

China Corporate Governance Report (2013)
Shareholder Return and Corporate Governance

中国公司治理报告 (2013)

股东回报与公司治理

上海证券交易所资本市场研究所 著

 上海人民出版社

014006086

China Corporate Governance
Shareholder Return and Corporate

F279.246
51
2013

中国公司治理报告(2013)

股东回报与公司治理

上海证券交易所资本市场研究所 著



F279.246
51
2013

上海人民出版社



北航

C1692936

图书在版编目(CIP)数据

中国公司治理报告. 2013, 股东回报与公司治理/
上海证券交易所资本市场研究所著. —上海: 上海人民
出版社, 2013

ISBN 978-7-208-11864-5

I. ①中… II. ①上… III. ①公司-企业管理-研究
报告-中国-2013 ②上市公司-股东-投资回报-研究报
告-中国-2013 IV. ①F279.246

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2013)第 252885 号

责任编辑 吴书勇
封面装帧 王小阳

中国公司治理报告(2013)

——股东回报与公司治理

上海证券交易所资本市场研究所 著

世纪出版集团

上海人民出版社出版

(200001 上海福建中路 193 号 www.ewen.cc)

世纪出版集团发行中心发行

上海商务联西印刷有限公司印刷

开本 720×1050 1/16 印张 11.25 插页 4 字数 164,000

2013 年 11 月第 1 版 2013 年 11 月第 1 次印刷

ISBN 978-7-208-11864-5/F·2193

定价 30.00 元

摘 要

公司为股东提供的回报包括现金回报和公司价值的提升两部分。首先,投资者提供资金给公司,公司给予投资者分红是股份制产生并得以成功的前提和基础。其次,公司价值的提升在证券市场上反映为股票价格的上涨,投资者藉此还可获得资本利得。从我国实践角度看,我国上市公司不存在为投资者提供回报的刚性制度安排,回报股东一般是出于公司自愿的角度,且回报的方式也主要聚焦于公司分红这一层面。

从历史来看,公司分红早在 300 年前就已经出现,现代意义上的企业及分红起源于欧洲文艺复兴时期的商业兴起、航海和地理大发现带来贸易的大发展。在公司运作实践中,税后利润究竟应该分配给股东还是留在公司内部?应该采取怎样的方式把股利分配给股东?应该分配多少股利给股东?股利的金额和方式对公司价值和股东财富有怎样的影响?对这些问题的探索推动股利政策理论从 20 世纪中叶至今经历了多次发展,从股利无关论引起的大讨论,到对 MM 定理信息对称、完美代理人等假设的逐一放松,形成了包括税差学派、追随者效应理论、股利信号理论、代理成本理论、自由现金流量假说、大股东利益侵占假说和法律保护假说等一系列理论假说,从不同的侧面对股利政策作出了解释。遗憾的是,虽然股利研究的成果丰硕,但至今没有一个学说能够单独、完整地解释整个股利支付之谜,不同的学说各执己见,无法达成一致。

其次,我国市场特有的投资者结构以及炒作风气的盛行也是造成当下股利政策复杂性的重要原因。我国股市拥有世界上最庞大的个人投资者群体,

个人投资者交易量占整个市场交易量的85%以上。目前,中国正处于经济、社会转型期,大众群体普遍存在着焦虑心理和不安全感,反映在投资行为上便是不喜欢价值投资,一夜暴富、赚快钱、以小博大等赌博心态较为浓厚,非理性投资行为极为普遍。此外,我国证券市场短线交易十分盛行,而短线交易的一个重要特点就是获取资本利得,这类投资者并不关心现金红利政策,而认为送转的政策能够传递出管理层对未来业绩高增长的信心,从而带来未来股价的上升,这正好符合投资者偏好资本利得的本性,所以引起市场对送转政策的关注,同时降低了现金分红的吸引力。

长期以来,我国公司的股东回报一直聚焦于分红层面,较少甚至不涉及其他层面,而纵观国际市场,公司一般存在多样化的股东回报方式,如现金分红、股票回购、业绩增长、市值增长等。这固然与我国上市公司及股东意识有关,更深层次的原因恐怕还是市场发育程度、制度设计等方面的考量。随着近年来市场基础制度的不断完善,市场投资理念逐渐转变,股东回报意识逐渐增强,股东回报的实践也在回报理念、回报方式以及回报力度上有了长足的发展,目前,已大致呈现以下几个特征:

第一,回报方式仍以利润分配为主,特别是利润分配中的现金股利,仍然是回报股东的最重要方式。随着近年来股利政策力度的加大,目前,我国现金分红水平有了大幅提升,但与世界其他主要资本市场相比,我国上市公司在现金分红比率、股息率、分红持续性等方面仍低于西方成熟资本市场。

第二,回报方式逐渐多样化。股票股利、转增股本等逐渐成为股东回报的重要方式,此外,股票回购、实物分红等日益活跃,成为股东回报的新方式。

第三,随着股票市场各项基础制度的完善,股东回报理念逐步转变。在股权分置时代,由于非流通股不受股票交易市场价格变动的影响,上市公司回报股东的方式是通过利润最大化和资产的增值发放红利补偿。随着股权分置改革的完成,上市公司的市值表现与大股东的经济利益密切相关,上市公司追求的目标转变为公司价值最大化,上市公司的角色定位也从过去偏向于大股东的再融资工具转变为全体股东创造价值和管理价值的平台。

可以说,加强公司治理、提升股东回报近年来已得到监管部门的高度重视,长期以来,股利政策就一直是监管部门的重点工作之一。为了鼓励、引导

上市公司制定持续、透明的现金分红政策,敦促上市公司形成合理回报投资者的利润分配机制,从2001年3月伊始,中国证监会就陆续发布了若干规范性文件,建立相应的上市公司现金分红制度,逐步呈现出重视投资者合理回报、鼓励现金分红的政策导向。但是严格意义上讲,无论是将上市公司的现金分红政策与再融资行为进行挂钩的规定,抑或是将监管的侧重点放在完善公司利润分配事项的决策程序和机制、现金分红信息披露的工作上,都只是监管部门意图通过制定一些外在的约束和鼓励性措施,引导、鼓励和支持上市公司作出有利于股东利益的现金分红决策,实践效果却收效甚微。

可以说,包括股利政策以及公司价值提升等在内的增加股东回报制度的复杂性远非单纯地考虑某一层面或者单变量分析所能解决,必须从市场层面、公司层面、监管层面等三方面进行立体化的分析和引导。

目前,世界上大多数国家,都由上市公司自主决定股利政策,因为从本质上讲,是否分红以及分红多少取决于公司成长的阶段、盈利水平及未来经营环境的差异,属于公司自治的范畴。新兴市场国家,出于保障投资者权益的目的,可以在强化上市公司回报股东的问题上实施外部监管,以引导其建立符合股东利益的利润分配使用规划,但外部监管政策需要在尊重股东自治原则的基础上,结合行业、利润与现金流状况、生命周期等企业微观特征,通过公司章程的契约设计和股东表决的制度创新,引导分红与高管激励契约设计、再融资监管、机构投资者持股等进行挂钩,通过市场化机制激励和引导上市公司形成持续、稳定的现金分红机制。随着投资者保护法律体系的逐渐完善、市场投资理念的日益成熟,以及公司治理水平的不断提升,上市公司分红行为将实现从半强制、相机管制到自发理性的逐步转变,届时分红问题可能就彻底地变成上市公司的自治事项了。

ABSTRACT

There are two ways shareholders may “share the wealth” generated from growth of companies: cash dividends and capital gains. On one hand, since shareholders are fund providers to the companies, paying dividends to shareholders is the premise and foundation for the success of joint-stock mechanism. On the other hand, stock price will increase to reflect an improvement in enterprise value, and shareholders may realize capital gains thereof. However, in practice view in china, there are not rigid systems requiring listed companies to provide returns for shareholders, providing returns turns out voluntary and mainly via dividends.

From a historical point of view, the company dividends emerged as early as 300 years ago, when the rise of European Renaissance brought great developments in commercials, marines and geographical discoveries. In the practice of company operations, should profits be distributed to shareholders or stay within the company? What kind of methods should be taken in dividend distribution? How much dividends should be distributed? How will the amount and method of dividend distributions influence enterprise value and shareholder wealth? Exploration of these issues has experienced a number of developments since 1940s, from great debates among dividend irrelevance theory, to the relaxation of assumptions for the Modigliani-Miller(MM) theorems and the perfect agency theory, a series of hypothesis

has formed thereafter, which including the tax difference theory, the clientele effect theory, dividend signaling theory, agency cost hypothesis, free cash flow hypothesis, major shareholder interest occupation hypothesis and legal protection hypothesis, etc. These theories/hypotheses explain the dividend policy from different views. Unfortunately, although there are fruitful studies in this field, no one theory alone can fully explain the mystery of dividend payouts, and no agreements have been reached so far.

China's stock markets are characterized by great vibrancy of individual investors where individual investors account for around 85% of trading volume in the entire market. Currently, China is in a period of economic transition and social transition, anxiety and insecurity is prevalent among public groups, so that most investors take a very short-term view on investments and the casino gambling mentality take control of the stock market. An important feature of short-term trading is to get capital gains; rather than cash dividends, these investors prefer stock dividends. In their opinion, stock dividend conveys management's confidence in future performance growth, which would lead to future stock price rise; this fits well with the nature of investor preference for capital gains. Therefore, concern grows over stock dividends while the attractiveness of cash dividends declines.

For a long time, dividend has been the focus of shareholder returns in China, other aspects are seldom involved. While in the international market, there are diversified shareholder return methods, such as cash dividends, stock repurchases, performance growth, and market capitalization growth, etc. This gap can be explained by the shareholder awareness to some extent, but there are deeper roots in the degree of market development and systems design. With continuous improvement in market-based system, the investment philosophy in china's market has gradually changed, awareness over shareholder returns has gradual increased, and there have been great

developments in philosophy, methods and degrees of shareholder returns in practice. All of the following are characteristics of our market at present.

First, distribution of profits is still the main way of return. Particularly, cash dividend distribution is still the most important way to reward shareholders. With recent efforts to enforce dividend policy, cash dividend levels in China has improved significantly, but cash dividend payout ratio, dividend yield as well as dividend sustainability are still low in China compared with mature western capital markets.

Secondly, return methods have gradually diversified. Stock dividends and turning capital surplus or reserve surplus to increase capital have gradually become important ways. In addition, stock repurchases and physical dividends are increasingly active and becoming new ways of shareholder returns.

Thirdly, with the improvement of various infrastructure systems in stock market, philosophy of shareholder returns have gradually changed. In split share reform era, as non-tradable shares were indifferent to the price fluctuations in stock market, the major way for companies to provide shareholder return was to distribute cash dividends through profit maximization and asset appreciation of the companies. With the completion of the share reform, the market capitalization performance has closely linked to the economic interests of major shareholders. The goal of listed companies is now to maximize the value of the company, and the role of listed companies has changed from major shareholders' refinancing tool to a platform to create value and manage value for all shareholders.

In recent years, regulatory authorities have attached great importance to strengthen corporate governance and enhance shareholder returns. In order to encourage and lead the listed companies to develop sustainable and transparent cash dividend policy, so as to form a reasonable profit distribution mechanism, CSRC has issued a series of normative documents, established a corresponding

cash dividend mechanism, gradually showing a policy orientation to reasonable return and cash dividends. However, either the policies to link cash dividends with refinancing behaviors, or the regulatory focus on dividend distribution perfection and cash dividend information disclosure, they are just the intent of regulatory authorities to encourage and support listed companies in cash dividend decisions, little success has been achieved in practical effect.

It can be said that, shareholder return system is so complex that it cannot be solved from one single aspect. It must be addressed from three-dimensions: market level, company level and regulatory level.

Currently, in most countries in the world, listed companies have rights to decide their own dividend policy, because dividend decisions essentially depends on the growth phase, profitability and future operating environment of the company; it belongs to a category of corporate autonomy. In emerging markets, for the purpose of investor protection, external supervision may be established to strengthen the implementation of shareholder returns, so as to help establish a reasonable profit distribution mechanism. But external regulatory policies should respect the shareholder autonomy principle and the microscopic characteristics of companies such as industry, financial position and lifecycle, through the association of company articles and the innovation on shareholders voting mechanism, to link dividends distributions with executive incentive contract, with refinancing regulatory, and with institutional investors holdings, etc. , so as to lead listed companies to form a sustainable, stable cash dividend mechanism. As the legal system of investor protection gradually improved, the investment philosophy gradually sophisticated, and the level of corporate governance constantly improved, dividend distribution behavior will gradually transform from a semi-mandatory to spontaneous rational; dividend issue will probably become completely autonomous issue of listed companies then.

目 录

摘要	1
ABSTRACT	1
第一章 导言	1
第二章 股东回报相关理论	6
第三章 境外市场股东回报制度变迁及实践	20
第四章 中国上市公司股东回报制度变迁与实践	33
第五章 中国上市公司股利政策影响因素分析——基于投资效率视角	57
第六章 中国上市公司股利政策效果——基于投资者行为视角	82
第七章 中国上市公司股票回购行为与监管	124
参考文献	149
2012 年中国公司治理大事记	156
附录一 上海证券交易所上市公司现金分红指引	158
附录二 上海证券交易所上市公司以集中竞价交易方式回购股份 业务指引	163
后记	169

第一章 导 言

公司为股东提供的回报包括现金回报和公司价值的提升两部分。首先,投资者提供资金给公司,公司给予投资者分红是股份制产生并得以成功的前提和基础。其次,公司价值的提升在证券市场上反映为股票价格的上涨,投资者藉此还可获得资本利得。本报告所指的股东回报聚焦于公司分红这一层面。

从历史来看,公司分红早在 300 年前就已经出现,现代意义上的企业及分红起源于欧洲文艺复兴时期的商业兴起、航海和地理大发现带来贸易的大发展。在公司运作实践中,税后利润究竟应该分配给股东还是留在公司内部?应该采取怎样的方式把股利分配给股东?应该分配多少股利给股东?股利的金额和方式对公司价值和股东财富有怎样的影响?对这些问题的探索推动股利政策理论从 20 世纪中叶至今经历了多次发展,从股利无关论引起的大讨论,到对 MM 定理信息对称、完美代理人等假设的逐一放松,形成了包括税差学派、追随者效应理论、股利信号理论、代理成本理论、自由现金流量假说、大股东利益侵占假说和法律保护假说等一系列理论假说,从不同的侧面对股利政策作出了解释。遗憾的是,虽然股利研究的成果丰硕,但至今没有一个学说能够单独、完整地解释整个股利支付之谜,不同的学说各执己见,无法达成一致。

那么为何传统的股利政策理论不能很好地解释股利现象呢?

股利政策本质上是一种社会现象。Frankfurter 和 Woody(1997)在对股利政策的历史演变进行研究后写道:“股利支付模式是一种文化现象,它受到

习惯、信念、监督、公众意见、感觉、总体经济环境和其他因素的影响,而且,这些因素也在不断地发生变化,对不同的公司产生不同的影响,因此无法采用统一的数学模型对所有公司的股利政策进行分析。”

中国资本市场具有转轨加新兴的双重特征,上市公司的股利政策不可避免地受到这一市场发展阶段的影响,呈现出一些与成熟资本市场相异的特点,具体表现在以下方面:

一是上市公司“重融资、轻回报”,资本市场生态环境有待改善。作为资本配置的重要场所,证券市场资源配置功能的实现必须依托投融资机制的有效发挥。然而,目前我国资本市场存在着较为严重的上市公司“重融资、轻回报”现象,融资需求旺盛,而相对忽视投资者回报,大量上市公司长期不分红。上市公司低分红问题实质上将股权融资变为“廉价”的融资方式,股权融资成本低,资产定价及市场估值体系扭曲,资本市场秩序遭到破坏。

二是股利分配形式多样化,组合方式复杂化。根据我国《公司法》规定,股份公司可采用现金股利和股票股利两种分配方式,但实际情况是,上市公司在推出股利分配方案时,往往把转增股本、增资配股也列作方案的一部分。加上各种方式的组合,可供我国上市公司选择的股利分配方式一共有七八种之多,包括投资者在内的整个市场也认同这一做法,而成熟资本市场上较为常见的以股票回购回报股东的方式却较为少见。

三是现金分红机制缺乏连续性和稳定性。以连续五年进行现金分红公司占整个市场所有上市公司数的比例作为分红连续性的度量标准,那么我国上市公司的分红连续性远低于发达市场,也低于新兴市场(何基报,2012)。上市公司缺乏长期分红机制,其股利政策往往受制于大股东的自利行为,存在异常低派现和超能力高派现的极端股利支付现象。

四是投资者行为异化,价值投资理念难以倡导与实施。受非理性投资理念驱动,上市公司推出的高比例的股本扩张方案通常被视为利好题材而受到市场的追捧,与此相反,只送现金红利的股票往往受到投资者的无情抛弃。监管部门倡导上市公司现金分红政策的初衷与资本市场的反应冷淡形成鲜明对比。

五是上市公司分红行为缺乏有效的监管激励和约束,难以满足投资者分

红诉求。根据中国证券投资者保护基金 2012 年 3 月发布的《2011 年中国证券投资者综合调查报告》,95%的投资者认为上市公司应该分红,64.81%的投资者认为现金分红比例过低。中国上市公司现金分红的现状,其实折射出监管部门对上市公司分红行为缺乏有效约束的问题。

可以说,对上述特点的分析远非单纯地考虑某一层面或者单变量分析所能解决,必须从市场层面、公司层面、监管层面等三方面进行立体化地分析和引导,三者缺一不可,否则,便可能无法理解当下股利政策的复杂性。

中国股市拥有世界上最庞大的个人投资者群体,个人投资者交易量占整个市场交易量的 85%以上。目前,中国正处于经济、社会转型期,大众群体普遍存在着焦虑心理和不安全感,反映在投资行为上便是不喜欢价值投资,一夜暴富、赚快钱、以小博大等赌博心态较为浓厚,非理性投资行为极为普遍。

我国证券市场短线交易十分盛行,而短线交易的一个重要特点就是获取资本利得,这类投资者并不关心现金红利政策,而认为送转的政策能够传递出管理层对未来业绩高增长的信心,从而带来未来股价的上升,这正好符合投资者偏好资本利得的本性,所以引起市场对送转政策的关注。

同时,许多中小投资者十分看重股票的绝对价格,偏好一些股价较低的股票,而对一些高价股并不感兴趣,如果这些股票实施送转以后价格会马上降低,非理性投资者会认为在名义价格减小后,价格下跌空间减小、上涨空间增加,产生“货币幻觉(Money Illusion)”(Baker et al., 2009),因而会偏好这类低股价股票而愿意给其正的溢价。

针对这一现象,投资者普遍认为“高送转”之后股票有“填权”效应,即除权后一段时间的股票价格会上涨,甚至会回复到除权之前的价格水平,由此专门形成了股票“高送转”板块进行投资。然而无论是送股还是转增股本,实际上只是上市公司的一个账务调整而已,上市公司无需支付一分钱,实际上公司价值和投资者利益并未发生任何改变。

根据 Baker 和 Wurgler(2004a)提出的股利迎合理论,上市公司支付股利的行为是由投资者对股利支付公司表现出来的需求所驱动的,这种需求导致支付股利和不支付股利的股票之间形成所谓的“股利溢价(dividend premium)”。当投资者愿意为支付股利的公司股票付出股利溢价时,上市公司开始

支付股利,反之,当投资者为支付股利的公司股票付出的股利溢价为负时,上市公司就不支付股利了。

由于传统计划经济的制约和转型经济发展的特征,我国上市公司制定股利政策时存在着不同于西方国家的市场环境和制度背景。我国上市公司普遍是由大股东控制的公众公司,管理者在制定股利政策时,很大程度上迎合了大股东偏好和需要。

一方面,在中小投资者法律保护逐渐健全的情况下,大股东能够利用的剥削方式主要就是通过股利支付的方法,其表现形式之一,就是大股东存在通过影响上市公司股利支付来剥削中小投资者的非理性行为,从而使恶意高派现现象屡屡出现。

另一方面,当大股东存在减持需要或公司存在再融资需求时,上市公司往往又迎合市场对高送转的偏好,推出各种高送转分配方案,以促使股价上涨。近几年我国上市公司选择送转股占比呈现显著上升趋势,尤其是随着中小板及创业板公司的大规模上市,越来越多的公司倾向于送股而非现金分红。这一方面迎合了二级市场投资者对高送转的投机需求,另一方面增加中小板、创业板股票的流动性,降低了原始股东持股成本,有利于原始控股股东解禁后套现流通。

一直以来,上市公司的现金股利政策是证券监管部门的重点工作之一。为了鼓励、引导上市公司制定持续、透明的现金分红政策,敦促上市公司形成合理回报投资者的利润分配机制,从2001年3月伊始,中国证券监督管理委员会(以下简称“证监会”)陆续发布了若干规范性文件,建立相应的上市公司现金分红制度,逐步呈现出重视投资者合理回报、鼓励现金分红的政策导向,因而常被称为“半强制性”现金分红制度。但是严格意义上讲,无论是将上市公司的现金分红政策与再融资行为进行挂钩的规定,抑或是将监管的侧重点放在完善公司利润分配事项的决策程序和机制、现金分红信息披露的工作上,都只是监管部门意图通过制定一些外在的约束和鼓励性措施,引导、鼓励和支持上市公司作出有利于股东利益的现金分红决策。

在政策实践中,关于现金分红的相关监管政策面临着两重悖论:

一是在证监会的引导和监管之下,我国上市公司的现金分红状况在一定

程度上得以改善,但是监管部门的良苦用心却并没有得到市场投资者的广泛认可,我国上市公司中仍然存在着分红不平衡的现象,投资者通过短线买卖股票获取资本利得的投机行为严重,资本市场上“重融资、轻回报”气氛浓烈,投资者一方面将股市诟病为“圈钱市”、“投机市”,另一方面却对高送转炒作仍然乐此不疲。

二是公司利润分配本质上属于公司自治的范畴,除去法律强制规定的利润处置以外,公司可分配的利润是留存还是派发股利,留存或者派发多少、股利的具体形式以及股利分配的时间、计算标准等,都由其自主决定。公司利润分配的非强制性,不仅对立法机构与司法机构而言,对监管机构同样适用。上市公司利润分配的监管不能触及自治的底线,而正是这一要求,往往使监管机构无从监管,或者监管措施无法奏效。

正因为如此,现有现金分红制度引起了学界和业界人士的广泛关注,出现了支持和反对的各种声音。但不管持有何种观点,人们都一致认为,上市公司股东依法享有资产收益权,而利润分配是股东资产收益权的重要实现形式,不分红则意味着股利形式的资产收益权不能实现。尽管投资者仍然可以通过交易行为获得收益,但通过合理、稳定的利润分配改变投资者的投机心态,引导价值投资理念,这有利于中国资本市场的发展。

处于转型经济的中国,对上市公司现金分红的外部监管具备现实合理性。外部监管政策需要在尊重股东自治原则的基础上,结合行业、利润与现金流状况、生命周期等企业微观特征,通过公司章程的契约设计和股东表决的制度创新,引导分红与高管激励契约设计、再融资监管、机构投资者持股等进行挂钩,通过市场化机制激励和引导上市公司形成持续、稳定的现金分红机制。随着投资者保护法律体系的逐渐完善、市场投资理念的日益成熟,以及公司治理水平的不断提升,上市公司分红行为将实现从半强制、相机管制到自发理性的逐步转变,届时分红问题可能就彻底地变成上市公司的自治事项了。

第二章 股东回报相关理论

股利政策、股票回购等对代理人行为的约束作用

1. 代理成本理论的一般论述

所有权与经营权相分离是现代企业的一个重要特征。所有者将其财产委托给经营者经营,于是产生了委托—代理关系,并进而引发了代理成本(Jensen and Meckling, 1976)。

无论是委托人还是代理人,他们的目标都是各自的效用最大化,因此就有充分的理由相信,代理人不会总以委托人的最大利益而行动。为了保证代理人的行为不会偏离委托人的利益,委托人可以通过两种方式限制代理人的行为:一是给予代理人适当的激励或是对代理人偏离行为进行监督;二是要求代理人保证不采取损害委托人利益的行动或在代理人采取这种行动时给予委托人必要的补偿,即由代理人支付一笔保证金。这两种行为会产生监督成本和约束成本,而且还会引起代理人行为偏离委托人财富最大化目标,从而导致委托人福利的损失,这也是代理关系的一种费用,Jensen 和 Meckling 将其称为“剩余损失”(Residual Loss)。从而,Jensen 和 Meckling 将委托人的监督成本、代理人的约束成本和剩余损失三部分之和定义为代理成本。

在 Jensen 和 Meckling(1976)的代理成本理论的基础之上,财务经济学家们开始将代理成本理论用于对股利政策和股票回购的解释中,解释的前提就是股利的支付和股票的回购能够有效地降低代理成本。最初,研究主要集中于股东与管理层之间的代理冲突造成的成本。此后,学术界对于代理问题的认识也发生了变化,逐渐扩展到股利政策和股票回购对大股东与中小股东之