

分类号 \_\_\_\_\_  
U D C \_\_\_\_\_

密级 \_\_\_\_\_  
编号 10741



# 硕士学位论文

(专业学位)

论文题目 海天味业高派现股利政策动因及效果研究

研究生姓名: 陆光瑜

指导教师姓名、职称: 沈萍 教授 吕芝瑛 注册会计师

学科、专业名称: 会计硕士

研究方向: 企业理财与税务筹划

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： 陆光谕 签字日期： 2021.6.2

导师签名： 沈序 签字日期： 2021.6.8

导师(校外)签名： 卢世模 签字日期： 2021.6.12

## 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内容。

学位论文作者签名： 陆光谕 签字日期： 2021.6.2

导师签名： 沈序 签字日期： 2021.6.8

导师(校外)签名： 卢世模 签字日期： 2021.6.12

# **Research on the Motivation and Effect of Hai Tian's High Cash Dividend Policy**

**Candidate: Lu Guangyu**

**Supervisor: Shen Ping & Lv Zhiying**

## 摘 要

股利政策不仅是上市公司的全面状况的体现,也一直是历来学者们研究的热点问题,因为股利政策不仅决定着企业利润的去向,更影响着企业的市场价值。近年来,在一系列相关政策的推动下,我国选择实施现金股利的上市公司的数量与现金股利的质量均有了明显提高,有相当数量的公司为了进一步响应政策号召,主动的实施了高派现股利政策。

本文基于国内外学者对股利政策的相关研究成果,采用事件研究法与案例研究法相结合的方式,研究我国调味品行业的龙头企业海天味业实施高派现股利政策的动因及效果。首先,本文通过阅读相关文献总结了国内外学者关于股利理论,高派现股利政策动因和高派现股利政策效果的研究成果,并对相关理论基础进行介绍。接下来通过对海天味业进行案例介绍,包括公司简介、调味品行业现状、股权结构,同时对海天味业的股利政策进行分析,通过分析我国目前所有上市公司和以行业为类别的上市公司的股利政策现状,案例企业分配情况及与同行业公司进行对比分析,发现海天味业高派现股利政策具有以现金分红为主、股利支付率高、股利政策连续且稳定等特征。接下来,通过具体分析相关数据,得出海天味业高派现的动因主要有四个方面:强大的资金支撑、满足股东需求、相关政策的推动和向市场传递良好的信号。最后,从市场反应、企业价值、代理成本与代理效率和财务绩效四个方面分析了海天味业高派现股利政策的效果。

通过此次研究发现,海天味业在长期实施稳定的高派现股利政策后,受到了市场上投资者的认可,企业价值得到了有效提升,代理成本下降效果等证明海天味业的高派现股利政策是良性的。通过总结海天味业高派现股利政策的动因及效果后,针对其高派现股利政策的特点,提出了相关建议,包括对海天味业,其他公司和投资者。同时,希望上市公司在监管政策的引导下,日渐成熟的资本市场选择下,积极实行现金股利政策与广大投资者分享经营成果。最后,希望有未来更多关于股利政策的案例研究来丰富我国的案例库,为需求人员提供参考。

**关键词:** 海天味业 高派现 股利政策 动因 效果

## Abstract

Dividend policy is not only a manifestation of the overall situation of listed companies, but also has been a hot issue that has been studied by scholars. Because dividend policy not only determines the whereabouts of corporate profits, but also affects the market value of companies. In recent years, driven by a series of related policies, the number of listed companies that choose to implement cash dividends in China and the quality of cash dividends have been significantly improved. In order to further respond to the policy calls, a considerable number of companies have taken the initiative to implement high cash dividend policy.

Based on the relevant research results of domestic and foreign scholars on dividend policy, this paper uses a combination of event research method and case research method to study the motivation and effect of the high cash dividend policy of Hai Tian, the leading company in the condiment industry in my country. First of all, this article summarizes the research results of domestic and foreign scholars on dividend theory, the motivation of high cash dividend policy and the effect of high cash dividend policy by reading relevant literature, and introduces the relevant theoretical basis. Next, through a case introduction to Hai Tian, including company profile, condiment industry status, shareholding structure, and analysis of Hai Tian's dividend policy, through analysis of all current listed companies and industry-based listed companies in China Dividend policy status, case company distribution and comparative analysis with companies in the same industry found that Hai Tian's high cash dividend policy has the characteristics of cash dividends, high cash dividend payout ratio, and continuous and stable dividend policy. Next, through specific analysis of relevant data, it is concluded that Hai Tian's high cash dividends are mainly motivated in four aspects: strong financial support, meeting shareholder needs, promotion of relevant policies, and sending a good signal to the market. Finally, it analyzes the effect of Hai Tian's high cash dividend policy from four aspects: market response, corporate value, agency cost, agency efficiency and financial performance.

Through this research, it is found that after Hai Tian has implemented a high cash dividend policy for a long time, it has been recognized by investors in the market. The corporate value has been effectively improved, and the agency cost reduction effect has proved that Hai Tian's high cash dividend policy is Benign. After analyzing the motivations and effects of Hai Tian's high cash dividend policy, using its high cash dividend policy as a reference, relevant suggestions were put forward, including for companies, investors and regulatory authorities. At the same time, it is hoped that under the guidance of regulatory policies and increasingly mature market choices, listed companies will actively implement a cash dividend policy to share their operating results with investors. Finally, I hope that there will be more case studies on dividend policy in the future to enrich our China's case database and provide references for people in need.

**Keywords:** HAI TIAN;Dividend Policy; High Cash Dividend;Motivation; Effect

# 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 文献综述.....	2
1.2.1 关于股利理论的研究.....	2
1.2.2 关于高派现股利政策动因的研究.....	4
1.2.3 关于高派现股利政策效果的研究.....	6
1.2.4 文献述评.....	8
1.3 研究思路与方法.....	9
1.3.1 研究思路.....	9
1.3.2 研究方法.....	11
<b>2 理论基础</b> .....	12
2.1 “一鸟在手”理论.....	12
2.2 信号传递理论.....	12
2.3 代理成本理论.....	13
2.4 税差理论.....	13
<b>3 海天味业案例介绍</b> .....	14
3.1 海天味业概况.....	14
3.1.1 公司简介.....	14
3.1.2 调味品行业现状.....	15
3.1.3 股权结构.....	17
3.2 海天味业股利政策分析.....	18
3.2.1 我国上市公司股利分配现状.....	18
3.2.2 我国上市公司股利分配特点.....	24
3.2.3 海天味业股利分配情况.....	24
3.2.4 与同行业公司股利政策对比.....	25
<b>4 海天味业高派现的动因分析</b> .....	28

4.1 强大的现金能力.....	28
4.2 迎合股东需求.....	29
4.3 政策推动.....	31
4.4 传递良好信号.....	33
<b>5 海天味业高派现的效果分析 .....</b>	<b>35</b>
5.1 市场反应.....	35
5.2 企业价值.....	38
5.3 代理成本与代理效率.....	40
5.4 财务绩效.....	42
5.4.1 盈利能力分析 .....	43
5.4.2 偿债能力分析 .....	44
5.4.3 营运能力分析 .....	46
5.4.4 成长能力分析 .....	48
<b>6 结论与建议 .....</b>	<b>50</b>
6.1 研究结论.....	50
6.2 相关建议.....	50
6.3 研究不足与展望.....	51
<b>参考文献 .....</b>	<b>52</b>
<b>致 谢 .....</b>	<b>56</b>

# 1 绪论

## 1.1 研究背景及意义

### 1.1.1 研究背景

股利政策作为企业重要的财务决策，由于其关系到公司的利润分配模式，一直以来都是国内外众多研究者讨论研究的热点。在我国的二级市场上，公司的股利政策一直是可以在市场上广大投资者讨论的热点，突发性的的高派现股利政策都可使得企业成为市场的讨论热点；若上市公司长期实施稳定的高派现股利政策，则会使得市场上的投资者认可其具备长期投资价值，并给予较高的评价，从而使得公司在市场上拥有良好的形象。

我国的相关政策也一直在鼓励上市企业进行现金分红，与此也有许多企业响应国家的号召开始进行现金股利分配，根据沪深交易所相关报告情况，2019年我国沪深两市公司合计现金分红达到了1.36万亿元，这已经是我国沪深两市第三年现金分红总额超过万亿，且保持连续增长。其中有560多家公司已经实施了3年现金分红比率高于30%的股利政策，标志着我国上市公司逐渐开始重视现金股利政策，注重与广大股东分享公司的经营成果。在我国实施半强制分红的政策背景下，相当数量的上市公司无法再做“铁公鸡”，继而开始实施现金分红。但长期选择实施高派现股利政策的公司在市场上占比依旧很小，且集中于特定的几个行业：如白酒，家电等传统行业，且大多数为国有企业，如：贵州茅台、五粮液、洋河股份和格力电器等。

海天味业作为我国的调味品龙头企业，自上市后便一直实施高派现股利政策，截至2019年，其分红总额达到了135.78亿元，平均股利支付率达到61.66%，是调味品行业实施高派现股利政策的典型公司。那么海天味业自上市后便一直实施高派现股利政策的动因是什么，长期实施高派现股利政策又对海天味业产生的效果如何，因此本文接下来将对海天味业的这几个问题进行研究。

## 1.1.2 研究意义

### (1) 理论意义

自 21 世纪以来,我国证监会出台了一系列相关政策来规范上市企业的股利政策,从而使得市场上选择现金股利分配的企业数量越来越多,因此对于市场中对实施高派现股利政策的企业进行研究是非常必要的。目前我国对于高派现案例公司的研究大多集中在家电行业和酒类行业,而对于调味品行业的高派现股利政策案例研究是很少的,因此本文选择海天味业作为案例公司对其高派现股利政策进行研究,可以进一步丰富我国优质企业的股利政策案例分析。

### (2) 实践意义

从投资者的角度来看,企业的现金分红是投资者分享企业经营成果最直接的方式。然而我国多数企业在上市后的分红融资比都是小于 1 的,海天味业作为我国的调味品龙头企业,自其上市后便持续实施高派现股利政策,巨额的现金分红使其成为市场上为数不多的“现金奶牛”。因此本文通过对海天味业相关数据并进行分析,得出其实施高派现的动因与效果,可在一定程度上为其他企业股利政策的制定提供参考价值。

## 1.2 文献综述

### 1.2.1 关于股利理论的研究

整个学术界关于股利理论的研究是开始于 Miller 和 Modigliani (1961) 所提出的股利无关论,又称为“MM”理论。这一理论认为上市公司所实施的股利政策不会对其企业价值产生影响,即:是否支付股利和股利支付的高与低都不会改变企业价值。股利无关论的提出引起了社会上广泛的讨论,同时也吸引了学术界开始对公司的股利政策研究,但经过学者们的常年研究发现上市公司的股利政策、公司股价和公司价值三者之间是存在明显关联性的。“在手之鸟”理论认为,由于一家公司在经营过程中所对外发布的相关信息,都属于历史信息,而对于公司的未来存在很多不确定的因素,因此公司的未来的变化情况是无法进行精准预测的。即使投资者可以通过变动的公司股价进行交易,或许能得到投资收益,但是

获取此种投资收益所承受的风险是极大的,因此投资者认为公司的股利政策会给他们带来固定的收益而且不用去承受市场的风险。因此,有相当多的公司为了提升企业价值,就会制定高于市场水平的股利政策,以此来吸引广大的投资者。Farrar 等(1967)提出了著名的税差理论:若股东获得现金股利时要缴纳的税款是高于市场交易股票费用的,股东因此获得的股利收益会因股利政策的变化而有所差异,因此公司的股东会要求上市公司提升股利水平以此来弥补税收的损失。Jensen、Meckling(1976)和 Easterbrook(1984)共同提出了股利代理成本理论,该理论认为上市公司支付现金股利可以减少企业管理层拥有的现金,以此来减少投资者与管理层的代理成本。Bhattacharya(1979)提出了股利信号传递理论,该理论认为股利政策可以向市场上的投资者传递企业过去的经营效果,并且是一种对企业未来发展前景的预测方式。Jensen(1986)提出了自由现金流假说,该理论认为若企业实施高额的股利政策,会减少公司管理层持有的自由现金,从而施压于企业的管理层,进而降低公司的代理成本。Baker 和 Wurgler(2004)提出了著名的股利迎合理论,股利迎合理论认为上市公司会为了迎合不同的投资者而制定不同的股利政策,进而吸引市场上的投资者来进一步提升公司在市场上的价值。

由于我国的资本市场起步较晚,因此我国学者关于股利理论的研究基础是建立在外国学者已有的研究成果上的,如信号传递方面:陈浪南和姚正春(2000)通过实证研究发现,由于我国资本市场建立时间较短,关于股利政策向市场传递信息的有效性而言,我国的投资者对股票股利的认可度高于现金股利,从而现金股利相对于股票股利的信号传递作用较弱。孔小文和于笑坤(2003)通过实证研究我国上市公司混合股利、现金股利和股票股利对公司股价的影响后发现,我国上市公司派发现金股利时考虑到了公司目前的经营状况以及未来的经营状况,说明现金股利存在一定的信号传递作用。吕长江和许静静(2010)通过实证研究我国 1988 年至 2009 年我国变更股利政策的上市公司发现,股利政策的信号传递作用与经济周期密切相关,其中会出现明显的叠加效应,因此上市公司在制定股利政策时要充分考虑外围经济周期的变化。李增泉和任强(2003)通过实证研究 A 股 2007 年-2017 年非金融企业公司的股利政策与股权结构之间的关系发现,上市公司若存在实际大股东控股,则公司的大股东更倾向于将公司利润留存,而不

愿意通过现金股利或股票股利的方式与其他股东分享经营成果,从而影响了其他股东的收益。马静和古志辉(2010)通过实证研究 2001 年至 2007 年间发放现金股利的公司的股利政策与股权结构发现,若大股东持股大于 30%,公司的现金股利就会存在利益输送的可能,因此公司股利政策与其股权结构和代理行为有关。罗琦等(2017)通过实证研究 2006 年-2011 年 A 股非金融公司发现,企业发放现金股利可以使得公司的代理成本降低,并且可以约束控股股东,提升公司的运转效率。黄娟娟和沈艺峰(2007)通过实证研究我国 1994 年-2005 年的 A 股上市公司的股权结构与股利政策发现,公司的股权结构越集中,公司选择现金股利政策的可能性也就越高,因此我国上市公司制定股利政策时,可能仅迎合大股东的的需求,而不会去迎合中小股东的需求,进而使得中小股东收益受损。谢知非(2019)通过实证研究我国 1998-2017 年 A 股的上市公司股利政策后发现,我国在出台半强制分红政策之后,上市公司大多趋向于迎合政策的要求进行股利分配,其中国有企业对政策的响应是高于非国有企业的,可以说明我国企业具有迎合政策的动机。

### 1.2.2 关于高派现股利政策动因的研究

#### (1) 满足大股东需求

Shleifer 和 Vishny (1997) 通过实证研究发现,上市公司所制定的股利政策与公司的股权集中程度高度相关,即公司的股利政策可能会更加迎合大股东的的需求,从而对公司的其他股东产生利益侵害。Gugler 和 Yurtoglu (2003) 通过分析德国的上市公司,发现若一家公司的股权结构的集中度相对于市场平均水平较高,则公司更愿意选择高额的现金股利政策来满足大股东的的需求。

Thanatawee (2013) 通过实证分析泰国 2002 年-2010 年的非金融行业上市公司,发现上市公司的股利支付率与大股东持股比例成同向变化,即大股东持股越多,公司实施的股利政策股利支付率越高。

阎大颖(2004)通过实证分析 1999 年-2002 年我国 A 股上市公司的股利政策,发现大股东持股比率与公司选择现金股利政策的可能性成正相关性,即大股东持股比例越高,公司越可能实施现金股利政策。邓建平和曾勇(2005)通过实证研究 2001 年-2002 年我国 A 股非金融公司的分红行为发现,大股东的持

股比例越高，公司越容易实施迎合大股东的股利政策。许静和张延良（2013）通过建模分析我国 2009 年-2010 年我国 A 股上市公司，证实一家公司的大股东持股越多，则该公司选择的股利政策越迎合大股东需求。王月溪和孙玲玉

（2014）通过实证研究我国 2012 年当年所有盈利的非金融公司的股权结构与股利政策，发现股权结构不同的公司所采用的股利政策有很大的差异性，大股东持股的公司选择现金股利政策成为攫取公司利益的手段。高峻和闻襄鸿

（2016）进行实证研究影响 2008-2014 年的 A 股上市公司的派现因素，发现股权结构是影响公司股利政策的重要因素，实控人持股比例越高，公司选择现金股利政策的可能性越高。袁奋强和陶蕾花（2018）通过实证研究 2010-2014 年我国 A 股所有上市公司发现，机构投资者持有公司的股份越多，则公司的股利政策更偏向于选择现金股利政策，并且会提高派现水平。唐安宝等（2018）通过实证研究 2008-2015 年的上市公司中的权力博弈对其股利政策的影响，发现股东对股利政策影响大于管理层对股利政策的影响，并可以显著提升股利支付比率。

## （2）相关政策引导

我国的股市成立于 1990 年，较西方国家成立时间较晚，但对于鼓励推动上市公司进行分红的相关政策在不停出台。李常青等（2010）通过事件研究法分析了 2007 年以前在 A 股上市的公司，在 2008 年政策颁布之后所产生的市场短期反应，发现半强制分红政策对于引导上市公司进行分红和保护中小投资者是有积极作用的，但具有一定的局限性。陈云玲（2014）通过实证研究 1996 年-2011 年在我国上市的公司，在相关政策颁布后股利政策的变化后，发现自相关政策出台以后，上市公司的派现意愿有了明显的提升。周冬华和赵玉洁

（2014）选取 2001 年至 2011 年的上市公司为样本，对上市公司股利政策与现金流操控进行实证研究后发现，自半强制分红政策出台以后，上市公司都具有强烈意愿进行现金分红。魏志华等（2017）通过实证研究 1990-2014 年我国 A 股的非金融公司对半强制分红政策的响应程度，发现具有再融资需求的公司其派现意愿有了明显的提升。司晓红和金钰（2018）以 2005-2015 我国的 A 股上市公司为样本，通过实证研究半强制分红政策对不同类型上市公司的影响，发

现半强制分红政策使得相当一部分“铁公鸡”公司开始派现，说明该政策对上市公司提升派现意愿有促进作用。

### （3）降低代理成本

Rozeff（1984）通过实证研究发现，上市公司的股利支付率与其代理成本呈现反向变动的趋势，即股利支付率越高，公司的代理成本越低，得出结论公司提高股利支付率可以在一定程度上约束公司管理者，从而降低企业代理成本。DeAngelo et al（2004）通过对长期分红排行前列的公司进行实证分析后发现，当公司的留存利润较高时，公司管理者会进行低效率的投资，从而导致公司的企业价值降低，但公司通过现金股利分配后，会相应的减少上述使公司价值减少的投资，从而减少代理成本。He Wen 等（2017）通过实证研究对比来自 29 个国家的 23429 家公司其股利支付率和代理成本的关系，发现公司会选择派发现金股利来降低公司的代理成本，从而对投资者树立良好的公司形象。

刘孟晖和高友才（2015）选择 2010-2012 年 A 股的 3414 家公司为样本，通过多种模型实证检验现金股利与代理成本之间关系，发现正常、理性的派现可以增加企业的代理效率，降低代理成本。徐寿福和徐龙炳（2015）通过实证研究我国 A 股 2004 年-2012 年的上市公司第一类代理成本与现金股利的关系，发现二者呈现负相关关系，即现金股利越高，第一类代理成本越低。韩云

（2017）通过实证研究 2006 年-2015 年我国的上市公司股利政策与代理成本之间的联系，发现在多重代理成本的存在下，公司选择高额的现金股利可以有效使得代理成本下降。刘孟晖和侯月娜（2018）以中国南玻集团为研究对象，通过实证研究代理成本对现金股利政策的影响，发现由于南玻集团的股权集中度较低，不存在绝对的一股独大，因此选择高额的现金股利政策成功的降低了代理成本。

## 1.2.3 关于高派现股利政策效果的研究

### （1）现金股利有信号传递效应

Lang 和 Litzemberger（1989）通过研究发现，由于投资者和公司之间存在很大的信息隔离，所以只能通过公司所发布的公告等来获取相关信息，股利政策正是其中的一项。Baker 和 Jabbouri（2016）通过分析摩洛哥的上市公司，发现当

地投资者会对公司的变化股利政策作出相应的反应，如现金分红比例升高，投资者就会认为公司运营良好，从而购入股票。李常青等（2010）通过对我国上市公司的股利政策与市场反应分析研究，发现若公司实施相对较低的现金股利政策，则投资者认为企业经营不良，选择卖出公司股票。彭芳春等（2016）选取我国 A 股 50 家“铁公鸡”和 50 家“现金牛”上市公司进行对比分析，发现对未来充满希望的公司会选择用现金股利政策来向市场上的投资者释放良好的信号。

俞乔和程滢（2001）选择 1992 年至 2000 年我国所有上市公司分红公告为样本，进行股利分红公告对公司股价的影响研究，发现当股利公告发出时，市场会出现积极的反应，投资者会追逐发布公告的股票，从而产生较大的股价波动。李加棋等（2012）以 2007 年 1 月-2007 年 6 月上交所上市公司数据为样本，通过实证研究股利政策对股票价格波动的影响，发现股利政策对股票价格波动有十分显著的影响，公司可以通过实施稳定的股利政策来稳定股价。

### （2）提升企业价值

Skinner 和 Soltes（2011）通过实证研究 1974 年至 2006 年的上市公司，发现若公司长年实施现金股利政策，则企业价值会高于不实施股利政策的公司，且股利支付率与公司价值成正相关，即股利支付率越高，公司价值越高。臧秀清和崔志霞（2016）通过以 A 股上市公司 2012 至 2014 年的财务数据为样本，运用中介效应模型和离散选择模型实证研究了公司现金股利政策是否会影 响公司价值，发现现金股利与公司价值为正相关性，即每股股利越高，公司价值越高。张海报和李明（2017）通过以格力电器为案例，研究其上市后的高派现股利政策与其企业价值之间的关系后，发现格力电器长期实施的高派现股利政策对企业价值的提升有明显影响，体现在提升了企业的品牌价值和吸引了长期投资者。陆正华和伍雪婷（2020）通过以用友网络为案例，研究其股利政策对其企业价值造成的影响，发现股利支付率与企业价值呈正相关性，即股利支付率越高，企业价值越高。

### （3）企业绩效

Fama 和 French（2001）通过实证研究 1978 年至 1999 年的上市公司，发现公司的盈利能力、公司的利润和公司的规模三者呈正相关变动，即盈利能力越强，利润越多，则企业的规模越大，且这三个指标越优秀的公司越倾向于使用

高派现股利政策。黄锦春和王剑（2014）以 2008 年-2012 年我国 A 股进行过股票回购，同时每年必须有现金股利或股票回购的上市公司为样本，来研究现金股利政策对财务指标的影响，结果发现现金股利可以对公司的财务指标产生影响。韦秀仙等（2014）以 A 股 2008 年-2010 年三年中所实施现金股利政策的公司为样本，其中剔除了异常派现的公司，来研究股利政策对公司绩效的影响，发现股利政策可以很好的反应出企业当前的财务绩效以及能很好的预测企业未来的盈利能力，即股利支付率越高，则公司绩效越强。牟晓云和宋文庆

（2016）通过以沪市 A 股 2009 年-2014 年的非金融公司，且连续派现的公司为样本，通过实证研究公司现金股利政策与公司财务指标之间的联系，发现公司的财务指标对公司的现金股利政策影响显著，即财务指标越优秀，公司派发的现金股利越多。杨军和刘奕琨（2018）选择 2016 年以前上市的农业公司，选择其中 2010-2016 年的数据，通过使用 Logistic 模型和多元线性回归模型，来实证分析农业上市公司股利政策与其财务绩效的相关关系，发现公司的财务绩效显著影响其股利政策，即公司的财务绩效越强，则其派发的现金股利越高。

#### 1.2.4 文献述评

通过总结上述国内外学者多年来对股利政策的研究成果，可以发现国外学者对股利政策方面的研究开始较早，并且提出了影响很大的股利无关论，代理成本论，信号传递论，迎合理论等，目前所关于股利政策方面的研究都是基于这些理论而延申的。我国因为 A 股成立于 1990 年，相对于欧美等发达国家较晚，但我国学者大都采用了实证研究的方式对上市公司的股利政策进行了研究，并且有相当多的学者取得了巨大的成果。同时因为我国资本市场最初成立是为了国有企业进行融资，历经这 30 余年的发展，从学者最初研究为什么上市公司的大股东不愿派现，到近几年开始研究上市公司现金股利政策的影响因素等，总体上是围绕公司的财务指标来对股利政策进行研究，很多也是基于异常派现等非理性分红行为进行研究，很少有学者从公司的主动性方面研究股利政策。但通过阅读文献，我国资本市场经过这三十年的发展，一毛不拔的“铁公鸡”公司正在逐渐消失，而现金股利分红正在成为我国上市公司所选择的主流股利政策。高派现股利政策逐渐成为我国资本市场特有的一个现象，但我国学者对于公司实施高派现股利的

动因和效果方面的研究较少。目前关于高派现的标准学术界尚未形成统一的意见，因此本文将每股股利大于 0.5 元的股利政策定义为高派现标准。

因此本文基于以前学者得出的理论上，选择海天味业作为案例公司，对其实施的高派现股利政策进行研究，来探究其主动实施高派现的动因和实施高派现所产生的效果。

## 1.3 研究思路与方法

### 1.3.1 研究思路

本文以国内外学者的股利政策相关研究成果为理论基础，按照“案例公司股利分配现状—动因分析—效果分析—结论与建议”的逻辑对海天味业高派现股利政策进行研究。

本文共分为六部分，内容如下：

第一部分绪论，首先阐述本文的研究背景和意义，之后是文献综述以及研究思路与方法；

第二部分介绍本文所要用到的理论基础；

第三部分海天味业案例介绍部分，包括海天味业的公司概况, 2013-2019 的股利分配情况, 以及与同行业企业近五年的股利分配情况进行比较；

第四部分是海天味业实施高派现股利政策的动因分析，从其现金能力、迎合股东、政策推动、信号传递作用等方面进行分析；

第五部分是海天味业实施高派现股利政策的效果分析，包括市场反应, 企业价值, 代理成本与代理效率, 财务绩效这四个方面的分析；

第六部分是结论与建议，通过对全文进行总结，从本案例的分析中得出相关建议。

研究思路如下图所示：

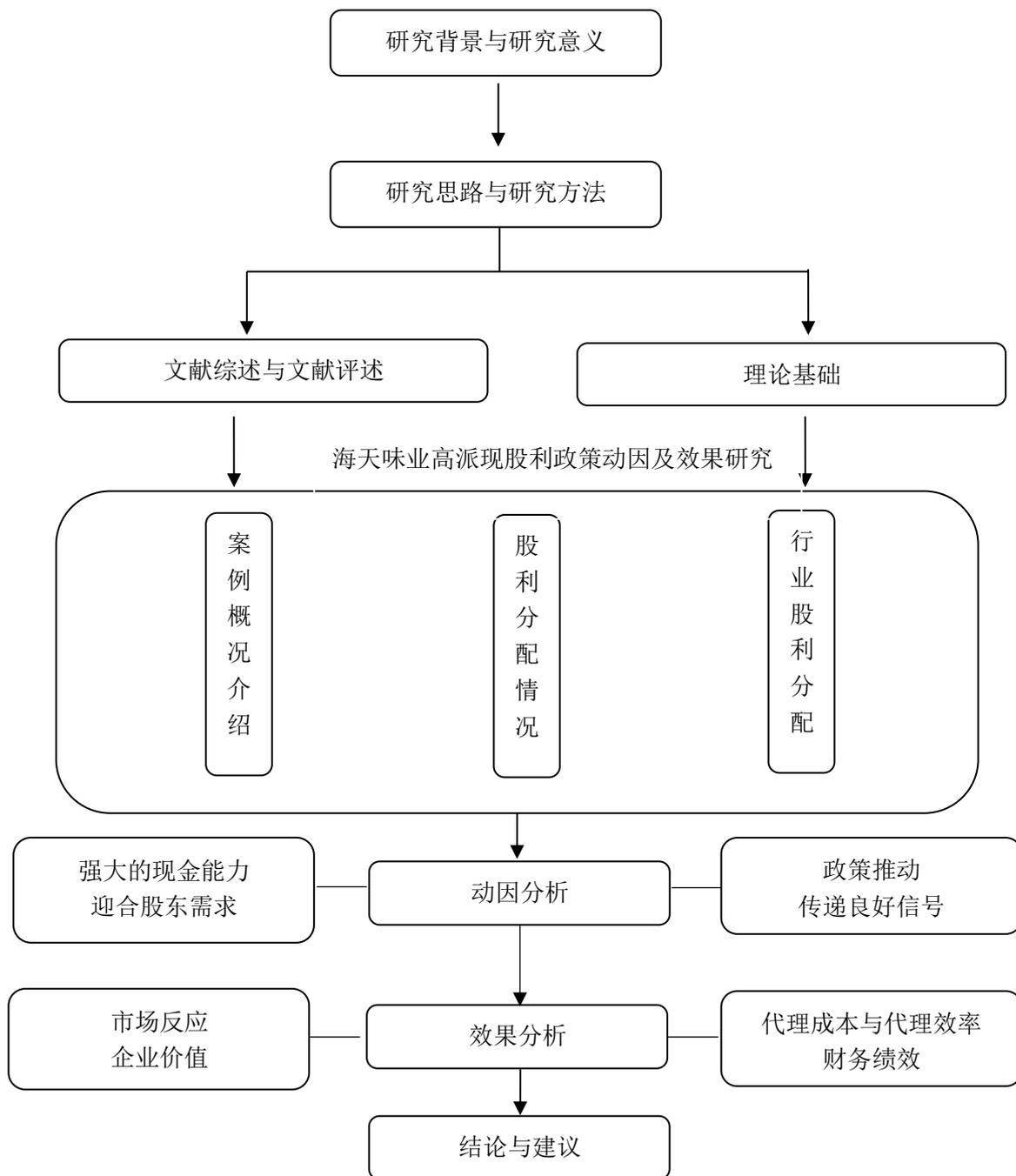


图 1.1 研究思路

### 1.3.2 研究方法

#### (1) 案例研究法

本文基于以前学者对于股利政策的相关研究,对海天味业进行多方位的分析,通过对其高派现股利政策分析,分析其实施高派现的动因,以及效果,以期能对我国相关上市公司制定股利政策时有所帮助。

#### (2) 事件研究法

本文选择海天味业的分红预案公告日为窗口期,对其颁布股利方案前后五天的股价波动程度进行计算,分析判断市场对海天味业高派现的反应。

## 2 理论基础

### 2.1 “一鸟在手”理论

“一鸟在手”理论最早由戈登提出。戈登为研究投资者为什么要购买股票，提出了三种假设：投资者是为了获取股票的现金股利而购买、投资者是为了交易股票而获得收益而购买、投资者是为了获取上述两种收益而购买。为了验证假设，戈登研究了钢铁，化工，机械和食品四个行业在 1951 年和 1954 年的股票数据，发现与留存收益相比，股票价格更容易受到股利政策的影响。戈登因此认为投资者更加青睐上市公司的现金股利，而不是通过交易股票获利，因为那样要承受更大的风险。因此该理论认为，如果公司发放的股利越高，则公司的价值就会更高。

### 2.2 信号传递理论

“MM”理论假设：在一个完美的资本市场中，所有投资者都可以容易地获取同样的信息。但在实际市场中，公司内部人员拥有的信息是远远多于其他投资者的，由于投资者无法像公司内部人员一样获得公司实时变化的信息，所以投资者无法了解公司的真实价值。

由于这种获取信息的差异性，所以企业的管理层人员采用股利政策作为信息中介向整个市场传达企业过去的经营状况和未来的前景。投资者因此可以借助公司的股利政策来推测公司的状况，用来判断公司是否值得投资。因此，股利政策作为一种信息中介，当公司对外发布时就要相当注意：若是宣布股利较上一次增加，投资者会将此视为是关于公司未来的好消息；若是宣布股利的减少，则会变成一则坏消息，引起市场上投资者对股票的看空，进而引起股价下跌。

但是现实中，当有的公司决定减少派现金额，保留资金用于未来投资时，投资者往往无法意识到公司的战略，反而将其视为“坏消息”。

## 2.3 代理成本理论

在一家公司中会存在目的不同的利益相关者，其中最主要的两个利益相关者就是管理层和股东，股东是公司的所有者，而管理层则控制着公司的运营，因为二者所追求的目标往往是不一致的，因此这两个群体就会因目标不同而产生相应的冲突：管理层希望尽可能多的报销相关费用，而股东们则希望获得更高的投资回报，如果管理层报销了更多的费用，则股东的投资回报就会相应的减少；如果股东为了获取更多的投资回报，也会对管理层的报销费用进行削减。此时代理冲突就相应的产生了。因此现金股利就可以作为限制管理层获得免费资金的工具，如果公司派发了现金股利，公司的留存收益有所减少，将导致管理层从企业外部寻求资金，如银行借款，发行债券等方式，此时管理层将会受到相关机构的监督。从而减少企业过度投资行为，因为这些投资行为大多是净现值为负的项目，管理者会因为投资这些项目受益，而股东却会蒙受损失。而股利政策可以使大量资金流出公司，进而抑制这种情况，因此股利政策在减少管理层与股东之间的代理问题有重要的作用。

## 2.4 税差理论

税收对于世界上的每一个人都很重要，也是许多交易必须要考虑的因素。税收程度会导致股东对股利政策的接受程度受到影响，分析其背后的原因为股票红利税和资本利得税差别的影响。即投资者只关注能获得多少税后股利，而不是税前股利。当企业的管理层也将税收因素考虑进股利政策时，会导致他们更多的增加留存收益而减少股利支付率，以此来避免因为税收而导致的收益受损。税差理论假设：减少现金股利会增加公司的价值，而派发现金股利会减少公司的价值。

### 3 海天味业案例介绍

#### 3.1 海天味业概况

##### 3.1.1 公司简介

佛山市海天调味食品股份有限公司，下文简称海天味业（股票代码 603288），于 2014 年在上海证券交易所上市，是我国 A 股市场上的蓝筹股之一。

表 3.1 海天味业发展历程

年份	公司历程
清代中期	佛山古酱园时期，产品闻名当地及南洋
1955	公私合营时期，佛山各家古酱园重组成立为“海天酱油厂”
1994	第一次转制，由单一国企转制为有限责任公司
2007	第二次转制，成为员工持股的民营企业
2014	海天味业于上交所上市，开启了新的征程

资料来源：由相关公开资料整理

佛山古酱园是海天味业的前身，具体年代可以追溯至清朝中期，届时古酱园的调味品就已经闻名于当地及南洋，古酱园其时并非为一家，而是由多家作坊共同组成的。在新中国成立之后的 1955 年，这些历经年代考验的酱园开始了撤坊建厂，共同组成了海天酱油厂；由于二十世纪九十年代我国对国有企业进行了改革，要求建立适应市场经济的现代企业，海天味业便于 1994 年进行了改制，由原来的国有企业转为了适宜市场经济体制的有限责任公司；2007 年海天味业进行了第二次改制，成为了一家由员工持股的民营企业；2014 年 2 月，海天味业成功在 A 股上市，于 2017 年进入 MSCI 指数。

海天味业的主营业务主要由以下几种产品构成，分别是酱油，蚝油，调味酱等。其调味品的产量和销量连续多年来都位于调味品行业第一，其中酱油的产销量已经蝉联国内第一达二十余年，且遥遥领先调味品行业的第二名。同时，海天

也生产其他产品，如鸡精，料酒等，其中多种产品都拥有独门配方，如零添加头道酱油，味极鲜等产品。

2019年海天味业的营业收入到达了197.97亿元，净利润为53.53亿元。其中主营产品酱油营收达到116.29亿元，蚝油营收达到34.90亿元，调味酱营收达到22.91亿元，其主营业务收入与毛利率如下图所示：

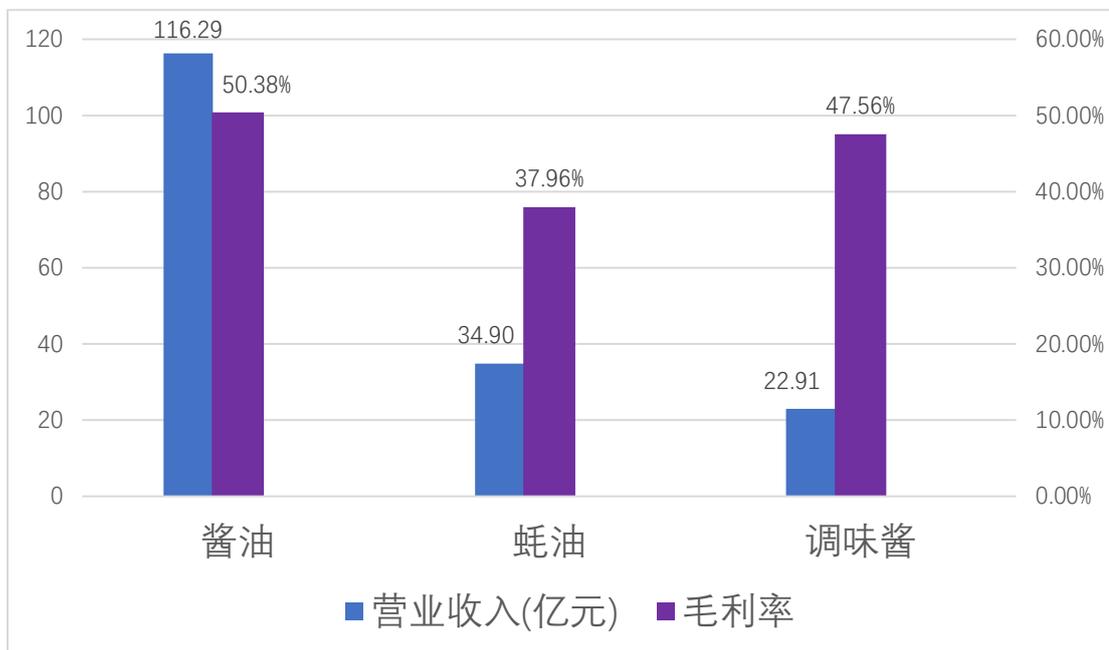


图 3.1 海天味业主营业务收入与毛利率对比图（2019 年年报）

### 3.1.2 调味品行业现状

我国的调味品种类繁多，但其中的油、盐、酱、醋是每个人日常生活中的必需品。“民以食为天”，而“食有五味”，在我国，随着经济水平的不断增长，人均收入的提高，新兴餐饮业的出现，食品加工的工艺提升等外部因素的出现，成为了推动调味品行业的快速发展的主要因素，调味品产品的开发也以满足不同消费者的烹饪需求为中心。根据相关数据显示，2019年我国调味品总产量已经达到1492万吨，与2018年相比，增长了12.82%，保持了6年的连续正增长。



图 3.2 2014 年-2019 中国调味品产量及增长情况

我国的调味品种类繁多，从大类上可分为十七大类产品，可细分为一万多个品种。随着目前我国电商及物流配送行业的快速发展，使得调味品的经销模式从经销商模式变为了全渠道模式，但调味品的 C 端依然是餐饮，家庭和食品工业。近几年，随着外卖模式和多种创新型餐饮的出现，调味品在餐饮业中的占比达到了整个行业的 50%。

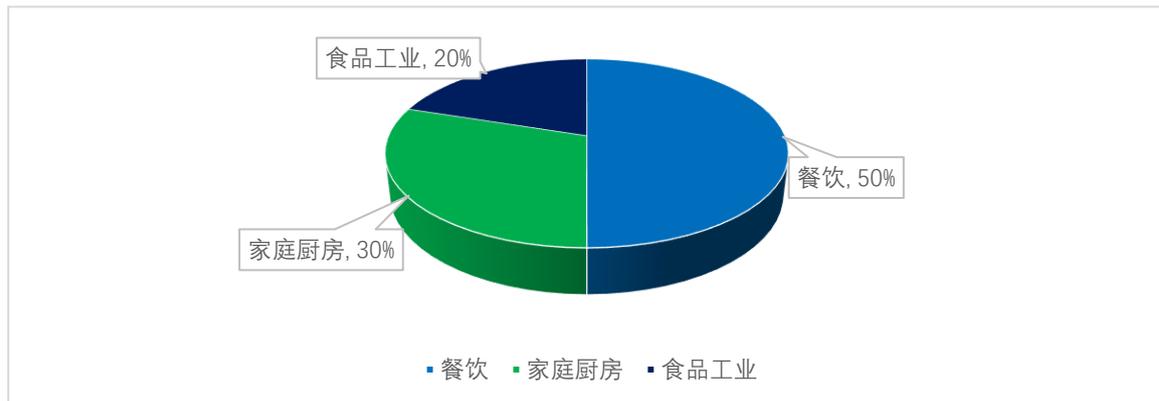


图 3.3 我国调味品市场份额图

根据调味品协会统计的相关数据显示，目前我国调味品市场达到了 3500 亿元以上，其中由调味品排行前 100 名企业的 2014-2019 年的收入连续增长至 2019 年的 1098 亿元，几乎占到了我国整个调味品行业收入的三分之一。

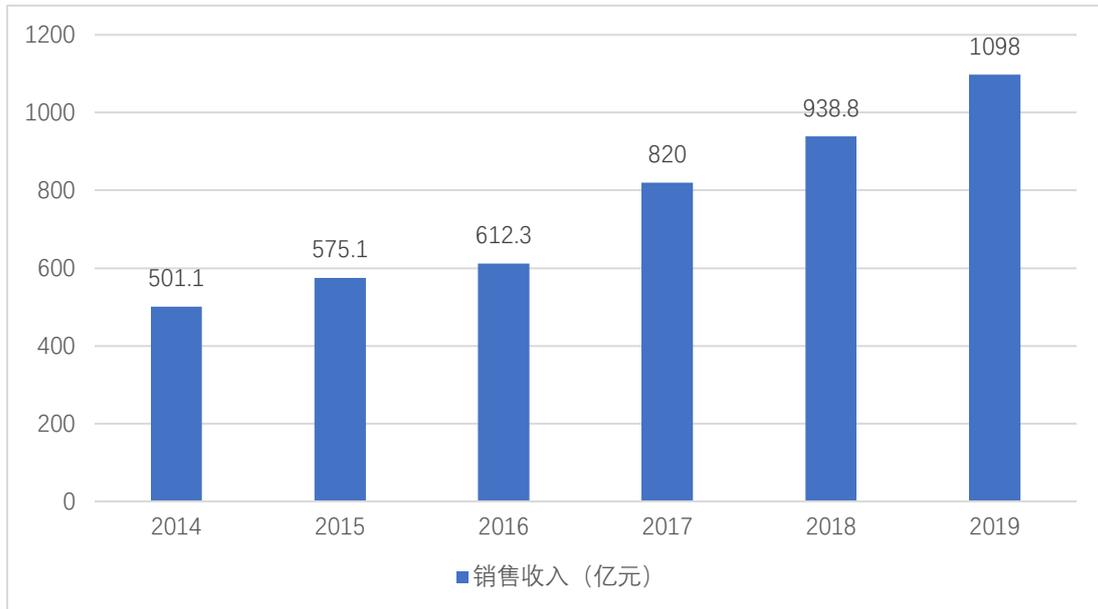


图 3.4 2014 年-2019 年我国调味品百强销售收入图

从图 3.4 可以看出,近年来调味品行业的收入越来越向行业的头部聚拢,同时在品牌效应的加成下,使得大品牌的市场占有率进一步提高。整个调味品行业正在由原来的粗放式产品类别向细化式产品类别过渡;随着调味品工艺的发展,使得产品技术含量有所提升,更具有市场竞争力。根据中国调味品行业协会相关文件显示,调味品行业的品牌企业在持续开发新兴的产品,来满足整个市场日新月异的需求。调味品行业也将在我国经济发展、人均收入增长等多方面的影响下,在未来拥有高速发展的潜力。

### 3.1.3 股权结构

截止 2019 年 12 月 31 日,海天味业在 A 股上市发行总股本为 2700369340 股,其前十大股东持股情况如表 3.2 所示。广东海天集团股份有限公司是一家民营企业,同时也是海天味业的第一大股东,持有海天味业 58.26%的股份;除第三大股东香港中央结算优先公司是境外自然人和第八大股东中国证券金融股份有限公司为国家外,其余七位股东都是自然人,自然人中持股比例最多的为庞康,达到了 9.57%。

表 3.2 海天味业前十大股东信息表

排名	股东名称	持股比例(%)	股东性质	股本性质
1	广东海天集团股 份有限公司	58.26	境内非国有法人	流通 A 股
2	庞康	9.57	境内自然人	流通 A 股
3	香港中央结算有 限公司	5.81	境外自然人	流通 A 股
4	程雪	3.17	境内自然人	流通 A 股
5	黎旭晖	1.78	境内自然人	流通 A 股
6	潘来灿	1.57	境内自然人	流通 A 股
7	赖建平	0.96	境内自然人	流通 A 股
8	中国证券金融股 份有限公司	0.94	国家	流通 A 股
9	王力展	0.65	境内自然人	流通 A 股
10	叶燕桥	0.59	境内自然人	流通 A 股

资料来源：海天味业 2019 年年报

## 3.2 海天味业股利政策分析

### 3.2.1 我国上市公司股利分配现状

截止 2020 年 12 月 19 日，我国的资本市场自成立以来已有 30 年，从时间长度上与国外历史悠久的资产市场相比显然不够成熟。因此我国上市公司的股利分配行为在过去曾一度表现的不积极。但是近年来，我国上市公司的股利分配行为发生了很大的改变，由不分配股利到分配股利。股利支付形式也由不派现到越来越多的上市公司选择派现。同时高派现行为也在不断增加。接下来，本文将主要通过，下列的几个方面来对我国上市公司股利分配状况进行研究。

#### (1) 2010 年-2019 年我国上市公司总体派现水平

首先,本文选取了2010年-2019年我国上市公司派现的相关数据进行分析,具体数值与变化如下:

表 3.3 2010年-2019年我国上市公司派现比例表

年份	派现公司数量(家)	上市公司数量(家)	派现公司比例
2010	1262	2134	59.14%
2011	1575	2368	66.51%
2012	1798	2496	72.04%
2013	1818	2540	71.57%
2014	1852	2657	69.70%
2015	1953	2846	68.62%
2016	2270	3140	72.29%
2017	2715	3517	77.20%
2018	2549	3609	70.63%
2019	2603	3815	68.23%

资料来源:CSMAR 数据库

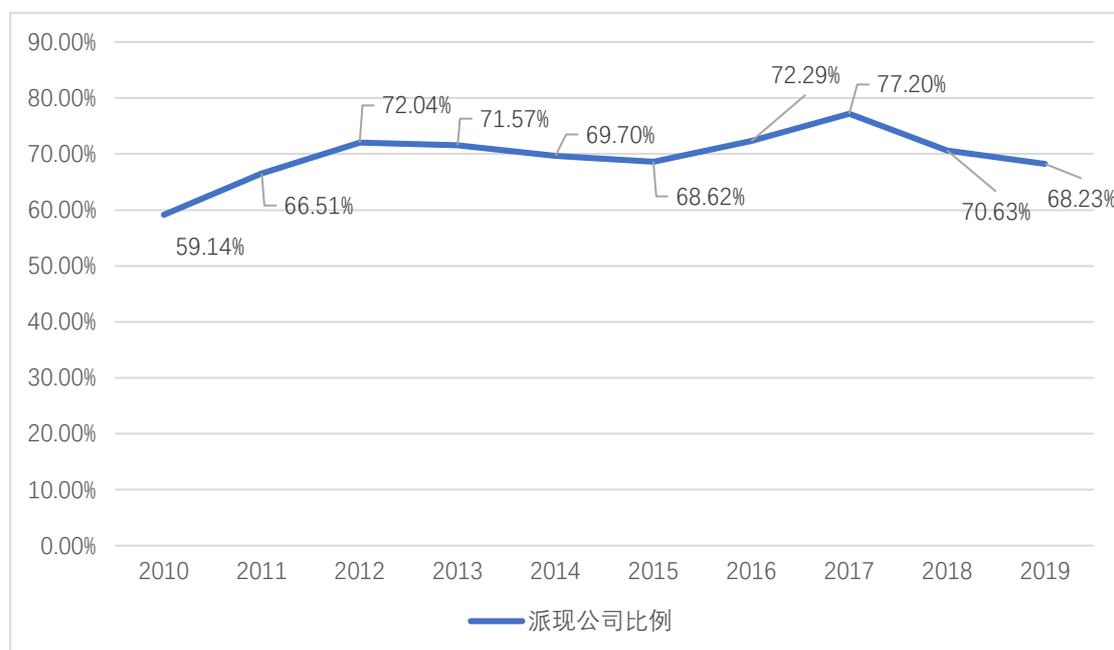


图 3.5 2010年-2019年我国上市公司派现比例变化图

结合表 3.3 与图 3.5 可以看出, 2010 年-2019 年间我国上市公司的数量由 2010 年的 2134 家逐年增加至 2019 年的 3815 家。与此同时, 我国选择实施现金股利政策的上市公司数量总体上呈现逐年增加的趋势, 由 2010 年的 1262 家上升到 2019 年的 2603 家, 顶峰在 2017 年达到 2715 家; 此外, 进行现金派现的上市公司占我国所有上市公司的比例由 2010 年的 59.14% 上升至 2012 年的 72.04%, 再下降至 2015 年的 68.62, 再上升为 2017 年的 77.20%, 再下降至 2019 年的 68.23%, 通过分析其比例变化呈波动性, 而派现公司数量呈现递增趋势的差别, 原因为我国每年新增上市公司数目是远多于新增进行现金股利分配公司的。从派现公司的数量上来说, 增加了大致有一倍多, 这一变化是惊人的, 说明我国上市公司进行派现的意愿在不断增高, 大部分的上市公司随着我国市场的发展, 都以实施现金股利政策来回馈投资者。

#### (2) 2010-2019 年我国上市公司派现金额分析

表 3.4 2010-2019 年我国上市公司每股派现金额统计 (家数)

年度	$0 < \text{DPS} < 0.1$	$0.1 \leq \text{DPS} < 0.5$	$0.5 \leq \text{DPS}$
2010	368	773	121
2011	449	1006	120
2012	670	1007	121
2013	826	910	82
2014	845	910	97
2015	927	907	119
2016	1065	1067	138
2017	1185	1318	212
2018	1044	1275	230
2019	1027	1311	265

资料来源: CSMAR 数据库

从上表 3.4 可以看出, 2010 年-2019 年我国派发现金股利的上市公司中, DPS 小于 0.1 元的公司数量呈现先上升再下降的趋势, 由 2010 年的 368 家逐年

上升至 2017 年的 1185 家再下降至 1027 家；DPS 大于等于 0.1 元，小于 0.5 元 的公司数量呈现先上升再下降再上升的变化趋势，由 2010 年的 773 家逐年上升 至 2012 年的 1007 家，再下降至 2015 年的 907 家，再上升至近十年的最高点 2017 年的 1318 家；DPS 大于等于 0.5 也呈现出了先下降后上升的趋势，从 2010 年的 121 家下降至 2013 年的 82 家，接下来又逐年上升至 2019 年的 265 家，虽 然趋势为先下降后上升，但从数量方面来比较的话，2019 年的 DPS 大于 0.5 元 的 265 家相对于 2010 年 121 家增长了 1.19 倍。

从每股股利的家数上面可以看出，2010 年-2019 年间，实施现金股利的公司 数目是总体上在增长的， $DPS \in (0, 0.1)$  的公司家数增长最多，达到了 659 家；  $DPS \in [0.1, 0.5)$  的公司增长家数达到了 538 家， $DPS \geq 0.5$  的公司增长家数为 144 家。可见随着我国社会经济的发展已经有相当多的公司开始实施现金股利政 策，而且越来越多的公司正在向高额现金股利政策的趋势倾斜。

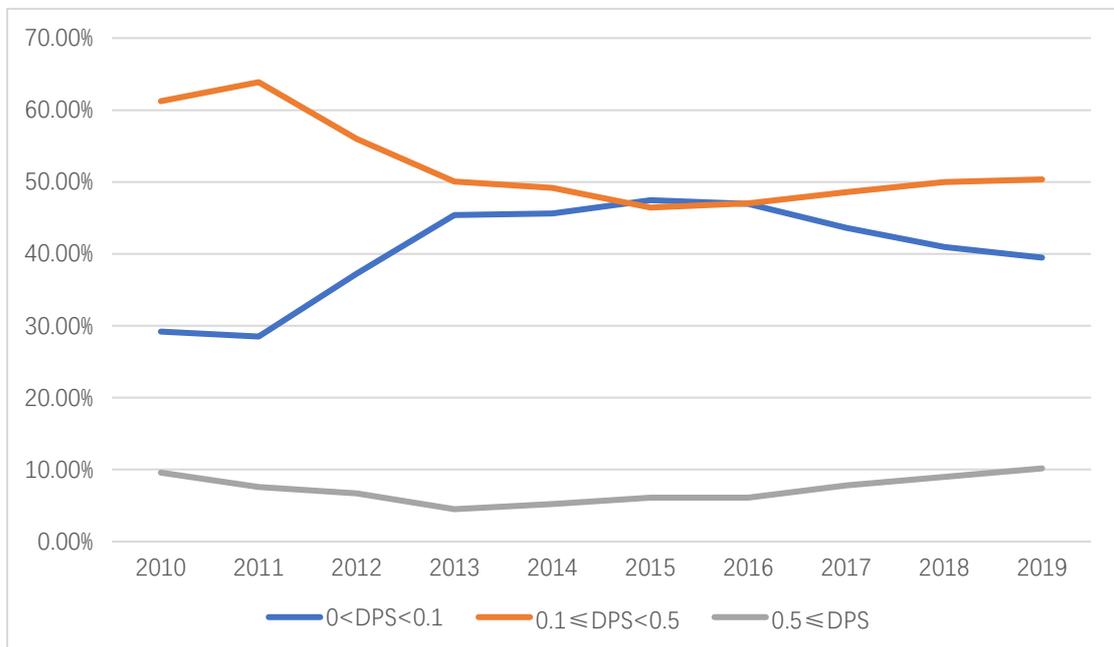


图 3.6 2010-2019 年我国上市公司每股派现金额比例图

通过观察图 3.6 中能够看出，在 2010 到 2019 年这十年中， $DPS \in (0, 0.1)$  的公司所占实施现金股利政策上市公司的比例，从 2010 年 30%左右上升至 2015 年 48%后，又逐年下降至 2019 年的 40%左右；我国上市  $DPS \in [0.1, 0.5)$  公司 占全部派现公司比例由 2010 年 60%上升至 2011 年的 62%，随后便下降至 2015 年

的 46%，接着又逐年上升至 2019 年的 50%左右。我国上市  $DPS \geq 0.5$  的公司所占全部派现公司比例的变动情况为，由 2010 年的 10%逐年下降至 2013 年的 5%，后从 2014 年逐年上升至 2019 年的 10%。

结合前文对我国 2010 年-2019 年上市公司整体派现情况，对此比例分析。从趋势上来说 2010 年-2015 年这个时间段内， $DPS \in [0.1, 0.5)$  和  $DPS \geq 0.5$  公司所占派现公司的比例都是处于下降趋势，2015 年的上市公司先比 2010 年增加了 893 家，同时整个市场的派现公司比例也从 59.14%增加到了 68.62%。2010-2015 年这段时间，整个市场的容量有所增加，派现公司数量也有了增加，此时选择中等现金股利的公司占相对的主流。而自 2015 年后至 2019 年，可以明显发现选择  $DPS \in [0.1, 0.5)$  和  $DPS \geq 0.5$  的上市公司比例有所上升，2019 年整个市场选择进行派现上市公司家数相比 2015 年增加了 650 家，上市公司增加了 969 家。但派现公司占有所有上市公司的比例却下降了 0.39%，与  $DPS \in [0.1, 0.5)$  和  $DPS \geq 0.5$  的上市公司比例上升结合分析可以得知我国整个市场的派现金额是呈现上升趋势的，并且选择高派现的公司也越来越多，2019 年相比 2015 年增加了 146 家，可见高派现股利政策正在成为上市公司的选择趋势。

### (3)2010-2019 年我国上市公司不同行业股利支付率分析

表 3.5 2010-2019 年我国上市公司不同行业股利支付率

年度	金融业	公用事业	房地产	综合	工业	商业
2010	31%	24%	17%	16%	27%	24%
2011	33%	31%	15%	21%	29%	26%
2012	34%	30%	18%	27%	33%	28%
2013	33%	27%	22%	21%	31%	28%
2014	30%	27%	22%	17%	30%	30%
2015	29%	28%	20%	32%	38%	30%
2016	28%	28%	23%	24%	34%	38%
2017	29%	29%	21%	17%	35%	28%
2018	30%	27%	20%	16%	33%	25%
2019	29%	26%	18%	14%	28%	22%

续表 3.5 2010-2019 年我国上市公司不同行业股利支付率

平均值	30.60%	27.70%	19.60%	20.50%	31.80%	27.90%
-----	--------	--------	--------	--------	--------	--------

数据来源:CSMAR 数据库整理所得

从表 3.5 可以观察到 2010-2019 年,这十年中平均股利支付率最高的行业为工业达到了 31.80%,第二名为金融业的 30.60%;最低的为房地产业的 19.60%。从每年行业第一的频次上来排名,第一名为金融业出现了 6 次,第二名为工业出现了 4 次,第三名为商业出现了 3 次,需要特别说明 2014 年时这三个行业的股利支付率都达到了同样的 30%。通过上述分析可以看出我国不同行业上市公司的股利支付率还是有相当大的差别的,金融业得益于我国经济的稳定增长而获取了足够的利润,并且通过实施高于其他行业的股利支付率对市场做出了的回馈。

由于本文研究的是海天味业的高派现股利政策,通过查阅证监会相关行业分类标准选择海天味业所处的调味品行业的上游行业为食品制造业,通过与相近行业农副食品加工业和酒、饮料和精制茶制造业的股利支付率对比,如下表:

表 3.6 食品制造业与相近行业股利支付率对比表

年度	农副食品加工业	食品制造业	酒、饮料和精制茶制造业
2010	14.72%	33.85%	34.49%
2011	34.54%	31.68%	37.13%
2012	31.87%	51.07%	39.70%
2013	47.12%	45.54%	33.07%
2014	49.04%	40.17%	33.71%
2015	42.27%	38.28%	41.23%
2016	49.23%	38.63%	46.92%
2017	36.36%	39.03%	48.62%
2018	25.70%	46.24%	49.19%
2019	34.95%	44.89%	47.65%
平均值	36.58%	40.94%	41.17%

资料来源:整理 CSMAR 相关数据所得

通过上表 3.6 可以看出 2010 年-2019 这十年中,平均股利支付率最高的为酒、饮料和精制茶制造业的 41.17%,接下来是食品制造业的 40.94,农副食品加工业排在最后为 36.58%。因为这三个行业属于工业分类下的轻工业,通过与表 3.5 中工业的股利支付率进行对比后发现,农副食品加工业、食品制造业和酒、

饮料和精制茶制造业三者 在 2010 年-2019 年这十年间的平均股利支付率都位于 35%以上，都是高于 2010 年-2019 年工业的平均股利支付率 31.80%的，可见这三个行业的股利支付率都是相对较高。农副食品加工业、食品制造业和酒、饮料和精制茶制造业，这三个行业在每年股利支付率占据第一次的频次分别为 4 次、1 次、6 次，酒、饮料和精制茶制造业里面有我国传统的高派现行业——白酒企业，因此占据最高的频次属于正常现象。

### 3.2.2 我国上市公司股利分配特点

#### (1) 派现意愿增强

通过 3.2.1 的相关分析可以发现，截止 2019 年我国实施现金股利政策的上市公司数量已经达到了 2603 家，跟 2010 年的 1262 家相比有了巨大的增长，比例也从 2010 年的 59.14%增长至 2019 年的 68.23%，从这些数字的变化可以看出我国上市公司的派现意愿得到了增强。

#### (2) 每股股利较低

通过上文对我国上市公司每股股利进行分析时发现在 2019 年的现金股利政策中，仍然有 39%的公司的每股股利低于 0.1 元，而且与 2010 年所占 30%相比有所上升，说明有相当数量的公司并没有重视现金股利政策，仅仅只完成了相关规定的派现标准。

#### (3) 行业特征明显

通过表 3.5 和表 3.6，可以发现我国上市公司股利支付率具有明显的行业差别，如 2010 年-2019 年金融业和工业的平均股利支付率是遥遥领先于其他行业的，显现出了明显的行业特征。因为公司的股利政策与其所处行业是息息相关的，相同行业的公司会面对同样的竞争对手，且同行业的不同公司之间容易出现互相模仿的现象，因此不同行业之间的股利政策可能形成了一个闭环。

### 3.2.3 海天味业股利分配情况

海天味业作为调味品行业的龙头，自 2014 年上市以来，每年都进行派现，中途没有间断，其派现金额也维持在较高的水平，截止至 2019 年，公司派现总额为 135.78 亿元，且每股现金股利不少于 0.5 元，平均股利支付率维持在 60%

以上，海天味业上市后一直施行如此高额的现金股利分配引起了社会广泛关注。本文搜集了海天味业自上市后的股利分配情况，对其 2013-2019 年的派现行为进行纵向比较。

表 3.7 海天味业股利分配情况

分红年度	分红方案（每十股）		分 红 总 额 （亿元）	净 利 润 （亿元）	股利支付率
	派息（元）	转增（股）			
2013	13.5	10	9.79	16.06	60.96%
2014	8.5	8	12.78	20.90	61.15%
2015	6.0	0	16.24	25.10	64.70%
2016	6.8	0	18.39	28.43	64.69%
2017	8.5	0	22.96	35.31	65.02%
2018	9.8	0	26.46	43.65	60.63%
2019	10.8	2	29.16	53.53	54.48%

资料来源：年报整理所得

根据表 3.3 中的数据显示，海天味业的股利政策有以下几个特征：第一，股利分配形式主要以派现的形式出现，2013 年—2019 年间，每年都进行了现金分红，其中转股次数为 3 次，分别在 2013 年、2014 年和 2019 年这三年进行转股；第二，现金股利分配具有很强的连续性，由上表可以看出，自其 2014 年上市以来每年都实施了现金股利分配；第三，股利支付率高，由上表可知，海天味业每年的净利润为逐年递增的趋势，虽然其股利支付率有所波动，但波动幅度不大，除 2019 年为 54.48% 外，其余各年的股利支付率均高于 60%。虽然在 2018 年—2019 年该指标有所回落，但其 2014 年—2018 年时，其股利支付率超过了 60%，2017 年更是达到最高点 64.89%，由此可见海天味业的高派现之“高”。

### 3.2.4 与同行业公司股利政策对比

结合 3.2.2 所得结论，我国的股利政策具有行业性的为了更加具体的与海天味业股利政策进行对比，因此选择调味品行业的可比公司，分别为中炬高新、千

禾味业和加加食品，但因其上市时间差异很大，因此选择对其近 5 年来的股利政策进行对比。

表 3.8 2015 年-2019 年同行业现金股利政策对比（元/每 10 股）

股票名称	2015	2016	2017	2018	2019
海天味业	6	6.8	8.5	9.8	10.8
中炬高新	1	1.4	1.8	2.3	2.8
千禾味业	1	1.88	1.33	2.21	1.28
加加食品	0.4	0.4	0	0	0.35

资料来源：整理企业年报所得

表 3.9 2015 年-2019 年与同行业转股数量对比（每 10 股）

股票名称	2015	2016	2017	2018	2019
海天味业	0	0	0	0	2
中炬高新	0	0	0	0	0
千禾味业	0	10	0	4	4
加加食品	0	0	0	0	0

资料来源：整理企业年报所得

结合表 3.8 和表 3.9 可得，从股利发放方式来看，四家上市公司的股利发放形式主要以派现为主，少数为转股，并未出现送股情况，在 2015-2019 年间，四家公司均进行了现金分红，只有海天味业和加加食品采取过转增股的形势，但总体上来说进行转股的次数很少，五年来，海天味业的转股次数为 1 次，千禾味业为 3 次，其余两家未进行转股；从股利政策的连续性来看，上述公司除加加食品以外，均连续每年进行了现金分红，加加食品在五年间出现连续两年不分红的情况，连续性较差。从其派现金额来看，各公司年均派现金额分别为每 10 股 8.38 元、1.86 元、1.54 元、0.23 元，显然，海天味业的年均派现金额遥遥领先，与此相比，年均派现金额第二高的中炬高新仅为海天味业的 22%。

表 3.10 同行业公司股利支付率对比

股票名称	2015	2016	2017	2018	2019
海天味业	64.70%	64.69 %	65.02%	60.59%	54.44%
中炬高新	32.22%	30.78%	31.63%	30.16%	31.07%
千禾味业	18.04%	28.19%	29.59%	30.02%	29.74%
加加食品	30.77%	30.77%	0	0	25.00%

资料来源：整理企业年报所得

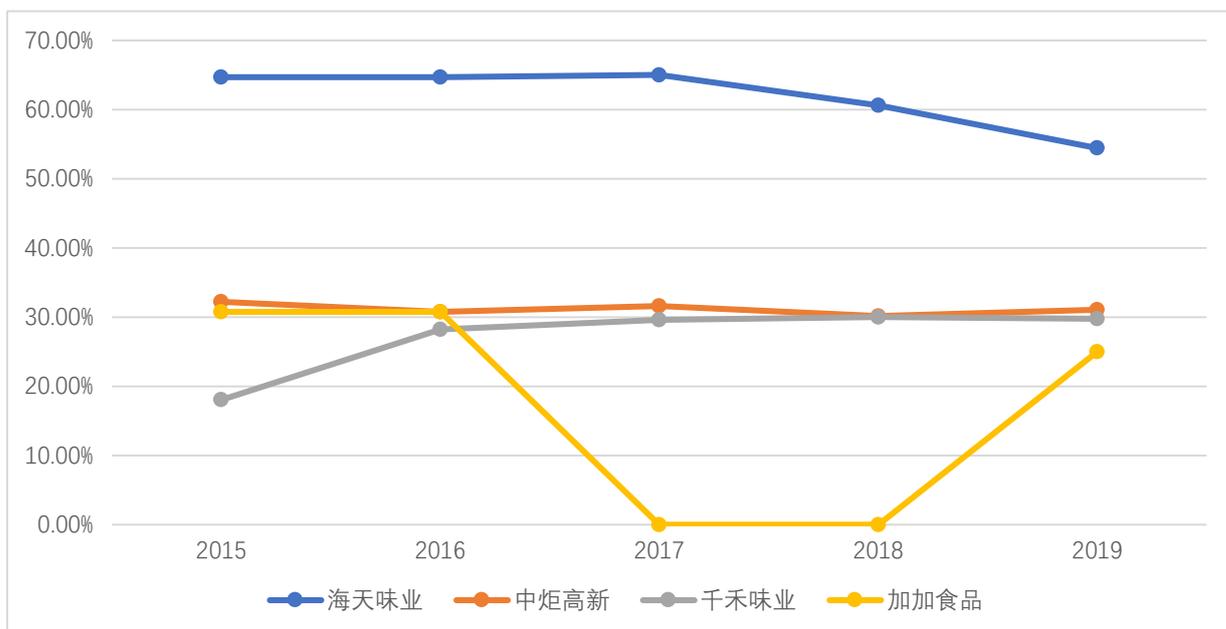


图 3.7 同行业公司股利支付率对比图

结合表 3.10 与图 3.7，在股利分红支付率方面，海天味业 2015-2019 年间股利支付率要远超其他三家公司，中炬高新稳定在 31% 的水平，千禾味业的股利支付率自 2016 年提升之后便稳定在 29% 左右，而加加食品的股利支付情况变化较大，其 2017 年与 2018 年并未派发现金股利。

综合上述分析，我们可以看出调味品行业的这四家公司均倾向于用现金分红的方式支付股利，海天味业、中炬高新、千禾味业这三家公司的股利政策均具有连续性的特点，加加食品连续性差；相比之下，海天味业的分红水平处于这四家公司的绝对领先。因此，研究海天味业实施高派现股利政策的动因是十分有必要的，以下将对此进行研究。

## 4 海天味业高派现的动因分析

通过前面章节的介绍和分析,本文对上市公司实施高派现股利政策的理论基础已经有了足够的理解。为了更加深入的对海天味业高派现案例进行研究,本文将利用前面章节所铺垫的理论知识来对海天味业实施高派现的动因进行探讨,分析究竟是什么原因导致海天味业多年来的高派现行为。

### 4.1 强大的现金能力

海天味业实施高派现的前提条件是拥有强大的现金能力,充足的资金是海天味业进行高派现的动因之一。

表 4.1 海天味业现金能力表 (亿元)

年份	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
分红总额	9.79	12.78	16.24	18.39	22.96	26.46	29.16
经营活动现金净流量	19.30	27.39	21.95	40.74	47.21	59.96	65.68
净利润	16.06	20.90	25.10	28.43	35.31	43.67	53.56

数据来源:通过整理企业年报所得

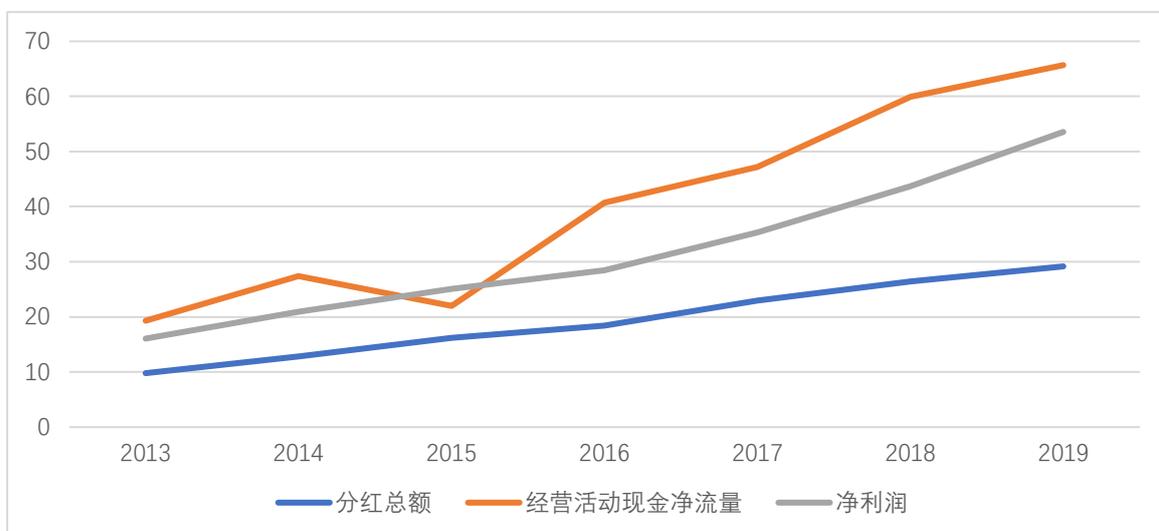


图 4.1 海天味业现金能力变化图 (亿元)

通过表 4.1 和图 4.1 可以看出，海天味业 2013 年-2019 年的分红总额、经营现金净流量和净利润总体上呈逐年递增的趋势，除 2015 年经营活动现金净流量较 2014 年有所下降以外，其余各年的各项指标的增长幅度都保持在非常高的水平。

当企业拥有充足的净利润和高额的经营活动现金净流量为其长期的高派现提供了基础。从上述图表中可以看出，海天味业 2013 年-2019 年的现金分红金额是保持连续增长，公司每年的分红总额基本占公司净利润的一半以上；海天味业的经营活动现金净流量是逐年增加的，并且其增加速度远超其他两项。

综上所述，海天味业强大的现金能力为其高派现股利政策提供了绝对的财务基础，可见海天味业主动实施高派现股利政策是选择与广大股东分享经营成果，是其实施高派现的动因之一。

## 4.2 迎合股东需求

由于文献综述部分讨论的企业现金股利政策有迎合股东的目的，因此选择挖掘海天味业的实控人等相关信息来研究其股利政策是否迎合了股东的需求。

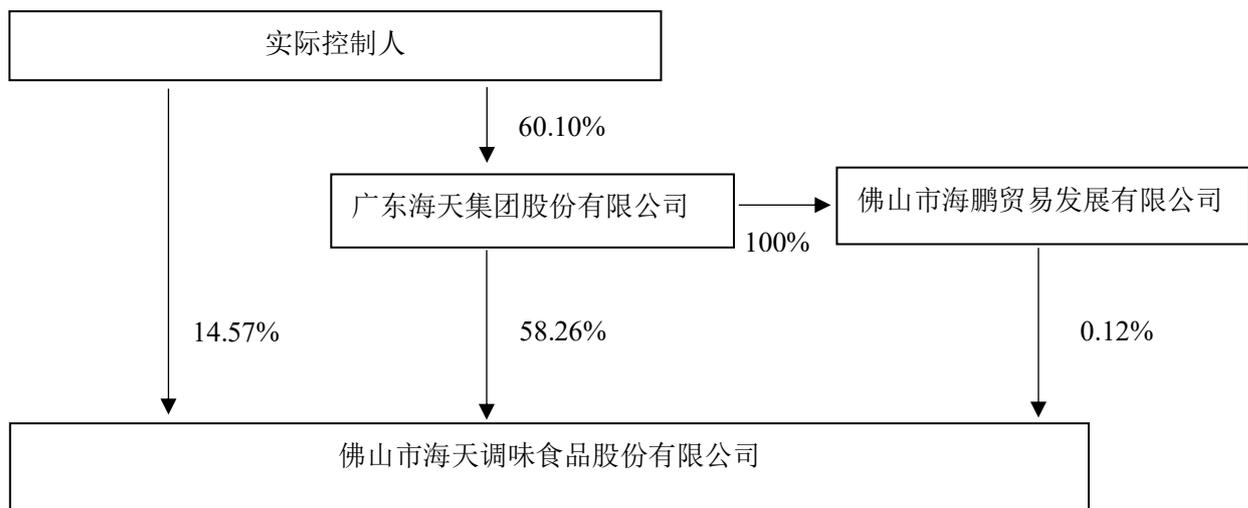


图 4.2 海天味业与实际控制人关系图（2019 年年报）

根据海天味业 2019 年年报所披露的信息，庞康、程雪、黄文彪、吴振兴、叶燕桥和陈军阳等 6 人为海天味业的实际控制人，并于 2017 年签署了《一致行

动协议》。根据图 4.2 测算可得实际控制人的持股比例达到了 49.64%，其持股比例大于其他股东持股之和，所以在企业进行决策时具有绝对的优势地位。

表 4.2 2019 年海天味业实际控制人薪酬与现金股利所得

姓名	担任职务	直接持股比例 (%)	间接持股 比例(%)	持股比例 总计(%)	报告期内税前薪 酬(万元)	现金股利所 得(万元)
庞康	董事长	9.57	22.98	32.55	558.60	94934.75
程雪	副董事长	3.17	7.62	10.79	547.35	31459.75
陈军阳	董事	0.20	0.53	0.73	186.71	2137.07
黄文彪	副总裁	0.53	1.28	1.81	186.71	5292.25
吴振兴	副总裁	0.49	1.23	1.72	241.86	5027.13
叶燕桥	无	0.59	1.43	2.03	43.05	5909.91

资料来源：2019 年海天味业年报与企查查网相关数据计算所得

通过上述图表分析，海天味业属于典型的大股东控制的企业，因此需分析其实施高派现股利政策是否有迎合大股东的倾向。表 4.2 展示了实控人在 2019 年的直接持股比例、间接持股比例、总计持股比例、报告期内税前薪酬和现金股利所得，通过表 4.2 可以看出，实控人通过现金股利获得的回报是远远高于其报告期内薪酬的。而且根据我国税费相关规定，若实控人想要取得与其现金股利相当的薪水，要上的个人所得税税款是非常多的；而我国对于现金股利的税款规定为对于持股大于一年的股东所得现金股利是免税的。

但此时，进一步分析海天 2014 年至 2019 年实控人持股比例更能说明其高派现股利政策，是否只是为了自身利益而选择实施。

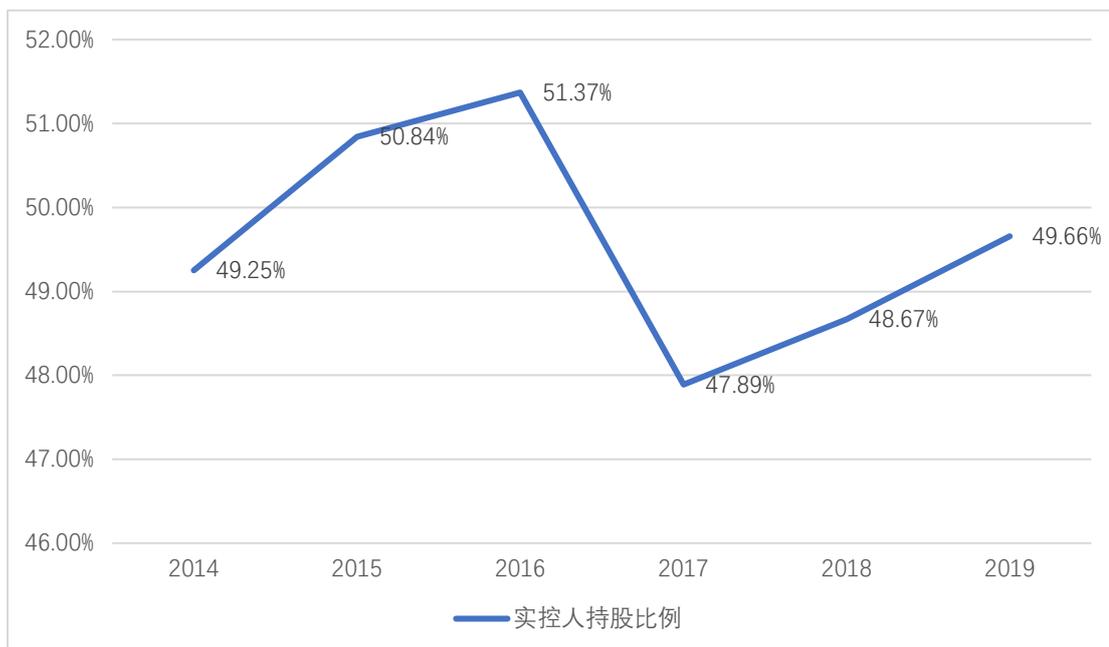


图 4.3 2014 年-2019 年实控人控股比例对比图

在企业上市前，各股东取得的股票成本相对于流通股成本是较低的，海天味业自上市后的股价总体上呈上升的趋势，实控人若是想获得更多的现金，可以在二级市场上通过减持股票来获取更高的收益；但根据图 4.3 来分析，除 2016 年-2017 年，其实控人持股比例有所下降以外，其余各年都呈现增持的趋势。

海天味业的的现金股利率与其高昂的股价相比是非常低的，因此根据其股利政策和上述分析，可以判断出实控人并没有来掏空企业的迹象，而是选择了适合企业自身状况的股利政策。海天味业自上市后实施的高派现股利政策一方面是对以前投资者的回报，另一方面也是吸引潜在的长期投资者进行投资，以期树立企业价值投资的形象。

结合上述分析，海天味业实施的高派现股利政策是理性的，而不是实控人输送利益的选择。这是对所有持股股东的回报，并通过股价长期稳健的增长，来进一步使得股东得到回报，从而实现多方共赢，实现海天味业的价值增长。

### 4.3 政策推动

我国为推动资本市场的健康发展，自 1996 年起就推出了一系列与我国上市公司分红相关的政策，如 1996 年颁布的《关于规范上市公司行为若干问题的通

知》，对上市公司的增股方式规定了命名方式，以及中期分红所要求披露相关的信息。2001年颁布的《上市公司新股发行管理办法》中，要求连续三年没有进行分红的上市公司，必须要做出合理的解释。2004年《关于加强社会公众股股东权益保护的若干规定》中，要求上市公司应提高主动些进行分红，以回报投资者，并要求将分红方式记载于公司章程。2006年发布的《上市公司证券发行管理办法》，开始强制要求上市公司分红，且分红比例不低于近三年可分配利润的20%。2008年《关于修改上市公司现金分红若干规定的决定》，将2006年的分红要求提高至30%，并要求公司章程作出连续稳定的股利政策。

表 4.3 我国推动上市公司分红相关政策

年度	政策名称
1996	《关于规范上市公司行为若干问题的通知》
2001	《上市公司新股发行管理办法》
2004	《关于加强社会公众股股东权益保护的若干规定》
2006	《上市公司证券发行管理办法》
2008	《关于修改上市公司现金分红若干规定的决定》
2012	《关于进一步落实上市公司现金分红有关事项的通知》
2015	《关于鼓励上市公司兼并重组、现金分红及回购股份的通知》
2020	《关于构建更加完善的要素市场化配置体制机制的意见》

资料来源：整理证监会相关资料所得

2012年的《关于进一步落实上市公司现金分红有关事项的通知》中，再次强调了上市公司应重视企业的利润分配，对即将上市的公司也要求在招股书中说明未来企业的分红方式，再次强调上市公司要重视对股东的回报。2015年的相关政策，要求上市公司如具备现金分红条件的，则要进行现金分红，并且增加分红频率以提高收益。2020年的《关于构建更加完善的要素市场化配置体制机制的意见》提到要对上市公司进行引导和股利进行股利分红。

通过梳理1996年-2020年关于上市公司分红的相关政策，可以发现政策一直在引导，要求上市公司进行分红。通过相关政策的要求，我国的资本市场也得到了良好的优化，长年拥有大量利润且不分红的“铁公鸡”，在政策的要求下开

始重视对中小投资者的回报,结合 3.2.1 的分析可以看出,相关政策是对市场派现总额提高是功不可没的。

通过阅读海天味业的历年年报,可以发现海天味业在公司章程中多次提到了响应政策号召进行现金分红,并且建立了稳定连续的公司利润分配章程,严格按照相关政策规定设定分红比例等,由此可以看出相关政策的推动是海天味业制定高派现股利政策的动因之一。

#### 4.4 传递良好信号

股利政策是上市公司向外部传递企业运营状况的一种信息手段,同时股利也是投资者能分享到公司经营成果最直接的方式,也是公司向市场上所有投资者展现其经营能力的一种工具;由于投资者可以根据股利政策的变动来判断公司经营状况,当公司经营状况良好,且具有极好的未来成长空间,就会选择高水平的股利政策从而对市场传递企业未来向好的信息。若企业在过去一直实施稳定且高额的股利政策,突然在某年对其股利政策进行向下调整时,则会向市场传递企业未来的经营状况向下的信号,投资者会据此认为企业的未来有相当大的不确定性,从而导致投资者的看空公司。

海天味业在自身企业经营状况优良且未来增长空间较大的情况下,自上市后就采取了高额派发现金的股利政策,借此向市场和投资者表示公司在未来拥有广阔的前景,市场上的投资者可以通过分析其股利政策来决定是否对其进行投资。公司所实行的股利政策和公司的价值是密切相关的,特别是投资者和公司存在大量信息不对称的二级市场上,投资者可能会通过研究公司的股利政策来进行选择投资。当公司的选择派发较高的股利时,投资者会认为企业未来的成长能力优秀,从而选择对其进行投资。海天味业自 2014 年上市后,便一直实施高派现股利政策,从而向市场与广大投资者表达了公司在未来拥有良好的发展能力,可以保证所有股东的收益。

表 4.4 海天味业营业收入、总资产和所有者权益对比

年度	营业收入（亿元）	总资产（亿元）	所有者权益（亿元）
2014	98.17	110.01	74.88
2015	112.94	114.98	87.51
2016	124.59	134.64	100.14
2017	145.84	163.36	117.64
2018	170.34	201.44	138.88
2019	197.97	247.54	165.98

资料来源：企业年报

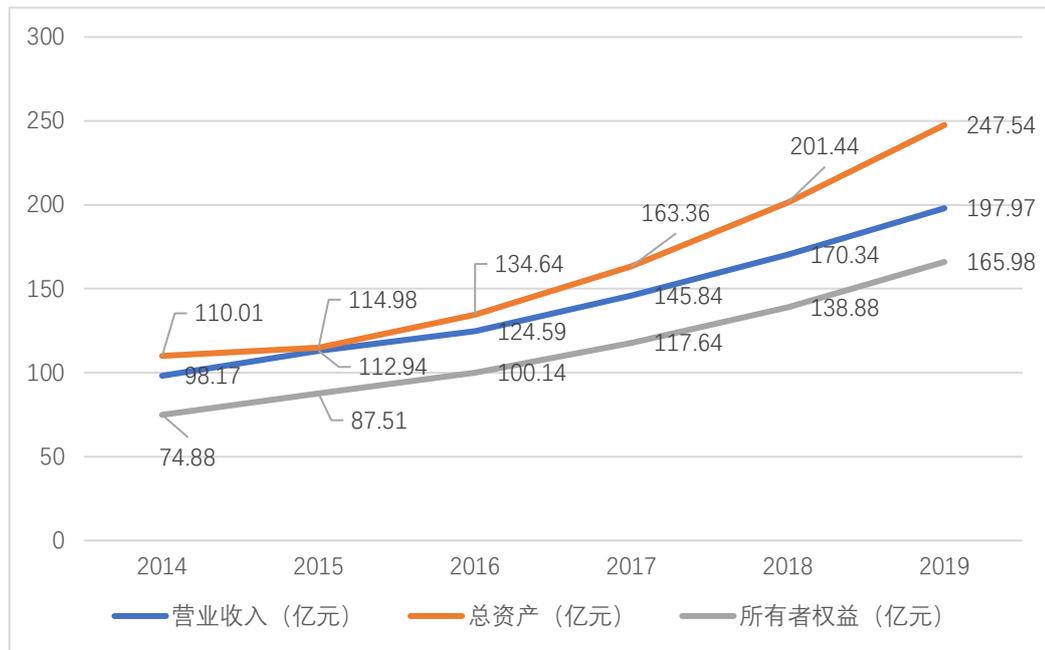


图 4.4 海天味业营业收入、总资产和所有者权益变化图

结合上述图表与 3.2.2 可以得出，海天味业自上市以后，每年的分红总额都在增长，而且每年的营业收入，总资产，所有者权益都呈现上升的趋势，所以，海天味业长期选择高派现的股利政策的动因之一便是向市场和投资者，传递公司运营良好的信号。

## 5 海天味业高派现的效果分析

### 5.1 市场反应

通过梳理信号传递理论的相关文献,可以发现当我国上市公司董事会通过高额的现金政策时,可以向市场发出企业过去经营良好,且未来成长空间极好的信号。在欧美等发达国家,高派现股利政策的颁布意味着上市公司的股票将会受到整个市场的追逐,从而造成股价在短时间内的暴涨。但在我国,由于二级市场成立的时间较晚,且散户投资者大都不具备良好的投资知识,意味着高派现股利政策未必能获得像欧美股市一样热烈的反应。股价的涨跌,最直观的反应了市场对公司的判断,因此为了研究海天味业的高派现股利政策是否被市场上的广大投资者所认可。接下来本文将应用事件研究法,以海天味业分红预案公告日为事件,并对其前后五天的市场反应进行分析。通过使用市场模型来分析海天味业分红预案公告日前后五天的股票价格涨跌所引起的收益率变化,来计算累计超额收益率,再通过研究累计超额收益率的变化来分析海天味业高派现股利政策的市场反应。

计算步骤如下:

第一步,通过计算海天味业当天股票收盘价与前一天股票收盘价计算实际收益率  $R_m$ ,

$$R_m = \frac{P_m - P_{m'}}{P_{m'}}$$

第二步,通过计算当天上证指数与前一天上证指数的差值,得出正常收益率  $R_{m'}$ ,

$$R_{m'} = \frac{P_n - P_{n'}}{P_{n'}}$$

第三步,通过正常收益率与实际收益率的做差得值,得出超额收益率  $AR$ ,

$$AR = R_m - R_{m'}$$

第四步,将超额收益率相加,得到累计超额收益率  $CAR$ ,

$$CAR = \sum AR$$

由于上市公司的分红预告在日内的颁布时间不确定,因此可以很好的研究海天味业股利政策所带来的市场反应。

接下来, 本文以海天味业的分红预告日作为  $t=0$  天 (窗口期), 第二个交易日为  $t=1$  天, 头一个交易日为  $t=-1$  天, 研究其前分红预告日的前后五个交易日累计超额收益率来进行观察市场的反应。

由于海天味业于 2014 年上市, 上市后即对 2013 年的利润进行了分配, 因此选择海天味业 2014 年-2020 年的窗口期来市场反应进行研究。如果海天味业的股利政策起到了利好信号传递的作用, 则在分红预告日前后的 CAR 会出现明显正向的变化。

表 5.1 海天味业 2014-2020 年超额收益率(AR)情况表

窗口期	2014.4.15	2015.4.1	2016.4.1	2017.4.13	2018.4.13	2019.4.17	2020.4.17
-5	0.01915	0.00300	-0.01384	0.00741	0.03248	0.01187	0.00502
-4	-0.00430	-0.00208	0.00992	-0.01006	-0.01779	-0.00869	0.00525
-3	-0.01830	0.02141	0.00420	-0.01158	-0.00101	-0.01382	-0.00289
-2	0.02504	-0.01470	0.00083	0.01170	0.01347	-0.01045	-0.02232
-1	-0.00598	-0.00997	-0.00011	-0.00605	0.02242	-0.00243	0.00024
<b>0</b>	<b>-0.00578</b>	<b>0.02339</b>	<b>0.01768</b>	<b>-0.00008</b>	<b>-0.00836</b>	<b>-0.09070</b>	<b>-0.00155</b>
1	0.01445	0.00864	-0.00520	-0.00786	-0.00322	0.08910	-0.01043
2	-0.00567	0.02435	-0.01881	0.01024	0.01629	0.00119	0.00680
3	-0.00802	0.04829	0.00898	0.04380	0.00140	0.00048	0.00544
4	0.00799	-0.01060	0.00293	0.01285	0.00027	0.02254	-0.00258
5	-0.02921	0.10494	-0.01381	0.02467	0.00875	-0.01232	0.02033

数据来源: 根据同花顺财经相关数据整理计算得出

从表 5.1 的数据可以看出, 在分红预案公告当天, 投资者对海天味业高派现股利政策的总体反应一般, 验证了上文所说投资者并不一定认可高派现股利政策。当我国的上市公司进行高派现时, 市场上总是充满了质疑的声音, 说明我国投资者对高派现股利政策的相关理解还是不够的, 所以当天的 AR 降低属于正常反应。

表 5.2 海天味业 2014-2020 年超额累计收益率 (CAR) 情况表

窗口期	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
-5	0.01915	0.00300	-0.01384	0.00741	0.03248	0.01187	0.00502
-4	0.01486	0.00092	-0.00392	-0.00264	0.01470	0.00318	0.01027
-3	-0.00344	0.02233	0.00028	-0.01423	0.01368	-0.01063	0.00739
-2	0.02160	0.00763	0.00111	-0.00253	0.02715	-0.02109	-0.01493
-1	0.01561	-0.00234	0.00099	-0.00858	0.04957	-0.02352	-0.01469
<b>0</b>	<b>0.00983</b>	<b>0.02105</b>	<b>0.01867</b>	<b>-0.00866</b>	<b>0.04121</b>	<b>-0.11422</b>	<b>-0.01624</b>
1	0.02428	0.02970	0.01346	-0.01653	0.03799	-0.02512	-0.02667
2	0.01861	0.05405	-0.00535	-0.00628	0.05428	-0.02392	-0.01987
3	0.01059	0.10233	0.00363	0.03752	0.05568	-0.02344	-0.01443
4	0.01858	0.09173	0.00656	0.05037	0.05595	-0.00090	-0.01701
5	-0.01062	0.19667	-0.00725	0.07504	0.06470	-0.01322	0.00332

资料来源：根据同花顺财经相关数据整理计算得出

因此累计超额收益率在此次事件研究中，凸显了重要性，从超额收益率的变化来判断海天味业高派现股利政策的反应，大致会出现上升、下降、平稳这三种变化情况，分别代表了投资者的认可，否定，冷淡，这三种态度，当投资者表达了认可的态度时，则可以说明高派现股利政策对市场传递了公司的利好信号。

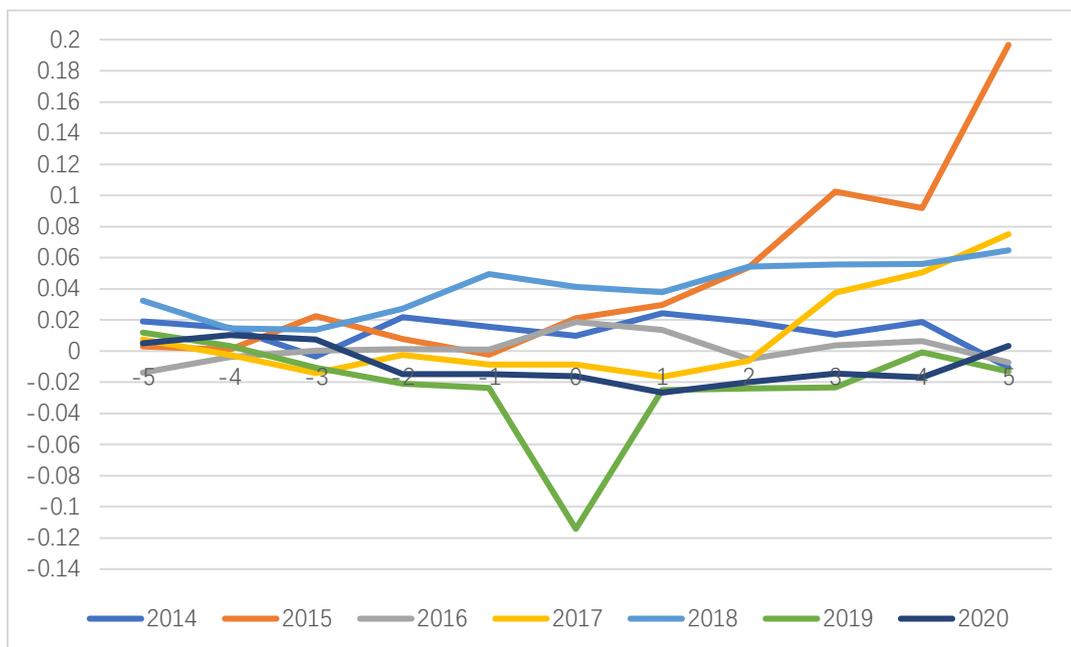


图 5.1 海天味业 2014-2020 年累计超额收益率 (CAR) 情况图

结合表 5.2 和图 5.1 可以看出在窗口期 $[-5, -1]$ 间, 海天味业的累计收益率并无一致变化的方向: 除 2018 年有明显的上升以外, 其他各年均无明显变化。在窗口期 $[1, 5]$ 期间内, 2015 年, 2017 年, 2018 年和 2020 年呈上升趋势, 2014 年呈现下降趋势, 2016 年与 2019 年呈波动性变化, 只有 2015 年的累计超额收益率有明显的大幅上升。在分红预告日前的无规律, 以及分红预告日后出现一致性的波动, 可以判断出海天味业的股利政策的确向市场传递了信号。总体来看, 海天味业在股利预告日后累计超额收益率呈上升的趋势, 因此投资者与市场对海天味业高派现股利政策总体来说是一致看好的。

综上所述, 以海天味业分红预告日作为窗口期, 前后五天为事件期的累计超额收益率在变化情况来看, 市场与投资者认可海天味业的高派现股利政策的。因此, 高派现股利政策使得公司经营优秀的信号得到了有效传递。

## 5.2 企业价值

企业价值最大化是所有企业想要实现的目标, 因此上市公司会通过实施股利政策来向整个市场展示自身的投资价值, 来吸引市场上的投资者。而股利政策是市场上投资者可以直接分享公司经营业绩的方式, 公司若实施符合自身状况, 且

优于同行业公司的股利政策，则会被投资者认为更加具有投资价值，从而股票受到追逐，股价得到提升，企业的价值也随之得到提升。若上市公司采用不符合自身能力的股利政策，投资者会选择抛售该公司股票，从而引起股价下跌，导致公司的市值下降。

由于海天味业是一家上市公司，如采用资产报酬率、净资产收益率等基于财务的指标反应是无法明确反映股利政策对公司造成的影响，更无法衡量其在市场上的真实价值。通过阅读国内外众多学者对企业价值的研究，学者们认为托宾 Q 值对于上市公司的企业价值可以进行直观的进行表示，而股利政策又与企业价值关系密切，因此本文将采用托宾 Q 值来对海天味业的企业价值与股利支付额进行对比，来判断海天味业的高派现股利政策对其企业价值产生的效果。

因海天味业于 2014 年上市，故选 2014-2019 年为区间进行分析。

托宾 Q 计算公式：

$$\text{托宾 Q} = \frac{\text{年末流通市值} + \text{每股净资产} \times \text{非流通股份数} + \text{长期负债合计} + \text{短期负债合计}}{\text{年末总资产}}$$

表 5.3 海天味业 2014 年-2019 年托宾 Q 值与分红总额

年度	托宾 Q 值	分红总额（亿元）
2014	1.1566	12.78
2015	1.5138	16.24
2016	1.2610	18.39
2017	8.8829	22.96
2018	9.2230	26.46
2019	11.7281	29.16

数据来源：根据 CCERDATA 数据库整理得出

从上述表 5.3 和图 5.2 中可以看海天味业的托宾 Q 值在 2014 年-2016 年呈现先上升再下降的趋势，在 2017 年至 2019 年快速的上涨，其中最小值为 2014 年的 1.1566，最大值为 2019 年的 11.7281。结合图表分析可以得出，海天味业的托宾 Q 值总体呈现为上涨趋势，说明海天味业的企业价值在不断增加。海天味业的分红总额是逐渐上升的趋势，由 2014 年的 12.78 亿元逐年上升至 2019 年的 29.16 亿元。在 2014 年-2019 年这个期间内，除 2016 年略有下降外，海天味业

托宾 Q 值与分红总额整体上呈现正相关上涨的趋势,即托宾 Q 值随着分红总额的升高而升高。

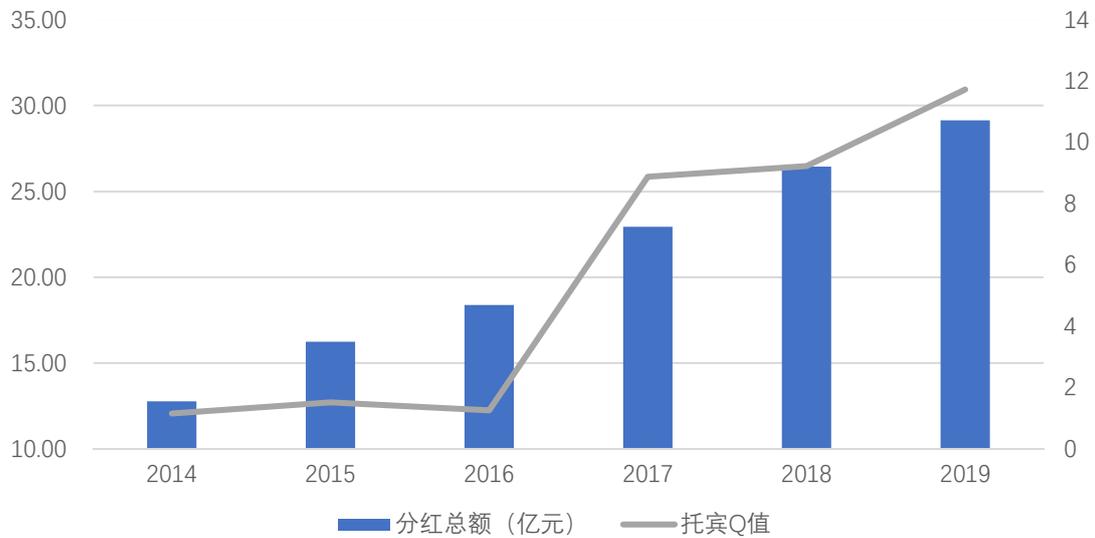


图 5.2 海天味业 2014—2019 年托宾 Q 值与分红总额变动情况

根据海天味业 2016 年年报中的相关资料可知,海天味业当年的市场价值降低是与当时国内经济下行压力和原材料成本上涨有关,可以推测出当时市场上的质疑情绪影响了企业的股价,但企业的经营业绩没有受到上述因素的影响,并保持了稳定的增长。

综上所述,海天味业的托宾 Q 值和分红总额呈正相关性,即市场认可海天味业的高派现股利政策。因此,海天味业的高派现股利政策,起到了提升企业价值的效果。

### 5.3 代理成本与代理效率

众多学者通过研究企业代理理论,认为企业代理成本的产生原因大多为:企业管理层与股东之间因利益目标不一致,从而而导致的冲突,这种冲突导致了代理成本的产生;目前我国的上市公司大多企业经营权和所有权双权分离,很大程度上导致了企业所有者与经营管理层的追求利益目标不一致,这种广泛存在于企

业的双权分离也导致了代理成本的产生。但公司可以通过实施现金股利政策,来减少留存在管理层手中的现金,进而从资金层面对其形成压力,进而约束其行为,从而降低代理成本。目前我国学者在测量代理成本、代理效率时多采用相关指标对其直接进行度量,即采用管理费用,管理费用率来衡量代理成本,总资产周转率等指标衡量代理效率进行量化衡量。管理费用包括了差旅费用、业务招待费等因经营活动由公司相关管理部门所产生的费用,包括了企业管理层可以因公司生产经营而可以报销的一切费用;管理费用占营业收入的比率称为管理费用率,管理费用率在在一定程度上可以显示公司管理层的代理成本。因此,本文选择管理费用和管理费用率来衡量海天味业的代理成本。总资产周转率反应了公司管理层对公司整体资产的运用程度,在一定程度上衡量了管理层运用公司资产获利效率,因此可以通过分析总资产周转率的变化对公司管理层的代理效率直接进行度量。

综合上述分析,本文选择采用管理费用和管理费用率来度量海天味业的代理成本,总资产周转率度量其代理效率。综合上述三个指标能在在总体上对其代理成本、代理效率有一个近似的衡量,以观察海天味业的高派现股利政策对其代理成本和代理效率带来的影响及变化趋势。下文将对海天味业高派现股利政策对其代理效率与代理成本进行研究:

计算公式:

$$\text{总资产周转率} = \frac{\text{营业收入}}{\text{总资产}}$$

$$\text{管理费用率} = \frac{\text{管理费用}}{\text{营业收入}}$$

表 5.4 2013-2019 海天味业净资产报酬率、管理费用、管理费用数据表

年份	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
总资产周转率	1.31	1.11	1.00	1.00	0.98	0.93	0.88
管理费用率	2.01%	1.89%	1.95%	1.50%	1.41%	1.44%	1.46%
管理费用(亿元)	1.69	1.86	2.20	1.87	2.05	2.46	2.90

资料来源:CSMAR 数据库

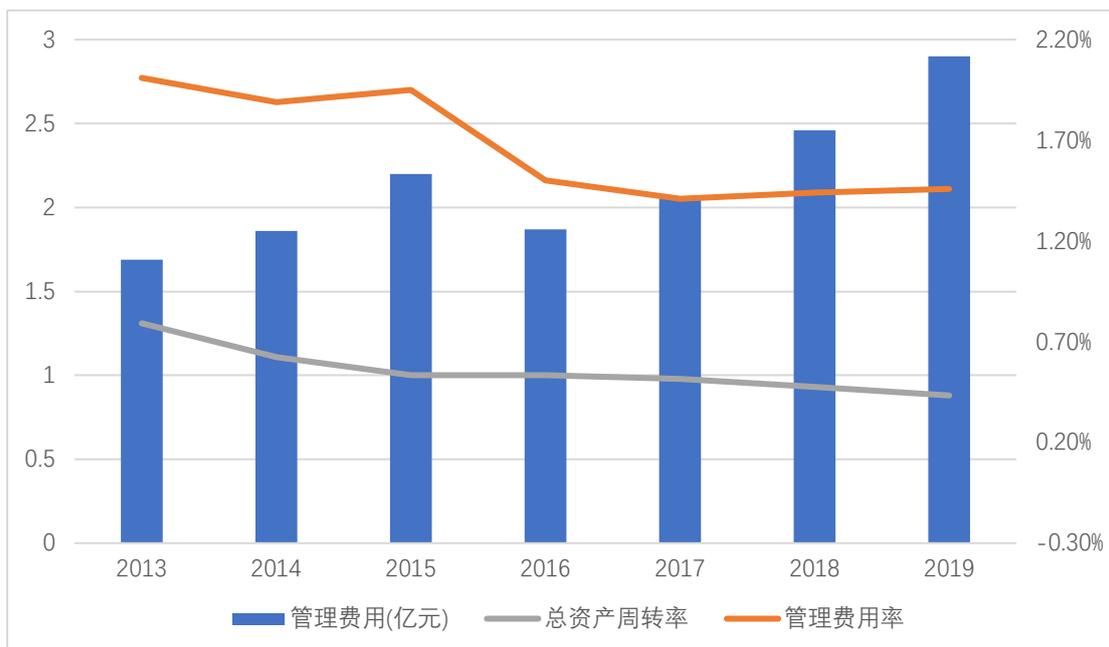


图 5.3 2013-2019 海天味业总资产周转率、管理费用、管理费用率数据图

结合表 5.4 与图 5.3，可以看出海天味业在 2013-2017 年其管理费用率由 2.01%下降至 2017 年的 1.41%，2018 年-2019 年又缓慢增长至 1.46%，但是结合其管理费用来看，海天味业的管理费用在 2013-2015 年增长，于 2016 年降低，2017 年-2019 年又上升至 2.9 亿元。结合这两点可以看出，管理费用的数额有所提升，但其比率却在下降，表示其高派现股利政策在一定程度上降低了代理成本。但海天味业的总资产周转率却在逐年下降，由 2013 年的最高 1.31 降低至 2019 年的 0.88，但结合 4.4 的相关数据可以看出，海天味业自上市后总资产由 2014 年的 110.01 亿增长为 2019 年的 247.54 元，总资产 2 倍多的增长与总资产周转率降低 0.43 的相比也是符合公司成长规模的，代理效率相对并无太多下降。

综上所述，海天味业的高派现股利政策降低了公司的代理成本，可见其高派现股利政策对于其代理成本的影响是正向的；但却降低了其管理效率，影响为负向的。

## 5.4 财务绩效

本文将选取海天味业 2013-2019 年的的财务指标，通过与行业均值进行比较来观察采取高派现股利政策是否会引起了相关指标有大的变动，是否起到了良好

的信号传递作用，接下来本文将主要从企业的盈利能力、偿债能力、成长能力以及营运能力等财务指标进行研究。

### 5.4.1 盈利能力分析

盈利能力与高派现股利政策的关系是十分密切的，因为既反应了企业在过去一定时期内获利能力，也可以证明高派现股利政策是否传递了企业未来良好运营的信号。通过选择海天味业的相关财务指标与行业均值进行对比分析，选择指标如下表：

表 5.5 海天味业盈利能力指标

年份	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
加权净资产收 益率(ROE)	45%	33%	32%	32%	31.12%	32.66%	33.69%
行业均值	10.39%	12.20%	11.80%	13.21%	13.53%	13.78%	13.85%
营业毛利率	39.23%	40.41%	41.94%	43.95%	45.69%	46.47%	45.44%
行业均值	29.30%	31.76%	33.53%	35.32%	34.26%	34.98%	34.99%
营业净利率	22.57%	24.5%	26.47%	27.31%	28.87%	30.77%	32.22%
行业均值	5.29%	6.66%	7.13%	8.63%	8.46%	8.41%	8.37%

资料来源：CSMAR 数据库

首先通过对比观察发现，海天味业在这三个能力方面是遥遥领先于行业的平均水平的，故盈利能力方面不再对海天和行业水平进行对比。

加权净资产收益率用来衡量主要用来衡量对自身拥有资产的获利能力，近年来越来越受到重视，数值越高，证明企业对自身资产应用的越好。

通过表 5.5 与图 5.4 可以看出，海天味业的加权净资产收益率呈现先下降后上升的趋势，其中最小值为 2017 年的 31.12%，最大值为 2013 年的 45%，2014-2019 年间波动相对平稳。作为一个市值高达 4000 亿的龙头企业，30%的加权净资产收益率可以说是非常惊人了，说明海天味业的获利能力在快速增长。营业毛利率是用来衡量企业产品的直接盈利水平，反映了企业的产品收入与成本控制水

平。结合上图可以发现，海天味业的营业毛利率最低为2013年的39.23%，最高为2018年的46.47%，总体上呈上升趋势，表明企业产品的竞争力和产品的附加值在逐年上升。营业净利率是用来衡量企业最终盈利水平的重要指标，结合图5.4可以看出，海天味业的营业净利率一直在逐年上升，最低为2013年的22.57%，最高为2019年的32.22%。

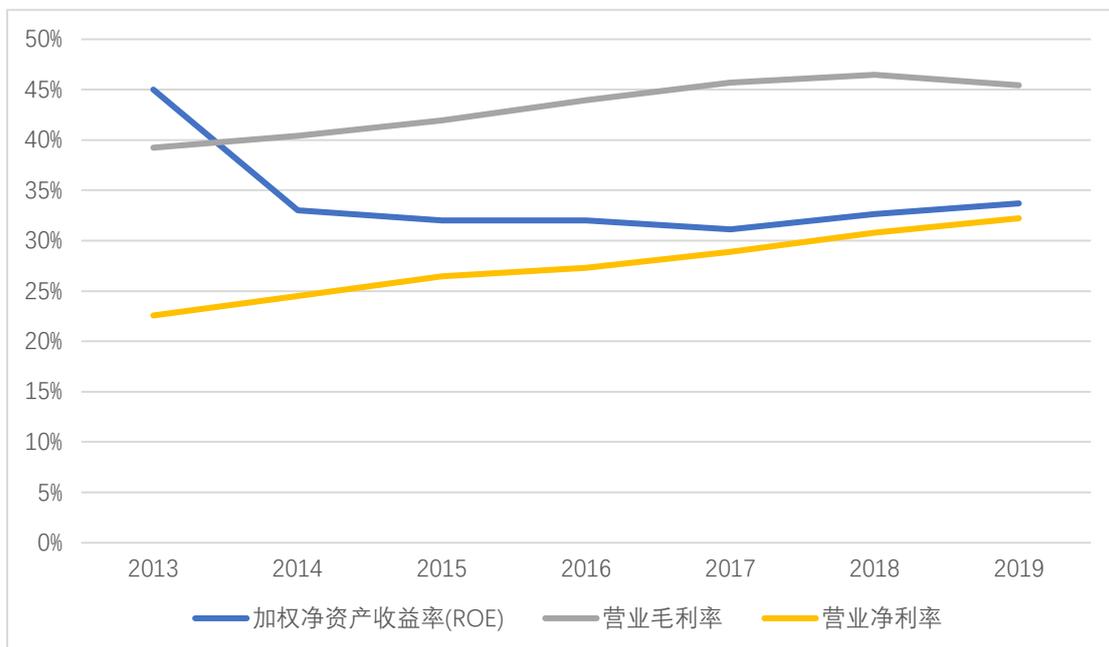


图 5.4 海天味业盈利能力变化图

综合上述分析，可以说明海天味业的高派现在建立在其每年强大的盈利能力基础之上的，且通过高派现说明了未来的增长空间。

#### 5.4.2 偿债能力分析

偿债能力既反映了公司的资金灵活度，同时也可以反应企业面临的资金压力，企业只有面临较轻的偿债压力，才能保证其派现能力。因此，偿债能力是上市公司要进行现金股利分红所要考虑的基本能力之一。因此本文选择下列财务指标来对海天味业高派现股利政策的效果进行衡量：资产负债率、现金比率、流动比率、以及速动比率。资产负债率直接反应了企业中债务与自有资本的比例，其比例高低决定了企业的经营模式，一般与行业的相关性较高。流动比率反应了企业

在短期内资产的变现能力，速动比率剔除了企业的存货，现金比率则最能反应企业的短期偿债能力，因此将三者相比较可以显示出企业的短期偿债能力质量。

表 5.6 海天味业偿债能力指标数据表

指标	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
资产负债率	41.77%	31.93%	23.89%	25.62%	27.99%	31.06%	32.95%
行业均值	48.46%	46.01%	42.08%	39.64%	41.25%	42.02%	43.89%
现金比率	81.13%	152.82%	167.15%	152.68%	124.34%	153.82%	168.65%
行业均值	38.70%	50.44%	61.23%	70.39%	68.94%	59.12%	52.88%
流动比率	122.19%	210.01%	265.38%	259.38%	261.27%	257.11%	254.05%
行业均值	109.69%	120.74%	140.23%	152.95%	150.51%	140.60%	135.69%
速动比率	85.89%	175.54%	228.39%	231.76%	238.21%	237.54%	231.46%
行业均值	79.92%	90.09%	108.78%	120.98%	121.35%	109.56%	104.44%

资料来源：csmar 数据库

首先将海天味业的各个指标与行业均值进行对比分析，发现其资产负债率在 2013 年-2019 年间都低于行业均值，可见其长期偿债能力优于行业。接下来将其现金比率、流动比率、速度比率与行业均值进行比较，发现海天味业的这三个指标是远远高于行业平均水平的，证明其短期偿债能力是远远优于同行业平均水平的。

结合表 5.6 和图 5.5 可以看出，在 2013-2019 年间，海天的资产负债率处于先下降后上升的趋势，数值由 2013 年的 41.77% 降低为 2015 年的 23.89%。再上升为 2019 年的 32.95%，学术界通常将 50% 作为基准值来判断企业资产负债率的强弱，发现海天味业的资产负债率是优于基准值的，说明海天味业的长期偿债能力较强。

通过现金比率、流动比率、速度比率，这三个指标来对海天味业的短期偿债能力进行衡量。根据表 5.6 和图 5.5 可以看出，海天自 2014 年上市以后这三项指标都得到了很大的提升，平均值都在 150% 以上，说明海天味业的短期偿债能力是非常出色的。综合上述分析，海天味业的偿债能力在上市以后得到了极大的优化，说明海天味业长期实施的高派现股利政策并未降低其偿债能力，更不是举债发钱。

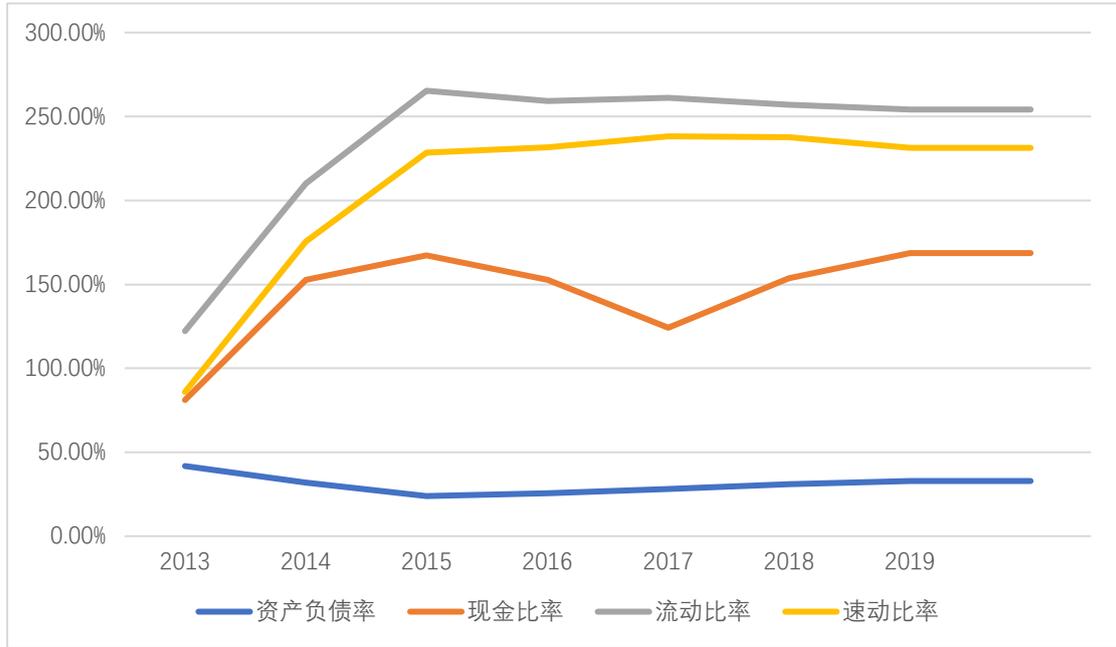


图 5.5 海天味业偿债能力指标变动图

### 5.4.3 营运能力分析

公司的营运能力直接反应了公司对自身资产的使用效率,通过分析这些指标可以观察海天味业实施高派现股利政策前后对其自身所产生的影响。

表 5.7 海天味业营运能力指标

年份	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
总资产周转率	1.31	1.11	1.00	1.00	0.98	0.93	0.88
行业均值	0.80	0.75	0.68	0.68	0.69	0.71	0.69
存货周转率	5.47	5.40	6.09	7.20	8.00	8.13	7.19
行业均值	5.26	5.58	6.18	6.02	6.09	6.07	6.19
固定资产周转率	3.78	3.53	3.50	3.51	3.9	4.61	5.5
行业均值	3.03	2.79	3.52	3.31	3.19	3.21	3.37
流动资产周转率	2.44	1.88	1.59	1.56	1.41	1.23	1.09
行业均值	1.67	1.53	1.44	1.49	1.46	1.64	1.59

资料来源:CSMAR 数据库

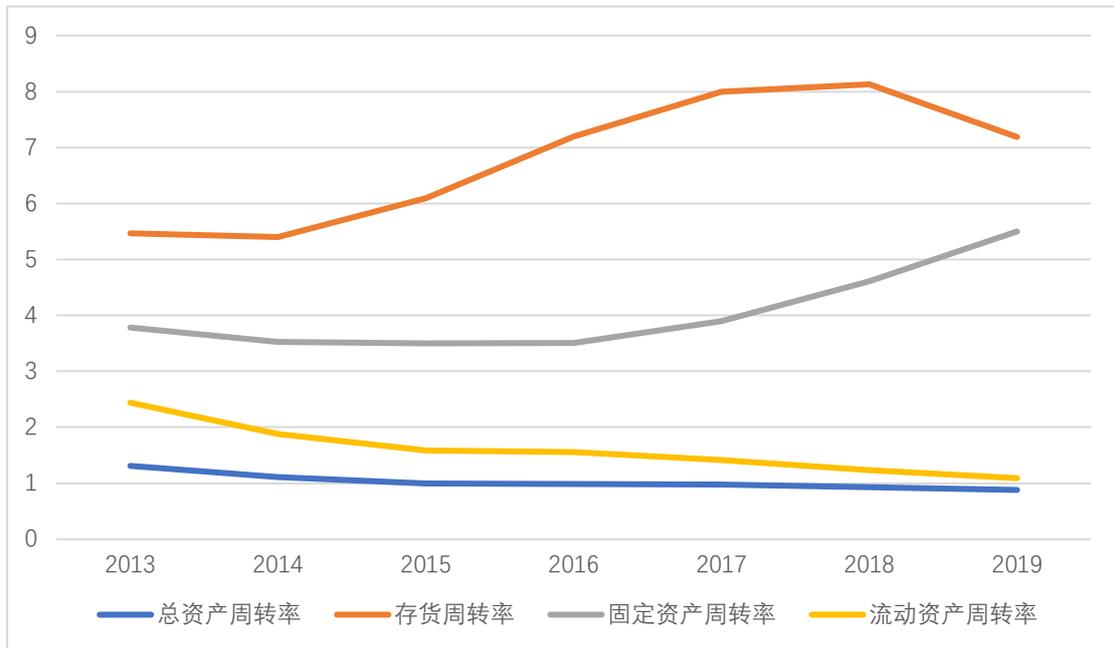


图 5.6 海天味业营运能力指标变化图

首先将海天味业与行业均值进行对比发现，除流动资产周转率在 2017 年以后较行业均值低以外，其余财务指标都是优于整个行业的，总体上来说，海天味业的营运能力处于行业的前列。结合表 5.7，图 5.6 可以看出，海天味业在 2013 年-2019 年间，其总资产周转率呈下降趋势，最高为 1.31，最低为 0.88；存货周转率，最高为 8.13，最低为 5.4，总体呈上升趋势；其固定资产周转率，呈现上升趋势，表明其营运能力有所加强；其应收账款周转率一直在不停的变化，最高为 26.19，最低为 18.47；流动资产周转率总体呈下降趋势，最高 2.44，最低 1.09。因为作为产品相对快消的企业，其存货周转率和固定资产周转率上升说明其营运情况良好，但其总资产周转率与流动资产周转率反而出现了下降，因此决定对这两个指标进行分析，通过查阅海天味业的年报结合其年报所显示的交易性金融资产的比例逐年上升，可以理解为海天味业的交易性金融资产过多，导致这两个指标的下降。结合上述分析，高派现没有对其营运能力造成负面影响。

#### 5.4.4 成长能力分析

本文通过选取净利润增长率、营业收入增长率以及总资产增长率这3个指标来对海天味业的成长能力进行分析,从而了解高派现是否对海天的成长能力做出了相应的信号传递。

表 5.8 海天味业成长能力指标

年份	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
净利润增长率	33.03%	30.10%	20.08%	13.29%	24.21%	23.65%	22.66%
行业均值	31.42%	20.49%	20.25%	32.61%	14.47%	12.76%	15.73%
营业收入增长率	18.84%	16.85%	15.05%	10.31%	17.06%	16.80%	16.22%
行业均值	15.36%	14.23%	13.59%	6.75%	16.97%	13.13%	14.96%
总资产增长率	10.01%	63.65%	4.52%	17.10%	21.33%	23.31%	22.89%
行业均值	20.11%	16.66%	12.45%	6.58%	13.06%	10.75%	12.62%

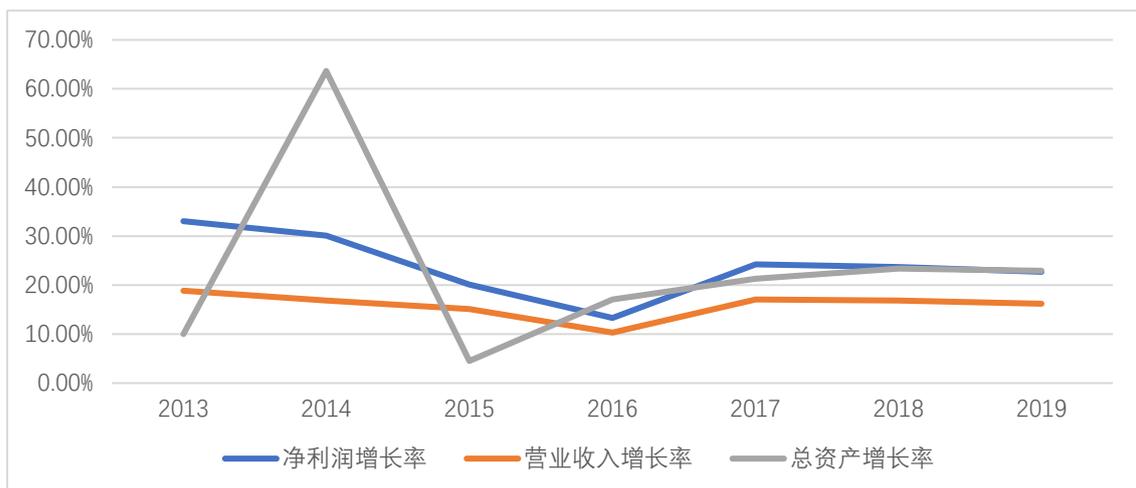


图 5.7 海天味业成长能力变化图

通过分析表 5-8 发现海天味业在除 2015 年的总资产增长和净利润增长率, 2016 年的净利润增长率低于行业均值外, 其余各年的三项指标都是优于整个行业的。

结合表 5.8 和图 5.7 可以发现,海天味业的净利润增长率呈先下降再上升的趋势,其最大值为 33.3%,最小值为 13.29%,对于一个大型企业来说,13%以上的净利润增长率可以说是非常高的;其营业收入增长率的趋势为先下降后上升再下降的趋势,最大值为 18.84%,最小值为 10.31%,表明其成长性很强;其总资产增长率为先上升,再下降,再上升的趋势,最高为 63.65%,最低为 4.52%,但其稳定后增长率为 20%左右。但最终三个指标相对于 2013 的起初指标分别增长了 343.55%、180.04%、305.12%

综合上述指标的分析,可以发现海天味业具有很强的成长能力,其实施的高派现股利政策对其优于行业的成长能力作出了良好的信号传递。

## 6 结论与建议

### 6.1 研究结论

本文通过对海天味业 2013-2019 年现金股利支付情况的研究,发现自其 2014 年上市以后就持续施行稳定且连续的高派现股利政策,且在派现金额和股利支付率两个方面上远高于同行业相关企业。通过对其实施高派现的动因进行分析,可以得出下列四点其实施高派现股利政策的动因:强大的现金能力,迎合股东需求,政策推动以及向市场传递运营良好的信号。

接下来从市场反应,企业价值,代理成本与代理效率,财务绩效这四个方面来分析海天味业高派现股利政策的实施效果。通过对其股利宣告日的累计超额收益率进行分析后,发现市场一致看好其高派现股利政策;通过分析托宾 Q 值,发现其长年持续实施高派现使得企业价值快速提升;通过分析其高派现股利政策对企业代理成本的影响,发现高派现股利政策使得海天味业的代理成本降低了;对企业的相关财务绩效分析后,海天味业的高派现股利政策同时向市场展示了公司优秀的经营业绩与未来的成长空间。

综合上述分析可以得出,海天味业实行高派现股利政策是理性的,明显的向市场传递了公司经营优良的信息,并且得到了市场和投资者的认可,同时也通过高派现股利政策与广大投资者分享了企业的经营成果。

### 6.2 相关建议

1. 希望海天味业可以继续实施高派现股利政策,海天味业的高派现股利政策与自身的财务状况完全匹配,而实施高额的股利政策可以吸引市场上投资者的关注,从而进一步的提升企业市值与市场形象。根据前文所得出行业差别所导致不同股利政策的特点,并对同行业的股利政策起到引领作用。

2. 因为随着我国资本市场的不断完善与进步,我国上市公司在设定股利政策时要注重与投资者分享成果。通过第三章的分析发现,目前还是有相当数量的上市公司仍然不分红或实施低股利的股利政策,这些上市公司应该转变观念,只有注重分享经营成果才能使公司拥有更高的知名度。

3. 市场上的投资者可以更多的关注制定股利政策的上市公司,尤其是常年实施高派现股利政策的公司。因为回顾过去连续实施稳定高派现股利的公司,大多都成长为了各行业的龙头公司,如:格力电器,贵州茅台,万科地产等。在市场上投机所要承受的风险是要远高于长期投资,长期持有注重投资者回报的公司才能将风险降到最低,并获取相当的利润。

### 6.3 研究不足与展望

由于作者所掌握的知识不够充足,本文仍然存在以下不足:由于海天味业的上市时间较短,且无法对于其上市前的相关资料,所以对于其发展的历程无法详细的进行分析,导致在某些方面的研究深度有所不够。而且海天味业由于其自身的特殊性,不能代表其他同样实施高派现的上市公司,所以得出的结论并不完全适用于其他企业。

同时希望未来有更多关于良性高派现的案例研究,由此来丰富我国相关的案例库存,使未来相关公司在制定股利政策时有参考依据。

## 参考文献

- [1] Baker H K, Jabbouri I. How Moroccan managers view dividend policy[J]. *Managerial Finance*, 2016.
- [2] Baker M, Wurgler J. A catering theory of dividends[J]. *The Journal of finance*, 2004, 59(3): 1125-1165.
- [3] Bhattacharya S. Imperfect information, dividend policy, and "the bird in the hand" fallacy[J]. *The Bell Journal of Economics*, 1979: 259-270.
- [4] DeAngelo H, DeAngelo L, Stulz R. Dividend policy, agency costs, and earned equity[R]. National Bureau of Economic Research, 2004.
- [5] Fama E F, French K R. Disappearing dividends: changing firm characteristics or lower propensity to pay?[J]. *Journal of Financial economics*, 2001, 60(1): 3-43.
- [6] Farrar D E, Farrar D F, SELWYN L E E L. Taxes, corporate financial policy and return to investors[J]. *National Tax Journal*, 1967, 20(4): 444-454.
- [7] Gugler K, Yurtoglu B B. Corporate governance and dividend pay-out policy in Germany[J]. *European economic review*, 2003, 47(4): 731-758.
- [8] He, Wen, et al. "Dividend policy and earnings management across countries." *Journal of Corporate Finance* 42 (2017): 267-286.
- [9] Jensen M C, Meckling W H. Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure[J]. *Journal of financial economics*, 1976, 3(4): 305-360.
- [10] Jensen M C. Agency costs of free cash flow, corporate finance, and takeovers[J]. *The American economic review*, 1986, 76(2): 323-329.
- [11] Lang L H P, Litzenberger R H. Dividend announcements: Cash flow signalling vs. free cash flow hypothesis?[J]. *Journal of financial economics*, 1989, 24(1): 181-191.
- [12] Miller M H, Modigliani F. Dividend policy, growth, and the valuation of shares[J]. *the Journal of Business*, 1961, 34(4): 411-433.
- [13] Rozeff M S. Dividend yields are equity risk premiums[J]. *Journal of Portfolio management*, 1984: 68-75.

- [14]Shleifer A, Vishny R W. A survey of corporate governance[J]. The journal of finance, 1997, 52(2): 737-783.
- [15]Skinner D J, Soltes E. What do dividends tell us about earnings quality?[J]. Review of Accounting Studies, 2011, 16(1): 1-28.
- [16]Thanatawee Y. Ownership structure and dividend policy: Evidence from Thailand[J]. International Journal of Economics and Finance, 2013, 5(1): 121-132.
- [17]陈浪南, 姚正春. 我国股利政策信号传递作用的实证研究 [J]. 金融研究, 2000(10): 69-77.
- [18]陈云玲. 半强制分红政策的实施效果研究 [J]. 金融研究, 2014(08): 162-177.
- [19]邓建平, 曾勇. 控股股东利益导向和非理性分红 [J]. 系统工程理论方法应用, 2005(05): 400-406+417.
- [20]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): 32-35.
- [21]韩云. 股利平稳性、代理成本与资本结构——基于随机前沿模型的实证分析 [J]. 经济经纬, 2017, 34(06): 152-158.
- [22]黄锦春, 王剑. 基于持续派现上市公司的股票回购决策影响因素分析 [J]. 商业研究. 2014, (6): 57-63+97.
- [23]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+95.
- [24]孔小文, 于笑坤. 上市公司股利政策信号传递效应的实证分析 [J]. 管理世界, 2003(06): 114-118+153.
- [25]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, 45(03): 144-155.
- [26]李加棋, 樊国华, 邱强, 梁爽. 上市公司分红政策与股价波动实证分析 [J]. 财会通讯, 2012(32): 48-49.
- [27]李增泉, 任强. 现金股利、投资者保护与所有权安排——来自我国上市公司的经验证据 [A]. 厦门大学会计发展研究中心. 转型经济下的会计与财务问题国际学术研讨会论文集(下册) [C]. 厦门大学会计发展研究中心: 厦门大学会计发展研究中心, 2003: 14.

- [28]刘孟晖,高友才.现金股利的异常派现、代理成本与公司价值——来自中国上市公司的经验证据[J].南开管理评论,2015,18(01):152-160.
- [29]刘孟晖,侯月娜.南玻集团的异常高派现:成长不足抑或低代理成本[J].财会通讯,2018(17):106-110.
- [30]陆正华,伍雪婷.“高派现+转股”模式能实现市值维护吗?——以用友网络为例[J].财会通讯,2020(24):161-165.
- [31]罗琦,彭梓倩,吴哲栋.控股股东代理问题、现金股利与权益资本成本[J].经济与管理研究,2017,38(05):125-133.
- [32]吕长江,许静静.基于股利变更公告的股利信号效应研究[J].南开管理评论,2010,13(02):90-96.
- [33]马静,古志辉.代理行为与现金股利政策[A].武汉大学、美国 James Madison 大学、美国科研出版社.Proceedings of International Conference on Engineering and Business Management (EBM2010)[C].武汉大学、美国 James Madison 大学、美国科研出版社:美国科研出版社,2010:4.
- [34]牟晓云,宋文庆.上市公司现金股利政策影响因素研究[J].财会通讯.2016,(5):40-42.
- [35]彭芳春,陈卓和齐勤.上市公司存在股利信号传递效应吗?—基于“现金牛”与“铁公鸡”对称样本[J].财会通讯.2016,(30):111-114.
- [36]司晓红,金钰.半强制分红政策对上市公司股利分配及再融资的影响[J].南方金融.2018,(3):33-41.
- [37]唐安宝,余良昊和李凤云.基于治理主体权力博弈影响的现金股利分配研究[J].财会月刊.2018,(12):15-22.
- [38]王月溪,孙玲玉.中国上市公司股利分配政策实证研究—基于股权结构视角[J].哈尔滨商业大学学报.2014,(3):3-12.
- [39]韦秀仙,刘文,王腾飞.上市公司股利政策与公司绩效相关性研究[J].中国管理信息化,2014,17(07):5-7.
- [40]魏志华,李常青,吴育辉,黄佳佳.半强制分红政策、再融资动机与经典股利理论——基于股利代理理论与信号理论视角的实证研究[J].会计研究,2017(07):55-61+97.

- [41]魏志华,李茂良,李常青.半强制分红政策与中国上市公司分红行为[J].经济研究,2014,49(06):100-114.
- [42]谢知非.双重迎合与现金股利平稳性——基于中国A股上市公司的实证研究[J].会计研究,2019(11):78-84.
- [43]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,2015,28(01):96-110.
- [44]许静,张延良.股权结构对上市公司股利政策的影响分析[J].宏观经济研究,2013(04):53-58+106.
- [45]阎大颖.中国上市公司控股股东价值取向对股利政策影响的实证研究[J].南开经济研究,2004(06):94-100+105.
- [46]杨军,刘奕琨.农业类上市公司财务特征、股权结构与现金股利政策[J].农村经济.2018,(8):56-61.
- [47]俞乔,程滢.我国公司红利政策与股市波动[J].经济研究,2001(04):32-40+95.
- [48]袁奋强,陶蕾花.机构投资者介入与公司现金股利支付——基于融资约束视角[J].财会月刊.2018,(24):74-82.
- [49]臧秀清,崔志霞.代理成本、股权集中度对现金股利政策与公司价值关系的影响[J].企业经济.2016,(10):92-100.
- [50]张海报,李明.高现金分红对企业价值的提升及其影响途径研究——以格力电器公司为例[J].财会通讯,2017(19):57-61.
- [51]周冬华,赵玉洁.半强制性分红政策与经营活动现金流操控[J].会计研究,2014(09):37-44+96.

## 致 谢

当时光走到这一页，我的研究生学习生涯已经接近了尾声。在此我想对各位老师，我的家人，同学致以我衷心感谢。我的家人在这三年离来对我的精神和物质支持，正是家人无私的支持才让我能毫无牵挂的享受这三年校园时光；感谢兰州财经大学给予了我聆听各位老师精彩课程的机会，使我的思想认识有了新的视野。

尤其要感谢我的导师沈老师，沈老师有严谨的治学态度，研一时就鼓励我们阅读国内外财会领域的经典著作，也经常对我们分享心得，使我们眼界得到提升，学术素养得到修炼。在生活上沈老师关怀备至，经常与我们分享人生经验，使我们受到很大的启发。沈老师不但关心每位同学的心理状况，而且会帮助我们解决生活中遇到的困难。