

國企分紅專題之二：

國際比較與理論分析

概要。在上一篇關於國企分紅的專題報告中，我們著重闡述了國企分紅對於彌補公共財政缺口的重要性，分析了具有中國特色的國企分紅上繳公共財政的“兩次分配”機制，並通過公開數據測算了國企分紅對公共財政的貢獻，呼籲儘快提高國企分紅的比例，建立有紀律的國企分紅政策。承接前文，本篇報告將從國際比較與理論分析的視角對國企分紅這一問題展開進一步的研究。

- **國企分紅的國際比較。**評估我國的國企分紅水平，有必要將其放在全球範圍內作一比較。即使是在私有制為主的自由資本主義國家也存在少量國有企業，這些國企必須向政府股東進行分紅，並構成國家財政收入的重要來源。從可比角度，兩個數據最為重要：一是國企向財政的分紅占該國 GDP 的比重；二是國企加權平均分紅率。我們認為，這兩個維度可以展示不同國家的國企分紅對公共財政的貢獻大小。
- **我國國企分紅率與國際水平相距甚遠。**從近年來的平均分紅率水平看，俄羅斯、新加坡、立陶宛等政府對國企的要求分紅率為 50%，克羅地亞政府的要求分紅率為 60%；從實際分紅率情況來看，多數國家和地區分紅率已達到 50% 以上，芬蘭、新西蘭、拉脫維亞等國家的國企分紅率更超過 70%。相較而言，我國國企“一次分配”的分紅率僅為 27.7%，與國際水平相距甚遠；若以“二次分配”來衡量，分紅率更低至 20% 以下。從國企分紅占 GDP 的比重來看，我國的“一次分配”占比為 1.01%，“二次分配”占比為 0.73%，雖然高于部分資本主義國家，但若考慮到國有經濟在我國國民經濟中的比重，這一占比顯然不高。
- **我國國企分紅狀況與基本經濟制度極不相稱。**這是一個令人尷尬的現實，畢竟我國是以公有制為基本經濟制度的社會主義國家，而國企部門對財政的貢獻，也就是對全民股東的分紅却不如一些以私有制為主的自由資本主義國家，這與我國的基本經濟制度極不相稱。這也說明，我國國企向財政分紅的提升空間仍然很大，未來隨著分紅水平提升，其對公共財政的支持勢必得到加強。
- **理論分析：國企分紅和過度投資。**相較私營企業，國企的“委托-代理”問題更為突出，代理成本更為高昂。自由現金流假說認為，如果來自現有資產的現金流超過了適度投資水平，企業存在過度投資的傾向，資產配置的效率相應降低。學術界的普遍共識是，分紅政策對於提升公司價值、改善投資效率、進而保護股東利益都有積極的作用。可見，提高國企分紅的好處，不僅僅在於提高財政收入，有效降低政府的杠杆率，而且能夠防止國企過度投資，從而控制國企部門的杠杆率。
- **過度投資的證據：國企淨資產收益率下降。**國企部門過度投資的表現，一是導致我國經濟發展模式的變異，投資過剩、消費不足；二是出現部分行業的產能過剩，尤其以國企為主導的傳統部門；三是各大國企集團紛紛進入新的投資領域，離主營業務越來越遠。一個證據是國企投資的長期低回報水平。根據國資委數據，2018 年全國國有資產的淨資產收益率僅為 3.9%。
- **結論：**從國際比較上看，我國國企分紅水平與典型資本主義國家有著明顯的差距，反映出我國國企分紅比例的巨大提升空間。經濟學理論表明，提高國企分紅水平，有助於降低代理成本，抑制國企過度投資的行為，提升國有資產的價值。同時，提高國企分紅也有助於改善我國公共財政收支失衡的狀況，凸顯我國國企的全民所有性質。

丁安華，首席經濟學家

(852) 3761 8901

dinganhua@cmbi.com.hk

目錄

一、 國企分紅的國際比較.....	3
二、 理論分析：國企分紅與過度投資.....	7
（一）國企的代理問題.....	7
（二）自由現金流假說.....	7
（三）過度投資的證據：國企淨資產收益率下降.....	8
結論.....	9
附錄：國家和地區國企分紅數據、來源及備注.....	10
參考文獻.....	11

在上一篇關於國企分紅的專題報告¹中，我們著重闡述了國企分紅對於彌補公共財政缺口的重要性，分析了具有中國特色的國企分紅上繳公共財政的“兩次分配”機制，並通過公開數據測算了國企分紅對公共財政的貢獻，呼籲儘快提高國企分紅的比例，建立有紀律的國企分紅政策。承接前文，本篇報告將從國際比較與理論分析的視角對國企分紅這一問題展開進一步的研究。

一、 國企分紅的國際比較

評估我國的國企分紅水平，有必要將其放在全球範圍內作一比較。即使是在私有制為主的自由資本主義國家也存在少量國有企業，這些國企必須向政府股東進行分紅，並構成國家財政收入的重要來源。我們收集了十幾個國家財政收入構成的公開數據，在其中細心尋找政府企業向財政分紅的蹤跡。同時，我們收集了各國國有資產管理機構的年報，測算國企的分紅規模和分紅率指標。

從可比角度，兩個數據最為重要：一是國企向財政的分紅占該國 GDP 的比重；二是國企加權平均分紅率。我們認為，這兩個維度可以展示不同國家的國企分紅對公共財政的貢獻大小。

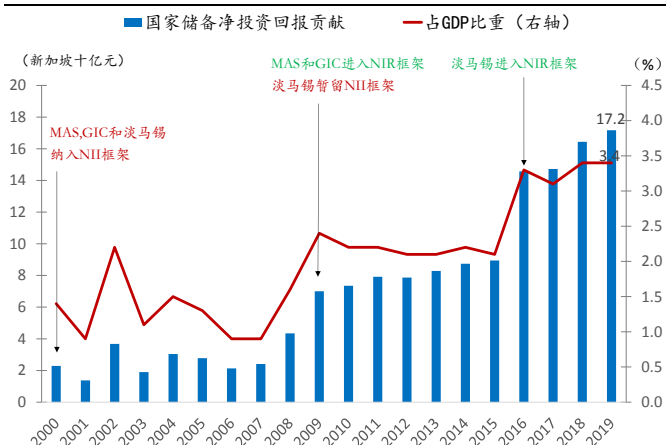
舉幾個典型例子。

先看新加坡。新加坡的國家資產由新加坡金融管理局（MAS）、新加坡政府投資公司（GIC）和淡馬錫（Temasek）三大國有控股投資主體管理²。就分紅政策而言，2009年以前，新加坡財政可以動用這三家機構最多 50% 的實際投資收益；2009 年之後，政府修改了國企分紅政策框架，政府可動用最多 50% 的預期長期投資回報，即包括基於現有投資組合所預測的未實現回報，這大大增加了政府的預算額度。2014-2018 財年，三家政府投資機構對財政的分紅累計達 6,342 億美元，占新加坡 GDP 的比重也從 2.2% 提高到了 3.3%，平均高達 2.8%（圖 1）。從 2016 年起，三家機構的分紅超越新加坡的公司稅和個人所得稅，成為新加坡財政收入的單一最大來源，2018 年占政府收入的 18%（圖 2）。政府規定的分紅率最高為 50%，根據公開數據測算，2016 年以來淡馬錫向財政的分紅占其當年歸母淨利潤的比重平均不低於 46.7%，接近規定分紅率的上限。

¹ 詳見《[國企分紅專題之一：公共財政的視角](#)》。

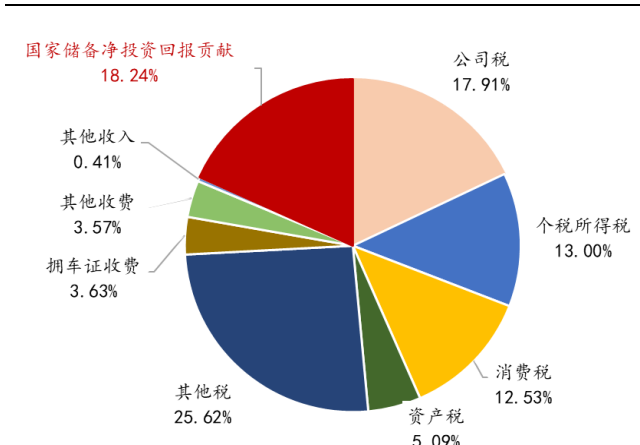
² MAS 行駛央行職能，以投資風險較小的金融產品為主。GIC 肩負著管理新加坡財政和外匯儲備的使命，是管理資產規模最大的一家，主要為長期投資和海外投資，覆蓋 40 多個國家和地區。新加坡政府認為自身職責是管理經濟，而非管理商業公司，因此在 1974 年成立淡馬錫控股，接管當時政府擁有的 35 家國企，包括星展集團、新加坡航空公司等，淡馬錫已橫跨金融、航空、電力、電信、港口等眾多行業。

圖 1：新加坡國企分紅規模及框架變革



資料來源：新加坡政府、招商銀行研究院、招銀國際研究

圖 2：國企分紅已成為新加坡財政收入的重要來源



資料來源：新加坡政府、招商銀行研究院、招銀國際研究

再看香港。香港特別行政區也有政府所有企業，最具代表性的是香港鐵路公司。香港財政司司長法團作為香港鐵路公司的最大股東，占有其 73.5% 的股份。從 2014 開始的五個財年，港鐵公司向財政的分紅合計達 442 億港元³，五個財年向財政的分紅占其歸母淨利潤的比重高達 62.38%。加上香港金管局管理的政府外匯基金投資收入及利息，政府在最近五個財年所得的分紅總額平均占到香港 GDP 的 1.03%。

還有法國。由於歷史原因，法國的國有經濟占比較高。20 世紀 80 年代初，法國的國有經濟比重曾一度高達 40%，國家持有 200 餘家大型國有企業的股份，涉及子公司 4300 餘家。雖然 1986 年開始的市場化改革使得國有資本逐步退出了一些領域，但目前仍留有相當大的規模⁴。2004 年，法國成立了政府持股機構 APE (Government Shareholding Agency)，旨在更專業地保護國有資產。目前，APE 擁有 81 家企業，行業分布廣泛，管理的資產已超過 900 億歐元，是法國政府資產的重要組成。法國國企 2014-2017 年向政府分紅占歸母淨利潤的比重達到 52.41%，分紅總額平均占到法國 GDP 的 0.16%。

再如瑞典。該國的國企規模龐大，經營狀況良好，政府管理有效，其國企產出占比和吸納就業占比在歐洲均名列前茅，因而常作為發達國家管理國有資產的標杆。截至 2018 年，瑞典政府仍直接擁有 47 家企業，主要集中在基礎工業和能源行業。2013-2017 財年期間，瑞典國企共上繳財政 932 億瑞典克朗，平均占瑞典 GDP 總量的 0.44%，國企分紅率高達 71.41%。

最後看看挪威。目前，挪威共持有 75 家國企。2013-2017 年間，上市公司向國家的分紅率最低為 24%，最高達 332%；非上市公司的分紅率也介於 28% 到 275% 之間。五年內，挪威政府共收到國企分紅 1660 億挪威克朗，占國企歸母淨利潤的比重達到 62.38%，平均

³ 其中 2016-2017 和 2017-2018 兩個財年，派發特別股息。

⁴ 目前法國國企分為三類，一是與戰略利益和主權安全相關的企業，二是政府不必過分參與、而僅是作為股東的公共服務公司，三是在危機期間發揮作用的關鍵企業。法國最大的五家國企 EDF, ENGIE, Orange, ADP 和 La Poste 合計貢獻了超過八成的國企分紅，分紅上繳比例也比較穩定：EDF 大約在 50%，ENGIE 在 65-75%，ADP 在 40% 左右。

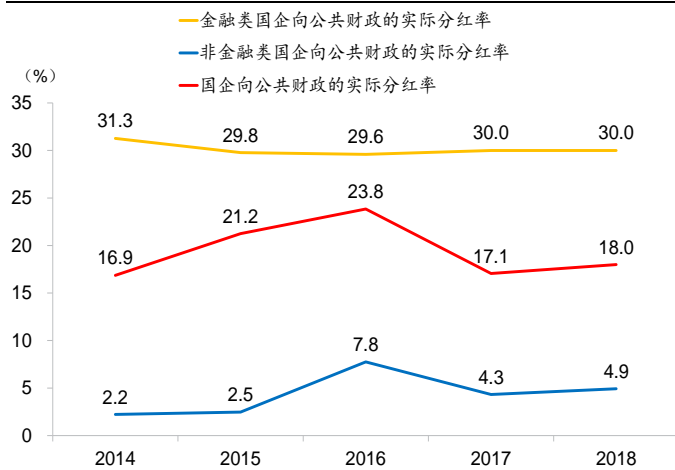
占挪威 GDP 的 2.46%。石油類等國企的高額分紅也使挪威得以建立規模龐大的政府養老基金，目前已是世界上資產總值最高的主權財富基金。

讓我們回到中國，並將之置于國際比較的框架。

在上一篇報告中，我們按照“兩次分配”機制的運行邏輯，推算出我國金融類和非金融類（實業類）國企對公共財政的貢獻，同時測算出全部國企部門對公共財政的實際分紅率。我們發現，2018 年分紅率約為 18%；近幾年國企向公共財政的實際分紅率總體呈現出先升後降的走勢，其中 2016 年的分紅力度最大，達到 23.8%，2014 年的分紅力度最小，僅為 16.9%（圖 3）。

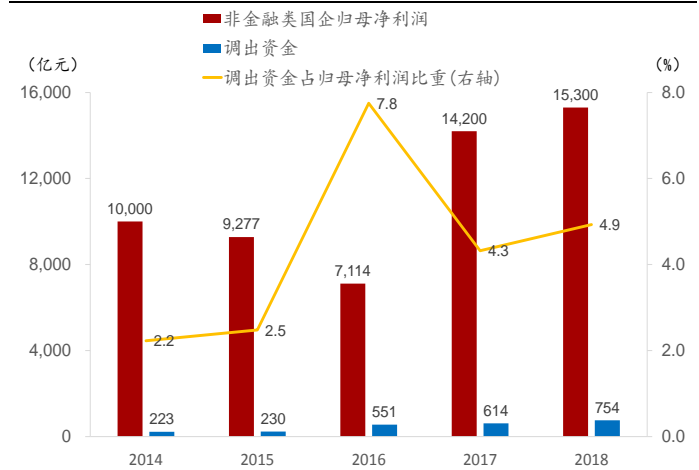
值得注意的是，2016 年國企分紅率之所以較高，主要是因為當年經濟下行壓力較大，部分產能過剩行業性虧損，實業類國企歸屬國有母公司淨利潤下降較多，“分母效應”的存在導致當年分紅率的大幅上升，並不意味著當年國企分紅上繳公共財政絕對金額的大幅提升（圖 4）。此外，從國企類型來看，金融類國企分紅率總體維持在 30% 左右，而實業類國企分紅率最高僅為 7.8%，與金融類國企有著明顯的差距。

圖 3：國有企業加權平均分紅率處於較低水平



資料來源：國家資產負債表研究中心、招商銀行研究院、招銀國際研究

圖 4：歸母淨利潤下降導致 2016 年分紅率提升

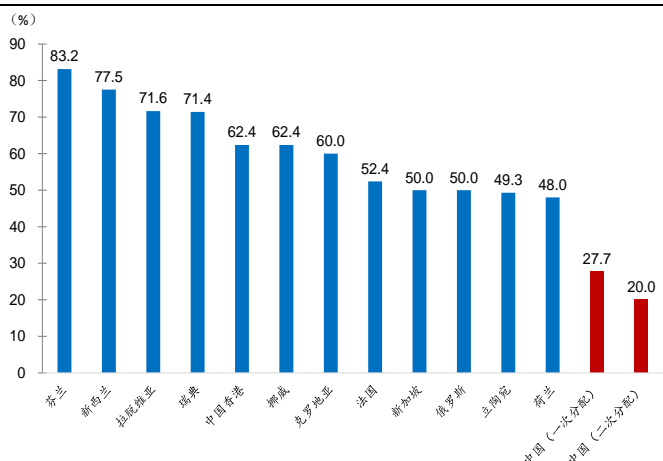


資料來源：國家資產負債表研究中心、招商銀行研究院、招銀國際研究

現在，我們可以將中國放在國際範圍內做個比較。從近年來的平均分紅率水平看，俄羅斯、新加坡、立陶宛等政府對國企的要求分紅率為 50%，克羅地亞政府的要求分紅率為 60%；從實際分紅率情況來看，多數國家和地區分紅率已達到 50% 以上，芬蘭、新西蘭、拉脫維亞等國家的國企分紅率更超過 70%。

相較而言，以 2014-2018 年平均計算，我國國企“一次分配”的分紅率僅為 27.7%，與國際水平相距甚遠；若以“二次分配”來衡量，分紅率更低至 20% 以下（圖 5）。從國企分紅占 GDP 的比重來看，我國的一次分配占比為 1.01%，二次分配占比 0.73%，雖然高于部分資本主義國家，但若考慮到國有經濟在我國國民經濟中的比重，那麼這一占比顯然不高（圖 6）。

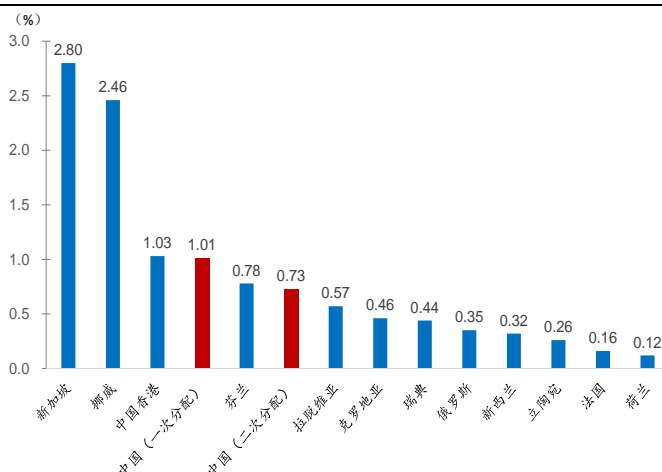
圖 5：國企分紅率的國際比較



注：國企分紅率=國企分紅/歸母淨利潤

資料來源：政府財政數據、國企報告、企業報表、湯森路透、招商銀行研究院、招銀國際研究（詳細數據備注請參見附錄）

圖 6：國企分紅占 GDP 比重的國際比較

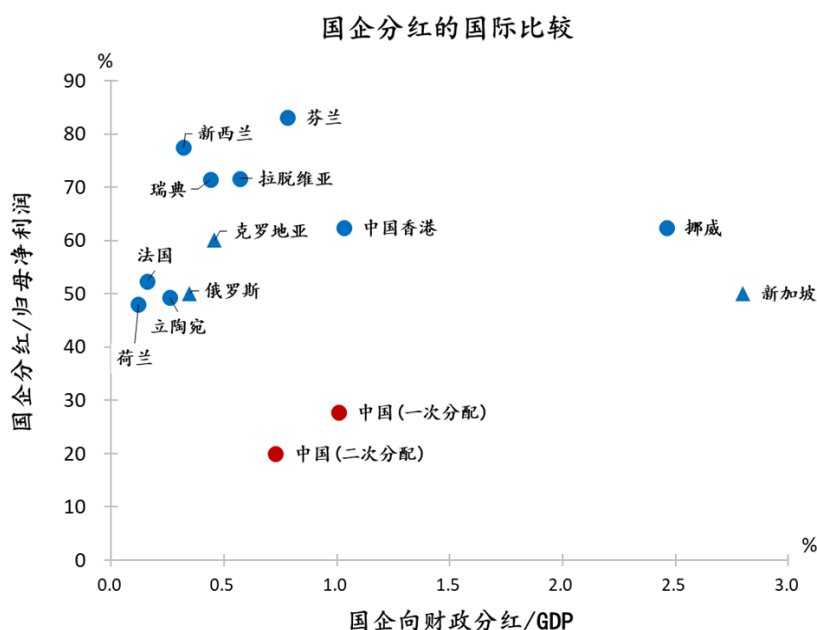


資料來源：政府財政數據、國企報告、企業報表、湯森路透、招商銀行研究院、招銀國際研究（詳細數據備注請參見附錄）

我們將分紅率和分紅的 GDP 占比兩個維度結合起來，得出一張意味深長的全景圖（圖 7）。以國企部門向國家財政的分紅而言，無論是占 GDP 的比重，還是分紅率水平，社會主義中國都比某些典型的私人資本主義國家為低。

這是一個令人尷尬的現實，畢竟我國是以公有制為基本經濟制度的社會主義國家，而國企部門對財政的貢獻，也就是對全民股東的分紅却不如一些以私有制為主的自由資本主義國家，這與我國的基本經濟制度極不相稱。這也說明，我國國企向財政分紅的提升空間仍然很大，未來隨著分紅水平的提升，其對公共財政的支持勢必得到加強。

圖 7：令人尷尬的現實：分紅的國際比較



注：圓點為實際分紅比，三角形為政府規定分紅比，詳細數據備注請參見附錄

資料來源：政府財政數據、國企報告、企業報表、湯森路透、招商銀行研究院、招銀國際研究

二、理論分析：國企分紅與過度投資

（一）國企的代理問題

從理論上說，公司股東與管理層之間存在著經典的“委托-代理”關係。受雇于股東的管理層理應以最大化股東的利益為目標，但實際上其利益/激勵與股東在很大程度上并不相容。而且，由于管理層擁有更多企業經營的信息，股東難以對管理層實施有效監督。因此，源自公司所有權和管理權分離的利益衝突，不可避免地將導致效率和福利的損失，這在經濟學上被稱為“代理成本”。過度投資與過度在職消費就是代理成本的兩種主要表現方式。

相較私營企業，國企的“委托-代理”問題更為突出，代理成本更為高昂。首先，國有股份的所有者為全體公民⁵，但實際上全體公民却無法直接行使所有者權利，這就產生了“所有者缺位”的問題。其次，我國國企的“委托-代理”關係層次多、鏈條長，鏈條上存在著全體公民、全國人大、國務院、國資委、集團公司和利潤經營單位等多個層級，加劇了信息不對稱，更容易滋生“內部人控制”的問題。第三，由于國企所有權比較集中，管理者往往“一身二任”，既是經理人又是黨政官員，角色衝突使得國企在經營上政企難分。第四，國企“大而不倒”，普遍存在預算軟約束，僵尸企業難以出清。第五，國企并非以利潤最大化或企業價值最大化為單一目標，還存在規模擴張、社會責任等其他維度的考核指標，管理者的升遷機會和社會地位也往往與企業規模正相關，衍生過度投資的激勵。在此背景下，不難理解抑制代理成本是改善國企公司治理的關鍵。

（二）自由現金流假說

哈佛大學經濟學教授詹森（Michael Jensen）于1986年在《美國經濟評論》上發表論文⁶，提出了“自由現金流假說”（free cash flow hypothesis），成為歷史上被引用最多的經濟學文獻之一，其理論對於改善現代公司治理具有啟示意義。

自由現金流假說認為，如果來自現有資產的現金流超過了適度投資水平，管理者存在將自由現金流投資于低收益率乃至負淨現值的項目，企業存在過度投資的傾向，資產配置的效率相應降低。詹森認為，分紅可以削減自由現金流，有效抑制過度投資現象，從而提升公司價值。需要稍作解釋的是，詹森的“自由現金流”事實上是一個經濟學概念而非財務概念，指的是公司在投資完所有淨現值（NPV, net present value）為正的項目後所餘下的現金流。由此，管理層應當將自由現金流用于分紅或是股票回購，而非浪費在負回報（NPV < 0）的投資項目上。

這一假說客觀反映了如下現實：企業的管理者存在謀求自身利益最大化的動機，例如為追求聲譽和地位，傾向于擴大投資，實際投資金額可能超過企業的最優投資規模。問題是，管理者并不需要為錯誤的投資決策支付成本或者只需承擔其中很少的一部分，投資過

⁵ 《中華人民共和國企業國有資產法》規定“國有資產屬國家所有即全民所有。國務院代表國家行使國有資產所有權。”

⁶ 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.

度帶來的風險和損失主要由股東來承擔，這實質是典型的代理問題。過度投資，不僅損害股東的利益，而且也是社會經濟資源的浪費。

“自由現金流假說”得到了廣泛的實證支持。諸多研究發現，過度投資在自由現金流充裕的公司中尤為普遍，提高分紅可以明顯減少公司的異常開支，有效約束管理層的過度投資行為。學術界的普遍共識是，分紅政策對於提升公司價值、改善投資效率、進而保護股東利益都有積極的作用。

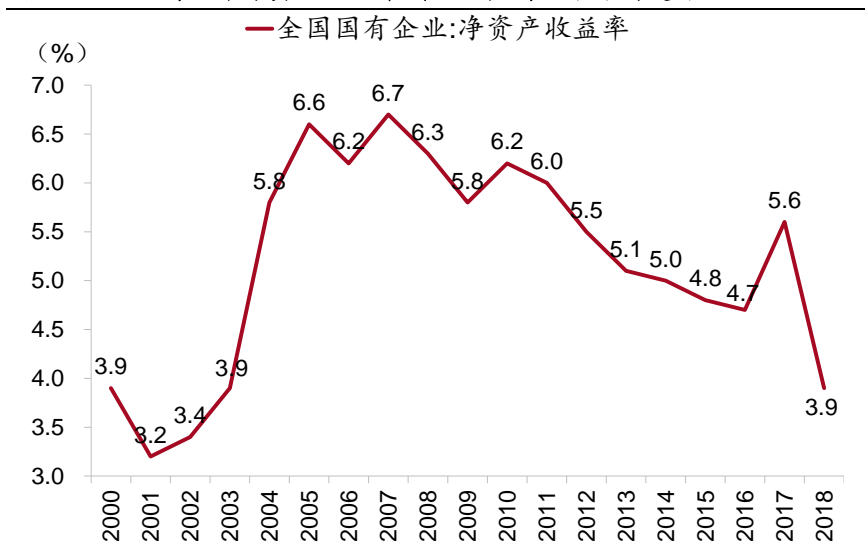
進一步而言，企業分紅之後若出現新的投資機會，公司需要通過外部融資的方式來解決資金需求，商業銀行、投資銀行以及資本市場的壓力將對管理層的投資決策形成外部約束，進一步限制其潛在的過度投資行為。不過，對我國的國有企業而言，外部融資對國企過度投資的有效約束是存疑的，因為國企在獲得銀行貸款方面具有明顯的優勢。商業銀行的確對國企有著更高的授信傾向，且對國企的具體融資、投資行為約束不足，這在客觀上造成了國企可以獲得較低的融資成本，這更加激勵了國企的投資衝動。從這個角度而言，在外部融資約束不力的情況下，更加需要建立一套嚴謹而有紀律的國企分紅政策，從內部自由現金流的角度約束過度投資行為。

可見，提高國企分紅的好處，不僅僅在於提高財政收入，有效降低政府的杠杆率，而且能夠防止國企過度投資，從而控制國企部門的杠杆率。

（三）過度投資的證據：國企淨資產收益率下降

國企部門過度投資的表現，一是導致我國經濟發展模式的變異，投資過剩、消費不足；二是出現部分行業的產能過剩，尤其以國企為主導的傳統部門；三是各大國企集團紛紛進入新的投資領域，離主營業務越來越遠。一個證據是，國企投資的長期低回報水平。根據國資委數據，2018年全國國有資產的淨資產收益率僅為3.9%，甚至不及銀行理財產品的收益率水平（圖8）。

圖8：全國國有企業淨資產收益率（ROE）有明顯下滑趨勢



注：淨資產收益率=淨利潤/淨資產

資料來源：Wind、招商銀行研究院、招銀國際研究

結論

從國際比較上看，我國國企分紅水平與典型資本主義國家有著明顯的差距，反映出我國國企分紅比例的巨大提升空間。經濟學理論表明，提高國企分紅水平，有助於降低代理成本，抑制國企過度投資的行為，提升國有資產的價值。同時，提高國企分紅也有助於改善我國公共財政收支失衡的狀況，凸顯我國國企的全民所有性質。

附錄：國家和地區國企分紅數據、來源及備注

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 kapitālsabiedrībām 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。

參考文獻

1. 陳少輝. 國有企業利潤上繳:國外運行模式與中國的制度重構[J].財貿研究,2010,21(3),80-87.
2. 杜倩怡. 分紅對上市公司代理成本的影響研究[EB/OL].中國高校人文社會科學信息網, <https://www.sinoss.net/show.php?contentid=56555>,2017-11-17/2019-05-20.
3. 盧鑫,丁艷平,唐玲. 國有企業利潤去哪兒了? [J].經濟與管理研究, 2016(5):41-49.
4. 戚聿東,肖旭. 國有企業利潤分配的制度變遷:1979-2015年[J].經濟與管理研究, 2017(7):35-44.
5. 王佳杰,童錦治,李星. 國企分紅、過度投資與國有資本經營預算制度的有效性[J].經濟學動態, 2014(8):70-77.
6. 汪平,李光貴,袁晨. 國外國有企業分紅政策:實踐總結與評述[J].經濟與管理研究, 2008(6),78-85.
7. 張春霖. 有效約束、充分自主:中國國有企業分紅政策進一步改革的方向[R].世界銀行研究報告, 2010年.
8. 張翼,李辰. 股權結構、現金流與資本投資[J].經濟學(季刊),2005,5(1):229-246.
9. 張馨. 論第三財政[J].財政研究, 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.

免責聲明及披露

分析員聲明

負責撰寫本報告的全部或部分內容之分析員，就本報告所提及的證券及其發行人做出以下聲明：（1）發表于本報告的觀點準確地反映有關於他們個人對所提及的證券及其發行人的觀點；（2）他們的薪酬在過往、現在和將來與發表在報告上的觀點並無直接或間接關係。

此外，分析員確認，無論是他們本人還是他們的關聯人士（按香港證券及期貨事務監察委員會操作守則的相關定義）（1）並沒有在發表研究報告30日前處置或買賣該等證券；（2）不會在發表報告3個工作日內處置或買賣本報告中提及的該等證券；（3）沒有在有關香港上市公司內任職高級人員；（4）並沒有持有有關證券的任何權益。

招銀國際證券投資評級

買入	: 股價于未來12個月的潛在漲幅超過15%
持有	: 股價于未來12個月的潛在變幅在-10%至+15%之間
賣出	: 股價于未來12個月的潛在跌幅超過10%
未評級	: 招銀國際并未給予投資評級

招銀國際證券行業投資評級

優于大市	: 行業股價于未來12個月預期表現跑贏大市指標
同步大市	: 行業股價于未來12個月預期表現與大市指標相若
落後大市	: 行業股價于未來12個月預期表現跑輸大市指標

招銀國際證券有限公司

地址: 香港中環花園道3號冠君大廈45樓

電話: (852) 3900 0888

傳真: (852) 3900 0800

招銀國際證券有限公司(“招銀證券”)為招銀國際金融有限公司之全資附屬公司(招銀國際金融有限公司為招商銀行之全資附屬公司)

重要披露

本報告內所提及的任何投資都可能涉及相當大的風險。報告所載數據可能不適合所有投資者。招銀證券不提供任何針對個人的投資建議。本報告沒有把任何人的投資目標、財務狀況和特殊需求考慮進去。而過去表現亦不代表未來的表現，實際情況可能和報告中所載的大不相同。本報告中所提及的投資價值或回報存在不確定性及難以保證，并可能會受目標資產表現以及其他市場因素影響。招銀證券建議投資者應該獨立評估投資和策略，并鼓勵投資者諮詢專業財務顧問以便作出投資決定。

本報告包含的任何信息由招銀證券編寫，僅為本公司及其關聯機構的特定客戶和其他專業人士提供的參考數據。報告中的信息或所表達的意見皆不可作為或被視為證券出售要約或證券買賣的邀請，亦不構成任何投資、法律、會計或稅務方面的最終操作建議，本公司及其雇員不就報告中的內容對最終操作建議作出任何擔保。我們不對因依賴本報告所載資料採取任何行動而引致之任何直接或間接的錯誤、疏忽、違約、不謹慎或各類損失或損害承擔任何的法律責任。任何使用本報告信息所作的投資決定完全由投資者自己承擔風險。

本報告基于我們認為可靠且已經公開的信息，我們力求但不擔保這些信息的準確性、有效性和完整性。本報告中的資料、意見、預測均反映報告初次公開發布時的判斷，可能會隨時調整，且不承諾作出任何相關變更的通知。本公司可發布其它與本報告所載資料及/或結論不一致的報告。這些報告均反映報告編寫時不同的假設、觀點及分析方法。客戶應該小心注意本報告中所提及的前瞻性預測和實際情況可能有顯著區別，唯我們已合理、謹慎地確保預測所用的假設基礎是公平、合理。招銀證券可能採取與報告中建議及/或觀點不一致的立場或投資決定。

本公司或其附屬關聯機構可能持有報告中提到的公司所發行的證券頭寸并不時自行及/或代表其客戶進行交易或持有該等證券的權益，還可能與這些公司具有其他相關業務聯繫。因此，投資者應注意本報告可能存在的客觀性及利益衝突的情況，本公司將不會承擔任何責任。本報告版權僅為本公司所有，任何機構或個人于未經本公司書面授權的情況下，不得以任何形式翻版、複製、轉售、轉發及或向特定讀者以外的人士傳閱，否則有可能觸犯相關證券法規。

如需索取更多有關證券的信息，請與我們聯絡。

對於接收此份報告的英國投資者

本報告僅提供給符合(I)2000年英國不時修訂之金融服務及市場法令2005年(金融推廣)令(“金融服務令”)第19(5)條之人士及(II)屬金融服務令第49(2)(a)至(d)條(高淨值公司或非公司社團等)之機構人士，未經招銀證券書面授權不得提供給其他任何人。

對於接收此份報告的美國投資者

本報告僅提供給美國1934年證券交易法規15a-6定義的“主要機構投資者”，不得提供給其他任何個人。接收本報告之行為即表明同意接受協議不得將本報告分發或提供給任何其他個人。