

分类号 _____
U D C _____

密级 _____
编号 10741

兰州财经大学

LANZHOU UNIVERSITY OF FINANCE AND ECONOMICS

硕士学位论文

(专业学位)

论文题目 采取高派现股利政策的动因及财
务绩效研究——以海天味业为例

研究生姓名: 陆政镛

指导教师姓名、职称: 孔陇 教授 李茹冰 高级会计师

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: 2022年6月1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： 陆政谔 签字日期： 2022.06.02

导师签名： 孔陆 签字日期： 2022.06.04

导师(校外)签名： 李茹冰 签字日期： 2022.06.06

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： 陆政谔 签字日期： 2022.06.02

导师签名： 孔陆 签字日期： 2022.06.04

导师(校外)签名： 李茹冰 签字日期： 2022.06.06

**A study on the motivation and financial
performance of the policy of adopting a
high-dividend policy - Taking Haitian as an
example**

Candidate: Lu Zhengpei

Supervisor: Kong Long

摘 要

股利政策是公司三大重要的金融决策，在公司发展中扮演关键角色，这也是目前学术界讨论的一个热点问题。所以，合理执行股利制度，不仅可以有效地提高公司的股票价格，而且可以有效地吸收外来资本，从而推动公司的长期发展。近年来，随着证监会的严格管制，我国的公司派现比例大幅上升，许多公司采取了高派现，但有不少中小股东因为大股东套现而利益受损，这明显违背证监会激励分红的本意，所以，对我国股利分配进行规范是当务之急。对海天高分红制度进行深入的探讨，既可以完善公司的分红制度，又可以充实对公司股利制度的研究。

文章采用文献分析的方法，对国内外关于股利的相关研究进行了归纳，并对相关的股利制度进行了界定，理论基础以及高派现影响机制。接着简要地对海天味业的概况及六年来公司的现金分红进行了研究，并选取调味品行业里其他三家规模大，有代表性的企业进行横向对比，研究结果表明，海天味业的高派现具有数额大、持续性、稳定性好等特点。接下来通过案例分析法研究了海天味业实施高派现股利政策的内部和外部动因，主要因素包括：闲置资金多并且企业进入成熟期投资机会减少，股权较为集中以及国家政策的导向等。最后通过事件分析法和 Tobin's Q 对其高派现所造成的经济后果进行研究，发现连续高派现对海天味业的盈利能力和营运能力影响较小，反而海天味业强大的获利能力给高派现提供支持：对造成公司偿债能力与成长能力微弱负面影响，有一定的潜在债务风险；通过股利宣告日前后五天的股价分析发现高派现对市场反应有一定的积极影响；结合 Tobin's Q 和股利支付率发现，Tobin's Q 在高派现期间上升，对公司的价值有促进的效果。

本文的研究目的在于推动上市公司的分红决策的制定及股票市场的良性发展，建议投资者进行理性投资。本文认为，在实施股利分配的时候，应当考虑到公司的整体经济、未来的方向、生命周期等诸多因素，因此，要树立合理的投资理念，政府要对公司进行合理的分配，营造一个良好的、规范的投资环境。

关键词：高派现股利政策 海天味业 经济后果

Abstract

One of the three key financial decisions made by publicly traded corporations is dividend policy. It is extremely important to the company's growth, and it is also a hot issue that academics are debating. Forming a suitable dividend policy is not only beneficial to recruiting outside investors and improving the company's stock price, but it is also advantageous to the company's bottom line. However, it is also critical to the company's long-term growth. In recent years, under the vigorous supervision of the China Securities Regulatory Commission, cash dividends paid by publicly traded enterprises has increased significantly and there have been many cases of high cash dividends. Among them, there are many high cash dividends behaviors in which substantial shareholders' interests are transferred, and the interests of small and medium shareholders are damaged, which is obviously inconsistent with the original intention of the CSRC, as a result, it is critical to govern listed company decentralization. The study of Haitian's is not only conducive to perfecting the formulation of its cash dividend policy, it also contributes to dividend policy studies.

This study use the literature research approach to read and summarize studies on dividend policy conducted by researchers both

domestically and internationally, after that, gives suggestions based on that information, introduces the concept, theoretical basis and the impact mechanism of the high dividend policy on the financial effect. After that, it quickly summarizes Haitian's fundamental position and examines its cash dividend program. in the past ten years and selects other three large-scale and representative enterprises in the condiment industry for horizontal comparison and finds that Haitian has high the cash dividend policy is defined by a large amount, continuity and stability. Next, the internal and external factors influencing Haitian's implementation of the high cash dividend policy are studied through case analysis. The main factors include: a lot of idle funds and In the mature stage of the business, there are less investment prospects., equity with a high degree of concentration and the orientation of national policies. Finally, through the event analysis method and Tobin's Q-value to study the economic consequences of its high cash dividend policy, it is found that the continuous high cash dividend policy has little impact on the profitability and operation capacity of Haitian, but Haitian has a strong profit. Profitability provides support for the policy. It has a weak negative impact on the company's solvency and growth ability, and there is a certain potential debt risk; through the stock price analysis of ahead and after the five days period of dividend announcement date, it is found that the policy has a certain positive reaction to the market. Combined with

Tobin's Q value and dividend payout ratio, it is found that Tobin's Q increases during the period of high payout, indicating that it plays a role in enhancing the value of enterprises.

The purpose of this paper is to promote enterprises to formulate a reasonable dividend policy, which will help investors to invest rationally and to develop a healthier securities market. It is suggested that when a listed entity applies a dividend policy, it should comprehensively measure the company's financial status, future development direction, investment opportunities, the company's life cycle, industry environment and other factors; investors should maintain a correct investment concept; regulatory authorities should guide listing the company distributes dividends rationally and establishes a healthy and standardized market environment.

Keywords: High cash dividend policy; Haitian; Economic consequences

目 录

1. 绪论	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 研究思路和框架.....	3
1.2.1 研究思路.....	3
1.2.2 研究框架.....	5
1.3 研究方法.....	6
1.4 本文创新之处.....	6
1.5 文献综述.....	7
1.5.1 股利政策理论研究.....	7
1.5.2 股利政策动因研究.....	8
1.5.3 股利政策财务绩效研究.....	9
1.5.4 高派现界定的研究.....	10
1.5.5 文献述评.....	11
2. 相关概念和理论基础	12
2.1 相关概念.....	12
2.1.1 股利政策.....	12
2.1.2 高派现股利政策.....	12
2.1.3 高派现股利政策财务绩效.....	14
2.2 理论基础.....	14
2.2.1 股利生命周期理论.....	14
2.2.2 信号传递理论.....	15
2.2.3 经济后果理论.....	15
3. 海天味业高派现案例介绍	17
3.1 海天味业基本情况.....	17
3.2 海天味业高派现政策实施情况.....	17

3.3 海天味业高派现政策与同行业上市公司的比较.....	19
3.3.1 纵向比较.....	19
3.3.2 横向比较.....	20
4. 海天味业高派现政策动因分析.....	22
4.1 内部动因分析.....	22
4.1.1 现金流状况.....	22
4.1.2 海天味业股权结构和治理机制.....	23
4.1.3 企业生命周期及投资机会.....	25
4.2 外部动因分析.....	27
4.2.1 迎合上市公司分红政策.....	27
4.2.2 行业处于成长期，前景较好.....	28
4.2.3 向市场传递公司良好信号.....	30
5. 海天味业高派现股利政策财务绩效分析.....	32
5.1 财务状况分析.....	32
5.1.1 对盈利能力的影响.....	32
5.1.2 对营运能力的影响.....	37
5.1.3 对偿债能力的影响.....	40
5.1.4 对成长能力的影响.....	42
5.2 实施高派现股利政策后的资本市场反应.....	44
5.3 基于 Tobin' s Q 的企业价值分析.....	48
6. 研究结论与相关建议.....	49
6.1 研究结论.....	49
6.1.1 充足的资金和投资机会少是高派现的关键.....	49
6.1.2 高派现对市场反应和企业价值有一定的积极影响.....	50
6.2 相关建议.....	50
6.2.1 强化治理机制，形成股权制衡机制.....	50
6.2.2 实现股利支付形式的多样化.....	51
6.2.3 高派现应结合企业自身条件而制定.....	51
6.3 研究不足与展望.....	52

参考文献..... **53**

后 记..... **57**

1. 绪论

1.1 研究背景及意义

1.1.1 研究背景

股利分配是上市公司重要的金融活动之一，并且股利的发放又是衡量公司业绩的一个关键评价标准。股利分配的优劣直接反映了公司的经营业绩，同时也对投资者的投资决策产生一定的影响，从而对公司和股市的平稳发展产生一定的冲击。

股利政策是公司进行财务决策的一项重大决策，也是企业在筹资、投资、营运后进入到分配阶段的一项重大战略措施。简单来说，就是公司将利润进行分红，或是将其用于公司的盈余，以备将来的投入。股利制度作为一种对投资者进行投资收益的一种有效途径，其作用并非只限于普通投资者的权益，而是与企业的基本运营情况、资本结构和长远发展关联紧密。合理的分红计划是公司发展的重要因素。合理的分红制度，既能平衡投资者的投资回报，也能让投资者对公司的经营状况、未来的发展趋势产生积极的影响，既能增加公司的知名度，还能增加投资人的吸引力，为公司今后的发展奠定了良好的发展环境。所以，在我国，上市公司的股利分配中，如何合理地选取和制订股利分配制度，已经引起国内上市公司的重点关注。

由于我国的股票发行制度相对于其他国家来说是相对较迟的，在 2000 年之前，股票市场中存在着大量的股票不分配、分红金额较少的公司，因此，股票市场的监管部门也就出台了一套有关现金分红的规定。2000 年，中国证券监督管理委员会第一次规定，如果采取配股或增发的方法再融资，企业必须满足三年之内分红的硬性规定；2008 年，中国证券监督管理委员会再次出台一份关于细化现金股利细则的文件；2013 年，中国证券监督管理委员会又一次对此文件进行修正和改进。从 2020 年度公司的年度报告中可以看出，在 A 股上市公司中，有 2662 家公布了股利分配政策，即 75.45% 的 A 股上市公司，现金股利总计 11444.05 亿元，有 269 家上市公司每 10 股派现超过 5 元。

由于半强制性分红政策的实行，我国出现了大量的高股利公司，“高派现”的情况日益突出。

但是，高派现的频繁出现使得其存在的问题越来越突出。高派现是以公司本身拥有足够的资本为基础，但有些公司却不顾自己的现实状况，采取了超过自己能力所能承担的分红，从而对公司发展产生不良影响；并且，投资者才是现金分红的目标，然而，股权集中的公司，大股东才是最终收获利益的，其结果是损害了小投资者的权益。所以，对于高派现问题的探讨就更有意义了。

海天味业 1995 年创立，2014 年上交所上市，成为国内调味品业“龙头老大”。海天味业可谓是“黑色的茅台”，在 2020 年 4 月市值达到 3289 亿元，在石油，银行，白酒，保险等国企巨头中，稳居第 16 名。自海天味业成立至今，已有 8 次派息，总红利 163.12 亿元，且近年来的股利比率高达 58%，且派现及红利支付率均超过同业平均水准。所以，本文旨在探讨海天味业公司的高派现政策，运用了文献资料、个案研究、事件调查等方法来探讨公司高派现的原因及其产生的经济后果。最后在这个基础上，进一步完善本人的相关建议，希望能为其它企业制定科学合理的股利分配方案，在某种程度上给中国实施高派现政策的上市公司提供一个参考，望为我国资本市场的良好发展做出自己的贡献。

1.1.2 研究意义

(1) 理论意义

本文是对我国现行的股利制度的进一步拓展与改进。在研究方式上，以海天味业为个案，以个案的方式，加以事件研究法，对采取高现金股利分红后对资本市场的影响进行了分析。在研究的内容上，本论文结合经济后果、生命周期等相关的理论，从不同的视角，对海天味业的高派现进行了深入的分析，并对其财务绩效进行了深入的探讨。所以，本研究丰富和补充了有关高派现金分红的案例研究，扩大了研究的领域，并在理论上更具科学化。

(2) 现实意义

股利政策在企业的财务决策中扮演重要角色，目前国内这方面的研究多以实证研究为主，而本文的研究则是采取案例分析，分别从公司内部和外部的角度，分析了我国上市公司的股利分配政策，并对其所产生的经济效应进行了分

析，从而为海天味业、上市公司及相关企业、监管部门等提供了有益的参考。然后，文章对海天目前的运营情况和分红特征进行了深入的剖析，为广大消费者做出科学的决策提供参考。与此同时，对其它上市公司来说，此研究的结论对国内上市公司制定股利分配方案时，可供他们参考，为其它公司在未来的发展过程中，充分考虑到公司的实际情况，制定合理的股利分配政策。最后，本文对海天味业的高分红案例进行了分析，既能丰富公司的现金红利政策学术研究，同时，对我国资本市场的发展也有一定的促进作用。

1.2 研究思路和框架

1.2.1 研究思路

本文以海天味业为例，分析了其 2014-2020 年间的高派现动因和财务绩效，从中得到了一些结论和启发。首先对国内及国外学者有关风险资本、股利政策及高派现的成果进行了归纳和剖析，以便对当前的高派现培养一些自己的认识和观点；然后对中国上市公司的总体股利分配和特点进行了全面的剖析；然后运用整理的理论对海天味业的高股利分配现状、动因及财务绩效进行了归纳总结，并给出相应的对策。

本文由六个方面组成：

第一章为绪论，主要描述研究背景与意义，主要文献综述，研究内容与研究途径；

第二章是概念和理论基础，先对股利政策概念进行了概述，接着对相关理论进行阐述，主要内容有生命周期理论和经济后果理论；

第三章是海天味业的个案介绍。本章以公司的基本情况为主线，对海天公司的分红制度进行了研究，并与同行业上市公司进行了对比分析；

第四章是从海天味业内外多角度对实行的股利政策的动因进行了研究；

第五章为采取高派现后的财务绩效分析。本文从公司财务表现、市场反应和公司的价值三个角度出发，对公司的高派现所造成的影响进行了探讨；

第六章是本文的结论和相应的对策。这一章以海天味业高派现的实际情况为基础，针对如何改进公司的分红制度，给出了相应的对策和结论，并阐述本

文研究的不足。

1.2.2 研究框架

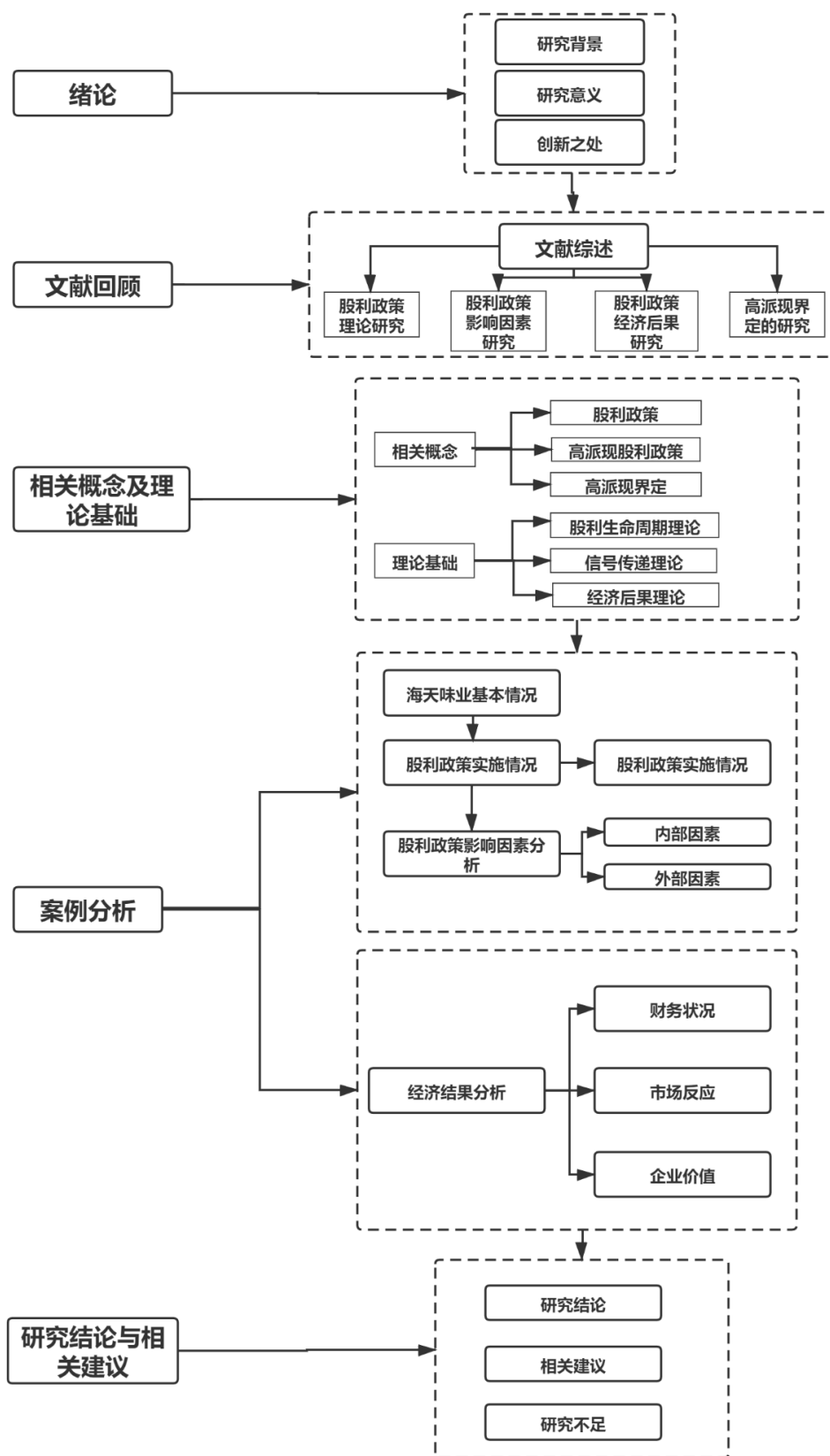


图1.1 本文框架

1.3 研究方法

(1) 文献综述法

本文从理论、动因、市场效应、高派现情况等方面对我国上市公司股利政策的文献进行了梳理，梳理了国内外相关的研究结果及存在的问题，从而为论文的理论和研究打下了坚实的基础，对我国目前的高分红问题进行了深入的探讨。

(2) 案例分析法

本文以海天味业为例，通过对其分红政策的不同层面进行了详细的分析，并全面评估了该政策的利弊，据此对公司的分红政策进行了优化。

(3) 事件研究法

事件分析法是用来测量某一特定的经济活动前和之后的某一时段内股价的变动以侦测市场对特定经济行为的反应。本研究是以前期股利的宣告日为特定经济行为，以宣告日前后五天为时间区间，对比此时间区间企业股价变化，得到市场和投资者对高股利分配的反应。

1.4 本文创新之处

从文献中可以发现，高派现的个案研究公司范围较窄，而调味品业的高派现个案研究则相对匮乏。因此，本文以海天味业为案例，从行业背景出发，对其分红政策进行了分析，并将累积超额收益率和 Tobin's Q 相结合，对我国调味品业的分红政策进行了深入的探讨。国内和国外学者大多采用实证研究方法研究股利政策，其研究的时间跨度也相对较短。本论文采用文献研究、个案研究和事件研究等研究方式。运用相关理论，以具体的、代表性较强的海天味业作为案例公司，对其高派现行为进行了深入的分析。并且大多数文章将研究内容集中在股利政策的动因上，在对于企业实施高派现后的财务绩效的研究相对缺乏，因此，本文在分析海天味业高派现的原因的同时，也对采取高派现后的财务绩效进行了深入的探讨，以期对这一领域的研究有所充实和补充。

同时，在本论文中也进行了一些尝试性的创新。从公司的内在要素和外在线索出发，以多种角度对公司的股利分配的动因进行了分析，特别是在公司的

内在要素中，公司的管理角度更是少见。并对上市公司的分红政策及其所带来的财务绩效进行了全面的剖析。

1.5 文献综述

1.5.1 股利政策理论研究

(1) 股利政策与企业价值无关论

Miller (1961) 在“MM 理论”的基础上，对此进行了深入的论述和发展，他指出，股利制度不会对公司的市值产生任何的作用，它仅仅是对公司目前的收益和期望的收益之间的联系，而与公司的股价和企业价值没有任何的联系。虽然存在着一些前提和假定，但它有助于拓展人们的视野，促进我国股利政策的研究，使我们能够更好地理解企业的资金结构，资本费用，股利政策对企业价值的影响是非常重要的。Rousseau P.L (2011) 运用动态数据模型，对股利政策影响企业价值进行实证分析——股利分配对公司的价值没有显著的作用，从而证实了股利不相关理论。

国内学者在此领域的研究发展晚，所以我国学者根据国际理论研究，对上市公司的股利政策进行了详尽的经验分析。姜丽艳 (2010) 以信号传递理论为基础，用实证方法对分红方案与内部经营状况之间的关系进行了实证分析，发现二者没有绝对的关系，从而赞同股利无关论。匡宁 (2011) 运用实证方法对不同分红方式的影响进行了实证分析，最后认为，上市公司的股票派息与公司的市值没有关系。

(2) 股利政策与企业价值相关论

Farrar 和 Selwyn (1967) 在“MM 理论”之后，对税差理论进行了重新论证，并指出，股利所得将受到税务的限制，但由于公司的股权收益税率与公司的资本利得税率有差别，所以，相对于股利的分配，投资者更倾向于资本的收益。Walter 和 Gordon (1963) 运用有关股利的理论对其进行了数理分析和证明，提出了“在手之鸟”的观点，认为投资所得的回报是具有风险的，因此，投资者对股利的偏好，特别是对现金股利的偏好，而企业的分红水平与其市场价值成比例的。Jensen (1986) 对代理费用的理论作了进一步说明，发现公司可以

通过增加派息来减少代理的费用。

Easterbrook (1984) 阐述了高现金红利政策对公司产生的正面作用, 例如减少代理费用, 社会监督的费用等。Harry De Angelo, Linda De Angleo 等人 (2006) 对不同的生命周期因子进行分析, 发现不同的生命周期因子对公司股利政策的制定和执行有一定的影响。他们通过对企业留存收益与总资产之比的测量, 发现其比率愈大, 则股利比率愈高之正相关结论。

倪华茹 (2013) 通过实证研究, 从股利支付方式、连续性和增长率三个角度对股利分配的影响进行了比较, 得出了股利分配对公司股价的影响较大。魏刚 (2001) 以 644 个公司为样本, 考察了我国股票市场中的股利变动对公司的作用, 发现公司在分红政策较不稳定时, 较倾向于采取稳健的股利政策, 而分配方案则会因企业的利润而发生变动, 因此, 分红方案可以向市场的投资人传递公司的相关资讯。通过对我国上市公司分红的影响因子的分析, 李彬、张俊瑞 (2013) 得出: 企业的债务偿还能力是决定企业分红的重要因素, 主要探讨了我国企业实行的股利分配制度与其业绩之间的关系。

罗琦 (2015) 对上市公司进行了实证研究, 结果表明, 公司所处的生命周期阶段不一样, 其分红方案的选取也不尽相同, 所以其决策与执行中的关键是寿命周期。张焕平 (2018) 通过实证分析和论证, 认为企业的股权结构特性将对分红决策有重要的作用, 从而对公司的价值产生影响。

1.5.2 股利政策动因研究

Lintner (1956) 选择了 28 个不同的公司作为样本, 对其分红与以前的分红和利润的关系进行了实证分析。Shleifer 和 Vishny (1997) 指出, 公司的治理结构和股东的性质对分红方案有制约作用, 而公司对股东利益的偏好较高。因此, 在发放股利时, 股东持股比例愈高, 股利成本愈高。Thanatawee (2013) 通过泰国公司的分红方案的实证研究, 发现分配方案与企业内部交易及股权结构具有很大的相关性。La.Porta 和 Johnson (2000) 指出: 高度集中的股份会刺激各个利益相关者的冲突, 大股东拥有公司的管理权, 他们可以凭借庞大的权力获取更多的利润, 这样一来, 中小股东们的权益就会越来越少。

董艳、李凤 (2011) 在代理理论的基础上发现, 我国的公司的高管为了减

轻企业的自由现金流，当他们占据较高的股份时，公司会更愿意和更多地派发红利。葛燕春（2012）从产业特性的视角，对其对公司的现金红利意愿进行了研究，并得出结论：总体来说，公司对现金股利的需求量和在市場中的竞争能力都会对公司的红利产生一定的作用。王艳林（2013）分析了宜宾五粮液与贵州茅台两大公司的股利分配制度，结果表明，一家公司采取什么样的分红方案，这既与财务因素有关，也与公司的管理制度有关。梁上坤、付宇翔（2016）等人都指出，公司的股利政策是与国家的财政政策密切相关的，当经济比较紧张、融资困难的时期，公司的现金分红会受到货币政策的影响。刘孟晖和侯月娜（2018）对公司的现金分红进行了实证分析，得出结论：公司通过高额分红可以减少管理层的控制权，而股东则会因为自己的利益而降低公司的资金利用率，从而对公司的发展产生不利的作用。张子健（2019）通过对“高送转”公司的管理语气进行了实证研究，结果表明，公司治理语气对公司分红的激励效果存在显著的正相关。杨菁菁、程俊威、朱密（2019）对公司二元制下的现金股利分配策略进行了实证分析，结果显示这样的公司，其派息的意向和数额都比较小。杨兴全和王丽丽（2020）选择 2004-2018 年度公司进行实证分析，结果显示：国家的产业政策会对公司的红利产生一定的影响，在行业发展的过程中，公司会根据政策的引导将大量的钱投向可盈利的投资，从而导致公司的红利发放数量下降。

1.5.3 股利政策财务绩效研究

莫迪吉尼（1961）指出，制定红利政策不会对股东的财富造成任何影响。因为他们认为，股东获得的利润是来自于红利还是来自于资本收益均没有差别。Jense（1976）发现派发的红利有助于减少公司的代理费用，提高企业价值。Easterbrook（1984）的一项调查显示，派息数额与公司负债的程度相关，当债务水平较低时，因为公司的债务偿还能力较好，所以可以进行高派息，若债务水平高，偿债压力大则必然不会采取高派现。Chinmoy 和 Le（2014）的看法却不尽相同，他们认为，高资产负债率的公司，股利发放比例越高，二者之间存在着一定的比例，不过这种看法只适用于那些获利较好、正在快速增长的公司。Lang 和 Litzemberger（1989）认为，高现金红利的发放有助于成长期公司

滥用资金。La Ports 和 Rafael 等人(2000)对公司的现金股利分配进行了实证分析,认为公司分红对中小投资者的利益影响很大。

陈冬华等人(2003)对异常高现金分红进行分析,由于公司以大股东利益为主要目标,未顾及小股东利益,故不能提高公司的股价。王征(2005)运用事件分析方法,对公司宣布实施高派现后,其累积的超额报酬指数进行了测算,发现高派现不但没有促进公司股票价格上涨,反而产生了负面效应。许毅(2007)对目前实施高分红的企业进行了剖析,认为分红过高将导致企业营运能力和偿债能力减弱,且没有资金投资良好项目,甚至出现大股东等问题。汪晶(2018)从贵州茅台公司股票分红中的信息传导效应分析,近三年中有两年贵州茅台的超额收益为负数,说明高派现并未产生良好的信号传递作用,公司要根据自己的发展制订适当的红利分配方案。姚嘉豪(2018)分析了老凤祥公司的高分红对公司的价值产生的作用,认为高派现可以给市场传达一个良好的公司形象,但也可能使公司的资金外流,使其失去了投资的机遇。

1.5.4 高派现界定的研究

目前国内对高派息的界定标准有两种。一是根据其派现金额判断。段培阳(2002)对2002年高分红进行了分析,认为公司的派现价格高于0.3元,属于“高派现”。伍利娜(2003)定义,每10个股票中,派息超过1元,为高派息。赵英与林秋霞(2007)认为,派息超过3元为“高派息”。吴平(2010)对目前的高派生采用了同样的界定准则。徐爱莉(2013)通过对2006年至2011年间沪深A股公司股价大幅上涨的情形进行了研究,认为公司的派现价值在0.1元或更大。2018年,刘孟晖和侯月娜在南玻公司的个案研究中,也提出了以0.1元或更高的派息率来界定高派息的准则。二是根据企业股利支付率作为评判标准,范霍恩(2000)的观点是,股利支付比率 $>60\%$,就可以判断为是派发高股利行为。最近几年,曲世界(2017)提出高派现最新的概念,他将长期资金市场和行业的发展都考虑在内,结合派现金额和股利支付率进行判别,提出每股派现 >0.3 元,且股利支付率高于行业平均水平,就是高派现。

1.5.5 文献述评

从以上相关研究得以发现，无论是国内还是国外，在分红方案方面努力研究并做出一定成果，这对本论文的编写思路起到醍醐灌顶的作用，我国的分红方案研究源于外国学者的理论，其主要包括：传统的股利理论，例如 MM 理论、“在手之鸟”理论、现代股利理论、信号传输理论，股利激励理论。而国内学者则运用实证研究方法对其理论进行了验证，并取得了较好的效果。其次，国外学者对我国高派现的影响因素和动因的研究很少，这也与国际上成熟的资本市场环境有关。本文从公司内部股权结构、派现金额、企业经营状况、债务水平等多个角度进行了分析，但由于公司的外部因素较少，且前期的高派现现象研究的时间跨度较短，与目前的研究相比并不具有很大的可比性。由于我国的国情以及市场环境的特殊性，出现了大量的高派现行为，而国内的学者们对此类行为的研究也有了明显的增加。本文从政策、经济等方面对外部动因进行了分析，也对内部动因进行了深入的探讨。关于高派现的定义，国内学者认为，如果公司每 10 股派现超过 3 元，而其股利发放率超过行业平均水平时，就是高派现；本文最后指出，国内外学者对于高派现行为的影响并不多见，国内企业上市后的反应多以事件分析为主，国外的研究多是将其与动机结合起来进行恰当的分析，所以这方面的研究尚需进一步充实和充实。

综上所述，国内和国外的学者多以实证研究为主，相关的案例很少，而对于上市公司的高派现动机和财务绩效的研究就更少了。所以，本论文对海天味业的高分红现象进行了综合剖析，并探究对其对公司财务业绩、市场反应和企业价值所带来的影响，理清其利弊得失，本文旨在对我国企业在分配红利方面的决策提出一些改进意见。

2. 相关概念和理论基础

2.1 相关概念

2.1.1 股利政策

股利政策是对公司的经营业绩进行分配的一项决定，它决定了公司在会计年度内的股利分配、发放多少、分配方式和分配时间。股利制度可以分成两类：一类是微观的，二是宏观的。从微观上讲，公司的股利政策是指以现金红利为核心的，讨论了公司的利润分配比例问题。从宏观上讲，股利分配方案主要有：确定股利宣告日、确定股利分配比例、分配股利时筹资等。股利可以分成四类：现金、债务、财产和股票。股票股利是增加股数，降低股价，因为不涉及真正的现金流出，不会减少公司的资产。现金红利是一种更受欢迎的投资形式，公司用现金来回报所有股东。我国目前只允许上市公司选择上述两种方式，实际上，还有配股、股票回购等多种方式进行融资。我国的股利政策主要分为固定股利、剩余股利、稳定增长股利、固定支付率和额外股利五种类型。

股利分配的实质就是对公司剩余资本的处置进行探讨，这是各利益相关方之间的一种平衡。股利决策是否将其投入到投资中，以获得利润或将其分配到投资者手中，对公司的长期发展具有重大的作用。

2.1.2 高派现股利政策

目前，关于“高派现”概念的定义，国内外尚无定论。国外学者一般认为每10股超过3元则被视为高分红。当今国内学者对高派现还没有一个清晰的界定，对“高”这一概念的界定还不统一。他们主要从一下两个角度入手，1. 每10股派现金额，如每10股派现超过1元，3元或3.5元，都有不同的学者赞同。2. 股利支付率，在这方面的意见较为统一，认为超过60%则属于高派现范畴。少部分学者认为每股股利大于每股收益或每股股利大于每股营运现金流量就是高分红。

一般来说，股东对公司的现金分红比配股、送股等更敏感，因此，公司的

派现金额往往是最受投资者的青睐，大多数公司在经营状况良好，资金充足，但又缺少投资机遇的时候，都会选择分红，这样的高派现是良性的。因此，基于上述原因，本文将综合考虑我国目前的股利分配状况和我国股票市场的发展状况，本文采用了国际上公认的“每 10 股现金红利大于 3 元”的确定准则，并以“每股分红”大于“每股收益”的准则来判定是否良性。

高派现分红对长远发展和股东均有积极或消极的作用，据此将高派现分为良性和非良性。

（1）良性高派现

一种符合企业发展规律的分配方案。一般特征是未分配利润多和现金流充沛，并且由于缺乏优质的投资，导致大量的资金被闲置。所以，在对不同的股利分配方式进行比较后，公司希望能以派现方式提高实际股东的实际利润，同时也能给广大的投资者传达一个正面的信息，推动公司保持高质量发展。

（2）非良性高派现

有些股东为了个人利益，不惜牺牲少数股东利益，不惜牺牲公司的长远发展，而采用高分红方案。但是，该公司的现金流与其运营状况并不相符。这样的分红是一种不正当的高分红，对公司的可持续发展有不利的作用，所以不应该被大力推广。一般情况下，非良性的分红包括：“大股东套现”、“超能力派现”和“融资派现”。

①超能力派现。指公司忽视了公司的财务情况，忽视了高现金分红的先决条件，盲目地寻求给市场正面信号，胡乱地发放高现金股利。公司无法实现高分红的先决条件，也就是在公司没有充足利润支持高分红的情况下，公司就会用前年的盈余进行分红，从而降低公司的资金流动，从而影响公司的发展。显然，超能力分红会对公司的长远发展造成很大的负面影响。

②大股东套现。在中国证监会对股东减持的限制和再融资的资格要求的情况下，大股东将套现的目光锁定在了高派现身上，从表面上看是和投资者一起分享经营的果实，实际在股权集中的企业中，大部分的分红全流进了大股东的口袋里，派现后再高价配股或者增发并且大股东不认购，就达到了稀释股权的目的。而中小股东到手的分红九牛一毛，实际上就是在承担企业的再融资成本和分红的税，帮助大股东承担套现的成本。所以中小股东的权利受到了严重

的侵害，长此以往的话，对企业未来长远发展会出现严重影响。

③融资派现。指通过分红来满足再融资的严格限制。其实就是控股股东又获利又满足融资的要求。特别在民营企业中，若单纯送股，企业每股收益将被冲淡，可能导致企业股票价格降低。高派现能够“一举两得”，控股股东不但得到直接的现金，又能满足证监会的再融资要求。

2.1.3 高派现股利政策财务绩效

(1) 对公司财务状况的影响

如果公司出现高额分红，那么公司未来的运营和发展将会受到很大的影响。在评估高额分红后的影响时，通常会对公司的财务业绩进行评估。公司的经营业绩通常由营运、盈利、偿债、成长 4 种能力等来衡量。投资者因此分析可以更好的掌握公司的运营情况和分红方案。

(2) 对市场反应的影响

在分红方案方面，本论文基于以往的研究，运用事件分析方法，对目前的高派息行为所产生的市场影响进行了深入的分析。企业一旦有特别经济行为，资本市场就会做出反应，短期反应往往是股价变动。一般情况下，人们都会根据公司的累计超额收益变化，来判断公司分红市场反应。

(3) 对企业价值的影响

体现市场地位的指标就是企业价值，它的作用是非常广泛的。公司价值是指在当前市场上，公司各类资产的价值。企业价值的表达方法多种多样，本文采用了将证券市场联系起来的 Tobin's Q 作为衡量公司价值的方法，从而更好地反映公司在市场中的运营情况和获利能力。Tobin's Q 是一个公司的投资回报，它的价值愈高，收益愈高。

2.2 理论基础

2.2.1 股利生命周期理论

一家企业就发展历程来说必须经历从成长到衰退的过程。这个发展历程大致可以划分为初创期、成长期、成熟期和衰减期四个时期。在不同的成长阶段，

企业的管理水平以及财务状况均有所差异。因此，企业在制定股利政策时应结合企业所处的成长阶段，与其发展水平相匹配。企业在刚刚步入这个市场的时候，要经过一段时间的适应和迅速的进入市场，要在初期投资很多钱去购置装备，而利润又是不确定的，此时最佳的策略是不发放红利；公司发展迅速，投入巨大，对资本的需求也将大幅增长，因此为了向市场发出良好信号，受到更多投资人的关注，公司可能分配较少的现金红利，在成熟阶段，公司的运营情况比较平稳，公司利润增长也会使公司获得更多的盈余，所以在这个时期，公司可以通过提高股利发放率来回馈股东和投资者的信任，而在衰退期，公司通常面对的是低迷的市场环境和运营风险，以及缺少资本的情况下，公司会采取减少或不发放现金红利的方式。

2.2.2 信号传递理论

指基于信息不对称的公司与投资者之间的信息传递，如企业公布报表、融资等。公司管理层在平时的运营管理和决策等方面都扮演重要角色，与外界投资人相比，获得的有关公司的资料更加完整。他们不能真正理解公司的经营状况，仅能通过公司的年度财务报表，新闻等方面来判断公司的运营情况和发展程度。如此导致了公司内外的信息不对称性。在信号传导的原理下，公司的分红决策可以通过公司的公布来传达公司的收益、现金流状况等。公司在现金流量充足，且公司管理层预期公司的发展前景较好时，往往会采取较高的现金分红，以此表明公司运营状况良好，进而带动公司的股票价格上涨；反之，公司面临资金周转不畅，或者公司高层对公司的发展不看好，会采取降低、不发红利等措施，造成股市下跌。所以，在某种意义上，通过公司的分红方案可以在某种意义上决定了投资人是否买入或出售公司股份，从而对股价的形成有重要的影响。

2.2.3 经济后果理论

《“经济后果”学说的兴起》一文中，Zeff 提出，企业、政府、投资人、等各方共同构成了财政报告，而影响到的结果则是对其他有关各方的影响。简而言之，就是由于会计标准的差异以及会计程序的差异，使得各方的利润分布

模式也不尽相同。

根据上述学者的观点，会计标准的制定与修改必然会受到利益相关者的关注，其对公司的经济产生了三种影响：第一，企业财务报告对企业内部员工，在财务报表中，股东面临不同的资讯内容，会有不同的选择。二是公司对外接受主体的财务报表效应。当公司的财务报表被公布之后，非公司的法定财务报表的接收方就可以获得公司的报表。三是对上市公司的影响。报告公司会挑选一些能让他们的财务报表更加“好看”的经济活动，以获得积极的市场评估。

3. 海天味业高派现案例介绍

3.1 海天味业基本情况

海天味业成立于 1955 年，由广东 25 个国有和私营企业组成的佛山市海天酱油厂。海天公司是中华人民共和国第一批“中华老字号”企业。到了 1994 年末，海天集团从一个国营企业向国企、以职工为主体的公司转型。这是公司迈向现代化的标志。经过改革，海天味业的发展速度越来越快，在国际上的影响力也越来越大，销售和出口也越来越多，2007 年，海天味业重组，从国企变成了民营企业，员工拥有了股份，公司的利润也得到了很好的回报，海天味业的实力突飞猛进，海天的名气也越来越大，让海天味业在 2012 年的时候，开始向资本市场进军，经过两年的时间，海天味业在上海的股票交易所挂牌，股票 603288，公开发售 7485 万股，为海天味业打开了一扇新的大门。海天味业在资本市场的推动下，持续进行着技术创新、新产品的开发、产业的扩张、品牌的知名度的提高，如今已经牢牢占据了行业的“半壁江山”。

3.2 海天味业高派现政策实施情况

截至 2021 年六月三十日，海天股价为 137.27 元，总市值已经超过 5600 亿。自 2014 年上市以来，海天味业每年坚持 1 次现金股利的派发没有间断，海天味业在股利分配上表现出了稳定性和持续性。并且海天这么保持高水平的现金股利，无论是调味品行业还是整个 A 股都是凤毛麟角，已经远远超过我国对于高派现的定义的条件。如表 3.2 和图 3.2 所示，海天味业自 2014 年至 2020 年连续 6 年累计现金分红高达 159 亿元。最开始由 0.85 元/股（含税）派发现金分红、在次年降到了每股派发 0.6 元后，一路攀升到 2019 年每股派现 1.08 元（含税），达到最高，尽管在 2020 年跌至每股 1.03 元/股（含税），但是 2020 年每 10 股送 1 股，这是海天味业上市以来首次送股，可见海天味业 2020 年依然保持着高标准的派现，并且保持着派现方案上升的趋势，也说明海天味业采取的不是固定股利政策。这样攀升的趋势同样表现在派现总额以及净利润上，分配总额从 2014 年 12.78 亿元到 2020 年的 33.38 亿元，净利润从 2014 年

的 209,028 万元到 2020 年 640,286 万元。每一年都在增加，由此可见，海天味业对股东的分红非常慷慨，对投资者的回报也非常看重，并不是为了高派现而不考虑自己的经营状况去派现。

表 3.1 海天味业 2014 年-2020 年股利分配情况表

分红年度	每 10 股送红股数 (股)	每 10 股派息数 (元) (含税)	每 10 股转增数 (股)	现金分红的数额 (亿元) (含税)	净利润 (万元)
2014	0	8.5	8	12.78	209,028
2015	0	6	0	16.24	250,963
2016	0	6.8	0	18.39	284,313
2017	0	8.5	0	22.96	353,144
2018	0	9.8	0	26.46	436,481
2019	0	10.8	2	29.16	535,319
2020	1	10.3	2	33.38	640,286

资料来源：2014 年-2020 年海天味业财务报告整理

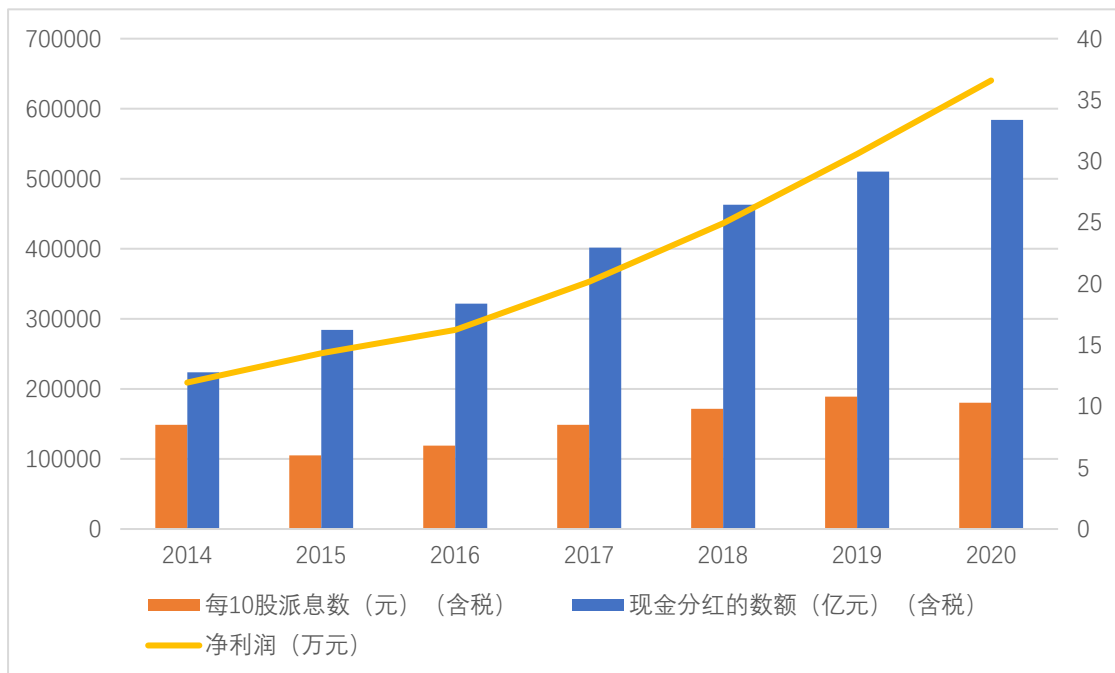


图3.1 2014年-2020年股利分配情况

3.3 海天味业高派现政策与同行业上市公司的比较

3.3.1 纵向比较

本文主要选取海天味业 2014 年-2020 年的每股收益、每股股利、股利支付率和每股经营现金流四个指标进行分析，通过四个指标变化的趋势对海天味业近年来的股利支付水平进行评估，如表 3.3 和图 3.3 所示。

表 3.2 2014 年-2020 年纵向比较股利分配指标

年度	每股股利 (元)	每股收益 (元)	每股经营现金流	股利支付率
2014	0.85	1.40	1.82	60.71%
2015	0.60	0.93	0.81	64.52%
2016	0.68	1.05	1.51	64.76%
2017	0.85	1.31	1.75	64.89%
2018	0.98	1.62	2.22	60.49%
2019	1.08	1.65	2.43	54.55%
2020	1.03	1.98	2.14	52.02%

资料来源：2014 年-2020 年海天味业财务报告整理

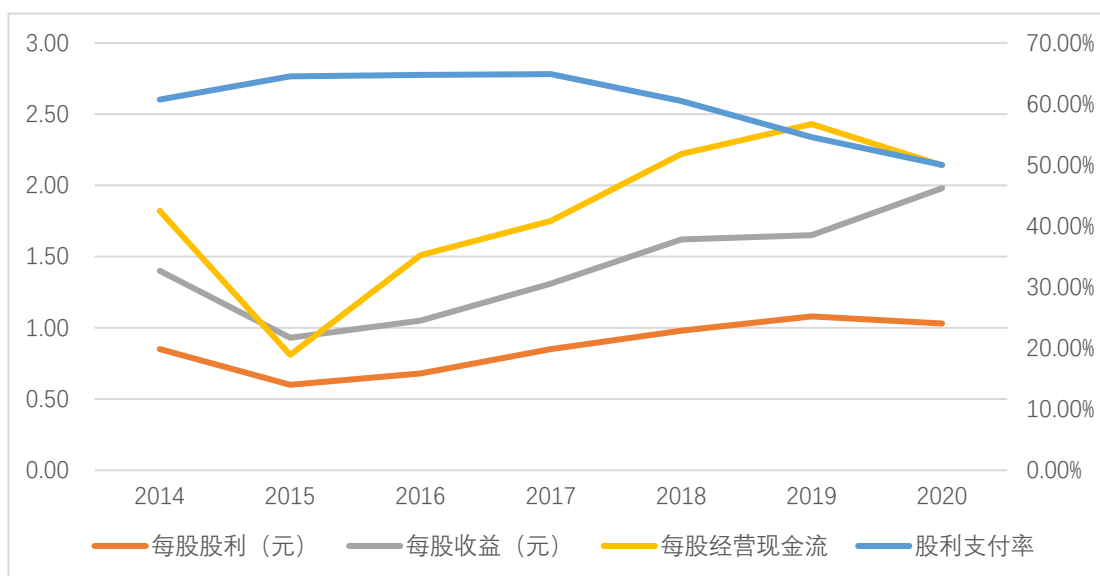


图 3.2 2014 年-2020 年纵向比较股利分配指标图

由图 3.3 和表 3.3 得知，海天味业的每股收益和每股股利呈现逐年递增的趋势，每股收益由 2014 年的 0.78 元增加到 2020 年的 1.98 元，每股股利由 2014 年的 0.85 元上升到 2020 年的 1.03 元，在 2020 年保持高水平。且每股股

利每年都小于每股收益，由此也可验证海天味业的高派现行为其正常能力范围内。总体来看，公司的每股经营现金流量呈增长的态势，在 2015 年从 1.82 降到 0.81 后，一路上升在 2019 年达到顶点，2.43。虽然每股经营现金有一段是出于下降，但是仍大于每股股利，也能帮助我们验证海天味业有能力发放现金股利，主营业务的回款能力和产品的竞争能力大。最近三年，股利支付率出现了下滑，但是平均 6 年来保持在股利支付率 60% 以上的水平，在这个行业甚至我国股票市场都是属于顶尖水平，而海天的净利润，也在不断的增长。增长率特别高，同时，也会在某种程度上对股利支付率产生影响。整体来看，在股利支付率和每股经营现金流有所下降时，每股股利和每股收益均逐渐上升，由此可见，海天味业的现金股利分配水平水涨船高，所实施的分红方案也越来越阔绰。

3.3.2 横向比较

海天味业处于调味品行业，为进一步明确海天味业与同行业公司分红方案的差别，选择三大具有一定的代表性和品牌影响力调味品公司，分别是千禾味业，加加食品，中炬高新，如表 3.4 所示。

表 3.3 同行企业每股股利对比表

年度	海天味业	千禾味业	加加食品	中炬高新
2014	0.85	-	0.10	0.11
2015	0.60	0.10	0.04	0.10
2016	0.68	0.18	0.04	0.14
2017	0.85	0.13	不分配不转增	0.18
2018	0.98	0.22	不分配不转增	0.23
2019	1.08	0.12	0.04	0.28
2020	1.03	0.09	0.01	0.68

资料来源：同花顺 F10 整理

首先通过表 3.4 可以看出，在调味品行业的上市公司现金股利分配的连续性非常好，除了加加食品在 2017 年和 2018 年没有现金分红外，其余公司都保持每年会派发现金股利，千禾味业由于 2014 年还未上市，所以没有派发股利。

可见调味品行业整体上还是重视投资者的合理回报的。其次，在现金股利分配强度方面，调味品行业表现参差不齐，一是在派发股利的金额上，海天味业年平均派现金额遥遥领先，年均派现金额第二的中炬高新仅是海天味业的 1/4。二是在股利分配方案的稳定性方面，只有海天味业和中炬高新在稳定性方面把控较好，基本每一年的派现金额都呈稳定的上升趋势。而千禾味业和加加食品的股利政策的稳定性较差，波动比较大，加加食品出现连续两年不分配不转增的情况。

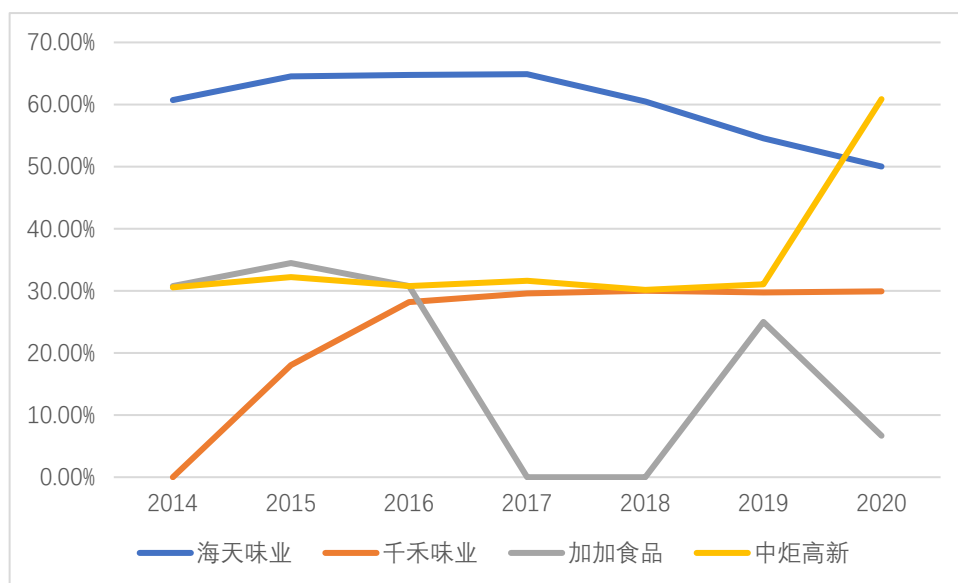


图3.3 同行企业股利支付率对比

在股利支付率方面，从上图可以看出海天味业一直保持在前茅，从 2014 年到 2020 年，平均股利支付率为约百分之六十，是其他三家公司的 2-3 倍之多，也说明海天味业在目前阶段，良好投资机遇相对减少，资金充足，公司更倾向给股东派发现金股利、使公司增值，增加投资人的关注。千禾味业和中炬高新的稳定性较好，股利支付率大致维持在 30%，但是中炬高新在 2020 年的股利支付率直接翻了一倍，超越了其他三家公司，而且它的分红总额也是翻了一倍，实施了一次高派现。而加加食品则相反，没有体现出稳定性和连续性，出现连续两年不分红情况以及股利支付率的波动较大。总的来说，海天味业不管是在股利支付率还是在每股股利方面，都远超同调味品行业的各个公司，究竟是什么原因导致同行业的上市公司的股利政策差别如此之大呢？海天味业为啥选择采取连续多年高派现股利政策？文章主要从以下几个方面来分析其动因。

4. 海天味业高派现政策动因分析

海天味业实施高派现，不止取决于海天味业的财务状况等内部因素，公司外部的一些因素也会对股利分配方案的选择施加影响，因此，接下来从内部与外部对海天公司为何会采取高分红的进行深入研究。

4.1 内部动因分析

4.1.1 现金流状况

企业能进行现金分红的先决条件是当年盈利，并且已弥补递延亏损，才能够分配股利，同时考虑自由现金流状况，能直接影响到公司现金红利的分配情况，在自由现金流较大时，公司将选择较高的现金股利。表 4.1 所示企业自由现金流量数据为企业经营活动净现金流量减去资本性支出。

表 4.1 2014 年-2020 年现金流指标

年份	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
经营活动现金净流量	273,933	219,483	407,405	472,098	599,624	656,757	695,043
自由现金流量	251,731	184,131	369,307	434,086	553,513	612,165	637,076
现金分红总额	127,804	162,375	183,937	229,603	264,636	291,640	333,766
股利支付占自由现金流比例	50.77%	88.18%	49.81%	52.89%	47.81%	47.64%	52.39%
净利润	209,028	250,963	284,313	353,144	436,481	535,319	640,286
营业收入现金含量	103%	93%	105%	105%	103%	101%	100%

资料来源：2014 年-2020 年海天味业财务报告整理

如表 4-1 所示，海天味业在 2014-2020 年期间的净利润呈现上升的态势，且自由现金流的变动也比较大，但是在 2015 年现金流入只有 21.95 亿，流入同比减少 5.44 亿，原因是海天味业在财务报表期末，为帮助经销商在 2015 年低迷经济形势下持续发展，缓解他们的资金紧张，及时调整了年底预收款到款时间点的要求，指引他们在来年一月份发货之前，逐渐实现预收款到账，从而导致预收款的余额，比上年减少 9.03 亿元，所以在 2015 年派发的现金股利并没有缩水。同理 2016 年的增长较大，也是上述原因造成。所以在 2015 年派发的

现金股利并没有缩水。从上述图表中可以看出，经营活动现金净流量在逐渐升高，自由现金流十分充裕，具有良好的现金红利和合理使用的自由现金流。现金在营业收入中基本达到了 100%，这说明公司的营业收入已经转化为现金了。从公司的自由现金流中分红比例看出，在 2014 到 2020 年现金分红平均占自由现金流量 55.64%，没有超过自由现金流总额，表明海天味业具有分红的实力，不过，在 2015 年度，公司的现金股利比例为 88.18%。原因是调整经销商的预收款的收款时间点，造成经营活动现金净流量下降的同时，企业派发的股利支付率和现金股利都在持续增长，在 2016 年恢复后继续保持平稳上升。总的来说，海天味业充裕的自由现金流量为采取高派现奠定了基础。

4.1.2 海天味业股权结构和治理机制

股东权益是公司是否具有完善的公司治理机制的基石。公司的股权构成直接关系到公司的运作和运营业绩。

海天集团是控股股东，截至 2021 年六月底，持股 58.26%。庞康，程雪，陈军阳等在二零一二年十二月签订协议，结成一致行动人，在股东大会，董事会前达成一致表决意见，五人共同持有海天集团 70.79%的份额，作为海天集团的控股人，他们分别通过海天集团，间接控制了海天味业的半壁江山，55.22%。

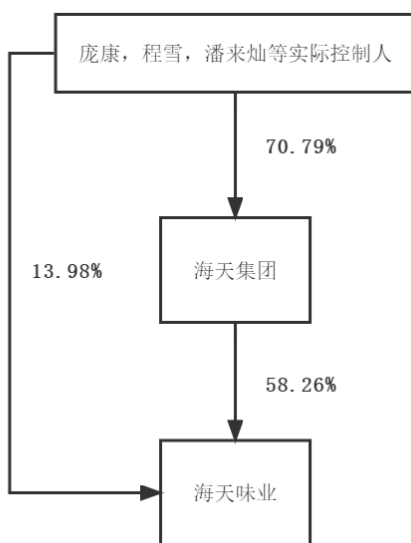


图4.1 海天味业股权结构

十大股东持有 80%以上的股权，除了机构控股以外，还有八个公司和海天控股，持有的总股本在 73%以上。庞康拥有 9.57%的股权，程雪持有 3.18%的股权。海天公司的股权架构很好地实现了代理人与股权代理人之间的整合，公司管理层和股权代理人本身都是公司的一员，管理层有充分的动机来管理公司。但是，在股权集中并且决策层和管理层高度重合的情况下，大股东对中小投资者利益损害情况可能发生。

表 4.2 海天味业十大股东

排名	股东	期末参考市值 (亿元)	持股数量(股)	占流通 A 股 比例(%)
1	广东海天集团股份有限公司	3,785.8460	1,887,825,865	58.2583
2	庞康	621.8553	310,090,429	9.5694
3	香港中央结算有限公司(陆股通)	413.5576	206,221,998	6.3640
4	程雪	206.1092	102,777,085	3.1717
5	黎旭晖	109.9066	54,805,320	1.6913
6	潘来灿	101.0103	50,369,147	1.5544
7	中国证券金融股份有限公司	61.4009	30,617,792	0.9449
8	赖建平	54.6472	27,250,000	0.8409
9	叶燕桥	38.5074	19,201,874	0.5926
10	黄文彪	34.7601	17,333,274	0.5349
	合计	5,427.6006	2,706,492,784	83.5223

资料来源：Wind数据库

海天味业的股权结构较为集中，根据 2020 年海天味业的披露，最大股东——它的母公司海天集团就占据接近 60%的份额。表 4.2 为海天集团 2020 年十大股东的持有股份明细，可以发现大部分人员同时持有母，子公司的股份，如持有 39.37%母公司股份的最大股东庞康，同时占据子公司 9.57%，最终占据海天味业 32.5%的股份，还有程雪，潘来灿等股东皆是如此，但是最终持有的股份不及庞康，由此看来，庞康才是真正的掌舵人。

表 4.3 海天味业母公司海天集团持股比例

排名	股东名称	持股比例 (%)
1	庞康	39.3663
2	程雪	13.0476
3	潘来灿	6.4431
4	赖建平	6.2166
5	方展城	3.0479
6	王力展	3.0081
7	叶燕桥	2.4605
8	黄文彪	2.2005
9	吴振兴	2.1133
10	廖忻愉	2.0818

资料来源: Wind数据库

表 4.4 海天味业高层任职情况

董事长 总裁	副董事长 副总裁	董事				独立董事		
庞康	程雪	陈军阳	何廷伟	文志州	黄树亮	晁罡	孙占利	朱滔

资料来源: 2020年海天味业财务报告

通过以上两个表发现, 庞康和程雪身兼多职, 既是企业的董事长, 又担任企业的总裁, 说明股东参加公司的日常运营和管理工作, 那么股东与管理层的代理问题可以得到解决, 但是决策层和管理层有大部分重合, 利益方向一致, 大股东更有可能通过高派现的方式进行利益输送。海天味业的公司制度和管理体制比较健全, 内部治理也非常的公平和透明, 并且其余决策层成员均不是庞康亲属, 还有机构投资者也在前十大股东中, 但是在股权集中且决策层与管理层高度重合的企业中能够起到的制衡能力非常有限。但近三年来, 十大股东减持的情况较少, 说明对于海天味业的业绩, 盈利情况比较有信心, 仍不排除海天味业采取高派现股利政策有向大股东进行利益的输送的嫌疑。

4.1.3 企业生命周期及投资机会

公司的生命周期也会在一一定的范围内对公司的红利分配产生影响。由于处于成长阶段, 发展前景不确定, 投资机遇较多, 因此, 公司倾向于将剩余利润用于公司发展。若公司本身具有良好的利润和良好的现金流量, 一旦有了好的

投资时机，公司就会将自己的钱投入到高回报的项目中，这就意味着公司需要充足现金流量支撑，因此，公司的管理人员就会将利润投入到更多的投资中，从而降低了分配的现金红利。成熟企业占据一部分的市场份额，其盈利能力和充足的资金流动状况是实现高分红的基础。

目前，我国对公司生命周期的分类方法有两种：“定量法”与“定性法”由于“定性法”主观性较强，本文运用迪金斯森的“定量法”，也就是对现金流量进行综合评判。迪金斯森的现金流量分析方法的详细基础如下。生命周期是以现金流量为基础的，以海天味业的现金流量为指标。这种分析方法把每个时期的现金流量净收益分成了不同的寿命期，把淘汰期和衰减期合并起来，一共分成四个时期。

表 4.5 企业生命周期划分表

	初创期	成长期	成熟期		衰退期			
经营活动现金流量净额	-	+	+	-	+	-	-	+
投资活动现金流量净额	-	-	-	-	+	+	+	+
筹资活动现金流量净额	+	+	-	-	+	+	-	-

资料来源：Dickinson (2006)

表 4.6 2014 年-2020 年现金流净额对比表

年度	经营活动产生的现金流量净额		投资活动产生的现金流量净额		筹资活动产生的现金流量净额	
	金额	符号	金额	符号	金额	符号
2014	27.39	+	-26.05	-	15.37	+
2015	21.95	+	-3.18	-	-12.8	-
2016	40.74	+	-17.58	-	-16.35	-
2017	47.21	+	-24.6	-	-18.57	-
2018	59.96	+	1.69	+	-23.13	-
2019	65.68	+	0.89	+	-26.47	-
2020	69.5	+	-19.2	-	-29.49	-

资料来源：2014年-2020年海天味业财务报告

由表 4.5 和 4.6 可知，海天味业 2014 年进入成长阶段，2015-2020 年海天

味业公司基本上处于成熟期。因为海天味业处于成熟期阶段，所以采取了高派现的股利政策的大致目的是收回投资、回馈股东。

从业务上来看，海天味业在成熟阶段，原有产品的市场拓展空间小，但业务稳定且营业收入充足，经营活动现金流一直都是正的，所产生的利润和现金流非常客观。

从投资活动上看，海天味业在成熟期阶段的投资机会大幅缩水，大多数投资活动都是在其他地区设立子公司。企业为维持正常运转，还会产生诸如固定资产、无形资产等长期资产等投资活动开支，因此，海天味业大多数年份的投资现金流量都是负的。结合表看，在 18 年和 19 年是正数，表明这两年处于衰退期，是因为海天味业 2018 年资金收益上升资金流入增加。2017 年的投资活动净流出主要是当年理财规模增加所致，2018 年总体操作额度与去年持平，无增加相应流出。再加上 2019 年海天味业所对固定资产等的投入增大，且 2018 年和 2019 年投资额比 6 年的平均水平要低，因此，投资活动现金流是+。

从筹资活动上来看，自 2014 年上市以来，2014 年 IPO 募集资金净额约 38.36 亿元，之后的几年中没有其他的筹资活动。海天味业的现金流量适当率很高，这表明，公司的营运活动所带来的净现金流足以应付公司的资本要求。再加上其大量的金融资产，因此公司这几年基本都没有利用外源筹资。

在成熟阶段，海天味业已然成为业内龙头，公司运营变得成熟稳重，并保持每年分红，盈利水平较高，营业收入和净利润逐年上升，对应的自由现金流也会增加，每股派现在 1 元左右波动，年平均股利支付率大约为 60%，整体幅度比较稳定。随着公司进入了成熟期，投资的机遇越来越小，在此期间，公司的剩余资金将为高分红提供资金支持，并能引起投资人的关注，对公司的整体增值是有益的。

4.2 外部动因分析

4.2.1 迎合上市公司分红政策

在我国证券市场起步阶段，公司的股利分配意识较差，从而使其不能有效地保护中小投资者的权益。从 2000 年开始，中国证券监督管理委员会颁布了一

套激励公司的股利分配政策，以保障他们权益，提高公司的股利分配意识。2004年，中国证监会再次加强保障股东权益相关规定，突出了公司重视投资者的收益，并将其与红利相结合，使公司股票发行制度步入了“半强制”的时代。2008年，中国证券监督管理委员会对分红规定进行修改，将三年累计分红金额提高到年平均可分配利润的30%，并与再融资的资格挂钩。是我国上市公司的一个主要融资途径。最近，2013年，中国证券监督管理委员会颁布了现金股利指导政策，在企业信用记录中应将现金红利纳入公司信用记录，应将现金红利作为公司的优先股。海天味业在2014年首次派现股利时就响应号召，股利支付率就超过了50%。

由此可见，上述法律法规对公司的分红起到了积极的引导与激励作用，对公司的分红进行了监管，投资者对其投资收益的关注使得其在股利分配中占据了重要的位置，这也是海天味业实施高派息的一个外在因素。

4.2.2 行业处于成长期，前景较好

国家发布的一系列食品安全法，提高了国家食品安全标准，减少了调味品市场的恶性竞争。随着经济不断增长，人民的消费力和消费心理也越来越强。相较自由的市场也会凭借自身的筛选，配合国家的宏观调控，能留在市场上的产品品牌也是越来越少，越来越有竞争力。我国调味业虽然历史悠久，但是技术更新却一直走在最前端。目前许多企业都在不断地更新调味技术，倒逼行业内其他企业竞相开发新技术，使其更好的服务消费者，从而达到占据更大消费市场份额的目的。

调味品产业有很多的分类，每一种产品都有不同的发展阶段。人们的生活质量已达到小康，食品的要求也越来越高，更便捷成为调味品的升级趋势，同时，品类间和品类内保持更新，调味品持续升级。基础调味品（单一调味品）比如盐、糖、醋、味精、蚝油，已进入成熟期，市场渗透率较高，增速有所放缓，产业的产能主要集中在少部分公司手中，形成寡头竞争格局；近几年，我国的酱油产业迅速发展，出现了海天这样的国家级品牌，并已具备大量的产品群落与品牌影响；我国食醋产业的集中化程度持续提升，地区性龙头已初露端倪，比如千禾，由于不同地区口味的不同，我们的品牌建设和国际化仍处于初

级状态。复合调料在近几年发展迅速，但还处在高速增长的阶段，其产品的便利性、标准化等特点，更能满足行业和消费者的需要，其发展潜力很大。

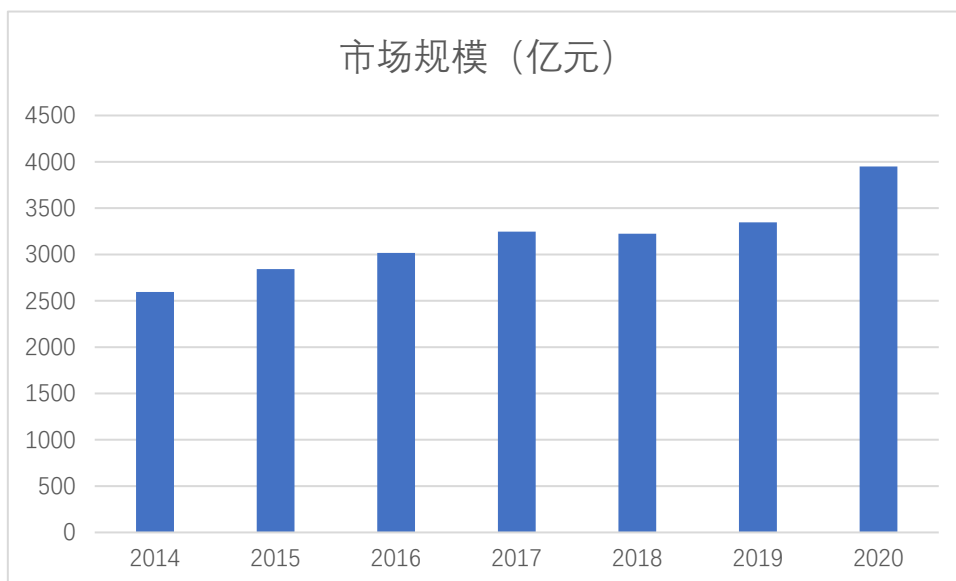


图4.2 调味品行业市场规模

如图 4.1 所示，艾媒顾问数据显示，中国食品制造业的消费总额将在 2019 年达到 395 亿元。虽然目前的疫情对餐饮业造成了一定的冲击，但这次的疫情使得国内的餐饮业从国外转移到了家庭，从而带动 C 端调料需求，多家 C 类调料企业在疫情期间收入保持了良好增长。艾媒顾问公司的分析人士指出，中国的食品制造行业仍有很大的发展潜力，从市场空间来看，红海和蓝海都有着巨大的发展潜力。

调味品市场主要被瓜分为四大类，第一类是以海天、李锦记为代表的全国性的大品牌，占比也是最高的；第二类是以家乐为代表的外资品牌；第三类是以千禾、东古为代表的地方性品牌；最后一类则是手工式的家庭小作坊。调味品行业的竞争格局比较复杂，因此，国内的调料品业得到集中度相对较弱，因此就存在有一个巨大的产业整合机会。同时，仍有众多的具有优良的原材料的上游供应商排队，对于海天调味品的质量把控上也是一个非常有利的机会。海天味业在调味品领域拥有着很强的实力和发展潜力。海天技术先进，研发水平高，尤其是在酱油和耗油产品上，海天味业是绝对的主导地位，所以，在面临的竞争中，没有必要保留巨额的资本以应付同业的激烈竞争。因此，公司更愿意采用高分红的方式，让投资人可以共享公司的运营业绩，提升信誉，进而

稳定公司的股票价格。

4.2.3 向市场传递公司良好信号

与信号理论相结合，由于不对称的信息，外部投资者无法正确了解公司的实际情况。按照公司分红方案，可以传递很多的讯息，不过投资者对分红的理解也会有很大的差异。在当前资本市场中，除了大股东和机构投资者之外，大部分的普通投资者都是散户。他们通过获取差价盈利，而外界投资者则是依靠公司的披露和小道消息来获取利润，因此对股票的价格十分敏感。有的公司分红多了，就会引起一些散户的注意，觉得这家公司的发展前景很好；但如果一家公司突然盈利了，却没有分红，可能认为该公司遇到一些经营困难。因此，公司把握住了中小投资人的心态，通过股利来增加对每个人的投资信心。

对大部分投资者来说，公司发放高额的现金红利是一个公司潜在的投资机会，同时也是公司对公司未来发展的一种信任。从投资者的观点看，他们期望在一段时期内获得更高的投资回报率，让投资者获得显著的投资回报率，从而产生了良好的影响：增加投资者对公司的信心，增加投资者对公司的信赖。

公司实行高现金股利，表明今年营收颇多，而且可以向社会传递公司的发展方向。若公司削减股利，投资者就会认为公司获利不佳，投资不划算，也会使投资者对公司的股价失去信心。从公司的观点来看，股利支付率愈高，或派息愈多，投资人愈有信心，便会认为公司是很有价值的投资；在公司缺乏资金急需融资的情况下，也会变得更为简单。也能向股东传达一个好的运营讯息，从而提升公司的股票价格，还能提升公司的市值。

因此，高派现对于企业以及投资者是各自都有好处的事情。海天味业连续七年高派现行为，向外界传达出海天味业经营优良的信息，吸引了投资者，对企业有一定的好处。

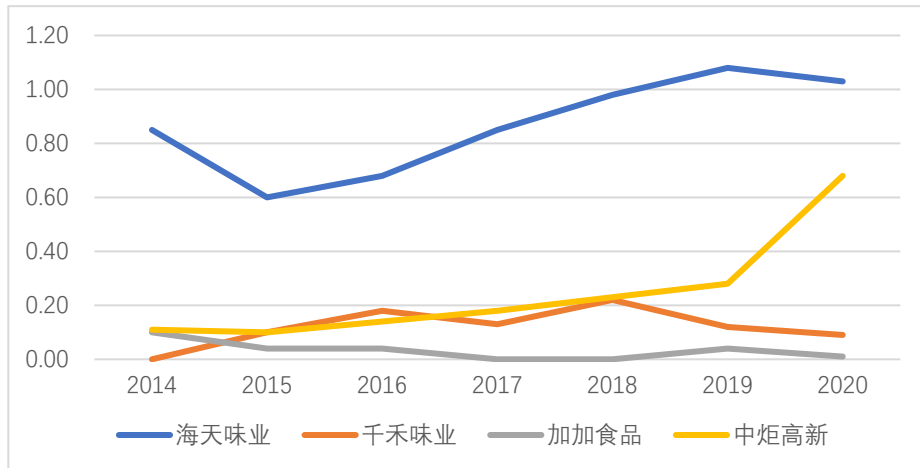


图4.3 每股股利对比图

如上图 4.2 所示，海天味业的分红稳定性和持续性都很好，分红金额也很高，在同行业中的地位也是相对稳定的，让投资者更加放心。

从 2014-2020 年，海天味业的每股派息额一直都远远高于千禾味业，加加食品，中炬高新，并且从 2015 年后差距在慢慢增大。中炬高新虽然 2020 年份高额派息紧逼海天味业，但每年的变动幅度都很大，突然采取高派现股利政策，消费者无法获取准备信息，不能使投资者的信心稳固。

海天味业的股利分配是所有公司中最稳定的，也是最连续的。所以海天味业在调味品业中将维持较高的分红政策，这无疑是一个很好的消息，并进一步的吸引了更多的稳定的投资人。

5. 海天味业高派现股利政策财务绩效分析

5.1 财务状况分析

实行高派现分红政策将导致公司现金大量外流，会对经济状况产生影响。通常情况下，合理的股利政策对企业的经营业绩有正面影响，反之，则会带来消极影响。本文选择 2012-2018 年近 6 年的数据，从海天味业的盈利、偿债和营运能力来看，公司在 2014 年就开始发行股票，并且实行了较高的派息。选取 2014 年前两年的数据更直观的对比实施高派现股利政策前后的影响。同时引入同行业均值进行对比，以便更客观地反映出海天味业财务能力前后变化情况。

5.1.1 对盈利能力的影响

盈利能力，就是字面意思，公司通过业务赚取利润的能力，具备一定盈利能力的上市公司可能会进行高派现，但可能会对其获利产生不利的作用。本文选择以下评价标准并结合调味品行业均值对海天实施高派现是否影响其盈利能力展开研究，如表 5.1 所示。

表 5.1 2012 年-2018 年盈利能力对比表

		2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
毛利率	海天味业	37.28%	39.23%	40.41%	41.94%	43.95%	45.69%	46.47%
	行业均值	22.19%	22.02%	30.03%	30.43%	33.23%	35.00%	37.54%
净利率	海天味业	17.08%	19.12%	21.29%	22.22%	22.82%	24.21%	25.63%
	行业均值	6.75%	4.05%	11.43%	10.17%	14.13%	15.32%	15.91%
净资产收益率	海天味业	38.00%	45.00%	33.00%	32.11%	31.65%	31.12%	32.66%
	行业均值	8.89%	4.79%	15.04%	13.09%	17.90%	19.08%	19.58%
总资产收益率	海天味业	22.44%	25.04%	23.58%	22.31%	22.78%	23.70%	23.94%
	行业均值	3.64%	2.10%	7.73%	7.28%	10.79%	11.93%	12.26%
每股收益	海天味业	1.70	2.26	1.40	0.93	1.05	1.31	1.62
	行业均值	0.44	0.43	0.40	0.41	0.37	0.42	0.39

资料来源：Wind数据库

(1) 产品盈利能力

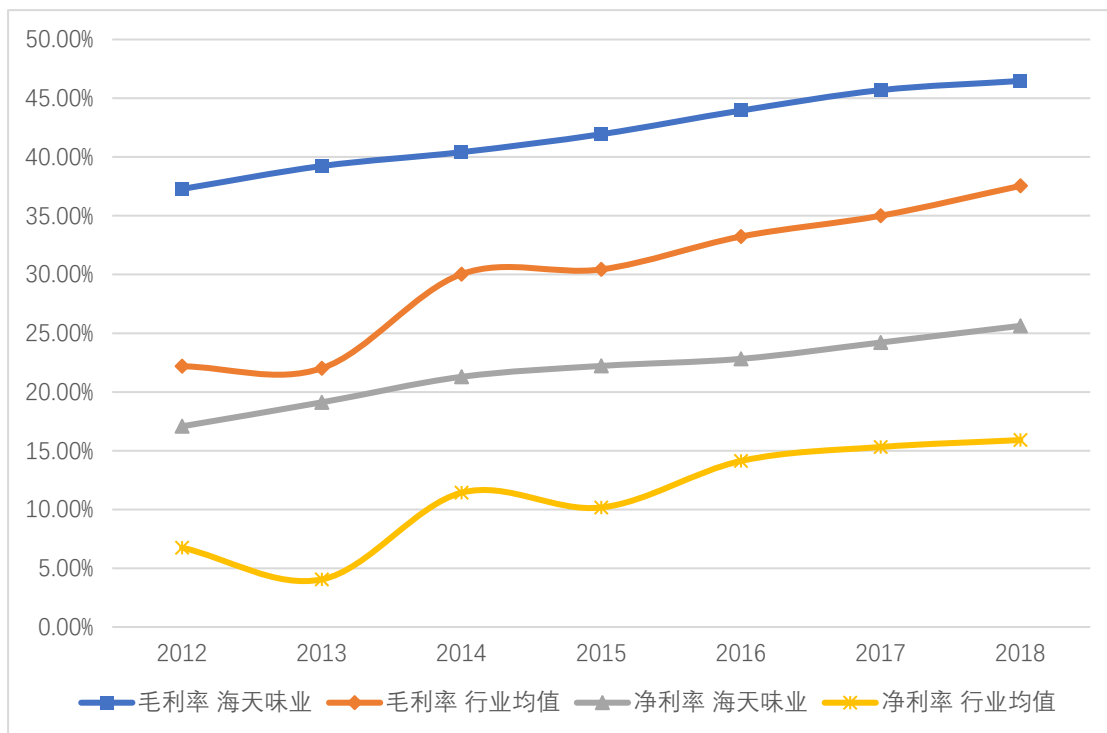


图5.1 2012年-2018年产品盈利能力折线图

如图 5.1 所示从增长趋势来看，海天味业在实施高派现股利政策之前 2012 年和 2013 年期间销售净利率处于增长阶段，实行高派现政策后，公司继续稳步发展，但增速放缓。行业平均销售净利率则是波动性上升，2012-2013 年呈下降走势，2013 年-2014 年净利率大幅回升，当期净利率较上年提升了 7.38%，2015 年有小幅回落，此后每年保持小幅稳定提升。

海天味业招股说明书显示，农产品如黄豆、白糖等是公司产品的重要原料，但原料的价格却受到了国内市场供需的变动、国家农业扶持政策、国家价格等多种因素的制约。由于 2012 年的农产品价格不断上涨，导致调料厂商面临着更多的成本负担，因此造成了 2012 年调味品行业整体销售净利率下降。但作为行业龙头的海天味业，因具备较强的创新能力及议价能力，可以通过技术革新来改善原料的使用和销售，缓解原料价格的上升。这也是海天味业没有受到行业不稳定的波及，能够保持相对稳定的盈利水平的原因之一。除行业因素影响之外，可以看出海天味业在实施高派现前后都非常稳定，实施高派现政策未对海天味业的盈利能力产生较大影响。

从数据本身来看，海天味业各年净利率基本高出行业均值 10%以上。作为世界上最大的调味品生产商和销售商，海天味业的现代化发酵工业生产体系带

来规模效应，产品的平均生产成本低于同行。另外，海天味业的三费占比也远低于同行，其品牌效应和经销渠道上的明显优势，从而使海天味业的销售费用和管理费用比同行业中的其他公司都要好。

销售毛利率反映企业主营盈利水平，其变动的幅度与净利率一样。从以上的统计资料可以看到，这六年来，海天味业的利润一直保持着稳定的发展势头，从2012年的37.28%，到2018年达到46.47%，显示了海天的业绩稳步提升。这也是海天味业近年来的发展策略，调味品市场巨大而集中度不高，行业龙头的海天味业虽已领先同业一大截，但是，拓展市场份额仍然是首要目标，因此，公司不会在价格上寻求更高的价格，而是通过扩大销售量提升营业收入、通过规模化采购及生产降低采购和制造成本，稳步提升产品的毛利水平。相比于行业平均主营获利能力，海天味业的产品获利能力虽然不算特别出色，不及佳隆股份、恒顺醋业等竞争对手，但它的优势在于，它的增长是可以持续的。

总的来说，长期高分红没有导致产品盈利水平降低，反而是盈利水平的稳定为高分红保驾护航。

(2) 资本盈利能力

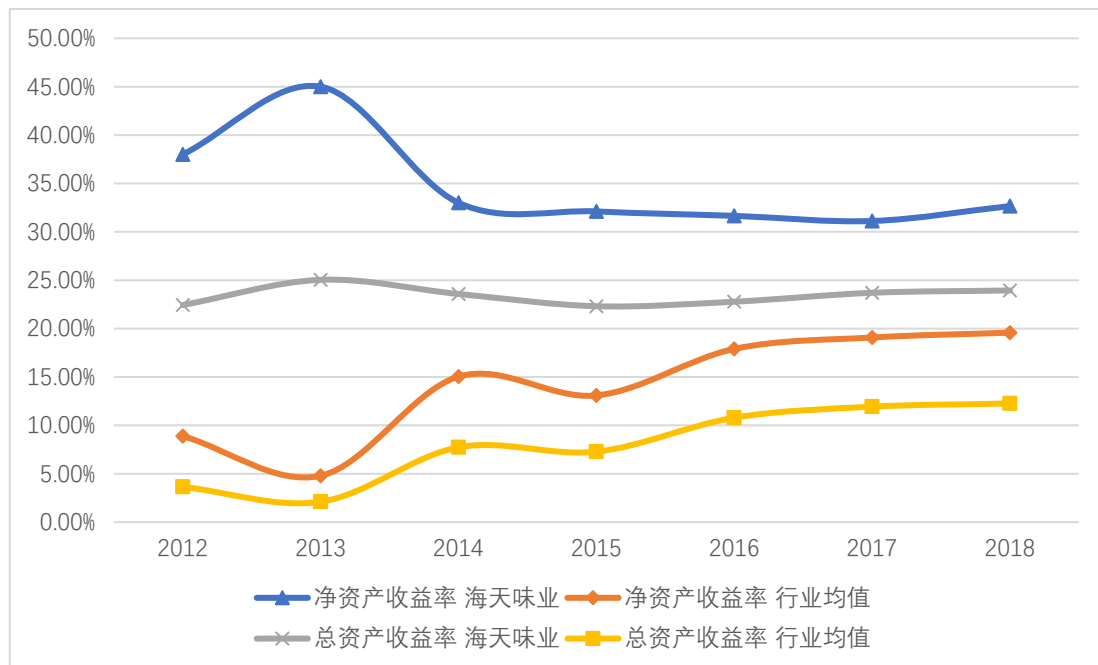


图5.2 2012年-2018年资本盈利能力折线图

从图5.2可以看出，在2014年之前，海天味业净资产收益率波动较大，由2012年的38%到2013年的45%再到2014年的33%，2014年以后的ROE基本保

持稳定。

2013 年指标上升主要由于公司 2014 年首次公开发行股票上市募资 38.36 亿元，使得净资产大幅增加。2013 年后之后净资产收益率下降且趋向稳定，因为 IPO 的资金将用于投资的一百五十万吨酱油扩建工程，工程建设周期长达数年，因此在短期之内，公司的 ROE 会有所下降。但是中长期而言，随着扩建项目的顺利实施，随着公司的发展，公司的营收和利润将会有很大的提升，而公司的盈利能力和资本回报率也会有很大的提升。年报数据显示，海天在 2017 年已完成了产能扩建工程，年产能力达 200 万吨。截至 2018 年底，公司产能趋于饱和，基本实现产销同步，当期盈利水平提高，资产收益率由 2017 年的 31.12% 提升至 34.06%，产能提升带来的效用初显。

需要注意的是，公司的扩建项目所需资金全部来源于上市募资，2014 年后每年的高派息并未影响到企业的长期资产建设。2014 年到 2018 年海天味业的净资产收益率保持平稳，也说明了在 2014 年实施高派现后没有对净资产收益率造成太大影响。

如前文所述，主要原材料大豆、白砂糖等辅料 2012-2013 的影响，盈利水平普遍下降。但通过与行业对比可以发现，海天味业并未因此受到太大影响，其净资产收益率却出现了逆向增长，说明海天味业的利润水平还是比较高的。

2014 年至 2018 年，行业整体资产收益率波动上升。具体来看，海天味业 ROE 每年均高于行业均值 10 个百分点以上，行业均值最高仅为 19.58%，而海天味业的收益率平均为 33%，海天味业在自身资金使用上具有很大的优势，在业内居于领先地位。

总资产净利率是一块钱的资产可以得到的平均收益。2013 年前总资产收益率保持上升，公司的资产利用效率比较高，并且在 2013 年达到峰值，与此同时调味品行业下降到了最低点，这是因为产业发展处于低谷，新的品牌进入了新的市场。海天、千禾、加加在 2013-2014 年度都在下滑，在 2014 年采取高派现股利政策后降低的速度反而减缓，而且净利润和股利支付率持续增涨，说明高派现没有对海天味业的盈利能力有负面影响。

表 5.2 2013 年-2018 年非股权性投资与现金分红对比表

项目	2013	2014	2015	2016	2017	2018
闲置资金 委托理财 (万元)	0	60,000	80,000	110,000	240,000	-40,000
扩建项目 当期投入 (万元)	1,635	31,001	22,250	17,281	1,242	0
现金分红 (万元)	37,425	127,804	162,375	183,937	229,603	264,636

来源：年报数据整理

从表 5.2 可以看出，2013 年开始公司进行扩建项目投资，在 2014 年至 2016 年大量投资，2017 年仅有 1242 万元投入，2018 年无新增的大额的投资计划。扩建项目竣工投产后，产能还在逐步释放，足以满足目前生产需要。基于产销平衡的考虑，海天没有再进行其他大额的投资项目。2014 至 2017 年，海天味业每年存放上亿闲置资金用于委托理财，2017 年当期新增委托理财的金额更达 24 亿元。这说明海天味业的财务状况较为稳健，现金流充沛，同时也存在着单一主业经营投资需求不足的问题，但是，这种效率低下的资产分配方式在某种意义上也会对公司的资本盈利能力产生影响。综上所述，海天味业的高派现建立在公司业绩增长稳定、现金流充沛以及产能满足市场需求的前提之下，海天拥有充足的资金回馈投资人

(3) 股东盈利能力

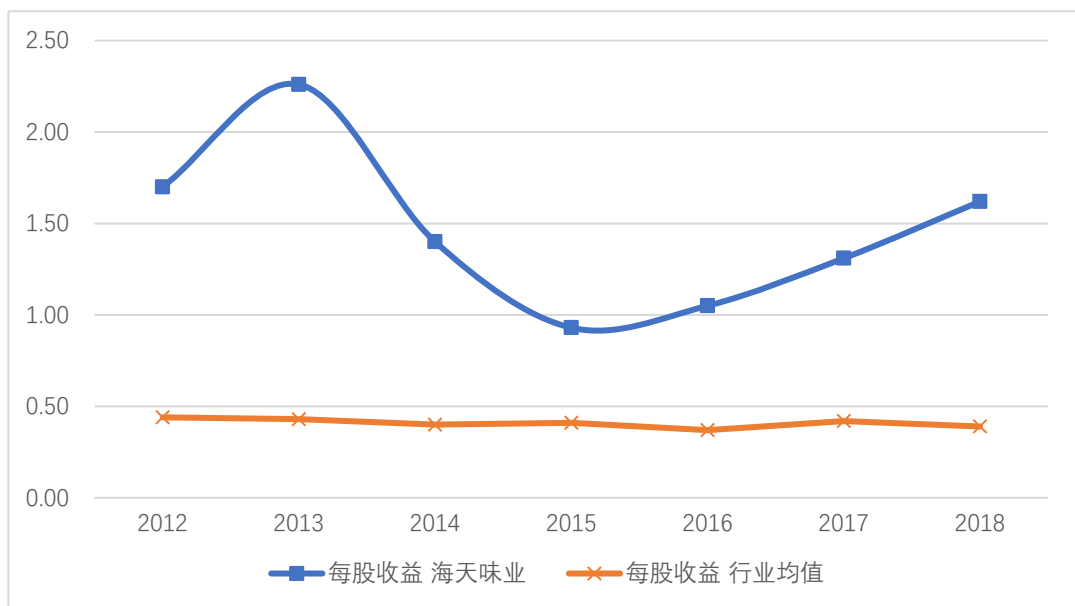


图 5.3 2012 年-2018 年股东获利能力折线图

每股收益愈高代表股东的盈利能力愈高，而愈低者愈低。从图 5.3 可以看出，海天的数据都超过了行业平均水平，2013 年到 2014 年的骤降也是因为 2014 年上市，首次公开发行股票。随后在 2015 年从 1.4 降到了 0.93，主要因为 2015 年继续增加股本，相比 2014 年股本增长了 80%。2015 年至 2018 年的平均每股盈利持续上升，且其每股收益约为行业均值的 2 倍以上，差距逐渐拉大。

海天味业每股盈利高，说明公司普通股盈利水平高，投资风险低，而这正是海天味业有足够的现金资本回报投资者的重要原因。据统计，2014-2018 年公司平均每股股利为 0.8 元，至今已有 96.83 亿元现金分红，每年股利支付率都在 60%以上。海天味业的派现水平，在调味品行业甚至整个 A 股都是凤毛麟角。高分红使股东的获利水平上涨，使投资者每年都能享受公司的硕果，因此深受广大投资者的青睐。而公司的业绩稳定增长，每股盈利亦随之上涨，说明持续的高股利政策提高了公司股东的盈利能力，在某种程度上起到了正面影响。

综合以上的研究结果表明：海天味业整体盈利能力比较平稳，远高于同行业，让海天味业积累了足够的资金和利润，为公司连续几年推行分红政策奠定了坚实的基础。考虑到海天味业的收入和净利润竿头日上、企业已进入成熟期，投资机会较少，其高派现在现阶段并没有对公司的盈利产生不利的影响，相反，公司的盈利状况也为公司的高派现提供了保障。

5.1.2 对营运能力的影响

营运能力反映公司盈利的有效性。在一定时期内，公司愈有效地使用资产，就愈能保证公司有足够的流动资产来偿还债务，从而保证公司的最终盈利。经营管理的好坏直接关系到公司的盈利和偿债能力，所以，营运能力的分析将会对公司的未来发展产生重要的影响。它的评估方法，以总资产周转率和库存周转率为主要评价标准。指标愈大，则说明公司的资产应变能力愈佳，营运能力愈强。

表 5.3 2012 年-2018 年营运能力指标对比表

		2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
总资产周转率 (%)	海天味业	1.31	1.31	1.11	1	1	0.98	0.93
	行业均值	0.54	0.52	0.68	0.72	0.76	0.78	0.77
存货周转率 (%)	海天味业	5.68	5.47	5.4	6.09	7.2	8	8.13
	行业均值	3.39	3.58	3.96	4.52	5.08	5.33	4.82

资料来源：Wind数据库

如表 5.3 所示，在实施高派现前，总资产周转率比较高，在 2013 年后走下坡路，调味品行业恰好相反。15 年的时候，海天放慢了脚步，一直保持在 1 的水平，行业平均在保持在 0.75 左右。如前所述，海天味业是在 2014 年上市的，此后几年将上市募集的资金投入于扩产项目的建设，项目直至 2017 年底建设完毕，2018 年开始逐步释放产能。因此，短期资产周转率降低，2014 年总资产周转率降低。而海天味业从 2014 年起就实行了高分红，分红比例在 60%以上，表明企业有过多的货币资金，拉低了企业的资金使用效率。从千禾味业此前未实行高派现的情况来看，高派现在稳定公司总资产周转率方面有着一定程度的作用，不过作用不显著。

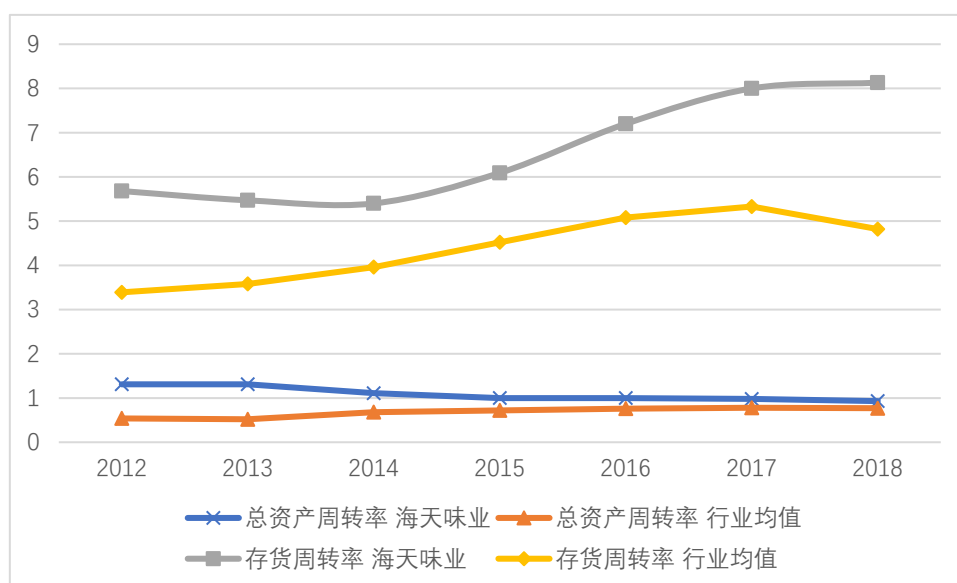


图 5.4 2012 年-2018 年营运能力指标折线图

如图 5.4 所示，海天食品的库存周转速度一直比同行业平均水平高，这表明其产品的市场竞争力很大，存货资金占用效率低，公司的经营效率较高。而这与公司产品的畅销，以及其独特的采购和销售模式以及密不可分。一方面，海天味业实行“先付款再发货”的经营方式，调味品销售旺季是每年元旦至春节期间，经销商为了在这段时间保有充足货源，会进行提前备货。海天味业一般要求经销商年底之前预缴直至春节的货款以便优先安排发货。所以每年期末公司预收货款余额较大，且几乎没有应收账款。此外，由于公司产品供不应求，通常产品在完成后 1-2 个星期内就能发货给分销商，因此公司的完成产品库存总体上处于低位，年末存货余额较小。

另一方面，海天味业采用“先买后付”的采购方式，对于原材料和包装物的采购，一般有 15-30 天的账期，而预付款项仅针对广告费、设备款及采购部分大宗原材料。可以看出，公司高存货周转率背后，是公司品牌知名度高、在上下游企业中具有很大的发言权，产品需求旺盛且销售回款及时性强，在账期可以利用上游的供方的资本，提高库存的周转速率，并能有效地利用自己的资金。

从图 5.4 来看，库存周转率的不断上升，表明公司的库存周转更快，对公司资产使用的效率逐渐增加。行业整体的存货周转率也逐步上升，调味品公司存货周转的速度愈来愈快，也表明随着国内生活水平的提高及餐饮业的蓬勃发展，调味品业正处在高速发展的时期。虽然国内的调味品的市场规模庞大，但其集中度低，根据调查，2016 年海天味业、老干妈、美味鲜等五大品牌仅占据了 20% 的市场，未来发展的潜力很大。随着家用家庭和食品企业对调料的要求由单一转向多样化、高质量迈进，尽管目前经济增速放缓，整体消费疲软，但调味品这一类的产品整体发展依然很平稳，这也符合了产业的特点，今后的发展将会更加稳健。海天味业作为龙头企业，将获得更多的发展红利，发展水平的差异将会进一步扩大，产业的整合将会出现，产业集中度将会进一步提升。

综上所述，我们可以得出，海天味业的经营状况十分稳定，远远超过了同行业的平均水平，公司独特的经销和采购模式保证了公司极佳的现金流状况。随着公司销售规模的扩大和利润水平的不断提升，公司保有充足的营运资本，有较多的货币资金可以满足流动性负债的偿付、长期工程的投资以及现金股利

的派发。采取高派现没有对海天味业的营运能力产生消极影响，反观良好的营运能力保证了高派现的实施。

5.1.3 对偿债能力的影响

企业的偿债能力由流动比率、速动比率和资产负债率体现。资产负债率反映了公司的债务融资比率，它反映了公司的长期债务能力，并影响着公司的发展和融资的方向。如果公司的资产负债率处于适当的水平，则公司的债务偿还能力愈强。速动，流动比率由于资金流动性，而为短期的偿债能力的指标。如果公司的流动，速动比率偏低，反应短期债务能力可能存在问题。反过来，说明公司的资金周转困难，流动资产占比高。

表 5.4 2012 年-2018 年偿债能力指标对比表

		2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
流动比率	海天味业	142	122	210	265	259	261	257
	行业均值	78	81	102	131	157	177	155
速动比率	海天味业	107	86	176	228	232	238	238
	行业均值	55	55	74	98	124	142	123
资产负债率	海天味业	40.12	41.77	31.93	23.89	25.62	27.99	31.06
	行业均值	57.6	52.04	46.3	40.8	37.2	36.7	37.8

资料来源：Wind数据库

如表 5.4 所示，通常，资产负债率与其长期偿债能力成反比。这一指数可以全面反映企业的债务状况，可以对企业的资本运作进行度量，从而防止债权人在放款过程中存在较严重的风险。

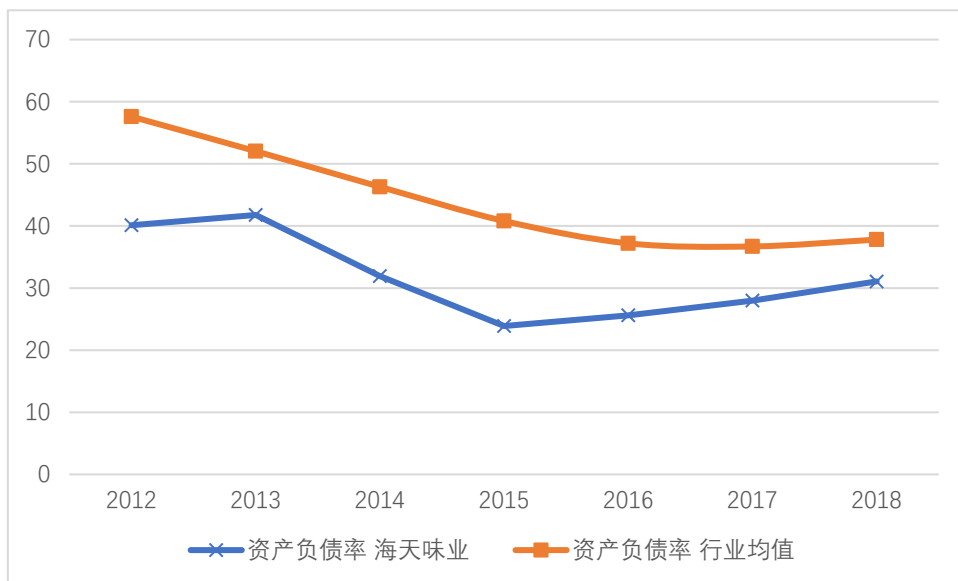


图5.5 2012年-2018年长期偿债能力指标折线图

如图 5.5 所示，海天味业 2014 年上市以来，其资产负债率都在 35%以下，资本结构稳健、长期偿债能力较强。具体来看，2012 年和 2013 年的资产负债率约为 40%，2014 年降至 31.93%，主要因为上市，公司增加了资产，2015 年开始缓慢上升，主要是由于公司销量增长，采购原材料产生的应付账款及因元旦春节供货要求收取的预收账款增加，使得资产负债率有所上升。根据负债结构，流动负债以应付和预收等经营性无息负债为主，占用上游和下游公司的资金比重多。可见，海天长期偿债能力在同类企业中处于良好的地位，在 2014 年首次采取高派现后没有产生明显影响，但不能排除因连续高派现导致公司现金减少，对偿债能力会有一些的负面影响，债务风险有所增加。

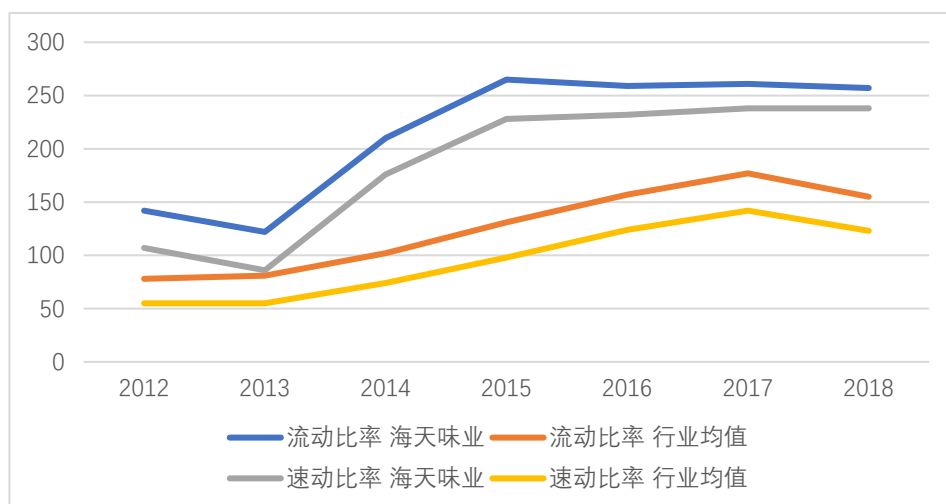


图5.6 2012年-2018年短期偿债能力指标折线图

流动比率反映了公司在短期负债到期之前的变现能力，变现能力愈大，短期负债的偿付能力也就愈好。企业日常经营需要一定流动资产支持，但是，高的流动性会使资本的使用效率下降，总体来说最好保持在二。流动资产是企业资产中易变现的部分。速动比率指能在债务期之前立即变现并偿还债务的能力，一般大于 1 比较好。

如图 5.6 所示海天味业的流动比例在上市之前分别，为 1.4 和 1.2，上市之后流动比率均大于 2；速动比率趋势类似于流动比率，在上市后的比率都超过 1，可以看出上市后海天味业的速动资产、流动资产变现能力及短期偿债能力加强。说明实施高派现股利政策没有对海天味业的短期偿债能力造成影响，拥有充足的现金分红。

实行高派现 2 年来，其速动比率始终保持 1 上下波动，说明企业的流动负债的每个单位都有一块的速动资产，可以很容易地实现变现，也可以很好地保证短期债务的偿还能力。采取高派现政策后，速动比率持续升高，维持在 2.2 左右，而速动资产中的比例偏高，这将造成公司的机会成本升高。然而，评估的方法并非一定，必须结合公司的具体情况。一些公司速动比率在 1 之上，但是在速动资产中，应收账款占中大比重，再加上不确定的回收，不能说明公司的偿债能力好。从海天味业的资产负债表中可以看到，2015-2018 年间，公司的应收账款中，以货币资金为主，且账面金额较少，这表明公司的短期债务偿还能力较好，得到明显提高。结合行业均值来看，行业的趋势和海天味业几乎相同，说明海天味业的发展趋势和方向和整体行业的发展方向相同，而且作为龙头企业，有一定责任去带领行业朝正确的方向和健康的经营状况去发展，且又与行业里的竞争对手保持着一定差距。

5.1.4 对成长能力的影响

成长能力能够决定公司的发展方向，如果一家公司的成长能力愈好，那么就代表着一个公司的扩张和发展蓝图更容易实现，它与股东的利益息息相关，是衡量公司发展潜力的重要标准。下面选择了两个主要相关的财务数据对成长能力进行评估，如下图 5.5 所示。

表 5.5 2012 年-2018 年成长能力指标对比表

		2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
营业收入增长率	海天味业	16.07	18.84	16.85	15.05	10.31	17.06	16.8
	行业均值	3.34	3.92	15.25	12.68	4.62	9.7	13.2
净利润增长率	海天味业	26.17	28.58	29.86	21.49	13.47	22.24	21.88
	行业均值	50.91	-38.71	43.22	-0.05	49.07	18.92	14.73

资料来源：Wind

营业收入增长率是公司主营业务收入与上年的变动情况，是一个很好衡量公司成长能力和发展前景的标准。该值愈大，说明企业运营状况和市场占有率变好，有更好的发展前景。

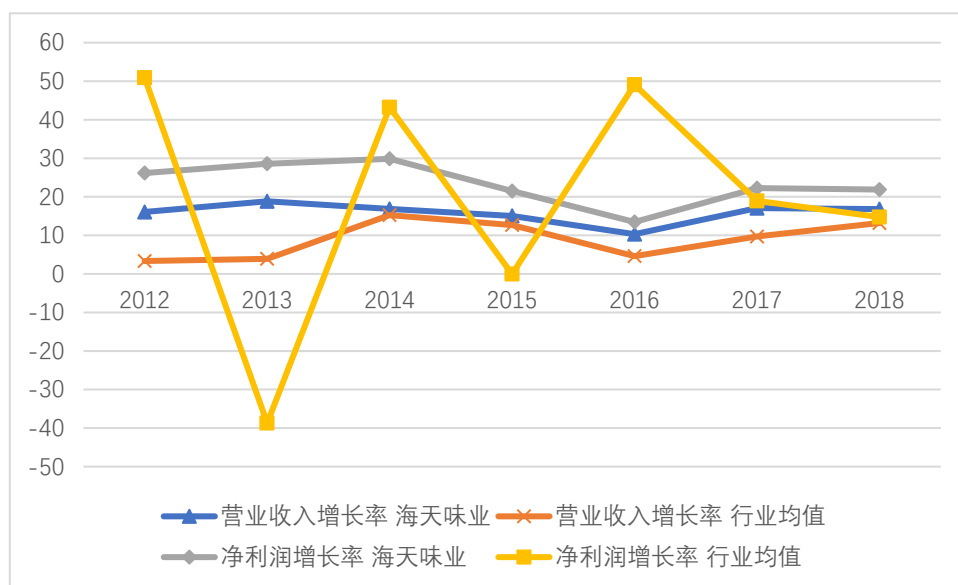


图 5.7 2012 年-2018 年成长能力指标折线图

如图 5.7 所示，海天味业两项财务指标的涨幅在 0.3%到 13%之间和 0.6%和 25%之间。从 2013 年开始，海天味业的营收和净利润增速下降，于 16 年降至谷底。

与此同时，整个行业的净利润甚至达到了-40%，在 15 年-16 年间，中国经济低迷、各项成本上涨，导致我国调味品行业的整体利润增长缓慢。海天也受到冲击，成长能力指标也有所放缓。但与行业整体相比，海天味业抗风险能力较强，业绩未发生太大的波动。在此期间，海天味业仍保持 60%左右的股利支

付率，每股股利持续增加，说明营业收入和净利润增速降低与海天味业连续采取高派现股利政策无明显负相关影响。并且由于海天味业较为稳定的业绩支撑，公司高层有信心和能力继续选择支付高股利。

具体来看，行业在 2015-2016 年处于低谷期，一方面，公司凭借着强大的营销网络，将销售渠道和产品拓展到绝大部分城市，通过不断拓展市场来提升销量；另一方面，公司进行产能扩充，2016 年已经基本完成产能扩建项目，为充足的产能配套做好保障；最后，公司通过精细化管理，充分整合内外部资源压缩成本。公司凭借着较强的核心竞争力抵御行业风险，实现了公司的收入和盈利的稳步发展。

度过了连续两年的行业低谷，2017 年海天味业募投扩建项目竣工，超过 200 万吨产能逐步释放。此外，受原材料成本提升，受农产品价格上涨的影响，公司为了转嫁成本压力而提价。2016 年 12 月，超过 70%产品提价约 6%。由于调味品是生活必需品，消费者对提价的敏感程度低，因此，海天公司的涨价并没有对产品的销量产生消极的影响。相反地，受益于产品单价的提升和产能的释放，公司 2017 年营业利润增长率和净利润增长率均较上年均有所提升，2018 年的成长能力指数得到了进一步的改善。

根据 2017 年度中国调味品协会的统计，我国调味品行业的营业额已经突破了 3 千亿元，其产品种类繁多，市场需求量大，市场繁荣、稳步发展。海天味业的近年来成长能力指标数据保持较高水平且趋于平稳，规模和产品市场占有率均处于行业领先地位，特别是酱油、耗油等品类市场规模有着绝对领先优势。2018 年度报告显示，该年度的营业收入 170 亿，而酱油、调味酱及耗油的收入就有约 152 亿元，未来海天在品类多元化方面仍较大的市场空间。随着未来品类的拓宽及原有产品竞争优势的进一步扩大，海天将继续保持稳定和快速的发展。高派现股利政策未对海天味业的成长能力有不良影响，反观健康稳定的发展势头保证了高派现的发放。

5.2 实施高派现股利政策后的资本市场反应

根据信号传输的原理，企业可以通过高分红的方式向市场发出好的讯号，然而，由于国内资本市场不成熟，如果股权集中度高，高派现未必就代表公司

的运营情况好。特别是国内当前广泛存在“一股独大”，与公司发展状况背道而驰的现行做法，更容易被投资者理解为大股东的利益转移，进而引起负面的市场反响。那么，海天味业的高分红能否传递出一个正面的信号，得到了投资者的青睐？本论文以国内外有关人士的研究为基础，运用事件研究方法，对海天味业上市后的市场反响进行了分析。

事件研究方法被普遍运用于股利政策研究之中，选取该事件发生前和发生后一定时期内的股价，然后求出累计超额收益率 CAR 和超额收益率 AR，这一时期的变化就反应了事件的市场反应，计算 AR 和 CAR 方法如下：

(1) 确定事件日期

在股利发放的过程中，最重要的时期是分红方案预案公布日。所以，本文将这一日期选为事件日期。

(2) 确定事件窗口期

股票价格随时期的大幅变动，仅从当日股票价格变动来看，无法准确、真实地反映对于市场的影响，所以必须在实证分析中设定一个窗口期，以反映股票价格变动的窗口时段。考虑到窗口期过长，可能导致事件发生日期与结果的相关性减弱，且鉴于上市公司的股利宣告方式及投资者获取信息的快慢，将上市公司分红方案公告日前五个交易日内作为窗口期间。

(3) 计算 AR 及 CAR

①计算实际收益率：

$$Y_i = (X_i - X_{i-1})/X_{i-1}$$

其中， Y_i 为 i 日的实际收益率， X_i ， X_{i-1} 为 i 及 $i-1$ 日的收盘价。

②计算正常收益率：

$$Y_{ni} = (X_{ni} - X_{ni-1})/X_{ni-1}$$

Y_{ni} 为上海证券综合指数 i 日的正常收益率， X_{ni} ， X_{ni-1} 为上海证券综合指数在 i 及 $i-1$ 日的收盘指数。

③计算 AR

计算 AR 的公式为：

$$AR = Y_i - Y_{ni}$$

④计算 CAR

累积超额收益率 CAR 可以用来测量一个特定时期的事件的市场反应。CAR 的公式为：

$$CAR = \sum AR$$

表 5.6 2014 年-2020 年累计超额收益率

	2015/3/10	2016/3/10	2017/3/23	2018/3/23	2019/3/26	2020/3/26	2021/3/31
t-5	-0.03435	-0.00904	-0.00217	-0.00864	-0.02001	-0.02946	0.00339
t-4	-0.01349	-0.03952	-0.00557	-0.01983	-0.01481	0.03013	0.01479
t-3	-0.00793	-0.03062	-0.00793	-0.0164	-0.02914	0.077	0.01225
t-2	-0.01654	-0.00795	0.00703	-0.00287	-0.02936	0.07611	0.01733
t-1	-0.03069	-0.01106	0.0345	-0.01135	-0.04329	0.0613	0.04644
t=0	0.00064	0.05079	0.0894	-0.01467	0.00582	0.14195	0.06641
t+1	0.04137	0.02212	0.06562	-0.00929	0.04759	0.16837	0.0933
t+2	0.0539	0.04545	0.08191	0.01158	0.07044	0.16383	0.11748
t+3	0.03104	0.11836	0.11009	-0.03145	0.08555	0.26343	0.10053
t+4	0.03779	0.07937	0.09478	-0.04032	0.05517	0.24118	0.11962
t+5	0.02573	0.08107	0.10742	-0.05705	0.0367	0.2503	0.1495

资料来源：同花顺整理

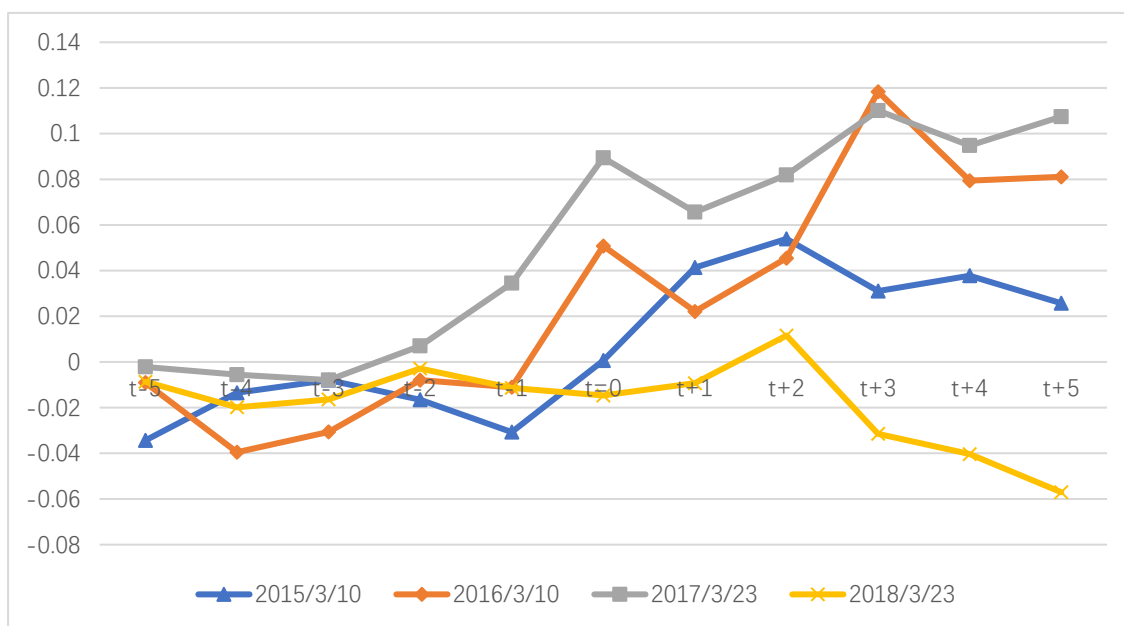


图5.8 2014年-2017年累计超额收益率折线图-1

海天味业 2015 年到 2018 年期间股利宣告日前后五日的超额累计收益率计算结果和分析见上表 5.5 和上图 5.8 所示，从中我们可以看出除 2018 年外，其余年份呈波动后上升的形式，整体上升幅度大于 0.01，在统计上具有显著性，尤其是 2015 年从-0.03 一路上升到峰值 0.05（股利公告日后的第二天），说明宣告股利后，海天味业采取的高派现对市场反应有积极的影响。在 2016 年和

2017 年，在股利宣告日时均有所下降后再上升，说明市场投资者在看到如此高和不正常的现金股利时保持观望态度，怀疑是向大股东输送利益，尤其 2016 年和 2017 年是采取高派现的第二年和第三年，投资者不是很了解海天味业。而在 2018 年的股利宣告日，股利政策没有带来积极的股利政策，缓慢从 -0.01 上升到 0.01 后开始加速下降，说明市场不看好这次高派现行为，产生了消极的作用。

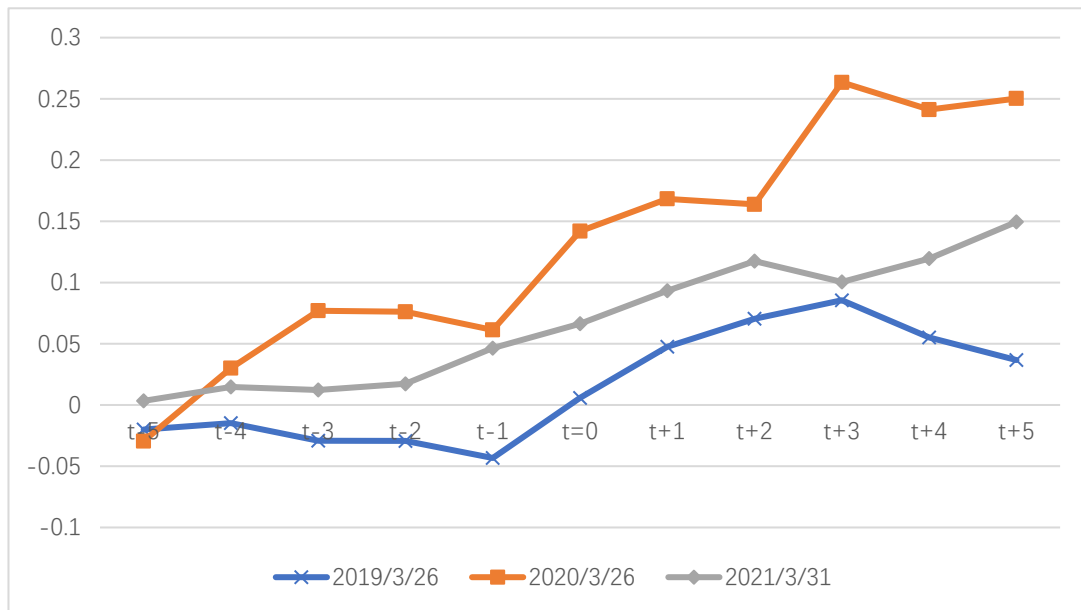


图 5.9 2018 年-2020 年累计超额收益率折线图-2

上图 5.9 为 2019 年-2021 年 CAR 折线图，总体上看，在最近这三年的股利公告日前后都保持上升，并且上升幅度较大，说明市场投资者这几年逐渐了解海天味业后，更加看好海天味业：高派现股利政策给市场反应带来了积极的影响，向外部传达公司良好运营的正面讯息，从而招徕大量的投资，激发了投资者的积极性。

总体来看，本文分析海天味业 7 次股利公告日前后 5 日的超额累计率发现市场对于海天味业高额派发现金股利的行为整体上有积极的影响作用，但在一些年份的反向平淡，甚至出现消极影响。投资者情绪、社会舆论等多种因素影响资本市场，具有不确定的性质，所以，要想利用高派现来向市场传递良好信号，获得投资者的青睐，不能盲目追求高分红，而应该根据公司的真正情况和长期的宏伟蓝图来给与利益相关者放心。

5.3 基于 Tobin's Q 的企业价值分析

Tobin's Q 将资金和公司的财务信息有机地融合在一起，能较好地体现出企业价值，这也是对公司的盈利预测和成长预测。Tobin's Q 为公司市值与公司的总资产之比。具体公式如下所示。

$$\text{Tobin's Q} = \text{公司市值} / \text{总资产}$$

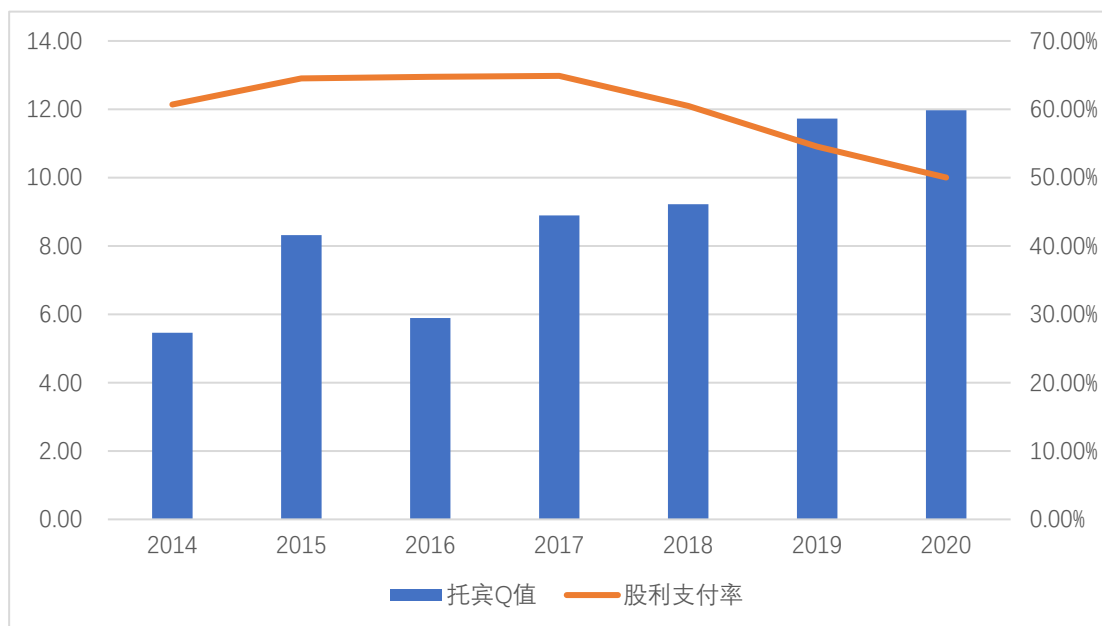


图5.10 Tobin's Q与股利支付率对比图

Tobin's Q 与企业价值成正比，通常情况下，当企业 Tobin's Q 超过 1 时，说明公司的资本回报和企业价值高。通过上图 5.10 可以看出，从 2014 年到 2020 年，海天味业 Tobin's Q 略有波动中上涨，且值非常大，远超一般在行业中以“1”作为标准，说明海天味业的企业价值在本就高的基础上持续上升。结合股利支付率来看，2014 年到 2020 年股利支付率在稳定中稍有下降，但总体水平仍保持较高水平。说明海天味业的高派现政策使企业价值增加，使投资者更加信任企业。

6. 研究结论与相关建议

文章对海天味业 2014 年-2020 年间持续高现金股利分配行为进行研究，采取文献分析、案例研究以及事件研究等方法从内外两个层面分析了其采取高分红的动因，然后对比其采取高分红前后的财务状况，市场反应和企业价值，得到下列结论。

6.1 研究结论

6.1.1 充足的资金和投资机会少是高派现的关键

通常情况下，一家公司能够持续数年之久的高派现，离不开是否有充沛的现金流。第一，海天味业是我国调味料业的领军公司，它的盈利能力一直处于行业的上流，高效的运营获得了可观的收入；第二，海天味业股权集中度较高，由于海天味业的股权结构较为集中。国内资本市场尚不成熟，一股独大的现象时常有，没有制衡机制的企业。大股东通过行使控制权来控制公司的分红，从而实现大股东的利润分配。另外，公司的所有者往往会采取分红的形式来削减公司的可动用资本，以避免管理人员的超支和过度投入，进而降低公司的代理费用。虽然海天味业有一定的制衡条件，但是不能完全排除采取高派现是遵循大股东的意愿，向大股东输送利益。最后，由于海天已步入了成熟阶段，所以资本积累相对充沛，良好投资机遇相对减少，为海天的高分红带来了有力的保证。本文采用了 Dickinson 的定量法分析出近年的海天味业已经进入企业的成熟期，投资机会明显减少，而且海天味业的总资产周转速度也在不断下滑，闲置资金也在不断增加，这也是海天味业采取高派现的一个因素。

同时企业外的因素也在影响海天味业股利政策的选择，证监会要求现金分红不能少于企业最近三年的平均净利润，以及再融资资格与分红也相关，海天味业需要去保持或提高目前现金分红的强度，并且海天作为龙头企业，相对于其它的公司来说，应该更加积极地回应国家的方针，做出好的榜样。海天味业从 2014 年上市就一直在实施高派现，而且在这六年里一直保持着稳定的分红方案，海天的营收和规模都在稳步增长，它的股价之所以会如此之高，良好的讯

号传递起到了关键作用。

6.1.2 高派现对市场反应和企业价值有一定的积极影响

海天味业实施高派现股利政策的后果能带来一定程度的积极的市场反应以及提升企业价值，本文利用事件分析法计算 CAR 对市场反应进行分析，结果表明高分红的宣告给企业带来了正向的市场反应，将积极的信息传达给投资者。但是市场反应受投资者情绪，社会舆论等多种因素影响，这种积极的影响比较有限。在通过 Tobin's Q 法结合股利支付率对企业价值进行分析，发现股利支付率近年保持稳定，Tobin's Q 整体上稳步上升，说明其高派现股利政策使企业价值得到提升。采取高派现股利政策未对企业的盈利能力和营运能力有负面影响，海天的盈利水平较为平稳，远远超过同行业的平均水准，良好的盈利水平让海天味业有了足够的本钱，这也是公司连续几年推行高分红的坚实保障。对于偿债能力和成长能力无明显负面影响，近几年来，其速动比率和流动比率不断上升，短期债务偿还能力增强。高派现对于长期偿债能力可能有一定的负面影响，资产负债率持续增加，有可能会出现债务风险。调味品集中度不高，海天味业作为龙头企业实施高派现，将得到更多的发展红利和空间，企业之间的发展水平差异将进一步扩大，行业的整合将会出现。并且海天在品类多元化方面仍较大的市场空间。随着未来品类的拓宽及原有产品竞争优势的进一步扩大，海天将继续稳步快速发展。

因此，在制定股利政策时，必须要综合考量各种不同的因素，既要符合公司的发展方向，又要满足投资人的红利需求。所以要求企业提高盈利水平，有效制衡机制，加强对公司信息的披露，采取符合公司发展的分红方案进行高派现，做好表率，实现提升企业价值的正向循环。

6.2 相关建议

6.2.1 强化治理机制，形成股权制衡机制

股权结构对分红方案影响颇大。尤其是对于我国这样普遍性存在“一股独大”现象的证券市场而言，大股东因其自身的利益，采取有利于其分红的决策，

进而损害其他中小股东的权益的行为十分普遍。因此，对我国上市公司的股权结构进行优化是非常有必要的。本文选择的案例公司——海天味业，该公司最大股东持有 32.5%，在股利政策的制定上拥有一定的话语权，因此海天味业有必要降低其股权集中度，形成更好的股权制衡机制，进一步细化董事会责任，确保其独立性，同时防止一股独大，对股东构成制约，避免对小股东的权益造成损害，再结合监管部门的管理，提升管理层次，让企业持续发展。

6.2.2 实现股利支付形式的多样化

国内股利支付另外还有股票股利、转增股。当然，现金分红是最直接最简单的分配方法，而中小投资者能获得的分红本就少的基础上，还需缴 20%个人所得税，无疑是“雪上加霜”。在考虑到公司成长和保护中小股东利益的同时，应当采用多元化的方式，适时采用其他方式或几种股利的组合。如股票股利，可以使公司的盈余用股票的方式发放，不会对公司的正常运营的资金产生一定的影响，从而降低公司的每股价格，从而使公司获得更多的资本。

6.2.3 高派现应结合企业自身条件而制定

我国现行的方针是半强制和激励有利润的公司将其丰收的果实回报于投资者，从而促使其更多地发放红利。这样既可以保护小股东的利益，又可以避免大股东占据公司的资本。但是，巨额的现金红利也可能给公司带来了沉重的压力。公司在分红决策中应充分考量其获利状况，但是，还要将资金流动的充足程度和外部借款所带来的资金费用也一并计算在内。如果公司将大量的资本用于向股东进行分配，那么公司的运营就会出现营运资本不足，无法抓住更好的投资时机，就需要向外界借款，降低资本的使用效率，从而提高公司的偿债压力，从而造成财务上的困难。海天味业的盈利能力较为平稳，这的确是公司在长时间内，持续执行高分红的关键因素，不过，这并不意味着公司的资金实力就足够支持公司的现金分红，同时，我们也应该考虑到股利政策会影响公司未来的债务偿还能力和公司的发展。通过海天味业财务绩效分析，可以发现，偿债能力受高派现的影响，如果资产负债率长期增长，有可能会出现问题。海天味业在未来的分红决策中，必须充分考虑上述财务因素，同时也不

能盲目追求高股利，而是要结合当前的发展需求，科学地制定分配方案。

6.3 研究不足与展望

由于我所知有限，且研究时间尚短，因此，本文仅限于对股利政策的初步剖析，尚处于初级阶段，尚有不少缺陷。本文仅对海天味业对外公布的信息进行了分析，结果与现实中的数据有一定的出入，可以通过补充公司的内部数据便能进行更加精确的分析。其次，对其采取高派现后的财务绩效进行了研究，采用了市场调节模型，但只对企业价值与股利政策的相关性进行了研究，而没有对股利政策和公司内部价值进行回归分析。若能应用回归分析，则可获得更精准的结果。在财务业绩的分析中，选择了海天味业一段时间的样本，样本数量很少，希望有更多的学者加入到海天味业以及国内股利政策的研究中来，为我国资本市场完善献一份自己的力量。

参考文献

- [1]D.E.Farrar, L.L. Selwyn.Taxes,corporate financial policy and the return to investors[J]. Nationa Tax Journal,1976,20:444-454.
- [2]Easter brook, Frank H. Two Agency-Cost Explanations of Dividends [J].The American Economic Review,1984,650-659
- [3]Frank H. Easterbrook. Two Agency-Cost Explantions of Dividends[J].74AmericanEconomic Review,650,1984:87~139.
- [4]Harry De Angelo, Linda De Angleo, Rene MStulz. Dividend Policy, Agency Costs, and Earned Equity. NBER working paper,2004.
<http://www.nber.org/papers/w10599>.
- [5]Jesen,M.C. Agency costs of Free Cash Flow, Corporate Finance and Takeovers[J], American Economic Review,1986(76):323-329
- [6]Jensen Meckling. Theory of the Firm: Managerial Behavior,Agency Costs and OwnershipStructure[J].Journal of Financial Economics,1976(4):305~360.
- [7]Johnson H. Chinomy. Are investor reluctantto realize their losses[J].Journal ofFinance,September 2014,345~370.
- [8]La Porta. Agency Problems and Dividend Policy around the World[J]. The journal of Finance.2000(57):1147-1170.
- [9]Lang.L and Litzenberger.R. Dividend Announcements: Cash Flow Signaling vs Free Cash FlowHypithesis[J].Journal of Financial Economics,1989,24:91~181.
- [10]La Porta,Rafael Florencio Lopez-de-Silanes,Anderi Shleifer and Robert Vishny.Agency Problems and Dividend Policy Around the World[J].Journal of Finance,2000,55:1~33.
- [11]Lintner.J.Distribution of Incomes of Corporationsamong Dividends [J].American Economic Review,1956,46(2):97-113.
- [12]Miller,M.H & Modigliana, F. Dividend Policy, growth, and the value of shares[J], Journal of business,1961(34): 411-433
- [13]Shliefer Andrei and Robert Vishny.A Survey of Corporate Governance [J].Journal of Finance,1997(52):737-783.

- [14]Thanataweey. Ownership Structure and Dividend Policy: Evidence from Thailand[J].International Journal of Economics andFinance.2013,5(1):121-132.
- [15]Walter J E.Dividend Policy:Its influence on the value of enterprises[J]. Journal of Finance, 1963, 280-291.
- [16]陈信元,陈冬华,时旭.公司治理与现金股利:基于佛山照明的案例研究[J].管理世界,2003(08):118-126+151~154.
- [17]丁楠.上市公司高派现股利政策动因分析——基于贵州茅台的案例研究[J].商业会计,2013(10):21-23.
- [18]董艳,李凤.管理层持股、股利政策与代理问题[J].经济学(季刊),2011(03):282-305.
- [19]汪晶.高派现股利分配政策的信号传递效果分析——以贵州茅台为例[J].会计师,2018(11):5~6.
- [20]许毅.我国上市公司高派现行为研究[J].科技经济市场,2007(02):54~55.
- [21]伍利娜,高强,彭燕.中国上市公司“异常高派现”影响因素研究[J].经济科学,2003(01):31-42.
- [22]唐安宝,余良昊,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.
- [23]赵英,林秋霞.我国上市公司高派现行为探析[J].山东财政学院学报,2007(2):49-52.
- [24]范霍恩.财务管理与政策[M].大连:东北财经大学出版社,2000.
- [25]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.
- [26]曲世界.格力电器高派现股利政策影响因素分析[D].石河子大学,2017.
- [27]姜丽艳.基于信号传递理论的上市公司现金股利政策研究[D].河南理工大学,2010.
- [28]姜瑞.我国上市公司“高派现”行为浅析与规范建议[J].财会学习,2015(10).
- [29]倪华茹.股利政策对股价波动的影响研究[D].贵州财经大学,2013.

- [30]魏刚. 非对称信息下的股利政策[J]. 经济科学, 2000(02):69-76.
- [31]唐安宝, 余良昊, 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.
- [32]李彬, 张俊瑞. 产权性质差异、现金分红与公司业绩[J]. 山西财经大学学报, 2013, 35(04):95-103.
- [33]姜瑞. 我国上市公司“高派现”行为浅析与规范建议[J]. 财会学习, 2015(10).
- [34]罗琦, 李辉. 企业生命周期、股利决策与投资效率[J]. 经济评论, 2015(02):115-125.
- [35]张焕平, 钟萍, 王颖. 我国上市公司治理结构与现金股利政策关系实证分析——以 Y 公司为例[J]. 当代经济, 2018(17):40-43
- [36]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.
- [37]王征. 我国上市公司超能力派现的市场反应与影响因素的实证研究[D]. 重庆大学, 2005.
- [38]葛燕春. 行业特征对上市该公司现金股利支付意愿的影响研究[J]. 商业文化, 2012(04):138.
- [39]王艳林. 贵州茅台与五粮液股利政策选择的动因分析[J]. 财务与会计, 2013(10):40-43.
- [40]全怡, 梁上坤, 付宇翔. 货币政策、融资约束与现金股利[J]. 金融研究, 2016(11):63-79.
- [41]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.
- [42]匡宁. 我国上市公司股利政策与企业价值关系的研究[D]. 哈尔滨工业大学, 2011.
- [43]王会波. 基于自由现金流模型的上市公司股利分配政策探讨——以潞安环能(601699)为例[J]. 中国注册会计师, 2017, (11):101-104.
- [44]杨菁菁, 程俊威, 朱密. 双重股权结构对股利政策的影响——基于在美上市的中概股的经验证据[J]. 金融经济研究, 2019(06):17-28.

- [45] 杨兴全, 王丽丽. 产业政策对公司现金股利的影响: 政策扶持抑或投资驱动[J]. 山西财经大学学报, 2020(03): 62-75.
- [46] 余珮兰. 大股东控制、现金股利政策与投资效率[D]. 华南理工大学, 2019.
- [47] 张子健. 管理层语对“高送转”股利政策的影响[J]. 投资研究, 2019(06): 57-79.

后 记

最近经常看到网上大家都在说，2019 级的学生很倒霉，一开学就遇到了疫情，上了很久的网课，甚至直到现在毕业疫情依然没有完全结束。确实，时间在疫情的肆虐下似乎也滴答的更快了，感觉昨天的我还正在写研究生的学习计划，今天就已经在写毕业论文的后记了。对于我来说，我的校园生活只有第一学期，第二学期就在家上网课了绝大部分时间，然后回学校只待了一个月，再加上第二年我申请了出国留学，我细算了一下，甚至我在国外的时间都比在学校的时间长，还记得答辩的时候，有一位老师问我，“你是我们的学生吗？怎么没见过你”，我的遗憾真的很多很多，没有时间和室友，同学老师和校园相处，但也因为这样，我对学校可能和其他同学有着不一样的，特殊的情感，特别珍惜现在屈指可数的返校的机会，但其实我毕业了，我和学校的缘分应该还会延续，有一个好消息是我女朋友现在已经成功考上咱们学校的研究生，我真是在她面前好好地“推销”一下我们学校，也算为学校做了一点贡献吧。然后首先感谢我的室友和同学老师，在国外的時候经常拜托他们帮我填各种表，打印，签字等超级多麻烦事，感谢叫我起床督促我学习，在学校的学习氛围真的不一样，大家都这么努力，我不能不努力呀。最后真的要非常感谢我的导师和爸妈，他们无条件地支持我选择，考研，出国等等，对我的意义太大了，还记得一年级不久就给导师说想出国，导师非常支持我，然后就开始了各种麻烦的申请，在师门中也像个“另类”，大家都在搞学术，发文章，我一个人在学英语，感谢导师对我的包容，让我能有一个如此“独特”的研究生生涯，我是如此幸运。感谢研究生路上的所有，无论是挫折还是顺利，包括新冠也是，都让我的生活多了一种颜色，多了一种经历。感谢，感谢所有。