

分类号\_\_\_\_\_

密级\_\_\_\_\_

U D C \_\_\_\_\_

编号 10741

**兰州财经大学**

LANZHOU UNIVERSITY OF FINANCE AND ECONOMICS

# 硕士学位论文

(专业学位)

论文题目 桃李面包大股东实施高派现动因及财务  
效果研究

研究生姓名: 曾拼搏

指导教师姓名、职称: 李培根 教授 李宏杰 高级审计师

学科、专业名称: 会计硕士

研究方向: 注册会计师

提交日期: 2021年5月30日

## 独创性声明

本人声明所呈交的论文是我个人在导师指导下进行的研究工作及取得的研究成果。尽我所知，除了文中特别加以标注和致谢的地方外，论文中不包含其他人已经发表或撰写过的研究成果。与我一同工作的同志对本研究所做的任何贡献均已在论文中作了明确的说明并表示了谢意。

学位论文作者签名： 曾拼搏 签字日期： 2021.6.3

导师签名： 李悦根 签字日期： 2021.6.8

导师(校外)签名： 李迎春 签字日期： 2021.6.13

## 关于论文使用授权的说明

本人完全了解学校关于保留、使用学位论文的各项规定， 同意（选择“同意”/“不同意”）以下事项：

1. 学校有权保留本论文的复印件和磁盘，允许论文被查阅和借阅，可以采用影印、缩印或扫描等复制手段保存、汇编学位论文；

2. 学校有权将本人的学位论文提交至清华大学“中国学术期刊（光盘版）电子杂志社”用于出版和编入 CNKI《中国知识资源总库》或其他同类数据库，传播本学位论文的全部或部分內容。

学位论文作者签名： 曾拼搏 签字日期： 2021.6.3

导师签名： 李悦根 签字日期： 2021.6.8

导师(校外)签名： 李迎春 签字日期： 2021.6.13

# **Research on the Motivation and Financial Effects of Toly Bread's Major Shareholders' Implementation of high-dividend**

**Candidate :Zeng Pinbo**

**Supervisor:Li Peigen Li Hongjie**

## 摘 要

公司股利政策研究是公司财务研究的问题之一,关于“股利之谜”仍然未得到妥善的解决。围绕公司派发多少股利、以何种形式进行派发产生了很多讨论,诞生了很多经典股利理论。随着中国资本市场监管政策收紧以及监管机构倡导上市公司进行分红回馈股东,越来越多的上市公司选择分红派现,但由于我国股权集中度高,上市公司股利分红资金绝大多数流入了公司大股东的账户,中小股东所能分到的现金股利总额相对较少;上市公司又倾向于采用股权融资的方式补充公司资金,使得从二级市场取得公司股票的外部投资者获取成本较高,面对相同股利政策所取得的股利收益率相对较低。当上市公司采用高派现股利政策时,是大股东利用合法手段更多占有公司经营成果,忽视中小股东利益诉求,还是大股东与中小股东和谐相处,共同分享公司经营成果,尚无定论。研究这个问题具有重要意义。

本文以大股东实施的高派现股利政策作为切入点,收集国内外文献,利用股利代理理论、股利信号理论和股利迎合理论这些股利政策经典理论,选择中国A股面包第一股——桃李面包作为案例公司,围绕桃李面包大股东实施高派现股利政策的动因,高派现股利政策实施后的财务效果进行分析,研究上市公司大股东实施的股利政策是否有满足大股东利益需求,损害公司健康发展的能力,忽视中小股东利益诉求的嫌疑,然后根据分析结果,指出桃李面包大股东实施的高派现股利政策存在的不足之处,并依据相关理论给出改进建议。

本文研究结论有:(1)桃李面包大股东实施高派现股利政策主要动因是迎合大股东资金需求,获取再融资资格条件;次要动因是向资本市场传达稳健经营信号,对外部投资者释放降低代理成本信息,推动公司价值增加。(2)债权人监督的缺位使桃李面包大股东与中小股东利益分歧加剧,高派现股利政策对公司短期股价影响反而是负面影响。(3)桃李面包大股东实施的高派现股利政策没有起到减少代理成本作用,反而是桃李面包大股东与中小股东代理成本增加的体现。

**关键词:** 股利政策 高派现 代理问题 桃李面包

## Abstract

The research of corporate dividend policy is one of the problems of corporate financial research, and "The mystery of dividend policy" has not yet been properly resolved. There has been a lot of discussion around how many dividends the company distributes and in what form, and many classic dividend theories have been born. With the tightening of China's capital market regulatory policies and regulatory agencies advocating listed companies to pay dividends back to shareholders, more and more listed companies choose to pay dividends, However, due to the high degree of equity concentration in China, most of the dividends of listed companies flow into the accounts of major shareholders, the total amount of cash dividends that small and medium shareholders can receive is relatively small; listed companies tend to use equity financing to supplement company funds, which makes it more expensive for external investors to obtain company stocks from the secondary market. Facing the same dividend policy, the dividend yield is relatively low. When the listed company adopts the policy of high dividend, is it the majority shareholder who uses legal means to occupy more of the company's operating results, ignores the interests of small and medium-sized shareholders, or does the majority shareholders live in harmony with the small and medium-sized shareholders and share the company's operating results. It is of great significance to study this problem.

This article takes the high dividend policy implemented by major shareholders as an entry point, collects domestic and foreign literature, uses the classic dividend policy theories such as the dividend agency theory, the dividend signal theory and the dividend cater theory, and chooses Toly Bread as a case company, focusing on the motivation of Toly Bread's major shareholders to implement the high cash dividend policy, and then select the company's solvency, profitability and profitability, Dividend payment rate and changes in the company's TobinQ, analyze the impact of the high cash dividend policy on the company's financial status and the company's stock price, and then based on the analysis results, pointed out the shortcomings of the high dividend policy implemented by the major shareholders of Toly Bread, and gave

suggestions for improvement based on relevant theories.

The main conclusions of this paper are: (1) the main reason for the implementation of the high dividend policy by the majority shareholders of Toly Bread is to meet the capital needs of the major shareholders and obtain the qualification conditions for refinancing, and the secondary reason is to convey sound business signals to the capital market, release information to external investors to reduce the cost of agents, improve the company's reputation and promote the company's value. (2) The absence of creditor supervision has aggravated the differences between the interests of majority shareholders and small shareholders, and the high dividend policy has a negative impact on the company's short-term share price. (3) The high-dividend dividend policy implemented by the majority shareholders of Toly Bread has not played a role in reducing the cost of agency, but rather is the embodiment of the increase in the agency cost of major shareholders and small and medium-sized shareholders of Toly Bread

**Keywords:** Dividend policy; High-dividend; Agent problem; Toly Bread

# 目 录

<b>1 绪论</b> .....	1
1.1 研究背景及意义.....	1
1.1.1 研究背景.....	1
1.1.2 研究意义.....	2
1.2 国内外文献综述.....	3
1.2.1 股利政策理论的研究.....	3
1.2.2 大股东影响股利政策的研究.....	5
1.2.3 股利政策实施后财务效果研究.....	6
1.2.4 文献评述.....	7
1.3 研究方法与内容.....	7
1.3.1 研究方法.....	7
1.3.2 研究内容.....	8
<b>2 高派现概念及相关理论</b> .....	10
2.1 高派现概念界定.....	10
2.2 高派现理论基础.....	11
2.2.1 股利迎合理论.....	11
2.2.2 股利代理理论.....	12
2.2.3 股利信号理论.....	13
<b>3 桃李面包大股东实施高派现情况介绍</b> .....	15
3.1 桃李面包公司简介.....	15
3.2 桃李面包大股东实施高派现情况及同行业对比.....	17
3.2.1 桃李面包历年股利分配情况.....	17
3.2.2 桃李面包大股东实施的股利分配情况与同业公司对比.....	18
3.3 桃李面包大股东实施高派现的特点.....	22
3.3.1 进行股权融资的同时派发大量现金股利.....	22
3.3.2 兴建大量生产线同时派发大量现金股利.....	23
3.3.3 现金股利方案的公告日期配合大股东减持计划.....	23

<b>4 桃李面包大股东实施高派现动因分析</b> .....	25
4.1 主观动因分析.....	25
4.1.1 满足大股东物质需求.....	23
4.1.2 缓解代理成本.....	23
4.2 客观动因分析.....	27
4.2.1 迎合监管政策.....	27
4.2.2 释放积极信号.....	28
<b>5 桃李面包大股东实施高派现财务效果分析</b> .....	30
5.1 桃李面包大股东实施高派现对企业财务能力的影响.....	30
5.1.1 实施高派现对企业偿债能力的影响.....	30
5.1.2 实施高派现对企业盈利能力的影响.....	31
5.1.3 实施高派现对企业发展能力的影响.....	33
5.2 桃李面包大股东实施高派现对企业股价的影响.....	34
5.2.1 实施高派现对企业股价短期的影响.....	34
5.2.2 实施高派现对企业股价长期的影响.....	36
<b>6 桃李面包大股东实施高派现存在的问题与建议</b> .....	38
6.1 存在的问题.....	38
6.1.1 应对潜在危机的现金储备不足.....	38
6.1.2 不同类型股东股利收益率差距大.....	39
6.1.3 股利分配方案披露信息少.....	40
6.2 建议.....	40
6.2.1 引入债权人监督制度.....	41
6.2.2 征求中小股东分红意见.....	41
6.2.3 披露更多股利分红决策信息.....	42
<b>7 结论与启示</b> .....	43
7.1 研究结论.....	43
7.2 启示.....	43
<b>参考文献</b> .....	45
<b>后 记</b> .....	49



# 1 绪论

股利政策作为利益相关方分割公司经营蛋糕的博弈结果，大股东在形成最终的股利政策过程中起到不容忽视的影响，因此本文旨在围绕大股东实施高派现的动因及财务效果进行研究。在绪论这一章中，首先通过研究背景的叙述，进而明确本文所要研究的主要问题；其次简要说明本文的研究意义；再有对股利政策相关文献进行梳理、总结；最后是概述本文的研究方法、研究的主要内容以及研究框架。

## 1.1 研究背景及意义

### 1.1.1 研究背景

股利政策是学术界和实务界讨论的问题之一，围绕着“股利支付形式、支付水平”诸多学者进行讨论，得出的研究结论也各有不同，甚至有相反的结论。一边是支持派学者，他们有很多理论与依据得出公司应该多多发放现金股利的结论；另一边是反对派学者，他们拿出很多实证数据来支持公司应该减少现金股利的发放。“股利之谜”这一论断提出后，关于股利政策的讨论学者们虽然各执一词，但围绕股利政策提出的理论越来越丰富，例如股利代理理论、股利信号理论、股利迎合理论、企业生命周期理论、股利“羊群效应”等等，这些理论都对现实的股利政策有一定的解释力度。

在我国，监管部门依据股利代理理论的研究成果，为了减少公司由于存在过多自由现金流可能引发严重的代理成本，同时引导上市公司积极回报广大中小股东，形成长期价值投资的风气，出台了一系列关于上市公司股利分红的政策，被学界称为“半强制分红”政策。证监会在2004年12月出台了《关于加强社会公众股东权益保护的相关规定》，近三年没有进行现金利润分配的上市公司不得增发新股、发行可转换公司债券及向原股东配售股份。该规定将上市公司的再融资资格与前三年的分红挂钩，这标志着股利分配进入半强制阶段。证监会在2006年5月推出了《上市公司证券发行管理办法》，将上市公司的分红比例具体到了公司可分配利润的20%，该比例在2008年10月提升至30%。2013年，证监会

进一步对股利政策进行修改、补充和完善。2019年12月修订后的《中华人民共和国证券法》在全国人大表决通过，并于2020年3月1日起正式实施，国内首次从法律高度明确上市公司税后利润分配义务，相关条款与证监会、交易所已经形成的上市公司分红规则、指引等共同构成从法律到部门规章的现金分红制度体系。越来越多上市公司受到监管政策影响发放现金股利，公司股利支付率和支付金额也不断增加。根据东方财富网数据统计，2020年有近2691家A股上市公司完成2019年度分红，派现总额达到13625.14亿元。

近年来实施高派现股利政策的公司不断增加，高派现这一现实情况引起了学者们关注并从不同角度进行研究。但我国资本市场股权结构高度集中，“一股独大”现象明显，公司大股东可以行使表决权对公司决策施加影响，进而决定公司的股利分配政策。既然大股东在公司制定股利政策过程中的影响不容忽视，那么上市公司所实施的股利政策是达到了减少公司自由现金流，缓解了代理成本的效果；还是成为了大股东攫取公司巨额现金的合法手段尚无定论。因此，从公司股权结构出发，研究大股东对公司制定股利政策的深层次动因以及公司实施股利政策后的财务效果这一问题是有必要的。

### 1.1.2 研究意义

桃李面包作为A股面包第一股于2015年在上交所上市，之后不间断的派发现金股利，相比所在食品加工工业板块上市的其他公司，一方面桃李面包股利支付率一直处于上升状态，在2019年达到了97%；另一方面桃李面包股权集中度高，吴学群家族持有该公司69.84%股份，处于绝对控股状态。桃李面包大方派现背后的原因是什么；派现有没有实现公司价值最大化的健康目标；大股东是否将现金股利分配视为其“隧道挖掘”的途径之一，这些问题值得去研究。基于此，本文拟从桃李面包大股东实施高派现股利政策这一客观事件入手，利用股利政策经典理论对桃李面包大股东实施高派现的动因进行分析；之后描述公司派现后达到的财务效果；最后试图找出桃李面包实施高派现这一分配政策存在的不足之处，并提供建议，以期为公司完善其股利政策制定提供部分参考。

本文的研究意义有：

#### (1) 理论意义

目前,我国上市公司股利政策的制定与实施仍有许多值得探讨的地方,特别是股利分配政策受大股东意愿支配而导致中小股东利益诉求常常没能得到满足。本文从具体案例出发研究上市公司大股东实施高派现行为的动因和财务效果,结合已有的股利政策理论研究进行分析,一定程度上丰富了我国高派现相关的研究案例;同时也增加了关于大股东与公司股利政策的探讨。

在具体研究内容上,本文选取了股权分置改革后上市民营企业作为案例公司,分析了大股东对公司连续实施高派现股利政策的影响动因和财务效果。已有文献认为公司大量分红是由于公司股东股权不同流动性限制致使大股东较多选择分红获取收益,通过本文案例研究表明,相比股权流通性质的影响,公司股权结构集中对公司制定实施股利政策具有更强的影响作用。持有公司大量股权的大股东拥有更积极的分红意愿,更愿意提高公司派现水平。

## (2) 现实意义

本文以股利代理理论、股利迎合理论、股利信号理论为基础,以案例研究法选择分析中国 A 股面包第一股——桃李面包实施高派现股利政策的动因,并对高派现股利政策实施后的财务效果进行分析,指出桃李面包大股东实施的高派现股利政策存在的不足之处,并依据相关理论给出改进建议。相比于其他研究,本文以股利代理理论、股利迎合理论、股利信号理论为基础讨论了桃李面包的高派现股利政策,在全面分析了桃李面包股利政策实施后的财务效果基础上,指出实施高派现股息的不足,并为后续发放现金股利提出建议,对企业实施股利政策具有现实的指导意义。

通过案例分析,有助于投资者谨慎看待上市公司高派现财务决策,更进一步的思考分析公司分红,合理选择投资标的物。

## 1.2 国内外文献综述

### 1.2.1 股利政策理论的研究

20 世纪 60 年代 Miller 和 Modigliani 提出“股利无关论”后,股利政策引起了学者们积极讨论。学者们从多种角度对股利政策进行讨论研究,并提出多种股利理论,但是其对现实股利政策的解释能力仍然相对有限,没有形成一致看法。

本文将关于股利政策理论解释力度较强的理论梳理如下：

### （1）股利代理成本理论

代理成本理论是由 Jensen 和 Meckling（1976）提出的，他们提出代理成本形成公司两种利益冲突形式：股东和管理层之间的利益冲突以及股东和债权人之间的利益冲突。股东和管理层之间的利益冲突是由于管理层努力工作，却不能享有公司全部剩余收益，导致其有消极工作动机甚至利用公司资源追求个人利益。股东和债权人的利益冲突源于二者责任与收益不匹配，股东出资额有限，收益无限，而债权人收益有限，因此相比债权人，股东倾向于选择高风险、高收益的投资项目，导致二者利益冲突产生。根据代理成本理论，股利支付可以降低代理成本。一方面，股利的支付使管理者可支配的自由现金流量减少，降低了其利用公司资源追逐私人利益或过度投资的程度，从而降低了代理成本；另一方面，发放现金股利使得公司发展所需资本由留存收益提供的可能性减少，公司将通过外部融资满足新的资金需求，新加入的债权人和股东会对公司内部人形成外部监督压力，迫使公司内部人尽心尽力经营企业，从而降低了代理成本。

### （2）股利迎合理论

股利迎合理论从投资者需求角度来研究企业管理者发放股利的动机，Baker 和 Wurgler（2004）指出投资者会区别对待发放现金股利和不发放现金股利的股票，这一现象反过来又引发了公司管理者为迎合投资者而发放现金股利动机。迎合理论认为公司发放现金股利取决于投资者需求，当投资者愿意溢价购买那些发放现金股利的股票时，管理者就会迎合这种需求发放现金股利；相反，当投资者愿意溢价购买那些不发放现金股利的股票时，管理者就会迎合这种需求不发放现金股利。

### （3）股利信号理论

信号传递理论放松了 MM 股利政策理论信息对称的假定。该理论承认公司管理层与外部投资者之间存在信息不对称，管理者实际上拥有更多有关企业投资机会、盈利能力、未来现金流量等方面的内部信息。股利政策是管理者向外界传递其拥有的内部信息的一种手段，如果管理者预计公司发展前景良好，未来盈利将大幅增长时，就会通过增加股利支付这一方式将利好信息传递给股东和潜在投资者；反之，如果管理者预计公司发展前景不理想时，就会维持甚至降低现有股

利水平，这一行为会向股东和潜在投资者传递利差信息。因此，股利政策能传递有关公司未来发展前景的信息，股东及潜在投资者对该信息的解读将影响他们对股票投资价值的判断，从而引起股票价格的调整。当公司提高股利支付水平时，股票价格上升，反之下降。

### 1.2.2 大股东影响股利政策的研究

国外学者通过研究认为在股权集中度高的公司中，大股东更有意愿推动实施现金股利政策，且大股东持有的股权与公司股利支付水平呈正相关关系。Shleifer 和 Vishny（1997）的研究结论显示，上市公司股权结构处于高度集中状态时，越倾向派发更多的现金股利，从而推断大股东更倾向于实施更高的现金分红，并指出股权结构和股东类型对股利分配政策存在很大影响。Cesari（2012）研究意大利上市公司股利政策后发现股利分配总额与控股股东控制权的大小呈现正相关关系。类似结论也被 Thanatawee（2013）的研究证实，他通过研究泰国 2002 年至 2010 年 1927 家上市公司的股利支付政策进后发现，上市公司所有权集中度更高，分配现金股利的倾向更高，且随着股东股权集中度的提高，股利支付水平也呈现正向变化。

国内学者认为上市公司股权集中度及大股东性质会对公司现金股利支付水平造成影响。吕长江和周县华（2005）指出存在控股股东时，公司增加派现金额的意愿更强烈，控股股东存在财富转移的嫌疑。王化成，李春玲和卢闯（2007）研究认为当上市公司股权结构出现了一股独大的特征时，其现金股利支付水平显著高于其他上市公司。党红（2008）通过研究股改前后上市公司股权集中度和现金股利分配水平之间关系发现，无关外部环境，股权结构对现金股利支付水平具有恒影响。丁楠（2013）指出我国企业派现情况通常是由控股股东利益驱动的，因此我国的股利政策有待进一步完善。吴晓玲，翟明磊（2013）研究后发现，大股东在降低公司代理成本或出于利益侵占目的时，倾向派发现金股利。在我国上市公司管理层持股水平低的情况下，管理层容易与大股东合谋，损害其他股东利益。王春华和崔俊（2013）对 2470 家上市公司的股利政策和股权结构进行分析得出类似结论，即股权集中度和股利支付水平存在正相关关系，即是这种股利分配政策会侵害中小股东的权益。程子健和张俊瑞（2015）研究表明交叉上市的上

上市公司通常分配较少的股利,同时国有股权性质能够有效的弱化交叉上市与现金股利政策间的负向关系。姜瑞(2015)在研究中发现当大股东存在恶意套现的动机时,公司的现金股利政策会相应的受到影响,从而侧面证明和股东结构对于上市公司现金股利分配政策的影响。高峻和闻襄鸿(2016)研究指出股权集中或实际控制人为国有资本性质时,高派现是企业普遍存在的特点。

### 1.2.3 股利政策实施后财务效果研究

Modigliani 和 Miller (1961) 提出了经典的股利无关论,他认为股利政策并不能影响公司价值。Lintner (1956) 最早着手现金股利信号方面的研究,发现股利分配政策和净利润两者正相关。Rozeff (1982) 将代理理论运用到股利政策研究分析中,发现代理成本可以通过支付现金股利降低。Easterbrook (1984) 研究发现持续不断的现金股利支出会迫使企业寻求发展而进行外部融资,从而使其接受市场监督审查降低代理成本。Jensen (1986) 在自由现金流量假说的基础上,提出企业风险水平和管理者持有现金水平呈正相关关系,现金股利是能够直接防止管理者滥用资金的手段。Skinner 和 Soltes (2011) 对股利政策与企业价值之间的相关性进行了研究,他选取了美国上世纪至本世纪可以查询到的约三十年的上市公司数据进行实证研究分析,得出的结论是分配股利的股利政策有利于提升企业价值,并且股利分配率越高企业价值越高,股利分配率越低,企业价值越低。

陆正飞、王春飞和王鹏等人(2010)从高派现和股权结构之间的联系对企业价值影响的角度认为股权高度集中促使企业选择高额现金分红政策,而过于激进的分红政策无法收获良好的市场反馈,因此会使企业价值降低。王静、张天西和郝东洋(2012)通过研究指出实施现金股利的公司相较未实施现金股利的公司,具有更高的企业价值;同时股利支付水平较高的公司比股利支付水平较低的公司拥有更高的企业价值。成康康和卢健珍(2015)认为民营企业发放现金股利是股东们相较稳定的收入来源,一方面能够大幅降低股东的投资风险,另一方面可以向投资者传达企业发展良好信号。王歆好(2019)分析洽洽食品连续实施高派现股利政策这一案例,认为企业连续实施高派现不利于企业资本积累,对企业价值存在负面影响。马鹏飞(2019)研究了现金股利与企业财务绩效后指出,当上市公司内部控制质量较高时,支付现金股利收益大于成本,会提高公司绩效。闫宏

伟（2020）利用 EVA 模型通过对白酒行业上市公司现金股利政策和企业价值实证分析后发现，白酒行业上市公司股利支付水平和股利支付稳定性对企业价值产生正向影响。

#### 1.2.4 文献评述

现金股利政策是股东利益分配的体现，反映了公司经营成果，是公司财务管理活动的重要内容之一。国内外学者关于公司大股东与公司现金股利政策之间关系，主要从大股东与公司派现意愿、派现水平及派现后对公司价值的影响三个方面开展了较多的研究，但派现后对公司价值造成的影响，学者们却产生了不同意见。一些学者认为高额派现会有效减少公司自由现金流，这会有效减少公司代理成本，推动公司价值增加。另一些学者认为高额派现反映了公司存在大股东“隧道挖掘”情况，不利于公司健康可持续发展，会对公司价值造成负面影响，致使公司价值降低。已有文章关于大股东存在何种动因去推动高额派现股利政策实施的讨论较少，而事实上通过分析大股东实施高派现的动因可以推测其真实意图，通过派现后对公司财务效果分析验证其意图是否达到预期，进而评价高派现对公司价值的影响。因此，本文在对相关文献研究结论进行梳理和总结的基础上，分析桃李面包大股东实施高派现的动因和财务效果，首先利用股利政策经典理论找出桃李公司大股东做出高派现这一行为的合理动因；然后从派现后影响企业财务状况以及派现后市场上的反应两个方面描述派现后的财务效果，通过多个指标分析桃李面包大股东实施高派现股利政策后是否达到大股东预期财务效果，是否存在不足之处，并提出相应建议，为桃李面包股利政策的完善提供参考。

### 1.3 研究方法 with 内容

#### 1.3.1 研究方法

本文采用的研究方法为案例研究法。首先，通过对以往相关研究进行梳理和总结，提出本文研究主题。其次，在已有理论上主要利用股利迎合理论、股利代理理论、股利信号理论分析大股东影响公司股利政策制定的动因，再有选择公司偿债能力、获利能力以及盈利能力三大指标和股利分配方案公告前后 5 日桃李面

包短期股价超额收益率及股利支付率与公司 TobinQ 变化情况，分析高派现股利政策实施后对公司财务状况和公司股价影响。最后，指出桃李面包大股东实施的高派现股利政策存在的不足之处，并依据相关理论给出改进建议。

### 1.3.2 研究内容

以桃李面包作为案例企业，研究上市公司大股东实施高额现金股利政策的动因以及公司派现的财务效果；找出桃李面包高派现政策的不完善之处并给出建议。利用股利迎合理论、股利代理成本理论和股利信号传递理论，分析桃李面包大股东做出高派现背后的动因；通过描述派现后对公司自身财务能力和股票价值的影响，评价桃李实施高派现的财务效果；最后指出桃李股利政策存在的不完善之处，给出建议。

内容包括七部分：

第一部分为绪论，介绍研究背景及意义，对股利政策理论、大股东对股利政策的影响和股利政策的经济后果相关文献进行梳理，还包括研究方法、以及研究的内容与整体框架。

第二部分为高派现股利政策相关理论，在借鉴相关文献研究结论的基础上界定高派现的标准，并简述接下来分析公司股利政策制定受大股东影响所用到的股利政策理论。

第三部分是案例介绍，包括对案例公司简介、公司股权特征、股利政策实施前提条件和实施过程以及桃李面包大股东实施高派现的特点。

第四部分是桃李面包大股东实施高派现动因分析，利用股利政策理论和现有的监管政策分析桃李面包大股东做出高派现这一财务决策的合理动因。

第五部分是桃李面包大股东高派现后财务效果分析，包括派现对公司财务能力影响分析和派现后对企业股价短期、长期影响分析。

第六部分桃李面包高派现股利政策存在的不足与建议，在研究了大股东桃李面包高派现动因并描述了高派现的经济后果的基础上进行归纳总结，结合案例公司自身情况，指出存在的不足之处并给出建议。

第七部分是结论与启示，对本文研究进行总结，并针对食品加工业高派现这一现象存在的问题提出优化建议。



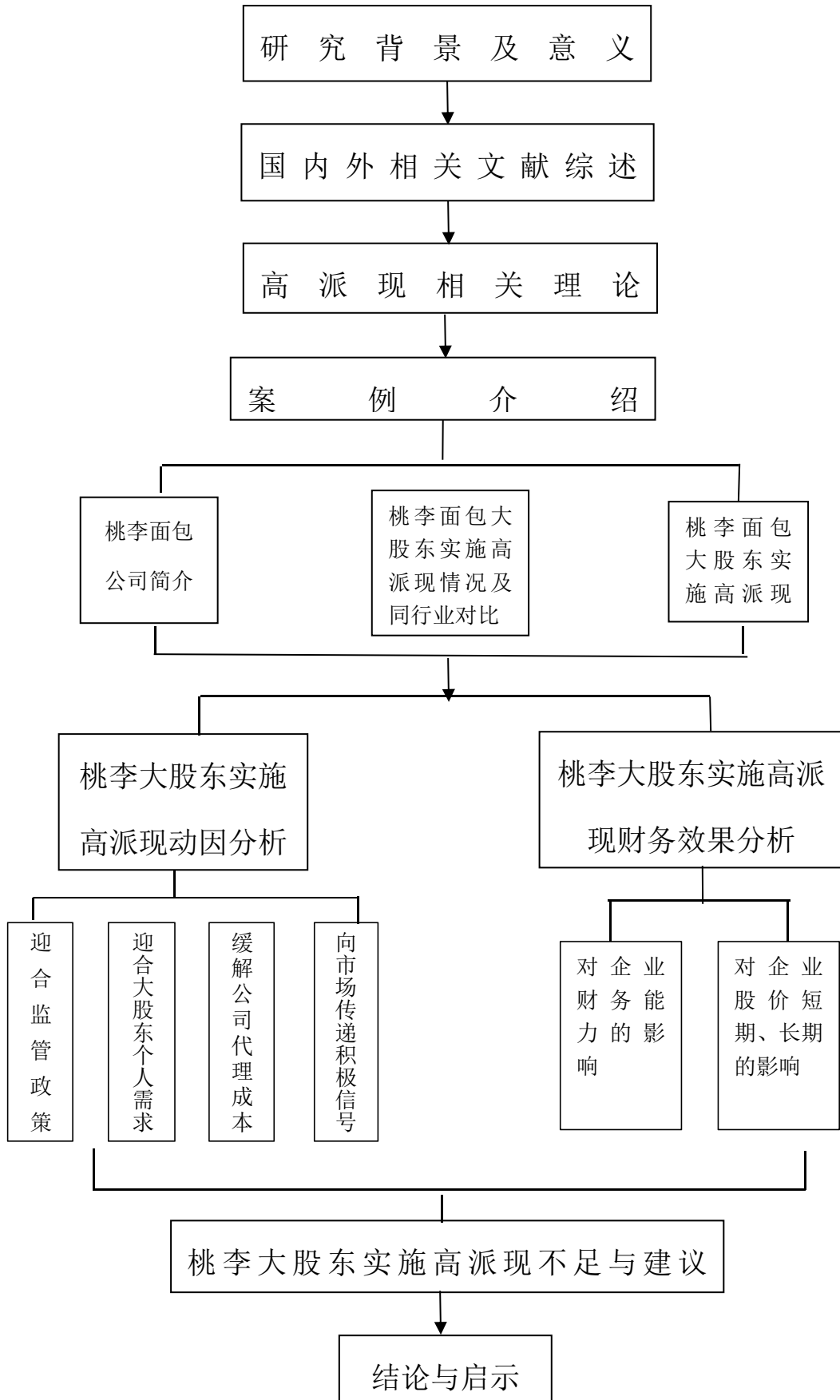


图1.1 研究框架图

## 2 高派现概念及相关理论

### 2.1 高派现概念界定

关于现金股利政策中“高派现”这一概念的界定，学者们持有不同的意见，并没有形成一种被大家广泛接受的解释，因此，明确本文中“高派现”这一概念所采用的界定范围，对接下来的研究具有重要意义。通过查阅文献对“高派现”这一概念进行梳理，发现学者们对于“高派现”的定义主要从以下几个方面展开论述：（1）股利支付水平的绝对额，伍丽娜、高强和彭燕（2003）提出当公司派发的每股现金股利在 0.1 元及以上时，可以视为高派现；吴平（2010）则认为公司派现大于等于 0.3 元时，即可认定为高派现。（2）股利支付水平的相对额，段培阳（2002）将每股现金股利超过每股收益或者每股现金股利超过每股经营活动现金流量视为公司在进行高额派现。（3）股利支付率大于特定值，证监会发布的《上市公司分红指引》文件中，通过对企业生命周期划分和是否有重大资金支出安排，给出了现金股利分配比例，具体如下：公司发展阶段属成熟期且无重大资金支出安排的，进行利润分配时，现金分红在本次利润分配中所占比例最低应达到 80%；公司发展阶段属成熟期且有重大资金支出安排的，进行利润分配时，现金分红在本次利润分配中所占比例最低应达到 40%；公司发展阶段属成长期且有重大资金支出安排的，进行利润分配时，现金分红在本次利润分配中所占比例最低应达到 20%。那么当公司处于上述某个阶段且无重大资金支出安排，派发现金股利高于《分红指引》所规定的最低分红比例，则可以视为公司在进行高派现。

可以看出对于高派现的界定，学者们并未普遍接受某一种解释。在本文中基于上述研究将公司实施现金股利政策同时满足以下三点条件时，界定为高派现。

（1）公司发放的每股现金股利在 0.3 元及以上；（2）每年的股利支付率在 30% 及以上；（3）每年股利支付水平明显高于同行业其他可比公司。

理由如下：第一，随着在证券市场上监管机构提倡现金分红，投资者也越来越重视上市公司的现金派现。相对于不分红的公司，投资者们会更加关注有分红计划的公司，因此大多数上市公司改变了以往“重融资，轻分红”的风气，宣布进行现金派现的公司逐渐增多。所以在股利支付水平绝对额指标维度上，选择“公司发放的每股现金股利在 0.3 元及以上”这一条件作为公司进行高派现的指标之

一。第二,《分红指引》中关于企业生命周期的划分在实际操作中具有很大困难,可操作性相对较低;另外由于监管机构将公司近三年最低分红比例不得低于 30%和公司在证券市场再融资规格相挂钩,因此若公司每年股利支付率在 30%以上,则从为了使公司融资成本较低的角度可以间接推测出公司发放现金股利的目的不仅仅是为了获取融资资格,还有出于其他目的进行现金股利派现。所以在股利支付水平相对额指标维度上,选择“公司每年的股利支付率在 30%及以上”这一条件作为公司进行高派现的指标之一。第三,判定公司是否进行高派现股利政策还需要对比同行业其他可比公司,若行业中大部分其他可比公司股利政策满足上述股利支付水平相对额以及绝对额指标,可能的解释是该行业股利发放政策具有“羊群效应”,即现金股利政策受该行业影响较大,则使用上述指标则不能较好的界定该行业中某一特定公司是否进行高派现股利政策。因此选择“公司每年股利支付水平明显高于同行业其他可比公司”这一条件作为公司进行高派现的指标之一。此外,“每股现金股利超过每股收益或者每股现金股利超过每股经营活动现金流量”意在认定公司股利政策与公司实际经营状况不符,相同的股利政策不能可持续进行。这一现金股利发放特征可能较好的描述了“超额派现”这种股利政策中的特殊现象,在界定公司实施高派现股利政策时并不十分恰当。

## 2.2 高派现理论基础

自从 Miller 和 Modigliani 在 1961 年提出“股利无关论”之后,学者们对其严格的假定前提条件进行放松并提出了很多有影响股利政策理论,如股利代理理论,股利迎合理论,股利信号理论,税差理论,在手之鸟理论,股利生命周期理论等等,这些股利政策理论对于纷繁复杂的现实情况更具有解释力。由于本文主要采用股利迎合理论,股利代理理论,股利信号理论对案例公司桃李面包大股东实施的高派现股利政策进行分析,所以在本节中主要阐述上述所用到的股利政策理论内容。

### 2.2.1 股利迎合理论

股利迎合理论与其他股利政策理论最大不同点是充分考虑了市场参与者的心理因素,并没有将广泛的市场参与者视为完全理性的人,而是在承认参与者是

有限理性这一现实情况下，对公司做出的股利政策进行分析。股利迎合理论是由 Baker 和 Wurgler 在 2004 年提出来的，他们认为股利迎合有三个基本假设：一，投资者对发放现金股利的公司股票会随着时间变化偏好也会随之变化；二，有限套利的存在会促使不同的需求去影响公司股价；三，管理者会有意识的去改变股利政策去迎合投资者的偏好。股利迎合理论的基本观点是：管理者是否支付股利受投资者对股利的需求所影响。当投资者热衷现金股利追逐那些实施现金股利政策的公司，市场上形成“股利溢价”时，管理者就会选择发放现金股利；而当投资者对现金股利的偏好相反，市场形成“股利折价”时，管理者相应选择不发放现金股利。

Baker 和 Wurgler 认为相比于其他股利政策理论，股利迎合理论能更好的解释美国上市公司股利政策。在中国由于股权集中度更高，大股东对公司财务决策具有重要影响，学者们认为管理者制定的现金股利政策主要是迎合大股东的需求而非是广大中小股东的股利需求；另一方面，监管政策会对公司的股利发放行为产生影响，因此在“半强制分红”政策出台后，学者们也认为部分公司发放现金股利的目的是为了迎合监管政策获取在融资资格，而非出于回报股东的目的。在本文中，股利迎合理论将用于桃李面包大股东实施高派现股利政策的动因分析以及对桃李面包实施的股利政策建议当中。

## 2.2.2 股利代理理论

股利代理理论是股利政策理论中的经典理论之一，学者们对于股利代理理论的研究成果很多，研究内容主要涉及股东、债权人以及公司管理者之间的利益博弈。股利代理理论的核心论点是：当公司采用现金股利政策时，会导致管理层能够掌握的公司自由现金流减少进而降低公司的代理成本，同时因为管理层动用的公司现金资源流出企业，管理层若想进一步推动公司发展则需要借助债权人的资源从而引入债权人参与到公司治理中，这在另一维度也限制了管理层可能产生的代理成本。股利代理理论将股利无关论中“公司所有者与经营者利益一致”这一前提条件打破，遵循了 Berle 和 Means 的观点，在所有权与经营权分离背景下公司所有者和经营者的利益函数存在差异，在各自追求利益最大化的路途中，会自然而然产生 Jensen 和 Meckling（1976）提出的委托代理冲突。因此，从股利政

策方面去减少存留在公司中的自由现金流，迫使公司管理者接受债权人监督，进而使得公司管理者不得不努力经营给出较好的公司业绩答卷，以便缓解公司偿债压力和更方便的从债权人手中获取资源支持。

但是在 La Porta (2000) 等人的研究中却发现世界范围内公司股权主要呈现的并不是像美国资本市场那样股权高度分散，而是呈现出股权集中度高的状态。在这种状态下公司管理层并不能把控公司，而是受命于大股东，所做出的决策更多的是代表大股东利益。虽然大股东把控公司会有效降低第一类代理问题，但却同时引发了第二类代理问题，即大股东与中小股东发生利益冲突，这会引发大股东“掏空”公司动机，攫取广大中小股东的利益。因此，La Porta (2000) 等人从公司股利政策着手，出现金股利的两种模型：结果模型与替代模型。结果模型认为公司实施的股利政策是投资者保护程度高，管理层因为受到广大中小股东的监督，所以结果是更多的派发了现金股利；替代模型则认为公司更多派发现金股利是因为公司投资者保护程度低，公司若想在资本市场上获得良好声誉，更容易筹集到所需要的资金，需要主动减少公司现金流，因此公司的现金股利政策是对法律保护投资者程度低这一现象的一种替代方法。但是在中国，学者们认为中国上市公司大股东性质不同，对公司制定何种类型股利政策的影响也不同。国有上市公司相较非国有上市公司而言具有较低的分红意愿，而非国有上市公司虽然有着融资约束等限制，却更热衷于分红派现。对于这种现象的解释，学者们认为这并不是现金股利政策发挥了代理理论中预想的作用，恰恰相反，这种现象体现的是我国上市公司代理成本较高。大股东所制定出的现金股利政策目的不是出于回报公司广大股东减少公司自由现金流，而是利用股利政策这一合法之名行“掏空”公司之实。如邓建平和曾勇认为我国家族控制的上市公司所实施的股利政策与家族自身利益最大化相关，而不是为了减少公司的代理成本；黄娟娟与沈艺峰则通过研究表明我国上市公司股利政策更多是迎合了大股东利益需求，没有考虑中小股东需求。在本文中股利代理理论将用在桃李面包大股东实施高派现股利政策的动因分析以及股利政策实施后的财务效果评价中。

### 2.2.3 股利信号理论

股利信号理论是股利政策又一经典理论，它放松了股利无关理论中关于信息

对称、资本市场处于完全有效状态这一假设条件。股利信号理论在承认信息不对称前提下，认为公司内部经营人与公司外部投资人相比，具有天然的信息优势，公司内部经营者可以通过各种渠道获得关于公司未来的成长机会、盈利能力等内部信息。如果经营者们在预计公司未来处于良好态势下，往往会通过增加公司派现金额的方式在市場上传达公司利好的信息，而当经营者们在预计公司未来处于悲观态势下，往往会通过减少公司派现金额或者维持的派现水平在市場上传达公司利空的信息。股利信号理论之所以认为上市公司发放现金股利的行为具有向投资者传达公司未来情况的特性，原因在于现金股利会导致“真金白银”流出公司，实实在在的现金流出并不是所有公司都能实现的，经营状况差的公司想要通过发放现金股利营造美好公司未来前景，这种手段并不能够持续，所以学者们将公司长期实施的现金股利政策视为具有信息含量的决策行为。

股利信号理论最先是由 Lintner (1956) 提出，他通过研究发现，公司管理层在制定长期稳定的股利政策时持有十分谨慎的态度，只有在公司盈利状况发生了长期显著变化时，公司管理层会倾向于调整公司的股利支付率。Bhattacharya 则是第一个构建了股利信号模型的学者，他认为可以通过公司发放的现金股利去预测公司现金流，进而使得投资者可以借此去评估公司价值。但在我国学者看来，股利信号理论对于我国资本市场中的上市公司股利政策解释力度并不强。由于我国上市公司股利政策具有不稳定性，股利政策随意变动，因此股利政策并不能传递公司未来前景。李常青和沈艺峰指出，我国上市公司制定的股利政策传递的只是当年公司的经营状况，并不包含公司未来盈利能力的判断。随着我国资本市场不断完善，监管机构出台文件引导上市公司持续分红以回报投资者，上市公司和投资者也越来越重视公司分红的稳定性。所以在本文中股利信号理论将用在桃李面包大股东实施高派现股利政策的动因分析和股利政策实施后的财务效果评价以及对股利政策建议中。

### 3 桃李面包大股东实施高派现情况介绍

#### 3.1 桃李面包公司简介

桃李面包股份有限公司（以下简称“桃李面包”），股票简称桃李面包，股票代码 603866，于 2015 年 12 月 22 日在上海证券交易所上市。公司主要产品为“桃李”品牌面包，目前拥有软式面包、起酥面包和调理面包三大系列面包。此外，公司还有部分为传统节日设计的节日食品，如月饼、粽子等。桃李面包总部位于辽宁沈阳，是我国第一家短保面包行业上市民营企业，目前桃李面包已拥有 37 家子公司，是全国性的面包生产制造企业。

桃李面包是典型的家族企业，股权高度集中。由表 3.1 可知，截至 2019 年 12 月 31 日，桃李面包创始人吴志刚先生及其配偶、子女共持有桃李面包 460,114,512 股，合计共持有桃李面包 69.84% 股份。因吴学群、吴志刚、吴学亮、盛雅莉和吴学东五人于 2018 年 12 月 22 日续签了一致行动人协议，协议成为公司一致行动人，桃李面包股权结构较为稳定，为吴氏家族利用其所拥有的控制权进而对公司重大决策如公司合并、增减资本、修改章程等事项产生极为重要影响打下了稳固股权基础。桃李面包前十大股东分别是吴学群、吴学亮、吴志刚、盛雅莉、吴学东、盛龙、盛雅萍、盛利、泰康人寿保险有限责任公司一投连一创新动力以及全国社保基金四零六组合。吴学群、吴学东、吴学亮是兄弟关系，吴志刚和盛雅莉是三人父母；盛雅莉与盛龙、盛利、盛雅萍是兄弟姐妹关系。桃李面包自然人股东存在着血缘，亲缘关系，这种纽带使得家族成员相对更容易获得彼此信任，更有动力努力经营企业做大“蛋糕”，维持家族亲情，为子孙后代留下一份产业。

依据图 3.1 实际控制人控制关系图示可以看出，桃李面包股份有限公司处于股权金字塔结构层级的第二层，实际控制人直接持有桃李面包股份有限公司股份，并未通过控制其他公司方式进而间接控制上市公司。桃李面包股权金字塔结构相对简单，未形成因股权关系而导致实际控制人及控股股东对上市公司的控制权和现金流权相分离的情形。

通过对桃李面包及其大股东特征分析，可以看出桃李面包是典型的家族上市公司。一方面，桃李面包股权主要由家族成员控制，此外通过查看其发布的公司

年报得知家族成员还担任公司董事及高管，所有权与经营权高度统一，这样的安排有利于减少一类代理问题。家族成员既是所有者又是经营者的身份参与公司运营，能够对公司发展所遇到的问题快速反应；家族成员之间更容易相互沟通与配合，发挥协同效应，有利于提高公司运营效率。另一方面，桃李面包存在“一股独大”的现象，公司股权高度集中于吴学群家族手中，公司政策被吴氏家族主导的可能性较大。小股东因为信息不对称，难以获取关于公司真实可靠的信息，有极大可能性合理利益被控股家族所攫取。在这种情况下，桃李面包每年制定实施的股利分配政策是大股东与中小股东对公司所创造出来的经营成果的甜蜜分享，亦或是大股东抱着损公肥私目的下攫取公司长远利益、掠夺中小股东收益所抛出的“糖衣毒药”，这一问题值得深入探讨研究。

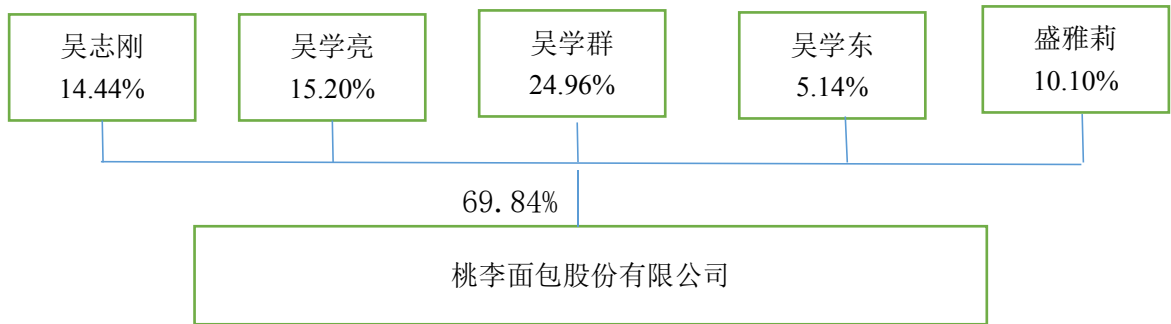


图 3.1 实际控制人控制关系图示

表 3.1 桃李面包前十大股东持股比例表

2019 年末前十名股东持股情况			
股东名称	期末持股数量	比例 (%)	质押数量
吴学群	164,487,770	24.96	51,290,000
吴学亮	100,119,417	15.20	0
吴志刚	95,131,339	14.44	8,000,000
盛雅莉	66,537,037	10.10	8,000,000
吴学东	33,838,949	5.14	0
盛龙	17,524,976	2.66	6,690,000
盛雅萍	15,427,378	2.34	0



续表 3.1 桃李面包前十大股东持股比例表

2019 年末前十名股东持股情况			
股东名称	期末持股数量	比例 (%)	质押数量
盛利	13,043,378	1.98	3,430,000
泰康人寿保险有限责任公司—投连—创新动力	10,488,404	1.59	0
全国社保基金四零六组合	8,802,148	1.34	0

资料来源：桃李面包2019年度报告。

## 3.2 桃李面包大股东实施高派现情况及同行业对比

### 3.2.1 桃李面包历年股利分配情况

桃李面包自 2015 年在上交所挂牌后，公司规模不断扩张，产品知名度也随之提高，在短保面包赛道内一直表现良好，实现了营业收入与净利润双双增长。桃李面包表现出来持续稳定的优良业绩为桃李面包大股东每年制定股利分配方案提供了较多的选择空间。

根据表 3.2 可以看出，桃李面包股利分配方案主要是现金股利分配，上市 5 年时间里只有在 2018 年同时发放了现金股利和股票股利，其余年度一直是坚持派发现金股利。通过计算可以得出，桃李面包在 2015-2019 年累计派发了 18.87 亿元现金股利，累计实现净利润 26.21 亿元，简单算数平均的股利支付率为 72%；换句话说桃李面包将每年实现的净利润绝大多数发放到了股东手中，而公司只保留了不到 30%的净利润用于公司未来的发展。

此外，依据图 3.2，通过对桃李面包 2015-2019 年股利支付率的纵向对比分析可以看出，桃李面包股利支付率总体呈现出上涨趋势，其中 2019 年达到观测期内股利支付率最高值 96.24%。值得注意的是在 2016 年，桃李面包股利支付率陡然下降至 31%，随后在 2017 年有升至 73.35%，在桃李面包净利润没有大幅下跌，甚至处于逐年增长的情况下，股利支付率却犹如过山车一样经历了大起大落，这一现象在一定程度上为大股东影响桃李面包实施高派现股利政策提供了佐证。

最后，由表 3.2 能够直观看到，桃李面包 2015-2019 年每股股利发放额度均在 0.3 元以上，部分年度达到了 1 元；在相对指标股利支付率中均处于 30% 以上，可以说，桃李面包上市以来大股东一直实施高派现股利政策。

通过分析桃李面包 2015-2019 年股利分配情况，明确了桃李面包大股东实施股利政策符合高派现的界定，并且股利政策具有连续性。由于桃李面包股权非常集中，桃李面包的股利现金流绝大多数流入了大股东手中，那么股利发放究竟是起到了缓解公司代理问题的作用，还是沦为一种大股东“掏空行为”的合法工具，这是非常值得去分析的问题。

表 3.2 桃李面包 2015-2019 年股利分配情况表

报告期	股利分配方案	每股股利 (元)	每股收益 (元)	现金股利总额 (万元)	净利润(万元)	股利支付率
2015	10 派 5.5 元	0.55	0.86	24756.93	34695.51	71.35%
2016	10 派 3 元	0.3	0.97	13503.78	43554.52	31.00%
2017	10 派 8 元	0.8	1.14	37650.08	51328.09	73.35%
2018	10 转增 4 股派 10 元	1	1.36	47062.60	64215.04	73.29%
2019	10 派 10 元	1	1.04	65766.75	68335.84	96.24%

资料来源：巨潮资讯网。

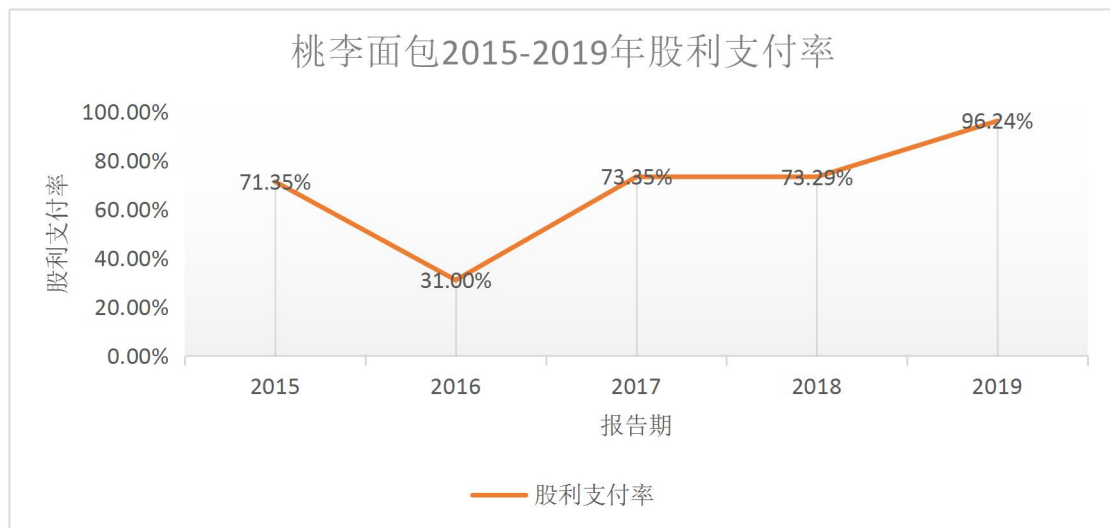


图3.2 桃李面包2015-2019年股利支付率图

### 3.2.2 桃李面包大股东实施的股利分配情况与同业公司对比

桃李面包属于食品制造行业，公司主要产品是短保面包。因此选取了同一行业主营糕饼点心以及速食食品的四家公司，分别是：三全食品（002216）、广州酒家（603043）、麦趣尔（002719）、元祖股份（603886）。其中三全食品和广州酒家是国有企业，分别在深交所中小板和上交所上市；麦趣尔以及元祖股份是民营企业，分别在深交所中小板和上交所上市。接下来通过对比同行业可比公司实施的股利政策和桃李面包大股东所实施的股利政策，以揭示相较其他公司，桃李面包股利政策自身的特点。主要从历年股利分配情况和股利支付率两方面比对，此外还会用桃李面包股利支付绝对额和相对额两个指标与同行业可比公司平均值做辅助对比，总结桃李面包大股东所实施的股利政策是否符合上一章所界定的高派现股利政策。

由表 3.3 可以看出，食品制造业中主营产品为糕饼点心以及速食食品的这四家上市公司选择的股利分配方式主要是现金股利政策，偶有分配股票股利与现金股利同时出现，桃李面包在选择所实施的股利分配方式与同行业可比公司所实施的股利政策类型相似。另外，作为国有企业性质的三全食品和广州酒家在 2015-2019 年中，每年现金股利分红较为稳定波动幅度不大；广州酒家相比三全食品现金股利发放较多，广州酒家在 2016 年现金股利分配达到峰值，每 10 股派现 5.5 元。作为民营企业性质的麦趣尔和元祖股份在 2015-2019 年中，每年现金股利分红相比于国有企业波动幅度极大；麦趣尔在 2018 年和 2019 年选择不发放现金股利，在同一比较期间，麦趣尔的股利政策并不具备可持续性；而另一家民营企业元祖股份在 2016-2019 年现金股利分配呈现上升趋势，在 2019 年达到峰值每 10 股派现 12 元，是 2015 年分配现金股利的 2.8 倍。

桃李面包的股利政策相比于其他同行业可比公司实施的股利政策方案总体上呈增长趋势，在四家可比公司中，只有同为民营企业的元祖股份实施的股利政策方案与其类似。但与元祖股份不同的是，桃李面包派发的每股现金股利显著高于元祖股份。在对于同行业可比公司现金股利支付水平绝对额进行简单平均后，在与桃李面包现金股利支付水平绝对额比较，发现桃李面包每年派发的现金股利绝对额指标显著高于同行业可比公司，每 10 股发放现金股利最高值高出平均值 6.37 元，最低值高出平均值 0.91 元，现金股利 5 年平均值高出同行业可比

公司平均值 4.14 元。

通过比较桃李面包与同行业四家可比公司股利分配情况后发现,桃李面包作为一家股权高度集中的上市民营企业,受大股东影响下,桃李面包历年所实施的股利分配政策在股利支付绝对额上显著高于同行业四家可比公司股利支付额平均值,在股利支付额绝对额指标上是符合本文关于高派现界定范围。

表 3.3 桃李面包同行业可比公司 2015-2019 年股利分配情况表

可比公司	2015	2016	2017	2018	2019
三全食品	10 派 0.13 元	10 派 0.1 元	10 派 0.2 元	10 派 0.3 元	10 派 0.6 元
广州酒家	10 派 5 元	10 派 5.5 元	10 派 3.5 元	10 派 4 元	10 派 3 元
ST 麦趣尔	10 派 1.24 元	10 派 0.46 元	10 转增 6 股派 0.49 元	-	-
元祖股份	10 派 4.28 元	10 派 2.3 元	10 派 4.6 元	10 派 6.6 元	10 派 12 元
可比公司平均	10 派 2.66 元	10 派 2.09 元	10 派 2.20 元	10 派 3.63 元	10 派 5.2 元
桃李面包	10 派 5.5 元	10 派 3 元	10 派 8 元	10 转增 4 股派 10 元	10 派 10 元

资料来源:巨潮资讯网。

桃李面包大股东所实施的股利分配政策在股利支付水平的绝对值指标上是符合本文关于高派现界定范围,而本文对是否属于高派现的判定还包含公司股利支付率这一相对额指标显著高于同行业其他可比公司。因此表 3-4 列式了四家可比公司每家 2015-2019 年股利支付率、四家公司股利支付率均值以及桃李面包的股利支付率。

通过表 3.4 可以看出国有企业性质的三全食品和广州酒家股利支付率总体呈下降趋势,其中广州酒家 2017 年上市后,股利支付率相较上市前年份下降幅度较大,这表明广州酒家上市民营企业中的桃李面包以及元祖股份,通过所实施的股利政策,在公司层面留存了相对更多的自由现金流。上市民营企业性质的麦趣尔因在 2018 年度、2019 年度连续两年处于亏损状态,根据《深圳证券交易所股票上市规则》的相关规定,深圳证券交易所对麦趣尔实施了“退市风险警示”的特别处理,2020 年 5 月 6 日股票简称由“麦趣尔”变更为“\*ST 麦趣”,而在净利润为正的 2015-2017 年,麦趣尔的股利支付率呈上升趋势;另一家民营企业性质的元祖股份在 2016 年上市后,股利支付率处于快速上升趋势,在 2019 年公司股利支付率甚至超出了当年所实现的每股收益。与国有企业性质的广州酒家股

利支付率相比,民营上市公司元祖股份和桃李面包股利支付率在上市前后并未发生趋势上的变动。桃李面包的股利支付率表现出稳定上升趋势,元祖股份的股利支付率表现出快速上升趋势。

由图 3.3 可以看出,桃李面包股利支付率整体上高于四家同业可比公司股利支付率均值,其中在 2019 年达到差异最高点,高出同业可比公司股利支付率均值 39.71%,而在 2016 年则略低于均值。

通过比较桃李面包与同行业四家可比公司股利支付率均值后发现,桃李面包 2015-2019 年的股利支付率简单平均值为 69.05%,可比公司 2015-2019 年股利支付率均值的简单平均为 44.38%,桃李面包所实施的股利政策在股利支付水平相对值指标衡量上显著高于同行业四家可比公司股利支付额平均值,所以桃李面包在股利支付额相对额指标上是符合本文关于高派现界定范围。

表 3.4 桃李面包与同行业可比公司 2015-2019 年股利支付率对比表

报告期	三全食品	广州酒家	ST 麦趣	元祖股份	可比公司平均	桃李面包
2015 年	29.95%	75.43%	18.92%	67.28%	47.90%	71.35%
2016 年	20.64%	73.00%	17.81%	44.18%	38.91%	31.00%
2017 年	22.57%	41.54%	28.31%	50.93%	35.84%	73.35%
2018 年	23.61%	42.09%	0.00%	62.41%	42.70%	73.29%
2019 年	21.80%	31.55%	0.00%	116.24%	56.53%	96.24%

资料来源:各公司年报数据手动整理。

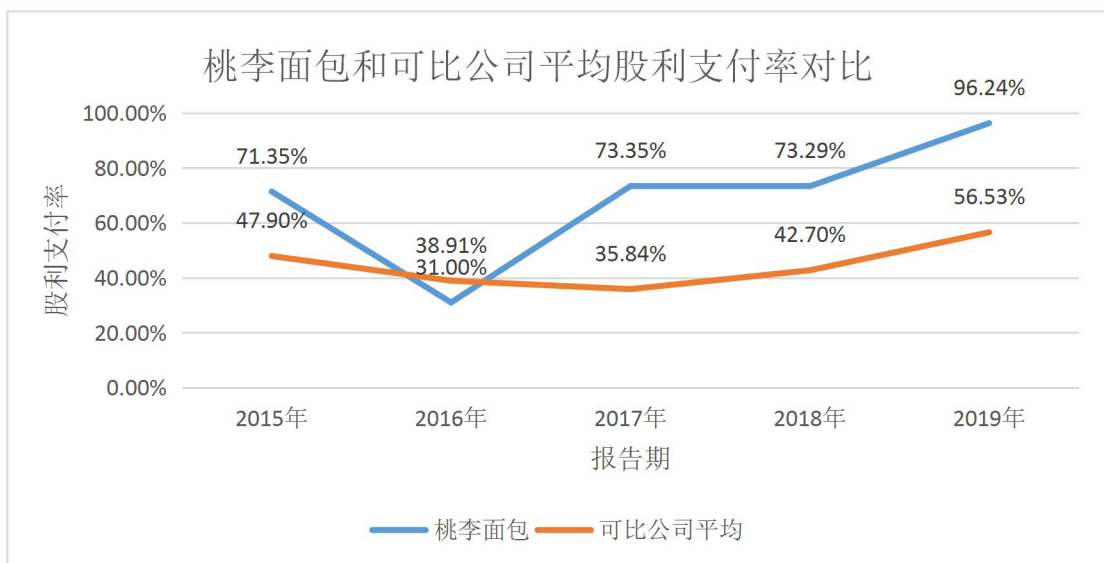


图3.3 桃李面包与同行业可比公司2015-2019年股利支付率对比图

### 3.3 桃李面包大股东实施高派现的特点

桃李面包作为一家上市民营企业，所实施的股利政策明显不同于同行业可比公司中的国有企业所实施的股利政策；在股利支付水平的相对额指标与绝对额指标也显著高于同行业可比公司平均值。在本节中主要从桃李面包筹资与分红，投资安排与分红两个角度对桃李面包大股东所实施的高派现股利政策的特点进行概括总结。

#### 3.3.1 进行股权融资的同时派发大量现金股利

桃李面包公司股票于 2015 年 12 月 22 日在上海证券交易所挂牌上市，通过 IPO 公开发行新股股本 45,012,600 股，募集资金净额为 56,513.84 万元；2017 年 11 月 7 日桃李面包收到中国证券监督管理委员会《关于核准沈阳桃李面包股份有限公司非公开发行股票批复》，向诺远资产管理有限公司、华能贵诚信托有限公司、新华基金管理股份有限公司等 8 名特定对象非公开发行人民币普通股 25,000,000 股，募集资金净额为 71,931.95 万元；桃李面包又于 2019 年 9 月 20 日经中国证券监督管理委员会证监许可，公开发行了 1,000 万张可转换公司债券，每张面值 100 元，发行总额 100,000 万元，募集资金净额为 98,161 万元。通过这三次在资本市场上发行的股权及复合工具，桃李面包从资本市场上累计筹集资金净额为 226,606.79 万元。在桃李面包筹集到大量现金时，历年发放的现金股利也不断攀升，2015-2019 年桃李面包发放的现金股利分别是 24,756.93 万元，13,503.78 万元，37,650.08 万元，47,062.60 万元，65,766.75 万元，五年时间桃李面包累计分红 188,740.14 万元，流入吴学群、吴学亮、吴学东、吴志刚以及盛雅莉五位一致行动人手中的分红累计为 138,798.35 万元，占比为 73.54%。通过比对桃李面包筹资与分红计划，可以看出桃李面包在 2017 年的分红政策中，上市后累计的现金股利分红已经超过 IPO 筹集到的资金；在 2019 年，桃李面包使用可转债募集资金净额为 98,161 万元，而当年的现金股利分红额为 65,766.75 万元，当年分配的资金是当年所筹集到资金的 70%。

换句话说，桃李面包通过资本市场从机构投资者和个人投资者处筹集到的资金，在延期一至两年会通过桃李面包所实施的股利政策以现金股利分红的方式尽

数“返还”给桃李面包的股东们，而所分配的现金股利又有绝大部分流向吴学群、吴学亮、吴学东、吴志刚以及盛雅莉五位公司大股东手中。那么，桃李面包大股东在实施的现金股利政策时，是秉持着公司可持续发展的目的回报全体股东，还是更多的考虑大股东利益，选择性的忽视中小股东利益，甚至掠夺了中小股东利益，这就是本文所要研究的核心问题。

### 3.3.2 兴建大量生产线同时派发大量现金股利

桃李面包公司之所以能通过三次融资在资本市场上筹集到大量现金，除了符合监管部门的要求的财务条件外，还公布了详细的资金使用计划。据桃李面包所披露的信息，所筹集到的资金主要用于新的生产基地建设和原有生产基地生产线更新换代，最终达到提高生产能力，实现规模效益的目标。

首发筹集到的资金于 2015 年存放在指定账户，用于沈阳桃李面包系列产品生产基地、石家庄桃李食品有限公司面包系列产品生产基地建设项目、哈尔滨桃李面包系列生产基地、天津友福食品有限公司投资项目，其中投资占比最大的沈阳桃李面包系列产品生产基地因原批准地块被政府征用，至今还未完工。公司预计达到预定可使用状态日期在 2021 年 6 月；2017 年非公开发行募集资金用于武汉桃李烘焙食品生产项目、西安桃李食品有限公司烘焙食品项目、桃李面包重庆烘焙食品生产基地项目、山东桃李面包有限公司烘焙食品生产项目；2019 年公开发行可转换公司债券募集资金用于江苏桃李面包有限公司一期投资项目、四川桃李面包有限公司烘焙食品生产项目、青岛桃李食品烘焙食品生产基地项目、浙江桃李面包有限公司生产基地建设项目。

上述 12 个投资安排截至 2019 年 12 月 31 日，已经完工并产生效益的项目 3 个，剩余 9 个项目将陆续在 2020-2022 年完工并产生效益。虽然现金股利的发放并未延缓工程的建设程度，但随着上述项目完工并投入使用生产产品，投资项目所需要的营运资金的充沛程度势必会因为以前年度公司自由现金流以股利分红形式大量流出企业这一因素受到影响。

### 3.3.3 现金股利方案的公告日期配合大股东减持计划

桃李面包大股东所持有的公司股票于 2018 年 12 月 23 日解除限售规定，在

2019年4月9日，桃李面包发布了大股东盛雅莉减持计划公告；4月12日，桃李面包公告了股东会关于桃李面包2018年度分红预案；4月19日，桃李面包公告了2018年分红实施方案，而在4月20日至5月14日之间，盛雅莉通过大宗交易的方式减持了5,020,000股，取得减持金额16,983.96万元。在2020年5月7日桃李面包公告了股东会关于桃李面包2019年度分红预案，同时发布了大股东吴志刚、盛龙的减持计划公告；2020年5月27日，桃李面包公告了2019年分红实施方案，而在5月25日至5月26日之间，吴志刚、盛龙通过大宗交易的方式减持了11,400,000股，取得减持金额49,692.86万元。

通过上述两年桃李面包所实施的股利政策公告日期和大股东减持计划公告日期与减持实施日期，可以看出大股东在减持时机选择上，认为股利政策公告会向市场释放积极的信号，能够为其减持选择合适的价格区，推动减持实施。



## 4 桃李面包大股东实施高派现动因分析

学者们对影响公司股利政策的影响因素讨论了很多,大致可以分为财务因素如资产规模、盈利水平、偿债压力、未来投资安排等等;非财务因素包括公司内部的股权结构、融资约束、公司治理等,还有公司外部的法律约束、监管政策、舆论关注等等。可以说对公司所实施的股利政策产生影响的因素很多,但能称为动因的却不是上述这些公司财务、非财务表现出来的特征。由于桃李面包股权集中度较高,本文认为促使桃李面包制定实施高派现股利政策主要受大股东的推动,而接下来将利用股利迎合理论、股利代理理论与股利信号理论从主观动因及客观动因两方面去分析归纳有哪几点动因使得桃李面包大股东自桃李面包上市以来始终推行高派现股利政策。

### 4.1 主观动因分析

#### 4.1.1 满足大股东物质需求

桃李面包大股东吴学亮、吴学群、吴学东是桃李面包第五届董事会成员,分别任董事长、总经理和董事,作为公司管理层,每年从公司领取薪金分别是 48.8 万元、53.5 万元、24.6 万元,而吴志刚是第四届董事会成员,盛雅莉是第五届董事会成员,他们在任职期间并未从公司领取薪金。根据表 4.1 可知,桃李面包董事会成员薪酬在其他四家可比公司中处于相对较低层次,仅有 ST\*麦趣尔董事会成员薪酬比桃李面包低,其他 3 家均高于桃李面包给付的董事会成员薪酬。而对比可比公司平均董事会成员薪酬,则桃李面包每年少付 59.17 万元。

桃李面包大股东个人的财务状况也会影响他们对公司发放的现金股利需求程度。在查阅桃李面包关于大股东股权质押情况的公告,发现大股东之一吴学群较早开始了他的股权质押道路,在上市后第二年开始第一次股权质押。自 2016 年 8 月至 2019 年 12 月,吴学群累计发生质押解押操作 17 次;盛雅莉、吴志刚发生质押解押操作各 3 次。在 2019 年桃李面包公司年度报告披露,吴学群尚在质押状态股数为 51,290,000 股,盛雅莉、吴志刚处于质押状态股数各为 8,000,000 股。若想质押的股份到期不被强制平仓造成股权转移,质押股东需要

拥有足够资金用于到期赎回所质押的股票。

大股东吴志刚在 2019 年已经是 85 岁的高龄状态，盛雅莉则是 77 岁，两位大股东相比于桃李面包其他股东，更有意愿每年从桃李面包中拿到股利分红用于改善生活条件，提高生活质量。

综上所述，从桃李面包大股东任职薪酬、个人财务状况和部分大股东年龄身体状况，大股东吴学群、吴志刚、盛雅莉同桃李面包其他股东相比，有着更强烈意愿推动桃李面包实施高派现股利政策，从而合法的从公司中取得大额现金流。

表 4.1 桃李面包与同行业可比公司管理层成员薪酬对比表

单位：万元

同行业可比公司	董事长	总经理	董事	合计
三全食品	50.00	45.00	20.00	115.00
广州酒家	133.64	112.86	0.00	246.50
ST*麦趣尔	26.50	37.00	22.00	85.50
元祖股份	84.80	68.40	3.30	156.50
可比公司平均	73.74	65.82	46.52	186.07
桃李面包	48.80	53.50	24.60	126.90

资料来源：巨潮资讯网。

#### 4.1.2 缓解代理成本

2017 年 4 月桃李面包为了能够长期留住优秀管理人才和业务骨干人才、提高员工工作热情和积极性，将桃李面包发展成果与公司员工共享，实现股东价值最大化；同时进一步完善公司治理，建立内部员工积极参与公司经营管理和监督的长效机制，通过了 2016 年度股东大会决议，实施了员工持股计划。员工持股计划共计五期，自 2017 起至 2021 年止每年设立一期。通过二级市场购买标的股票的，锁定期为 36 个月，通过其他方式获得股票的，按照国家相关法律法规规定执行。通过表 4-2 可以看出，截至 2019 年 12 月 31 日，桃李面包已经实施的员工持股计划三期，累计参与员工人次 344 人次，累计激励股数 577,430 股。虽然员工持股计划在 2017 年就已经在桃李面包开始实施，但员工最早能获得股票处置权日期也要等到三年后的 2020 年 6 月 1 日。那么在锁定期内，桃李面包员工若想分享公司发展成果，则只能通过桃李面包每年制定的股利政策中获取现金分红。

股利代理理论认为：通过公司所实施的股利政策对公司股东分红，能够有效减少滞留在公司层面的自由现金流，会有效抑制管理层代理成本，提高公司效率，进而使公司价值增加。桃李面包虽然授予了员工股权激励，但是员工仍然需要等待三年才能拥有桃李面包股票处置权，那么为了抑制管理层自利，减少代理成本发生，持股员工有动机推动公司发放更多的现金股利；作为大股东和管理层，若桃李面包发放更多现金股利，既能获得慷慨名声，也能减少与员工在股利政策上的冲突，还能取得绝大多数现金股利。因此，桃李面包大股东用足够动机利用其影响力推动桃李面包自 2017 年后实施高派现股利政策并进一步提高每年的股利支付率和每股股利。

表 4.2 桃李面包员工持股计划实施表

员工持股计划	激励股数	激励人数	获取方式	购买均价	解锁日期
第一期	186,130	108	二级市场购买	35.05 元	2020/6/1
第二期	131,300	109	二级市场购买	51.95 元	2021/7/1
第三期	260,000	127	大宗交易	33.88 元	2022/5/16

资料来源：桃李面包2017-036号公告、2018-052号公告、2019-063号公告。

## 4.2 客观动因分析

### 4.2.1 迎合监管政策

在上一章对桃李面包大股东实施的高派现股利政策特点进行总结时，提到桃李面包自上市以来分别在 2017 年和 2019 年再次以非公开发行股票和发行可转债的方式进行筹资。监管政策在上市公司再融资条件中明确提出公司再融资需要达到分红方面的条件，具体规定是：增发和配股均要求公司近三年有分红并且最近 3 年以现金方式累计分配的利润不少于最近三年实现的年均可分配利润的 30%；而发行可转换债券则要求最近三年特别是最近一年应有现金分红。桃李面包 2015-2019 年股利支付率分别是 71.35%，31.00%，73.35%，73.29%，96.24%，而上市前一年度 2014 年桃李面包股利支付率为 29.68%，2013 年股利支付率为 29.47%，从上市后，桃李面包大股东改变了以往的股利政策，提高了股利支付率。而为了获取非公开发行股票再融资资格的同时减少融资成本，桃李面包大股东有意识的在 2016 年减少了股利支付率；而 2019 年桃李面包发行可转债的方式进行筹资，监管政策仅对最近三年特别是最近一年应有现金分红做了相应的要求，因

此在 2018 年，桃李面包大股东仍然实施了较高的股利支付率的分红方案。

在本案例中，桃李面包为了获取在资本市场上进行非公开发行股票再融资的资格，桃李面包大股东有意识的在实施非公开发行股票再融资年度前后改变公司的股利支付率，而在成果实施非公开发行股票筹集到资金后，桃李面包大股东又将所实施的股利政策现金股利支付率提升到 73.35%。因此可以说，桃李面包大股东实施的高派现政策股利支付率受到监管政策影响，为了迎合监管政策获取再融资资格，桃李面包大股东在筹资年度和非筹资年度制定了不同的股利支付率政策。

#### 4.2.2 释放积极信号

桃李面包 2015-2019 年每年派现金额分别是 24,756.93 万元，13,503.78 万元，37,650.08 万元，47,062.60 万元，65,766.75 万元，五年累计派发现金股利总额为 188,740.14 万元。桃李面包在五年时间中能够发放多达 18.87 亿元现金，既表明公司拥有充裕的现金流，也传达出公司经营稳中向好，产品盈利能力较强。查看桃李面包年报可知，桃李面包在五年中实现净利润总额是 262,129 万元，每年盈利额均为正值并且实现的净利润每年呈增长趋势。靠着生产售卖短保面包，桃李面包 2015-2019 年每年经营活动现金流净额分别是 42,743.55 万元，51,949.24 万元，65,314.72 万元，80,321.98 万元，88,783.40 万元。拥有这样不俗的业绩，使得桃李面包股价稳定上升。公司股价的稳定对大股东吴学群、吴志刚和盛雅莉在进行股权质押操作时，具有重要意义。在股权质押期间由于桃李面包股价保持稳定上升，大股东质押股权能够筹集到更多的现金，也不会因为股价下跌质押股票价值下降，被质权人通知补充质押品价值或者提前赎回或者被强制平仓。

股利信号理论认为：公司所实施的股利政策含有公司未来信息，公司管理层因为能够比外部投资者有更多渠道来获取公司内部信息，判断公司未来发展前景，管理层会通过股利政策向资本市场上的投资者传递信息，减少信息不对称对公司价值的影响。桃李面包实施连续、稳定的股利政策能够向资本市场传递公司稳健经营的前景，这有助于公司股价提升，使得公司股价能反映公司真正价值。桃李面包股价稳定上升一来有利于大股东财富的增加，实现财富快速积累；另一方面

会降低桃李面包大股东股权质押的压力并获取更多股权质押现金。所以，桃李面包大股东有意愿去使用自己手中投票权促使桃李面包实施高派现股利政策。

## 5 桃李面包大股东实施高派现财务效果分析

桃李面包大股东实施高派现股利政策是否是在考虑了公司实际现状与未来发展情况下做出的决策；是否存在大股东为了获取私人利益而滥用控制权，伤害中小股东利益；高派现股利政策实施后，公司是否想预想一样减少了代理成本，传递了公司未来发展前景，公司股价能更真实反映公司价值。为了回答上述问题，本章主要从桃李面包大股东实施高派现后，公司财务状况与企业股价两方面展开分析，从而回答上述问题。

### 5.1 桃李面包大股东实施高派现对企业财务能力的影响

#### 5.1.1 实施高派现对企业偿债能力的影响

桃李面包大股东实施高派现股利政策后，会造成大量现金流出企业。由于分红是对上一年企业实现的净利润分配，但是会造成当期公司现金大量减少，那么巨额现金流出企业，势必会加剧企业偿债压力，对企业偿债能力造成冲击。因此，在分析企业偿债能力时，选取的指标包括：流动比率、速动比率、资产负债率、现金流量比率，主要从短期偿债能力、长期偿债能力和现金偿债能力三个方面去分析。选取理由如下：流动比率和速动比率主要衡量桃李面包在一个营业年度内偿还债务的压力，资产负债率则从总体上反映桃李面包杠杆使用水平，现金流量比率则将桃李面包经营活动现金净流量和负债联系起来，从动态视角观察桃李面包的偿债能力。

根据表 5.1，可以看出桃李面包因为大股东实施了高派现股利政策，导致桃李面包偿债能力有所下降，整体偿债压力不大。在 2019 年，桃李面包各项偿债能力指标达到高点，随后在 2020 年公司发布的桃李面包 2020 年第三季度报告显示，桃李面包各项偿债能力又迅速上升。主要原因在于桃李面包 2019 年发行的可转债在 2020 年陆续转换成公司股票，桃李面包股本进一步增加，权益资金的增加使得桃李面包偿债能力与 2019 年相比大大增强。值得指出的是，桃李面包现金流量比率指标趋势现呈现出上升趋势，随后在 2018 年开始出现下跌趋势，下跌幅度较大。2018 年和 2019 年分别同上期相比，现金流量比率下跌幅度为

9.84%和10.30%。查看桃李面包现金流量表发现，桃李面包支付其他与经营活动有关的现金增长较快，2018年和2019年分别为70,294.94万元，87,363.73万元，2017年该项流出为53,808.94万元。2018年和2019年支付其他与经营活动有关的现金增长幅度为30.64%、24.28%，而同期销售商品、提供劳务收到的现金增长幅度为16.55%、15.26%。从中可以看出，桃李面包在产品销售的配套服务上投入了更多现金资源，而由此所带来的销售金额增长幅度却不能覆盖该大项支出增长幅度。

由于桃李面包大股东实施高派现股利政策期间，一方面桃李面包又进行了非公开发行股票和发行可转债，桃李面包两次在资本市场上再融资，增加了桃李面包股本，补充了桃李面包权益资金；另一方面每年经营活动现金流量净额都高于每年期末流动负债总额，即每年从销售活动获得的现金能够覆盖当年所累计的流动负债。

所以综合来看，桃李面包大股东一方面实施高派现股利政策造成大量现金流出企业，另一方面通过股权融资安排，吸收大量股权现金流入企业，并未造成桃李面包偿债压力增大，桃李面包财务状况仍然很稳健。

表 5.1 桃李面包 2015-2019 年偿债能力分析表

评价指标	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年
流动比率	3.93	3.19	5.23	4.18	4.38
速动比率	3.69	2.91	4.95	3.96	4.16
资产负债比率	12.85	13.05	10.51	12.51	27.82
现金流量比率	1.59	1.76	1.83	1.65	1.48

资料来源：根据桃李面包 2015-2019 年度报告相关数据手工整理。

### 5.1.2 实施高派现对企业盈利能力的影响

公司能否持续盈利，盈利质量是否较高这些都是对桃李面包大股东实施高派现股利政策是否可持续，是否考虑了公司现状的重要考量维度。所以通过分析桃李面包盈利能力变化趋势，进而评价桃李面包大股东实施高派现股利政策是否带来弊端。盈利能力指标选取主要有：营业利润率、净利润率、毛利率、总资产报酬率。选取理由如下：毛利率和营业利润率反映了桃李面包业务盈利能力天花板和主营业务盈利强度，净利润率反映了桃李面包总体能为股东创造财富的能力，

总资产报酬率则衡量了桃李面包总体运用资产创造财富的能力。

由表 5.2, 可以看出桃李面包因为大股东实施了高派现股利政策, 导致桃李面包盈利能力整体下降。具体而言, 2015-2019 年桃李面包盈利能力指标体系中除毛利率指标增长外, 营业利润率、净利润率和总资产报酬率均呈现下降趋势。其中, 总资产报酬率下降速度最快, 由 2015 年的 20.53% 到 2019 年的 15.02%, 呈现持续下降趋势, 下降了 5 个百分点。而营业利润率、净利润率呈现小幅下降主要原因是毛利率不断提高, 一定程度上弥补了期间费用对营业利润率、净利润率消耗。需要值得注意的是, 在 2020 年, 桃李面包公布的 2020 年第三季度报告显示营业利润率、净利润率转变下跌趋势, 毛利率则进一步提升。总资产报酬率仍处于下跌趋势。

究其原因在于, 随着桃李面包生产产能的扩大, 原料采购、生产配送的规模效应逐渐体现以及品牌知名度提高, 在盈利能力指标体系中则表现为毛利率的不断提升。销售规模的扩大和企业规模增加相应也带来了弊端, 管理费用和销售费用逐年增长使得营业利润率、净利润率与 2015 年相比, 均处于下降状态。这两个盈利能力指标的下降对桃李面包公司管理层科学化、精细化的管理能力, 期间费用控制能力提出了更高的要求。由于桃李面包投资兴建了大量生产基地以及对原有生产基地生产线的改扩建, 在第三章中已指出 12 个投资项目只有 3 个产生效益, 剩余 9 个投资项目完工阶段在 2020-2022 年之间。投资项目建造期间普遍在 3 年, 所以这些投资项目截至 2019 年尚未完工, 这是致使桃李面包总资产报酬率自 2015 年开始不断下降的主要原因。从 2020 年第三季度报告可以看出, 随着 9 个投资项目陆续完工产能得到释放, 桃李面包的毛利率会再次有所上升, 总资产收益率也会有所提高。

通过上述分析, 桃李面包大股东实施高派现股利政策期间公司管理层的管理能力并未得到显著提升对 2015-2019 年桃李面包盈利能力产生了负面影响, 随着投资项目陆续完工, 桃李面包盈利能力有望得到提升。高派现股利政策并未对公司总体盈利能力产生实质性的负面影响。



表 5.2 桃李面包 2015-2019 年盈利能力分析表

评价指标	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年
营业利润率	17.12	16.33	15.97	17.05	15.29
净利润率	13.54	13.18	12.58	13.29	12.11
毛利率	34.89	36.13	37.7	39.68	39.57
总资产报酬率	20.53	19.31	17.42	17.27	15.02

资料来源：根据桃李面包 2015-2019 年度报告相关数据手工整理。

### 5.1.3 实施高派现对企业发展能力的影响

公司发展需要一定的投资去推动，而公司实施高派现股利政策则会使公司可支配的自由现金流减少，此时公司若处于成长阶段，则需要从外部筹资获取公司发展的资源。通过上一节对桃李面包偿债能力分析发现，桃李面包大股东实施高派现股利政策的同时积极在资本市场上采取股权融资，助力公司发展。那么相比利用公司内部积累的资金，外源筹资是否有效推动了桃李面包的发展，则需要对其发展能力进行分析评价。发展能力指标选取主要有：营业收入增长率、总资产增长率、营业利润增长率、净利润增长率和净资产增长率。选取理由如下：营业收入、营业利润和净利润三项目的增长趋势会受企业留存收益影响，桃李面包大股东实施高派现则会影响每年的留存收益，进而会对企业发展能力受到影响；总资产增长趋势和净资产增长趋势则反映了桃李面包大股东利用外源融资推动企业发展的能力。

根据表 5.3，可以看出桃李面包因为大股东实施了高派现股利政策，导致桃李面包发展能力下降。在 2015 年、2017 年和 2019 年，桃李面包总资产增长率指标得到显著提升，而在 2016 年和 2018 年总资产增长率在 10%左右。总资产增长率得到快速提升的主要原因受益于公司 IPO、非公开发行股票以及发行可转债这一系列外源融资的缘故，可以看出桃李面包净资产增长率变化趋势与总资产增长率亦步亦趋，而因为可转债在 2020 年才能行使转股权，因此 2019 年桃李面包净资产增长率上升相比总资产增长率滞后一期。营业收入增长率则一直处于下降状态，增长速度放缓，但一直维持正向增长。随着国民人均可支配收入的增长，居民饮食结构日益丰富，具有品种丰富、口味多样等特点的烘焙食品行业维持较

快的增长态势，而 2018 年以来，长保面包龙头达利食品开始大力推广其短保品牌“美焙辰”，其他企业也纷纷加大对短保面包赛道的投入，短保面包行业竞争日趋激烈，行业竞争进一步加剧。为了应对未来可能存在的竞争局面，桃李面包将发力点定在了完善的销售物料体系上，销售费用突飞猛进造成了 2019 年营业收入增长率相比去年提高 16.77%，但净利润增长幅度仅为 6.42%，形成了“增收不增利”的局面。

桃李面包大股东实施高派现股利政策驱使公司发展更多利用了外源融资，公司当年实现的净利润主要以现金股利形式流出企业，致使桃李面包总资产增长率、净资产增长率逐年降低。由于短保面包行业赛道竞争日趋激烈，公司又将大量现金派发给股东，那么公司面对竞争带来的不确定性时，未来投资项目完工后能否达到预设产能实现效益有待验证。显而易见，桃李面包大股东实施高派现股利政策对桃李面包的发展能力影响深远。

表 5.3 桃李面包 2015-2019 年发展能力分析表

评价指标	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年
营业收入增长率	24.55	28.95	23.42	18.47	16.77
总资产增长率	73.63	10.31	49.05	10.89	32.62
营业利润增长率	26.41	23.02	21.31	26.31	4.73
净利润增长率	27.11	25.53	17.85	25.11	6.42
净资产增长率	80.06	10.06	53.41	8.42	9.4

资料来源：根据桃李面包 2015-2019 年度报告相关数据手工整理。

## 5.2 桃李面包大股东实施高派现对企业股价的影响

桃李面包大股东实施高派现股利政策后既会对公司财务能力产生影响，又会在资本市场上引发关注。高派现的实施会被投资者认可么，又会对公司股价产生怎样的影响，接下来将从桃李面包大股东实施高派现对公司股价短期和长期两个方面展开论述。

### 5.2.1 实施高派现对企业股价短期的影响

主要通过利用桃李面包公布分红预案前后 5 个交易日的累计收益率比较与市场平均收益率即上证指数同期累计收益率与桃李同期累计收益率作比较，并计

算桃李面包的累计超额收益率,以此来判定桃李面包大股东实施高派现股利政策对于资本市场上投资者来说是否属于释放利好消息,从而推动公司股价短期上涨。

根据表 5.4,可以看出桃李面包大股东实施了 2015-2019 年高派现股利分红预案共计 5 次,在宣告当日,桃李面包股票股价仅在 IPO 次年和发行可转债次年影响桃李面包股价上涨,其余年份分红预案公告当日均引发了桃李面包股价不同程度的下跌。通过比对桃李面包历年实施分红预案公告前后 5 日累计收益率也可看出该趋势:桃李桃李面包大股东实施高派现股利政策在前两年受到了投资者的追捧,桃李面包股价在短期实现了上涨,而当桃李面包大股东持续奉行高派现股利政策时,投资者将其视为利空消息,进而影响了桃李面包短期股价,促使桃李面包股价在分红预案公告后呈现下跌情况。总体来说宣告现金股利分红预案,虽然让桃李面包股票收益率在部分时期取得涨幅,但当投资者多次评价该公司股利政策时,桃李面包股票收益率开始转变趋势。由图 5.1 能够得出当桃李面包分红预案公布后 5 日桃李面包股票收益率同市场平均收益率相比,同样呈现出前期上涨后期下跌的情况。尤其是在 2019 年和 2020 年,当桃李面包公告关于桃李面包 2018 年和 2019 年分红预案分别为每 10 股转增 4 股并派发 10 元现金股利,每 10 股发放 10 元现金股利时,当市场上投资者充分接收该分红预案消息后,桃李面包股价累计下跌幅度超出同期上证指数下跌幅度。这表明,虽然桃李面包大股东计划了大方的派现方案,但市场上的投资者并不认为这种“清仓式分红”对公司未来发展有所助益。由于绝大部分现金股利将流入桃李面包大股东个人账户,对于中小股东来说,收到的股利收益并不能抵消由于高派现对公司可能带来的损失。

可以看出资本市场上的投资者并不十分认可桃李面包大股东实施的高派现股利政策,对于桃李面包高额的现金分红究竟是缓解大股东与中小股东利益冲突还是为大股东输送利益,投资者们持有怀疑态度。因此,分红预案的公布对于中小股东来说是利空消息。桃李面包大股东实施的高派现股利政策在市场上没有带来预想结果,投资者们对于公司发放的现金股利态度更加理性。

表 5.4 桃李面包 2016-2020 年股利分红预案公告前后 5 个交易日收益率表

项目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年
分红预案前 5 日累计收益率	7.00%	-7.29%	6.68%	-3.49%	-4.19%
分红预案公告日收益率	1.66%	-4.09%	-1.41%	-1.28%	1.96%
分红预案后 5 日累计收益率	1.46%	3.39%	-0.59%	-1.73%	-1.39%

资料来源：巨潮资讯网。

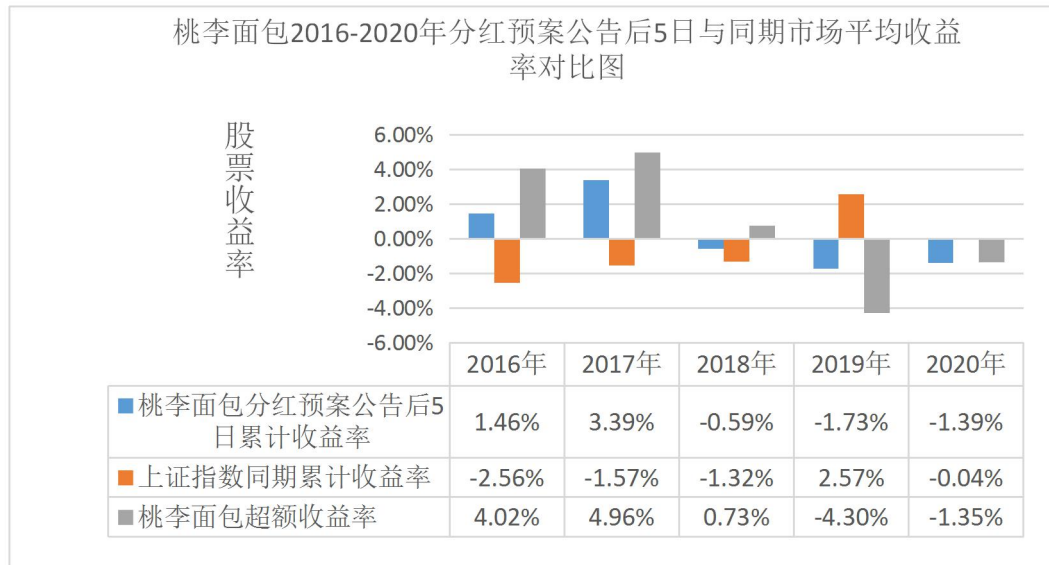


图 5.1 桃李面包2016-2020年分红预案公告后5日与同期市场平均收益率对比图

## 5.2.2 实施高派现对企业股价长期的影响

通过 Tobin Q 值来测量桃李面包大股东实施的高派现股利政策对公司股价长期的影响。观察高派现后，公司市值是否大于公司资产重置成本，即管理层有没有因为股利发放使得公司代理成本降低，推动公司价值提高。由于资产重置成本很难测算，所以采用公司年末净资产代替，公司市值的选取则为每年最后一个交易日公司市值。

根据表 5.5 可以看出随着桃李面包大股东实施的高派现股利政策，桃李面包的 Tobin Q 总体上处于下降状态，这意味着投资者们对于桃李面包慷慨的派现并不感冒，有意思的是在 2016 年，桃李面包大股东为了减少融资成本获取再融资资格，有意识的降低股利支付率，这一行为在 2017 年也没能使桃李面包获得更高的 Tobin Q 值。而桃李面包自 2017 年后，Tobin Q 值开始逐年增长，从 5.81 增长至 7.47，涨幅为 28.57%。更为合理的解释是在 2017 年-2019 年，桃李面包

销售收入迅速增长，分别为 40.80 亿元，48.33 亿元，56.44 亿元，年平均增长率为 17.62%，这一业绩表现为投资者们对桃李面包的估值提供了较多的参考依据。

在计算桃李面包 2015-2019 年 Tobin Q 值后，可以看出，投资者对于公司股票长期价值的评价与桃李面包大股东实施的高派现股利政策并没有明显的关联，而是更在意桃李面包在产品市场上的业绩表现。桃李面包大股东实施的高派现股利政策对于公司股价长期影响微弱。

表 5.5 桃李面包 2015-2019 年股利支付率与 Tobin Q 值变化表

项目	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年
股利支付率	71.35%	31.00%	73.35%	73.29%	96.24%
Tobin Q	9.30	9.61	5.81	6.21	7.47

资料来源：根据桃李面包 2015-2019 年度报告和上海证券交易所相关数据手工整理。

## 6 桃李面包大股东实施高派现存在的问题与建议

通过对桃李面包大股东实施高派现对公司财务效果进行分析后,发现在发放大量现金股利后,桃李面包的财务能力目前虽然没有受到影响,但并没有达到有力提振公司股价的预想效果。为了使桃李面包大股东所实施的高派现股利政策能够对公司价值起到可持续的正向影响,现就其所实施股利政策存在的不足之处进行归纳,然后利用股利政策的经典理论给出建议,以期望桃李面包大股东实施的高派现股利政策能够让广大中小股东分享更多的公司发展成果,推动公司价值增长。

### 6.1 存在的问题

#### 6.1.1 应对潜在危机的现金储备不足

在本文第五章通过分析股利政策实施后产生的财务效果,桃李面包大股东实施高派现股利政策导致公司发放大量现金股利,每年留存在公司的收益很少,桃李面包的偿债能力仍然稳健主要原因是由于桃李面包通过股权筹资活动补充了大量股权资本;更重要的是分析高派现后公司长期股价情况时发现,投资者对于公司股票长期价值的评价与桃李面包大股东实施的高派现股利政策并没有明显的关联,而是更在意桃李面包在产品市场上的业绩表现。

随着短保面包行业竞争加剧,桃李面包大股东若一直实施高派现甚至是像2019年一样“清仓式分红”,遇到竞争危机很有可能因为公司可动用的现金不足,难以应对危机而对公司业绩产生影响;或者因为没有充裕的现金流,丧失可能存在的投资机会。虽然桃李面包拥有上市公司身份,这会使桃李面包受到融资约束影响降低,相对容易在资本市场筹资到所需要的资金,但是由于外部筹资成本大于公司内部筹资成本,因此桃李面包若仅仅依靠外部股权筹资,则会要求相对较高的收益率,这则可能会使公司放弃一些无法满足收益率要求的投资标的物,进而使公司面对更大的市场压力。

## 6.1.2 不同类型股东股利收益率差距大

本文第五章通过分析股利政策实施后对桃李面包偿债能力影响时发现桃李面包目前财务状况稳健公司整体负债率较低,其中负债在公司资本结构中占比较少,债权人监管公司力度较弱。由于公司每年创造的自由现金流用于偿债付息的债权现金流部分较少,主要流向股权现金流。而桃李面包大股东持有较多公司股份,每年高额的现金分红将多数流入大股东的个人账户,而数量众多的中小股东获得的分红只占其中一小部分。由于大股东在 IPO 之前取得的股份,价格远远低于在二级资本市场上购买的价格。因此现金分红带来的收益,远远比中小股东多。

在桃李面包股权集中度高的现实情况下,每年所实施的高额派现股利政策实际上主要满足了大股东的利益需求,对于中小股东,由于在股东大会上不占投票权优势,无法充分表达自身利益诉求。中小股东在“用手投票”方式行不通的情况下,若想表达自己意见只能通过“用脚投票”的方式。通过查阅桃李面包 2015-2019 年年度报告,每年末普通股股东数量总体呈现下降趋势,普通股人数分别为 38196 人、11973 人、7769 人、5672 人、9438 人。由桃李面包每年末普通股人数变化可以看出有相当一部分桃李面包原中小股东选择不继续持有桃李面包股票。

以桃李面包中小股东从二级市场购买桃李面包 IPO 发行价格 13.76 元与非公开发行股票时点股票发行价格 36.00 元为基础,测算中小股东每年的股利收益率。由表 6.1 所示,相比较从非公开发行时点取得桃李面包股票的股东所获的股利收益率,从 IPO 时点就已经取得桃李面包股票的股东所获的股利收益率更高。当桃李面包大股东所实施的高派现股利政策发放的每股现金股利越高, IPO 时的股东股利收益率比非公开发行时的股东股利收益率也相应越高。那么在桃李面包尚未上市时,桃李面包大股东因手中所持有的桃李面包所付出的成本处于桃李面包所有股东中最低位,那么面临同样的现金股利分红方案时,桃李面包大股东股利收益率最高;当所实施的现金股利分红方案每股现金股利越多时,不同时点取得股票的桃李面包股东获得的股利收益率差距越大。

表 6.1 桃李面包 2015-2019 年不同时点股东股利收益率对比表

项目	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年
取得 IPO 股票的股利收益率	4.00%	2.18%	5.81%	7.27%	7.27%
取得上市后非公开发行业股票的股利收益率	-	-	2.22%	2.78%	2.78%

资料来源：根据桃李面包 2015-2019 年度报告相关数据手工整理。

### 6.1.3 股利分配方案披露信息少

本文第五章通过分析股利政策实施后产生的财务效果，发现桃李面包股利政策公告后对公司短期股价产生了负向影响作用，除在首发上市次年和发行可转债次年对公司股价形成拉升外，其余年度公司股价在桃李面包公布股利分红方案后具有不同程度的下降。通过查看桃李面包公告 2015-2019 年历年股东大会会议资料中关于利润分配方案披露的信息，发现桃李面包只披露了包括上年未分配利润金额详情、年度分红具体拟定实施的方案，而关于实施利润分配的依据、实施所拟定利润分配方案可能对当年度公司经营情况、盈利能力、投资方案这些未来公司重大决策可能造成的影响并未进行详细阐述。

由于桃李面包大股东实施高派现股利政策受益最大的股东是吴学群、吴学亮、吴学东、吴志刚以及盛雅莉这 5 位一致行动人，但通过对桃李面包在高派现股利政策实施后公司财务指标分析和对中小股东从二级市场购买桃李面包 IPO、非公开发行时点股票股利收益测算结果，发现桃李面包中小股东实际收益并不理想。因此桃李面包在利润分配方案时披露的信息越少越笼统，越容易引发桃李面包中小股东利空猜想，桃李面包大股东所实施的高派现股利政策没能起到回报公司股东，与所有股东共享公司经营成果的效果，反而不利于公司股价反映公司价值。

## 6.2 建议

在上一节对桃李面包大股东所实施的高派现股利政策存在的不足之处进行归纳，主要认为现有的不足之处成因在于桃李面包股权集中度高，桃李面包大股东会为了自身的利益最大化制定出适合自己的股利政策分配方式，通过合法的途径使自己的利益诉求得到满足，却在一定程度上忽视了广大中小股东的潜在利益



诉求。通过利用股利代理理论、股利迎合理论和股利信号理论期望给出适能够改进桃李面包现有的高派现股利政策,从而使股利政策惠及全体股东并有利于公司未来更好的发展。

### 6.2.1 引入债权人监督制度

股利代理理论认为通过现金股利的方式可以迫使公司管理层交出公司过多的自由现金流,减少代理成本发生。在本案例中,桃李面包大股东兼任桃李面包董事长、总经理、董事等公司管理层角色,并通过股利政策将公司每年实现的利润额以现金分红的手段从公司层面转移到个人账户。公司发展所需要的资金主要从资本市场上通过股权融资的方式筹集。现代公司财务认为债务融资的资金成本要低于股权资金成本,若桃李面包在今后存在资金需求,可以更多考虑债务融资。由于桃李面包现有资本结构中债权资本占比较少,桃李面包的资产负债率常年低于15%,营业净利率稳定在16%-17%,净利润增长率平均值为20.4%,桃李面包财务状况稳健、盈利能力稳定,每年实现的净利润逐步增长的同时,公司利用财务杠杆程度却相对较低。因此根据股利代理理论思想,桃李面包可以适当增加公司债务,引入债权人对公司财务决策加以监督。既有利于公司使用成本较低的资金为桃李面包全体股东创造更多的收益,也有利于公司财务决策受到更大力度监督,减少内部人可能产生的代理成本,从而使桃李面包公司价值增加,惠及全体股东,助力桃李面包未来更高质量的发展。

### 6.2.2 征求中小股东分红意见

股利迎合理论认为公司管理层会有意识的迎合股东需求,当股东存在现金股利需求形成“股利溢价”时,公司管理层会通过股利政策制定,发放更多的现金股利以迎合股东这一需求。在本案例中,桃李面包大股东实施高派现股利政策,将每年公司实现的绝大多数净利润分配给公司股东,但在分析高派现股利政策对桃李面包股价短期和长期影响后发现中小股东并不认可大股东所实施的高派现股利政策,总体来说桃李面包大股东所实施的股利政策并未对公司股价形成长期的正向影响。桃李面包自2015-2019年股利分配主要迎合了大股东的需求以及满足桃李面包再融资条件,相对忽视了中小股东潜在的利益诉求。因此,桃李面包

在今后制订股利政策实施方案是可以主动通过公司投资者关系管理平台,向中小股东寻求分红意见,综合考虑公司未来发展状况及当前创造利润的能力,最后确定所要实施的分红方案。寻求大股东与中小股东和谐相处,利益均衡,促使桃李面包股利政策推动公司价值增长,全体股东共同受益。

### 6.2.3 披露更多股利分红决策信息

股利信号理论认为由于公司管理层相比外部投资者会获取更多关于公司实际盈利能力,未来发展前景等内部信息,因此公司管理层会通过实施的股利政策向外界传达公司未来利好或利空的信息,公司所实施的股利政策具有信息含量。在本案例中通过分析桃李面包大股东实施高派现股利政策对公司财务能力的影响,发现股利政策仅仅包含的公司当期的盈利状况,并未向投资者传递未来公司的发展情况、盈利能力。当公司未来会有投资标的物开工建设需要资金时,会通过股权融资获得资源,桃李面包大股东在制定股利政策时显然回避了利用公司留存收益进行投资的考量。增加公司股本的同时加大分红力度,一方面在投资标的物尚未能产生效益的期间降低公司本期净资产收益率;另一方面大股东存在利用分红方式提前收回投资资金的嫌疑。净资产收益率的下降和中小股东的猜疑不利于公司股价提升,股东财富增加。因此,在桃李面包公告分红方案时,可以选择披露更多关于做出分红决策的依据,如公司未来投资计划所需资金取得方式、公司预期未来年度收益增长额,实施分红后对公司未来年度营运能力可能产生的影响等信息。让桃李面包外部投资者了解更多关于制定分红方案的依据,使桃李面包股利政策释放更多未来公司发展信息。

## 7 结论与启示

### 7.1 研究结论

本文主要研究的问题是在现有监管政策日趋完善情况下，上市公司大股东是否会通过实施股利政策这一合法手段达到掏空公司、掠夺中小股东利益，满足大股东私人利益最大化的目的。选择的案例公司是号称“中国短保面包第一股”的桃李面包股份有限公司，桃李面包股权集中度高，自上市后一直坚持高派现股利政策。本文通过利用股利政策经典理论分析桃李面包大股东实施高派现动因与财务效果，现得到以下结论：

1. 桃李面包大股东实施高派现股利政策主要动因是迎合监管政策满足再融资条件；迎合大股东利益最大化需求满足大股东潜在的资金需求，高派现股利政策并没有迎合中小股东利益诉求；次要动因是向资本市场传达稳健经营信号，对外部投资者释放降低代理成本信息，提高公司声誉，推动公司价值增加。

2. 桃李面包大股东实施的高派现股利政策致使大量现金流出企业，当企业需要发展时则通过股权融资补充公司资金。在这种股利政策下，公司使用的资本成本较高，较低的经营风险未搭配更多的债务融资，公司未充分利用财务杠杆。债权人监督的缺位使桃李面包大股东与中小股东利益分歧加剧，高派现股利政策对公司短期股价影响反而是负面影响。

3. 桃李面包大股东实施的高派现股利政策没有起到减少代理成本作用，反而是桃李面包大股东与中小股东代理成本增加的体现。高派现股利政策虽然没有对公司经营管理活动和业绩增长造成破坏，但减少了中小股东权益。具体来说，桃李面包股东们由于取得桃李面包股票方式不同，在面对同一分红方案时所获的股利收益率也不相同，随着派现力度增大股利收益率差距也越大；大股东往往将减持活动放在分红预案公告之后，这有利于大股东更加方便的套现离场，获得股权转让巨额资金。

### 7.2 启示

随着监管力度越来越大，上市公司大股东实施掏空行为损害公司发展能力掠

夺中小股东利益的事件变少,但大股东侵占中小股东利益的动机与能力并未完全消失,反而大股东们可能会选择程序合法的途径更多占有公司经营成果。在制定股利政策实施现金分红中,由上文研究结论可以看出股权集中度高的公司往往会考虑大股东利益诉求忽视中小股东潜在利益,通过该案例研究得到如下启示:

1. 监管机构在强调现金分红回馈股东的同时,也要关注公司大股东是否有利用股利政策到达更多占有公司经营成果的事例,可以要求实施高额派现的公司披露更多关于分红方案决策的依据。

2. 外部投资者们应该理性看待上市公司实施的高额派现,评估公司在实施高额派现后是否会影响中小股东利益。

3. 公司应努力完善治理机制,在经营风险较低时可以考虑利用财务杠杆,更多使用债权人资金引入债权人监督公司重大决策,减少由公司内部人产生的代理成本。

## 参考文献

- [1]Charest. Dividend information, stock returns and market efficiency[J].Journal of Financial Economics,1978,(6)297-330.
- [2]Cesari A D. Expropriation of minority shareholders and payout policy[J].British Accounting Review,2012,44(4):207-220.
- [3]Easterbrook F H.Two Agency-Cost Explanation of Dividends[J].American Economic Review,1984,74(4):650-659.
- [4]Frieddman,E.,S, Johnson, and T.Mitton. Propping and tunneling[J].Journal of Comparative Economics, 2003,31(4):732-750.
- [5]Jensen M C,Meckling W H. Theory of the firm:Managerial behavior, agency costs,and ownership structure[J].Journal of Finance,1976,3(4):308 -342.
- [6]Jensen M C. Agency Costs of Free Cash Flow,Corporate Finance,and Takeovers[J].American Economic Review,1986,76(2):323-329.
- [7]Lintner and John. Distribution of Incomes of Corporations among Dividends Retained Earnings and Taxes[J].The American Economic Review,1956,(2): 97-113.
- [8]La Porta R, Lopez—de-Silanes F, Shleifer A,etal. Investorprotection and corporate governance[J].The Journal of Financial Economics,2000,58(1): 3-27.
- [9]MillerM., Modigliani.F. Dividend Policy, Growth, and the Valuation of Shares[J].Journal of Business,1961,(34):411-433.
- [10]Nissim D., A.Ziv. Dividend changes and future profitability [J].Journal of Finance,2001,56(6):2111-2133.
- [11]Ofer A.R., A.V.Thakor. A theory of stock price responses to alternative corporate cash disbursement methods:Stock repurchases and dividends.[J].Journal of Finance,1987,42 (2):365-394.
- [12]Pan C.H. Financial development and corporate payout policy.[Z].Working Paper, Santa Clara University,2009.
- [13]Pettit R.R. Dividend announcements, security performance and capital market efficiency.[J].Journal of Finance,1972,27(5):993-1008.

- [14]Pettit R.R. Taxes, transaction costs and the clientele effect of taxes .[J]. Journal of Financial Economies,1977,5 (3):419-436.
- [15]Pinto M.The Role of institutional investor in the corporate governance.[Z]. Working Paper, University of Hanburg,2006.
- [16]Rozeff M S. Growth,beta and agency costs as determinants of dividend payout ratios[J].Journal of Financial Research,1982,5(3):249-259.
- [17]ShleiferA,VishnyR.A Survey of Corporate Governance[J].The Journal of Finance,1997,52(2):737-783
- [18]Skinner D J , Soltes E.What do dividends tell us about earnings quality?[J]. Review of Accounting Studies, 2011, 16(1):1-28.
- [19]ThanataweeY. Ownership structure and dividend policy:Evidence from Thailand[J].International Journal of Economics and Finance,2013,5(1):121-132.
- [20]Villalonga B., Amit R. How are U.S. family business[J].Review of Financial Studies,2009,22(8):3047-3091.
- [21]Watts R.The information content of dividends[J].Journal of Business,1973,46 (2):191-211.
- [22]Xia L.J. Founder control, ownership structure and firm value: Evidence from entrepreneurial listed firms in China [J].China Journal of Accounting Research,2008,1(1):31-49.
- [23]陈立泰, 林川. 董事会特征与现金股利分配倾向[J]. 管理世界, 2011, (10) :178-179.
- [24]程子健, 张俊瑞. 交叉上市、股权性质与企业现金股利政策——基于倾向得分匹配法(PSM)的分析[J]. 会计研究, 2015, (07) :34-41.
- [25]成康康, 卢健珍. 股利政策对民营股份制企业价值的影响[J]. 合作经济与科技, 2015, (22) :68-69.
- [26]党红. 关于股改前后现金股利影响因素的实证研究[J]. 会计研究, 2008, (06) :63-71.
- [27]丁楠. 上市公司高派现股利政策动因分析——基于贵州茅台的案例研究[J]. 商业会计, 2013, (10) :21-23.

- [28]高峻, 闻襄鸿. 上市公司异常高派现与不派现行为的实证研究——基于股权结构视角[J]. 财会通讯, 2016, (26): 50-53.
- [29]黄娟娟, 沈艺峰. 上市公司的股利政策究竟迎合了谁的需要——来自中国上市公司的经验数据[J]. 会计研究, 2007, (08): 36-43.
- [30]胡元木, 赵新建. 西方股利政策理论的演进与评述[J]. 会计研究, 2011, (10): 82-87.
- [31]蒋东生. “高分红”真的是掏空上市公司的手段吗?——基于用友软件的案例分析[J]. 管理世界, 2010, (07): 177-179.
- [32]姜瑞. 我国上市公司“高派现”行为浅析与规范建议[J]. 财会学习, 2015, (10): 184.
- [33]靳庆鲁, 宣扬, 李刚等. 社保基金持股与公司股利政策[J]. 会计研究, 2016, (5): 34-39, 95.
- [34]吕长江, 周县华. 公司治理结构与股利分配动机——基于代理成本和利益侵占的分析[J]. 南开管理评论, 2005, (03): 9-17
- [35]陆正飞, 王春飞, 王鹏. 激进股利政策的影响因素及其经济后果[J]. 金融研究, 2010, (06): 162-174.
- [36]李常青, 魏志华, 吴世农. 半强制分红政策的市场反应研究[J]. 经济研究, 2010, (3): 144-155.
- [37]刘义鹃, 杨冰洁. 控股股东性质不同的公司派现政策分析——以五粮液和用友软件为例[J]. 会计之友, 2014, (16): 63-65.
- [38]罗诗, 李桂兰. 股利分配现状、影响因素及管理建议——以中小板上市公司为例[J]. 会计之友, 2015, (21): 68-72.
- [39]卢建词, 姜广省. 混合所有制与国有企业现金股利分配[J]. 经济管理, 2018, 40(2): 5-20.
- [40]林艳, 王政丹, 李炜. 管理层权力、现金股利与投资——现金流敏感性[J]. 财会月刊, 2019, (6): 7-16.
- [41]马鹏飞. 现金股利与企业财务绩效的非线性关系研究[D]. 吉林大学, 2019.
- [42]孙茂竹, 王艳茹, 张祥凤. 博弈看上市公司股利政策的决定[J]. 会计研究, 2006, (8): 60-66.

- [43]王化成,李春玲,卢闯.控股股东对上市公司现金股利政策影响的实证研究[J].管理世界,2007,(01):122-127.
- [44]王春华,崔俊.股权结构对现金股利政策影响的实证研究[J].会计之友,2013,(19):103-106.
- [45]吴世农,宋明珍.论我国上市公司股利政策与产品市场竞争程度的关系——基于定性半强制分红与定量半强制分红的比较研究[J].会计之友,2016,(18):2-8.
- [46]王译晗,杨汉明,汪振坤.企业研发投入影响现金股利支付吗?——声誉理论抑或财务弹性理论[J].中南财经政法大学学报,2018,(3):3-13,158.
- [47]王歆好.食品加工行业“高派现”股利政策研究[D].安徽财经大学,2019.
- [48]谢军.股利政策、第一大股东和公司成长性:自由现金流理论还是掏空理论[J].会计研究,2006,(4):51-67.
- [49]徐寿福,徐龙炳.现金股利政策、代理成本与公司绩效[J].管理科学,2015,(01):95-105.
- [50]徐寿福,邓鸣茂,陈晶萍.融资约束、现金股利与投资——现金流敏感性[J].山西财经大学学报,2016,(2):112-124.
- [51]闫宏伟.白酒行业上市公司分红对企业价值的影响[D].浙江大学,2020.
- [52]郑艳秋,曹静娴.股利分配现状及影响因素分析[J].会计之友,2013,(5):62-67.
- [53]支晓强,胡聪慧,童盼,马俊杰.股权分置改革与上市公司股利政策——基于迎合理论的证据[J].管理世界,2014,(3):139-147.
- [54]周平.现金股利迎合与股权融资效率——基于半强制分红政策的实证检验[J].中国注册会计师,2015,(8):45-51.



## 后 记

时间像流水一样日夜不停无声无息的流向远方，刚入学时的喜悦和激动心情还在脑海中旋转，转眼即将毕业走向社会。在三年的研究生学习时间中，感谢所有会计学院的老师们，向我们传授专业知识，展现研究的乐趣，关注我们成长。在论文写作中，是我的导师帮助我明确研究内容并确立研究框架；校外导师和学院答辩组老师们在忙完自身手头工作之余，不厌其烦的给出我论文修改意见，帮助我理顺研究思路，行文结构；在研究生秘书的督促下，明确在较长的论文写作时间内各阶段论文完成程度，在规定时间内完成学位论文写作目标。在此，向所有老师们表达我衷心的感谢之情！