

分类号 F23/694  
U D C \_\_\_\_\_

密级 公开  
编号 10741



# 硕士学位论文

(专业学位)

论文题目 格力电器高派现股利政策研究

研究生姓名: 张亚丽

指导教师姓名、职称: 邢铭强 副教授 于忠泊 研究员

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

本人声明所提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： 张亚丽 签字日期： 2021.6.3

导师签名： 郑钦强 签字日期： 2021.6.6

导师(校外)签名： 于忠泊 签字日期： 2021年6月11日

## 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： 张亚丽 签字日期： 2021.6.3

导师签名： 郑钦强 签字日期： 2021.6.6

导师(校外)签名： 于忠泊 签字日期： 2021年6月11日

# **Study on High Dividend Policy of Gree**

**Candidate : Zhang Yali**

**Supervisor: Xing Mingqiang Yu Zhongbo**

## 摘 要

上市公司股利政策的选择对其未来经营发展和资本市场良好秩序的维护都有着至关重要的作用。引导上市公司更加合理地选取股利政策，重视投资者权益保护近年来占据我国经济研究的地位逐渐扩大。随着国家相关政策的完善，上市公司分红的比例不断提升，高派现现象引起了股东、证监会等的高度关注。

国内外学者从多个不同的方面对高派现政策实施的原因和效果进行了深入的研究，但其较多地集中在实证研究的领域。本人在总结分析前人研究成果并学习股利政策有关理论之后，以格力电器的高派现现象为研究对象，结合案例研究法，对高派现行为的影响因素及高派现行为带来的效果进行了研究。通过总结格力电器数年来的现金分红情况并与相关企业及历史数据的对比发现格力电器存在高派现的行为。通过分析发现，格力电器的高额现金分红来自于充裕的自由现金流量、良好的财务状况；且与企业所处的生命周期、股权结构和资本结构挂钩；同时受到国家宏观政策调控及科技发展多种因素的影响。而对于高派现行为给公司带来的效果，本文从积极效果和消极效果两个方面分析，积极方面包括提高公司投资的效率、抑制低效投资的产生，提高投入资本回报率；增加投资者对公司经营发展的信心；促进公司价值的提升，预示公司未来良好的业绩和成长趋势；同时还有利于保护股东权益；降低代理成本；促进公司与投资者之间的关系。研究结果与本文所列示的各项股利理论相吻合。消极方面本文着重阐述由于高派现导致自由现金流量减少所带来的财务风险，并针对风险提出了防范措施。一方面公司可以通过调整债务结构、拓宽融资渠道的方式降低由单一的借款融资所带来的风险，另一方面，还需要将风险防范意识贯穿于公司生产经营的各个环节，降低风险发生的可能。期望通过研究能为相关企业制定和实施高派现股利政策提供可借鉴的经验和启示。

**关键词：**格力电器 高派现 股利政策

## Abstract

The choice of the dividend policy of the listed company plays an important role in its future development and the maintenance of a stable order in the capital market. In recent years, guiding listed companies to choose a more reasonable dividend policy, and attaching importance to the protection of investors' interests occupies an important position in our country's economic research. With the improvement of relevant national policies, the dividends paid by listed companies has gradually increased, and the behavior of high dividends has attracted high attention of shareholders and the China Securities Regulatory Commission.

Scholars around the world have researched on the reasons and effects of the adoption of high cash dividend policy from many different sides, but they are more concentrated in the field of empirical research. After summarizing and analyzing previous research results and learning the relevant theories of dividend policy, I took Gree Electric's high payout phenomenon as the research object, combined with the case study method, to study the factors influencing Gree Electric's current behavior and the effects of the current behavior. By summarizing Gree Electric's cash dividend distribution over the past few years and comparing it with related companies and historical data, it is found that Gree Electric has a high payout behavior. Through analysis, it is found that Gree Electric's high cash dividend comes from ample free cash flow, good financial status, and is linked to the life cycle, ownership structure and capital structure. Simultaneously, Gree implements a high proportion of cash dividend policy due to the influence of national macro policy regulation and technological development. As for the effects of high cash dividend phenomenon current actions, this article discusses both positive and negative effects. The positive side involves upgrading the efficiency of the investment, inhibiting the production of inefficient investments, and improving the response rate of invested capital; increasing investors' confidence in the company's business growth; promoting the promotion of the company's value, indicating the company's good performance and

growth trend in the future; at the same time, it is also conducive to protecting shareholders' rights and interests; reducing agency costs; and promoting relationships with investors. The research results are consistent with the dividend theories listed in this article. On the negative aspects, the article lists the financial risks created by the decreasing of free cash flow ,and proposes preventive measures against the risks. On the one hand, the company can reduce the risk caused by a single loan financing by adjusting its debt structure and broadening financing channels. On the other hand, the awareness of risk prevention needs to be run through all aspects of the company's production and operation, the possibility of risk also needs to be reduced.It is hoped that this research can provide useful experience and message for related companies to draw up and carry out high dividend policy.

**Keywords:** Gree Electric; High dividend; Dividend policy

# 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.....	3
1.2.1 国外文献综述.....	3
1.2.2 国内文献综述.....	5
1.2.3 国内外文献评述.....	8
1.3 研究内容及方法.....	9
1.3.1 研究内容.....	9
1.3.2 研究方法.....	10
<b>2 相关理论概述</b> .....	11
2.1 高派现政策相关理论.....	11
2.1.1 生命周期理论.....	11
2.1.2 代理成本理论.....	12
2.1.3 信号传递理论.....	13
2.2 高派现股利政策概述.....	14
2.2.1 相关概念.....	14
2.2.2 影响因素.....	15
2.2.3 经济后果.....	16
<b>3 格力电器高派现股利政策介绍</b> .....	17
3.1 格力电器简介.....	17
3.2 格力电器高派现股利政策及其与同行业比较.....	18
3.2.1 格力电器高派现股利政策.....	18
3.2.2 同行业股利政策比较.....	20
<b>4 格力电器高派现股利政策影响因素</b> .....	22

4.1 内部因素分析 .....	22
4.1.1 财务业绩 .....	22
4.1.2 企业生命周期 .....	32
4.1.3 股权结构 .....	35
4.1.4 资本结构 .....	38
4.2 外部因素分析 .....	40
4.2.1 股权分置改革 .....	40
4.2.2 半强制分红政策 .....	40
4.2.3 科技发展 .....	41
<b>5 格力电器实施高派现股利政策的效果 .....</b>	<b>43</b>
5.1 高派现股利政策的积极影响 .....	43
5.1.1 提高投资效率 .....	43
5.1.2 传递公司利好消息 .....	44
5.1.3 提升公司价值 .....	47
5.1.4 保护股东权益 .....	48
5.1.5 降低代理成本 .....	48
5.1.6 促进公司与投资者关系 .....	49
5.2 高派现股利政策的消极影响及改进措施 .....	49
5.2.1 高派现股利政策的消极影响 .....	49
5.2.2 改进措施 .....	51
<b>6 研究结论与启示 .....</b>	<b>53</b>
6.1 研究结论 .....	53
6.2 启示 .....	54
<b>参考文献 .....</b>	<b>55</b>
<b>后 记 .....</b>	<b>59</b>

# 1 绪论

本章对格力电器高派现股利政策研究的背景、意义及国内外相关方面的文献进行分析总结，并阐明了研究的主要内容和研究过程中所采纳的具体方法。

## 1.1 研究背景及意义

### 1.1.1 研究背景

股利政策是上市公司在资金留存和回报股东之间的权衡，是公司对于是否发放股利及股利发放多少的界定，同时也是公司各方面利益的均衡体现。股利政策选择的过程中既要考虑公司内部经营及战略方面的因素，也要顾及国家相关政策及经济环境的变化。公司选取不同的股利政策对投资者的投资行为产生影响的同时，也与公司自身经营和整个资本市场长期稳定的发展息息相关。因此，对股利政策的研究就显得十分重要。

现金分红是最常见的股利支付方式，是国内外学者研究股利政策的重点。在一些资本市场发展较为完善、投资者保护制度较为健全的国家，现金分红的比例通常占比较高。与一些发达国家相比，我国在投资者利益保护方面的法律法规还不甚完善。21 世纪以来，我国上市公司现金分红较多地表现出不稳定和低派现的特点。对此，我国证监会相继出台多项政策来规范现金分红政策的实施。上市公司对国家政策的遵循加上投资者自我保护意识的觉醒，促使更为合理股利分配方式的出现。

虽然我国大部分上市公司仍然吝啬于现金分红，但少数公司多年以来一直维持着稳定和高比例的派息，格力电器是其中具有代表性的公司。本文以格力电器为案例公司，研究影响格力电器高派现股利政策的原因和这种高派现行为给格力电器带来的经济后果和市场反应，为我国资本市场其他相关公司股利政策的选取提供可借鉴的经验和启示。

## 1.1.2 研究意义

本文通过梳理国内外相关文献，结合我国实际情况，试图解释和分析格力电器股利政策实施的原因和特点，总结股利政策对于公司价值成长及投资效率等方面的影响。希望在总结和对比中西方学者关于股利政策相关观点的基础上，寻求适合我国上市公司发展的股利政策；期望通过政策的实施不但可以为企业价值最大化做出贡献，而且可以在最大程度地满足利益相关方的利益；并为资本市场的广大投资者和公司未来发展走向提供一定的借鉴。

1. 理论意义：前人有关现金股利政策的研究主要通过实证研究的方式展开，且大多从某一单一视角展开或基于某一单一理论分析，比较少从多个方面综合分析高派现的动机以及高派现所带来的后果。本文采用案例研究法，从不同视角研究影响格力电器高派现政策实施的原因和高派现行为给格力电器和市场带来的后果。期望能为高派现相关理论的丰富做出微薄的贡献。

2. 实践意义：本文通过对所选取案例公司格力电器高派现股利政策的研究期望能够有利于促进我国上市公司股利政策选取的合理性，促进上市公司能够更好地维护为公司提供资金需求的投资者的利益；并为高派现相关监管机构和投资者投资对象的选择提供参考。具体包括：

对于上市公司来说，格力电器高派现政策实施的合理之处以及其经营管理方面的可取之处可以为其他公司提供发展的参考，有助于其他上市公司以更加积极的态度参与到高派现的行列中来。

对于股东来说，本文的研究可以帮助股东维护利益和争取投资价值最大化提供可选择的方式，有利于投资者辨识上市公司可能实施高派现政策的潜在条件，以更加科学理性的方式参与到投资活动中。

对于监管相关部门来说，本文对格力电器高派现股利政策的研究可以为相关监管机构的工作提供有利的方向，以更加有效的方式管理上市公司的股利分配。

## 1.2 文献综述

### 1.2.1 国外文献综述

#### 1. 有关股利理论的研究

Miller 和 Modigliani (1961) 通过股利无关理论的提出研究出上市公司股利政策的选取和公司价值之间不具有明显相关性。该理论的提出标志着股利理论研究热潮期的来临。后来学者们通过对股利政策的研究发现, 股利政策与公司股价之间存在关联关系。“一鸟在手”理论提出, 尽管投资者可以利用股价的波动来获取价差收益, 但是难以知晓公司的经营和获利状况, 所以投资者所获取的资本利得也是难以确定的。这种情况下, 大部分风险规避型投资者将更偏向于可获得确定收益。上市公司对投资者这种心理的获取对高派现行为有促进作用。Farrar 和 Selwyn (1967) 发现各个股东持股比例不同, 所需要缴纳的税金不同, 从侧面反映了不同持股比例股东所获取的收益差异。

Jensen 和 Meckling (1976) 认为, 公司通过对投资者的股利发放可以促使相关外部投资者对管理层的行为进行监督, 减少管理层与所有者之间的代理成本, 降低代理行为产生的压力。Bhattacharya (1979) 提出了信号传递理论标志着股利信号传递作用正式被纳入研究的范畴, 良好的股利政策会给市场上的投资者带来积极的反应, 同时, 投资者接收信号后的反映也会反过来影响上市公司价值。Jensen (1986) 在前人研究股利代理理论的基础之上进行拓展和提升, 提出公司通过大量的现金流流出来满足股东的利益需求, 同时降低这部分资金产生的代理成本。Baker 和 Wurgler (2004) 提出的股利迎合理论认为, 从事投资者资金筹集的基金经理能够掌握不同投资者的投资心理并有效迎合, 根据不同公司股利政策的特点依次匹配。

#### 2. 有关高派现影响因素的研究

随着越来越多有关股利理论发展的研究, 一大批学者开始转向研究上市公司高派现行为的原因。Lintner (1956) 研究了 600 多家各行各业的上市公司, 并就其中的 28 家进行深入研究。最终得出结论: 当年股利政策的选取和上一年现金

分红的多少以及上一年经营所得存在较大的相关性。Shleifer 和 Vishny (1997) 研究得出不同股东所持有的股份的多少以及他们所担任的职务对公司分红比例的多少存在影响。相比而言,上市公司更多地考虑持股比例较多股东的利益需求,而忽视持股比例较小股东的想法。因此,大股东所持有公司股份的比例一般与所发放现金股利呈现正相关关系,以上都是影响公司股利分配政策的因素。Fama 和 French (2001) 通过选取美国一些上市公司进行分析,发现股利支付能力的大小与公司所处的环境和自身发展条件关联性较大,特别是公司内部盈利能力大小、外部环境中的投资机会、和公司规模。这三种因素的变化都对股利支付能力产生正相关影响。显而易见,公司的内部制度越完善、规模越大、管理层赚取利润的能力越强大,公司获取的盈利和资金就越多,也越愿意为投资者提供更多的报酬。Allen 和 Michaely (2003) 通过研究部分上市公司的负债水平发现,公司负债的多少以及偿债能力的大小会影响公司股利支付的多少。研究表明,负债率较高的上市公司会相对减少现金股利发放的额度。

### 3. 有关高派现经济后果的研究

Jensen (1976) 发现一些上市公司在实施高派现政策之后,经营所需资金减少,为了满足继续发展存续的需要,随之会进行大量举债,导致公司的债务规模呈现一定比例的上升。从而债权人会加强对公司的监管,也能在一定程度上减少一定比例的代理成本,规范公司内部相关流程;此举无疑也是对持股较少的中小股东利益的一种保护。Lang 和 Litzemberger (1989) 就一些成长能力较弱的上市公司进行研究发现,高派现行为之后,他们会较少的将资金用于投资,也就是抑制了这部分公司的过度投资行为。LaPorts 等 (2000) 以及 Faccio 等 (2001) 研究现金股利发放的相关内部机制发现,一定程度的高现金分红政策会抑制对中小投资者利益的侵害,维护中小投资者的相关权益。Lee 和 Xiao (2003) 认为持有较多股份的上市公司股东可能为了个人资金收入不惜损害中小股东的利益来满足其私人利益。Arnott 和 Asness (2003) 认为在一些投资机会较少或者管理者为了某些目的留存大量资金的公司里,高管人员存在利用闲置资金进行其他无效或低效投资的行为;如果将公司暂时不用于日常经营的资金支付现金股利,则会减少管理者进行其他投资的动机,整体上提高公司资金流出的价值。Zhou 和 Ruland

(2006)总结了高比例现金分红的一些积极方面,即减少了公司存在的代理成本,降低了公司管理者将闲置资金过度投资的可能性,有助于提升公司价值扩大的空间和未来期间更好盈利的能力。Jirapron、Kim 和 Officer(2011)通过研究现金股利支付的影响因素对代理成本理论进行更深一步的研究和证实, Jirapron 和 Kim 通过选取一家上市公司进行详细的分析调查发现,股利政策的制定受公司整体水平的限制。大量现金股利的分配导致公司内部现金流量的急速减少,而原本这部分资金被管理层支配所产生的代理成本也会随之消失。Officer 对一些内部闲置资金较多的公司分析发现,少量的投资机会限制了公司对外投资的额度,带来较多的资金盈余以支持高派现政策的实施,从而降低了公司代理成本。

## 1.2.2 国内文献综述

### 1. 有关股利理论的研究

我国学者直到 21 世纪才开始大量股利理论方面的研究,他们大多是以国外相关研究结论为基础,再结合我国市场经济发展的具体情况进一步研究适合我国国情的股利政策。其中,有的学者偏向于研究股利信号传递效果,陈浪南和姚正春(2000)发现投资者很难觉察到上市公司实施股利政策之后市场上的细微变化,因而无法就股利政策实施的市场反应做出一系列行为。与之相对应的,他们研究发现上市公司以股票的方式给投资者分得的报酬更容易引起市场上广大投资者的注意,也能通过特定渠道获取信息之后及时做出反应。李常青和沈艺峰(2001)通过搜集沪深市场 144 家公司的情况对比分析得出,上市公司派现的消息更容易被市场上的投资者所获悉,但是就公司对于未来发展状况的预测则无法有效在市场上传递。吕长江、许静静(2010)采取实证研究的方式,选取市场环境波动期间的上市公司进行研究,开启了国内关于市场环境对股利政策影响研究的先河。通过研究发现,在不同的经济周期条件下,投资者对于发放现金股利做出的反应不完全一致。当公司现金分红的比例与所处的经济周期相协调时,才会更容易被投资者所接受。此外,有部分学者的研究集中在股利政策的实施对代理成本影响的问题上。杨淑娥、王勇、白革萍(2000)通过分析大股东所实现的权益资本成本被股利发放影响的程度发现,现金分红能够有效降低权益资本成本的同时缓和

股东和管理者之间的代理矛盾问题。任强和李增泉（2003）认为，拥有较多公司股权的股东们可能利用自身所拥有的权利尽可能多地增加个人可支配的资金，更愿意把资金留存在公司。马静、古志辉（2010）选取多家上市公司为对象研究代理行为和公司股利政策之间的内在作用机制，他们认为，当公司内部代理矛盾日益突显时，治理层更偏向于支付现金股利，但是此时现金股利的发放不具有明显的稳定性。这也从侧面证明了公司股利政策的选取和代理成本之间的相关性，即现金分红的增长速度可以反映代理成本的高低以及代理矛盾的严重程度。罗琦、彭梓倩和吴哲栋等（2017）同样研究了现金分红影响公司权益资本成本的程度，根据结论，现金分红对于公司降低权益资本成本有辅助作用，这一结论尤其适用于两权分离较为明显的公司。另外部分学者将研究的核心集中在生命周期理论和迎合理论在分红派息方面的作用。黄娟娟和沈艺峰（2007）剖析了传统的股利迎合理论所存在的缺陷，即忽视了股权结构这一重要因素。通过更加严谨的分析，他们发现，在股权较为集中的公司，管理层往往会将中小股东利益抛掷一边，更多地顾及对公司影响明显的大股东利益。李常青和彭锋（2009）将生命周期理论结合到关于现金股利分红领域的研究，他们发现，上市公司在制定具体的现金股利发放比例时，会充分考虑其所处的生命周期。

## 2. 有关高派现影响因素的研究

关于高现金分红的各个影响因素，我国学者的研究较为全面深入。杨淑娥、王勇和白革萍（2000）对同一时间上市的所有公司按照一定的限制条件进行筛选，通过所能搜集到的大量样本数据分析，论证了上市公司股利政策的制定受市场环境、国家政策、公司盈利水平等多种因素的制约。袁天荣和苏红亮（2004）在之前学者研究成果的背景下，深入而广泛地研究了高派现的影响因素。其中包括公司规模、流通股的占比、大股东意愿、上市公司的存续时间以及上市时所处的市场环境等等。王化成、李春玲和卢闯（2007）从另一个角度研究发现，公司派现的意愿与股东的投资战略以及公司最终控制人的性质联系较大。王萍等（2009）研究发现上市公司的盈利水平和负债规模对股利发放的额度和时间影响较大。张卓（2010）通过对房地产行业 2004—2008 年的数据整理分析发现，当公司的盈利能力较弱且存在大量负债的情况下，出于风险意识考虑会趋向于降低现金分红

的比例。将公司内部资金用于未来经营发展和偿还债务所需。张菊（2011）研究建发股份的股利发放行为发现，当中国证监会出台一些新的与股利有关的政策时，上市公司很大程度上会迎合新出台的政策去按相关条例完成公司现金股利政策的实施。俞红燕（2014）在张菊研究的基础上进行了相似事件的研究，结果相差无几。廖琼（2012）研究发现公司可流动资金的多少、将来可能的投资机会、以及未来长远发展的预测都将影响现金分红。刘圆圆（2012）对比研究 2003 年至 2010 年在深圳证券交易所上市的公司数据发现，公司所处的生命周期阶段对其是否分红以及分红金额的多少有着十分显著的影响。宋艳敏、林为利、吴玉霞（2015）研究食品和制造业相关行业发现，大股东存在通过提高现金分红比例的方式获取个人收入的动机，即分红比例受大股东持股比例多少的影响，第一大股东持股比例越大，现金分红的比例往往会越高。马慧（2016）研究了 2013 年至 2016 年创业板上市公司的相关数据发现，强大的获利能力能够促进高现金分红政策的实施。即当公司处于盈利状态时，公司管理层会对外公布盈利的消息，同时也会将一部分盈利所得用于为公司提供资金支持的股东，且盈利水平越高，分红比例越大。牟晓云（2016）搜集了大量 2009 年至 2014 年 A 股上市公司的数据发现，当公司成长性的指标长期处于较好状态，即显示公司在不断成长时，期间现金分红的频率和比例反而会处于较低的水平，这说明公司未来有大量良好的发展和投资机会，公司将资金用于投资以扩大规模、增强竞争力明显是更加明智的选择。公司通常会抓住成长的机会而减少对外分红的比例。

### 3. 有关高派现经济后果的研究

时旭、陈冬华、陈信元（2003）深入分析佛山照明公司异常派现行为得出这种行为并未给公司经营带来较好的影响。原因在于，公司高派现政策的实施通常是大股东的利益传输动机所诱发的，相对而言，我国上市公司股东大部分是中小投资者，占公司股份的比例极小，同时，高派现给中小投资者带来的现金流入较少。即高派现行为对于大股东利益的满足不能代表公司整体价值的提升。陆正飞、王春飞、和王鹏（2010）同样认为公司大量的现金分红比例受少数人的利益支配，当公司短期内以大规模的现金进行分红时，市场会对其做出内部制度不完善的预测，从而公司的收益会较大程度的降低，同时企业价值也会趋于下降。肖珉（2010）

认为在公司内部有大量自由资金的情况下,发放一定比例的现金分红会抑制过度投资行为的出现,提高公司投资的效率。而当公司内部资金不足时,过高比例的现金分红可能抑制一部分有效投资。刘孟晖、武琼(2016)通过对2010年至2013年所有存在异常派现现象的上市公司数据分析得出,公司可以通过高派现来缓解管理层过度投资的不良现象,而且当现金分红比例增加到一定程度时,还会使用于投资的资金量减少,影响公司的正常投资活动。此外,他们发现高派现只能从减少现金流的方面降低投资的比例,以达到分红和投资之间资金分配的相对平衡,并不能从根本上解决公司内部将资金用于无效投资的问题。

### 1.2.3 国内外文献评述

通过梳理国内外有关高派现股利政策的相关文献,本文进一步总结了前人关于高派现股利政策研究的特征,21世纪之前,高派现影响因素方面,大量的学者主要集中于财务相关因素展开研究;21世纪以后,逐渐转向非财务因素。具体的研究成果主要有以下几个方面:

首先,促进上市公司股利政策选取的内部财务因素有:公司盈利水平、投资环境、负债规模、内部现金流以及再融资的能力等。而非财务因素大体体现在:股权结构、代理成本等公司治理领域以及公司规模、未来发展等方面。

其次,大量国内学者结合我国具体情况及相关政策研究了影响我国股利政策制定的特定因素。包括:股权分置改革政策的出台、大股东持股比例以及股东性质等。

有关公司实施不同股利政策带来的效应则集中围绕“信号传递理论”和“代理成本理论”展开。国外学者关于股利政策后果的研究较为单一,主要体现在公司能通过现金分红政策的实施向市场传递公司经营发展良好的消息,同时,高分红政策的实施有助于解决管理层和大股东之间的代理矛盾。而我国学者在分析国外有关高派现后果研究的基础上延伸出了更为全面的结论,即高派现对处于不同经济环境、生命周期以及产权结构的上市公司可能产生不同的影响。以及高派现能否降低由于两权分离所产生的代理成本也需要根据公司所处的环境和具体情况进行具体分析。

此外，通过梳理和学习文献资料发现，国内外大量的学者经过多年不懈探索股利政策有关的多个方面，研究的视角较为全面。但同时前人的研究大多体现在对大样本数据的综合分析，以特定案例公司为例展开研究的相对较少。同时，部分有关股利政策的案例研究集中在某一视角，比如生命周期视角或财务弹性视角等等，较少从多个方面研究影响股利政策的因素和股利政策实施给公司和市场带来的相关后果。

针对股利政策研究的现状，本文选取特定的案例公司格力电器，从格力电器“高派现”现象出发，运用案例研究法，综合内外部多个视角，分析格力电器实施高派现政策的相关影响因素，并就“高派现”行为产生的后果展开分析。

## 1.3 研究内容及方法

### 1.3.1 研究内容

通过学习高派现相关的文献资料以及理论，本文针对格力电器的股利政策，首先判断了格力电器股利政策的类型特征，然后总结了格力电器高派现政策的影响因素，在理清作用于格力电器股利政策的多种因素之后，本文更深一步研究了这种高派现政策的实施给格力电器带来的影响，其中较多地体现在积极影响方面，当然，大量资金的流出同时也会给格力电器带来一定的偿债压力，增加相关的财务风险。本文针对将可能产生的风险给出了对应的优化措施，并希望能通过本文的研究给相关方提供可能的参考。具体包括以下六个章节：

第一章：绪论。包括本文研究的背景、意义以及高派现股利政策在国内外不同方面的不同观点；文章所要研究的主要内容和采用的方法。

第二章：相关理论概述。包括股利政策有关的生命周期理论、代理成本理论、信号传递理论；同时总结了高派现相关概念概述，以为后文的研究做铺垫。

第三章：格力电器高派现股利政策介绍。先对格力电器股份有限公司简单介绍，再介绍格力电器历年分配政策的状况，通过总结分析及行业数据的对比发现，格力电器股利政策表现为“高派现”。

第四章：格力电器高派现股利政策影响因素。本文从两方面划分格力电器高

派现政策的影响因素。首先就内部影响因素展开分析，包括：财务业绩、企业生命周期、股权结构以及资本结构四个方面；其次是外部影响因素，本文主要总结了股权分置改革、半强制分红政策的实施以及科技进步带来的影响。

第五章：格力电器实施高派现股利政策的效果。关于格力电器高派现行为带来的经济后果，本文首先分析了高派现政策带来的积极一面，包括：提高投资效率、传递公司利好消息、提升公司价值、保护股东权益、降低代理成本以及促进与投资者之间的关系。然后介绍高派现政策的消极影响即减少内部资金增大财务风险，以及针对消极后果提出了可能的改进措施。

第六章：研究结论与启示。总结通过前文的研究得出的一系列结论，并阐述了在研究过程中获取的给相关方的启示。

### 1.3.2 研究方法

本文采用案例研究法，能够对案例公司格力电器相关背景资料以及高派现有关数据有效获取并加以分析。通过大量文献的阅读以及数据资料的搜集分析，本文以格力电器为案例公司，以特征介绍、原因剖析、效果分析为逻辑主线对格力电器高派现股利政策这一现象进行了多角度分析。

## 2 相关理论概述

本章对文中与高派现有关的理论进行总结并对高派现相关的概念予以概括。

### 2.1 高派现政策相关理论

#### 2.1.1 生命周期理论

Greiner(1972)提出生命周期的概念标志着生命周期理论的诞生,企业生命周期理论认为市场上不断发展的公司同样遵循有生命个体的规律。Greiner 将生命周期理论形象地划分为初创期、成长期、成熟期和衰亡期,并根据所划分的周期总结了不同阶段公司所显示出的不同特点。Adizes(1988)在 Greiner(1972)研究的基础上将企业生命周期阶段的划分进行拓展,包括三个阶段、十个时期。他认为管理者需要针对不同阶段的企业制定与之相匹配的经营方法和发展目标。而寻找不同生命周期阶段不同企业的发展战略和对应管理者行为模式的选取则为企业生命周期理论开启了一条不竭的探索之路。

企业生命周期理论发展到目前,较为广泛接受的是四阶段生命周期理论。企业生命周期理论具有丰富内涵的同时在多种条件的制约下不断发展完善。多年来有众多学者在一个或多个不同的视角就企业生命周期理论进行研究。另外,关于企业生命周期的划分标准多年来也众说纷纭,莫衷一是。

DeAngelo(2006)提出当上市公司从成长期进入成熟期后,投资的机会会随之减少,而盈利能力和分红水平则会逐渐提高。

下面将不同生命周期阶段的公司与其股利分配政策的选取相结合分析:

##### 1. 初创期

公司刚刚成立面临如何稳定生存和将内部流程规范化的难题。在此阶段,公司面临着在广大的消费者群体中精准找出对自身产品需求量较大的那部分。只有找到适合公司开拓和发展的市场,将所制造的产品成功销售出去,才能开始获利。在需要大量的资产构建和销售渠道开拓的阶段,对于资金的需求是大量且紧急

的。而且，消费者对公司的产品还没有完全认可，投放到市场上的产品可能出现亏损。因此，初创期的公司通常选择以股票的方式分红。

## 2. 成长期

这个时期的公司已经经过一段时间的发展存续了下来，在运作流程方面开始步入正轨，所生产的产品和提供的服务也逐渐被市场所接受。在此阶段，公司表现为销售量和收入都大幅提高的特征，开始有越来越多的资金流入。此时，公司在通过质量和服务的提升巩固原有市场的基础上，还需要拓展更为广泛市场，会有大量的资金被耗用。所以，成长期的公司采取的分红方式表现为较低的股利支付率。

## 3. 成熟期

这个阶段的公司组织结构 and 内部流程方面已经发展的较为完善，同时也在市场上也获取了大量消费者和投资者的认可。此时，维持已经获取的市场份额对公司来说意义重大。同时，发展到成熟阶段的公司较多会有潜在的风险需要面对。处于成熟阶段的上市公司面临投资机会减少、成长速度减缓的情况，留存下来的大量资金可以用于支付现金股利。所以，这个时期的股利分配政策一般表现为高股利支付率。

## 4. 衰退期

在这个时期，随着公司的发展核心竞争力逐渐消失，市场上产品的份额大幅下降，盈利水平下滑。对于这个阶段的公司通常选择缩减业务或者在市场上寻求新的机会来重新发展，避免衰退。选取的股利政策也会相对较为保守。

### 2.1.2 代理成本理论

随着公司规模逐渐扩大，公司成立者选择具备经营管理能力的职业经理人管理公司，将经营权下放，导致所有权与经营权两权分离，这种两权分离带来的各自不同的利益追求促生了代理成本。在债权人、股东和管理层有着各自不同的利益需求不能同时满足时，他们之间的矛盾将随之产生。在公司日常的经营活动中，这种矛盾主要集中在两个方面，首先是高管人员和股东之间的矛盾，当高层管理人员完全不占有或较少占有公司股份时，其更多的注重短期经营业绩而忽视

了所有者的长期价值追求，这种行为甚至会给股东带来不可估量的损失。从而产生了他们之间的代理矛盾，矛盾解决的消耗即为代理成本。其次是大股东与中小股东之间的问题，当公司股权更多地掌握在少数人手里的时候，这部分大股东在面临有益于自身而不利于中小股东利益的决策选择时，很可能会选择谋取自身利益而不顾中小股东利益，这种行为同时会给公司带来不利影响。

Rozeff(1982)通过对代理成本理论和股利政策的综合研究发现，上市公司高比例的现金分红行为会在一定程度上抑制一部分代理成本的产生。陈长腾(2019)通过研究发现，公司通过派现将内部留存的资金对外支付，可以减少管理层盲目投资的动机，有益于更加高效投资决策的实施。相应地，过高现金股利的发放挤占了公司原本经营所用资金，从而面临从外部获取资金的方式，大规模的债权人同时也会监督管理者的决策，规范其投资行为，减少了股东和管理者之间的代理矛盾。

### 2.1.3 信号传递理论

信号传递理论的产生源自于学者对于信息不对称理论和各利益相关方逆向选择行为的研究。市场经济中存在多个不同立场的主体，由于多个主体获取利润的手段和方式上的差异以及所能获取到信息难易程度的差异使得信息的传递存在不对称性，由此可能引发逆向选择。信号传递理论的产生为解决这一难题提供了有效途径。

前人通过对信号传递理论与股利政策之间作用的研究发现，公司高层管理者十分注重所选取股利政策对公司未来发展的影响，这证实了信息能够通过股利政策的实施传递到投资者那里。经过信号传递理论的不断发展完善发现，相比市场上的广大投资者，公司管理层能在更有利的一方获取到更加有效的信息。相对而言，投资者处在更加劣势的地位，获取有效信息有一定的难度。在充分了解信息不对称现象存在的条件下，管理者为了向市场传递更加有利的信息，他们制定高股利支付率的现金股利政策向投资者分发现金股利，增加了投资者对于所投资公司的信心，认可了所投资的公司具备良好的盈利能力和强大的成长潜力，从而增加投资，促进公司股价的上涨。

信号传递理论为股利政策的研究提供了做出了非常重要的贡献,为相关学者在股利政策效果方面的研究提供了更多的线索。但是,高派现股利政策的实施能否向市场传递性质一定的信号,是目前学者研究的难题。当然,较高比例的现金分红代表公司的内部制度较为完善,经营管理水平较高,同时也是满足大股东利益需求的一种手段;但是相反,较少现金股利的发放并不一定代表公司的经营状况不良,可能也是其将资金用于投资或者满足其他战略需要的一种体现。

## 2.2 高派现股利政策概述

本节对与高派现有关的各个概念加以解释并阐明影响公司高派现股利政策选取的各项条件和高派现行为引发的效应。

### 2.2.1 相关概念

#### 1. 现金股利

现金股利是上市公司在盈利之后将其所得以货币的方式分发给投资者的一种选择。当公司在发展过程中的某一个阶段有资金需求时,会向市场上有闲置资金的投资者进行资金筹集,将筹集到的这部分资金用于生产经营活动后产生的利润以现金的方式给投资者回馈,目的是吸引更多的资金来满足公司的生存和发展。与股票股利相比,现金股利以更能被投资者接受的有利条件而被市场广泛应用。

#### 2. 现金股利的衡量指标

有关现金股利的衡量存在不同的方式,首先是现金股利支付总额这一绝对数指标,后来发现处于不同行业、不同环境的公司的分红绝对数不具有可比性。公司为股东派发的股利总额并不是公司营运状况和对股东回馈意愿的较好体现。经过完善,股利支付率和每十股派现金额两个相对数指标的出现,可以较好地用同一时期的不同公司和不同时期的同一公司股利衡量指标的变化来侧面反映公司经营状况。计算方式分别是:

$$\text{现金股利支付率} = (\text{现金股利总额} / \text{净利润总额}) \times 100\%$$

每十股派现金额=现金股利总额/10

### 3. 高派现概念界定

截止目前,关于高派现条件的界定还不完全统一,国外相关研究结论大体分为:当分红额度在公司盈利所得以上或远远大于公司对长期债券的利率支付,则该公司具备高派现的条件;当每股派现金额在 0.3 元以上时,该公司也被视为具有高派现现象;若参考的指标为股利支付率,当现金分红总额占公司当年实现净利润的额度不少于 60%,则被认为是高派现。我国学者认为高派现行为的界定还应在分析公司整体分红现状的条件下结合同行业公司的派现情况对比研究。当公司指标整体处于同行业的高水平时,认为其存在高派现的行为。随着投资者更加关注所投入资金的收益和我国市场经济的飞速发展,一些发展条件良好的公司开始意识到提高分红比例的重要性。本文关于“高派现”概念的认定是在我国学者研究和国家政策规定的基础上总结的,即当上市公司符合下列条件时,将其股利政策视为“高派现”:首先是现金股利保持 5 年以上的持续分配,其次是公司拥有较高的获利能力和足够的资金,每十股派现金额高于 3 元,股利支付水平占据同行业领先地位。

## 2.2.2 影响因素

### 1. 公司内部因素

关于公司内部因素对股利政策制定的影响首先体现在自由现金流量方面,只有公司所拥有的现金流量能够满足高现金股利支付率,才能保证高派现政策的顺利实施;其次是盈利能力,随着公司规模扩大和竞争能力的逐渐提升,盈利的水平和面对风险的能力将有所提升,此时公司能够获得较为稳定的利润来支持较高的现金分红水平;再次是偿债能力的高低,公司负债的偿还会导致资金流出,在负债规模较大的情况下出于风险考虑,一般不会将大量的资金派发给投资者,管理人员应在偿债和派息之间平衡好资金分配;然后是公司内部治理结构对现金分红的影响,公司内部的资本结构和代表股东持股比例的股权结构都是股利政策选取的制约条件。同时,企业现金股利政策的制定需要与其所处的生命周期阶段所具备的特征相吻合。

## 2. 公司外部因素

与公司自身经营环境相区分的外部环境也会在一定程度上影响公司相关人员制定派息制度。在所处的外部环境发生变化的时候，各个公司的经营状况都会受到不同程度的影响，系统性的变化同时也会对现金分红的能力造成影响。在外部大环境较好的状态下，上市公司对未来的发展有较大的信心，高比例分红政策实施的可能性较大。然后是国家有关政策的影响，最典型的就是专门针对股利政策所制定的半强制分红政策，在半强制分红政策的指引下，不同发展阶段和未来规划的公司需要按照政策的要求制定与之相匹配的现金分红水平。其次是股权分置改革，通过股权分置改革政策的出台，大量的股票可以上市流通，对公司股利政策的选取有一定程度的影响。

### 2.2.3 经济后果

首次发现股利政策经济后果是在美国会计原则委员会关于普通股股利账务处理方式的具体规定中，该规定明确了当上市公司以股票的形式给投资者给予回报且该股票支付时的市值高于面值，则会计计量属性应以公允价值为准。原因在于当时市场对于股票股利的接受程度较低。随着该公告的问世，公司依靠发放股票股利吸引投资者的效率再次降低，从而在股利政策的选择上更偏向于现金股利。

此后有关经济后果的研究理论逐渐丰富，国外学者早在 20 世纪 70 年代通过对经济后果相关理论的研究得出，会计准则和法律法规的制定和实施传递出的信息为从事经济活动的会计主体带来影响，促使其优化公司内部资源配置的流程。

### 3 格力电器高派现股利政策介绍

#### 3.1 格力电器简介

珠海格力电器股份有限公司（格力电器）成立于 1989 年，1996 年 11 月在深交所挂牌上市。经过 30 多年的不断壮大，格力电器现已经从单一的家用空调生产和组装发展成为如今多元化、科技型的全球工业集团。这与格力电器坚持科技进步的理念是分不开的，多年来，格力电器不断追求技术上精益求精，相信只有获取核心技术，才能掌握发展的方向。与此同时，格力电器将创新理念贯穿在生产制造和人才培养的各个环节，通过创新理念的融入，格力电器一直保持在制冷领域的较高水平。公司具体信息如表 3.1 所示：

表 3.1 格力电器股份有限公司简介

公司中文名称	珠海格力电器股份有限公司
公司英文名称	GREE ELECTRIC APPLIANCES, INC. OF ZHUHAI
公司法定代表人	董明珠
成立日期	1989-12-13
注册资本	601573 万
注册地址	广东省珠海市前山金鸡西路
主营业务	家用空调、暖通设备的研发、生产和销售
股票代码	000651
股票简称	格力电器
员工总数	88846
公司类型	股份有限公司（国有控股、上市）

资料来源：根据格力电器 2019 年财务报表整理。

## 3.2 格力电器高派现股利政策及其与同行业比较

### 3.2.1 格力电器高派现股利政策

截止 2019 年，自上市 24 年以来，格力电器总共实施了 1 次送红股, 6 次转增股, 21 次现金分红，平均股利支付率高达 55.62%。各年股利发放情况如表 3.2 所示：

表 3.2 格力电器各年股利发放情况

年度	股利政策（每 10 股）			现金分红（万元）	净利润（万元）	股利支付率
	送红股（股）	转增股（股）	派息（元）			
2019	0	0	12.00	721,887.71	2,469,664.14	29.23%
2018	0	0	21.00	1,263,303.48	2,620,278.77	48.21%
2017	0	0	0.00	0.00	2,240,157.62	-
2016	0	0	18.00	1,082,831.56	1,542,096.50	70.22%
2015	0	0	15.00	902,359.63	1,253,244.28	72.00%
2014	0	10	30.00	902,359.63	1,415,516.72	63.75%
2013	0	0	15.00	451,179.81	1,087,006.83	41.51%
2012	0	0	10.00	300,786.54	737,966.63	40.76%
2011	0	0	5.00	150,393.27	523,693.86	28.72%
2010	0	0	3.00	84,536.66	427,572.16	19.77%
2009	5	0	5.00	93,929.62	291,345.04	32.24%
2008	0	5	3.00	37,571.85	196,651.89	19.11%
2007	0	5	3.00	25,047.90	126,975.79	19.73%
2006	0	0	0.00	-	62,815.91	-
2005	0	5	4.00	21,477.60	50,961.66	42.14%
2004	0	0	3.80	20,403.72	42,078.43	48.49%
2003	0	0	3.30	17,719.02	33,727.51	52.54%
2002	0	0	3.20	17,182.08	29,680.94	57.89%

续表 3.2

年度	股利政策（每 10 股）			现金分红（万 元）	净利润(万元)	股利支付率
	送红股(股)	转增股（股）	派息（元）			
2001	0	0	3.00	16,108.20	27,281.13	59.05%
2000	0	5	4.00	14,318.40	25,487.01	56.18%
1999	0	0	4.00	13,008.00	22,916.12	56.76%
1998	0	0	4.00	13,008.00	21,178.08	61.42%
1997	0	10	0.00	-	19,835.87	-
1996	0	0	10.00	15,000.00	18,633.62	80.50%

数据来源：格力电器各年年报。

通过表 3.2 的数据首先可以看出，格力电器自上市以来除了 1997 年、2006 年和 2017 年没有以现金方式派息，以及在 2009 年除了进行现金分红外，还通过送红股向股东分红，其根本就是将税后利润转化成了股本。从表 3.2 也可以看出在其余年份，格力电器的股利支付率在一直保持较高的水平。

其次，观察 1999 至 2005 年格力电器分红派息情况可以看到，每十股派现金金额稳定维持在 3 元到 4 元之间，同样，股利支付率也保持在 40%到 60%之间，说明当时格力经营状况较为稳定；2007 年和 2008 年格力电器采用转增股和派现相结合的方式分红，说明当时格力电器有足够的资金且盈利状况良好，能够给投资者较好的资金回报。

最后，就股利支付率来看，格力电器从 2011 年的 28.72%增长到近年来的最高值即 2015 年的 72%仅用了短短四年的时间。现金分红金额从 523,693.86 到 2015 年的 1,253,244.28,增长了近 2.4 倍。虽然 2017 年公司受 2018 年经营战略的影响未进行分红，但在 2018 年和 2019 年格力电器仍然持续以往高股利支付率的政策，并在 2018 年半年度和年度进行了两次现金股利分配，年度股利支付率达到了 48.21%，显示了格力电器连续且稳定的股利政策。

### 3.2.2 同行业股利政策比较

为突出显示格力电器股利政策的特征,本文选取同行业三家上市时间十年以上且具有相当规模的公司作为对比公司。近十年各公司每十股派现金额如表 3.3 所示:

表 3.3 2010-2019 年每十股派现金额行业内公司对比

	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
格力电器	3	5	10	15	30	15	18	-	15	12
海尔智家	1	1.7	3.7	4.6	4.92	2.12	2.48	3.42	3.51	3.75
长虹美菱	0.5	0.5	0.5	0.6	0.6	0.6	0.6	0.6	0.6	0.5
海信家电	2	-	3.7	3.65	3.25	3.4	4.04	4.40	3.03	3.95
行业平均	3.2	2.8	2.4	2.6	2.3	2.6	2.8	1.8	1.8	1.7

数据来源:各公司年报及同花顺财经网整理所得。

由表 3.3 可以看出,对比近十年每十股派现金额,格力电器远超其他三家公司。分析行业均值看出,格力电器 2014 年每十股派现 30 元甚至达到了行业均值每十股 2.3 元的十倍以上,其他各年也遥遥领先。总体来说,格力电器派现状况处于稳定的高水平。

再将格力电器股利支付情况与同行业及 A 股市场上的所有上市公司进行对比,如表 3.4 所示:

表 3.4 近 5 年格力电器与 A 股市场、白色家电行业<sup>①</sup>股利支付率对比

主体	股利支付率 (%)						平均股利支付率 (%)
	2014	2015	2016	2017	2018	2019	
格力电器	63.75	72.00	70.22	0.00	48.21	29.23	41.42
所有上市公司	29.47	19.28	22.45	25.85	27.39	31.75	23.37
白色家电行业	34.78	33.63	29.50	59.92	33.95	33.14	37.66

数据来源：格力电器近年年报及同花顺财经网。

由表 3.4 看出，格力电器 2014 年、2015 年、2016 年股利支付率明显处于优势地位，分别是同行业的 1.83 倍，2.14 倍，2.38 倍。这说明在此期间，格力电器现金充足，相较对外投资，格力电器更愿意将多余的资金以现金股利的形式回馈股东。2017 年则将资金用于转型升级和扩大市场份额，2019 年格力电器将留存资金用于实施公司的扩张型战略导致股利支付率有所下降。就近五年平均股利支付水平来说，格力电器高于 A 股市场所有上市公司和白色家电行业上市公司。

通过梳理格力电器上市以来各年分红派息情况并对比行业内其他上市公司发现，格力电器股利分配情况连续多年稳定在高水平，符合国内学者关于“高派现”特征的界定，因此，本文认为，格力电器股利政策表现为“高派现”。

<sup>①</sup>是指人们对于生产白色家电产品（如空调、洗衣机、电冰箱等）的企业统称。

## 4 格力电器高派现股利政策影响因素

格力电器连续多年选择的高比例的现金分红政策是由多种因素的共同作用导致的。相关因素不仅存在于公司内部，也体现在外部环境和国家政策的制定方面。本章从多个不同的视角展开分析。

### 4.1 内部因素分析

#### 4.1.1 财务业绩

财务业绩的好坏会直接决定公司当年是否要进行股利分配以及分配股利的程度。针对格力电器财务业绩对其股利政策产生的影响，本文将从不同角度展开分析，包括：自由现金流量、盈利能力、偿债能力、营运能力、发展能力。

##### 1. 自由现金流量

上市公司自由现金流量的多少是分红能力大小的标志，只有公司各项活动带来充足的现金流才能保证给投资者较高的股利分配水平。一般来说，公司派息能力与其自由现金流量呈现正相关关系。当自由现金流量较多时，公司股利支付能力会随之增强，当自由现金流量减少时，股利支付能力也会相应下降。本文选取格力电器近五年自由现金流量及其构成要素的变化情况与现金分红总额、股利支付率对比分析自由现金流量给股利支付能力带来的影响，如表 4.1 及图 4.1 所示。自由现金流量指由公司经营活动现金流量与资本性支出的差值。资本性支出具体指合并现金流量表中列示的“构建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金”。

表 4.1 格力电器自由现金流量、净利润、现金分红及股利支付率对比分析（单位：万元）

	2015	2016	2017	2018	2019
经营活动现金 净流量	4,437,838.18	1,458,995.21	1,635,853.82	2,694,079.15	2,789,371.41
资本性支出	288,451.13	327,693.60	242,480.70	383,754.92	471,318.80
自由现金流量	4,149,387.05	1,131,301.61	1,393,373.12	2,310,324.23	2,318,052.61
净利润	1,262,373.26	1,556,645.37	2,250,859.90	2,620,278.77	2,469,664.14
现金分红总额	902,359.63	1,082,831.56	0.00	1,263,303.48	721,887.71
股利支付率	72.00%	70.22%	0.00%	48.21%	29.23%
股利支付占自 由现金流比例	21.75%	95.72%	0.00%	54.68%	31.14%

数据来源：格力电器各年年报计算整理。

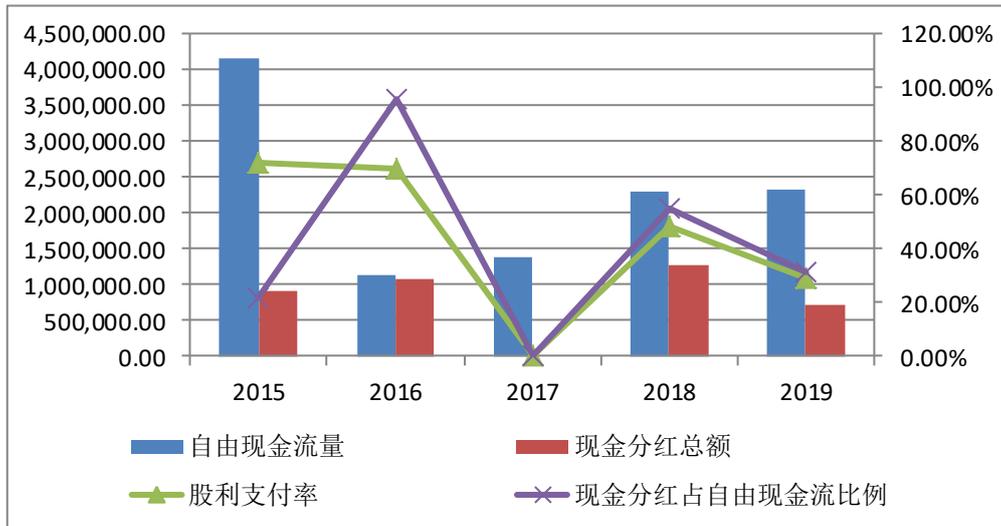


图 4.1 格力电器自由现金流量与股利支付情况对比

通过分析表 4.1 及图 4.1 可以看到，格力电器近五年中 2015 年自由现金流量呈现最大值 4,149,387.05，这主要得益于格力电器当年巨大的经营活动现金流量。格力电器 2015 年经营活动现金流量达 4,437,838.18，是其他年度的 2 倍左右。同时，当年股利支付率达到近五年峰值 72%，说明格力电器的高自由现金

流量对股利支付水平起带动作用。

总体来看自由现金流量的变化趋势，格力电器该指标在 2016 年出现下滑后呈现上升趋势；观察现金分红占自由现金流量的比率发现，充裕的自由现金流量是格力电器保持高分红的基础，尤其是在 2016 年，格力电器现金分红占自由现金流量的比例高达 95.72%，而在 2015 年现金分红占自由现金流量比例较小的原因在于当年股利支付率高达 72%的同时，公司经营活动带来了巨大的自由现金流量。综合分析得知，格力电器将其自由现金流量实现了有效利用，充裕的现金为格力电器高派现行为提供了坚实的保障。

## 2. 盈利能力分析

盈利能力是上市公司利用各项资产获取利益能力的反映，是投资者在选取投资目标时的判断依据，因为一个公司只有在盈利的条件下才有可能进行现金分红以对投资者做出回报。因此，盈利能力也是影响公司制定和实施股利政策的重要考虑因素。本文通过分析格力电器 2015 年至 2019 年盈利能力指标判断盈利能力对股利政策的影响，分别代表资本盈利能力、产品盈利能力和股东盈利能力，具体如表 4.2 和图 4.2 所示：

表 4.2 格力电器 2015 年-2019 年各项盈利能力指标分析

	2015	2016	2017	2018	2019
净利润（万元）	1,263,373.26	1,556,645.37	2,250,859.90	2,620,278.77	2,469,664.14
净资产收益率	26.68%	28.62%	34.16%	28.70%	25.73%
销售净利率	12.91%	14.33%	15.18%	13.31%	12.53%
基本每股收益(元/股)	2.08	2.56	3.72	4.36	4.11

数据来源：格力电器各年年报数据计算整理。

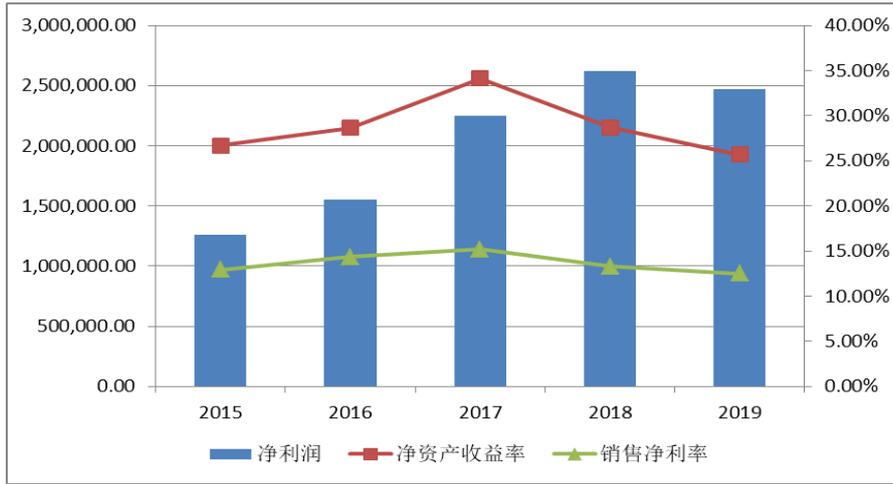


图 4.2 格力电器盈利能力指标变化趋势

由表 4.2 和图 4.2 数据可以看出，格力电器 2015 年至 2019 年净利润呈现上升的变化趋势，净资产收益率和销售净利率变化较为平稳，说明格力电器近五年资本盈利能力和产品盈利能力保持稳定。对比格力电器每股收益的变化趋势看出，近五年保持上升趋势，这表示格力电器股东获得了较好的报酬。

为了能更加清晰的看出格力电器盈利能力对其现金分红水平的影响，本文选取格力电器销售毛利率、销售净利率、净资产收益率与白色家电行业各年均值进行对比，结果如表 4.3 所示：

表 4.3 格力电器盈利能力指标与白色家电行业对比

指标	主体	2015	2016	2017	2018	2019
销售毛 利率	格力电器	32.46%	32.70%	32.86%	30.23%	27.58%
	行业均值	27.55%	29.10%	27.55%	27.87%	29.14%
销售净 利率	格力电器	12.91%	14.33%	15.18%	13.31%	12.53%
	行业均值	8.58%	9.29%	8.33%	7.48%	3.03%
净资产 收益率	格力电器	26.68%	28.62%	34.16%	28.70%	25.73%
	行业均值	19.64%	20.95%	22.47%	20.11%	7.40%

数据来源：格力电器各年年报及同花顺财经网数据整理计算。

通过表 4.3 看出, 格力电器各年销售毛利率虽然有下降的趋势, 但是与行业均值相比仍保持在较高水平; 对比销售净利率, 格力电器较行业均值存在明显优势, 说明格力电器产品盈利能力强大, 这主要来自于格力电器独特的营销模式。随着经营范围的不断拓展, 股份制区域销售公司渐成规模, 格力电器把诚信理念贯穿生产营销的各个环节中来, 大力开拓终端销售渠道并积极宣传, 引导经销商拓展促销活动, 进一步提高了市场份额和公司知名度。目前, 格力电器致力于线上销售渠道的扩建, 并在此基础上利用云平台适时掌握库存产品的大数据分析。通过低库存的预警信号来推动产品生产, 有助于格力电器优化库存结构, 降低滞销带来的风险。

净资产收益率代表公司运用自有资本获取利润的效率。由表 4.3 数据看出, 格力电器各年净资产收益率指标都在行业均值以上且呈现上升趋势, 表示格力电器投资获得了较好的回报。同时, 本文选取同行业海尔智家、海信家电、长虹美菱三家代表性上市公司对比近五年净资产收益率, 如表 4.4 所示:

表 4.4 净资产收益率对比分析表

	2015	2016	2017	2018	2019
格力电器	26.68%	28.62%	34.16%	28.70%	25.73%
海尔智家	18.95%	19.10%	21.50%	18.88%	19.12%
海信家电	15.49%	24.23%	34.71%	19.79%	22.21%
长虹美菱	0.78%	4.32%	0.64%	0.77%	1.13%

数据来源: 各公司各年年报数据整理计算。

通过表 4.4 数据看出, 近五年格力电器净资产收益率水平位于四家上市公司前列, 各年均保持在 25%以上, 显示出格力电器运用自有资本获取利润的能力强大。综合格力电器各项盈利能力指标来看, 基本都处于行业较高水平, 为格力电器高额发放现金股利提供了有利条件。

### 3. 偿债能力分析

公司的偿债能力通过影响公司的资金状况间接影响派息水平。偿债能力能否

满足高现金股利支付率以及现金股利支付能力是否与偿债能力相匹配都是上市公司在选取和实施股利政策时需要重点考虑的因素。本文选取两项代表偿债能力的指标与白色家电行业均值对比分析格力电器偿债能力，如表 4.5 所示：

表 4.5 格力电器 2015 年—2019 年偿债能力指标与行业均值对比

指标		2015	2016	2017	2018	2019
流动比率	格力电器	1.07	1.13	1.16	1.27	1.26
	行业均值	1.29	1.25	1.29	1.33	1.33
资产负债率	格力电器	69.97%	69.89%	68.92%	63.11%	60.41%
	行业均值	57.32%	60.86%	62.89%	61.27%	60.10%

数据来源：格力电器年报及同花顺财经网数据整理计算。

由表 4.5 看出，格力电器 2015 年至 2019 年的流动比率呈现上涨的趋势，表示短期偿债能力有所改善。但由于其各年指标都处在白色家电行业平均水平之下，表示格力电器的流动负债偏高，同时流动资产偏低。同时，虽然格力电器资产负债率呈现逐年下降的趋势，但其指标各年都在家电行业均值以上，说明格力电器的长期偿债能力较行业均值还有待提升。针对这种情况，本文对格力电器负债构成要素进行深入剖析，如表 4.6 所示：

表 4.6 格力电器 2015 年—2019 年负债构成要素占比

年份	2015	2016	2017	2018	2019
负债总额（亿元）	1131.31	1274.46	1474.91	1585.19	1709.25
无息负债 <sup>①</sup> （亿元）	398.42	486.91	584.63	596.15	751.68
无息负债占比（%）	35.22	38.21	39.64	37.61	43.98

数据来源：根据各公司年报数据整理所得。

<sup>①</sup> 是指应付账款、应付票据以及预收账款的合计。

从表 4.6 中可以看出, 格力电器近五年无息负债占比一直维持在 35%以上, 尤其是 2019 年达到了负债总额的 43.98%, 占负债总额的比重较高。除去无息负债所占的比重, 有息负债比重仅在 65%以下。无息负债在使用过程中不用承担利息费用, 由此带来的财务风险也较小。这表明虽然整体资产负债率较高, 偿债能力不及行业平均水平, 但是负债构成要素中无息负债占比较大, 格力电器利用上下游企业关系使生产经营所需资金有稳定的来源, 也为高派现股利政策的实施提供了便利。

#### 4. 营运能力分析

本文选取代表营运能力的各项指标对比分析格力电器和海尔智家 2010 年至 2019 年营运能力, 挖掘公司营运能力分红程度的影响, 如表 4.7 所示:

表 4.7 格力电器与海尔智家营运能力指标对比

指标		2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
总资产	格力电器	1.04	1.11	1.04	1.00	0.97	0.61	0.63	0.75	0.85	0.74
周转率	海尔智家	2.37	2.06	1.79	1.56	1.35	1.19	1.15	1.13	1.15	1.13
总资产 额（亿 元）	格力电器	656.0 4	852.1 1	1075. 68	1337. 68	1562. 31	1616. 98	1823. 74	2149. 88	2512. 34	2829. 72
	海尔智家	318.2 8	397.8 3	496.8 8	610.9 2	823.4 8	759.6 0	1314. 69	1571. 64	1680. 92	1874. 54
应收账 款周 转 率	格力电器	3.45	2.86	2.81	2.83	2.72	2.76	4.27	4.18	4.85	7.60
	海尔智家	8.71	7.28	6.09	4.91	4.25	4.43	5.31	6.18	7.31	8.09
存货周 转 率	格力电器	5.45	4.69	4.21	5.30	8.10	7.31	7.88	7.78	7.56	6.51
	海尔智家	17.52	11.81	9.14	9.25	8.92	8.02	6.90	5.98	5.93	5.57
流动资 产周 转 率	格力电器	1.25	1.32	1.28	1.27	1.25	0.83	0.83	0.95	1.08	0.97
	海尔智家	3.32	2.68	2.25	1.94	1.63	1.57	1.91	2.02	2.01	2.06
固定资 产周 转 率	格力电器	11.93	12.57	9.74	8.88	9.52	6.45	6.55	8.45	11.06	10.58
	海尔智家	21.55	19.11	16.27	16.11	14.29	11.66	9.94	10.09	10.98	10.43

数据来源：各公司历年财务报表。

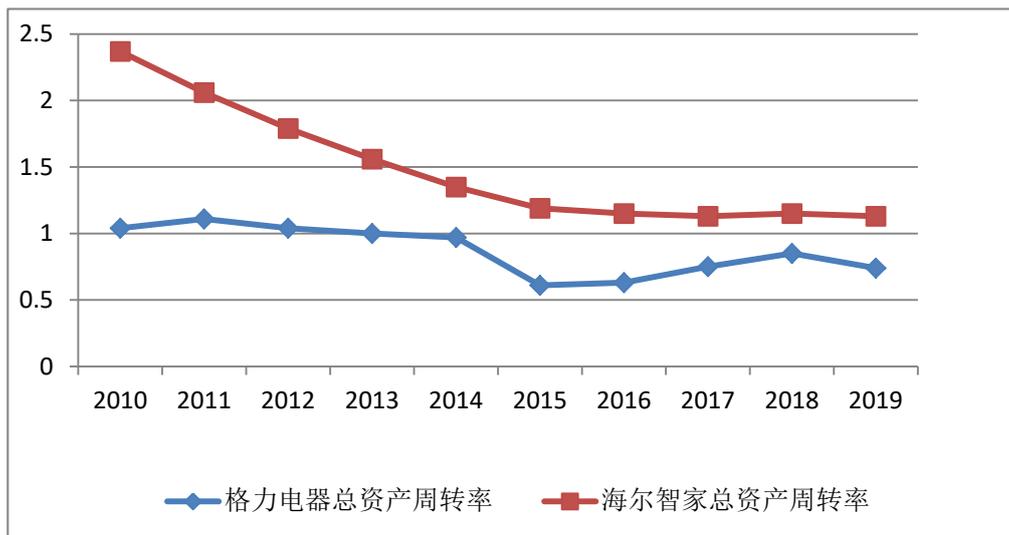


图 4.3 总资产使用效率对比图

#### (1) 总资产使用效率

通过表 4.7 看出，格力电器 2010 年至 2019 年总资产额大幅增加，从 2010 年的 656.04 到 2019 年的 2829.72，增长了 4 倍多；海尔智家虽然总体保持增长趋势，但 2015 年却下滑了 63.88 亿元。综合两公司总资产和盈利能力来看，格力电器资产的增加为公司的生产经营提供了更为坚实的保障。

对比两公司的总资产使用效率看出，海尔智家的总资产周转率近十年都高于格力电器，显示出海尔智家总资产利用率高于格力电器。纵向来看，格力电器和海尔智家总资产周转率都是逐年下降的趋势，说明家电行业开始迈入成熟期。由图 4.3 看出，格力电器和海尔智家总资产周转率的差距在逐渐缩小，说明格力电器总资产使用效率得到了改善。结合总资产周转率和分红派息情况可以看出，格力电器在 2010 年到 2015 年之间总资产周转率保持稳定的同时股利支付率快速增长，到 2015 年股利支付率达到峰值 72%，同时每十股派现金额也成倍增加。总资产规模的扩张为格力电器促进了格力电器营运能力的提升，为高派现政策的实施提供了资金基础。

#### (2) 分项资产使用效率

由表 4.7 看出，格力电器应收账款周转率呈现上升趋势的同时低于海尔智家应收账款周转率，说明格力电器应收账款收款周期在缩短但仍有提升的空间。存

货周转率整体低于海尔智家存货周转率,说明海尔智家存货的生产及销售周期短于格力电器。固定资产周转率表示公司固定资产的使用效率,对比发现,海尔智家近十年固定资产周转率较高,说明海尔智家固定资产得到了有效利用,固定资产管理体系较为完善。

综合以上分析来看,就公司营运能力对股利政策的影响,总资产规模的增加和使用效率的改善为高派现行为提供了保障;而各分项资产的周转情况对股利政策选取的影响程度不大。

### 5. 成长能力分析

本文选取反映公司成长能力的各项指标每股收益同比增长率、营业收入同比增长率、净利润同比增长率、净资产收益率同比增长率,选取对比公司海尔智家与格力电器对比近十年成长能力指标,如表 4.8 所示:

表 4.8 成长能力对比

指标	主体	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
每股收益同比增长率	格力电器	-1.94	22.37	32.80	46.15	30.47	-11.49	23.08	44.75	17.20	-5.73
	海尔智家	76.95	-34.08	21.56	25.78	13.43	-24.44	17.00	37.36	6.80	5.67
营业收入同比增长率	格力电器	42.34	37.61	19.44	19.45	16.13	-29.05	10.81	36.93	33.62	0.03
	海尔智家	37.57	13.86	8.13	8.30	2.51	-7.41	32.59	33.68	12.17	9.05
净利润同比增长率	格力电器	46.77	22.49	40.93	47.32	30.23	-11.47	23.06	44.88	16.98	-5.76
	海尔智家	47.07	20.09	21.54	27.49	19.59	-19.42	17.03	37.37	7.71	9.66
净资产收益率同比增长率	格力电器	9.99	-7.46	-7.23	13.91	1.99	-17.74	8.56	19.29	-15.99	-21.86
	海尔智家	94.65	11.32	-8.94	-1.93	-20.67	-17.08	0.81	12.53	-12.17	-9.25

数据来源:同花顺财经网。

由表 4.8 数据看出,格力电器每股收益同比增长率与海尔智家差别较大且格力电器每股收益同比增长率高于海尔之家,说明格力电器股东获取利润的能力增长较快。对比营业收入同比增长率看出,除 2015 年、2016 年、2019 年外,其余各年格力电器该指标均高于海尔智家。结合两公司净利润同比增长率对比看出,格力电器同样处于优势地位。与分红情况结合来看,格力电器近十年每 10 股派现金额是海尔智家的 3-6 倍;而格力电器净资产收益率指标较海尔智家增长缓慢,该指标的变化情况对股利政策的选取影响不大。综合以上分析,影响上市公司现金分红水平的成长能力指标有每股收益同比增长率、营业收入同比增长率、净利润同比增长率。

以上对格力电器近年来的财务业绩分析发现,上市公司想要采取高比例的分红政策,首先要考虑公司整体财务状况,在盈利状况良好的情况下有充足的自由现金流量支持大量的资金流出用于发放股利;其次,应合理保证公司的偿债水平和应对未来风险的能力;此外,公司的营运能力和成长能力也对股利政策的选取有一定程度的影响。财务状况不仅是决定上市公司是否有足够的 ability 发放高额现金股利的重要因素,更是吸引投资者再融资的强大武器。格力电器的高派现政策来自于其多年来有序的经营管理和良好的盈利能力以及由此带来的充足的现金流量。

#### 4.1.2 企业生命周期

观察格力电器股利政策发现,格力电器在保持高派现股利政策实施的同时,也存在股利支付率变化不稳定的状况,这种状况可以从生命周期的视角展开分析。

企业生命周期理论动态分析了一个企业在存续过程中所遇到的风险、机会以及挑战。公司可以通过不同周期所具备的特点提前判断所处的生命周期以合理避免将要面临的风险,抓住适当的机会制定合适的发展战略。我国家电业兴起自 20 世纪 80 年代,从最开始的传统家电到目前的数字化智能家电,已经发展了 40 年。21 世纪以来,家电行业迎来了一个 10 年之久的高速发展阶段,在企业数量、产品数量、产品质量等多个方面都有了很大程度的提升。在此之后,市场对家电

的需求逐渐下降，传统家电企业纷纷开启转型之路。预示着我国家电企业开始进入成熟期，部分面临衰退期。不同生命周期阶段的特征如表 4.9 所示：

**表 4.9 我国家电企业不同生命周期阶段所具备的特征**

时期	发展阶段	特征
20 世纪 80-90 年代	初创期	竞争对手少、销售费用高、净利润低、公司规模小、经营风险大
21 世纪初	成长期	市场扩大、竞争日益激烈、获利能力提升、公司争夺市场份额
2010 年以后	成熟期	经营状况维持稳定，公司需要寻找机会提高投资报酬率

资料来源：根据 Ichak Adizes 的《企业生命周期》整理。

关于公司处于生命周期各阶段的划分标准，目前仍有较多争议。本文结合我国上市公司常用的营业收入同比增长率和净利润同比增长率作为不同阶段划分的标准。如表 4.10 所示：

表 4.10 格力电器营业收入、利润与行业均值对比

年度	净利润同比增长率 (%)		营业收入同比增长率 (%)	
	格力电器	行业均值	格力电器	行业均值
2006	36.42	-168.22	44.18	9.51
2007	83.56	16.95	44.33	20.84
2008	54.87	54.25	10.58	-2.64
2009	48.15	63.52	1.01	16.13
2010	46.76	-250.02	42.33	42.05
2011	22.48	34.53	37.60	17.82
2012	40.92	-5.62	19.43	0.32
2013	47.31	48.55	19.44	26.85
2014	30.22	28.41	16.12	2.40
2015	-11.46	10.50	-29.04	0.90
2016	23.05	62.53	10.80	1.80
2017	44.87	53.29	36.92	113.69
2018	16.97	-49.99	33.61	39.00
2019	-5.75	-33.79	0.02	2.10

数据来源：根据格力电器年报和同花顺数据中心计算整理。

由表 4.10 可以看出，相比白色家电行业平均指标，格力电器净利润增长率和营业收入增长率在 2011 年以前整体高于行业均值，这表示此时格力电器处在成长期，资金流向更多地偏向扩大再生产以增大企业规模增强竞争力。而在 2011 年以后各年，格力电器净利润增长率和营业收入增长率基本位于行业均值之下，这表示 2011 年以后格力电器开始迈入成熟期。一方面，进入成熟期以后，公司规模达到一定程度，筹资能力增强，有条件获取更多的外部资金满足各项生产经营活动，同时公司盈利能力强大，投资回报率较高，有较多的资金积累用于股利支付。另一方面，尽管处在成熟期的格力电器净利润和营业收入都处于较高水平，但出于风险的考虑，公司有较大的可能将剩余资金用于股利支付。表 4.10 的数

据显示发展成熟的格力电器股利支付率有明显的增长，符合生命周期理论的描述。特别是在 2015 年，格力电器在净利润和营业收入都有所下降的情况下，股利支付率却快速增长达到近年峰值，反映出格力电器内部完善有序的运营状况。

### 4.1.3 股权结构

#### 1. 股权集中度

本文总结了格力电器自上市以来的第一大股东持股比例，如表 4.11 所示：

表 4.11 格力电器第一大股东持股比例与股利支付率对比 (%)

年度	第一大股东持股比例 (%)	股利支付率 (%)
2019	18.22	29.23
2018	18.22	48.21
2017	18.22	-
2016	18.22	70.22
2015	18.22	72.00
2014	18.22	63.75
2013	18.22	41.51
2012	18.22	40.76
2011	19.45	28.72
2010	19.45	19.77
2009	19.45	32.24
2008	22.58	19.11
2007	22.58	19.73
2006	40.84	-
2005	50.28	42.14
2004	50.28	48.49
2003	50.28	52.54
2002	50.28	57.89
2001	50.28	59.05
2000	50.28	56.18
1999	55.35	56.76
1998	55.35	61.42
1997	60.00	-
1996	60.00	80.50

资料来源：格力电器年报。

从表 4.11 中可以看出,格力电器上市早期第一大股东持股比例较大,达 50% 以上,当时股利发放率也较高。1996 年以来至 2010 年以前,第一大股东的持股比例有明显的下降趋势,股利支付率也随之下降,这一阶段股权集中度对股利政策的选取影响较为明显;2010 年开始到 2019 年,第一大股东持股比例的变动程度较小,2012 年以后保持 18.22% 不变,在此期间,股利支付率呈现先上升后下降的变化规律,这一阶段格力电器股权集中度对股利政策的影响程度较小。由此可见,格力电器第一大股东持股比例即股权集中度对股利政策的选取在不同时期产生不同程度的影响。

## 2. 高管持股情况

本文搜集了 2019 年格力电器高管分别持有公司股票的数量,如表 4.12 所示:

表 4.12 格力电器高管持股情况

姓名	职务	持股数量	姓名	职务	持股数量
董明珠	总裁	4448.85 万股	庄培	副总裁	595.52 万股
黄辉	执行总裁	738.00 万股	谭建明	副总裁	129.73 万股
望靖东	副总裁	88.47 万股	刘俊	监事会主席	2 万股
段秀峰	监事	79.55 万股			

数据来源:格力电器 2019 年年报。

从表 4.12 可以看出,在格力电器的现任高管中,董明珠持股比例最多,2019 年高达 4448.85 万股,占总流通股比例的 0.74%。2019 年格力电器实施每十股派息 12 元的现金分红政策,现金分红总额达 72.19 亿元。作为格力电器总裁及大股东,董明珠在此次分红中获得了较多的个人资金流入,共计人民币 5341.97 万元。由 2019 年年报数据显示,当年董明珠作为董事长的报酬为 865 万人民币。取得的现金分红 5341.97 万元相当于董明珠六年多的年薪。自 2012 年董明珠任总裁一职以来,格力电器每十股派息金额和股利支付率都稳定在较高水平,这说明上市公司高管持股情况对高派现政策的实施也有一定作用的影响。

综合以上两方面的分析可以看出,格力电器股权集中度对高派现政策产生影

响的同时持股比例较高的高管人员会倾向于以高比例的现金分红增加个人收入。

#### 4.1.4 资本结构

本文首先采用杜邦分析法与海尔智家对比分析格力电器 2019 年净资产收益率。如表 4.13 所示：

表 4.13 2019 年净资产收益率构成指标

指标	格力电器	海尔智家
净利润（亿元）	246.97	82.06
销售收入（亿元）	1,981.53	2,007.62
资产总额（亿元）	2,829.72	1,874.54
负债总额（亿元）	1,709.25	1,224.64
平均资产总额（亿元）	2462.80	1236.83
资产负债率（%）	60.40	65.33
销售净利率（%）	12.64	4.09
资产周转率（次）	0.80	1.62
总资产收益率（%）	10.17	6.64
权益乘数	2.53	2.88
净资产收益率（%）	25.73	19.12

资料来源：各公司 2019 年年报。

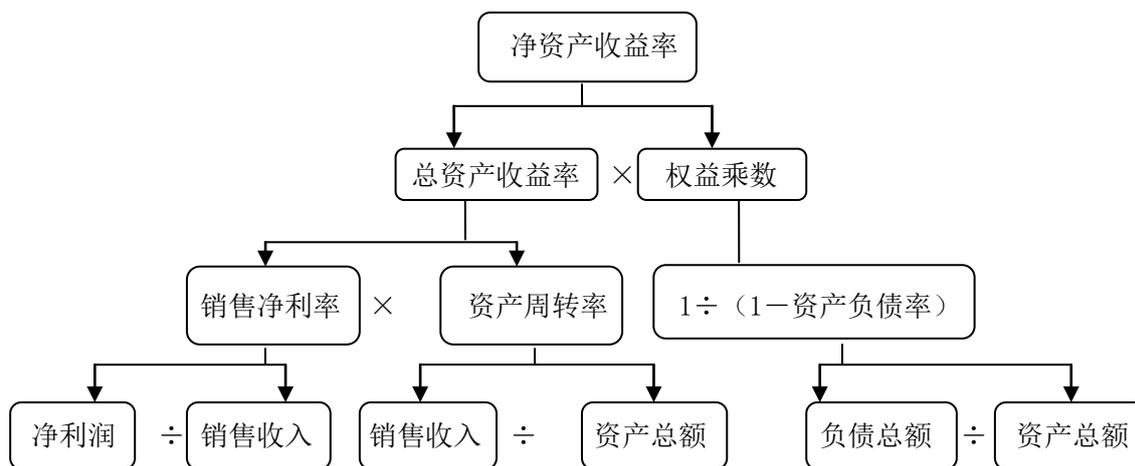


图 4.4 杜邦分析法图示

通过杜邦分析法分解分析格力电器与海尔智家 2019 年净资产收益率可知，较海尔智家，格力电器明显处于优势地位。通过净资产收益率的分解指标可知，格力电器权益乘数处于较低水平，说明其 2019 年负债率较低；但是总资产收益率较高，两者共同影响使得格力电器的净资产收益率较高，而较高的总资产收益率来自于较高的销售净利率。从表 4.12 中可以看出，格力电器 2019 年销售净利率达到了对比公司海尔智家的 3 倍以上，这表示格力电器 2019 年盈利状况较海尔智家良好。

对比分析格力电器近十年资本结构对股利政策的影响，结果如表 4.14 所示：

表 4.14 格力电器近十年资本结构及股利政策变化

年份	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
资产负债率 (%)	78.64	78.43	74.36	73.47	71.11	69.96	69.88	68.91	63.10	60.40
股利支付率 (%)	19.74	26.88	40.49	41.55	63.75	72.00	70.22	0	48.21	29.23
每十股派现金额 (元)	3	5	10	15	30	15	18	-	15	12

数据来源：格力电器年报。

根据表 4.14 发现，近十年格力电器资产负债率呈下降趋势，股利支付率和每十股派现金额呈上升趋势，说明当格力电器资产负债率较低时，更倾向于高股利支付率。

## 4.2 外部因素分析

公司在选取股利政策时，除了考虑内部各项因素外，还要根据外部政策环境、市场状况、科技发展等作出综合考虑。本文在分析格力电器高派现的内部影响因素的基础上，总结外部宏观环境因素进一步研究。

### 4.2.1 股权分置改革

股权分置改革是由中国证监会在 2005 年发布的平衡流通股股东和非流通股股东之间利益的政策。格力电器紧跟国家政策号召，是家电行业最先实行股权分置改革的公司，于 2005 年 12 月编制股权分置改革说明书，并于 2006 年起开始实行股权分置改革，首先是将国有股实现流通，提升国有股的价值并为进一步改革提供基础。其次，格力电器通过向公司中高层管理者出售股份的方式消除了股权分置改革的内部阻力，增加了管理层改革的决心。最后，格力电器将公司股份的 10% 出售给京海担保有限责任公司，使其位居公司第二大股东，也促进了公司后来多元化战略的实施。通过此次股权分置改革，格力集团对格力电器的持股比例下降了近一半，这次改革有利于实现国有股的流通，一定程度上增强了公司治理水平，发挥了市场的资源配置作用，提升了可持续发展的能力。此次股权分置改革中实施的送股、扩股、派现等方案促进了高派现政策的实施。

### 4.2.2 半强制分红政策

我国证监会出台的半强制分红政策有利于引导上市公司结合自身资金利用的情况实施合理的股利政策。首先上市公司只有在分红的条件下才能申请再融资，让一些公司不得不派发现金股利。其次，明确了处于不同发展阶段的上市公司适用于不同的派息制度。

根据证监会的决定，格力电器若想通过再融资来支持其多元化战略的实施，就必须满足最近三年分红金额合计超过三年平均可分配利润的 30%。此后，2013 年证监会再次颁布更为细致和具备可实施性的分红强制政策。其中，处于发展成熟阶段且无重大资金支出安排的公司，现金分红比例应达到分红当年所获利润总额的 80%以上，若有重大资金支出安排，则分红总额不低于当年所获利润总额的 40%。格力电器处于成熟期且有重大资金支出安排，所以分红总额应占利润总额的 40%以上。综合以上分析，证监会半强制政策的出台也是格力电器高派现政策的影响因素之一。

### 4.2.3 科技发展

随着李克强总理提出的《中国制造 2025》和“中兴事件”带来的反思，在全国科技发展创新的背景之下，截止 2020 年，中国智能家居市场规模达到 6000 亿元，白色家电的智能化率已达 45%，家电行业智能时代的到来使格力电器充分利用科技进步的有利条件，一定程度降低生产成本，提高盈利水平，从而有更多的盈余资金用于实施“高派现”政策。表 4.15 列示了白色家电行业部分公司拟实施和已实施的科技情况：

表 4.15 家电企业科技升级实施情况

公司名称	拟实施和已实施的技术
格力电器	2019 年格力电器已经将云平台的大量运用于库存管理中，通过对产品库存量的对比分析，掌控了销售数据的动态变化；并将线上销售渠道进一步扩展，增加了多个分销店铺。
海尔智家	海尔 2019 年通过构建“研发、生产、销售”为一体的平台，将公司内部资源不断优化，并对接全球，实现了全球化共享平台的建立。
美的集团	截止 2017 年，美的应用机器人的生产达到 2200 套，到 2022 年将增加至 7000 套。
海信家电	2019 年，海信家电继续实行技术为先的总体战略，并在注重发展科技的同时顾及到环保的重要性。
创维集团	2019 年，创维集团通过对 5G 等技术的应用形成了开放式生态模式的建立，并将创维家居融入了人工智能生态系统。

资料来源：各公司官网。

从表中资料可以看出，家电行业在技术升级改造和自主研发方面的措施越来越多，这在很大程度上提升了生产效率，提高了盈利能力。

## 5 格力电器实施高派现股利政策的效果

经过上文对影响高派现政策实施的各项因素研究表明,格力电器内部经营所取得的业绩及其治理能力有关的各项指标和所处的生命周期阶段以及股权分置改革、半强制分红政策以及科学技术的发展等外部因素共同影响了格力电器实施高派现政策。那么格力电器实施高现金股利政策会给公司带来怎样的效果?本章将从积极效果和消极效果两方面进行总结。

### 5.1 高派现股利政策的积极影响

#### 5.1.1 提高投资效率

研究高派现行为对公司投资效率的影响是反观高派现政策是否合理的主要依据。本文通过分析格力电器投入资本回报率(ROIC)变化情况来判断高派现股利政策对投资效率的影响,选取2014年至2019年投入资本回报率和股利支付率对比分析,结果如表5.1所示:

表 5.1 格力电器 2014 年—2019 年 ROIC

年度	2014	2015	2016	2017	2018	2019
ROIC (%)	26.18	23.71	24.82	29.57	26.25	21.86
股利支付率 (%)	63.75	72.00	70.22	0	48.21	29.23

数据来源:国泰安数据库。

从表 5.1 可以看出,格力电器近年来的投入资本回报率指标除了在 2016 年和 2017 年有所回升,其余年度都有所下降,整体呈下降的趋势,说明公司投资的价值有所降低。将投入资本回报率与股利支付率指标结合分析,如图 5.1 所示:

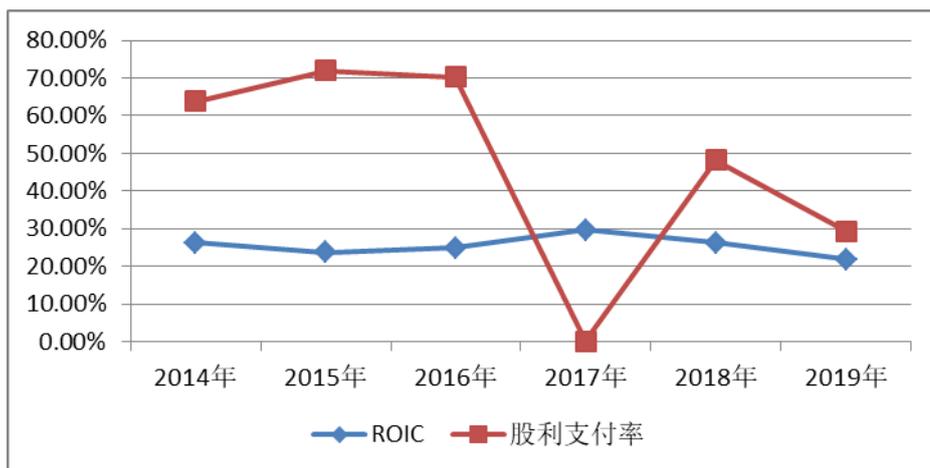


图 5.1 格力电器投资效率与股利支付率变化情况

图 5.1 反映出格力电器投入资本回报率变化趋势与股利支付率变化趋势大致相反。也就是说，当格力电器实施高派现股利政策时，投入资本回报率会趋于下降。这说明随着股利支付率的提高，即公司将一部分原本用于投资的资金用于发放现金股利时，这部分资金的使用效率将有所提升。

### 5.1.2 传递公司利好消息

根据信号传递理论，上市公司在不同阶段实施不同的股利政策会给市场上的投资者带来不同的影响。高股利支付率会向市场传递公司经营状况良好的信号，让投资者接受“业绩预期良好”的信息。那么格力电器多年来的高派现政策是否获得了投资者的欢迎？本文通过对比现金分红预案公告发布日和实施公告发布日前后股价变化的程度来说明这一现象，以对应的公告日前后五天作为研究的具体时间范围。超额收益率（AR）由当日实际收益率减去股票市场基本收益率所得。其中，基本收益率是指深证成指收益率，股价以当天收盘价为基准。如遇停牌，则向前或向后递推。

本文选取格力电器 2015 年至 2019 年的数据研究高派现给市场带来的效应，如表 5.2 和表 5.3 所示。其中，在 2015 年的股利政策公告日期间，正好处于通过股票发行募集资金来购买资产的停牌阶段，超额收益率数据无法获取，不做统计。表 5.2 为股利分配预案公告日超额收益率情况：

表 5.2 格力电器分红预案公告日超额收益率情况

窗口期	2016. 4. 29	2017. 4. 27	2018. 4. 26	2019. 4. 29	2020. 4. 30
- 5	停牌	- 0.68%	3.94%	-4.44%	1.79%
- 4	停牌	0.10%	2.31%	0.71%	-0.04%
- 3	停牌	0.94%	4.66%	-2.99%	-0.41%
- 2	停牌	3.36%	-1.24%	-0.63%	1.29%
- 1	停牌	-1.60%	-0.15%	-1.62%	0.31%
0	停牌	0.21%	-6.55%	3.77%	-0.62%
1	停牌	-1.78%	-3.61%	-3.77%	-4.28%
2	停牌	0.01%	2.36%	11.53%	-0.51%
3	停牌	-0.58%	0.19%	-9.46%	4.30%
4	停牌	0.39%	0.51%	-1.24%	2.52%
5	停牌	1.55%	-0.09%	0.30%	0.99%
[-1, -5]CAR	停牌	2.13%	9.52%	-8.97%	2.94%
[1, 5]CAR	停牌	3.01%	-0.64%	-2.63%	6.68%

数据来源：同花顺财经网数据搜集计算。

从表 5.2 中可以看出，除 2018 年以外，其余年度在公告当日的超额收益率几乎都有提升的趋势，说明当天股价较之前一天有所上涨；且公告日后累计超额收率大于公告日前累计超额收率，说明股票分配方案的公布在市场上引起的积极反应较为持续。

格力电器根据 2018 年经营计划和远期产业计划决定 2017 年不给股东分红，而是将经营所得用于发展多元化战略，以扩建生产基地、研发智能家电等。这一举动对 2018 年的股价造成严重影响。2017 年不分红事件发生前几日，超额收益率为正，甚至高达 4.66%，这说明投资者受当年盈利状况的影响对格力电器的股利政策呈乐观态度。而在 2018 年 4 月 26 日突然宣布不分红让超额收益率跌至低谷。公布不分红的当天，股价单日跌幅达 8.97%。这一现象是股民们通过股利政策对公司做出的判断和选择，也是市场对于公司股利政策变动的真实反映。

除了分红预案公告日引起的强烈反应之外，格力电器股利政策对分红实施公告日前后期间的股票收益率也会产生较大程度的影响。具体如表 5.3 所示：

表 5.3 格力电器分红实施公告日超额收益率情况

窗口期	2016. 7. 1	2017. 6. 29	—	2019. 7. 31	2020. 6. 4
-5	停牌	1. 19%	—	-0. 28%	1. 35%
-4	停牌	2. 61%	—	-0. 14%	-0. 65%
-3	停牌	-0. 07%	—	0. 62%	-1. 43%
-2	停牌	1. 97%	—	-1. 68%	0. 12%
-1	停牌	-1. 79%	—	0. 42%	-0. 09%
0	停牌	-0. 23%	—	0. 79%	2. 64%
1	停牌	1. 49%	—	-2. 12%	0. 53%
2	停牌	-1. 70%	—	0. 92%	3. 52%
3	停牌	-0. 96%	—	0. 76%	-1. 39%
4	停牌	-2. 35%	—	0. 28%	-1. 45%
5	停牌	-0. 16%	—	-0. 85%	-1. 23%
[-1, -5]CAR	停牌	3. 91%	—	-1. 06%	-0. 70%
[1, 5]CAR	停牌	-3. 69%	—	-1. 01%	-0. 02%

数据来源：同花顺财经网数据搜集计算。

从表 5.3 中可以看出，在现金分红实施的公告日，除了 2017 年 6 月 29 日即 2016 年的分红方案实施公告日的超额收益率为-0.23%，其余年度分红公告当日超额收益率都为正，说明近五年格力电器高派现政策实施公告当日受到了投资者的大力追捧。再来看累计超额收益率的变化，公告日后仍然领先于公告日前。

综合上述分析，格力电器近五年高派现政策的实施大都受到了较好的市场反应，即公告日后累计超额收益率都较公告日前有不同程度的增长。表示投资者对高派现政策是持欢迎态度的。

### 5.1.3 提升公司价值

托宾 Q 值被认为可以很好地衡量企业未来的业绩和成长趋势,由于格力电器流通股占比 100%且其高派现股利政策对股价影响程度较大,所以本文选取托宾 Q 值来衡量格力电器的公司价值。托宾 Q 值大代表企业未来有较好的发展前景。格力电器 2010 年至 2019 年托宾 Q 值的数据如表 5.4 所示(其中 2019 年的 T+1 年托宾 Q 值即 2020 年托宾 Q 值为目前所能搜集到的最新数据即 2020 年 9 月 30 日格力电器托宾 Q 值):

表 5.4 格力电器近十年托宾 Q 值

年度	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
T+1 年托宾 Q 值	1.37	1.47	1.48	1.44	1.54	1.52	1.92	1.49	2.00	1.75
股利支付率 (%)	19.77	28.72	40.76	41.51	63.75	72.00	70.22	0	48.21	29.23

数据来源: 国泰安数据库。

T+1 年托宾 Q 值和股利支付率的变化趋势对比如图 5.2 所示:

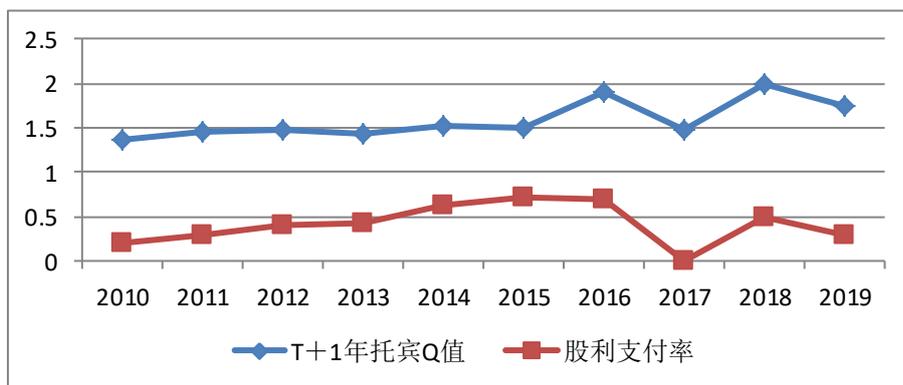


图 5.2 近十年格力电器托宾 Q 值与股利支付率变化情况

由表 5.4 和图 5.2 可以看出,格力电器 2010 年至 2019 年托宾 Q 值在 1 至 2 之间波动且大致呈上升趋势。2017 年不分红行为发生之后,2018 年托宾 Q 值迅速下降至 1.48;2018 年恢复分红后,2019 年托宾 Q 值又回升至 1.99,这些数据表明了股利支付率的变化导致的 T+1 年托宾 Q 值的变化。由托宾 Q 值的整体变化趋势可以看出近十年格力电器高现金股利发放水平给公司带来了有利影响,对企业价值的提升有促进作用,体现出格力电器的公司价值是受高派现政策的影响的。因此,就公司价值来说,格力电器的高水平的现金股利支付率提升了公司价值。

#### 5.1.4 保护股东权益

受我国资本市场发展的限制,加上投资者相关知识体系的欠缺,导致资本市场上大多数投资者沉迷短期利益而忽视长期利益。相比股票股利是股票所得和未来期间能够获取的收益,现金股利以货币的形式让投资者获取收益,是能够即刻获取的真实收入,是一种投资者普遍更愿意接受的较为稳定的分红方式。格力电器多年以来将经营所积累的资金以较高的比例分发给股东,说明了格力电器对公司经营发展有着清晰的战略规划,对公司的股东和投资者利益重点考虑;能够在满足公司未来经营发展所需资金的条件下,兼顾投资者利益,让投资者投入的资金获取相对较为安全的回报,很大程度上保护了股东的权益。

#### 5.1.5 降低代理成本

基于代理成本理论,当公司的管理者利益和股东利益存在不一致的情况时,负责公司运营的管理者往往会做出利己行为导致股东不满情绪的出现。随着公司业务的日渐繁杂,管理者可支配的活动增多,这种利益冲突很可能愈演愈烈。我国证监会股权分置改革政策的出台促使格力电器高管人员持有相当比例的股权。就 2019 年高层管理人员持股比例达到了所有流通股比例的 1%以上。这一行为把管理者利益和股东利益相联系,较大程度上减少了管理层损害股东利益的行为动机。在此背景下,格力电器历年来保持较高的股利支付率更让持股比例较大的高

层管理人员有了可观的个人资金流入。综合以上分析，格力电器股权激励政策和高派现政策的共同作用很大程度上限制了管理者对股东利益的侵害，降低了由股权过度分散、管理层过度自利所引起的损失，即代理成本。

### 5.1.6 促进公司与投资者关系

一个公司如果想要发展的长远稳定，就必须平衡好各方面的利益关系。其中，投资者是给公司提供资金支持的主体，与投资者之间关系的平衡至关重要，在短时间内获取投资者的支持和信任是上市公司需要重点考虑的问题。通过对格力电器股利政策的研究，本文认为高派现政策不失为一种便捷有效的途径。

格力电器的高比例现金分红用实际行动向投资者表示了公司一直重视投资者利益和为增加投资者收益做出的不懈努力，让投资者意识到对格力电器的投资是正确的决策，从而增加对公司未来经营和发展的信心，也更加愿意将资金投向格力电器。通过前文的分析可以看到，市场上对于这种高派现政策有十分良好的回应。通过高派现政策的实施，投资者开始支持公司做出的决策而不再做出投机的短视行为，愿意为公司的经营发展提供越来越多的资金支持，以在未来期间获取更多的投资报酬。这种行为为投资者和公司带来了良性循环，促进了公司和投资者之间的关系，即只要公司经营风险不高，投资报酬高于其在证券和银行获取的报酬，投资者就更有可能将资金投资于公司来支持公司经营管理活动。

## 5.2 高派现股利政策的消极影响及改进措施

### 5.2.1 高派现股利政策的消极影响

格力电器的高现金股利政策给格力电器带来较多正面效应的同时，造成了大量资金的流出，导致资产负债率上升，应对风险的能力减弱。本文总结了格力电器近年融资来源，如表 5.5 所示：

表 5.5 格力电器 2010 年—2019 年融资情况表

年度	吸收权益性 投资收到的 现金（亿元）	发行债券收 到的现金（亿 元）	取得借款收 到的现金（亿 元）	其他与筹资 活动有关的 现金（亿元）	融资总额（亿 元）
2019	3.27	0	212.68	0	215.95
2018	0	0	276.34	0.05	276.39
2017	0.90	0	216.10	1.60	218.60
2016	0	0	123.82	21.10	144.92
2015	0	0	83.61	0.00	83.61
2014	0	0	103.77	0.00	103.77
2013	0	0	23.94	0.00	23.94
2012	31.98	0	12.31	0.03	44.31
2011	0.026	0	49.10	31.14	80.27
2010	0	0	35.79	26.68	62.46

数据来源：格力电器各年年报。

由表 5.5 可知，格力电器除了 2011 年、2012 年以及 2019 年通过吸收投资方式收到现金（其中，2012 年受家电业整体环境影响，吸收了较多的投资资金），以及部分年度通过其他方式筹资之外，都是以借款的方式筹资，债务融资占比最大，是主要的融资方式，尤其是近几年格力电器取得借款收到的资金都达到百亿以上，这使得格力电器负债比率上升。按照优序融资理论，除了优先尝试自身内源资金外，债务融资是向外界获取资金的最先选择。但是，当对债务融资的依赖较大时，将很难再通过举债的方式获取资金，应对潜在风险的能力减弱。当公司预料之外的风险发生时，复杂的权益融资程序和相对较慢的速度难以应对突发风险。而且格力电器在对外负债的情况下仍将大量的资金用于发放现金股利，可能导致债权人存在不满情绪，进一步弱化筹资能力。

## 5.2.2 改进措施

针对格力电器高派现可能带来的财务风险，本文主要从调整负债结构、优化融资渠道、提高风险意识方面提供可能的改进措施。

### 1. 调整融资结构

除了内部生产经营活动带来的资金流入之外，外部资金的获取主要依靠股权融资和债权融资两种方式。格力电器上市以来共引入了6次股权融资，相对而言比例不是特别大。因此，格力电器可以考虑引入部分股权融资改变融资结构，调整资产负债率。高流动性的股票加上高派现政策的实施，可以作为格力电器吸引外部投资者的有利条件，从而引入更多的股权融资，优化公司融资结构。

### 2. 构建多元化融资体系

多元化体系的构建是公司对于外部融资风险的一种平衡机制。由格力电器财务报表可以看出，格力电器长期金融融资的次数较少、融资金额也较小；短期经营所需资金主要依赖上下游企业资金和银行借款来满足。因此可以通过引入优先股融资和债券融资发展多元化融资体系。

债券融资一方面可以优化公司资本结构，另一方面能够在一定程度上完善治理结构。与短期借款相比，债券融资获得的资金更加稳定，且资金用途没有严格的限制。与股权融资相比，债券融资的资金成本较低且能保护股权集中度。同时，债权融资还能够加大公司对财务杠杆的利用。我国债券发行需要满足较为严格的限制条件：第一，股份制公司的净资产额不得少于3000万元，通过发行债券获取的资金需低于发行当年净资产额的40%；第二，公司需要良好的营运状况和完善的治理结构；第三，最近三个年度年均可分配利润足以支付发行债券一年的利息。查阅格力电器2019年的年报数据可知，年末净资产为1120.48亿元，远远超过发行限度3000万元；而且截止2019年，格力电器目前还没有发行债券，所以发行债券额度的上限可以达到净资产的40%即448.19亿元；仅2019年一年营业净利润就高达248.27亿，明显足够支付债券一年的利息；此外，格力电器作为上市公司各项内部制度较为完善。综合以上分析，格力电器满足发行债券的一系列条件。至于相关定价及发行额度，应结合公司的具体情况加以制定。

根据所能获取到的最新数据，格力电器于 2020 年 3 月 1 日晚公告称其拟注册债务融资工具，并于 2020 年 4 月 15 日发行了 2020 年第一期超短期融资券，融资额度达到人民币 30 亿元。开启了格力电器债券发行的先河，拓宽了格力电器的融资渠道。

优先股是不同于债务融资和普通股融资的一种融资方式，有权享有公司剩余资产的同时无法对公司经营做出决策。所以，优先股融资方式不能影响公司的内部治理结构，但其资金使用成本却要高于债务融资。优先股的发行同时需要满足特定条件：第一，只有上市公司才可以发行优先股；第二，发行额度和发行数量都需要在上一年度普通股的一半以下。对于格力电器来说，上市已有 20 多年可以发行优先股。就 2019 年数据来说，格力电器最多可以通过优先股获取资金 123.59 亿元，可以发行优先股 30.07 亿股。关于优先股股利的支付以及发行有关的具体细节可以另做规定。根据信号传递理论的作用机制，当分发给优先股股东的回报较为持续且丰厚时，则表示公司经营各项能力都处于良好状况，当公司无法稳定地发放股利给优先股股东时，则表示盈利状况不稳定，不具备持久的盈利能力，投资者从而可能降低对公司经营发展良好的信心。同时发行时还需解决如何在股利支付和市场反应之间做好平衡的问题，至于赎回条件，格力电器可以根据负债情况灵活变动。

### 3. 优化风险评估体系

在改进格力电器融资模式的过程中要建立健全全面风险管控机制，预测即将发生的风险，及时处理已经发生的风险，杜绝造成更大程度的损失。此外，在竞争激烈的家电行业中，格力电器还应正确树立风险防范的意识，适当分散可能存在的风险。权衡好风险与收益之间的关系，培养全员风险防范意识，将风险防范渗透到生产经营过程中的每一个环节。

## 6 研究结论与启示

### 6.1 研究结论

本文采用案例研究法，从格力电器特殊的股利政策入手，在学习前人研究成果的基础上，总结格力电器近年来高派现股利政策的特征，并基于该种现象挖掘分析高现金分红背后的原因。在此基础上分析了格力电器实施高派现股利政策所带来的经济后果：有有利后果，也有不利后果，针对不利后果给出了可能改善的措施。具体的结论有：

第一，格力电器存在多年来持续发放丰厚的现金股利的特点。本文通过纵向和横向对比，深入分析了格力电器多年来实施的股利政策所表现出的特征，并就格力电器股利政策与我国相关政策对高派现政策概念的界定加以对比，结果表明格力电器股利政策符合“高派现”行为的概念界定。

第二，本文探究了格力电器高派现股利政策背后的动机和维持高派现政策实施的能力。首先是公司内部因素，影响格力电器制定高派现政策的公司内部因素有：财务业绩状况、公司治理结构还有格力电器目前所处的生命周期阶段；其次分析了外部环境因素对格力电器高派现股利政策的影响，包括：股权分置改革政策、半强制分红政策以及近年来科学技术的飞速发展。

第三，在总结格力电器实施高派现政策背后的原因的基础上，本文进一步分析了实施高派现政策给格力电器和资本市场带来的效应，包括积极效应和消极效应。积极的一面有：提高投资的整体效率、传递格力电器公司利好消息、提升格力电器公司价值、保护股东权益、降低代理成本以及促进公司与投资者之间的关系。消极的一面是高派现政策的实施带来的大量资金的流出会在一定程度上减弱公司的偿债能力、增加财务风险。

第四，针对格力电器高派现行为带来的消极后果，本文提出了可能的改进措施，包括：调整公司融资结构，适当引入一定比例的股权融资，构建较为全面的多元化融资体系，增强风险识别和规避的意识。

## 6.2 启示

本文通过对格力电器高派现行为的一系列分析，希望可以为相关高派现公司以及投资者等利益相关方和监管机构提供参考。

首先，提升上市公司分红的意识，增大对投入资金的回报。通过本文的分析可以看出，格力电器的高派现行为带来了较多的积极影响，获得了投资者的偏好，同时将国家相关按律法规落到了实处。希望通过本文的分析能够启示上市公司选取适合自身利益发展的股利政策的同时将大量投资者利益考虑在内。

其次，高派现政策的实施需要与公司实际情况高度匹配。上市公司在了解高派现行为为公司带来有利一面的同时，应当理性认识高派现行为，避免因大量资金的流出影响到公司的经营和未来发展。

最后，应加强对上市公司派息行为的市场监管。股利政策的制定和实施与公司现金流的多少、投融资情况以及股东和债权人利益等多个方面高度相关。有关公司股利政策实施的每一个环节都应当加强监管，防范风险。不管是内部相关部门还是外部监管者都应当提高警惕，对高派现实施过程中所有可能的风险加强管控，对可能出现的不良动机予以制止，为促进上市公司更加稳定的成长和资本市场长期健康的发展做出不懈努力。

## 参考文献

- [1] Anh Ngo, Hong Duong, Thanh Nguyen, Licm Nguyen. The effects of ownership structure on dividend policy: Evidence from seasoned equity offerings (SEOs) [J]. *Global financial Journal*, 2018, (15): 115-120.
- [2] Baker M, Stein J C, Wurgler J. What does the Market Matter? Stock Prices and the Investment of Equity-Dependent Firms [J]. *Quarterly Journal of Economics*, 2003, 118(3): 969-1005.
- [3] Bhattacharya S. Imperfect Information, Dividend Policy, and "The Bird in the Hand" Fallacy [J]. *Bell Journal of Economics*, 1979, 10(1): 259-270.
- [4] Easterbrook F H. Two Agency-Cost Explanations of Dividends [J]. *American Economic Review*, 1984, 74(4): 650-659.
- [5] Erhan Kilincarslan, Ozgur Ozdemir. Institutional investment horizon and dividend policy: An empirical study of UK firms [J]. *Finance Research Letters*. 2018, (24): 291-300.
- [6] Fama E F, French K R. Disappearing Dividends: Changing firm characteristics or lower propensity to pay? [J]. *Journal of Applied Corporate Finance*, 2001, (14): 1-13.
- [7] Franco Modigliani, Enrico Perotti. Protection of minority interest and the development of security markets [J]. *Managerial and Decision Economics*, 1997, 18(7): 519-528.
- [8] Gul S, Sajid M, Razaq N, et al. The Relationship between Dividend Policy and Shareholder's Wealth Evidence from Pakistan [J]. *Social Science Electronic Publishing*, 2017.
- [9] Higgins R B. Long Range Planning in the Mature Corporation [J]. *Strategic Management Journal*, 1981, 2(3): 235-250.
- [10] Jensen M C, Meckling W H. Theory of the Firm. Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure [J]. *Social Science Electronic Publishing*. 19

- 76, (34):305-360.
- [11]Linner J.Dividends,Earnings,Leverage,Stock Prices and the Supply of Capital to Corporations[J].The Review of Economics and Statistics,1962,44(3):243-269.
- [12]Miller M H,Rock K.Dividend Policy under Asymmetric Information[J].Journal of Finance,1985,40(4):1031-1051.
- [13]Miler M H,Modigliani F. Dividend Policy,Growth,and the Valuation of Shares[J].Journal of Business,1961,34(4):411-433.
- [14]Trueman B.The Relationship between the Level of Capital Expenditures and Firm Value[J].The Journal of Financial and Quantitative Analysis,1986,21(2):115-129.
- [15]柴寅初. 企业财务风险有关问题探讨[J]. 财会学习, 2019(31):4-5.
- [16]冯华. 控股股东利益输送视角下股利政策分析[J]. 财会通讯, 2020(06):93-96.
- [17]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.
- [J]. 管理世界, 2007(01):122-127+136+172.
- [18]何婧. 资本市场错误定价与企业投资效率[D]. 云南财经大学, 2020.
- [19]高文亮, 罗宏等. 半强制分红政策效应研究——来自中国上市公司的经验数据[J]. 宏观经济研究, 2018(8):21-57.
- [20]吕长江, 王克敏. 上市公司股利政策的实证分析[J]. 经济研究, 1999(12):31-39.
- [21]罗琦, 吴哲栋. 控股股东代理问题与公司现金股利[J]. 管理科学, 2016, 29(03):112-122.
- [22]刘卿龙, 杨兴全. 多元化经营与现金股利政策—代理冲突还是融资约束?[J]. 会计与经济研究, 2018(32):77-89.
- [23]刘星, 陈名芹. 中国上市公司股利平稳性理论框架构建—基于国内外股利平稳性前沿研究的综述与分析[J]. 会计研究, 2016(04):61-69.

- [24]李亚心. 格力电器财务报表分析[J]. 中国中小企业, 2020(06):130-131.
- [25]刘赛. 研发投入、企业社会责任与股利政策[J]. 财会通讯, 2020(12):62-65.
- [26]牛晋霞, 刘小明. 财政补贴、产权性质和资本结构调整——基于沪深A股农业上市企业的数据[J]. 会计之友, 2020(02):58-63.
- [27]宋福铁, 屈文洲. 基于企业生命周期理论的现金股利分配实证研究[J]. 中国工业经济, 2010(02):140-149.
- [28]宋常, 刘司慧. 中国企业生命周期阶段划分及其度量研究[J]. 商业研究, 2011(1):1-10.
- [29]孙刚等. 产权性质、税收成本与上市公司股利政策[J]. 财经研究, 2012(4):134-144.
- [30]孙沐阳. 格力电器高派现股利政策解析[J]. 中国管理信息化, 2020, 23(08):49-52.
- [31]谭雅心, 沈秋伶. 中小企业融资问题及对策研究[J]. 商讯, 2020(03):89-90.
- [32]王淑慧, 刘海源. 我国上市公司股利政策市场反应的实证分析[J]. 现代经济信息, 2010(04):12-13.
- [33]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+136+172.
- [34]王艳娜, 孙芳芳. 公司高派现股利政策的选择——基于贵州茅台的案例分析[J]. 财务管理, 2013(10):27-24.
- [35]王志强. 税收影响我国上市公司股利政策的实证研究[J]. 税务研究, 2004(7):28-31.
- [36]王雪薇. 关于企业财务风险管理弊端及防范对策分析[J]. 金融经济, 2019(16):196-197.
- [37]王蓉. 分析师关注度、股权结构与公司长期并购绩效[J]. 财会通讯, 2019(36):78-82+95.
- [38]吴春贤, 杨兴全. 金融发展、产权性质与现金股利政策[J]. 中央财经大学学报, 2018(10):56-70.
- [39]吴红卫, 王顺利. 控股股东对高额现金股利的政策的影响研究-基于现金股利

- 承诺为基准的数据[J]. 财会通讯, 2018 (26) :42-45.
- [40] 武晓春. 我国上市公司的股权结构与股利政策经济问题[J]. 经济问题, 2003 (4) :42-44.
- [41] 徐爱莉. 上市公司“高派现”现象分析[J]. 财会通讯, 2013 (17) :35-36.
- [42] 杨玉凤, 胡欣. 上市公司现金股利政策影响因素研究[J]. 金融纵横, 2011 (03) :38-42.
- [43] 袁振兴, 杨淑娥, 王冬年. 从代理成本理论到利益侵占假说的演变—国外现金股利代理理论研究综述[J]. 经济问题, 2007 (02) :10-13.
- [44] 杨行. 股权结构对上市公司融资能力的影响分析[J]. 广西质量监督导报, 2020 (04) :199-200.
- [45] 赵怡晴, 张俊杰. 企业管理与资本结构决策优化探索[J]. 产业与科技论坛, 2019, 18 (17) :215-216.
- [46] 朱琳娜, 田京鑫. 上市公司盈利能力分析—以格力电器为例[J]. 经贸实践, 2018 (1) :35-36.
- [47] 张春. 公司金融学[M]. 中国人民大学出版社, 2005.

## 后 记

随着学位论文即将完成，毕业的脚步越来越近。当年入校时的情景历历在目，曾经对于研究生生活的无限憧憬都承载在这个小小的校园里。在此，我向三年里所有身边的同学和老师表示感谢，是你们无数次的关怀和教育让我在枯燥的学习中感受到了温暖；向帮助我克服难关的各位朋友表示感谢，是你们的热心相助让我有勇气更进一步；向永远站在身后支持我的父母表示感谢，是你们的无私付出让我无畏追求理想。

毕业论文的写作是一个充满煎熬和挑战的过程，从选题的踌躇不定，开题的忐忑不安到交初稿预答辩时的细心慎重，每一个过程都是成长的检验。我庆幸在此过程中不断有良师益友的鼎力扶持。首先是我的导师，在选题阶段导师的严格要求让我明白了写好一篇论文所应该具备的素质，在论文写作阶段导师非常及时负责的解答让我顺利的完成了论文。此后我将铭记三年来导师的教导，在工作和生活中不断认识自己、追求进步。其次是为我论文提出宝贵意见的各位导师组和答辩组老师，老师们不辞劳苦提供的一次次意见让我的写作思路更加顺畅。然后是班主任老师的细心严谨，让我更加注意论文写作的细节。最后感谢我的室友和同师门的同学们在我论文写作的整个过程中为我提供的所有帮助和精神安慰。

我将珍惜这三年里我所遇到的幸运和坎坷，将我在这里的所有经历永存心间。