

中国上場企業における配当と株主利益

川 井 伸 一

はじめに——課題

中国では1990年代に国有企業の株式制企業への転換が大きな政策課題とされており、このいわば民営化の過程のなかで株式会社が成立している。株式会社は会社法により最低資本金1,000万元（1元14円のレートで約1億4千余万円）と規定されていることにもみられるように、大規模な会社である。そのなかで株式を証券取引所に公開上場している会社（以下上場会社）も1990年代に増加の一途をたどっている。上場会社は2000年末現在で1,088社（国内A株・B株発行の会社）を数えている。

上場会社は中国国有企業を中心とする企業改革のなかで出現した近代的な大規模企業（最低資本金は5,000万元、同上レートで7億円）であり、中国のさまざまな企業類型のなかで最も先進的な部類に属する。上場会社に代表される株式会社では旧来の国有企業とは異なり、資本所有の分散化、所有と経営の分離が政策的に図られている。従って、資本所有者（株主）と経営者とのあいだの委託—代理関係をどのように制度化するのが、重要な政策課題とされている。このような政策的課題を背景に中国学界のなかでは株式会社におけるコーポレート・ガバナンス論がひとつの流行である。コーポレート・ガバナンス論の中心的テーマは、株主がその利益目的である資本価値の最大化を達成するために代理人としての経営者の意思決

定と行動をコントロールする制度機構をどのように設計するか、にある。

本稿はコーポレート・ガバナンスの観点から中国の上場会社における利潤分配をとりあげたい。株主主権の観点に立てば、株主は自らの利益最大化すなわち株式価値の最大化のために経営者の意思決定をコントロールすべきである。中国会社法はこの立場から、株主に対して会社の最高権力機関としての株主総会における議決権（共益権）とともに残余利潤の分配請求権および残余財産分配請求権（自益権）を与えている。従って、株主の代理人としての経営者は残余利潤または株主資本価値を最大化する責任を負っており、それをとおして株主に対するリターンを最大化しなければならない。

残余利潤を最大化することは前述したように株主の利益であるが、残余利潤をどのように株主に配当として分配するかは、いろいろな要因に影響される。仮に会社が一定期間のみ存続してその後解散されることが決まっていれば、期末の株主資本（純資産）を最大化し、それを全額分配することが株主利益を最大化することになる。しかし、会社はコーピング・コンサーンとして無期限の存在して経営されるのが一般的である。この場合、株主の利益最大化とは株主資本の長期的な価値最大化のことであり、必ずしもある期末の配当を最大化することではない。もし配当最大化を追求しある期末の利潤を多く配当すれば、その分内部資本蓄積が少なくなり、企業の拡大発展のための投資資金を制約することになる。また逆にもし期末の配当をまったく実施しなくても、それは必ずしも株主利益を損ねるものではない。なぜなら、残余利潤を全額留保して成長のための設備投資を行うことにより、無配の不利益を上回る株主資本の価値最大化を将来はかることもできるからである。

この配当政策に関連して、モジリアニとミラー（1961）は、利潤分配の選択は株主資本（または株式）価値と無関係であることを証明している（いわゆる M-M 第二定理⁽¹⁾）。これによれば、配当するかどうか、どれ

ほどの配当額とするかは、企業価値すなわち株主資本価値に影響しない。つまり配当政策は、現有の企業収益というパイをどのように分割するかであって、パイの大小とは関係なくパイの増大や縮小をもたらすものではないという。この定理は完全資本市場、従って情報の非対称性や取引費用がないことなどを前提にした理論であり、ひとつの有力な説明枠組である。他方、配当政策が株主資本（または株式価値）に影響を及ぼすとの見解がある（Gordon, 1962）。

株主と経営者の利害関係を委託－代理関係からみる場合に両者のあいだには、情報の非対称、取引コスト、インセンティブ（効用関数）の不一致など $M=M$ 定理が排除した要因が影響を及ぼすと考えられる。このような実際的な要因を考慮するならば、利潤分配のあり方は利害当事者の利益目標や当事者の関係によって多少とも影響をうけると考えられる。本稿はこのような問題意識にもとづいて、中国の上場会社における配当政策の実施状況とその要因、および株主が配当政策にどの程度影響力を行使しているのか、について検討することを課題とする。中国の配当政策と実施に関する研究はまだ始まって日が浅く蓄積は薄い。そのなかで近年いくつかの研究成果が公表されてきた（参考文献を参照）。本稿ではこれらを参考にしつつ、第一節では上場会社の配当状況についての動向を概観し、第二節では経営者の配当政策に影響している要因について検討し、第三節では経営者の配当政策に対する株主の対応と影響力、および最近の新しい動向について検討する。

第一節 利潤分配の動向

1 配当分配の動向

中国の株式会社における利潤分配の方法は会社法および企業会計準則などの規定によれば以下の順序でなされる。

- 1) 税引後利潤（純利潤）から前期末分配利潤を追加または前期欠損を補填する
- 2) 分配可能利潤から法定資本準備金（利潤の10%）と法定公益金（利潤の5-10%）を控除する。ただし法定準備金の累計額が登録資本の50%以上の場合は、控除しなくてもよい。
- 3) 株主分配可能利潤
控除の順序は、1 優先株配当、2 任意積立金、3 普通株配当。
- 4) 未分配利潤（次期繰越）

配当の分配方式は現金配当（「現金股利」または「紅利」）、株式配当（「股票股利」または「紅股」）、両者の併用、および無配当に分けられる。現金配当は10株あたり配当金額（元）で表示され、株式配当は10株あたりの配当株（株数）で表示される。その他、法定準備金を資本金に組み入れこれと見合いの新株を発行することも株主への利益分配と考えられる。株式配当および法定準備金の資本金組み入れ（無償交付）は日本では株式分割の名称のもとに一本化されている（91年商法改正）が、中国では区別されている⁽²⁾。

まずこの間の上場会社の配当についての動向を配当形式の面からみると表1-1のとおりである。これによれば、第一に無配当の会社が年々増加しており、全体に占める比率も大幅に増加していることである。1997年度以降は実に過半数の上場会社が無配当を選択している。証券取引所が開設された1990年以来現在までに、配当をまったくしていない上場会社は実に448社にのぼるといふ（『北京青年報』2001年3月31日）。これに対して日本の上場会社における無配会社の比率はほぼ10%台後半から20%前後である。日本に比べて中国における無配会社の比率の高さが顕著である。

第二に、現金配当を選択する会社は絶対数では年々増加傾向を示しているものの、時期的な変動がみられることがある。現金配当が全体に占める

中国上場企業における配当と株主利益

表 1-1 上場会社の配当形式の動向

(社数, %)

	1993年 社数 %	1994年 社数 %	1995年 社数 %	1996年 社数 %	1997年 社数 %	1998年 社数 %	1999年 社数 %
現金配当	32 17	119 40	116 36	136 24	169 23	219 26	243 27
株式配当	66 36	61 21	73 23	192 34	133 18	112 13	54 6
併用	73 40	95 32	67 21	41 7	33 5	32 4	31 3
無配会社	12 7	22 7	65 20	201 35	397 54	485 57	571 64
合計	183	297	321	570	732	848	899
日本の 無配会社	353 16	376 17	369 16	342 15	390 16	519 22	502 21

(1993～97年は李常青(1999), 1998年は『中国証券報』1999.5.1, 1999年は『中国証券報』2000.4.29より作成, ただし, 98, 99年はともに分配案, 日本の数字は上場会社を対象。全国証券取引所協議会資料『平成11年度 企業業績及び配当の状況』2000年9月より)

備考:『上市公司』2000年6期の沈正欣論文によれば, 1998年度は848社中現金配当が230社, 株式配当が172社, 1999年度は948社中現金配当が286社, 株式配当が116社であったという(すべてA株上場会社のみ)。ただし, この場合現金配当と株式配当を併用する会社数を重複計算している。

比率は94年にピーク(72%, 株式配当との併用を含む)を迎え, 95年から96年にかけて急減し(31%), その後は30%前後で安定している。魏剛によれば, 現金配当政策には明らかな時期的特徴があるという(魏剛, 2000)。すなわち, 第一期(1992～1994年度)は現金配当の会社が年々増加する時期。この時期の経営者は「科学的な投資戦略が欠けていて, 多額の資金を募集してもそれをどのように使うのか分からず, 結局株主に分配した」という。第二期(1995～1996年度)は現金配当の会社が急激に減少した時期。1993～4年にかけて進行したインフレ対策として1995年～

96年に中央銀行である中国人民銀行は金融引締め政策を採用し貨幣供給を不断に縮小した。その結果、大部分の上場企業は外部の金融市場から多額の資金を調達するのが困難になり、会社の手元の現金が不足した。この状況のもとで多くの会社は現金配当を減少または取りやめた。第三期(1997～1999年度)は現金配当する会社が次第に増加または安定する時期。1996年と1997年の「経済軟着陸」を経て中国は比較的長い経済調整期に入り、中央銀行も「貨幣縮小」から「貨幣緩和」へ転換した。1998年から内需拡大のために7度にわたり利子を下げ、銀行の企業に対する融資を奨励した。従って、この時期に多くの上場会社は銀行からの借入れをも利用して現金配当を出すようになる。

第三に、株式配当を選択する会社は93年で全体の76%と極めて多かったが、その後漸減し(94年53%、95年41%)、特に96年以降は急減している(97年23%、98年17%、99年9%)。従って、株式配当の会社の比率は通期で見れば大幅に減少している。従って、有配会社の配当形式は全体として当初の株式配当から現金配当へとその重点を変えてきている。

以上のような配当の動向は、中国の上場会社が毎年の経済環境に応じて配当形態を絶えず変えていること(「波動現象」)、そこにおいて無配当が最も主要な分配形式となってきていることを示しているといえよう。

2 配当性向の動向

次に、有配会社の配当性向についてみてみよう。配当性向とは会計年度における配当金額を当年度の利益で割ったものであり、会社の株主に対する配当水準を示すひとつの指標である。表1-2は現金配当の配当性向について各年の動向を示したものである(現金配当と株式配当を併用しているケースにおいて株式配当部分に現金配当が適用される場合にはこれも含めるべきであるが、そのケースは極めてわずかであり、ここでは省略する)。

これによれば、上場企業の現金配当額は一株あたり0.2元程度で推移し

中国上場企業における配当と株主利益

表 1-2 中国上場会社の配当性向の推移と比較

	平均一株当り 現金配当額 (元)	平均一株当り 収益	平均配当性向 (%)	平均配当性向 (%) (日本)	投資者の現金 配当収益率 (%)
1992年	0.11	0.47元	23.4	82.1	
1993年	0.18	0.47	38.2	80.4	0.88
1994年	0.21	0.38	55.2	81.6	5.50
1995年	0.16	0.27	59.2	84.2	6.21
1996年	0.16	0.29	55.2	87.0	1.60
1997年	0.19	0.27	70.4	78.5	1.59
1998年	0.18	0.27	67.6	69.4	2.94
1999年	0.17	0.24	70.3	76.7	1.74
通年平均	0.17	0.32	53.1	80.0	2.92

出典：魏剛「中国上市公司現金分紅比例偏低」『証券時報』2000年12月20日。
中国、日本の統計はいずれも有配会社の配当性向。ただし、1998年と99年の中国数字は筆者の集計による。98年のサンプル数は234社、99年のサンプル数は242社。97年以前はサンプル数不明。日本の数字は金融・保険業を除く各年の平均配当性向（全国証券取引所協議会資料『平成11年度 企業業績及び配当の状況』2000年9月）

ており、比較的安定している。また平均配当性向はこの間23%から70%の間で推移⁽³⁾、やや増加傾向を示している。中国と日本の上場会社（ともに有配会社）をあえて比較すれば、中国の会社の平均配当性向は日本の会社よりも概して低い。92年から99年までの通年平均でみれば中国側の平均値は53.1%であるのに対して、日本側の平均値は80.0%である。

次に、無配会社も含めた上場会社の平均配当性向をみてみよう。中国の平均配当性向は1998年度841社の平均で18.4%（現金配当のみ）、1999年度の576社の平均は29.7%（現金配当のみ）である。李常青（1999、22頁）も中国の上場会社の平均配当率が約30%と推計している。それに対

表 1-3 株主資本配当率 (DOE) の動向

年度	中国 全社		日本 全会社集計	
	DOE	ROE	DOE	ROE
1992		14.28	1.85	3.19
1993		13.97	1.71	2.58
1994		13.97	1.68	2.03
1995		11.03	1.71	-0.40
1996		10.14	1.77	2.90
1997		10.05	1.77	-1.20
1998	1.83	7.62	1.63	-2.04
1999	2.76	8.28	1.58	1.20

出典：中国の数字は『中国上市公司基本分析』各年版から計算。ただし、中国の ROE は全上場企業の平均。中国の 98 年 DOE は 842 社。99 年 DOE は 571 社の平均値（現金配当のみ）。日本の数字は全国証券取引所協議会資料『平成 11 年度企業業績及び配当の状況』2000 年 9 月より。

して日本の全上場会社の平均配当性向は 1980 年代に 28% から 37% の間を推移していたが、バブル経済の崩壊後の長期の不況下で連年利潤が低下する一方で安定した配当金を払い続けている結果、配当性向は大幅に増大し 94 年には 83% に上昇した。1997 年と 1998 年は当期利益がマイナスのため配当性向は算出不可能になり、1999 年には 131.8% まで上昇した。配当性向が 100% 以上であることは当期利益以上の配当金を支払っている異常な状態である。このように配当性向は景気動向にかなり影響されやすい。一般に好況時には当期利潤額が増大するために配当性向は低下し、逆に不況時には配当性向が上昇する傾向がある。従って、単純には比較困難であるが、上場会社全体をとっても中国の会社は日本の会社よりもさらに低い配当性向であったといえる。

3 株主資本配当率

次に株主資本配当率の点からこの間の動向をみてみよう（表1-3）。株主資本配当率（DOE）とは毎期の配当金額を当期の平均株主資本額で割った値で、株主資本（純資産額）に対する利益還元の水準を示す。株主資本額が利潤額に比べ安定的であるために、DOEは配当性向よりも安定的な数値動向を示す。

中国の上場会社のDOEは98年度で1.83%、99年度で2.76%である⁽⁴⁾。この両年で比較すれば、日本の上場会社のDOE 1.63%、1.58%よりわずかながら高い。ただし、中国の上場会社の純資産収益率（ROE）が日本よりもかなり高いことを考えると、収益額からの配当額の比率（配当性向）はやはり中国のほうが明らかに低いといえる。ちなみにアメリカの上場会社では1999年でROEが17.8%、DOEが6.1%である（全国証券取引所協議会資料、2000）。いずれも日本や中国よりもかなり高い水準にある。

第二節 経営者の配当政策

1 株主利益に関する経営者の意識

上場会社経営者は株主利益に対してどのような認識をもっているのか。この点について株主主権に立つコーポレート・ガバナンスからすれば、株主の代理人である経営者は株主利益の最大化に努めなければならないことになる。最近の上海証券取引所（2000）の経営者に対する意識調査によれば⁽⁵⁾、第一に企業が利潤を追求する目的として、株主への配当61%、割当増資権獲得16%、企業余剰の増加11%、従業員賃金福利の向上10%となっており、株主への配当が圧倒的に大きな回答比率を占めている。第二に、会社取締役として最も主要には誰に責任を負うべきかに関して、株主全体77.5%、取締役会11.2%、派遣した株主単位10.5%となっている。株主に対して責任を負う意識が広くみられる。第三に利益が衝突したとき

誰の利益を優先するかに関しては、会社の利益 69%、取締役が代表する株主の利益 31%と回答している。これは利益が衝突する場合に株主の利益よりも会社の利益を優先することがあることを示している。

以上の調査は会社経営者の株主利益に対する意識を明らかにしている点で興味深い。上場会社の経営者（取締役を含む）の圧倒的多数は会社の企業目的としての利潤追求を株主への利益還元（配当）のためであり、株主に対して最も責任を負うべきだと考えているのである。これは中国の上場会社経営者が株主主権のコーポレート・ガバナンスの考え（株主の代理人としての経営者）を少なくとも表向きでは基本的に受け入れていることを示しているようである。

このような意識を大多数の経営者がもっているとすれば、実際の配当政策、とりわけ前述のように大多数の会社が無配当を選択したことはどのような理由からなのであろうか。

2 配当分配をめぐる考察

1) 配当選択に影響する要因

配当選択はどのような要因によって影響を受けるのであろうか。一般論として以下の諸要因が考えられる。（何志勇等、1998、358-369頁）

(1) 会社の成長性と投資機会

会社が成長期にあれば投資機会を多くもち企業業績の伸びが高く、従って資本を拡張する需要が高い。この場合は利潤をできるだけ内部留保に回して配当性向をできるかぎり低くする、すなわち無配当か株式配当を選択するだろう。反対に会社が成熟期にあり効率的な投資機会が少なく成長率が低い場合には、投資拡大のための内部留保を相対的に低下させ、配当性向を高め、より多く現金配当を行うことが合理的であろう。

(2) 資金コスト

新株募集や負債の資金調達コストが相対的に低い時には一般に借入れ

を含む現金配当を利用し、逆に資金調達コストが高い時には現金配当よりも低コストの株式配当または無配当を選択することにより、利潤を再投資に利用することが合理的であろう。

(3) 現金保有量

企業の手持ち現金量の多少は配当選択、特に現金配当を制約するひとつの要因となる。もし現金が不足するならば無配当や株式配当を選択するか、現金配当を選択するならば借入れにより現金を手当てしなければならない。

(4) 税金対策

国家の税収政策は株主の収益に影響を与える。もし現金配当を選択すれば株主は20%の個人所得税を負担しなければならない。他方で無配当政策により企業に留保するか、または株式配当を選択すれば、株主は税金負担を免れることができる。このような観点からすれば、現金配当は少なくし、無配当か株式配当を選択するのが合理的であろう。

(5) 負債水準と負債契約

資本構成に占める負債比率が高すぎる場合には財務の健全性が弱まり、高配当政策を選択するのは適当ではない。他方、長期の負債契約の場合、債権者の利益を保護するために配当に対する制限的条項を書き込む場合がある。それらの制限的条項には例えば、将来の配当は貸付契約後の利潤のみを源泉とする、営業資金に一定金額を保持しそれを下回ってはならないなどが含まれる。

(6) 株 価

株価も実際には配当政策に影響を与える。例えば株価が下落するならば、企業の乗っ取りを防止するために、多くの配当の提供により株価の上昇を刺激することも考えられる。また転換社債の株式への転換を促進するために、多くの配当を出すことにより株価の上昇を促進することも考えられる。他方で株価が高く株式の市場流動性が低下するのを防ぐた

めに、株式配当を実施して株式数を増加させ、単位あたりの株価を下げることありうる。

実際に中国の会社の配当選択ではどのような要因が作用するのであろうか。以下、中国の上場会社における配当政策の要因を検討したい。

2) 無配当政策とその要因

上場会社の経営者が配当政策における第一の選択肢は株主への利益還元(配当)をするか、または利潤を内部留保するか、という点である。前述のアンケート調査結果は大部分の経営者が利潤目的として株主への配当を重視していることを示しているが、実際には毎期に株主への配当が優先されているわけでは必ずしもない。すでに表1-1で示したように、多くの上場会社は無配当政策を選択し、かつそれを選択する会社の数と比率はともに近年増加しているのである。

ここで無配当を選択した会社の収益状況(当期)をみたのが表2-1である。表によると、第一に無配当政策を選択した会社の80%以上が当期利益をあげていることである。日本の上場会社の場合では無配当会社のなかで当期利益をあげているものの比率はこの間30%台で推移している(ただし98年は26%、全国証券取引所協議会資料、2000)。

第二に無配当会社一株当り収益水準はさまざまであるが、比較的高い水準のものも少なくないこと。第三に無配当を選択しつつ同時に株主への割当増資という資金調達策を実施している会社も少なくないこと、である。従って、欠損の故に無配当となる会社はわずかであり、圧倒的大部分の会社は配当可能な利潤があるにもかかわらず、無配当政策を選択したのである。

それでは多くの会社はなぜ無配政策を選択したのであろうか。

第一に、基本的には中国上場会社の歴史的立場とそこでの強い拡張願望を指摘できる。中国の上場会社は株式会社としての歴史がまだ極めて浅く、多くが国有企業の優良資産を継承改組して成立したとはいえ、まだ規模は

中国上場企業における配当と株主利益

表 2-1 無配会社の収益状況

(社数, %)

		1998 年度		1999 年度	
損益状況	欠損の会社	75 社	16.7	77 社	14.0
	収益0の会社	6	1.3	0	0
	収益ある会社	369	82.0	473	86.0
一株あたり 収益額 (元)	0.4 元以上	17	3.8	43	7.8
	0.3~0.4 元	34	7.6	59	10.7
	0.2~0.3 元	45	10.0	148	26.9
	0.1~0.2 元	94	20.9	113	21.3
	0.0~0.1 元	34	7.6	118	21.4
株主割当増 資の計画案	無配当だが割当増資を実施	111	24.7	72	13.1
	無配当で割当増資もしない	339	75.3	478	86.9
	無配当会社総数	450	100%	550	100%

(1998 年度は『上海証券報』1999 年 5 月 11 日, 1999 年度は『中国証券報』2000 年 4 月 29 日より作成)

比較的によく一般的には成長段階にあるといえる。大多数の経営者は会社の「資本を拡張する強烈な願望をもっている」(周慶正, 1998)。経営者は急速に成長拡大するための投資資金を確保するために、利潤をできるかぎり内部留保して資金を蓄積するか、または外部からの積極的な借入れによって手当てしようとする指向が強い。つまりできるかぎり配当性向を低くする動機をもつ。無配当政策はその論理的帰結であると考えられる。さらに多くの経営者が単に無配政策だけでなく同時に株主への割当増資を計画していることも、成長への「強烈な願望」をよく示している。董柏明が

言うように、無配政策は、会社の将来の株式価値を増大させ配当を行う潜在能力を大幅に高めることに対する経営者の自信と結びついている（董柏明，2000）。

無配政策は会社の将来の成長性に基づく獲得利益が無配の不利益を上回るという確実な見通しのもとに選択されるのであれば、株主に対する説得力をもつだろう。しかし、もし将来の成長の見通しに不確実性と不安があり無配の不利益を上回る利益を期待できる可能性が低ければ、無配政策は株主の支持を失うだろう。

3) 株式配当と現金配当

配当の実施を選択するとなれば、経営者は株式配当かそれとも現金配当かを選択しなければならない。まず株式配当を選択した場合には会社の資産、負債、純資産の総額および構造は変化しない。他方株式総数は増大し、その増加比率に反比例して一株当たりの純資産額が低下する。もし利潤を一定とすれば一株当たり収益も低下することになる。株式配当のメリットは第一に株式発行にともなう資金コストがほとんどかからないことである。また第二に一株当りの純資産額を下げることにより株式流動性の低下を防止する、または流動性を高める手段として役立つ。ただし第一のメリットは企業が次期以降に現金配当を据え置く場合は株式数の増加におうじて増配を意味し、その分資金需要も増大する。従って、企業が資本拡張のなかで追加利益をもたらすことができる、つまり比較的高い成長性を確実に見込めることが必要である。

次に現金配当を選択した場合には、会社の純資産と株式権益の総額および構成を変化させる。現金配当は手持ち資金の流出をともなうので会社の純資産額を低下させる。従って純資産収益率（ROE）を増大させることになる。他方で一株あたり純資産を減少させる。現金配当のメリットとして第一に株主（特に短期指向の）に具体的利益を還元し、株主利益を重視しているとのメッセージを明確に伝えることができる。第二に、現金配当

は純資産の一部を現金として株主に与えることにより、株主の経営者への圧力を減らす。第三に現金配当は純資産収益率を引上げる効果をもつ。このメリットは特に株主割当増資を実施する資格条件をクリアするうえで重要な意味をもつ。なぜなら、その資格条件のひとつが一定水準（10%）以上の純資産収益率（ROE）を達成することにあるからである。

中国の株式市場（流通株主）の反応については、すでに配当政策が市場動向に多少とも影響を与えていることが指摘されている。一般的に言えば、市場は株式配当または混合配当政策（株式配当と現金配当の併用）に対しては歓迎し、現金配当に対しては冷淡ないし無関心であったといわれる（魏剛 1998、俞喬・程滢、2001）。なぜなら株式配当は常に流通株主の値上り益追求の手段になっていたのに対して、単なる現金配当は実際の利益が微々たるものであったからである。例えば現金配当の収益率は極めて低く、それは銀行の定期預金（三ヶ月）利子よりもかなり低い水準であった（表1-2を参照、魏剛、1998、2000）

表1-1にみられるように、株式配当と現金配当をそれぞれ実施した会社の比率（併用会社も含む）をみると、全般的にはいずれの比率も低下傾向を示しているが、注目されるのは時期により株式配当と現金配当を実施する会社数が入れ替わっていることである。すなわち、92～93年は株式配当、94～95年は現金配当、96年は株式配当、97～99年は現金配当がそれぞれより多くの会社で選択された。この配当政策の推移の背景には金融政策の変更がみられることはすでに第一節でみた。それでは配当選択において実際どのような要因が影響しているのであろうか。

4) 現金配当の要因分析

ここではいくつかの研究成果に依拠して現金配当の選択要因を考えてみたい。この点についてかなり包括的な実証分析をおこなったものに呂長江、王克敏の研究（1999）がある。これは1996、1997年、1998年末に現金配当を実施した372社のデータを使って、現金配当政策（一株当りの現金配

当額)に関する8つの因子を統計的に解明した。8つの因子とは①会社規模と利潤能力、②代理コストと配当情報の開示、③代理コストと株式規模・流動性、④内部者支配と株主権益集中度、⑤資金調達序列、⑥コストと利潤能力・株式配当額、⑦株式配当額と長期負債、⑧会社の独立性と成長性、である。かれらは、現金配当水準と各因子とのあいだには有意な相関関係があることを実証した。

具体的には、現金配当水準と因子①とは明瞭な正の相関関係を示す、つまり会社規模と利潤能力が高いほど現金配当水準は大きくなる。因子②とは明瞭な正の相関関係を示す、つまり会社の代理コストが高くなるほど現金配当水準は低くなる。ただしその影響程度は利潤能力の制約を受ける。因子③とは顕著な正の相関関係を示す、つまり代理コストと現金配当水準との関係は前述と同様であるが、株式規模、株式権益が高く、流動性が高いほど、代理コストの現金配当水準への影響は弱くなる。因子④とは顕著な正の相関関係を示す。つまり国有株と法人株の占有比率が高いほど、会社の内部者支配程度が強くなり、現金配当率は低くなる。他面で株主の権益が大きく、会社に配当を要求するほど、現金配当水準が高くなる。因子⑤とは正の相関関係を示す。つまり前二期の流動性、前一期の負債率と当期の株式配当が高くなるほど現金配当水準は高くなる。一部の会社では現金配当水準と会社の利潤能力とは相関しない。また会社の負債比率が高くなるほど株式配当と現金配当の支払い水準も高くなる。因子⑥とは負の相関関係を示す。つまり一面では会社負債率と代理コストが高いほど現金配当水準は低くなる。他方で前二者の現金配当水準への影響は会社の利潤能力と株式配当額が高くなるほど、弱まる傾向にある。因子⑦とは顕著な負の相関関係を示す。つまり負債比率が高く、流動性が高く、株式配当額が大きいほど、現金配当水準は低くなる。流動性が高いのは負債比率が高いことの結果である。因子⑧とは顕著な負の相関関係を示す。つまり国有株と法人株比率が低いほど会社の独立発展意識が強く、利潤を将来の発展の

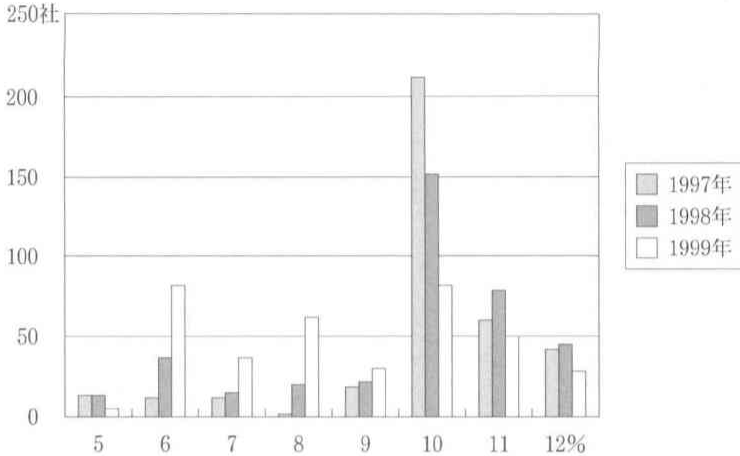
ために留保しようとするほど、現金配当に代えて株式配当の分配政策を採用しやすくなる。

以上やや詳細に紹介したが、このように会社の現金配当政策はいくつかの要因によってかなり影響をうけていることが分かる。

ここでは特に純資産収益率（ROE）の要因について補足しておきたい。純資産収益率が注目される理由は前述したように、それが株主への割当増資（配股）の政策的条件とされているからである。中国証券監督管理委員会（CSRC）は株主割当増資についてこの間政策調整を進めてきた。証券監督管理委員会は割当増資の必要条件を直前3年間のROEを平均10%以上と規定していた。ところが、1996年1月24日からROEの必要条件を3年平均10%から3年間毎年10%以上に改定し厳格化した（ただしエネルギー、原材料、インフラ関係の会社は9%以上）。株主割当増資は拡張指向の強い会社が上場したのちの重要な資本調達手段である。このためにROEが10%に満たない会社は、その条件をクリアーするために現金配当性向を高める政策をとり、10%のROEを毎年達成することが必須となった。97年度以降に現金配当を選択する企業が増加したのはこの要因が大きいといわれる。その後、証券監督管理委員会は1999年1月にこの政策を変更し、直前3年間のROEが平均10%以上であること、ただしどの年も6%を下回ってはならないとした。つまり、割当増資の資格条件を緩和したのである（李衛民、2000）。

この政策調整が会社のROEにいかに大きな影響を与えたかは97年以降のROEの分布状況とそその変化をみると明らかである。図1は1997～99年度の上場会社におけるROEの分布状況を示したものであるが、97年と98年においてROEが10%以上11%未満の区域に特に集中していることがわかる。しかし、99年度では6%以上から10%未満の区間に分散していること、そして6～7%の区間と10～11%の区間に比較的集中していることがわかる。これから推定されることは、経営者が株主割当増資の条件

図1 上場会社のROE分布



『上市公司：6%ROE現象透視』『上市公司』2000年第6期

であるROE10%または6%の基準をクリアーするためにROEを操作しているのではないかということである。つまりROEが基準を満たすように現金配当政策を利用しているのである。1997年以降に現金配当を選択する会社の数が顕著に増加した要因はこうした点にあると考えられる（万青・靳賢明，1998。「98年上市公司利潤分配統計分析」『中国証券報』1998年5月15日）。

第三節 株主の対応および所有との関連

1 株主総会における表決

中国の上場会社の株式所有構成における最大の特徴は、株式所有の集中度の高さ、つまり少数の大株主による株式所有比率が高いことである。例えば、筆頭株主の持株所有比率は1998年度の平均値で45.5%に達してい

中国上場企業における配当と株主利益

る。筆頭株主が会社株式の絶対過半数を占めている事例は 354 社もあり、それは全上場会社の 42.0%を占めている。また筆頭株主の大半は国家株である（比率は約 60%）ことから分かるように、国家政府が支配的な大株主になっている状況がある（これについては川井、2000 を参照）。

従って、株主総会に出席する株主のなかでは、国家株主に代表される大株主が大きな影響力を持つことになる。例えば、総会に出席した株主の株式代表権比率が 50%を超えるような株主総会の数は、97 年度で全体の 86%、98 年度で 82.9%にも達している。ちなみに株主総会への株主出席者の数は一般的に少ない。調査対象 475 社のなかで 80%の会社の年度総会における出席人数は 100 人以下であった。この 80%の会社のなかで 75%の会社の総会出席者は 50 人以下であった。出席者の最頻値は両年とも 11~20 人のレベルで、最低は出席者 1 人である（夏冬林、2000）。

次に、株主総会における利潤分配案についての表決状況をみたのが、表 3-1 である。利潤分配案は会社の取締役会が提案し、出席株主がもつ株式議決権の過半数で可決される。表はほとんどすべての分配案が採択され

表 3-1 利潤分配案の表決（賛成率）状況

（社数，%）

表決結果	1997 年度		1998 年度		1999 年度	
50%未満			5	1.5		
50~90%	14	4.5	10	3.0	6	2.6
90~95%	29	9.3	12	3.6	7	3.0
95~99%	52	16.8	30	8.9	26	11.1
99~100%未満	72	23.2	134	39.8	97	41.5
100%	143	46.1	146	43.3	98	41.9
サンプル数	310	100	337	100	234	100

1997 年度は『上市公司』1998 年第 9 期，16 頁。1998~9 年度は各社年度報告より集計。備考：上海証券取引所上場会社のみを対象

たことを示している。

この利潤分配案の表決状況で注目される点は、第一に、ほとんどの総会において分配案が出席株主の満場一致またはそれに近い圧倒的な支持率で採択されていることである。筆頭株主をはじめとする大株主はこぞって会社側の分配案を支持している。株主総会が大株主の単なる「ゴム印」にすぎないと称されるゆえんである（魏剛，1998）。

第二に、他方で一部の株主（主に中小株主）が会社の利潤分配案を支持しない（反対または棄権）事例も多数みられる。少数ではあるが不支持の比率が比較的高い事例もみられ、1998年度では不支持率が50%を超え、提案が否決された事例が5件でている。この場合は大株主も分配案に対して不支持を示した事例である（後述）。つまり一部の株主（主に中小株主）は利潤分配をめぐる会社経営者とのあいだで必ずしもコンセンサスが成立していない。実は、株式総会に提案されるさまざまな議案のなかで支持率が相対的に低いのは利潤分配案なのである。利潤分配は株主自身の利害とより密接な関係をもつだけに、総会での議論的になりやすいのであろう。

2 国家株主と法人株主の配当選好

大株主である国家株主や法人株主が経営者の利潤分配を支持したことはみたとおりである。では国家株主や法人株主と配当水準との関係をどうみたらよいのだろうか。

魏剛は国家株主および法人株主の所有比率と現金配当支払水準とのあいだに正の相関があることを統計的に検証している（魏剛 2000）。彼の説明によれば、国家株主や法人株主が現金配当を選好する理由は、1）国家株のコストは相対的に低く、現金配当が同じ条件のもとで国家株の投資収益率は比較的高いこと、2）国家株と法人株は流通が厳しく制限されているために売買によるキャピタル・ゲインは基本的に不可能であり、株式配当による株式も流通できない。それ故に株式配当は国家株主にとってなんら

魅力がないことなどである。ただし魏剛が利用したデータについては具体的に不明である。

しかし、筆者が1998年度の上場会社842社（うち現金配当会社は229社）を対象に独自に検証したところ、国有株比および法人株比と現金配当比率とのあいだの相関係数は極めて小さく、かつ有意ではない（現金配当性向と国有株比との相関は0.094、法人株比との相関は0.056、流通株比との相関は-0.053）。従って、魏剛が主張する関係は98年度では証明されない。

ではどうみたらよいのであろうか。第二節で配当政策がさまざまな要因に影響されていることをみたが、そこにおいて国家株主および法人株主と現金配当水準との関係が一面的ではないことが明らかにされた（呂長江、王克敏、1999）。すなわち一方において（内部者統制の因子）国有株および法人株の所有比率が高くなると内部者統制制度が高くなり現金配当水準は低くなること、しかし他方において（会社の独立性と成長性の因子）国家株および法人株の支配比率が低くなると会社の自己発展と成長性が強くなり、株式配当の支払額が高くなり、現金配当の水準は低くなることが明らかにされた。また株主権益が大きいほど、現金配当水準が高くなることも示された。つまり、両者の関係は単純な正の関係または負の関係として把握できない、多面的な関係であることを示しているものであり、このような把握がより正しいのではないかと思われる。

3 分配案をめぐる紛争

前述したように利益分配案をめぐる株主がかなりの反対票を投じた事例が少数ながらみられる。ここではそのなかで、利益分配をめぐる紛糾した事例をみてみよう。1998年度の年度株式総会において利潤分配案が否決された事例は以下の五つある（ただし上海証券取引所上場会社のみ）。それぞれの事例における分配案とその結果についてみておこう（データは

各社の株式総会決議および2000年度報告による)。

事例1 四川岷江水利(株式番号600131)

この会社の筆頭株主は水利資産経営公司(持株比率31.02%)、第二株主は水利部経済局(同21.72%)で共に国家株主があわせて株式総数の53%近くを支配している。98年度期末の会社収益は一株あたり収益0.272元、純資産収益率11.04%であり前年より収益率は下がったものの、良好な業績である。これを基に取締役会が作成した98年度期末の分配案は「配当なし、準備金の資本金への繰入なし」であった。しかし、この案は株主大会で議決権99.9%の反対によって否決された。つまり前記の支配株主を含めて出席株主の全員近い株主が反対したことになる。筆頭株主の提案に基づき取締役会で再検討の結果、「10株ごとにそれぞれ株式配当1株、現金配当0.5元、準備金の資本金への繰入7株」の修正案に変更された。ちなみに98年度中期の配当はなし。97年度期末は「10株ごとに株式配当1株、現金配当1.04元」の配当を実施している。

このケースでは無配案を有配(しかも株式配当と現金配当の併用)に変更したという点で、株主への当期利益還元を考慮したのである。他方で準備金の資本金への組入れを大幅に行い、株式数を大幅に増やしている(株式1を株式1.7に分割)。もし次期以降現金配当が据え置かれれば、株主は大幅な増配を受けることになる。大株主は会社の収益の増大と将来の成長可能性を極めて積極的にみているのであろう。

事例2 北汽福田車輛(600166)

この会社の筆頭株主是北京汽車モーター聯合製造公司以株式の47.7%を所有し、その他の国有株主を含めて国有株が全体の67.1%を占める。98年度期末の会社収益は一株あたり収益0.39元、純資産収益率13.75%であり、前記の会社同様に良好な業績をあげた。これを踏まえて取締役会が作成した分配案は「配当なし、準備金の資本金への繰入なし」であったが、株主総会において出席株主の議決権の65.08%で反対され否決された。

株主の提案に基づき取締役会は分配案を再検討し、その結果「10株あたりそれぞれ株式配当2株、現金配当1.1元、準備金の資本金への組入れ1株」との分配案を作成し臨時株主総会に提出し承認された。ちなみに98年中期の配当はなし。97年度期末の分配は「10株あたり2.15元の現金配当」を行っている。

このケースは分配案の変更内容が事例1とほぼ同じである。大株主が株主への当期利益還元を考慮した結果といえる。

事例3 上海建工(600170)

この会社の筆頭株主は親会社の上海建工集団総公司以株式の72.07%(国有株)を占め、単独の支配株主である。98年度期末の会社収益は一株あたり収益0.404元、純資産収益率12.33で比較的よい業績をあげている。これに基づく分配案は「10株あたり1.0元の現金配当、また準備金を資本金に組入れない」であった。しかし、分配案は株主総会において出席株主議決権の99.94%の反対で否決された。つまり親会社代表を含む出席株主のほとんど全員が反対したのである。親会社株主の提案に基づき、修正案を作成し株主総会に提案。99.96%の賛成で採択された。修正案は会社の長期的な発展を考えて利潤を内部留保にまわし、今期の配当をせず、準備金の資本金への組入れもしないというものであった。これは将来の成長期待から内部蓄積を優先する選択を行ったもので、無配当を選択した多くの上場会社と同じ考えに立つ。ちなみにこの会社は96年、97年度期末ともに高い利潤率をあげながら、いずれも無配であった。

事例4 貴州華聯旅業(600791)

この会社の筆頭株主は海通証券公司(法人株主)で26.26%の株式を所有。第二株主は省国有資産管理局(国有株主)で16.2%の株式をもつ。この会社は比較的株式所有が分散している。98年度期末の収益は前年よりやや低下したものの一株あたり収益0.15元、純資産収益率10.24%である。これに基づいて取締役会から株主総会に提出された分配案は「10

株あたり1株の株式配当」であった。同時に株主に対する割当増資案（持株10株あたり3株を増資，価格1株6～8元）も提出された。分配案は出席株主議決権の67.9%の反対で否決された。取締役会は再検討し臨時の株主総会に無配案を提出，その結果，無配が決議された。同時に前記内容の株主割当増資案が採択されたことはいままでの間もない。このケースは株式配当案を無配に変更し，あわせて株主への割当増資を要求しているように，これも今期の利益還元よりも将来への会社の成長を強く期待する大株主の選好を示すものであろう。ちなみにこの会社は97年度期末も無配である。

事例5 上海外高橋保税區開發（600648）

この会社の筆頭株主は上海外高橋保税區開發公司（国有株主）で株式総数の58.5%を所有する。単独支配の株主である。98年度期末の収益は一株あたり収益0.216，純資産収益率9.80%であった。これに基づく利潤分配案は「10株あたり1.0元の現金配当」である。またこの分配案とともに株主割当増資案（持株10株あたり3株を増資，1株価格2.5～3.5元）も提出された。株主総会で分配案は出席株主議決権の88.7%の反対で否決された。他方株主割当増資案は採択された。筆頭株主の提案に基づき取締役会から修正案が再提案され，総会で89.2%の賛成で通過した。修正案の内容は「10株あたり1株の株式配当」である。ちなみにこの会社は98年中期が無配，97年期末も無配であった。この事例も大株主の会社の成長に対する強い期待を示している。現金配当を取りやめて資金の流出を防ぎ，さらに株式配当や割当増資により株式数と資本規模を増大させることを優先したものと考えられる。

以上，経営陣が提出した分配案が株主総会で大株主により否決修正された具体的事例をみた。これらの会社は収益率が比較的良好な会社であるが，その利益分配をめぐる取締役経営者と大株主とのあいだに意見の対立が生じた，例外的な事例である。事例1と2は無配案が否決されて有配当（いずれも現金配当と株式配当の併用）に変えて株式の当期利益還元に一

定の配慮を示しているのに対して、事例3、4は逆に有配当案が否決されて無配に変わった事例であり、株主への当期利益還元を否定または後退させている。事例5は有配方針に変化はないが現金配当案を株式配当に変えたケースである。他面で、会社の将来の成長と株式資本の増大を求めるという性格は事例3や4に典型的にみられるが、事例1、2、5の場合でも現金配当ではなくて株式配当や準備金の資本金組入れを利用することにより、または割当増資を併用することにより、現金の流出による純資産の減少を抑えて、株式資本の増大や資金調達を有利することへの配慮が共通してみられるように考えられる。

2 五糧液公司の事例

上述のような利益分配をめぐる株主の異議申し立ては中小株主のあいだでは程度の差こそあれ、より一般的である。このことは表3-1の表決状況からもうかがえる。しかし小株主の議決権は圧倒的に少ないために総会の決議に何ら影響を及ぼすことができない。ここではその中で、最近注目された宜濱五糧液公司(0858)の株主総会の事例を取り上げてみたい。宜濱五糧液股份有限公司は四川省宜濱市にある有名な蒸留酒メーカーで、国有企業の宜濱五糧液工場が単独発起人となり1998年4月に成立し、ほぼ同時に株式を上場した。宜濱五糧液工場の所有権を管理している宜濱市国有资产管理局が筆頭株主として会社株式の75%を所有している(もっとも国有企業である宜濱五糧液工場に株主代表権が授権されているようだ)。五糧液公司は成立以来毎年、上場会社のなかでトップレベルの収益率を記録している超優良企業である。2000年度期末の業績も1株あたり収益1.6元、純資産収益率(ROE)24.1%とこれまでと同様高い収益性をあげた。この企業が事前に公表した2000年度期末の利潤分配案が株主のあいだに波乱を巻き起こすことになった。

会社側が公表した利潤分配案は昨年同様に無配を内容とするものであっ

た。同時に会社側は新たな設備投資計画用の資金調達のために、多額の株主割当増資を実施する計画案（既存株式10株あたり2株の割当増資、価格1株25元）も提出した。ただし、筆頭株主である宜濱五糧液工場は本来株式所有権比率にもとづいて7200万株の購入を引き受けるべきところ、その10%に相当する720万株しか引き受けず、その他の割当株の引受け権利を放棄する考えを明らかにした（『北京青年報』年2月19日）。従って、この部分の株式はその他の中小株主が購入する権利を得るが、もし割当価格の動向によっては大きなリスクを負うことになる。

この状況のもとで一部の中小株主は分配案に反対の声をあげた。かれらは、会社が連年優良な業績をあげて、投資のための手持ち現金も豊富であり、また完全に現金配当を行える分配可能資金があるにもかかわらず、株主に還元しないのは株主の利益を侵害していること、また割当増資も会社が実物資産をもって割当増資に参加すれば完全に問題を解決できるのであり、再び株主から資金を調達する必要はないことなど、を主張した（『北京青年報』年2月19日）。

ここで注目されるのは、会社と資本関係のない民間の投資コンサルティング会社（君之創公司）が中小株主の株主議決権の委任状を集めて、株主総会に出席して代理権を行使したことである。君之創公司は大会までに北京、上海、深圳、成都などに事務所を設けて合計12省の31人の株主からの委託を受け、58万株の代表権を獲得したのである。2月20日の株主総会では、君之創公司の常務副総経理が出席し積極的に会社側の案に対して反対討論を展開した。しかしながら、わずかな議決権で圧倒的な支配株をもつ大株主に対抗することが無理であることは当初から明らかであった。総会決議では分配案が99.2%（36,000万株余り）の圧倒的多数の賛成で採択された。反対票はゼロ、棄権票は283万株余りであった（『中国青年報』2001年2月21日）。

この表決結果からみれば、この株主総会も表3-1でみた全会一致かそれ

に近い議決状況である数多くの事例の一つにすぎないといえるだろう。しかし、このケースは民間の第三者組織が中小株主の株主議決権を獲得し、株主総会に代理出席し大株主と争った中国で初めてのケースであり、全国の広範な株主だけでなくマスコミ機関からも注目された事件であった。将来、株式所有構造がさらに多元化し、株主の利益意識や権利意識が強まれば、このような事例は決して例外的なものではなくなるだろう。

おわりに

中国上場会社の利潤分配についてこれまでみてきたように、草創の成長期にある多くの会社はその時々を経営環境に影響をうけつつ、会社の長期的な成長と規模拡大への強い志向をもち、そのために剰余利潤を内部に蓄積することを優先し、その観点から株主への毎期の配当を相対的に抑制してきた。分配可能であるにもかかわらず無配を選択実施した会社が大半を占めるようになったのはこの点をよく示している。このような経営者の配当政策は一般的に、支配的大株主の強い支持に支えられているといえる。他方でより短期的なリターンを優先する多くの小株主（特に流通株主）は成長企業の分配政策には無関心または強い関心をもたず市場での株式価値の動向に関心を寄せる傾向が強い。分配面において経営者と大株主は基本的に利害関心と選択行動が一致していたといえる。経営者の分配案は大株主が支配的影響力をもつ株主総会では満場一致またはそれに近い圧倒的大多数の支持を得て採決、実施された。恐らく、こうした状況は株式所有構造と証券市場構造が大きく変わらないかぎり、これからも継続するだろう。ただし、本稿でもみたように、経営者の分配案が株主総会で否決され、修正される事態が少数ながら一部の会社でみられるようになった。また独立した民間機関が株式議決権の委任を受け代理出席し大株主と争う事態（proxy fight）も出現しはじめた。無配を優先する配当政策もこれからの

企業の成長や経営環境の変化（例えば、証券株式市場の自由化、流通株の増大と国家株の減少、機関投資家や外国人株主の増加など）につれて大きく変わる可能性もある⁽⁶⁾。

注)

- (1) モジリアニ＝ミラー定理の前提条件は以下のとおり。すなわち①個人または会社の所得税がない。②株式の発行費用と取引費用がかからない。③配当政策は株主権益コストに影響しない。④会社の投資決定（資金使用決定）と配当決定とはそれぞれ独立している。⑤会社の投資者と経営者は将来の投資機会に関する情報を同程度に得られる（情報の対称性）。以上の仮説に基づき、この定理は配当政策が会社の株価に対して影響しないとす。株式の投資価値は会社の基本利潤能力（会社資源の利潤獲得能力）とリスク等級（会社株式のリスク係数）によって決まる。もし会社の利潤と株価の変動が大きいとリスク係数は高くなる（董柏明，2000）。
- (2) 中国では利潤分配概念のなかに、上記の項目以外に株主への割当増資（「配股」）を含めて一般に使用している。しかし、割当増資は利潤分配ではなく、資本調達方法であって区別すべきであろう。
- (3) ただし表の数値と異なる数値もある。例えば、上海証券報1999年5月11日の数値によれば、1997年度の現金配当会社の平均配当性向は94.4%、98年の有配会社236社の平均配当性向は55.0%とある。
- (4) 筆者の集計によれば、現金配当をした会社のみをとれば、1998年度の234社の平均株主資本配当率は6.62%。1999年度の242社の平均株主資本配当率は8.19%である。
- (5) この調査は上場会社のコーポレート・ガバナンスの現状を把握するためのもので、上海証券取引所上場会社の有効サンプル250社の経営役職者3,978人に対して実施された。役職者の内訳は取締役1892人、監査役987人、高級管理者1046人であった。（『上市公司』2000年第12期）。
- (6) 2001年4月30日までに公表された上場会社610社の2000年度報告をみると、過半数の392社（64.3%）が分配案として現金配当を選択しており、無配を選択した会社は183社（30.0%）で大幅に減少している点が注目される。これについての検討は今後の課題としたい。

参考文献

- 『中国上市公司基本分析』各年版，中国科学技術出版社
- 周正慶主編（1998）『証券知識読本』中国金融出版社
- 何志勇等主編（1998）『上市公司 聚變時代中權力的獲得与利用』西南財經大學出版社
- 中華人民共和國財政部（1998）『股份有限公司會計制度』中国財政經濟出版社
- 李常青（1999）「我国上市公司股利政策現狀及其成因」『中国工業經濟』第9期
- 魏剛（1998）「我国上市公司股利分配的實証研究」『經濟研究』1998年第6期
- 呂長江，王克敏（1999）「上市公司股利政策的實証分析」『經濟研究』第12期
- 俞喬，程滢（2001）「我国公司紅利政策与股市波動」『經濟研究』第4期
- 万青，靳賢明（1998）「深市上市公司暫不分配現象研究」『中国証券報』8月7日
- 陳紹勝，張衛東，馬嬰（1999）「從1998年年報看上市公司五大分配現象」『上海証券報』5月11日
- 李衛民（2000）「上市公司：6%ROE現象透視」『上市公司』第6期
- 沈正欣（2000）「現金紅利多起來 今年上市公司股利分配新現象分析」『上市公司』2000年第6期
- 魏剛（2000）「中国上市公司現金分紅比例偏低」『証券時報』12月20日
- 夏冬林（2000）「我国上市公司股東大會功能分析」『會計研究』第3期
- 董柏明（2000）「公司的分紅政策与股票價格」www.htsc.com/cn/upload/wz/35/200012/258603/200010/scl.htm
- 錢良信（1999）「不分配現象的背后」『中国經濟時報』4月6日
- 孫議政（1998）「大面積利潤不分配為哪般」『中国証券報』6月2日
- 上海証券交易所（2000）「上海証券交易所 '上市公司治理問卷調查結果与分析」『上市公司』第12期
- P. ミルグロム，J. ロバーツ（1997），奥野正寛他訳『組織の経済学』NTT出版
(Milgrom, P and Roberts J (1992), ECONOMICS, ORGANIZATION & MANAGEMENT, Prentice Hall, Inc.)
- 川井伸一（2000）「中国上場企業の所有構造」『愛知経営論集』142号，愛知大學経営学会
- Miller, M. H., and Modigliani, F, (1961) Dividend Policy, Growth and the Valuation of Business Shares, Journal of Business
- 全国証券取引所協議会（2000）『平成11年度 企業業績及び配当の状況—金融・保険業を含む全社統計—』平成12年9月29日