一次分配”的分红率仅为 27.7%，与国际水平相距甚远；若以“二次分配”来衡量，分红率更低至 20% 以下。从国企分红占 GDP 的比重来看，我国的“一次分配”占比为 1.01%，“二次分配”占比为 0.73%，虽然高于部分资本主义国家，但若考虑到国有经济在我国国民经济中的比重，这一占比显然不高。
- **我国国企分红状况与基本经济制度极不相称。**这是一个令人尴尬的现实，毕竟我国是以公有制为基本经济制度的社会主义国家，而国企部门对财政的贡献，也就是对全民股东的分红却不如一些以私有制为主的自由资本主义国家，这与我国的基本经济制度极不相称。这也说明，我国国企向财政分红的提升空间仍然很大，未来随着分红水平提升，其对公共财政的支持势必得到加强。
- **理论分析：国企分红和过度投资。**相较私营企业，国企的“委托-代理”问题更为突出，代理成本更为高昂。自由现金流假说认为，如果来自现有资产的现金流超过了适度投资水平，企业存在过度投资的倾向，资产配置的效率相应降低。学术界的普遍共识是，分红政策对于提升公司价值、改善投资效率、进而保护股东利益都有积极的作用。可见，提高国企分红的好处，不仅仅在于提高财政收入，有效降低政府的杠杆率，而且能够防止国企过度投资，从而控制国企部门的杠杆率。
- **过度投资的证据：国企净资产收益率下降。**国企部门过度投资的表现，一是导致我国经济发展模式的变异，投资过剩、消费不足；二是出现部分行业的产能过剩，尤其以国企为主导的传统部门；三是各大国企集团纷纷进入新的投资领域，离主营业务越来越远。一个证据是国企投资的长期低回报水平。根据国资委数据，2018 年全国国有资产的净资产收益率仅为 3.9%。
- **结论：**从国际比较上看，我国国企分红水平与典型资本主义国家有着明显的差距，反映出我国国企分红比例的巨大提升空间。经济学理论表明，提高国企分红水平，有助于降低代理成本，抑制国企过度投资的行为，提升国有资产的价值。同时，提高国企分红也有助于改善我国公共财政收支失衡的状况，凸显我国国企的全民所有性质。

丁安华，首席经济学家

(852) 3761 8901

dinganhua@cmbi.com.hk

## 目录

一、 国企分红的国际比较.....	3
二、 理论分析：国企分红与过度投资.....	7
（一）国企的代理问题.....	7
（二）自由现金流假说.....	7
（三）过度投资的证据：国企净资产收益率下降.....	8
结论.....	9
附录：国家和地区国企分红数据、来源及备注.....	10
参考文献.....	11

在上一篇关于国企分红的专题报告<sup>1</sup>中，我们着重阐述了国企分红对于弥补公共财政缺口的重要性，分析了具有中国特色的国企分红上缴公共财政的“两次分配”机制，并通过公开数据测算了国企分红对公共财政的贡献，呼吁尽快提高国企分红的比例，建立有纪律的国企分红政策。承接前文，本篇报告将从国际比较与理论分析的视角对国企分红这一问题展开进一步的研究。

## 一、 国企分红的国际比较

评估我国的国企分红水平，有必要将其放在全球范围内作一比较。即使是在私有制为主的自由资本主义国家也存在少量国有企业，这些国企必须向政府股东进行分红，并构成国家财政收入的重要来源。我们收集了十几个国家财政收入构成的公开数据，在其中细心寻找政府企业向财政分红的踪迹。同时，我们收集了各国国有资产管理机构的年报，测算国企的分红规模和分红率指标。

从可比角度，两个数据最为重要：一是国企向财政的分红占该国 GDP 的比重；二是国企加权平均分红率。我们认为，这两个维度可以展示不同国家的国企分红对公共财政的贡献大小。

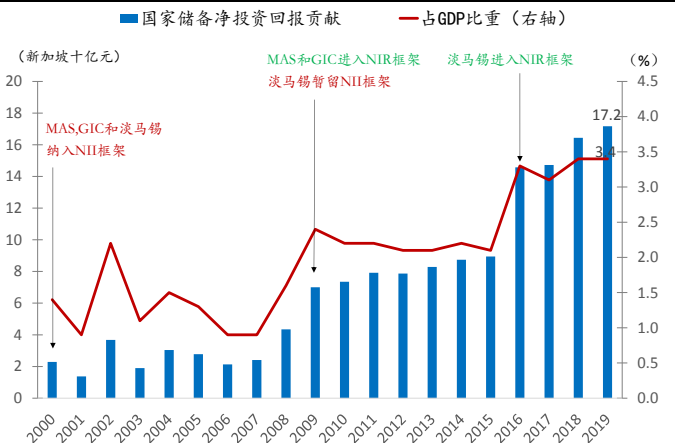
举几个典型例子。

先看新加坡。新加坡的国家资产由新加坡金融管理局（MAS）、新加坡政府投资公司（GIC）和淡马锡（Temasek）三大国有控股投资主体管理<sup>2</sup>。就分红政策而言，2009 年以前，新加坡财政可以动用这三家机构最多 50% 的实际投资收益；2009 年之后，政府修改了国企分红政策框架，政府可动用最多 50% 的预期长期投资回报，即包括基于现有投资组合所预测的未实现回报，这大大增加了政府的预算额度。2014-2018 财年，三家政府投资机构对财政的分红累计达 6,342 亿美元，占新加坡 GDP 的比重也从 2.2% 提高到了 3.3%，平均高达 2.8%（图 1）。从 2016 年起，三家机构的分红超越新加坡的公司税和个人所得税，成为新加坡财政收入的单一最大来源，2018 年占政府收入的 18%（图 2）。政府规定的分红率最高为 50%，根据公开数据测算，2016 年以来淡马锡向财政的分红占其当年归母净利润的比重平均不低于 46.7%，接近规定分红率的上限。

<sup>1</sup> 详见《[国企分红专题之一：公共财政的视角](#)》。

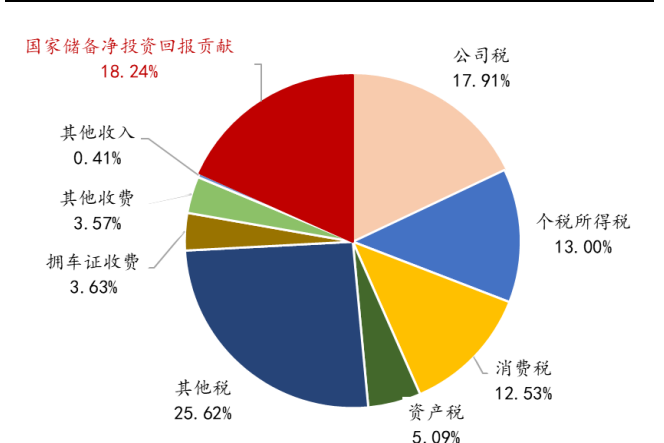
<sup>2</sup> MAS 行使央行职能，以投资风险较小的金融产品为主。GIC 肩负着管理新加坡财政和外汇储备的使命，是管理资产规模最大的一家，主要为长期投资和海外投资，覆盖 40 多个国家和地区。新加坡政府认为自身职责是管理经济，而非管理商业公司，因此在 1974 年成立淡马锡控股，接管当时政府拥有的 35 家国企，包括星展集团、新加坡航空公司等，淡马锡已横跨金融、航空、电力、电信、港口等众多行业。

图 1：新加坡国企分红规模及框架变革



资料来源：新加坡政府、招商银行研究院、招银国际研究

图 2：国企分红已成为新加坡财政收入的重要来源



资料来源：新加坡政府、招商银行研究院、招银国际研究

再看香港。香港特别行政区也有政府所有企业，最具代表性的是香港铁路公司。香港财政司司长法团作为香港铁路公司的最大股东，占有其 73.5% 的股份。从 2014 年开始的五个财年，港铁公司向财政的分红合计达 442 亿港元<sup>3</sup>，五个财年向财政的分红占其归母净利润的比重高达 62.38%。加上香港金管局管理的政府外汇基金投资收入及利息，政府在最近五个财年所得的分红总额平均占到香港 GDP 的 1.03%。

还有法国。由于历史原因，法国的国有经济占比较高。20 世纪 80 年代初，法国的国有经济比重曾一度高达 40%，国家持有 200 余家大型国有企业的股份，涉及子公司 4300 余家。虽然 1986 年开始的市场化改革使得国有资本逐步退出了一些领域，但目前仍留有相当大的规模<sup>4</sup>。2004 年，法国成立了政府持股机构 APE (Government Shareholding Agency)，旨在更专业地保护国有资产。目前，APE 拥有 81 家企业，行业分布广泛，管理的资产已超过 900 亿欧元，是法国政府资产的重要组成部分。法国国企 2014-2017 年向政府分红占归母净利润的比重达到 52.41%，分红总额平均占到法国 GDP 的 0.16%。

再如瑞典。该国的国企规模庞大，经营状况良好，政府管理有效，其国企产出占比和吸纳就业占比在欧洲均名列前茅，因而常作为发达国家管理国有资产的标杆。截至 2018 年，瑞典政府仍直接拥有 47 家企业，主要集中在基础工业和能源行业。2013-2017 财年期间，瑞典国企共上缴财政 932 亿瑞典克朗，平均占瑞典 GDP 总量的 0.44%，国企分红率高达 71.41%。

最后看看挪威。目前，挪威共持有 75 家国企。2013-2017 年间，上市公司向国家的分红率最低为 24%，最高达 332%；非上市公司的分红率也介于 28% 到 275% 之间。五年内，挪威政府共收到国企分红 1660 亿挪威克朗，占国企归母净利润的比重达到 62.38%，平均占挪威 GDP 的 2.46%。石油类等国企的高额分红也使挪威得以建立规模庞大的政府养老基金，目前已是世界上资产总值最高的主权财富基金。

<sup>3</sup> 其中 2016-2017 和 2017-2018 两个财年，派发特别股息。

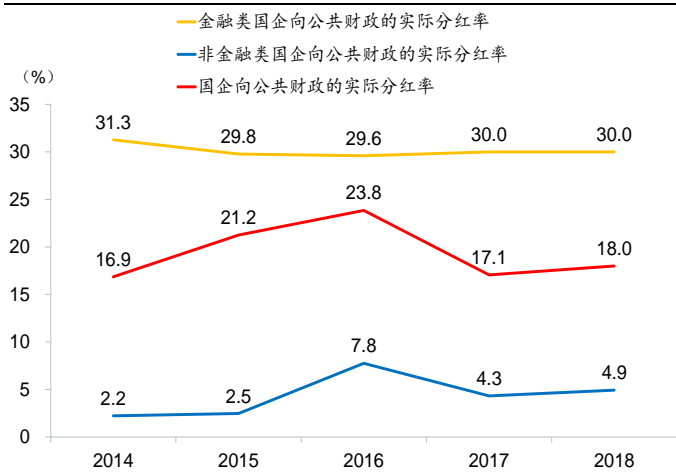
<sup>4</sup> 目前法国国企分为三类，一是与战略利益和主权安全相关的企业，二是政府不必过分参与、而仅是作为股东的公共服务公司，三是在危机期间发挥作用的关键企业。法国最大的五家国企 EDF, ENGIE, Orange, ADP 和 La Poste 合计贡献了超过八成的国企分红，分红上缴比例也比较稳定：EDF 大约在 50%，ENGIE 在 65-75%，ADP 在 40% 左右。

让我们回到中国，并将之置于国际比较的框架。

在上一篇报告中，我们按照“两次分配”机制的运行逻辑，推算出我国金融类和非金融类（实业类）国企对公共财政的贡献，同时测算出全部国企部门对公共财政的实际分红率。我们发现，2018年分红率约为18%；近几年国企向公共财政的实际分红率总体呈现出先升后降的走势，其中2016年的分红力度最大，达到23.8%，2014年的分红力度最小，仅为16.9%（图3）。

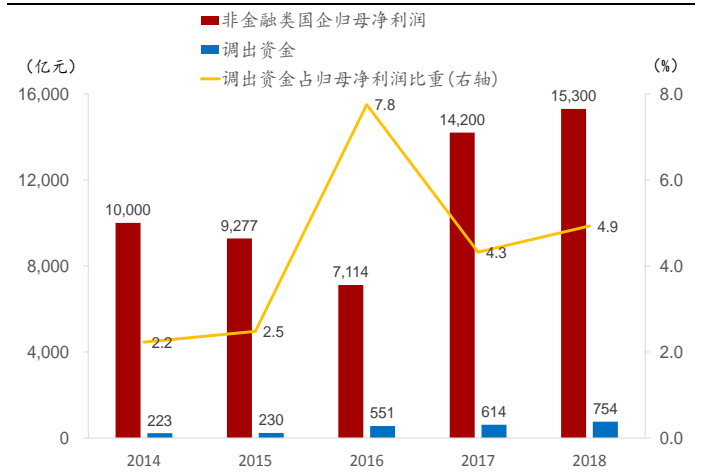
值得注意的是，2016年国企分红率之所以较高，主要是因为当年经济下行压力较大，部分产能过剩行业性亏损，实业类国企归属国有母公司净利润下降较多，“分母效应”的存在导致当年分红率的大幅上升，并不意味着当年国企分红上缴公共财政绝对金额的大幅提升（图4）。此外，从国企类型来看，金融类国企分红率总体维持在30%左右，而实业类国企分红率最高仅为7.8%，与金融类国企有着明显的差距。

图3：国有企业加权平均分红率处于较低水平



资料来源：国家资产负债表研究中心、招商银行研究院、招银国际研究

图4：归母净利润下降导致2016年分红率提升

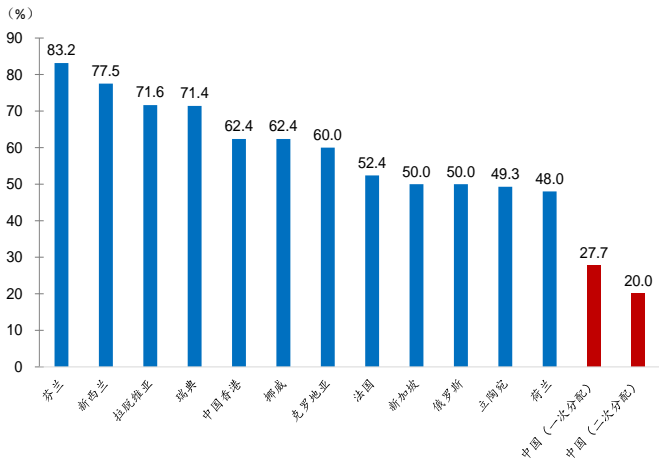


资料来源：国家资产负债表研究中心、招商银行研究院、招银国际研究

现在，我们可以将中国放在国际范围内做个比较。从近年来的平均分红率水平看，俄罗斯、新加坡、立陶宛等政府对国企的要求分红率为50%，克罗地亚政府的要求分红率为60%；从实际分红率情况来看，多数国家和地区分红率已达到50%以上，芬兰、新西兰、拉脱维亚等国家的国企分红率更超过70%。

相较而言，以2014-2018年平均计算，我国国企“一次分配”的分红率仅为27.7%，与国际水平相距甚远；若以“二次分配”来衡量，分红率更低至20%以下（图5）。从国企分红占GDP的比重来看，我国的一次分配占比为1.01%，二次分配占比0.73%，虽然高于部分资本主义国家，但若考虑到国有经济在我国国民经济中的比重，那么这一占比显然不高（图6）。

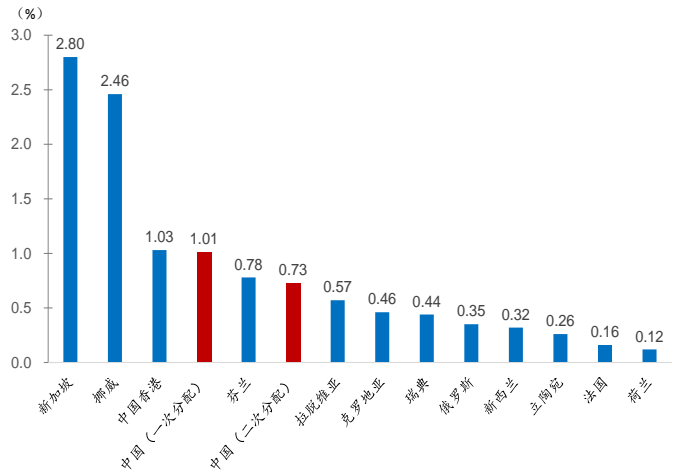
图 5：国企分红率的国际比较



注：国企分红率=国企分红/归母净利润

资料来源：政府财政数据、国企报告、企业年报、汤森路透、招商银行研究院、招银国际研究（详细数据备注请参见附录）

图 6：国企分红占 GDP 比重的国际比较

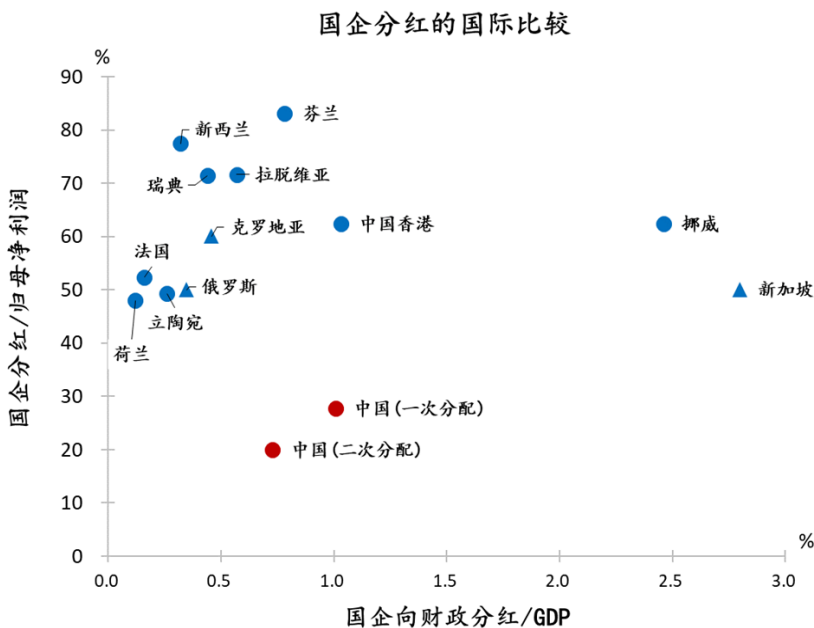


资料来源：政府财政数据、国企报告、企业年报、汤森路透、招商银行研究院、招银国际研究（详细数据备注请参见附录）

我们将分红率和分红的 GDP 占比两个维度结合起来，得出一张意味深长的全景图（图 7）。以国企部门向国家财政的分红而言，无论是占 GDP 的比重，还是分红率水平，社会主义中国都比某些典型的私人资本主义国家为低。

这是一个令人尴尬的现实，毕竟我国是以公有制为基本经济制度的社会主义国家，而国企部门对财政的贡献，也就是对全民股东的分红却不如一些以私有制为主的自由资本主义国家，这与我国的基本经济制度极不相称。这也说明，我国国企向财政分红的提升空间仍然很大，未来随着分红水平的提升，其对公共财政的支持势必得到加强。

图 7：令人尴尬的现实：分红的国际比较



注：圆点为实际分红比，三角形为政府规定分红比，详细数据备注请参见附录

资料来源：政府财政数据、国企报告、企业年报、汤森路透、招商银行研究院、招银国际研究

## 二、 理论分析：国企分红与过度投资

### （一） 国企的代理问题

从理论上说，公司股东与管理层之间存在着经典的“委托-代理”关系。受雇于股东的管理层应以最大化股东的利益为目标，但实际上其利益/激励与股东在很大程度上并不相容。而且，由于管理层拥有更多企业经营的信息，股东难以对管理层实施有效监督。因此，源自公司所有权和管理权分离的利益冲突，不可避免地将导致效率和福利的损失，这在经济学上被称为“代理成本”。过度投资与过度在职消费就是代理成本的两种主要表现方式。

相较私营企业，国企的“委托-代理”问题更为突出，代理成本更为高昂。首先，国有股份的所有者为全体公民<sup>5</sup>，但实际上全体公民却无法直接行使所有者权利，这就产生了“所有者缺位”的问题。其次，我国国企的“委托-代理”关系层次多、链条长，链条上存在着全体公民、全国人大、国务院、国资委、集团公司和利润经营单位等多个层级，加剧了信息不对称，更容易滋生“内部人控制”的问题。第三，由于国企所有权比较集中，管理者往往“一身二任”，既是经理人又是党政官员，角色冲突使得国企在经营上政企难分。第四，国企“大而不倒”，普遍存在预算软约束，僵尸企业难以出清。第五，国企并非以利润最大化或企业价值最大化为单一目标，还存在规模扩张、社会责任等其他维度的考核指标，管理者的升迁机会和社会地位也往往与企业规模正相关，衍生过度投资的激励。在此背景下，不难理解抑制代理成本是改善国企公司治理的关键。

### （二） 自由现金流假说

哈佛大学经济学教授詹森（Michael Jensen）于1986年在《美国经济评论》上发表论文<sup>6</sup>，提出了“自由现金流假说”（free cash flow hypothesis），成为历史上被引用最多的经济学文献之一，其理论对于改善现代公司治理具有启示意义。

自由现金流假说认为，如果来自现有资产的现金流超过了适度投资水平，管理者存在将自由现金流投资于低收益率乃至负净现值的项目，企业存在过度投资的倾向，资产配置的效率相应降低。詹森认为，分红可以削减自由现金流，有效抑制过度投资现象，从而提升公司价值。需要稍作解释的是，詹森的“自由现金流”事实上是一个经济学概念而非财务概念，指的是公司在投资完所有净现值（NPV, net present value）为正的项目后所余下的现金流。由此，管理层应当将自由现金流用于分红或是股票回购，而非浪费在负回报（NPV < 0）的投资项目上。

这一假说客观反映了如下现实：企业的管理者存在谋求自身利益最大化的动机，例如为追求声誉和地位，倾向于扩大投资，实际投资金额可能超过企业的最优投资规模。问题是，管理者并不需要为错误的投资决策支付成本或者只需承担其中很少的一部分，投资过

<sup>5</sup> 《中华人民共和国企业国有资产法》规定“国有资产属于国家所有即全民所有。国务院代表国家行使国有资产所有权。”

<sup>6</sup> Jensen, Michael C, 1986. "Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers," American Economic Review, American Economic Association, vol. 76(2), pages 323-329, May.

度带来的风险和损失主要由股东来承担，这实质是典型的代理问题。过度投资，不仅损害股东的利益，而且也是社会经济资源的浪费。

“自由现金流假说”得到了广泛的实证支持。诸多研究发现，过度投资在自由现金流充裕的公司中尤为普遍，提高分红可以明显减少公司的异常开支，有效约束管理层的过度投资行为。学术界的普遍共识是，分红政策对于提升公司价值、改善投资效率、进而保护股东利益都有积极的作用。

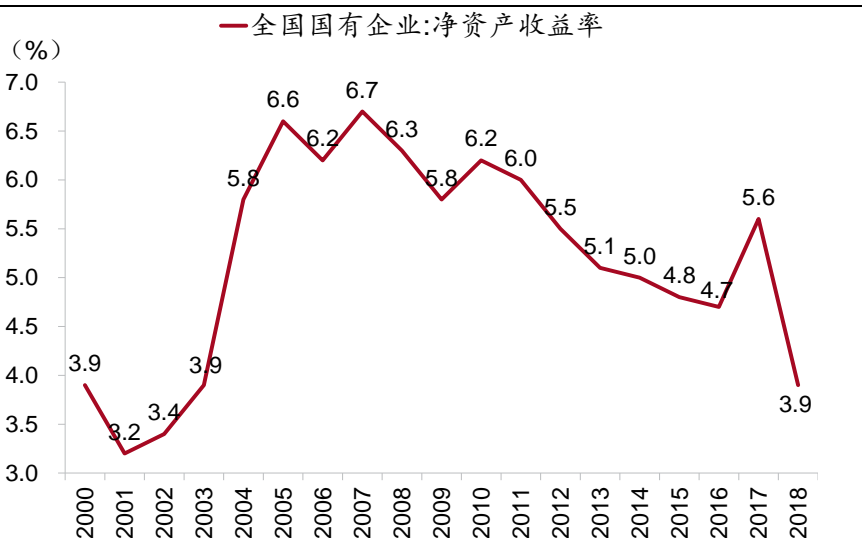
进一步而言，企业分红之后若出现新的投资机会，公司需要通过外部融资的方式来解资金需求，商业银行、投资银行以及资本市场的压力将对管理层的投资决策形成外部约束，进一步限制其潜在的过度投资行为。不过，对我国的国有企业而言，外部融资对国企过度投资的有效约束是存疑的，因为国企在获得银行贷款方面具有明显的优势。商业银行的确对国企有着更高的授信倾向，且对国企的具体融资、投资行为约束不足，这在客观上造成了国企可以获得较低的融资成本，这更加激励了国企的投资冲动。从这个角度而言，在外部融资约束不力的情况下，更加需要建立一套严谨而有纪律的国企分红政策，从内部自由现金流的角度约束过度投资行为。

可见，提高国企分红的好处，不仅仅在于提高财政收入，有效降低政府的杠杆率，而且能够防止国企过度投资，从而控制国企部门的杠杆率。

### （三）过度投资的证据：国企净资产收益率下降

国企部门过度投资的表现，一是导致我国经济发展模式的变异，投资过剩、消费不足；二是出现部分行业的产能过剩，尤其以国企为主导的传统部门；三是各大国企集团纷纷进入新的投资领域，离主营业务越来越远。一个证据是，国企投资的长期低回报水平。根据国资委数据，2018年全国国有资产的净资产收益率仅为3.9%，甚至不及银行理财产品的收益率水平（图8）。

图8：全国国有企业净资产收益率（ROE）有明显下滑趋势



注：净资产收益率=净利润/净资产

资料来源：Wind、招商银行研究院、招银国际研究



## 结论

从国际比较上看，我国国企分红水平与典型资本主义国家有着明显的差距，反映出我国国企分红比例的巨大提升空间。经济学理论表明，提高国企分红水平，有助于降低代理成本，抑制国企过度投资的行为，提升国有资产的价值。同时，提高国企分红也有助于改善我国公共财政收支失衡的状况，凸显我国国企的全民所有性质。

## 附录：国家和地区国企分红数据、来源及备注

国家或地区	国企分红率	国企向公共财政分红/GDP	资料来源	备注
荷兰	48%	0.12%	Ministerie van Financiën: Jaarverslag Beheer Staatsdeelnemingen, (Annual Report Management State Holdings) 2013-2017	2013至17年均值
拉脱维亚	71.63%	0.57%	Pārskats par valsts kapitālsabiedrību un valstij piederošajām kapitāla daļām (Public report on the state capital and state-owned capital shares)2014-2018	2013至17年均值
克罗地亚	60%	0.46%	Institute of Public Finance: Financial performance of state-owned enterprises, 2018	2012至16年均值；60%为政府目标分红率，实际上缴率未达此目标；2012至16年，国企共应向公共财政上缴776.6亿克罗地亚库纳（约占GDP的0.46%），实际上缴471.9亿克罗地亚库纳（约占GDP的0.28%）
新西兰	77.52%	0.32%	New Zealand Government: The treasury annual report, 2013-2018 Financial statements of the government of New Zealand, 2013-2018	2014至18年均值
瑞典	71.41%	0.44%	Government offices: Annual report state-owned enterprises, 2013-2017	2013至17年均值；2013-16年分红率的计算剔除出现重大亏损的Vattenfall公司，2017年该公司扭亏为盈
立陶宛	49.30%	0.26%	State-owned enterprises in Lithuania, 2014-18	2013-2017年均值
芬兰	83.15%	0.78%	Annual report of the state's ownership steering 2014,2015 Government ownership steering annual report, 2016 Report on state annual accounts,2017	2014-15年均值
法国	52.40%	0.16%	APE: The government as shareholder, 2010, 2014-15 APE: Annual report, 2015-18	2014-17年均值；分红率的计算中剔除2015年的亏损数据
挪威	62.38%	2.46%	The State Ownership Report, 2013-17	2013-2017年均值
俄罗斯	50.00%	0.35%	Ministry of Finance of the Russian Federation Financial Times: Russia demands big dividend payouts from state-owned companies	50%为俄罗斯政府对于国企上缴比例的规定，但有个别企业未达到该要求（包括Rosneft分红率35%；Gazprom分红率27%等）；GDP占比按照2015等年度实际数据估算
新加坡	50.00%	2.80%	Government budget and fiscal position, annual data Temasek annual reports	2014-18年均值；50%为政府可使用国企预期长期投资回报的上限，亦接近淡马锡自2016年进入NIR框架以来的平均分红率46.7%
中国香港	62.38%	1.03%	MTR annual reports, 2015-2019 Government budget, 2015-2019	2014-18年均值；分红率为港铁公司五年平均分红率，包括2015和2016年两次派发特别股息；GDP占比计算还包括香港金管局管理的政府外汇基金投资收入及利息
中国（一次分配）	27.70%	1.01%	财政部、国资委、上清所、国企年报、Wind等	2014-17年均值；一次分配计算非金融国企计入全国国有资本经营收入的部分，加金融企业上缴额；金融企业的归母净利润是根据金融企业分红额和分红率推算得出。
中国（二次分配）	19.96%	0.73%	财政部、国资委、上清所、国企年报、Wind等	2014-17年均值；二次分配计算国有资本经营收入当中调入一般公共预算的部分，加金融企业上缴额；金融企业的归母净利润是根据金融企业分红额和分红率推算得出。

## 参考文献

1. 陈少晖. 国有企业利润上缴:国外运行模式与中国的制度重构[J]. 财贸研究, 2010, 21(3), 80-87.
2. 杜倩怡. 分红对上市公司代理成本的影响研究[EB/OL]. 中国高校人文社会科学信息网, <https://www.sinoss.net/show.php?contentid=56555,2017-11-17/2019-05-20>.
3. 卢鑫, 丁艳平, 唐玲. 国有企业利润去哪儿了? [J]. 经济与管理研究, 2016(5):41-49.
4. 戚聿东, 肖旭. 国有企业利润分配的制度变迁:1979-2015年[J]. 经济与管理研究, 2017(7):35-44.
5. 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.
6. 汪平, 李光贵, 袁晨. 外国国有企业分红政策:实践总结与评述[J]. 经济与管理研究, 2008(6), 78-85.
7. 张春霖. 有效约束、充分自主:中国国有企业分红政策进一步改革的方向[R]. 世界银行研究报告, 2010年.
8. 张翼, 李辰. 股权结构、现金流与资本投资[J]. 经济学(季刊), 2005, 5(1):229-246.
9. 张馨. 论第三财政[J]. 财政研究, 2012(8):2-6.
10. Boardman, Anthony E., and Aidan R. Vining, 1989. Ownership and performance in competitive environments: A comparison of the performance of private, mixed, and state-owned enterprises. *The Journal of Law and Economics* 32.1: 1-33.
11. Böwer, Uwe. 2017. State-owned enterprises in emerging Europe: the good, the bad, and the ugly. International Monetary Fund.
12. European Union, 2016. State-owned enterprises in the EU: lessons learnt and ways forward in a post-crisis context. Institutional paper 031.
13. Jensen, Michael C, 1986. Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers, *American Economic Review*, American Economic Association, vol. 76(2), pages 323-329, May.
14. Kowalski P, Büge M, Sztajerowska M, et al. 2013. State-owned enterprises: trade effects and policy implications. OECD Trade Policy Papers, No. 147.
15. Lin, Yi-Hua, Jeng-Ren Chiou, and Yenn-Ru Chen, 2010. Ownership structure and dividend preference: Evidence from China's privatized state-owned enterprises. *Emerging Markets Finance and Trade* 46.1: 56-74.
16. Muhammad Murtaza, Malik Manzoor Iqbal, Zia Ullah, Haroon Rasheed, Abdul Basit, 2018. An Analytical Review of Dividend Policy Theories, *Journal of Advanced Research in Business and Management Studies* 11, Issue 1(2018)62-76.
17. Sai Ding, John Knight, Xiao Zhang, 2019. Does China overinvest? Evidence from a panel of Chinese firms, *The European Journal of Finance*, 25:6, 489-507, DOI: 10.1080/1351847X.2016.1211546.

## 免责声明及披露

### 分析员声明

负责撰写本报告的全部或部分内容的分析员，就本报告所提及的证券及其发行人做出以下声明：（1）发表于本报告的观点准确地反映有关于他们个人对所提及的证券及其发行人的观点；（2）他们的薪酬在过往、现在和将来与发表在报告上的观点并无直接或间接关系。

此外，分析员确认，无论是他们本人还是他们的关联人士（按香港证券及期货事务监察委员会操作守则的相关定义）（1）并没有在发表研究报告30日前处置或买卖该等证券；（2）不会在发表报告3个工作日内处置或买卖本报告中提及的该等证券；（3）没有在有关香港上市公司内任职高级人员；（4）并没有持有有关证券的任何权益。

### 招银国际证券投资评级

买入	: 股价于未来12个月的潜在涨幅超过15%
持有	: 股价于未来12个月的潜在变幅在-10%至+15%之间
卖出	: 股价于未来12个月的潜在跌幅超过10%
未评级	: 招银国际并未给予投资评级

### 招银国际证券行业投资评级

优于大市	: 行业股价于未来12个月预期表现跑赢大市指标
同步大市	: 行业股价于未来12个月预期表现与大市指标相若
落后大市	: 行业股价于未来12个月预期表现跑输大市指标

### 招银国际证券有限公司

地址: 香港中环花园道3号冠君大厦45楼

电话: (852) 3900 0888

传真: (852) 3900 0800

招银国际证券有限公司(“招银证券”)为招银国际金融有限公司之全资附属公司(招银国际金融有限公司为招商银行之全资附属公司)

### 重要披露

本报告内所提及的任何投资都可能涉及相当大的风险。报告所载数据可能不适合所有投资者。招银证券不提供任何针对个人的投资建议。本报告没有把任何人的投资目标、财务状况和特殊需求考虑进去。而过去的表现亦不代表未来的表现，实际情况可能和报告中所载的大不相同。本报告中所提及的投资价值或回报存在不确定性及难以保证，并可能会受目标资产表现以及其他市场因素影响。招银证券建议投资者应该独立评估投资和策略，并鼓励投资者咨询专业财务顾问以便作出投资决定。

本报告包含的任何信息由招银证券编写，仅为本公司及其关联机构的特定客户和其他专业人士提供的参考数据。报告中的信息或所表达的意见皆不可作为或被视为证券出售要约或证券买卖的邀请，亦不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司及其雇员不就报告中的内容对最终操作建议作出任何担保。我们不对因依赖本报告所载资料采取任何行动而引致之任何直接或间接的错误、疏忽、违约、不谨慎或各类损失或损害承担任何的法律风险。任何使用本报告信息所作的投资决定完全由投资者自己承担风险。

本报告基于我们认为可靠且已经公开的信息，我们力求但不担保这些信息的准确性、有效性和完整性。本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整，且不承诺作出任何相关变更的通知。本公司可发布其它与本报告所载资料及/或结论不一致的报告。这些报告均反映报告编写时不同的假设、观点及分析方法。客户应该小心注意本报告中所提及的前瞻性预测和实际情况可能有显著区别，唯我们已合理、谨慎地确保预测所用的假设基础是公平、合理。招银证券可能采取与报告中建议及/或观点不一致的立场或投资决定。

本公司或其附属关联机构可能持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并不时自行及/或代表其客户进行交易或持有该等证券的权益，还可能与这些公司具有其他相关业务联系。因此，投资者应注意本报告可能存在的客观性及利益冲突的情况，本公司将不会承担任何责任。本报告版权仅为本公司所有，任何机构或个人于未经本公司书面授权的情况下，不得以任何形式翻版、复制、转售、转发及或向特定读者以外的人士传阅，否则有可能触犯相关证券法规。

如需索取更多有关证券的信息，请与我们联系。

对于接收此份报告的英国投资者

本报告仅提供给符合(I)2000年英国不时修订之金融服务及市场法令2005年(金融推广)令(“金融服务令”)第19(5)条之人士及(II)属金融服务令第49(2)(a)至(d)条(高净值公司或非公司社团等)之机构人士，未经招银证券书面授权不得提供给其他任何人。

对于接收此份报告的美国投资者

本报告仅提供给美国1934年证券交易法规15a-6定义的“主要机构投资者”，不得提供给其他任何个人。接收本报告之行为即表明同意接受协议不得将本报告分发或提供给任何其他个人。