

分类号 F23/1121
U D C 0006106

密级 公开
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 重庆百货高派现股利政策
影响因素及实施效果研究

研究生姓名: 徐娜

指导教师姓名、职称: 雒京华 教授

学科、专业名称: 会计硕士

研究方向: 注册会计师

提交日期: 2024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： 徐娜 签字日期： 2024年6月11日
导师签名： 徐系华 签字日期： 2024年6月11日
导师(校外)签名： 李乐 签字日期： 2024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内容。

学位论文作者签名： 徐娜 签字日期： 2024年6月11日
导师签名： 徐系华 签字日期： 2024年6月11日
导师(校外)签名： 李乐 签字日期： 2024年6月11日

Research on the influencing factors and implementation effect of Chongqing Department Store's high dividend policy

Candidate : Xu Na

Supervisor: Luo JingHua Li ZongLe

摘要

股利政策是关系到诸多利益相关者的一项重大财务决策,在我国资本市场发展的过程中,股利政策也在与时俱进。早期,因为我国股市股息率偏低,引发了广泛关注。为了规范市场行为,保护中小股东权益,证监会相继出台了一系列分红制度,旨在引导上市公司合理、规范分红,从而营造良好分红环境。在政策指引下,我国股市的分红水平有了显著提升,但同时高派现现象也开始凸显,甚至一些公司不立足实际,超能力进行异常高派现,这种不合理行为值得深入研究。

在此背景下,本文选取重庆百货这一具有代表性的高派现上市公司进行案例研究。首先,本文在整理国内外研究文献的基础上,结合股利政策基本理论和高派现的研究成果,形成了以高派现界定、影响因素及经济后果研究为主体的框架。其次,结合重庆百货基本情况及行业特点,梳理公司自近十年的股利分配情况,界定其中的高派现行为并从财务和非财务两个角度分析其影响因素。最后,本文从公司财务现状、市场反应及企业价值三个维度切入,运用事件研究法、经济增加值和托宾Q值等分析方法和工具,研究这一股利政策带来的经济效果。

通过案例研究发现,高派现股利政策的影响因素是多方面的。从财务角度看,较强的资产流动性、良好的盈利能力及丰富的现金储备为其提供了财务支持;从非财务角度来看,一方面公司存在迎合控制人意愿和股东持股自利的可能,另一方面,公司步入成熟期后缺少投资机会以及外部监管政策的推动也是其实施高派现股利政策的原因之一。此外,就经济后果来说,合理的良性高派现能够向市场传递正面信号,短期市场反应积极,帮助提升公司价值;而超出企业能力范围的异常高派现则未必会对市场反应和企业价值产生积极影响。因此,本文分别针对不同主体提出建议,希望能实现良性互动循环,促进资本市场健康运行。

关键词: 高派现股利政策 影响因素 经济效果 重庆百货

Abstract

Dividend policy is a major financial decision that affects many stakeholders. With the development of China's capital market, the dividend policy is also advancing with the times. In the early days, the dividend yield of China's stock market was low, which harmed the interests of investors. To this end, the China Securities Regulatory Commission has successively promulgated a series of dividend systems to guide listed dividends, so as to protect the rights and interests of small . Under the guidance of the dividend policy, the willingness and level of cash distribution of listed companies in China have been significantly improved, but at the same time, the phenomenon of high cash payout has also begun to become prominent, and even some companies are not based on reality and carry out abnormally high cash payouts, which has attracted widespread attention.

In this context, this paper takes Chongqing Department Store, a listed company that has been engaged in high cash payout, as an example to study . First of all, after combing through the relevant literature at home and abroad, this paper combines the basic theory of dividend policy and the research results of high cash payouts to form a framework based on the definition, influencing factors and economic consequences of high payouts. Secondly, this article combines the company's basic situation and industry characteristics, sorts out the company's dividend distribution

in the past ten years, defines the current behavior of the high payouts, and analyzes its influencing factors from both financial and non-financial perspectives. Finally, this article analyzes the economic effects of the high cash dividend policy from three perspectives: the company's financial situation, market reaction, and corporate value.

Through the case study, it is found that the influencing factors of the high dividend policy are multifaceted. From a financial point of view, it is financially supported by sufficient liquid assets, strong profitability and abundant cash reserves, while from a non-financial point of view, there is the possibility of catering to the wishes of the controller and the self-interest of shareholders, and the lack of investment opportunities after the company enters the mature period and the promotion of external regulatory policies are also the reasons for the implementation of the high dividend policy. In addition, in terms of economic consequences, the market reaction of benign high cash payouts is positive and it helps to increase the value of the company; Abnormally high payouts may not produce a positive market response and may not enhance corporate value. Therefore, this article puts forward suggestions for different entities, hoping to promote the healthy operation of the capital market.

Keywords:High dividend policy;Influencing factors;Economic effect;

Chongqing Department Store

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 文献综述	3
1.2.1 现金股利政策影响因素研究	3
1.2.2 现金股利政策经济后果研究	5
1.2.3 高派现动因研究	6
1.2.4 高派现效果研究	8
1.2.5 文献述评	9
1.3 研究内容与方法	10
1.3.1 研究内容	10
1.3.2 研究方法	13
2 相关概念及理论基础	14
2.1 相关概念	14
2.1.1 股利政策	14
2.1.2 高派现	15
2.2 理论基础	16
2.2.1 股利生命周期理论	16
2.2.2 股利迎合理论	16
2.2.3 隧道挖掘理论	17
2.2.4 “在手之鸟”理论	17
3 重庆百货高派现股利政策的案例介绍	18
3.1 零售行业概况	18
3.1.1 行业发展现状	18
3.1.2 行业现金流特点	19

3.1.3 行业股利分配情况	19
3.2 重庆百货基本情况	20
3.2.1 公司简介	20
3.2.2 经营现状	21
3.2.3 股权结构	23
3.3 重庆百货股利分配情况及特点	25
3.3.1 公司历年股利分配情况	25
3.3.2 同行业公司现金股利分配对比	26
3.3.3 公司股利分配的特点	31
4 重庆百货高派现股利政策的影响因素分析	32
4.1 财务因素分析	32
4.1.1 资产流动性分析	32
4.1.2 盈利能力分析	34
4.1.3 现金流充足性分析	38
4.2 非财务因素分析	41
4.2.1 股权结构分析	41
4.2.2 企业生命周期分析	43
4.2.3 监管政策与机制分析	44
4.2.4 外部市场环境分析	45
5 重庆百货高派现股利政策的实施效果分析	46
5.1 财务效应分析	46
5.1.1 现金流出导致偿债风险增加	46
5.1.2 资产利用效率低影响营运能力	48
5.2 市场反应分析	49
5.2.1 事件研究法概述	49
5.2.2 确定事件日和窗口期	51
5.2.3 市场反应情况	51
5.3 企业价值分析	55
5.3.1 基于 EVA 的企业内在价值分析	55

5.3.2 基于托宾 Q 值的企业市场价值分析	62
6 重庆百货高派现股利政策存在的问题与建议	64
6.1 存在的问题	64
6.1.1 股利政策稳定性差且未立足企业实际	64
6.1.2 股东存在通过高派现进行利益输送的可能	64
6.1.3 异常高派现形成了负面经济效应	65
6.2 相关建议	65
6.2.1 对上市公司的建议	65
6.2.2 对监管机构的建议	66
6.2.3 对投资者的建议	67
7 研究结论与展望	68
7.1 研究结论	68
7.2 研究展望	68
参考文献	69
致谢	75

表目录

表 3.1 零售行业 2013 年-2022 年股利分配情况	20
表 3.2 重庆百货 2013 年-2022 年主要经营状况	21
表 3.3 截至 2022 年 12 月 31 日重庆百货前十大股东持股情况表	24
表 3.4 重庆百货 2013 年-2022 年股利分配情况	25
表 3.5 重庆百货 2013 年-2022 年股利分配情况与行业均值对比表	26
表 3.6 多业态零售业部分企业每股现金股利、股利支付率情况表	29
表 3.7 重庆百货 2013 年-2022 年现金分红高派现表现情况	31
表 4.1 重庆百货 2013 年-2022 年资产结构	32
表 4.2 重庆百货 2013 年-2022 年流动资产结构	33
表 4.3 重庆百货与同行业盈利能力指标对比表	34
表 4.4 重庆百货与同行业现金流量对比情况	39
表 4.5 企业生命周期划分表	43
表 4.6 重庆百货 2013 年-2022 年现金流量对比表	43
表 5.1 2013 年-2022 年重庆百货股利分配预案日期	51
表 5.2 2013 年-2020 年重庆百货预期收益率回归方程	51
表 5.3 重庆百货 2013 年-2020 年超额收益率 (AR)	52
表 5.4 重庆百货 2013 年-2020 年累积超额收益率 (CAR)	53
表 5.5 重庆百货 2013 年-2022 年税后净营业利润	56
表 5.6 重庆百货 2013 年-2022 年资本投入总额	58
表 5.7 重庆百货 2013 年-2022 年债务资本成本	59
表 5.8 重庆百货 2013 年-2022 年权益资本成本	60
表 5.9 重庆百货 2013 年-2022 年加权平均资本成本	60
表 5.10 重庆百货 2013 年-2022 年经济增加值	61
表 5.11 重庆百货 2013 年-2022 年股利支付率及托宾 Q 值	62

图目录

图 1.1 论文研究思路	12
图 3.1 2013 年-2023 年社会消费品零售总额及增速	18
图 3.2 重庆百货资产和负债变化图	22
图 3.3 重庆百货营业收入与净利润变化图	22
图 3.4 重庆百货混改前后股权结构变化	23
图 3.5 重庆百货 2013 年-2022 年分红总额与股利支付率变动图	25
图 3.6 重庆百货 2013 年-2022 年现金分红总额与行业均值对比图	27
图 3.7 重庆百货 2013 年-2022 年每股股利与行业均值对比图	27
图 3.8 重庆百货 2013 年-2022 年股利支付率与行业均值对比图	28
图 3.9 多业态零售业部分企业每股现金股利对比图	30
图 3.10 多业态零售业部分企业股利支付率对比图	30
图 4.1 重庆百货与同行业营业净利率对比图	36
图 4.2 重庆百货与同行业总资产净利率对比图	36
图 4.3 重庆百货与同行业净资产收益率对比图	37
图 4.4 重庆百货与同行业基本每股收益对比图	38
图 4.5 重庆百货与同行业经营活动现金流量净额对比图	39
图 4.6 重庆百货与同行业期末现金及现金等价物余额对比图	40
图 4.7 重庆百货与同行业每股经营活动现金流量净额对比图	40
图 5.1 重庆百货 2013 年-2022 年流动比率变化图	46
图 5.2 重庆百货 2013 年-2022 年速动比率变化图	47
图 5.3 重庆百货 2013 年-2022 年资产负债率变化图	47
图 5.4 重庆百货 2013 年-2022 年总资产周转率变化图	48
图 5.5 重庆百货 2013 年-2022 年存货周转率变化图	49
图 5.6 重庆百货 2013 年-2020 年窗口期内累积超额收益率 (CAR)	54
图 5.7 重庆百货 2013 年-2022 年股利支付率及托宾 Q 值	63

1 绪论

1.1 研究背景及意义

1.1.1 研究背景

股利政策作为股份制企业核心财务决策的一环，一方面关系着投资人的收益与回报，另一方面也影响企业的长远发展。因此，相关研究一直以来备受国内外学者关注。当前西方证券市场发展较为成熟，相关制度完善，上市公司分红意愿强烈且股利政策相对稳定，因此对股利政策有关问题的研究更为深入。而相较于国外市场，我国的资本市场发展尚不成熟，上市公司股利分配随意性较大且分配形式多样，相关研究便更为复杂。

在 21 世纪之前，送股和转增是我国上市公司常用的股利发放形式，现金分红较少，长期以来这种“重投资，轻回报”的现象饱受投资者诟病。为了改善这一现象，我国证监会相继颁布了规范上市公司分红的各种引导政策。例如，2006 年将上市公司的再融资条件与派现水平进行了挂钩，并在 2022 年对上市公司分红指引进行了修改，提高了分红政策的透明度以保护投资者利益。随着一系列监管措施的出台，上市公司对现金股利及股东回报的关注度日益增加，分红的上市公司数量与分红规模都与日俱增，与此同时也涌现出了一些高派现公司。高派现现象的频繁发生凸显出了现金分红的潜在弊端。一方面，高派现行为往往依赖于企业自身资金的充裕程度，而有些企业未充分考虑实际情况，实施了超出自身承受能力的股利分配方案，这无疑对企业的长远发展构成了威胁。另一方面，分红原本是为了回报投资者，但在股权高度集中的情况下，大股东往往成为高分红的主要受益者，而中小股东的利益则难以得到保障。

近年来，A 股上市公司派现总额逐年上涨。据统计，2022 年实施现金分红的 A 股上市公司数量突破 3400 家，分红规模跃升至 2.1 万亿元以上，首次跨越 2 万亿元大关，再次刷新了整体分红水平的历史纪录。而就行业层面来看，我国资本市场各行业现金分红水平差距较大。作为在我国国民经济中举足轻重的零售行业，其分红水平并不高，分红比例基本维持在 20%-30% 之间，而实施高派现

的企业数量相对稀少。在这种行业背景下，重庆百货的表现尤为引人注目。公司自上市以来连续派现二十多年，始终如一地选择现金分红模式，累计派现金额 55.13 亿元。从 2020 年开始，重庆百货更是连续两年出现了超出自身经营能力的异常高分红现象，现金分红比例已超过 100% 的界限，是行业内高派现的典型代表。那么，除相关政策推动之外，导致 A 股高派现现象日益凸显的原因何在，这种股利政策又会给企业带来怎样的经济后果，都值得深入研究。

1.1.2 研究意义

（1）理论意义

现阶段，我国资本市场发展尚不成熟，尤其在股利政策的相关理论方面多借鉴国外，而在实际运用中由于国情不同理论指导会存在偏差。因此，我国上市公司股利政策的研究应当结合我国证券市场的实际情况进行。目前我国学术界对于股利政策的研究多为实证研究，案例研究匮乏，且研究方向是围绕股利政策的分配方式，对近几年涌现出的高派现现象研究较少。本文以重庆百货高派现事件作为研究对象，通过分析企业的经营情况、股权结构及其他相关事件，探讨高派现行为的影响因素及产生的效果。这一研究不仅在一定程度上丰富了零售行业高派现的案例研究，更期望能够为我国股利政策的研究体系增添新的思考角度。

（2）现实意义

从重庆百货的角度来看，本文在梳理公司历年派现状况的基础上，将之与同行业公司进行对比分析，归纳出分红特点，探索高派现股利政策的影响因素及效果，发现其中存在的问题，并提出规范性建议，帮助企业合理选择现金股利政策以适应长远发展战略。从上市公司的视角出发，同行业公司可以将重庆百货视为一个值得借鉴的范例，通过对现有股利分配政策进行必要的改进和优化，从而推动企业实现更为稳健和长远的发展。从投资者角度来看，可以对投资者的投资决策有一定的引导作用，帮助投资者维护自身利益。从监管机构角度来看，能增强其对上市公司高派现行为的重视，为规范上市公司现金分红行为提供依据，促进我国证券市场规范运行。

1.2 文献综述

1.2.1 现金股利政策影响因素研究

(1) 财务状况

国外学者Ahmed Arif和Fatima Akbar (2013)以卡拉奇证券交易所170多家上市非金融公司的数据为研究样本,发现盈利能力是股利政策最具影响力的决定因素之一^[1]。Amar (2018)从公司盈余状况入手,研究发现公司拥有的可支配性利润正向影响其股利政策,即当利润越充足时,现金股利分配水平越高^[3]。针对财务状况与现金分红之间的关系,我国学者同样进行了相关研究。徐寿福和徐龙炳(2015)对同行业多家公司采用对比分析法,研究发现良好的财务业绩是公司支付能力的保障,因此业绩表现越好的公司比行业内其他的公司的股利支付率要更高^[66]。牟晓云和宋文庆(2016)以上交所A股上市公司为研究对象,分析了盈利能力、营运能力等对现金股利支付水平影响的显著性,同时发现公司盈余状况对分红水平的影响存在年份差异^[48]。近年来,学者们的研究热点逐渐从财务业绩表现转移到了财务弹性方面。彭胜志和马小红(2020)研究发现,财务弹性对现金股利政策有显著正向影响作用^[49]。宋蔚蔚和王瑞琪(2021)采集了我国沪深上市公司的相关数据,研究发现财务弹性能够在一定程度上调控现金股利的发放,保持高财务柔性的企业更倾向于派发现金股利^[53]。

(2) 股权结构

在早期对于股权结构这一影响要素的研究中,学者们普遍将研究焦点集中在股权集中度上。Thanatawee (2013)研究了泰国2002年至2010年的上千家上市公司,发现企业的股权集中度越高,其支付现金股利的意愿也相应越强烈,同时机构投资者的所有权增大时,公司的股利支付水平会比较高^[18]。我国学者的研究结果也倾向于股权集中度与现金股利支付水平呈正相关关系。赵瑞杰和吴朝阳(2017)研究发现,过于集中的股权结构使其他主体难以有效遏制大股东通过现金股利进行利润转移的行为^[75]。陈艳利等(2021)基于大股东掏空假说和目前我国上市公司股权集中的现实,以实证研究法对股权集中度和股利平稳性进行了相关性检验,发现二者呈现显著的负相关,而当股权结构达到相互制衡的状态时,这种负向关系可以得到有效调和^[22]。此外,很多学者并不局限于股权集中度这一

视角，而是结合我国国情，从更丰富的角度进行研究。邓鸣茂（2015）着眼于股东性质，研究发现相对于民营上市公司，为了积极响应国家政策，国有控股公司更多地发放现金股利^[25]。秦海林和段曙光（2021）从国企混改的角度出发，通过固定效应模型分析了A股国有企业的经营数据和现金股利支付情况，发现混合所有制改革能优化上市公司的股权结构，进而提升现金股利支付水平^[50]。李学峰和蔡新怡（2023）站在机构投资者的角度，使用Louvain算法构建机构投资者网络，提取机构投资者网络团体进行实证研究，发现机构投资者抱团持股显著提高了上市公司现金股利分配水平^[38]。

（3）国家政策

Martins和Novaes（2012）对巴西上市公司进行研究，发现强制性分红政策对上市公司分红行为影响显著，该分红政策也是巴西的平均股息率高于美国的主要原因^[19]。我国证监会颁布的半强制分红政策对资本市场的影响也是举足轻重的。陈云玲（2014）结合该政策，对1996年到2011年期间的上千家A股上市公司进行研究，发现半强制分红政策提高了企业的平均分红水平^[23]。谢知非（2019）同样认为，自从我国出台规范分红的政策以来，与迎合投资者需求相比，公司迎合政策监管对现金股利产生的影响更为明显，且国有企业更可能为了迎合监管规定而分配现金股利^[64]。Bao Yang和Hsin Chou（2020）则收集了2007年到2015年我国上市公司的相关数据，研究发现半强制性分红政策对融资需求大、研发投入多的公司影响最为显著^[5]。蔡庆丰等（2021）研究了1999年至2018年A股上市公司，发现受产业政策扶持的企业迎合效应明显，该类企业为迎合再融资条件而提高了现金股利的发放水准^[20]。

（4）生命周期

处在不同生命周期的企业其未来规划和资金需求大相径庭，因此对股利政策的影响也各不相同。Fama和French（2001）认为，初创期和成长期的公司为了扩大经营规模，对资金的需求量往往较大，倾向于将现金留存企业用于后续发展；在公司发展到成熟阶段，甚至是衰退期，其市场占有率已趋于稳定，投资机会较为匮乏，因此更乐意派将积攒的现金回馈给投资者^[7]。宋福铁和屈文洲（2010）发现我国上市公司的分红行为符合企业生命周期理论，处于成熟期的公司留存收益所占比重很大，而未来的投资机会很少，产生了大量的自由现金流，保留利润

会产生严重的代理问题，所以此类公司倾向于选择分配现金股利^[52]。邢天才和黄阳洋（2018）运用个体固定效应模型和Tobit模型，在我国沪深两市A股上市公司中验证了股利生命周期理论，研究发现该理论成立，公司的成熟度与现金股利支付率正向相关^[65]。董竹和张欣（2019）以差异化现金股利政策为制度背景，通过实证研究发现，企业在成长期到成熟期的过渡过程中，分红意愿和分红水平有明显提升，而衰退期时则没有明显改变^[26]。

（5）其他因素

除上述因素之外，学者们还从公司治理和信号传递角度研究了现金股利政策的影响因素。从公司治理角度来看，国外学者Harford等（2008）研究发现，企业治理结构的完善与否与现金股利支付情况是同向变动的^[9]。我国学者也进行了相关研究。张丽平和付玉梅（2017）就治理水平与市场化进程如何影响现金股利政策进行了实证检验，发现治理水平越先进，现金股利政策越适合企业的发展战略^[71]。此外，股利政策的信息传递作用也会对其制定产生一定影响。Tsai和Wu（2015）在此基础上同样发现，公司所支付的高额现金股利实际上是为了传达自身运营稳健的信号^[8]。此外，也有学者提出不同的看法，姜涛和霍雨佳（2022）认为良性的分红能够传达公司具有投资价值的信号，而非良性动因是否依然表达价值信号是一个值得商榷的问题^[35]。

1.2.2 现金股利政策经济后果研究

国内外学者对现金股利政策的经济后果进行了广泛而深入的研究，主要聚焦于其引发的市场反应以及对企业价值变动产生的影响这两个核心方面。

首先，针对现金股利政策的市场效应的研究，吕纤和向东进（2017）实证研究发现，现金股利能正向激励股票市场，进而提升股票价格^[46]。国外学者Bhaskar（2018）研究发现，现金股利政策能为企业带来积极的市场反应，塑造良好的企业形象^[6]。屈依娜和陈汉文（2018）从内控质量着手，研究发现在内控质量较差的企业中，现金分红水平与累计超额收益正相关；而在内控质量较好企业中二者关系不显著^[51]。姚彦雄等（2020）研究发现，格力电器在实施不分配股利政策后公司股价有明显下跌，认为我国的个人投资者对不分红事件的反应是敏感的^[67]。张普等（2020）研究发现，对于现金股利发放水平较低的上市公司而言，其采取

的低股利发放策略与股价波动的负相关性尤为显著^[73]。

其次，对于现金股利政策引起的企业价值变动，国内外学者多倾向于其对企业的价值有正向促进作用。Skinner等（2011）发现，与未分红的公司相比，分红公司盈利状况比其他公司要更加持续，而且这种关系在长期内会趋于稳定，因此积极的分红政策有助于提升公司价值^[17]。我国学者肖珉（2010）的研究结果与此一致，在企业现金留存丰富时，发放股利能适度减少过分投资，提升资金使用效率，赋能企业价值^[62]。胡耀亭和马宏（2017）分别考察了积极和消极两种情形下的现金股利政策，发现主动派发的现金股利和企业价值存在显著的正向联系，而在被动情形下，二者则没有显著联系^[31]。Joo Man Kim等（2020）对财务能力有限的研发公司进行了实证研究，发现此类公司可以通过合理的股利支付政策达到外部融资的条件，以此在股票市场上提升价值^[11]。朱保等（2020）研究表明，在国家实行宽松货币政策时，企业会降低分红意愿或减少分红额度，此时的现金股利政策不能提高企业价值^[77]。此外，也有学者持有不同看法，认为我国上市公司的现金股利政策与公司价值呈非线性关系。尹力博和聂婧（2021）研究发现，实施现金分红的企业，其分红水平与企业价值呈现出正相关关系，而不实施现金分红的企业，虽然其企业价值整体较低，但仍高于那些分红水平较低的企业^[68]。

1.2.3 高派现动因研究

（1）迎合大股东的利益需求

关于企业高派现行为的动因，有学者认为可能存在企业为迎合大股东利益需求而进行利益输送的可能。Cesari（2012）研究发现，大股东所占股份比例越高，其控股权就越大，容易形成特定的利益输送渠道^[2]。张路等（2015）研究发现大股东为迅速回收投资成本，倾向于采用现金分红的方式实现利益输送，而其持股越多，现金分红比例越高^[72]。刘孟晖和陈碧野（2016）选取伟星股份为案例公司，通过案例分析发现公司高额现金股利政策不符合公司盈利能力和现金流状况，高派现行为主要是为了最大程度地满足控股股东的利益需要，控股股东通过公司分红得到的大笔资金可以为自身的投资活动提供资金支持^[41]。冯华（2020）认为受一股独大股权结构影响，股利政策往往无法均衡中小股东和大股东的利益，甚至可能成为控股股东利益输送的工具，其中派发高额现金股利并结合减持套现等方

式是进行利益输送的主要手段^[28]。单蒙蒙等（2023）研究发现中公教育的大股东因强烈的资金需求产生了通过高派现进行利益输送的动机，而公司股权结构的高度集中及治理结构的单一性，为这种利益输送行为提供了必要条件和土壤^[24]。

（2）迎合国家监管政策导向

在证监会先后出台了多项分红政策后，我国上市公司的股利政策越来越受其影响。陈共荣和刘颖（2015）对2009年-2013年上市公司的数据进行实证研究，发现在半强制分红政策约束之下的公司，其分红意愿和水平在融资前普遍较高，即存在政策迎合的动机^[21]。魏志华等（2017）同样发现，有再融资动机的上市公司在政策引导下显著提高了派现水平，甚至有公司会为了满足再融资需求，选择制定高派现股利政策^[58]。赵爱玲和赵康旭（2019）认为半强制分红政策是大富科技高派现和高送转的主要动因之一^[74]。童盼等（2020）将研究视野从单一企业拓展到整个企业集团，发现集团公司会通过股利政策的选择将分红压力有针对性地传递给下属子公司，使下属公司的股利支付水平显著增加^[56]。

（3）降低代理成本

通过梳理企业高派现与代理成本相关文献，可以看出目前大多学者认为提高投资效率或在缺乏良好的投资机会时降低代理成本是制定高派现股利政策的重要原因。国外学者Matthias等（2013）通过实证研究验证了降低代理成本能推动企业高派现^[13]。Avner Kalay（2014）则从财务角度探究了现金股利支付水平与投资效率之间的关系，发现当盈利表现较好时，企业会制定高水平的股利政策将现金流进行分配，减少过度投资以提高投资效率^[10]。罗琦和李辉（2015）结合企业生命周期特征通过对A股上市公司的实证研究发现，较之成长期企业，成熟期企业为了缓解过度投资的问题，更倾向于支付高额现金股利^[44]。胡泽民等（2018）则从控股股东代理成本的角度入手，发现降低股东与管理层之间的利益冲突也是企业选择高派现股利政策的原因之一^[32]。郭慧婷等（2020）对我国A股非金融上市公司进行了实证研究，发现高派现股利政策可有效缓解自由现金流代理问题^[30]。

（4）传递信息吸引投资者

国内外多数学者支持信号传递理论，认为企业进行高派现有助于自身形象的提升，向市场传递出公司经营状况稳健、发展前景广阔积极信号。李大颖和伦墨华（2016）指出了分红的信号传递效应，认为高分红更加能够传递利好预期，

有效达成吸引股民投资的作用^[37]。Baker和Jabbouri（2017）以摩洛哥资本市场为研究对象，发现投资者可以通过高额现金股利接收到企业发展的利好信息，进行投资^[4]。马鹏飞和董竹（2020）则研究发现，正常高派现才是上市公司科学的股利分配行为，更符合西方股利信号传递理论的特征，而异常高派现中可能存在信号噪音，难以起到信号传递的作用^[47]。单蒙蒙等（2023）研究中公教育高派现的动因及经济后果发现向市场传递积极信号以吸引投资者是其主要动因之一^[24]。

1.2.4 高派现效果研究

对于上市公司的高派现行为会带来怎样的经济后果，现有的研究主要是从财务效果、市场反应和企业价值三个方面进行了探讨。就研究结果来看，有学者认为高派现股利政策能够对公司产生积极影响，但也有学者认为其影响是消极的。

首先，从高派现股利政策的财务效果来看，有学者认为其有利于公司的业绩表现。支晓强等（2014）的研究揭示了一个重要现象：当企业实施高额现金分红时，这一举措能够显著提升未来盈利的可能性^[76]。张景奇（2019）从盈余可持续角度入手，发现现金分红对公司盈余的可持续性具有显著的积极影响，而自由现金流则对其产生了消极影响^[70]。万丛颖等（2022）研究发现高额现金股利缓解了股东之间的代理问题，进而提升了国有企业的经营绩效^[57]。此外，也有学者提出了不同看法，江暮红（2017）研究发现，公司可能存在忽视自身盈利能力和现金支付能力进行盲目高派现的情况，其后果是制约公司现金的流动进而影响公司长远发展^[34]。谭雪（2019）也经过实证研究发现了异常高派现回损害企业的盈利能力和现金流利用能力，不能保证高额派现的持续性，进而有损公司发展^[54]。

其次，从高派现股利政策的市场反应看，学者们的看法也有积极与消极之分。国外学者 Ojeme 和 Mamidu（2014）通过实证研究检验了股利支付率与企业股价之间的关系，结果表明派现金额与企业的股价呈现正相关关系^[16]。陆正华和伍雪婷（2020）的研究发现，在短期内企业实施高派现股利政策能引起正向的市场反应，而从长期来看，如果能维持股利政策的稳定持续性，那么其正面效应也能长久^[43]。Konstantin 和 Tristan（2021）以德国上市公司作为研究对象，同样发现高额现金股利政策能够带来积极的市场反应^[12]。而我国学者李常青等（2010）认为，股息率过高会拉低企业股价，资本市场反应消极^[36]。顾小龙等（2015）也认为异

常高派现会显著增加股价崩溃风险,带来消极的市场反应^[29]。温薇和张启文(2020)同样发现现金股利虚高会引发股价震荡,这对企业的稳定发展极为不利^[59]。

最后,高派现股利政策会作用于企业价值,我国学者罗琦等(2017)认为现金股利能有效缓解控股股东代理问题,即支付高额现金股利能显著降低权益资本成本,提升公司市场价值^[45]。俞毛毛和马妍妍(2020)认为高额的现金股利多通过股权融资渠道对研发投入产生正向影响,进而促进企业价值的提升^[69]。国外学者 Ngoc H D (2020)运用最小二乘法研究发现,实施了高派现股利政策的企业价值要明显高于不实施该股利政策的企业^[14]。刘孟晖和高友才(2015)对比分析了异常高与异常低两种极端派现情况对公司价值的影响,发现只要分红比例异常,无论高低都会造成资源错配,增加代理成本,有损公司价值^[42]。Nicos (2017)认为,当公司面临较大偿债压力,其实际财务状况并不支持高额现金分红,却强行进行高派现,此举不仅会影响公司实际资金的使用效率,而且有损市场价值^[15]。李滢等(2022)从数字化转型视角研究发现,企业数字化转型程度越深,现金股利分配金额越高,反而越不利于提高企业价值^[39]。

1.2.5 文献述评

通过梳理国内外相关文献,可以看出影响因素和经济后果是学者对现金股利政策进行研究的两个主要方向。关于影响因素,国内外学者普遍认同公司财务现状、股权结构、生命周期阶段及治理水平等因素使影响企业选择股利政策的关键。在以上研究的基础之上,我国学者结合我国独特的市场背景,聚焦于半强制分红政策,深入探讨了其对现金股利政策所产生的影响作用。关于现金股利政策经济后果的研究,多数学者倾向于认为其对企业价值能够产生正向提升作用,但对现金股利政策所能引起的市场反应莫衷一是,未有统一结论,学者们认为产生这种差异的原因在于企业自身的治理水平和股利分配政策。

从文献梳理中可知,国内外对于高派现行为的研究角度主要在于动因和效果两个方面。从高派现的动因来看,学者们认为其主要在于迎合大股东利益需求、迎合国家监管政策导向、降低代理成本以提高投资效率、以及传递利好信息吸引投资者等。对于高派现的实施效果,学者们则主要是从财务效应、市场反应及企业价值三方面进行了研究,得出的观点有所不同,部分学者认为高派现对企业发

展有积极影响，亦有学者指出高派现并不能引起积极的市场反应，对企业发展不利，会损害企业价值。

综上，在研究内容上，对于现金股利政策的研究已取得了较为丰富的成果，而对于高派现的研究则相对较少，且对于鲜明的行业特性也少有提及。在研究方法层面，学者们关于高派现的研究多是通过构建模型进行实证分析得出相关结论的。在针对某一具体案例进行深入探讨方面，相关研究尚显匮乏，缺乏足够的针对性。鉴于此，本文在借鉴已有研究成果的基础上，运用案例分析法，选取零售行业中的重庆百货作为研究对象，从多个角度全面剖析影响其采取高派现股利政策的各种因素，并深入分析这一决策所带来的经济后果，期望能够为同行业上市公司在制定现金股利政策时提供有益的借鉴，并进一步丰富高派现股利政策的案例研究内容。

1.3 研究内容与方法

1.3.1 研究内容

本文对重庆百货的高派现行为进行探讨，根据其派现水平和性质总结股利分配的特点。基于股利生命周期理论、“在手之鸟”理论、隧道挖掘理论和股利迎合理论，从不同角度对重庆百货高派现的影响因素进行分析。同时，本文还从企业财务表现、短期市场反应及企业价值三个维度全面评价了重庆百货实施高派现股利政策的效果，在此基础上得出本文的研究结论，针对结论从不同角度对我国上市公司股利政策的制定和监管提出规范性建议。本文研究内容包括七个章节：

第一章作为绪论，首先详细阐述了本文的研究背景及重要性。其次，从现金股利政策和高派现的研究现状两个维度对国内外文献进行了系统性梳理与评述。最后，对本文的主要研究内容及所采用的研究方法进行了详细的介绍与说明。

第二章主要探讨了相关概念及理论基础。对股利政策的类型进行了详细介绍，并对高派现进行了明确界定；然后为后续的案例分析奠定坚实的理论基础。

第三章为重庆百货高派现股利政策的案例介绍。本章首先介绍了案例公司所在的零售行业相关情况；然后从公司自身的经营情况、股权结构等方面入手了解公司现状；最后对重庆百货的股利政策进行梳理，将其与同行业公司进行对比分

析，总结股利分配的特点，根据判定标准对重庆百货的高派现行为进行判定。

第四章为重庆百货高派现股利政策的影响因素分析。结合“在手之鸟”理论、隧道挖掘理论、股利迎合理论和生命周期理论，基于公司的财务现状、股权构成及生命周期阶段等，从企业内部和外部两个层面对重庆百货选择高派现股利政策的影响因素展开分析。

第五章为重庆百货高派现股利政策实施效果分析。分析维度包括如下三个方面：首先是财务效应，从影响路径入手找到影响作用最为直接财务模块，结合财务比率进行分析；其次是市场反应，通过事件研究法的市场模型对事件日窗口期内的收益率进行对比分析；最后依托 EVA 和托宾 Q 值评估企业价值，衡量高派现股利政策实施后的企业价值变动情况。

第六章为重庆百货高派现股利政策的评价及建议。本部分以前文分析为基础，总结重庆百货股利政策选择方面存在的缺陷，并提出规范性建议。

第七章是研究结论与展望。整理和概括了本文的研究成果并做出展望。

本文技术路线图如下：

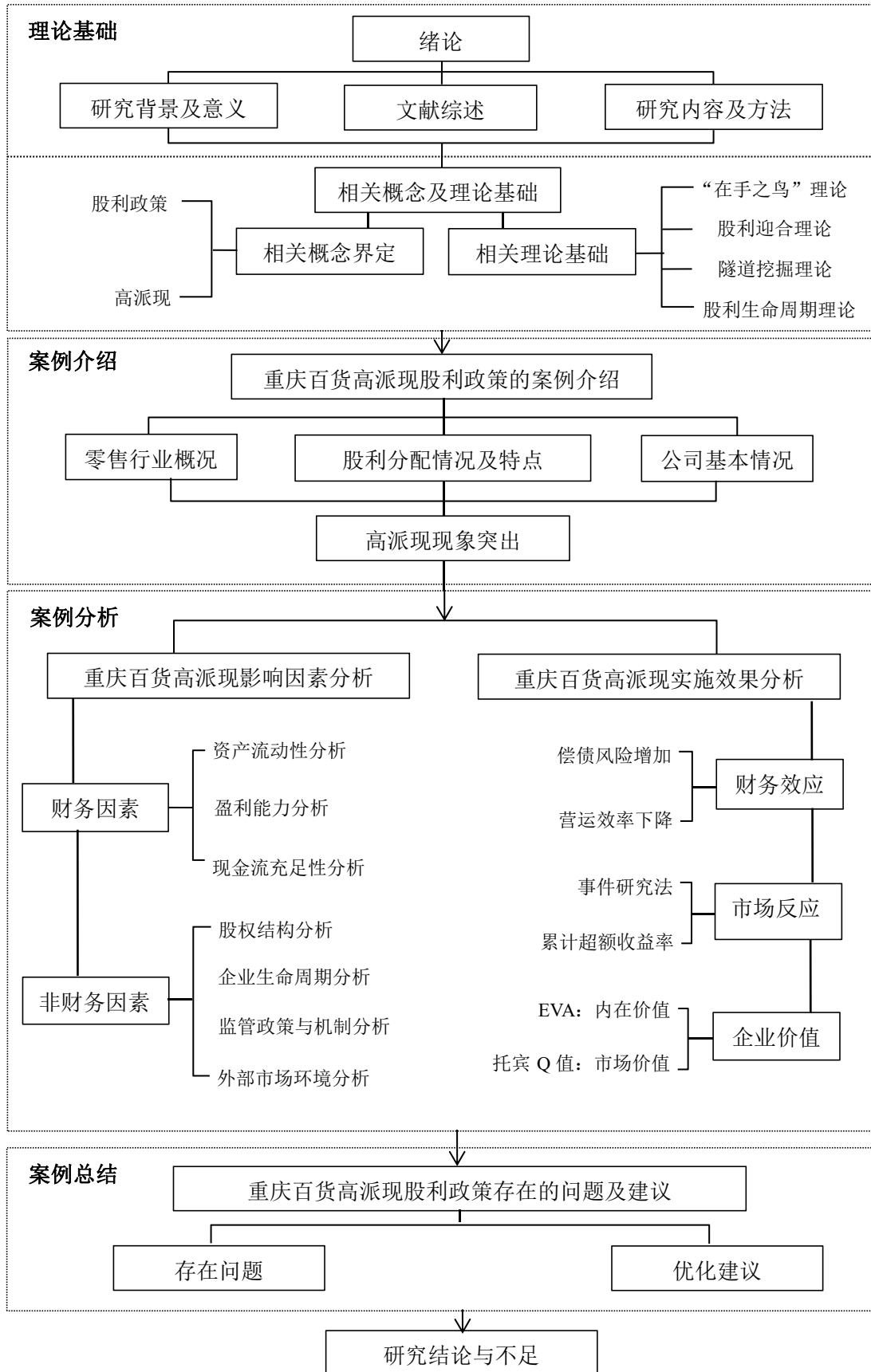


图1.1 论文研究思路

1.3.2 研究方法

（1）文献研究法

文献研究法是为了全面系统地了解现金股利政策和高派现的研究现状与发展动态，在广泛搜集国内外学者相关理论成果的基础上，对文献进行分类整理，可以为本文高派现行为的研究提供可参考的理论依据和方法指导。

（2）案例研究法

案例研究法是一种由个案延伸到整体的研究策略，通过选择有代表性的研究对象，从特定视角切入对研究的主题进行深度剖析从而获得普遍性结论。本文选择零售行业内高派现的典型代表重庆百货，运用多种研究工具和方法深入剖析公司高派现的影响因素及经济后果，从中发现问题并提出具有普适性的优化建议。

（3）事件研究法

事件研究法通过观察某一事件发生时，窗口期内股票价格的变动情况及产生的超额收益程度，判断该事件所引发的短期市场反应。为了更准确地评估重庆百货高派现政策的市场表现，本文通过事件研究法观察公司在分红预案公告日窗口期内的超额收益率变动情况，借此分析其高派现行为是否带来了积极的市场反应。

2 相关概念及理论基础

本章首先对股利政策进行了介绍,并在文献梳理的基础上明确了高派现的界定标准;其次,阐述了股利政策相关理论,为后文案例分析奠定理论基础。

2.1 相关概念

2.1.1 股利政策

股利政策是在一个会计年度的日常运营活动结束后,针对年末盈余的未分配利润制定的处置策略,旨在决定企业利润的留存与分配方式。根据我国的相关法规,目前仅允许采用现金和股票这两种方式进行股利的发放。现金股利以企业自有资金为发放基础,因其能直接体现收益而备受投资者青睐。然而发放现金股利必须确保公司拥有足够的资金和留存收益作为支撑,在制定股利政策时企业必须审慎衡量分配数量,过度发放可能带来经营风险。股票股利是通过按股东持股比例分配新股来实现的,它在增强股票流动性及帮助企业节约货币资金方面具有显著优势,但股票股利也可能导致公司控制权的分散,因此在使用时需谨慎权衡。高派现是现金股利政策的一种形式,因此本文主要对现金股利加以研究。

股利政策的制定受到多方面因素的制约,主要包括以下几种类型:

(1) 剩余股利政策。企业根据最优目标资本结构配置资金,在资金满足了未来的正常运营需要后再进行分红。其优点是能帮助企业掌握投资机遇,维持良好的资本结构,合理运用自有资金减轻筹资成本以降低财务风险。但该政策稳定性差,分红水平易受到公司盈余及投资机会的影响,不利于投资者树立信心。

(2) 固定股利或持续增长股利政策。公司以固定的股利发放数额或固定的股利增长率为基,进行股利发放。这种股利政策可提振投资者信心,塑造公司良好形象。但在企业盈余有限,现金流不充裕的情况下实施该政策可能会造成财务风险,甚至引起股票价格的震荡,所以更适合于盈利稳定增长的成长性公司。

(3) 固定股利支付率政策。公司依据既定的支付比率向派发现金股利,这一比率会根据公司盈利状况的变动而有所调整。该政策展现出较强的稳定性,然而,鉴于公司盈利本身的不确定性,固定支付率下的股利数额不可避免会出现波

动，这种波动可能会向投资者传递出公司经营不稳定的信号。

(4) 低正常加额外股利支付率政策。为保障未来投资需求，公司会先支付固定水平的基础性股利，然后根据未分配利润的实际留存情况灵活调整，发放额外股利。这种政策兼具固定股利政策的优点，为股东提供持续稳定收益的同时兼具灵活性，但当公司财务情况恶化，仍支付固定金额的股利可能会加剧财务风险。

2.1.2 高派现

高派现是一种向股东分配高水平现金股利的利润分配方案。基于我国股市派现的现状，可以将高派现分为正常高派现和异常高派现。正常高派现是企业较高的留存利润和现金流量的加持下，通过对比分析各种分配方式的优劣，进而选择制定的一种现金股利分配方案。这种股利分配方案能积极响应国家的分红政策，提高企业资金使用效率，有效地回报投资者，向投资者发出企业持续高质量发展的正面信号。而异常高派现是上市公司的分红额度超出了自身承受能力的一种超能力派现，不利于公司长期良性发展。

对于高派现的界定，国际上以每股现金股利 ≥ 0.3 元作为判断标准。国内学术界尚未形成统一定论，通过梳理文献发现，我国对高派现的界定主要从以下两个角度出发：一是绝对值判定标准，以每股现金股利作为依据。北京大学光华管理学院的伍利娜教授（2003）提出若每股派发的现金金额达到或超过0.1元即可视作高派现^[61]。吴平等（2010）则认为每股现金股利 ≥ 0.3 元才可认定为高派现^[60]。二是相对值界定标准，以股利支付率作为判定依据。魏志华（2014）指出当股利支付率超越50%时可视为较高派现；当该比率超过75%时则为高派现^[58]。陆正华和伍雪婷（2020）则将历年股利支付率高于行业均值纳入了高派现的界定标准^[43]。同时，上交所发布的现金分红指引指出对于高派现的判定要考虑行业情况才能更科学。

异常高派现的判定以定性原则为主导，核心在于比较上市公司的分红额度与经营能力是否相称，包括以下几种判定方法。首先，段培阳（2002）基于每股收益的视角，提出当每股现金股利超过每股收益时即可判定为异常高派现，因为分红超过盈利不符合正常经营逻辑^[27]。其次，黄桂杰（2012）从现金流量的角度出发，认为每股现金股利若超过每股经营活动现金流量净额则属于异常高派现^[33]。

谢德仁（2013）提出在经营活动现金净流量为负的极端情况下进行派现也是一种异常行为^[63]。最后，赵爱玲和赵康旭（2019）综合了以上两种因素，认为每股股利若超过每股收益或每股经营现金流量净额均可构成异常高派现^[74]，这种看法更为全面。本文认同此观点，异常高派现的判定应综合考虑收益和现金流两方面因素，不能偏废其一。

综上，在大量阅读文献后，综合不同学者的观点，本文将从每股派现金额和企业所处的行业状况两个方面对高派现进行界定：

- （1）绝对值标准：每股派现金额 ≥ 0.3 元；
- （2）相对值标准：股利支付率高于行业平均水平。

同时满足以上条件则为高派现。此外，在满足以上条件的基础上，若每股现金股利超出每股收益或每股经营活动现金流量净额，则可以判断为异常高派现。

2.2 理论基础

2.2.1 股利生命周期理论

股利生命周期理论是学者 De Angelo 等率先提出的，该理论剖析了企业生命周期阶段与股利政策的关系，认为在不同生命周期阶段，企业经营模式、投资机会及现金持有量等方面表现出的差异会影响股利政策的选择。初创期企业盈利能力薄弱，但发展潜力巨大，因此采用零股利政策或剩余股利政策可以确保资金用于自身发展。成长期企业盈利能力增强，但为了扩大规模和提升竞争力需要大量融资与投资，采用低正常股利加额外股利政策能兼顾发展与回报。成熟期企业盈利状况达到顶峰，但发展前景受到市场饱和等因素的限制，所以更可能选择固定股利政策或固定股利支付率政策以回馈股东并维持稳定的市场形象。

2.2.2 股利迎合理论

股利迎合理论诞生于 2004 年，由 Baker 与 Wurgler 首次创新提出。该理论的核心观点是，上市公司股利政策的制定会以投资者的偏好与需求为导向进行灵活调整。具体而言，当投资者倾向于现金股利时，会给予派现公司较高的正溢价，因此公司管理层会积极做出回应，选择发放现金股利以满足市场需求；而当投资

者偏好股票股利时，则会给予派现公司负溢价，管理层则会相应调整策略，通过发放股票股利来迎合投资者的喜好。这种迎合策略之所以得以实施，就是因为投资者的偏好能够对股票市场的溢价效应产生显著影响，进而作用于企业短期价值。

2.2.3 隧道挖掘理论

Johnson 率先提出的“隧道挖掘”理论，为股权集中企业的利益输送机制提供了新的研究视角，该理论指出在股权高度集中的企业中，大股东会凭借股权优势运用各种策略进行“隧道挖掘”，将企业利益悄然转移至自身，进而对公司及中小股东造成侵害。近年来，现金股利已成为大股东攫取利益的主要手段之一，其中涉及股权稀释、定向增发以及高额现金分红等多种方式。刘峰和贺建刚(2004)的研究进一步证实了大股东通过高额现金分红和关联交易等手段实现利益输送的观点^[40]。唐跃军(2006)也认为大股东倾向于利用现金股利的“隧道效应”，通过高额分红来谋取私利^[55]。

2.2.4 “在手之鸟”理论

“在手之鸟”理论深入剖析了投资者心理，是股利理论中影响最为广泛的一种。其核心要义在于，资本市场中的投资者往往更倾向于分红回报，而较为排斥潜在的投资回报。因为尽管投资回报可能带来更高的收益，但因其固有的不稳定性，意味着投资者需承担更大的风险，且高收益投资往往伴随着更长的投资周期，资金时间成本也会更高。鉴于此，投资者在规避风险的考虑下，会更青睐于现金股利的稳定回报。此外，股利支付率的高低直接影响着投资者的风险感知和公司的市场吸引力，投资者对于较高的股利支付率感知到的风险较小，公司股票因此更受欢迎，股价随之上扬；反之亦然。

3 重庆百货高派现股利政策的案例介绍

本章内容为案例介绍。首先，概述零售行业当前的发展态势，特别是公司所处的市场环境及该行业的股利分配状况。其次，详细介绍重庆百货的基本情况，并在此基础上进一步梳理公司历年来的股利分配政策，通过行业对比揭示其股利分配的特点和规律。最后，根据本文的界定标准评估重庆百货的股利政策是否符合高派现标准。

3.1 零售行业概况

3.1.1 行业发展现状

根据中国证监会 2012 年修订的《上市公司行业分类指引》，重庆百货被划归于“批发与零售”大类之下的“零售行业”细分类别。2016 年，国务院印发的《关于促进实体零售业创新和转型的意见》指明，我国实体零售业需要步入转型升级的快车道，积极拥抱新零售的发展，从传统的国有百货模式走向数字化、多元化的新模式。近十年，我国零售业上市公司数量有明显递增，增长幅度达到 101.13%。同时，社会消费品零售总额增长幅度也达到了 103%，如图 3.1 所示。

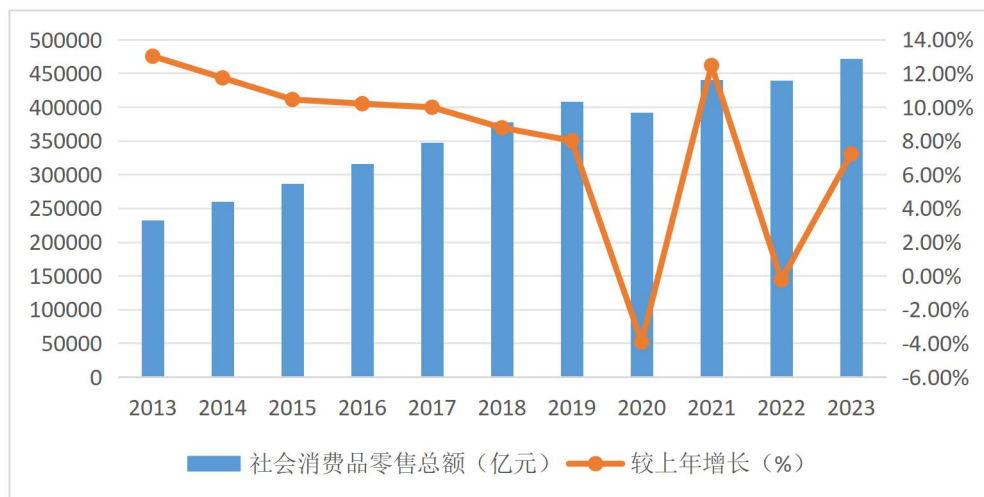


图3.1 2013年-2023年社会消费品零售总额及增速

虽然零售行业销售额整体呈现增长态势，但由于疫情和国际环境的日益复杂，

我国零售行业增长难掩疲态，呈现出了以下特点。首先是竞争正逐渐从一二线城市向三四线城市下沉，随着用户渗透率的持续攀升，竞争日益白热化，成本也居高不下，发展空间受限，因此三四线城市成为新的市场竞争热点。其次，线下消费客流量持续下跌，o2o 模式异军突起，发展潜力十足，但线下损失的客流量并未被线上渠道全部吸纳，因此消费市场略显疲软。最后，零售行业数字化转型进程加快，为了实现业务、会员、管理、服务等数字化，技术投资需求增多。在零售行业整体发展大势之下，为了满足公司转型升级的发展需要，业内诸多公司从股利政策入手，相应地减少了分红比例，以保证自身发展质量的稳步提升。

3.1.2 行业现金流特点

与企业的股利政策最为息息相关的是现金流量状况，股利政策的制定必须和现金流管理过程相协调，才能更好地为企业创造价值。零售行业在现金流的基本规律上既与其他行业存在共通之处，又独具一些其他行业所不具备的特殊性。

首先，零售行业的企业往往具有较大的现金流量。由于此类企业通常拥有众多投资门店，涉及采购及商品销售的资金流动规模庞大，为确保资本能够持续高效地运转必须具备强大的资本实力和融资能力。其次，零售行业现金流周期相对较长。企业发展前期会产生大量的门店投资，现金流需求巨大，这部分投资往往在此后的三年才能回收，较长的投资回收期会提升资本成本，增加投资风险。再次，零售行业现金流入流出存在时间差，不是同步的，且有明显的不均匀的特点。零售企业一般先进行采购，在此后较长的账期内，无需付款没有资金流出；进入销售环节后，连锁门店每天都有不定量的资金流入。最后，零售行业的价值创造要依靠不断的现金流循环，所以现金流波动性较大。任一流程出现问题都可能导致现金流转失误，影响企业利润，甚至面临破产。

3.1.3 行业股利分配情况

截止 2023 年底，零售行业共有 141 家 A 股上市公司，本文选取了零售行业 2013 年到 2022 年的股利分配数据，并统计成表 3.1。由表可知，零售行业每 10 股派现金额超过 3 元的企业占比整体呈现稳定态势，其中 2016 年、2018 年和 2020 年略有增长，但比例均低于 20%。同时比较派现公司比例和不派现公司比例可以

看出，派现公司数量基本在一半以上，在国家分红政策的影响之下，大多数企业还是愿意以分红派现来回馈股东的。但近几年不派现的企业数量也在增多，占比从2013年的22.86%增长到了2022年的45.54%，涨幅为22.69%。可见，该行业中大多数企业的派现水平相对较低。

表 3.1 零售行业 2013 年-2022 年股利分配情况

每股股利	股利=0		0<股利<0.1		0.1≤股利<0.3		股利≥0.3		合计
	公司数量	占比	公司数量	占比	公司数量	占比	公司数量	占比	
年份	公司数量	占比	公司数量	占比	公司数量	占比	公司数量	占比	公司数量
2013	16	22.86%	17	24.29%	25	35.71%	12	17.14%	70
2014	17	23.94%	17	23.94%	25	35.21%	12	16.90%	71
2015	23	30.67%	21	28.00%	19	25.33%	12	16.00%	75
2016	16	19.75%	25	30.86%	24	29.63%	16	19.75%	81
2017	19	22.35%	25	29.41%	26	30.59%	15	17.65%	85
2018	27	31.40%	19	22.09%	23	26.74%	17	19.77%	86
2019	32	36.36%	18	20.45%	22	25.00%	16	18.18%	88
2020	40	41.67%	18	18.75%	20	20.83%	18	18.75%	96
2021	39	39.00%	17	17.00%	25	25.00%	19	19.00%	100
2022	46	45.54%	16	15.84%	21	20.79%	18	17.82%	101

数据来源：根据国泰安数据库整理得出

3.2 重庆百货基本情况

3.2.1 公司简介

重庆百货大楼股份有限公司（以下简称“重庆百货”）承载着近一个世纪的历史积淀，其渊源可追溯到1920年创立的宝元通，这一商业实体在新中国成立之初便成为了重庆市首家公私合营企业。发展至1950年，宝元通完成了向国营企业的转变，并由此诞生了重庆百货大楼。1992年重庆百货大楼进行了股份制改革，重庆百货大楼股份有限公司应运而生，四年后重庆百货于1996年在上海证券交易所挂牌上市，股票代码为600729，是重庆市最早的国有商业上市公司。

重庆百货的业务版图涵盖了百货、超市、电器及汽车贸易等多个领域。在经

营模式上，公司灵活采用经销、代销、联营和租赁等方式，其中以经销和联营为主导。凭借卓越的商业运营和品牌建设，重庆百货成功打造出了包括重庆百货、新世纪百货等在内的众多驰名商标和品牌。目前，公司已开设各类商场和门店共计 291 个，广泛分布于重庆的 35 个区县以及四川、贵州等邻近地区，形成了广泛而深入的市场覆盖，连续十几年稳居“全国零售百强”榜单前列。近年来，重庆百货积极加速市场布局，成功实现了经营体制的转型，由传统模式顺利过渡到连锁经营模式。面对宏观环境的挑战，公司不断推进服务创新，全面拥抱数字化变革，积极拓展渠道销售，规模与效益稳居 A 类百货类上市公司前列。作为零售业的龙头企业，重庆百货自 1996 年上市以来，进行了连续 27 年的现金分红，累计分红金额为 55.31 亿元，派现水平位居行业前列。

3.2.2 经营现状

近年来，零售类上市公司在复杂的国际形势和诸多风险挑战之下发展艰难。重庆百货也面临着宏观经济下行，消费市场疲软，疫情以及重庆高温限电等不利因素，出现了业绩下滑迹象。对此，公司通过积极推进供应链变革，开展业态业务创新，全面加强数字化建设，强化成本精细管控等来整合资源，提升运营水平和效率，应对冲击。重庆百货 2014 年-2023 年的财务报表主要数据如表 3.2 所示。

表 3.2 重庆百货 2013 年-2022 年主要经营状况

项目 (亿元)	总资产	总负债	所有者权益	营业收入	净利润	经营活动产生的 现金流量
2013	114.61	70.55	44.06	313.75	8.17	3.16
2014	117.28	71.39	45.89	301.40	4.93	-1.17
2015	144.50	92.47	52.03	364.92	3.57	4.29
2016	123.17	75.35	47.81	338.47	4.40	4.62
2017	132.44	80.95	51.48	329.15	6.50	12.89
2018	141.16	83.95	57.21	340.84	8.74	10.02
2019	151.48	86.90	64.58	345.36	10.24	8.76
2020	171.05	97.65	73.40	210.77	10.67	11.82
2021	182.24	117.91	64.32	211.36	9.87	11.14
2022	172.04	119.60	52.44	183.04	9.05	6.19

数据来源：根据年报数据整理得出

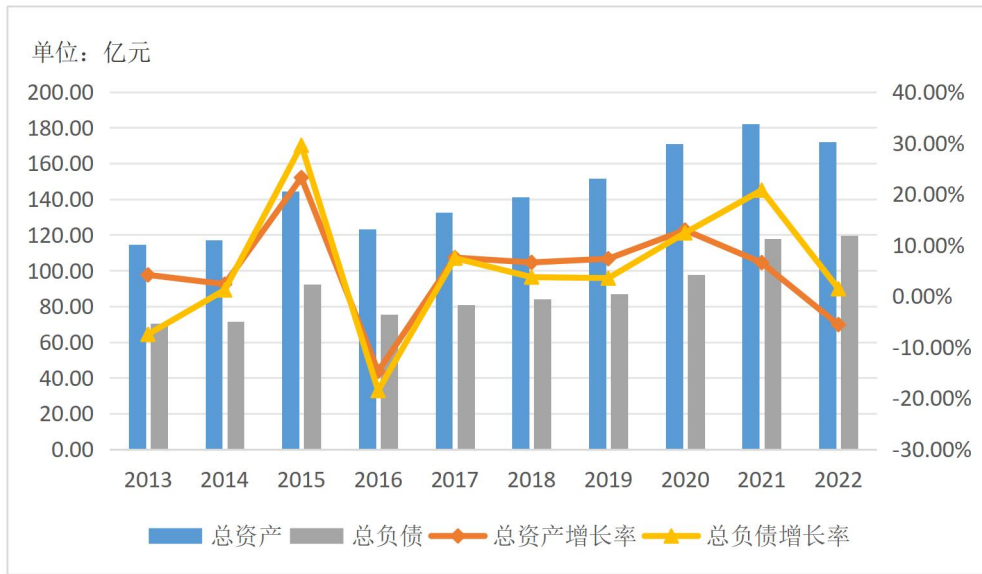


图3.2 重庆百货资产和负债变化图

由表 3.2 和图 3.2 可以看出，重庆百货公司规模有所扩大，总资产整体呈现增长态势，仅 2016 年与 2022 年出现负增长，2016 年总资产下跌的主要原因是公司面对市场疲软，电商和新业态冲击等挑战，对业务形态进行了调整以寻求转型，2022 年总资产的再次下跌则与公司采用的现金股利政策不无关系。此外，近十年重庆百货总负债与总资产的变化趋势大体一致，保持同频变化，自 2020 年开始差距逐渐拉大，反映出公司总体负债水平在上升。

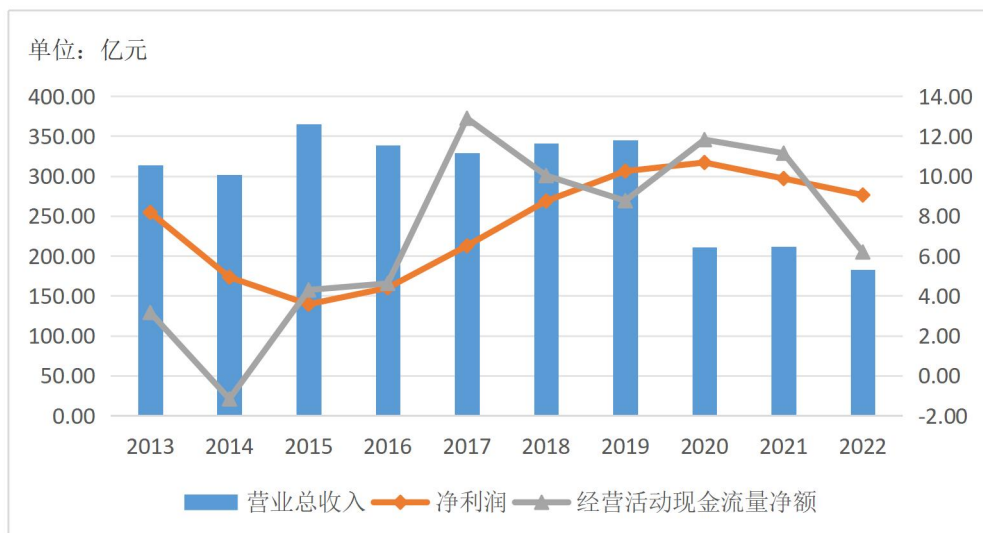


图3.3 重庆百货营业收入与净利润变化图

由表 3.2 和图 3.3 可以看出，重庆百货营业收入在 2013 年-2019 年整体保持

稳定，略有增长。自 2019 年开始有较大幅度下滑，从 345.36 亿元下降到了 2022 年的 183.04 亿元，同比下降 47%；同期净利润也有所减少，由 2019 年的 10.24 亿元减少到 2022 年的 9.05 亿元，这一变化主要是受到新冠疫情影响和重庆高温限电的影响。可见公司发展受外部环境影响较大，经营状况有所下滑。

重庆百货在经营活动中展现出了稳健的现金流量表现，其经营活动现金流量净额总体上超过净利润。但在 2019 年和 2022 年出现了低于净利润的情况，具体而言，这两个年度的现金流量净额分别较上年减少了 2.87 亿元和 4.95 亿元。究其原因，主要是疫情的影响导致销售下滑，公司经营效益不佳，以及经营性应付项目相较于同期有所上升等因素共同作用的结果。

3.2.3 股权结构

对上市公司股权结构进行分析，可以更好地了解股权特征，如股权集中度、股东对公司的控制程度、股东间的制约机制等，为下文高派现股利政策影响因素的分析奠定基础，重庆百货混改前后的股权结构变化见图 3.4 所示。

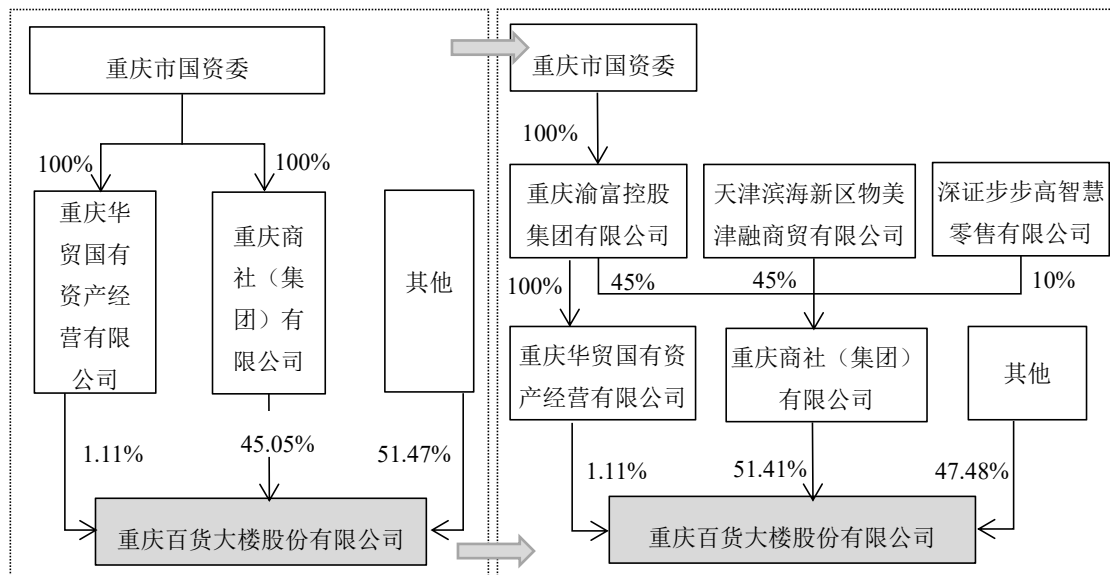


图3.4 重庆百货混改前后股权结构变化

在混改实施之前，重庆百货股权结构较为单一，缺乏多元化投资主体和资本来源，第一大股东为重庆商社集团，后者由重庆市国资委全资控股，因此实际控制人为重庆市国资委，是典型的国有控股企业。为深化体制改革，提升市场竞争

力，2018年4月，重庆商社正式发布了混合所有制改革方案，并启动混改。经过遴选，2019年2月确定了物美集团和步步高集团是参与本次混改的机构投资者。同年6月，重庆商社集团联合重庆市国资委，与物美和步步高集团签订了《增资协议》，进一步推动了混改的进度。2020年3月，重庆商社发布公告称已成功引入天津物美、步步高零售为公司新股东，新股东入驻后公司的注册资本从8.45亿元变更至18.78亿元，标志着集团层面的混改工作圆满完成。重庆商社集团有限公司在变革之后，重塑了重庆市国资委控股单一控股的简单格局，分别由重庆市国资委、物美集团和步步高集团各自持股45%、45%和10%，重庆商社由此再无实际控制人。截至2022年底，重庆百货混改后的前十大股东持股情况已详细列于表3.3。因为战略投资者的引入，重庆百货不再是绝对的国有控股企业，国有资本与民营资本的比例近乎均衡，民营企业得以参与企业的经营管理。同时，混之后，重庆百货重新选举了第七届董事会和监事会，物美集团董事长张文中当选董事长，对重庆百货股利政策的制定产生了一定影响。

表 3.3 截至 2022 年 12 月 31 日重庆百货前十大股东持股情况表

股东名称	期末持股数量(股)	持股比例 (%)	股份类型
重庆商社(集团)有限公司	208,997,007	51.41	人民币普通股
中国工商银行股份有限公司—富国天惠精选成长混合型证券投资基金(LOF)	19,909,544	4.90	人民币普通股
香港中央结算有限公司	13,052,803	3.21	人民币普通股
国泰基金管理有限公司—社保基金1102组合	5,389,466	1.33	人民币普通股
国泰高分红策略股票型养老金产品—招商银行股份有限公司	5,000,000	1.23	人民币普通股
重庆华贸国有资产经营有限公司	4,521,743	1.11	人民币普通股
国泰基金—农业银行—国泰蓝筹价值1号集合资产管理计划	4,400,000	1.08	人民币普通股
中央汇金资产管理有限公司	4,369,525	1.07	人民币普通股
国泰基金—上海银行—国泰优选配置集合资产管理计划	4,110,900	1.01	人民币普通股
国泰基金—建设银行—国泰安和1号集合资产管理计划	3,700,000	0.91	人民币普通股

数据来源：根据年报数据整理得出

3.3 重庆百货股利分配情况及特点

3.3.1 公司历年股利分配情况

截止 2022 年末，重庆百货自上市以来已持续进行了 27 年的现金分红，分红方式单一，累计派现金额达 55.13 亿元。近 12 年重庆百货具体分红情况如表 3.4 所示，其平均股利支付率达到 53.04%，高于行业平均水平。

表 3.4 重庆百货 2013 年-2022 年股利分配情况

年份	派现政策	现金分红总额(亿元)	每股现金股利(元)	股利支付率
2013	每 10 股派 6.5 元	2.64	0.65	30.09%
2014	每 10 股派 3.65 元	1.48	0.37	30.17%
2015	每 10 股派 2.8 元	1.14	0.28	31.11%
2016	每 10 股派 5.6 元	2.28	0.56	54.37%
2017	每 10 股派 6 元	2.44	0.6	40.27%
2018	每 10 股派 6.5 元	2.64	0.65	31.86%
2019	每 10 股派 7.3 元	2.97	0.73	30.17%
2020	每 10 股派 36.9 元	14.75	3.69	145.28%
2021	每 10 股派 37.9 元	15.01	3.79	154.69%
2022	每 10 股派 6.8 元	2.73	0.68	30.49%

数据来源：根据年报数据整理得出

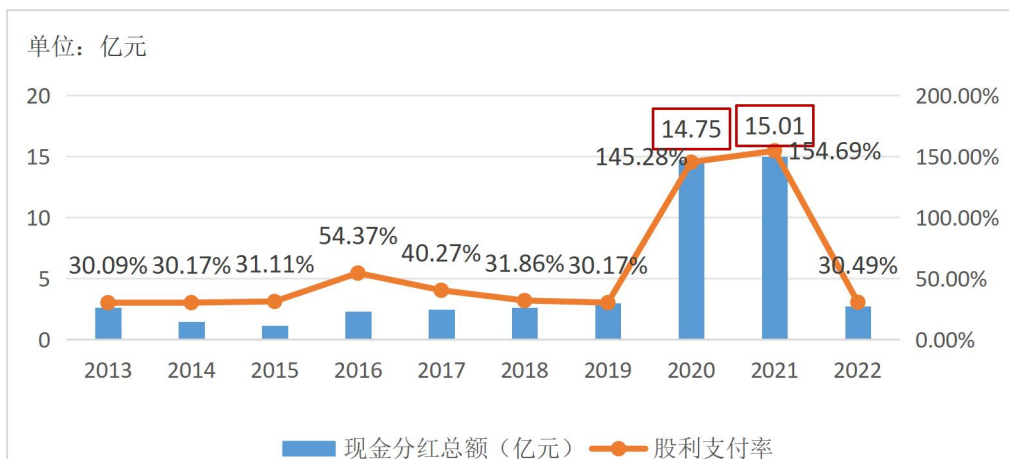


图3.5 重庆百货2013年-2022年分红总额与股利支付率变动图

由表 3.3 和图 3.5 可知，重庆百货的现金分红总额在 2013 年—2019 年之间波动不大，基本维持在 2 亿元左右水平。2020 年与 2021 年表现骤然异常，分红总额分别达到 14.75 亿元和 15.01 亿元之多，较 2019 年相比涨幅达 5.97 倍，连续两年异常分红后，2022 年又回归到正常水平。另外，从分红政策来看，重庆百货自 2013 年开始，除了特殊的 2015 年之外，每股现金股利均超过了 0.3 元，且多数年份达到了每股 0.6 元的水准，可见公司的现金分红政策一直比较慷慨。最后，将股利支付率进行纵向对比发现，重庆百货的股利支付率在 2013 年至 2019 年间基本维持在 30%至 40%左右，其中仅在 2016 年有小幅波动，上升到了 54.37%。2019 年之后，股利支付率连续两年表现异常，2020 年骤然增长至 145.28%，甚至在 2021 年达到近 12 年的最高值 154.69%。综合上文对重庆百货经营情况的分析来看，公司在营业收入与净利润表现下滑的情况下连续两年实施“掏空式”分红的股利政策是非常不合理的，其背后的原因值得深入探究。

3.3.2 同行业公司现金股利分配对比

根据本文对高派现的界定标准，单纯分公司自身的情况无法判断其是否实施了高派现，还应当考虑行业现状，才能更加科学地进行判定。因此，本文将重庆百货近十年的现金分红总额、每股现金股利、股利支付率相关数据与行业均值及同行业上市公司进行对比分析。

(1) 与行业均值对比

重庆百货属于“零售”行业类。本文参照证监会 2012 年发布的上市公司行业分类结果，剔除非正常交易公司，确保数据的准确有效，在收集整理行业数据后运算得出行业均值，结果如表 3.5 所示：

表 3.5 重庆百货 2013 年-2022 年股利分配情况与行业均值对比表

年份	现金分红总额（亿元）		每股现金股利（元）		股利支付率（%）	
	重庆百货	行业均值	重庆百货	行业均值	重庆百货	行业均值
2013	2.64	0.80	0.65	0.21	32.82%	26.96%
2014	1.48	0.76	0.37	0.20	30.17%	23.23%
2015	1.14	0.69	0.28	0.19	31.23%	26.37%
2016	2.28	1.17	0.56	0.18	54.37%	40.62%
2017	2.44	1.29	0.6	0.19	40.27%	31.62%

续表 3.5 重庆百货 2013 年-2022 年股利分配情况与行业均值对比表

年份	现金分红总额（亿元）		每股现金股利（元）		股利支付率（%）	
	重庆百货	行业均值	重庆百货	行业均值	重庆百货	行业均值
2018	2.64	1.72	0.65	0.22	31.86%	29.83%
2019	2.97	1.59	0.73	0.21	30.17%	30.80%
2020	14.75	1.56	3.69	0.29	145.28%	38.22%
2021	15.01	2.07	3.79	0.33	154.69%	36.72%
2022	2.73	1.40	0.68	0.25	30.56%	38.10%

数据来源：由国泰安数据库整理得出

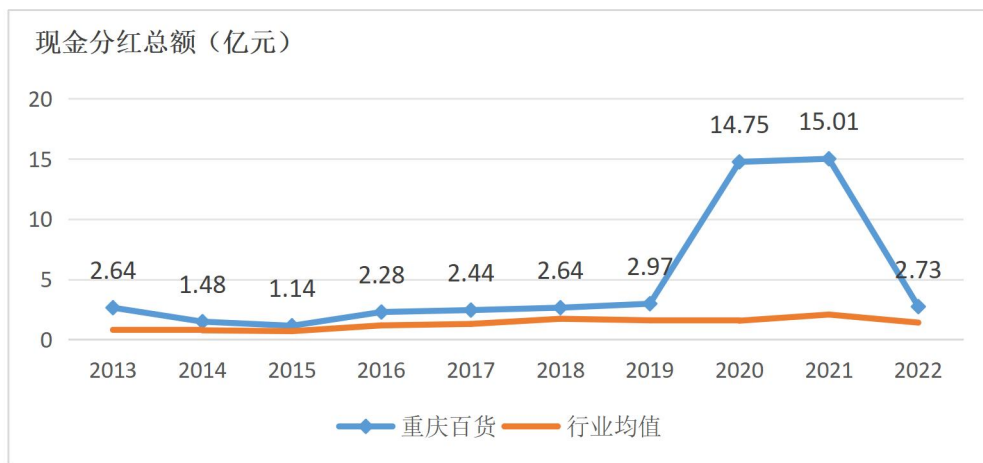


图3.6 重庆百货2013年-2022年现金分红总额与行业均值对比图

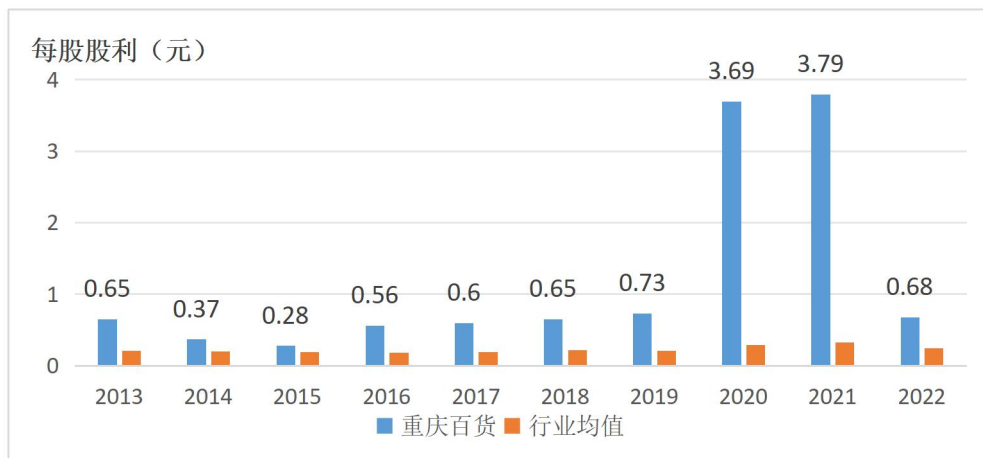


图3.7 重庆百货2013年-2022年每股股利与行业均值对比图

由图 3.6 和图 3.7 可知，重庆百货分红比较连续，但分红金额波动较大。2013 年-2022 年，重庆百货现金分红总额与每股现金股利均在行业均值之上。除 2014

年和 2015 年外，现金分红总额多年以来保持在 2 亿元以上水平。2019 年骤然增长至 14.75 亿元，同比增长 396.7%，2021 年达到历年最高值 15.01 亿元，是行业均值的 7.25 倍之多。就每股现金股利来看，行业平均每股股利在 0.2 元上下波动，而重庆百货的每股股利除 2015 年之外均高于 0.3 元，甚至多年保持在 0.6 元以上水准，这表明了重庆百货具有强烈的分红意愿。

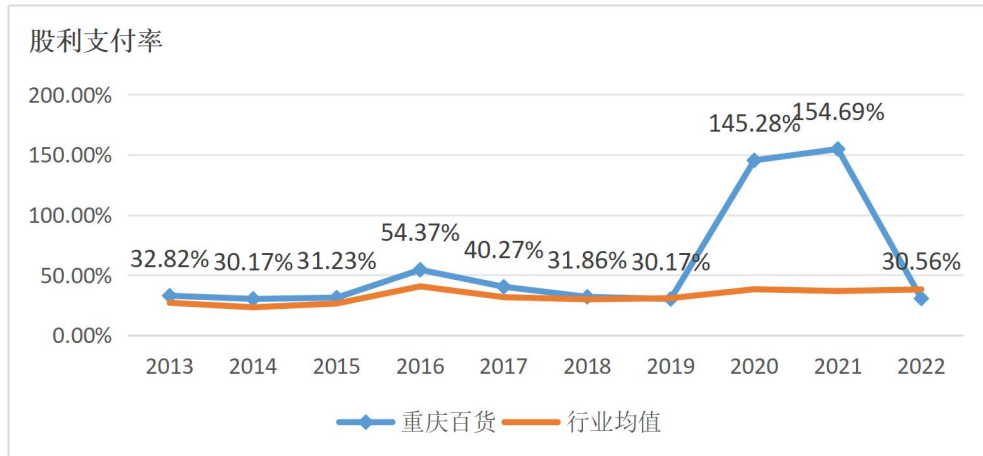


图3.8 重庆百货2013年-2022年股利支付率与行业均值对比图

在图 3.8 中，重庆百货股利支付率在 2019 年之前以略高于行业均值的态势与行业均值保持趋同，2019 年开始在行业均值保持平稳增长的同时，重庆百货股利支付率增长速度远超行业均值，二者差距明显增大，差距最大时，股利支付率是行业均值的 4.21 倍之多，展现出了强大的派现能力和遥遥领先的派现水平。

(2) 与同行业公司对比

重庆百货自上市以来每年都进行现金分红，其现金股利政策是否符合行业特点，需要选取同行上市公司进行对比分析。根据同花顺行业分类，重庆百货的二级行业分类为一般零售，三级行业为多业态零售。由于现金股利政策会受到公司经营情况、公司规模的影响，所以在进行行业对比时，本文从行业类型最为接近的 15 家多业态零售公司中，选择营业收入、资产规模较为接近的百联股份和欧亚集团作为对比公司，百联股份（600827）于 1994 年在上交所主板上市，欧亚集团（600697）于 1993 年在上交所主板上市。行业对比结果如表 3.6 所示。

表 3.6 多业态零售业部分企业每股现金股利、股利支付率情况表

年份	重庆百货		欧亚集团		百联股份	
	每股股利 (元)	股利支 付率	每股股利 (元)	股利支 付率	每股股利 (元)	股利支 付率
2013	0.65	32.82%	0.33	16.80%	0.23	31.75%
2014	0.37	30.17%	0.33	11.78%	0.25	32.25%
2015	0.28	31.23%	0.35	10.24%	0.00	0.00%
2016	0.56	54.37%	0.35	9.77%	0.18	41.85%
2017	0.60	40.27%	0.37	9.64%	0.18	37.45%
2018	0.65	31.86%	0.39	10.18%	0.18	35.42%
2019	0.73	30.17%	0.40	10.61%	0.10	19.65%
2020	3.69	145.28%	0.40	32.34%	0.15	33.64%
2021	3.79	154.69%	0.40	36.49%	0.15	42.29%
2022	0.68	30.56%	0.40	0.00%	0.12	34.85%

数据来源：根据国泰安数据库整理得出

首先，每股现金股利如图 3.9，百联股份和欧亚集团的股利政策和重庆百货极为相似，多年以来都是采用现金分红的股利分配方式，具有一定可比性，仅欧亚集团在 2016 年采用了派现加转增的股利政策。欧亚集团的每股现金股利比较稳定，各年派现金额均维持在 0.3 元以上，2013 年-2019 年呈现逐年递增趋势，2019 年后固定在 0.4 元的水平。百联股份每股派现金额略有波动，除 2015 年未分红外，各年派现金额呈递减趋势，2014 年每股派现 0.25 元，是近十年的峰值，2022 持续下降到了最低值每股 0.12 元，百联股份每股现金股利整体低于 0.3 元。可见，除欧亚集团 2015 年以每股派现 0.35 元超过重庆百货之外，其于各年重庆百货的每股现金股利都是高于百联股份和欧亚集团的。

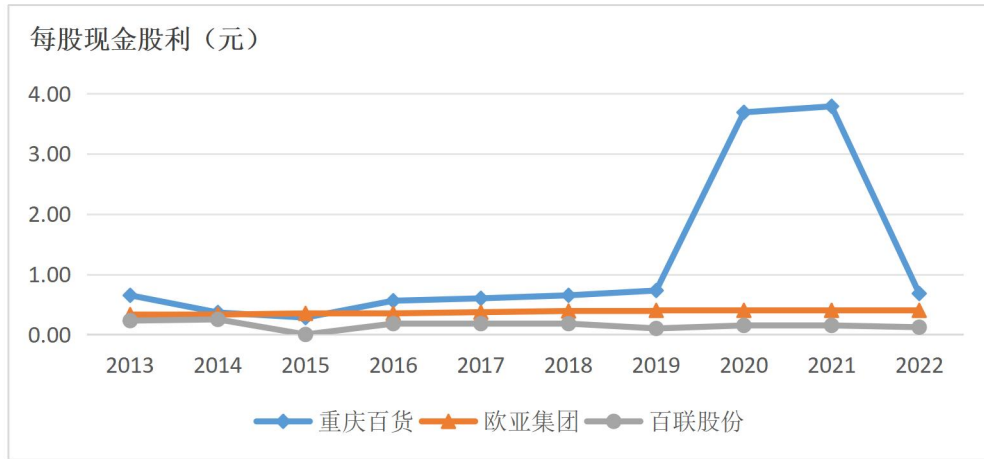


图3.9 多业态零售业部分企业每股现金股利对比图

其次，股利支付率如图 3.10，欧亚集团股利支付率相对较低，2013 年-2019 年表现稳定，整体略有下降，股利支付水平维持在 10%左右，2020 年和 2021 年变化较大，股利支付率增长至 30%以上，但从整体来看，欧亚集团股利支付率一直是低于重庆百货的。百联股份股利支付率波动较大，最高表现为 2021 年的 42.29%，最低为 2019 年的 19.65%，同时 2014 年、2018 年和 2022 年超过了重庆百货股利支付水平，其余年份均低于重庆百货，近十年年均股利支付率为 30.91%，低于重庆百货年均股利支付率 58.14%。自 2013 年以来，重庆百货股利支付率在三家公司中一直维持较高水平，特别是 2020 年和 2021 年分别以 145.28%和 154.69 股利支付率远远领先于欧亚集团和百联股份。总的来说，重庆百货每股现金股利和股利支付率在行业内均处于较高水平，是典型的高派现公司，将其作为案例研究高派现行为具有丰富的理论和现实意义。

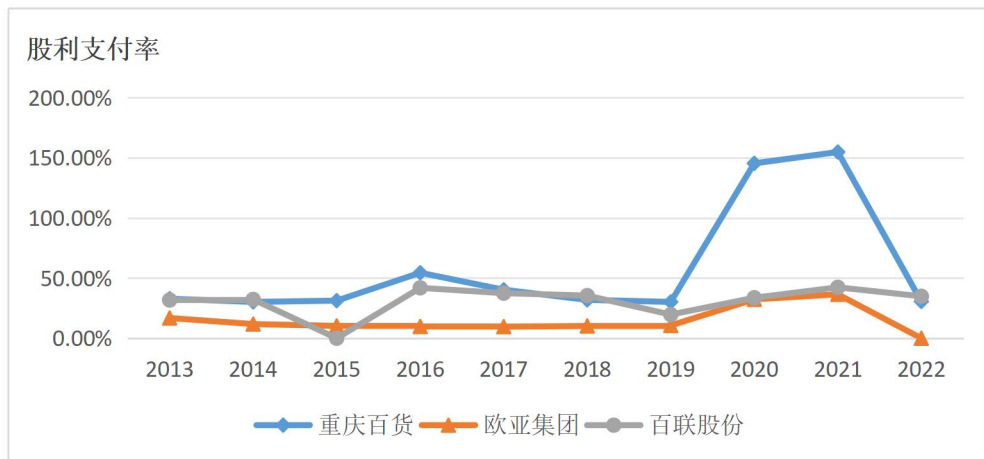


图3.10 多业态零售业部分企业股利支付率对比图

3.3.3 公司股利分配的特点

(1) 分红方式单一且稳定性较差

自上市伊始，重庆百货在股利分配上始终坚守现金红利派发策略，从未采用诸如资本公积转增股本、送股等其他形式的分红方式。相较于同行业其他企业，尽管有企业选择了包括转增股和送股在内的多样化分配方式，但重庆百货的分红策略仍相对单一。而在现金分红方面，重庆百货的表现却十分抢眼，持续 27 年的现金分红政策已累计派现高达 55.13 亿元，在行业中名列前茅，充分展示了其分红政策的良好连续性。但也需注意，公司的分红总额、每股股利及股利支付率存在较大的波动，这在一定程度上反映出其分红政策的稳定性还有待提升。

(2) 连读高派现且异常高派现明显

如表 3.7，根据第二章中对高派现的界定标准，结合重庆百货近 10 年的现金股利分配信息，可以发现重庆百货连续进行了 10 次现金分红，其中除 2015 年、2019 年和 2022 年之外，其余 7 次均符合高派现界定标准。同时 2020 年和 2021 年两次派现符合异常高派现界定标准，连续两年每股股利均显著超越每股收益与每股经营活动现金流量净额，现金分红总额分别高达当年净利润的 1.38 倍和 1.52，且股利支付率突破 100% 的界限。可见，重庆百货发放的现金股利已远超其当年的支付能力，不仅完全发放了本年的收益，更是动用了之前年度的累积利润。这种异常行为，显然违背了企业稳健经营的原则，值得深入研究和探讨。

表 3.7 重庆百货 2013 年-2022 年现金分红高派现表现情况

年份	每股股利 (元)	每股收益 (元)	每股经营活动产生的 现金流量净额 (元)	股利 支付率	是否 高派现	是否异常 高派现
2013	0.65	1.98	1.05	32.82%	是	否
2014	0.37	1.21	-0.29	30.17%	是	否
2015	0.28	0.90	1.04	31.23%	否	否
2016	0.56	1.08	1.14	54.37%	是	否
2017	0.60	1.60	3.17	40.27%	是	否
2018	0.65	2.15	2.47	31.86%	是	否
2019	0.73	2.52	2.15	30.17%	否	否
2020	3.69	2.59	2.91	145.28%	是	是
2021	3.79	2.50	2.74	154.69%	是	是
2022	0.68	2.23	1.52	30.56%	否	否

数据来源：根据公司年报整理得出

4 重庆百货高派现股利政策的影响因素分析

在前文案例介绍的基础上，本章根据重庆百货的公开披露信息，结合相关股利理论探究重庆百货实施高派现股利政策的影响因素。

4.1 财务因素分析

现金分红需要公司的实有资金，因此在进行现金分红时需要考虑自身的财务状况。盈利能力强弱、资金的充足性，以及分红后剩余现金是否能满足正常经营所需都应当纳入考虑范围。

4.1.1 资产流动性分析

在分配企业现金股利时，必须确保具备充足的资产流动性。因为资产流动性越强，其变现能力也就越突出，进而企业的股利支付能力也相应增强。重庆百货资产结构的详细数据参见表 4.1。

表 4.1 重庆百货 2013 年-2022 年资产结构

年份	2013	2014	2015	2016	2017
流动资产合计(亿元)	80.95	77.59	99.95	76.22	79.62
资产合计(亿元)	114.61	117.28	144.50	123.17	132.44
流动资产/资产总额	70.64%	66.16%	69.17%	61.88%	60.12%
行业流动资产平均占比	57.79%	55.71%	54.44%	55.42%	55.88%
年份	2018	2019	2020	2021	2022
流动资产合计(亿元)	78.57	92.61	101.70	73.28	62.79
资产合计(亿元)	141.16	151.48	171.05	182.24	172.04
流动资产/资产总额	55.66%	61.14%	59.46%	40.21%	36.50%
行业流动资产平均占比	53.62%	56.67%	57.57%	49.79%	49.85%

数据来源：根据公司年报整理得出

公司资产总额有所上升，2013 年为 114.61 亿元，2022 年上升至 172.04 亿元。在公司的资产总额中，多年以来 60%左右都是流动资产，2013 年流动资产占比

甚至高达 70%，2013 年之后这一比例虽然整体呈现下降趋势，但在 2021 年之前一直高于行业平均水平，且保持在 30%-50%的合理区间之上，说明公司资产流动性较强，能够支持公司进行现金分红。2020 年以后流动资产占比下降到了 40%左右水平，同时低于了行业均值，这与重庆百货的股利政策不无关系。

表 4.2 重庆百货 2013 年-2022 年流动资产结构

项目 (亿元)	2013		2014		2015		2016		2017	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	51.8	64.0%	37.4	48.1%	31.4	31.4%	28.7	37.7%	31.9	40.1%
交易性 金融资产	0.00	0.00	7.12	9.2%	15.1	15.2%	0.00	0.00	8.24	10.4%
应收账款	0.39	0.5%	1.26	1.6%	1.02	1.0%	1.26	1.6%	1.17	1.5%
预付款项	5.70	7.0%	10.8	13.9%	25.3	25.3%	9.13	12.0%	9.66	12.1%
其他 应收款	2.07	2.60%	1.73	2.2%	1.97	2.0%	8.09	10.6%	1.20	1.5%
存货	18.3	22.6%	18.3	23.6%	22.3	22.3%	25.6	33.6%	25.2	31.7%
其他 流动资产	2.66	3.30%	1.02	1.30%	2.87	2.90%	3.38	4.40%	2.24	2.80%
流动资产	80.9	100%	77.6	100%	100	100%	76.2	100%	79.6	100%
项目 (亿元)	2018		2019		2020		2021		2022	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	30.6	38.9%	40.5	43.7%	51.5	50.7%	35.5	48.4%	24.2	38.6%
交易性 金融资产	7.29	9.3%	3.11	3.4%	4.12	4.0%	0	0.0%	0.00	0.0%
应收账款	1.33	1.7%	1.76	1.9%	1.90	1.9%	2.33	3.2%	2.41	3.8%
预付款项	10.2	13.0%	10.3	11.1%	8.16	8.0%	6.29	8.6%	9.32	14.8%
其他 应收款	1.19	1.5%	1.25	1.4%	5.01	4.9%	1.17	1.6%	1.36	2.2%
存货	24.3	30.9%	28.0	30.2%	28.3	27.8%	25.4	34.7%	23.0	36.6%
其他 流动资产	3.69	4.7%	7.57	8.2%	2.71	2.7%	2.57	3.5%	2.52	4.0%
流动资产	78.6	100%	92.6	100%	102	100%	73.3	100%	62.8	100%

数据来源：根据公司年报整理得出

如表 4.2，重庆百货持有大量货币资金，货币资金占流动资产的比例较高，基本维持在 40%以上水平，说明支付能力和变现能力较强。存货占比次之，说明

公司产品及材料有一定的存量，其在存货管理方面存在一定问题。应收账款占比极低，多年来仅在 1%-2% 左右，说明公司销售方式以现销为主，销售强势，营业收入和现金流状况良好。综上，重庆百货具有资产流动性较强、销售强势、现金量持有量大，经营灵活等财务特征，是公司采用现金分红分配方式的原因之一。

4.1.2 盈利能力分析

盈利能力是公司正常经营赚取利润的能力，也是企业制定股利政策的前提条件。一般来说，盈利能力越强的则净利润越高，留存收益也就越富足，能为现金分红提供保障。本文选取同行业公司百联股份和欧亚集团进行对比分析，从销售获利能力、资本盈利能力以及股东获利能力三个角度入手评判重庆百货盈利能力对股利政策的影响，盈利能力指标对比情况如表 4.3 所示。

表 4.3 重庆百货与同行业盈利能力指标对比表

年份		2013	2014	2015	2016	2017
销售净利率 (%)	重庆百货	2.67%	1.64%	1.21%	1.30%	1.98%
	欧亚集团	3.03%	3.86%	4.21%	4.38%	4.37%
	百联股份	2.40%	2.57%	2.41%	1.63%	1.82%
	行业均值	4.08%	5.17%	4.95%	6.51%	4.53%
总资产净利率 (%)	重庆百货	7.02%	4.20%	3.02%	3.57%	4.91%
	欧亚集团	3.30%	3.36%	3.46%	3.14%	2.81%
	百联股份	3.06%	3.00%	2.73%	1.68%	1.92%
	行业均值	4.29%	4.46%	3.80%	3.90%	3.69%
净资产收益率 (%)	重庆百货	23.01%	11.13%	7.88%	9.20%	12.63%
	欧亚集团	16.31%	15.84%	16.06%	12.76%	11.86%
	百联股份	7.82%	6.86%	6.06%	3.83%	4.22%
	行业均值	8.29%	8.41%	7.80%	6.37%	3.40%
每股收益 (元)	重庆百货	1.98	1.21	0.90	1.08	1.60
	欧亚集团	1.54	1.88	2.04	2.06	1.92
	百联股份	0.60	0.63	0.74	0.51	0.47
	行业均值	0.90	0.79	0.57	0.53	0.53

续表 4.3 重庆百货与同行业盈利能力指标对比表

年份		2018	2019	2020	2021	2022
营业净利率 (%)	重庆百货	2.56%	2.97%	4.99%	4.81%	4.94%
	欧亚集团	3.91%	3.58%	2.46%	2.09%	-0.24%
	百联股份	1.87%	1.80%	2.26%	1.83%	1.90%
	行业均值	4.80%	1.15%	0.85%	3.42%	-1.11%
总资产净利率 (%)	重庆百货	6.19%	6.76%	6.25%	5.74%	5.26%
	欧亚集团	2.72%	2.63%	0.89%	0.79%	-0.08%
	百联股份	2.00%	1.63%	1.47%	1.09%	1.07%
	行业均值	4.27%	2.39%	2.84%	0.97%	1.22%
净资产收益率 (%)	重庆百货	15.28%	15.86%	14.82%	17.16%	17.25%
	欧亚集团	10.99%	10.25%	3.67%	3.84%	-0.38%
	百联股份	4.57%	4.14%	3.71%	3.09%	3.06%
	行业均值	-7.24%	3.74%	0.42%	0.63%	-4.10%
每股收益 (元)	重庆百货	2.15	2.52	2.59	2.50	2.23
	欧亚集团	1.63	1.50	0.14	0.18	-0.10
	百联股份	0.49	0.54	0.43	0.42	0.38
	行业均值	0.36	0.37	0.27	0.46	0.19

数据来源：根据国泰安数据库整理得出

(1) 销售获利能力

本文以销售净利率作为销售获利能力的衡量指标。销售净利率反映了企业从实现的销售收入中赚取净利润的能力，该指标越高，则代表销售获利能力越强。由表 4.3 和图 4.1 可以看出，重庆百货销售净利率波动较大，整体呈现上涨趋势，但行业均值与对比公司整体呈现下降趋势，对比显示在行业整体形势不利的情况下，重庆百货依然能够维持增长态势，销售获利能力逐年增强。但从各年水平来看，2013 年-2016 年重庆百货销售净利率较低，逐年下降且远低于行业平均水平，在对比公司中也表现较差。2016 年之后销售净利率逐年递增，在 2018 年超越行业平均水平，并于 2019 年跃升至对比公司最前列，连续三年保持第一水平，说明重庆百货近几年在销售领域表现卓越，净利润丰厚，为发放高额现金股利提高了财务保障。

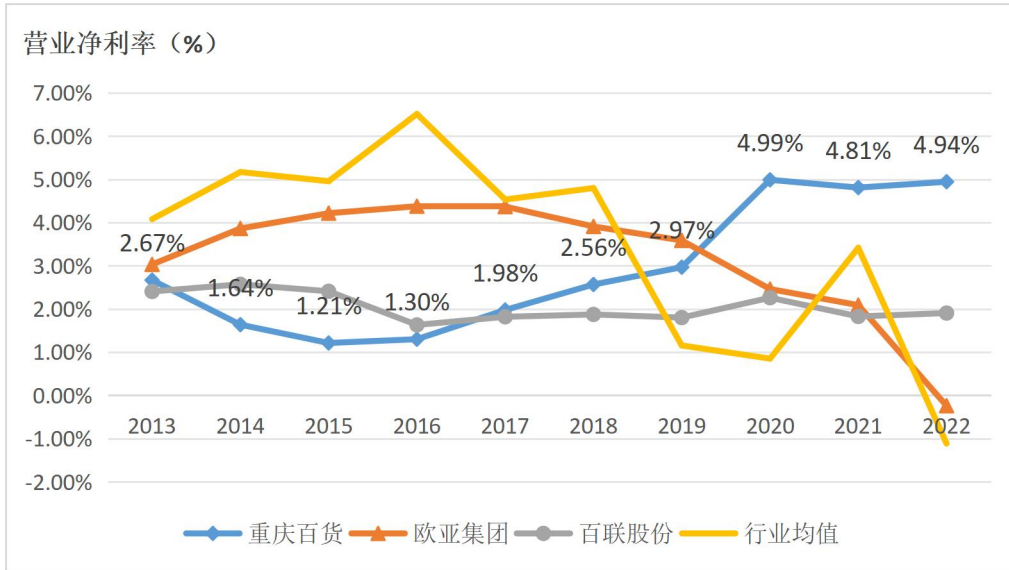


图4.1 重庆百货与同行业营业净利率对比图

(2) 资本盈利能力

本文以总资产净利率作为资本盈利能力的代表性指标。总资产净利率反映了企业管理水平的高低，能够衡量资产运营的有效性和投入产出水平的高低。

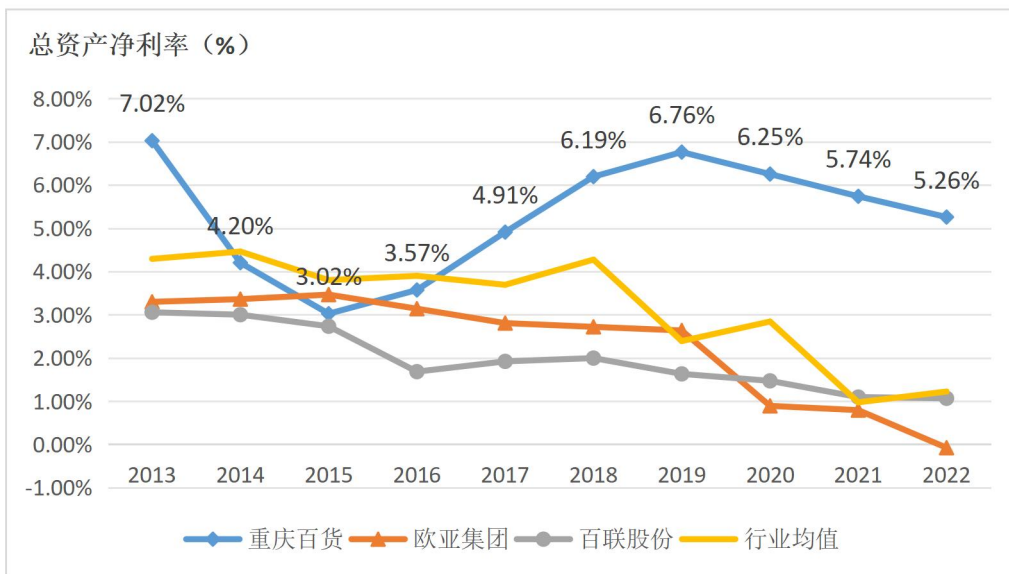


图4.2 重庆百货与同行业总资产净利率对比图

由表 4.3 和图 4.2 可知，重庆百货总资产净利率呈现“s”型波动趋势，2015 年下降到历年最低水平 3.02%，2019 年上升至峰值 6.76%，究其根本，发现是由于公司新开设的网点在培育期间产生了较高成本，同时新业务的拓展及人工、租

金、折旧摊销等刚性成本费用的持续增长共同导致了以上波动。结合行业均值整体下降的变动趋势来看,重庆百货总资产净利率整体高于行业平均水平,且2016年之后差距逐渐拉大。与同行业公司对比发现,除2015年略低于欧亚集团之外,重庆百货总资产净利率一直高于百联股份和欧亚集团,且相对与同行业公司逐年下降的态势,重庆百货总资产净利率在2015年-2019年逐年上升,说明公司决策经营有效,资产利用效果良好,资本盈利能力强盛。

(3) 股东盈利能力

本文选取净资产收益率和每股收益作为合理股东盈利能力的关键指标。净资产收益率反映了公司对股东投入资本的利用效率。基本每股收益体现了股东所持股份为投资者带来的净利润或净亏损情况。

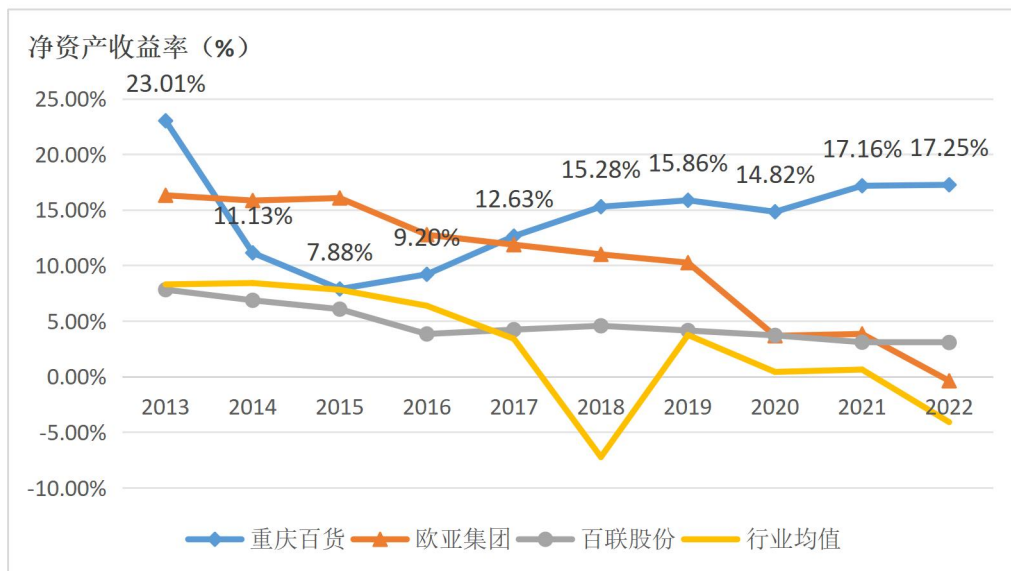


图4.3 重庆百货与同行业净资产收益率对比图

由表 4.3 和图 4.3 可知,重庆百货净资产收益率在 2013 年-2015 年呈现下降趋势,2015 年达到最低值 7.88%,2015 年后逐年上升。但与此同时,受宏观经济减速、消费持续疲软等客观因素影响,欧亚集团、百联股份的净资产收益率及行业平均水平均出现了不同程度的下滑。在这样的背景下,重庆百货的发展势头尤为稳健。在行业均值波动较大的情况下,重庆百货的净资产收益率始终保持在行业均值之上,且维持在相对稳定的水平,充分说明了重庆百货在资本运用方面的高效率,为其后续现金股利发放奠定了坚实的基础。

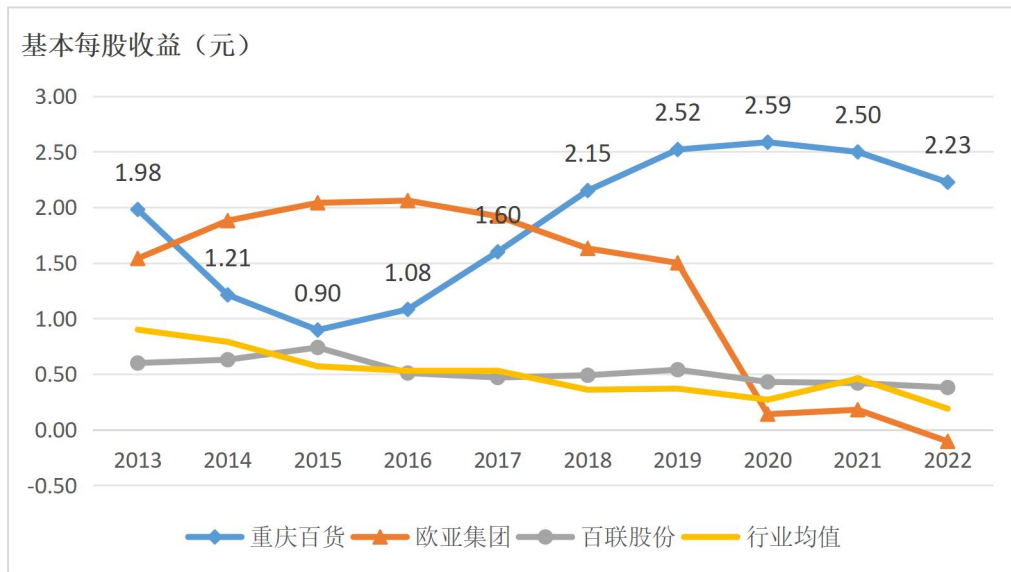


图4.4 重庆百货与同行业基本每股收益对比图

由表 4.3 和图 4.4 可以看出，重庆百货基本每股收益在 2013-2015 呈下降趋势，2015 年降到最低值 0.9 元，此后逐年上升，在 2020 年达到 2.59 元的峰值后再次下降，整体波动较大。此外，通过行业对比分析发现，欧亚集团在 2017 年之前基本每股收益高于重庆百货，2017 年之后大幅度下降，开始低于重庆百货，且与重庆百货差距越来越大；百联股份基本每股收益与行业均值较为接近，多年以来趋于稳定，保持在 1 元以下水平，远低于重庆百货。这说明重庆百货有行业领先股东盈利能力，公司有足够的进行现金分红。

4.1.3 现金流充足性分析

在两权分离背景下，企业留存过量资金可能导致代理成本增加。为应对该问题，企业通常会选择提高分红水平。本文旨在通过对比分析重庆百货的现金流相关指标，探究其是否拥有充裕的现金流推动公司进行高派现，对比情况见表 4.4。

表 4.4 重庆百货与同行业现金流量对比情况

年份		2013	2014	2015	2016	2017
经营活动产生的现金流量净额（亿元）	重庆百货	4.28	-1.17	4.22	4.62	12.87
	行业均值	4.05	2.29	3.65	5.19	4.20
期末现金及现金等价物余额（亿元）	重庆百货	28.33	24.48	27.51	27.47	25.30
	行业均值	16.77	16.16	16.98	19.65	19.85
每股经营活动产生的现金流量净额（元）	重庆百货	1.05	-0.29	1.04	1.14	3.17
	行业均值	0.65	0.49	0.54	0.80	0.85
年份		2018	2019	2020	2021	2022
经营活动产生的现金流量净额（亿元）	重庆百货	10.02	8.76	11.82	11.14	6.19
	行业均值	3.83	4.18	6.12	5.92	5.93
期末现金及现金等价物余额（亿元）	重庆百货	24.54	26.53	23.18	21.44	12.63
	行业均值	22.40	19.00	20.18	18.50	17.58
每股经营活动产生的现金流量净额（元）	重庆百货	2.47	2.15	2.91	2.74	1.52
	行业均值	0.66	0.79	0.81	0.99	0.98

数据来源：根据国泰安数据库整理得出

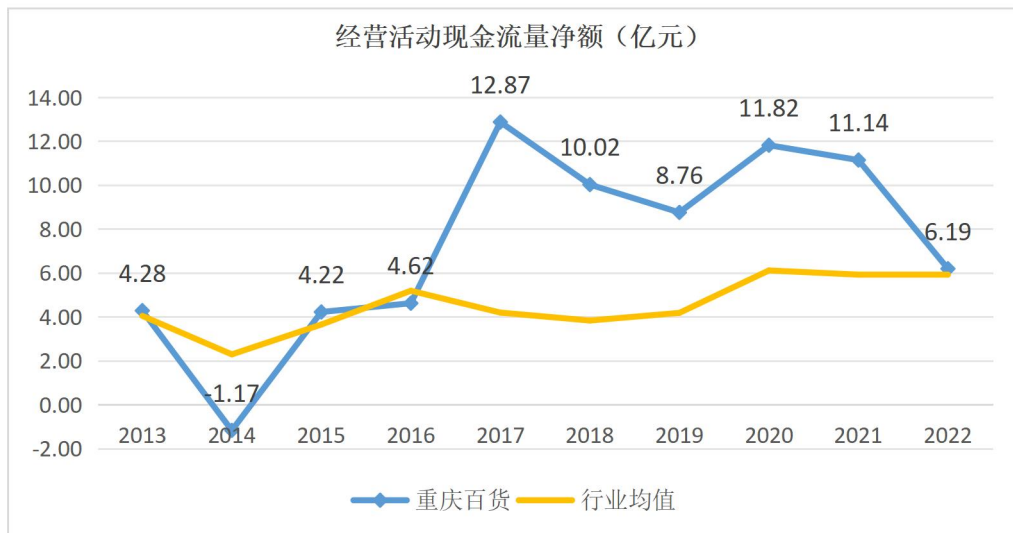


图4.5 重庆百货与同行业经营活动现金流量净额对比图

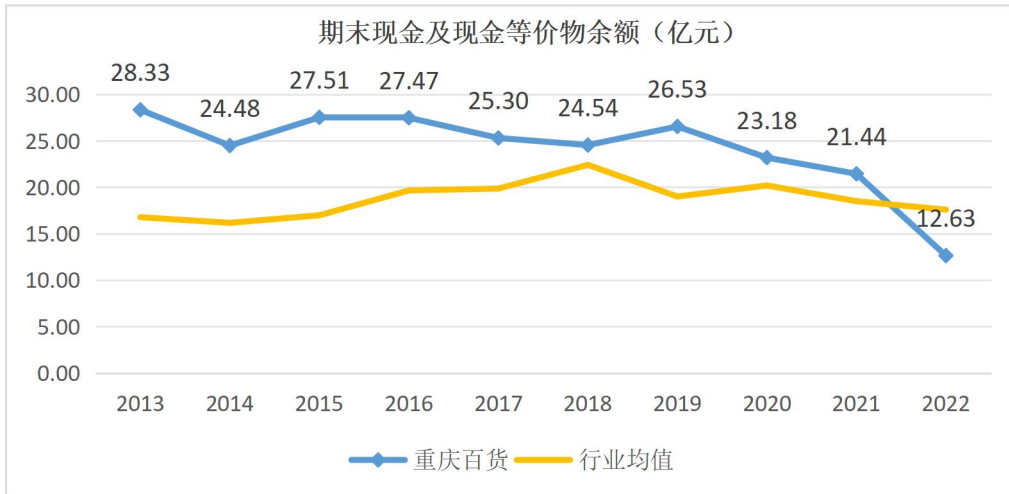


图4.6 重庆百货与同行业期末现金及现金等价物余额对比图

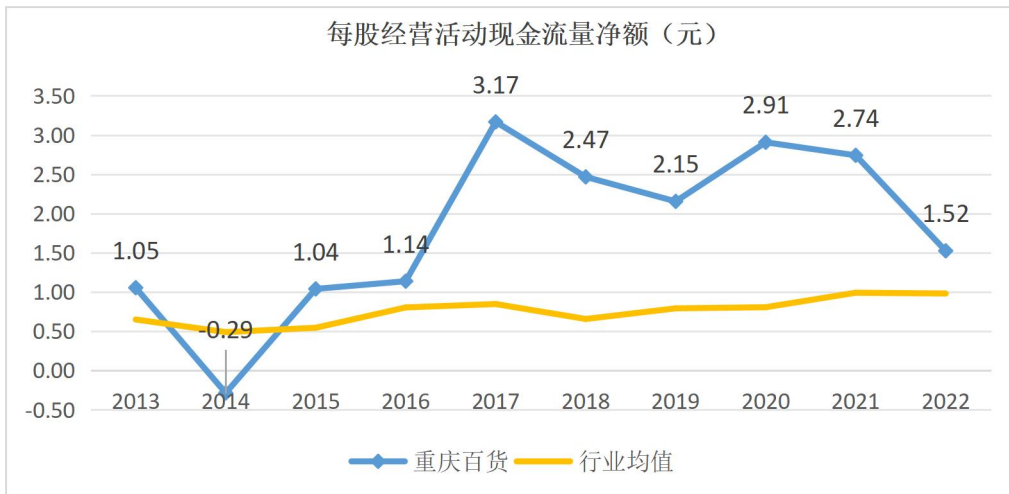


图4.7 重庆百货与同行业每股经营活动现金流量净额对比图

结合表 4.4 和图 4.5、图 4.6、图 4.7 可知，重庆百货经营活动现金流量净额在多数年份都高于行业均值，仅 2014 年和 2016 年例外。其中，2014 年尤为特殊，经营活动现金流量净额为负值，这主要是由于销售购进差额减少及薪酬等费用性支出增加所致。而自 2016 年起，这一指标开始逐年上升，并在 2017 年达到峰值 12.87 亿元，是行业均值的 3.07 倍之多。该趋势充分说明重庆百货的经营状况良好，具备强大的能力创造经营现金流。此外，重庆百货近十年期末现金及现金等价物一直在行业均值之上，为公司高派现股利政策提供了直接的资金来源，但整体呈现下降趋势，特别是在异常高派现之后更是跌至行业均值以下。最后，重庆百货每股经营活动现金流量净额基本高于行业均值，且自 2016 年之后与行业均值的差距较大，达到行业均值的 2.95 倍，存在很大的领先优势，说明重庆

百货在经营活动中所获得现金流量较为充裕，有能力支持高派现。结合公司历年股利分配情况深入分析，可以发现在现金流相对充足的年份，公司现金分红的数额往往较为可观。这表明裕的现金流是影响公司提升分红水平的关键因素之一。

4.2 非财务因素分析

4.2.1 股权结构分析

依据隧道挖掘理论，大股东往往采用多种策略“挖掘隧道”，将利益巧妙地转移至己方，鉴于现金股利的灵活性与合规性，它逐渐成为大股东惯用的“利益转移途径”。为实现自身利益的最大化，大股东倾向于实施高派现的股利政策，从而进行利益输送。纵观历年的股利分配政策，可以发现重庆百货分红风格突变的时间节点和公司混改之后股权结构和管理层变更的时间节点相吻合，可见公司的异常高派现与其股权结构是息息相关的。

(1) 迎合控制人意愿

2013年-2019年重庆百货实施的高派现股利政策是良性的，派现水平略高于行业均值，变动趋势稳定且与行业均值保持一致，这种股利分配方案积极响应了国家分红政策，在企业自身可承受能力范围之内，能有效回报投资者。在此期间，重庆百货由重庆市国资委控股，属于国有企业。有学者的研究表明，国家控制的上市公司更喜欢实行高分红，这是因为在国家控制的企业中，政府扮演着真正控制人的角色，而由于政府不会一味地追求经济利益，所以不能总是坚持企业价值最大化目标。一般而言，政府比较看重群众的看法，重视其政治领袖能力与社会追随能力，这样的目的使得政府在制订分红政策时会以社会效益为重。此外，我国资本市场中，国有企业发挥主导作用，各级政府不仅作为国有企业的主要股东参与其中，还承担着征收企业所得税和个人所得税的重要职责，这样的角色定位使政府对国有企业的运营和股利政策的制定都具有重要影响。政府会将从国有企业获得的现金分红收益与收缴的税款用于财政补贴和公益项目等，因此更倾向于推动高分红政策。所以作为国有控股企业，重庆百货在制定股利政策时需要充分考虑政府的需求和期望，迎合实际控制人的意愿成为了其高派现的影响因素之一。

(2) 股东控股自利

2020年重庆百货分红风格显著转变,呈现爆发式的增长态势,这种异常现象与混改后引入的机构投资者——物美集团和步步高集团密切相关。物美集团为缓解自身债务压力,而步步高集团则为了弥补损失,可能共同推动了这一变化。尽管重庆百货在名义上混改后并无明确的实际控制人,然而实际上物美与步步高集团的联手足以对重庆商社产生重大影响,进而左右公司股利政策的制定。此外,在混改后,物美集团董事长张文中出任了重庆百货董事长一职,这种双重身份的特殊性为潜在的利益输送行为提供了可能。

物美集团长期通过大手笔收购策略实现高速扩张,债务压力不断攀升。物美科技在港股上市失败进一步加剧了物美集团的资金需求,亟需外部输血。具体来看,物美科技2020年的资产总额为422.61亿元,而负债高达407.84亿元,导致资产负债率跃至惊人的96.5%。同年物美科技所持有的银行存款余额、现金及受限制的银行存款余额总计仅52.01亿元,而其长短期借款合计达到了87.06亿元,可谓债台高筑。为缓解偿债压力,物美集团在2020年发行了多期债券,共募集资金33亿元用于偿还前期借款。与此同时,重庆百货的异常高派现使得重庆商社在短短两年内直接获得了约16.54亿元的现金股利,而由于物美集团持有重庆商社45%的股权,因此间接获利7.44亿元。随后,重庆商社在短期内迅速减持了重庆百货部分股票套现3.01亿元,物美集团通过此次减持获利1.35亿元。综上所述,通过重庆百货的异常高派现及重庆商社的减持操作,物美集团累计获得了约8.8亿元人民币,用于缓解其自身的偿债压力。

步步高是湖南多业态零售业的佼佼者,近年来深耕西南地区意图实现跨区域发展,但因西南商超百货市场的竞争激烈,其拓展战略屡遭挫折。尤其在重庆市场,步步高经营遇困,亏损了4.35亿元之多。鉴于此,参与重庆百货混改对步步高而言不仅是战略转型,更是一次重要契机,有助于挽回部分损失。2020年,重庆百货公告拟以6.56亿元收购步步高旗下的宝川置业和步步高中煌,以解决与步步高在重庆地区的同业竞争问题。而当时宝川置业和步步高中煌的所有者权益均为负数,重庆百货用现金购买如此不良资产,不免有利益输送的嫌疑。同时步步高在重庆百货两年的超额分红下共获利1.58亿元,再加上重庆百货对部分不良资产的收购,步步高的损失得到了极大弥补。因此,混改后突变的分红风格,或是物美与步步高通过联合控制重庆商社,利用重庆百货进行利益输送的结果。

4.2.2 企业生命周期分析

根据股利生命周期理论,不同生命周期阶段的企业经营模式、投资机会及现金持有量都各具特色,所以股利政策与生命周期阶段息息相关。对于生命周期的划分,本文采用了现金流划分法,具体情况如表 4.5 所示。

表 4.5 企业生命周期划分表

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

数据来源:根据参考文献整理得出

结合表 4.6,根据重庆百货经营、筹资、投资活动产生的现金流量净额划分其生命周期。整体而言,重庆百货经营活动现金流量净额表现为正值,2017 年达到了上市以来的峰值 12.87 亿元,2017 年之后略有下降,尤其是 2021 年之后,由于现金股利政策的波动性,下降幅度进一步加大。从其投资活动现金流量净额来看,除 2016 年和 2021 年之外,其余年份均显示为负值,表明重庆百货多数年份均有投资支出,且可能投资质量不佳。因为重庆百货近十年未产生太多的筹资活动,所以筹资活动现金流量净额除 2013 年和 2020 年之外,其余年份均为负值。根据现金流量划分法,重庆百货在 2013 年以前处于成长期,2014 年-2022 年后总体上处于成熟期阶段,其中 2016 年和 2021 年表现出了衰退期的现金流量特征,2020 年则表现为成长期现金流量特征。

表 4.6 重庆百货 2013 年-2022 年现金流量对比表

年份	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
2013	4.28	+	-8.49
2014	-1.17	-	-1.25
2015	4.22	+	-0.40
2016	4.62	+	3.40
2017	12.87	+	-11.50

续表 4.6 重庆百货 2013 年-2022 年现金流量对比表

年份	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	
2018	10.02	+	-6.44	-	-4.35	-
2019	8.76	+	-2.36	-	-4.40	-
2020	11.82	+	-20.48	-	5.31	+
2021	11.14	+	19.15	+	-32.03	-
2022	6.19	+	-3.23	-	-11.79	-

数据来源：根据国泰安数据库整理得出

现金流量法划分企业生命周期有一定的参考意义，但是单纯使用这种方法进行判定还是较为片面，需要在此基础上，根据企业的实际情况进行调整分析。从报表信息来看，2016年重庆百货有大量定期存款到期后转入结构性存款，因此导致投资活动产生的现金流量净额大幅增长，表现为正值。但从实际投资情况来看，公司当年以自有的经营资金出资 3.21 亿元参与马上金融第一轮融资，增资扩股后占马上金融总股本的 31.58%，保持最大股东身份。此外，2020 年公司筹资活动现金流量增加的原因主要是在外部环境突发事件的影响下，公司收到的防疫专项应急贷款增加。最后，2021 年重庆百货投资的马上消费金融实现利润良好，公司存入定期存款较同期增加，所以投资活动经营现金流量净额表现为正值。从财务角度及企业的实际情况来看，重庆百货这三年仍然处于成熟期发展阶段。

综上所述，重庆百货于 1996 年上市，已经具备雄厚的经营实力，2013 年以来公司发展已步入成熟期，运营状况日益稳健，盈利水平保持高位，累积了丰厚的利润。自上市以来，重庆百货只有 2010 年和 2013 年进行过两次融资，2013 年以来投资支出主要集中在马上消费金融，说明企业优质投资机会匮乏，公司在进入成熟期后拥有充裕的现金流量，为派发高额现金股利提供了良好的内部基础。同时公司自身对资金的需求不高，也提升了高分红的意愿。所以重庆百货实施高派现股利政策的影响因素之一是股利政策与企业生命周期相适应。

4.2.3 监管政策与机制分析

在我国股市初创时期，分红水平较为低下，对市场风气造成了负面影响。为了改善我国资本市场分红环境的不合理状况，证监会频繁出台政策进行干预。

2004 年将分红情况与股票发行挂钩；2008 年规定了再融资需要满足的利润分配条件；2022 年证监会重新修订了上市公司现金分红指引，对现金分红比例做了详细规定。要求上市公司董事会在全面考虑行业特征、发展阶段、盈利水平及资金需求等因素的基础上，制定差异化分红政策。近年来，我国上市公司在现金分红方面取得了显著进展，其水平已与国际标准大致相当。这充分表明，证监会的相关政策在引导上市公司合理分红方面发挥了积极且显著的作用。以重庆百货为例，公司长期以来积极响应国家政策导向，分红政策表现优异。近十年来，重庆百货持续进行现金分红，最低分红金额达到每 10 股分配 5 元。特别是在混改前，其股利支付率稳定在 30% 以上，不仅高于行业平均水平，而且处于良性高派现的范围内，表现出了对国家政策的良好践行。此外，在 2020 年和 2021 年的股利分配方案公告中，重庆百货也特意说明了分红方案符合上市公司现金分红指引和公司章程，也是为了更好地响应国家分红政策。

4.2.4 外部市场环境分析

外部市场环境包括宏观经济政策、股价水平、行业因素。首先，宏观经济发展状况势必会影响公司经营，其中宏观政策，包括产业政策、税收政策及货币政策等，对国家宏观经济起到总体调控作用，这些政策之间相互作用，共同影响企业股利分配政策的制定。如 2015 年，财政部发布的税收优惠政策，从税收政策入手引导现金分红。此外，当前《企业所得税法》也将股息红利所得应纳税额与股票持有期限挂钩。出于避税和增收的目的，投资者和企业会更倾向于现金股利。其次，A 股市场的分红水平也会左右股利政策的制定。近年来，A 股上市公司现金分红水平明显提高，2022 年派现额度首次突破 2 万亿元，为了在市场环境中更具竞争力，吸引投资者，企业会相应提高派现水平向外界传递利好信息。最后，行业特征、对资金的需求和自身的资产周转率也是影响股利政策的主要因素，如重庆百货属于零售行业，具有现金流充足且资产周转率快的特点，因此更倾向于发放现金股利。

5 重庆百货高派现股利政策的实施效果分析

本章分别从财务效应、市场反应和企业价值三个角度入手分析重庆百货高派现股利政策的实施效果，通过对比分析法、事件研究法、经济增加值及宾托 Q 值的计算进行分析评价。

5.1 财务效应分析

股利政策对财务能力最直接的作用路径如下：一方面，高额现金股利的发放会直接导致企业资金的大量流出，公司可能需要扩大举债规模，从而增加了企业的偿债压力和财务风险。其次，股利派发实质上是企业资金从内部向外部的转移，减少资金的投入使用可能错失优质投资机会，降低资产使用效率。因此，本文将从偿债能力及营运能力入手，剖析高派现股利政策对企业财务能力的影响。

5.1.1 现金流出导致偿债风险增加

在 2013 年至 2022 年间，重庆百货长期实行高派现股利政策，这一政策导致大量现金被用于支付股利，显著影响了公司偿债能力。本文选取流动比率、速动比率及资产负债率三个关键指标来评价高派现股利政策对财务稳健性的影响。

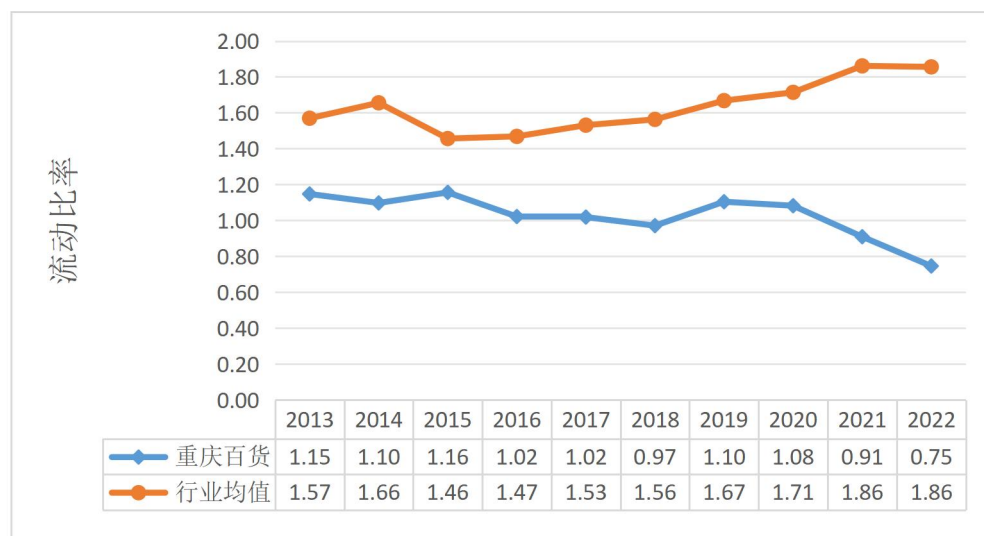


图5.1 重庆百货2013年-2022年流动比率变化图

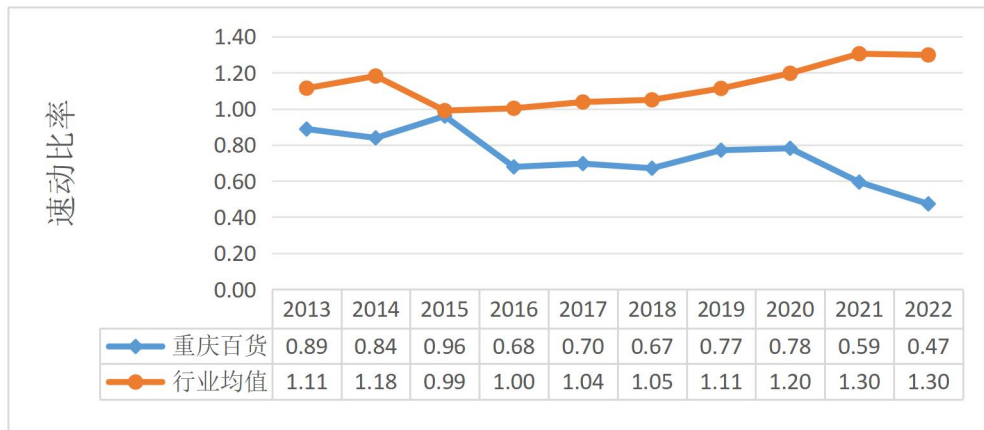


图5.2 重庆百货2013年-2022年速动比率变化图

由图 5.1 和 5.2 可知，重庆百货流动比率和速动比率多年来持续低于行业平均水平，且整体趋势表现为不断下滑，此状况清晰揭示了其短期偿债能力的逐渐弱化。2020 年自公司实施异常高派现股利政策以来，这两项指标下降幅度加大，与行业均值的差距也在拉大，说明重庆百货的异常高分红现象对公司偿债能力和财务风险的影响更加负面。另外，2020 年是新冠疫情爆发以来管控措施最严格的一年，为了剔除疫情对零售百货行业偿债能力普遍造成的影响，更准确地凸显异常高派现与企业偿债能力的相关关系，将重庆百货短期偿债能力指标与零售行业均值进行对比分析，可以发现 2020 年行业的流动比率与速动比率均出现了不同程度的上升，与重庆百货快速下降的态势对比明显。因此，可大致排除疫情对公司偿债能力的影响，即其财务风险的增加的确是由异常高派现引起的，公司连续两年来动用累计的未分配利润进行分红，造成现金大量流失，流动比率与速动比率下降近十年最低水平，致使公司财务风险增加，同时影响后续的发展能力。

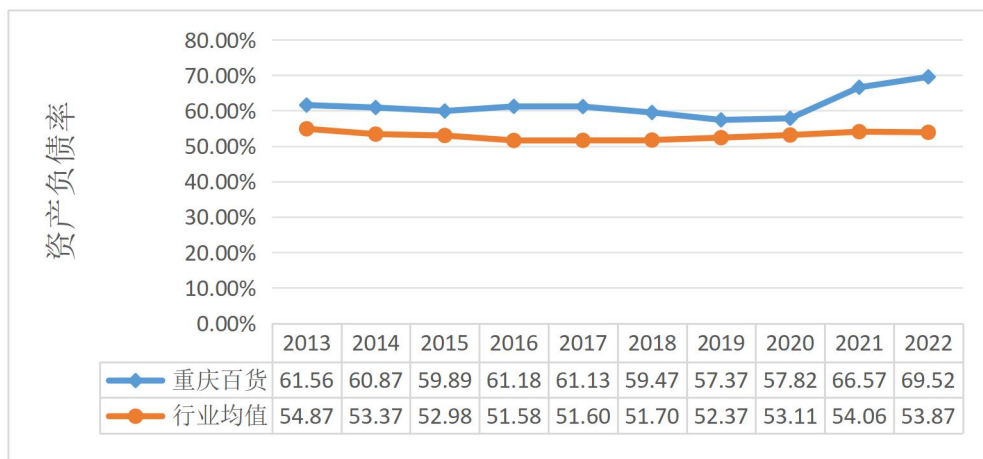


图5.3 重庆百货2013年-2022年资产负债率变化图

由图 5.3 可知，重庆百货资产负债率一直在行业均值之上，说明其具有高负债经营的特点，但在 2020 年异常高派现之前，公司整体负债水平较为稳定，与行业平均资产负债率之间的差距保持在 10%以内，且负债水平略有下降趋势，说明其财务风险虽高，但相对稳定。2020 年之后在行业均值略有增长的同时，重庆百货资产负债率骤然上升，至 2022 年增长了 11.7 个百分点，达到了 70%，是近 10 年的峰值。结合行业变动情况，可以剔除疫情影响，说明公司长期偿债能力明显恶化，财务风险加剧的主要影响因素依然是异常高派现。

5.1.2 资产利用效率低影响营运能力

营运能力即企业运用资产创造利润的能力，是衡量经营效率的重要指标。营运能力出色的企业，其资产周转速度快捷且利用率高，能够有效获取利润并增强抵御风险的能力。在营运能力下降时，若继续高派现会使经营风险增加，传递不良信号拉低投资信心，不利于公司长远发展。

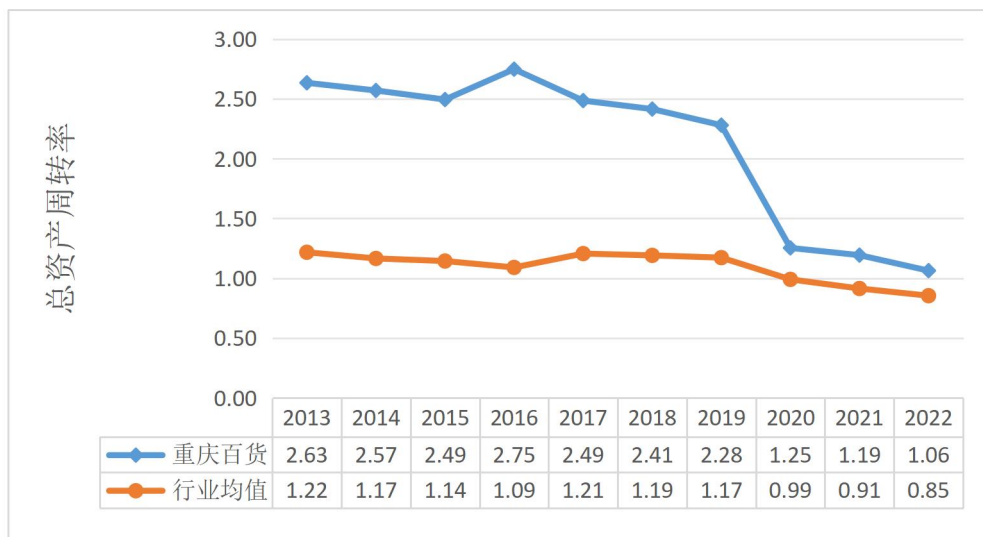


图5.4 重庆百货2013年-2022年总资产周转率变化图

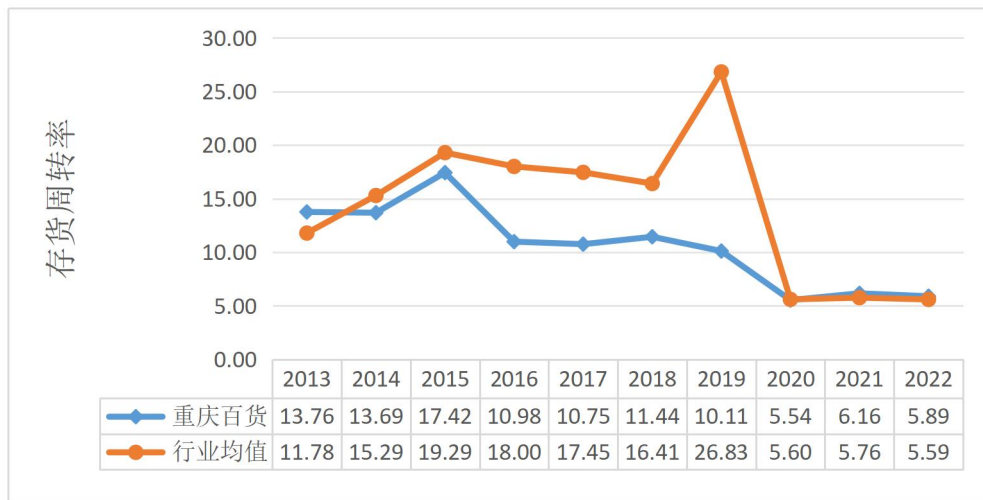


图5.5 重庆百货2013年-2022年存货周转率变化图

结合重庆百货现金股利支付情况可以看出，公司的总资产周转率和存货周转率与股利支付率呈现反向的变动关系，随着现金分红水平的不断提高，这两项周转率却呈现下降趋势，表明企业支付高额现金股利会对资产的周转产生负面影响。其次，重庆百货存货周转率长期低于行业平均水平，这反映出公司资产周转速度相对缓慢，营运能力有待提升。在此情况下，若过度派发现金股利，会导致内部现金流出，使经营所需资金受限，削弱资产流动性与利用效率，在一定程度上加大了运营风险，影响企业正常经营活动和长远发展，不符合中小股东的利益。

5.2 市场反应分析

本文运用事件研究法分析重庆百货高派现以及异常高派现带的市场反应。股利政策的市场反应作用路径如下：公司实施股利政策后，市场会对股利政策中蕴含的信号做出反应，由此带来股票超额收益率的变动。若公布股利分配方案后其超额收益率有所提高，则表明该政策的市场反应是积极的，投资者对公司的前景抱有正面看法；反之，若分红公布后超额收益率下滑，则表明股市反应消极。

5.2.1 事件研究法概述

事件研究法被广泛地运用于股利政策研究，其作用是考察一项经济事件对股价的影响。通过对事前事后超额收益和累积超额收益的精确计算，可以准确评估某事件对股价的冲击程度。本文选择市场模型为研究工具，发现步骤如下：

(1) 确定事件日

事件日是某一事件发生的日期 ($t=0$)，在评价股利政策的市场反应时可将分红预案公告日作为事件日。因为该公告日是首次向社会公布分红信息的日期，公告当日，公司能够将分红信息传递给市场，而市场对于该信息的反应最为明显。

(2) 确定窗口期和估计期

窗口期是围绕预案公告日的特定考察时段 (t_1, t_2)，要求 $t_1 < 0, t_2 > 0$ 。估计期则选定在事件发生前的第 160 个交易日到第 11 个交易日，即 $(-210, -11)$ 。估计期与窗口期时间不可重合。

(3) 构建预期收益率模型

构建预期收益率模型首先需要确立个股日收益率与市场日收益率间的线性关系。随后利用估计期 $(-160, -11)$ 数据运算求得参数 α 和 β 。公式如下：

$$R_t = \alpha + \beta R_{m,t} + \varepsilon$$

$$R_t = (\text{第}t\text{日收盘价} - \text{第}t-1\text{日收盘价}) \div \text{第}t-1\text{日收盘价}$$

$$R_{m,t} = (\text{第}t\text{日市场指数} - \text{第}t-1\text{日市场指数}) \div \text{第}t-1\text{日市场指数}$$

其中： R_t 为 t 时刻个股日收益率； α 为回归模型的截距项； β 为回归模型的斜率； $R_{m,t}$ 为 t 时刻市场收益率； ε 为回归模型的残差项。

(4) 计算超额收益率及累计超额收益率

根据预期收益模型，运用窗口期 $(-10, 10)$ 数据进行计算，得出窗口期预期收益率，然后与实际收益率做差，得出超额收益率，加总后即即为累计超额收益率，具体公式如下：

$$E(R_t) = \alpha + \beta R_{m,t}$$

$$AR_t = R_t - E(R_t)$$

$$CAR_t = \sum AR_t$$

其中： $E(R_t)$ 为 t 时刻公司的预期收益率； $R_{m,t}$ 为 t 时刻的市场收益率； R_t 为 t 时刻的公司实际收益率； AR_t 为 t 时刻公司的超额收益率； CAR_t 为窗口期内的公司累计超额收益率。

5.2.2 确定事件日和窗口期

本文将重庆百货 2013 年-2022 年实施高派现股利政策年份的分红预案公告日作为事件日,由于 2019 年 3 月 16 日和 2022 年 3 月 26 日为非交易日,无股价数据,所以需要延后至下一个工作日为事件日,即 2019 年 3 月 18 日和 2022 年 3 月 28 日。同时 2015 年、2019 年及 2022 年不属于高派现,因此未计算其市场反应,预案日期如表 5.1 所示。

表 5.1 2013 年-2022 年重庆百货股利分配预案日期

年份	预案公告日	年份	预案公告日
2013	2014 年 3 月 17 日	2018	2019 年 3 月 16 日(周六)
2014	2015 年 3 月 17 日	2020	2021 年 4 月 2 日
2016	2017 年 2 月 28 日	2021	2022 年 3 月 26 日(周六)
2017	2018 年 3 月 16 日	-	-

数据来源: 根据股利分配预案公告整理得出

本文用 $t=0$ 来标示事件日,事件日的前一天被定义为 $t=-1$,后一天则为 $t=1$ 。窗口期选定为事件日前后各 10 个交易日,即 $(-10, 10)$ 。估计期从窗口期向前延伸 150 个交易日,即 $(-160, -11)$,由此计算分析高派现各年分配预案公告日前后 10 日内的市场反应,揭示事件的影响及其动态变化。

5.2.3 市场反应情况

运用线性回归法对重庆百货高派现年份分红预案公告日估计期内的数据进行分析,构建预期收益率回归方程,结果如表 5.2 所示。

表 5.2 2013 年-2020 年重庆百货预期收益率回归方程

年份	预期收益率回归方程	R^2
2013	$y=-0.0554x+0.0023$	0.0003
2014	$y=-0.097x+0.0019$	0.0019
2016	$y=0.1303x-0.0001$	0.0021
2017	$y=-0.01706x+0.0001$	0.0058
2018	$y=-0.064x-0.0006$	0.0012
2020	$y=0.1821x-0.0008$	0.0085
2021	$y=-0.0357x-0.0002$	0.0002

数据来源: 计算整理得出

首先，将市场收益率代入回归方程可计算得出预期收益率。其次，以重庆百货的实际收益率减去预期收益率得到日超额收益率（AR），结果见表 5.3。最后，将窗口期内的日超额收益率进行加总得出累计超额收益率（CAR），见表 5.4：

表 5.3 重庆百货 2013 年-2020 年超额收益率（AR）

	2013	2014	2016	2017	2018	2020	2021
t=-10	2.69%	-1.45%	0.20%	0.20%	0.31%	-0.91%	-2.56%
t=-9	2.04%	3.64%	-1.17%	-0.39%	4.50%	1.52%	-1.90%
t=-8	-3.77%	-0.65%	1.59%	0.02%	6.70%	5.68%	2.16%
t=-7	-3.11%	1.67%	-1.84%	-2.58%	-2.08%	1.48%	1.08%
t=-6	0.70%	0.00%	2.73%	2.94%	-5.03%	-1.68%	5.26%
t=-5	-5.80%	1.63%	1.45%	1.40%	1.60%	0.05%	0.45%
t=-4	-2.43%	-0.21%	0.25%	2.25%	-0.04%	-3.22%	-0.58%
t=-3	1.40%	-1.47%	-2.05%	-0.83%	-0.79%	1.49%	-1.55%
t=-2	0.04%	-0.60%	0.19%	-0.47%	4.51%	-0.84%	-1.16%
t=-1	-0.18%	2.20%	-0.37%	1.81%	3.43%	4.62%	6.61%
t=0	0.17%	1.98%	3.32%	-0.80%	-3.61%	-1.53%	1.98%
t=1	1.64%	3.07%	0.28%	4.14%	-0.90%	-0.03%	-1.52%
t=2	-0.82%	1.48%	3.07%	0.82%	5.10%	0.84%	-2.82%
t=3	-4.83%	-0.18%	0.91%	7.08%	-0.37%	1.52%	-0.21%
t=4	1.77%	0.54%	3.30%	-0.26%	3.66%	-0.16%	1.74%
t=5	-0.63%	5.13%	3.01%	-0.49%	-1.46%	-0.18%	2.04%
t=6	0.61%	-1.42%	-1.51%	5.58%	-2.37%	-1.08%	-2.77%
t=7	-1.12%	-2.40%	0.39%	-2.06%	5.51%	-0.08%	-0.72%
t=8	-2.92%	1.61%	-1.18%	-1.19%	-0.04%	-0.39%	-1.04%
t=9	-1.31%	0.09%	0.51%	2.28%	2.65%	0.62%	2.50%
t=10	-1.40%	-0.62%	-1.32%	-2.31%	1.74%	-1.02%	-2.80%

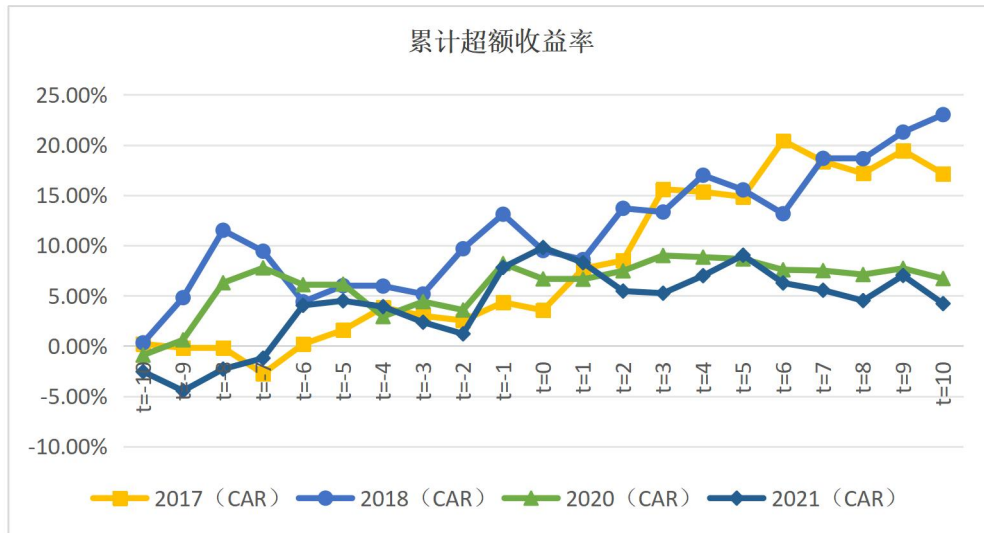
数据来源：计算整理得出

表 5.4 重庆百货 2013 年-2020 年累积超额收益率 (CAR)

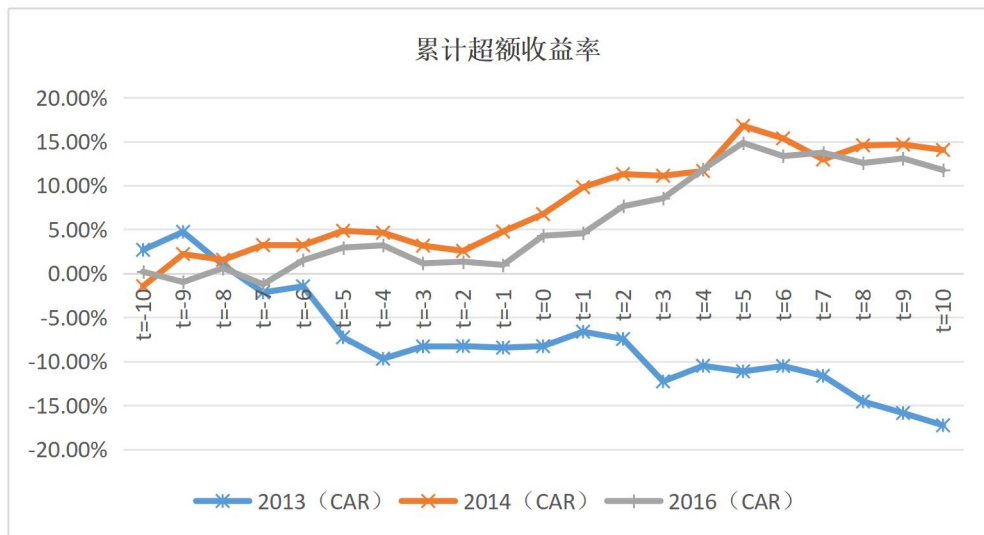
	2013	2014	2016	2017	2018	2020	2021
t=-10	2.69%	-1.45%	0.20%	0.20%	0.31%	-0.91%	-2.56%
t=-9	4.73%	2.20%	-0.98%	-0.19%	4.81%	0.61%	-4.46%
t=-8	0.96%	1.55%	0.61%	-0.18%	11.51%	6.29%	-2.30%
t=-7	-2.16%	3.22%	-1.23%	-2.76%	9.43%	7.77%	-1.21%
t=-6	-1.46%	3.22%	1.50%	0.18%	4.40%	6.09%	4.04%
t=-5	-7.26%	4.84%	2.95%	1.58%	6.00%	6.15%	4.49%
t=-4	-9.69%	4.63%	3.20%	3.84%	5.96%	2.92%	3.91%
t=-3	-8.30%	3.16%	1.15%	3.00%	5.17%	4.41%	2.36%
t=-2	-8.26%	2.57%	1.34%	2.53%	9.67%	3.58%	1.20%
t=-1	-8.44%	4.77%	0.97%	4.34%	13.11%	8.20%	7.81%
t=0	-8.27%	6.75%	4.29%	3.55%	9.49%	6.67%	9.79%
t=1	-6.62%	9.82%	4.57%	7.69%	8.60%	6.64%	8.28%
t=2	-7.45%	11.29%	7.64%	8.51%	13.69%	7.48%	5.46%
t=3	-12.27%	11.11%	8.55%	15.59%	13.33%	9.00%	5.25%
t=4	-10.51%	11.65%	11.85%	15.34%	16.99%	8.84%	6.99%
t=5	-11.13%	16.79%	14.86%	14.84%	15.53%	8.66%	9.03%
t=6	-10.52%	15.36%	13.35%	20.42%	13.16%	7.58%	6.27%
t=7	-11.64%	12.96%	13.74%	18.36%	18.67%	7.50%	5.55%
t=8	-14.56%	14.57%	12.56%	17.17%	18.63%	7.11%	4.51%
t=9	-15.87%	14.66%	13.08%	19.44%	21.28%	7.72%	7.01%
t=10	-17.27%	14.05%	11.76%	17.14%	23.02%	6.71%	4.21%

数据来源：计算整理得出

为了更直观地展示各年窗口期内累积超额收益率的动态变化,将各年股利预案公告窗口期内 CAR 数值绘制出折线图,如图 5.6 所示。



(a)



(b)

图5.6 重庆百货2013年-2020年窗口期内累积超额收益率 (CAR)

2013年预案公告后超额收益率负向倾向明显，累计超额收益率在窗口期内震荡下行，在公告日后一直呈现负值，说明市场对2013年的高派现反应较为消极，主要原因在于2013年是重庆百货首次实施高派现股利政策，每股派现金额达到了历来的最高水平0.65元，因此市场反应较为强烈。2014年和2016年公告当日的超额收益率为正数且变化幅度不显著，其后10日的窗口期内也多表现为正值，累计超额收益则在(-10, -2)窗口期内呈现出随机波动的特点，而在事件日后则呈现出震荡上行态势。2017年和2018年累计超额收益走势趋同，事件日前后均呈现出震荡上行趋势，且总体来看上行幅度较大，说明投资者接收到了这两次现金分红的正向信号。2020年和2021年是重庆百货分红风格突变，呈

现出异常高派现特点的两年，从其超额收益率来看，事件日之后基本表现为负，说明这两年的股利政策并没有带来良好的市场反应。再结合累计超额收益率走势，发现具有共同特点，在(-10, -1)的窗口期内有小幅度的增长，事件日后在(-1, 2)窗口期内累计超额收益均有不同程度的下降，拉长时间线后，与2017年和2018年的累计超额收益率走势对比来看，2020年和2021年累计超额收益在事件日后略有下降趋势，说明市场反应较为平淡，投资者对这两次的异常高派现持有一定的消极态度。

综上，重庆百货2014年、2016年、2017年和2018年的股利政策短期市场反应积极，2013年的股利政策的市场反应消极，2020年和2021年的股利政策市场反应平淡且略有消极态势。结合重庆百货历年的股利分配情况来看，公司2014年至2018年的现金分红总额和股利支付率保持稳定，略高于行业均值，属于良性高派现，所以连续稳定的良性高派现能带来积极的市场反应，提振投资者信心。反之，在股利支付率波动较大，且超出企业自身能力进行异常高派现时，股利政策并没有良好的信号传递作用，投资者可能对分红目的产生怀疑，影响企业形象。

5.3 企业价值分析

股利政策对公司价值具有深远的影响。一方面，股利政策具备信号传递的功能，可将企业运营好坏、风险大小等信息传向市场影响企业价值。另一方面，企业发放现金股利有助于减少短期内持有的自由现金流，限制管理者的非理性投资决策，缓解部分代理冲突。然而，过度的现金股利发放可能削弱企业的内部融资能力，迫使公司转向资本市场寻求外部支持，增加资本成本，削弱企业价值。

5.3.1 基于EVA的企业内在价值分析

经济增加值法在计算过程中纳入了股本资本成本，并通过对净利润的适当调整，使公司的实际经营状况得以真实展现。这一方法能精准反映股东权益的增值状况以及企业内在创造的价值，从而更全面客观地反映经营业绩。计算公式如下：
经济增加值(EVA) = 税后净营业利润(NOPAT) - 资本投入总额(TC) × 加权平均资本成本(WACC)。

(1) 税后净营业利润 (NOPAT) 计算

税后净营业利润 (NOPAT) 是在企业净利润的基础上进行相应的会计调整而得到的。目前在计算 EVA 时调整项目没有统一标准, 本文以可操作性、重要性为原则, 进行如下调整: 一是对当期费用进行调整, 在净利润的基础上应当加上扣除摊销额后的研发费用支出; 二是调整财务费用中的利息支出, 财务费用是企业债务资本成本的重要组成部分, 应当将财务费用调整为资本性支出, 在计算税前利润时加回; 三是每期计提的各种准备金应当加回, 因为计提准备金无实质性资产的流失减少, 它只是直接计入了当期损益; 四是调整营业外收支, 营业外收支在税后净营业利润的计算范围之外, 是非日常经营活动中产生的利得和损失; 五是调整递延所得税负债和资产, 递延所得税资产增加会减少税后净营业利润, 递延所得税负债增加则会增加税后净营业利润。计算公式如下, 结果见表 5.5。

税后净营业利润率 (NOPAT) = 净利润 + (财务费用 + 营业外支出 - 营业外收入 + 扣除摊销额后的费用化研发支出) × (1 - 所得税税率) + 信用减值损失 + 资产减值损失 + 公允价值变动损益 + 递延所得税资产增加额 - 递延所得税负债增加额。

表 5.5 重庆百货 2013 年-2022 年税后净营业利润

项目 (百万元)	2013	2014	2015	2016	2017
净利润	805.0	492.8	364.5	439.8	650.2
财务费用	-18.3	13.3	46.0	99.0	33.7
营业外支出	19.9	28.6	26.5	42.3	37.4
营业外收入	28.0	35.1	56.7	69.1	16.1
开发支出	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
企业所得税税率 (%)	15.00%	25.00%	15.00%	25.00%	15.00%
信用减值损失	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
资产减值损失	3.1	20.8	384.1	241.3	250.7
公允价值变动损益	0.00	0.12	0.02	-0.14	0.24
递延所得税负债增加额	0.0	0.0	1.3	-1.3	5.6
递延所得税资产增加额	-6.5	1.4	53.7	30.7	26.1
税后净营业利润 (NOPAT)	765.7	476.5	355.5	462.3	665.2

续表 5.5 重庆百货 2013 年-2022 年税后净营业利润

项目（百万元）	2018	2019	2020	2021	2022
净利润	874.2	1024.2	1051.0	1015.5	904.6
财务费用	60.9	36.4	-18.8	143.3	135.0
营业外支出	28.3	32.3	10.5	34.2	24.9
营业外收入	17.0	17.1	37.9	48.3	26.6
开发支出	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
企业所得税税率(%)	15.00%	15.00%	15.00%	15.00%	15.00%
信用减值损失	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
资产减值损失	409.9	-399.1	-366.9	-299.1	-288.9
公允价值变动损益	0.04	0.23	0.38	0.07	0.02
递延所得税负债增加额	-1.3	-0.2	9.7	-2.7	-1.7
递延所得税资产增加额	38.2	31.4	16.0	33.1	-0.9
税后净营业利润 (NOPAT)	911.5	1040.5	1002.8	1096.2	996.7

数据来源：根据国泰安数据库计算整理得出

(2) 资本投入总额 (TC) 计算

公司进行生产经营活动时，付出的全部资本构成资本投入总额，涵盖债务资本与权益资本两大类。在计算经济增加值的过程中需要对投入的资本进行若干调整。其中，债务资本主要是非经营性带息负债，而诸如应交税费、应付账款及预付账款等经营性负债不在其列。至于权益资本则主要由留存收益、资本公积以及实收资本构成。在资本投入总额的调整中，研发支出、各项减值准备、递延所得税以及在建工程是主要的调整项目。计算公式如下，计算结果如表 5.6 所示。

资本投入总额 (TC) = 平均所有者权益 + 平均负债合计 - 平均无息流动负债 - 平均在建工程。

表 5.6 重庆百货 2013 年-2022 年资本投入总额

项目（百万元）	2013	2014	2015	2016	2017
负债合计	7055.2	7138.5	7222.4	7535.5	8095.1
无息流动负债	7055.2	6879.7	6786.7	7110.6	7559.0
归属于母公司股东权益	4381.7	4561.2	5049.6	4650.5	4993.6
少数股东权益	23.9	28.0	153.8	130.6	154.7
所有者权益合计	4405.6	4589.2	4837.8	4781.1	5148.4
开发支出	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
资产减值准备	27.4	0.0	0.0	0.0	0.0
递延所得税负债	0.0	0.0	1.3	0.0	5.6
递延所得税资产	37.9	39.2	92.9	123.6	149.7
在建工程净额	396.5	671.8	763.5	540.3	33.2
资本投入总额（TC）	4009.1	4092.7	4343.2	4587.8	5158.5
项目（百万元）	2018	2019	2020	2021	2022
负债合计	8394.6	8689.7	9718.9	11781.8	11959.8
无息流动负债	7753.8	8186.0	6385.2	5901.2	5666.2
归属于母公司股东权益	5563.2	6291.8	7182.6	6312.8	5156.6
少数股东权益	157.8	166.3	157.8	119.4	87.8
所有者权益合计	5721.1	6458.1	7089.5	5915.9	5244.4
开发支出	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
资产减值准备	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
递延所得税负债	4.3	4.1	13.8	11.1	9.4
递延所得税资产	187.9	219.3	235.4	268.4	267.5
在建工程净额	52.3	46.6	15.7	21.6	6.3
资本投入总额（TC）	5980.4	6612.3	8661.3	11091.2	11653.3

数据来源：计算整理得出

（3）加权平均资本成本（WACC）计算

加权平均资本成本公式： $WACC = Rd \times D / (D + S) \times (1 - T) + Rs \times S / (D + S)$ ；

其中： Rd 为债务成本； D 为债务市值； Rs 为股本成本； S 为股本市值； T 为税率。

首先，债务资本成本率是短期与长期债务资本成本的加权平均值。计算公式：

债务资本成本率 = 短期债务资本占比 × 短期债务资本成本 + 长期债务资本占比 × 长期债务资本成本。

在此，短期债务资本成本参照中国人民银行一年期的贷款利率作，长期债务资本成本则以三至五年期贷款利率为准，计算结果如表 5.7。

表 5.7 重庆百货 2013 年-2022 年债务资本成本

项目（百万元）	2013	2014	2015	2016	2017
负债合计	7055.2	7138.5	9246.9	7535.5	8095.1
短期负债	7055.2	7069.7	8978.8	7459.5	7816.4
长期负债	0.0	68.9	268.1	76.0	278.8
短期负债占比	100.00%	99.03%	97.10%	98.99%	96.56%
长期负债占比	0.00%	0.97%	2.90%	1.01%	3.44%
短期负债资本成本率	6.00%	5.60%	4.35%	4.35%	4.35%
长期负债资本成本率	6.40%	6.00%	4.75%	4.75%	4.75%
债务资本成本	6.00%	5.60%	4.36%	4.35%	4.36%
项目（百万元）	2018	2019	2020	2021	2022
负债合计	8394.6	8689.7	9765.0	11791.4	11959.8
短期负债	8091.9	8386.6	9399.9	8068.0	8418.0
长期负债	302.7	303.0	365.1	3723.3	3541.8
短期负债占比	96.39%	96.51%	96.26%	68.42%	70.39%
长期负债占比	3.61%	3.49%	3.74%	31.58%	29.61%
短期负债资本成本率	4.35%	4.35%	4.35%	4.35%	4.35%
长期负债资本成本率	4.75%	4.75%	4.75%	4.75%	4.75%
债务资本成本	4.36%	4.36%	4.36%	4.48%	4.47%

数据来源：计算整理得出

其次，权益资本成本率的计算采用资本资产定价模型（CAPM 模型），计算公式为： $K_s = R_f + \beta \times (R_m - R_f)$ 。

其中： R_f 标示为无风险报酬率，其数值主要参照中国人民银行公布的五年期国债利率进行确定； β 代表风险系数，取值主要基于国泰安数据库中的相关数据； R_m 是市场收益率，以国家统计局公告的 GDP 增速为主要参考依据，最终计算结果详见于表 5.8。

表 5.8 重庆百货 2013 年-2022 年权益资本成本

年份	2013	2014	2015	2016	2017
无风险利率 (Rf)	5.32%	4.42%	5.32%	4.17%	4.17%
市场收益率 (Rm)	7.70%	7.40%	6.90%	6.70%	6.90%
β 系数	1.3790	0.7653	1.0758	1.4034	1.2956
市场风险溢价 (Rm-Rf)	2.38%	2.98%	1.58%	2.53%	2.73%
权益资本成本率	8.60%	6.70%	7.02%	7.72%	7.71%
年份	2018	2019	2020	2021	2022
无风险利率 (Rf)	4.27%	4.27%	3.97%	3.97%	3.52%
市场收益率 (Rm)	6.60%	6.10%	2.20%	8.10%	3%
β 系数	1.0900	0.8067	0.7243	0.1412	0.6681
市场风险溢价 (Rm-Rf)	2.33%	1.83%	-1.77%	4.13%	-0.52%
权益资本成本率	6.81%	5.75%	2.69%	4.55%	3.17%

数据来源：计算整理得出

将债务资本成本率与权益资本成本率代入计算公式,可得到加权平均资本成本,具体结果如表 5.9 所示:

表 5.9 重庆百货 2013 年-2022 年加权平均资本成本

年份	2013	2014	2015	2016	2017
债务比重	61.56%	60.87%	63.99%	61.18%	61.13%
权益比重	38.44%	39.13%	36.01%	38.82%	38.87%
债务资本成本率	6.00%	5.60%	4.36%	4.35%	4.36%
权益资本成本率	8.60%	6.70%	7.02%	7.72%	7.71%
加权平均资本成本 (WACC)	7.00%	6.03%	5.32%	5.66%	5.66%
年份	2018	2019	2020	2021	2022
债务比重	59.47%	57.37%	57.09%	64.70%	69.52%
权益比重	40.53%	42.63%	42.91%	35.30%	30.48%
债务资本成本率	4.36%	4.36%	4.36%	4.48%	4.47%
权益资本成本率	6.81%	5.75%	2.69%	4.55%	3.17%
加权平均资本成本 (WACC)	5.36%	4.95%	3.65%	4.50%	4.07%

数据来源：计算整理得出

(4) 经济增加值 (EVA) 计算与分析

将上文计算出的税后净营业利润、资本总额以及加权平均资本成本代入 EVA 计算公式得出重庆百货的 EVA，如表 5.10 所示：

表 5.10 重庆百货 2013 年-2022 年经济增加值

项目 (百万元)	2013	2014	2015	2016	2017
NOPAT	765.7	476.5	355.5	462.3	665.2
TC	4009.1	4092.7	4343.2	4587.8	5158.5
WACC	7.00%	6.03%	5.32%	5.66%	5.66%
EVA	485.01	229.62	124.47	202.55	373.01
项目 (百万元)	2018	2019	2020	2021	2022
NOPAT	911.5	1040.5	1002.8	1096.2	996.7
TC	5980.4	6612.3	8661.3	11091.2	11653.3
WACC	5.36%	4.95%	3.65%	4.50%	4.07%
EVA	591.22	713.02	687.03	596.68	522.02

数据来源：计算整理得出

资本投入总额和资本成本是影响 EVA 的两个重要影响因素。从表 5.6 可以看出，重庆百货在实施高派现股利政策的十年时间里，其负债合计逐年递增，与无息流动负债的差距在拉大，公司从事生产经营活动的资本投入总额呈上升趋势。从表 5.9 可以看出，重庆百货在多年的高派现股利政策下有大量现金外流，缓解了一部分代理冲突，弱化了投资者面临的风险，降低了其预期回报率，使公司的权益资本成本从 2013 年的 8.6% 下降到了 2022 年的 3.17%。但同时因为 2020 年和 2021 年的异常高派现行为，公司的留存资金巨额集中分配，骤然加剧了偿债压力，导致多年来趋于稳定的债务资本成本有所上升。所以从加权平均资本成本来看，重庆百货在良性高派现期间资本成本在降低，实现了更好的财务管理和发展；而在异常高派现期间，资本成本的上升却对经济增加值有着负面影响。

经济增加值的计算结果可在一定程度上反映企业价值的变动情况。由表 5.10 可知，重庆百货自上市以来经营状况稳定，与时俱进推进改革，多年来在零售行业中占据优势地位，因此经济增加值一直表现为正值，企业经营活动投入的资本

为股东创造了价值。但从纵向对比来看，2015年之前，重庆百货经济增加值处于下降状态，2015年-2019年经济增加值逐年增长，增长比率达到375%，同时此阶段重庆百货的股利政策是连续稳定的良性高派现。2019年之后，经济增加值连续三年下滑，公司为股东创造价值的相应降低，而与此同时重庆百货自2020年开始连续两年实施了异常高派现股利政策，派现金额超出公司利润多倍，使得公司内在价值增速放缓。综上所述，高派现有良性高派现和异常高派现之分，良性高派现有利于企业内在价值的增长，而异常高派现则对企业价值有损。

5.3.2 基于托宾 Q 值的企业市场价值分析

托宾 Q 值是市场价值与资产重置价值的比值。其中，市场价值是动态概念，是公司拥有所有权的全部财产的市值，包括公司股票和债务的市值，它将股票价格波动的市场因素考虑其中，用于反映企业价值更为合理。而股利政策是公司向投资者传递信号的重要工具，对于股票价格的影响是复杂的，能够带动企业市场价值的变动。本文采用修正后的托宾 Q 值衡量重庆百货的企业价值，并将股利支付率与托宾 Q 值结合分析，以期发现两者之间的变化关系。

表 5.11 重庆百货 2013 年-2022 年股利支付率及托宾 Q 值

年份	2013	2014	2015	2016	2017
股利支付率	30.09%	30.17%	31.11%	54.37%	40.27%
托宾 Q 值	1.3553	1.4350	1.5511	1.3851	1.3804
年份	2018	2019	2020	2021	2022
股利支付率	31.86%	30.17%	145.28%	154.69%	30.49%
托宾 Q 值	1.4096	1.3747	1.2771	1.2634	1.2511

数据来源：计算整理得出

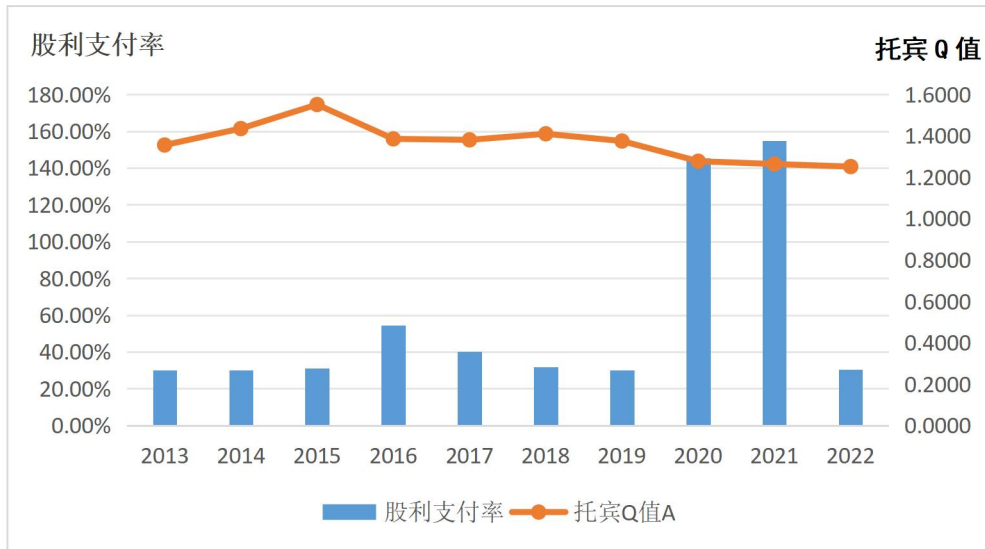


图5.7 重庆百货2013年-2022年股利支付率及托宾Q值

重庆百货在 2013 至 2019 年间股利支付率基本稳定在 35%左右,走势相对平稳。而自 2019 年起股利支付率出现显著波动,呈现出急剧上升趋势。另一方面,托宾 Q 值除在 2015 年出现显著上升外,其余年份均保持在 1.413 左右的稳定水平,重庆百货实施良性的高派现股利政策能够在一定程度上稳定企业价值。但值得注意的是,托宾 Q 值在 2016 年和 2020 年出现了明显的下降拐点。这两年的共同点在于公司的股利支付率均有所增长。具体而言,2016 年的股利支付率达到了 54.37%,较上一年增长了 23.26%,而 2020 年的增长幅度更是高达 115.11%。可见,随着股利支付率的急剧上升,托宾 Q 值却呈现出相反的变化趋势,即显著下跌,这意味着过高的派现水平可能对企业价值产生了负面效应。综上所述,重庆百货实施的异常高派现股利政策并未有效提升企业价值,甚至在某些情况下产生了相反的效果。因此,企业在制定股利分配政策时,应充分考虑自身的经营状况和未来发展需求,而非片面追求高水平的现金分红。通过调整和完善股利分配政策,企业可以更好地平衡股东利益和企业价值,实现可持续发展。

6 重庆百货高派现股利政策存在的问题与建议

本章基于前文对影响因素和实施效果的分析,对重庆百货在实施高派现股利政策过程中出现的问题进行了系统性总结,并进一步针对不同利益主体提出了有针对性的优化建议,旨在提升公司股利政策的科学性和有效性。

6.1 存在的问题

6.1.1 股利政策稳定性差且未立足企业实际

重庆百货股利政策波动性较大,2013年-2019年股利政策较为稳定,自2020年开始股利支付率骤增,此后的异常高派现股利政策没有立足公司的实际发展状况。2020年公司经营活动现金流量净额11.81亿元,派现14.75亿元;2021年经营活动现金流量净额11.14亿元,派现15.01亿元,连续两年都是动用未分配利润进行分红的,这种股利政策可持续性和稳定性明显缺失。此外,重庆百货在混改完成之后加快了数字化转型的步伐,再加上多重超预期外部因素的冲击,自身发展面临严峻挑战,需要寻求新的投资机会加大对公司自身的投资,而此时进行高额分红可能导致公司因资金不足等原因错失宝贵的投资机会,甚至造成投资失败。最后,在多年高派现股利政策的影响之下,重庆百货偿债能力和资产变现能力都在下降,持续高派现会加剧企业的财务风险,影响后续发展。所以,不立足实际制定高派现股利政策并不能很好的回馈投资者,效果只会适得其反。

6.1.2 股东存在通过高派现进行利益输送的可能

现金分红本质上是对投资者的回馈,能够提升投资者收益,但从“隧道挖掘”的视角来看,有些企业却将其变作了股东利益输送的渠道。重庆百货在2020年-2022年分红29.76亿元,其中物美集团和步步高集团共计分走了10.38亿元现金,如此大手笔的分红中小股东却并未获利太多,35%的利润都分给了新加入的两个机构投资者,因此可能存在股东持股自利嫌疑。此外,物美集团在持股第二年就通过重庆商社减持重庆百货1219.56万股套现1.35亿元极大的缓解了自身的偿债压力;步步高集团也以同样方式从重庆百货获取资金弥补自身在西南地区扩张失

败造成的损失。由此可见，重庆百货的异常高派现行为是一种股东财富的转移。大股东通过分红渠道，既能保证对公司的控制权，又能获得大量的现金满足自身需求。这种不成熟的股利政策会造成大股东与中小股东在风险承担和收益获取上的不对等，损害中小股东的合法权益，影响市场良性运转。

6.1.3 异常高派现形成了负面经济效应

实施异常高派现的举措在多个层面均显露出消极的影响。首先，在财务维度上，重庆百货的偿债与营运能力逐年下降，趋势显著。特别是最近两年，其股利支付率急剧攀升至惊人的 145.28% 和 154.69%，派发的现金数额远超过其净利润。尽管公司并未借助外部融资来支付分红，但其部分募集的资金仍被用于补充流动资产，这本质上仍是利用了商业信用，从而凸显出其负债结构的问题。其次，从市场反馈的角度观察，在良性高派现的年份里，市场对这种政策通常持积极态度。然而，在异常高派现的两年中，市场反应仅在公告发布前较为强烈，而在公告日之后，累计超额收益率并未呈现出上升趋势，甚至有所下降，表明投资者对异常高派现持怀疑态度，市场反应相对平淡甚至消极。最后，从价值效应来看，重庆百货的异常高派现政策明显降低了企业的市场价值和内在价值。特别是在 2019 年之后，重庆百货的 EVA 持续下滑，这反映出公司为股东创造价值的价值正在逐渐减弱。与此同时，托宾 Q 值的下降趋势与股利支付率的增长形成了鲜明的对比，进一步证明了不断提高了派现水平并未对企业价值产生正向影响。

6.2 相关建议

6.2.1 对上市公司的建议

(1) 立足企业实际制定股利政策

行业发展各具特色，企业自身情况也各不相同，股利政策的制定应当实现行业共性和企业个性的完美结合，不能肆意。在制定股利政策时要充分考虑公司经营状况、未来投资需求及行业竞争态势，如在盈利良好、经营稳定的情况下可以适当提高股利支付率；而若外部投资机会优质则应当保留部分利润用于公司自身发展。就重庆百货来看，在混改完成后公司积极推动了数字化转型进程，自身发

展面临的内外部环境错综复杂，尽管资金充足，但流动负债的增加也不容忽视，当前过渡分红主要惠及大股东，未能有效回馈中小股东及稳定股价。此外，近年来重庆百货的资产变现能力有所下滑，偿债压力沉重，尽管当前现金流状况尚可，但若未来经营状况持续不佳且维持高额分红，可能面临严峻的财务危机。因此，在制定分红策略时，公司需放眼长远，充分考虑未来资金需求，并善用留存收益这一低成本筹资方式，以实现稳健的自我发展。

（2）采取多样化的分红方式

重庆百货长期以现金股利为主导的股利政策，虽然稳定，但占用了较多流动资金。近年来，公司举债规模扩大，偿债压力渐增，高额现金分红亦削弱了资产使用效率。鉴于此，公司可以考虑增加股票分红方式，实现现金股利与股票股利的有机结合，在确保企业正常运营的前提下，结合低正常加额外股利支付率政策，丰富股利发放形式。这种形式具有多重优势：首先，它有助于保持股利政策的连贯性与稳定性，降低融资成本，提升资产周转率，增强偿债能力，防范财务风险，并向市场传递积极信号；其次，股票股利能提升股票流动性，促进筹资活动，且能在通胀时期发挥保值作用；最后，增加股票股利能强化公司与股东间的联系，赢得中小投资者的支持，投资者通过持股享有更多话语权，提升其参与公司治理的意愿，有助于公司监督管理和科学决策。

6.2.2 对监管机构的建议

（1）细化分红政策监管机制

从案例分析来看，上市公司的良性高派现对公司发展起到了助推作用，但异常高派现则不利于公司长期稳定发展。监管部门应该完善制度建设，加强引导规范，目前我国证监会发布的分红政策多聚焦于治理少分红、不分红情况，对于异常高派现尚缺少针对性措施。所以在分红政策上，除了设定分红下限，还应明确分红上限，同时结合企业的生命周期和行业特点制定分层次的分红上限。此外，当前对于股东利用分红进行利益输送的行为，仍缺乏有效的识别与监管机制，证监会可下设专职部门，负责上市公司的分红政策监管工作，确保市场的公平与透明。对于股权集中度高的企业，应重点关注其高额现金分红政策是否涉及利益输送，并持续考察此类企业分红政策是否具有连贯性和可持续性，以便及时发现异

常情况。最后，为了防范大股东可能的掏空行为可以设立专门的信息反馈渠道。这不仅方便了中小股东积极参与对异常高派现的识别和监管，还能对大股东的利益输送行为形成有效的威慑。

（2）搭建线上监管平台

随着上市公司数量的持续增长，各地监管部门在市场监管上愈发难以做到事无巨细，因此寻求多方力量的协助成为提升监管效能的关键，而构建线上监管平台便是一个行之有效的解决方案。首先，线上监管平台因其低成本特性而备受青睐，借此可以动员各界人士，包括经济领域的专家、经验丰富的投资者等，在平台上发表自己的观点和见解。这不仅有助于投资者客观看待实施高派现股利政策的上市公司，还能揭示那些诚信缺失的问题公司，为投资者风险规避提供参考。其次，为确保信息的准确性和权威性，监管部门应组织专业团队对平台上的建议和看法进行分析和鉴别，并将分析结果汇总整理。最后，监管部门应基于分析结果对涉嫌违法违规的上市公司进行严格审查。一旦查实，必须依照相关法规进行严肃处理，从而切实保护中小投资者的利益，推动资本市场的健康稳定发展。

6.2.3 对投资者的建议

根据重庆百货的市场反馈，投资者对异常高派现持消极态度，说明投资者能够理性看待这种现象，然而，由于投资者主要通过公开渠道获取信息，信息不对称现象严重，可能导致决策失误，对此本文提出以下几点建议。首先，投资者应深刻认识风险与收益的关系，树立稳健的投资观念。高收益往往伴随高风险，在进行投资决策时尽量避免多头短线投资，学会放长线钓大鱼，多关注长期性价值投资，尽量学会识别并规避风险。其次，避免盲目跟风是投资成功的关键。投资者在掌握专业投资知识的基础上，要保持良好的投资心态，学会“稳”，事前对目标进行详尽调查，尽量做到“心中有数”，对投资市场上庞杂的信息要有自我判断，避免受错误信息误导。最后，投资者应增强法治意识，学会运用法律武器维护自身权益。在监管机构加强法律监督的同时，投资者也应主动学习相关法律知识，了解与自身权益相关的法规，以便在必要时采取合法手段维权。

7 研究结论与展望

7.1 研究结论

本文采用案例研究法，以重庆百货为研究对象，对其高派现股利政策的影响因素及经济后果进行了深入研究，得出了如下结论：

重庆百货高派现股利政策的实施存在多方面影响因素。

(1) 在财务层面，一是盈利能力较好，在行业中销售强势，为其高派现奠定基础。二是经营活动产生的现金流量丰厚，有充足的现金能够保障高派现的实施。三是资产流动性强，财务状况稳定，对高派现起到导向作用。

(2) 非财务层面，一是重庆百货在混改之前是国有持股企业，为迎合国有企业意愿推动了高派现的实施；混改引入机构投资者后存在利益输送动机。二是重庆百货步入成熟期后，经营状况稳定，累积的利润丰厚，而投资机会稀缺，为高派现注入活力。三是相关监管政策为重庆百货高派现提供了外部环境。

重庆百货高派现股利政策存在良性与异常之分，其影响是不同的。

(1) 稳定的良性高派现影响较为积极。2013年-2018年合理的高派现能够向市场传递良好信号，短期内市场反应积极，虽然对偿债能力和营运能力产生了负面影响，但整体来看公司价值还是有所提升。

(2) 异常高派现影响较为平淡甚至消极。2020年和2021年超出企业能力的异常高派现并没有引起积极的短期市场反应，累计超额收益率略有下降，投资者反响平淡，且财务状况及企业价值均有较为明显的下滑。

基于此，公司应制定适合自身发展现状的股利政策，监管机构应当加强外部监督，投资者应当理性投资，共同促进资本市场的良性发展。

7.2 研究展望

本文在进行案例分析时，由于公司未公开部分内部信息，可能导致资料收集不够完整，在影响因素分析上不够全面深入。此外，在剖析重庆百货高派现行为对企业价值的具体影响时，不可避免地面临其他潜在因素的干扰。为了更精确地揭示重庆百货高派现股利政策对企业价值的真实作用，后续研究将致力于探索更为有效的研究方法来排除干扰因素，确保研究结果的可靠性和有效性。

参考文献

- [1] Ahmed Arif , Fatima Akbar. Determinants of Dividend Policy: A Sectoral Analysis Pakistan[J]. Social Science Electronic Publishing, 2013, 3(9):16-33.
- [2] Amedeo De Cesari. Expropriation of minority shareholders and payout policy[J]. The British Accounting Review,2012,44(4):207-220.
- [3] Anis Ben Amar,Olfa Ben Salah,Anis Jarboui. Do discretionary accruals affect firms' corporate dividend policy? Evidence from France[J]. Journal of Financial Reporting and Accounting,2018,16(2):333-347.
- [4] Baker H. Kent,Jabbouri Imad. How Moroccan institutional investors view dividend policy[J]. Managerial Finance,2017,43(12):1332-1347.
- [5] Bao Yang,Hsin-I. Chou,Jing Zhao. Innovation or dividend payout: Evidence from China[J]. International Review of Economics and Finance,2020,68 (prepublish):180-203.
- [6] Bhaskar Biswas. Evaluation of dividend policy of some selected public and private sector banks in India[J]. Accounting,2018,4(1):21-28.
- [7] Eugene F Fama,Kenneth R French. Disappearing dividends:changing firm characteristics or lower propensity to pay?[J]. Journal of Financial Economics,2001,60(1):3-43.
- [8] Hui-Ju Tsai,Yangru Wu. Bond and stock market response to unexpected dividend changes[J]. Journal of Empirical Finance,2015,30:1-15.
- [9] Jarrad Harford,Sattar A. Mansi,William F. Maxwell. Corporate governance and firm cash holdings in the US[J]. Journal of Financial Economics,2007, 87(3):535-555.
- [10] KALAY A,KARAKAŞ O,PANT S. The Market Value of Corporate Votes: Theory and Evidence from Option Prices[J]. The Journal of Finance,2014, 69(3):1235-1271.
- [11] Kim JooMan,Yang Insun,Yang Taeyong,Koveos Peter. The impact of R&D intensity, financial constraints, and dividend payout policy on firm value[J]. Finance Research Letters,2020,40(prepublish).

- [12]Konstantin M,Tristan N. On the Impact of Dividend Payments on Stock Prices - an Empirical Analysis of the German Stock Market[J]. Studies in Business and Economics,2021,16(1):255-269.
- [13]Matthias N,Nyema W,Bariyima K. Determinants of dividend policy: Evidence from listed firms in the African stock exchanges[J]. Panoeconomicus, 2013,60(6):725-741.
- [14]Ngoc H D,Thuy T V V,Thanh X N, et al. Impact of dividend policy on corporate value: Experiment in Vietnam[J]. International Journal of Finance & Economics, 2020,26(4):5815-5825.
- [15]Nicos Koussis,Spiros H. Martzoukos,Lenos Trigeorgis. Corporate liquidity and dividend policy under uncertainty[J]. Journal of Banking and Finance, 2017,81:221-235.
- [16]Ojeme S,Mamidu I A,Ojo A J. Dividend Policy and Shareholders' Wealth in Nigerian Quoted Banks[J]. Canadian Social Science,2014,11(1):24-29.
- [17]Skinner J D,Soltes E. What do dividends tell us about earnings quality?[J]. Review of Accounting Studies,2011,16(1):1-28.
- [18]Thanatawee Y. Ownership structure and dividend policy: Evidence from Thailand[J]. International Journal of Economics and Finance.2013,5(1):121~132.
- [19]Theo Cotrim Martins,Walter Novaes. Mandatory dividend rules: Do they make it harder for firms to invest?[J]. Journal of Corporate Finance,2012,18(4):953-967.
- [20]蔡庆丰,陈熠辉,李超.产业政策、半强制分红与企业现金股利——基于中国资本市场的实证发现[J].厦门大学学报(哲学社会科学版),2021,No.264(02):137-149.
- [21]陈共荣,刘颖.股利分配迎合分红政策对股权再融资的约束吗[J].会计之友,2015,No.510(06):102-105.
- [22]陈艳利,姜艳峰,信志鹏.股权集中度与股利平稳性——基于大股东掏空假说的分析和检验[J].山西财经大学学报,2020,42(09):85-98.
- [23]陈云玲.半强制分红政策的实施效果研究[J].金融研究,2014,No.410(08):162-177.

- [24]单蒙蒙,赵扬帆,李蕾等.利益输送视角下高额现金股利政策的动因与经济后果研究——以中公教育为例[J].管理案例研究与评论,2023,16(02):206-221.
- [25]邓鸣茂.股权结构、税收差异与股利支付选择[J].证券市场导报,2015,No.278(09):41-48.
- [26]董竹,张欣.现金股利政策差异化、股利分红意愿与分红水平[J].改革,2019,No.309(11):102-116.
- [27]段培阳.2002年上市公司高派现现象研究[J].金融与经济,2002(07):5-7.
- [28]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,No.842(06):93-96.
- [29]顾小龙,李天钰,辛宇.现金股利、控制权结构与股价崩溃风险[J].金融研究,2015,No.421(07):152-169.
- [30]郭慧婷,张晓,刘莹.现金股利政策、过度投资与股价崩盘风险[J].会计之友,2020,No.632(08):110-116.
- [31]胡耀亭,马宏.代理成本、半强制分红与公司价值——来自中国A股上市公司的经验证据[J].贵州财经大学学报,2017,No.189(04):76-83.
- [32]胡泽民,刘杰,李刚.控股股东代理问题、现金股利与企业绩效[J].财会通讯,2018,No.791(27):60-66.
- [33]黄桂杰.上市公司控股股东与现金股利政策分析[J].商业研究,2012(08):147-152.
- [34]江暮红.上市企业超额派现行为经济影响分析[J].财会通讯,2017,No.763(35):61-64.
- [35]姜涛,霍雨佳.分红动因识别、机构持股与信号传递[J].南开管理评论,2022,25(04):142-156.
- [36]李常青,魏志华,吴世农.半强制分红政策的市场反应研究[J].经济研究,2010,45(03):144-155.
- [37]李大颖,伦墨华.基于信号传递效应理论的上市公司股利政策行为研究[J].财会通讯,2016,No.698(06):85-87.
- [38]李学峰,蔡新怡.机构投资者抱团如何影响上市公司现金股利政策[J].上海金融,2023,No.510(01):25-37.

- [39]李滢,李金嶽,刘向强.企业数字化转型与股利分配[J].西南大学学报(社会科学版),2023,49(02):114-126.
- [40]刘峰,贺建刚.股权结构与大股东利益实现方式的选择——中国资本市场利益输送的初步研究[J].中国会计评论,2004(01):141-158.
- [41]刘孟暉,陈碧野.伟星股份的异常高股利:成长不足抑或财富转移[J].财会月刊,2016,No.776(28):70-73.
- [42]刘孟暉,高友才.现金股利的异常派现、代理成本与公司价值——来自中国上市公司的经验证据[J].南开管理评论,2015,18(01):152-160.
- [43]陆正华,伍雪婷.“高派现+转股”模式能实现市值维护吗?——以用友网络为例[J].财会通讯,2020,No.860(24):161-165.
- [44]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,No.192(02):115-125.
- [45]罗琦,彭梓倩,吴哲栋.控股股东代理问题、现金股利与权益资本成本[J].经济与管理研究,2017,38(05):125-133.
- [46]吕纤,向东进.现金股利迎合与股价信息效率[J].中国地质大学学报(社会科学版),2017,17(06):170-178.
- [47]马鹏飞,董竹.股利多样化策略下的信号效应研究[J].经济经纬,2020,37(01):123-131.
- [48]牟晓云,宋文庆.上市公司现金股利政策影响因素研究[J].财会通讯,2016,No.697(05):40-42.
- [49]彭胜志,马小红.财务弹性、管理者过度自信与现金股利——基于沪深A股上市公司的实证分析[J].经济问题,2020,No.490(06):103-109.
- [50]秦海林,段曙彩.国企混改、公司治理结构与现金股利——基于公司治理的视角[J].投资研究,2021,40(11):37-58.
- [51]屈依娜,陈汉文.现金股利政策、内部控制与市场反应[J].金融研究,2018,No.455(05):191-206.
- [52]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,No.263(02):140-149.
- [53]宋蔚蔚,王瑞琪.财务柔性、内部控制与现金股利政策[J].财会通讯,2021,No.866(06):71-74.

- [54]谭雪.实际控制人移民海外、异常高派现及其治理——基于代理理论的分析[J].中南财经政法大学学报,2019,No.232(01):57-65+159.
- [55]唐跃军,谢仍明.大股东制衡机制与现金股利的隧道效应——来自1999-2003年中国上市公司的证据[J].南开经济研究,2006(01):60-78.
- [56]童盼,赵一茗,魏琮.强制性分红政策:压力传导与子公司股利行为[J].中国软科学,2020,No.359(11):110-123.
- [57]万丛颖,黄萌萌,黄速建.强制分红政策、代理冲突与地方国有企业绩效[J].财贸经济,2022,43(04):85-97.
- [58]魏志华,李常青,吴育辉等.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,No.357(07):55-61+97.
- [59]温薇,张启文.现金股利、大股东持股与股价崩盘风险[J].会计之友,2020,No.627(03):69-76.
- [60]吴平.上市公司高派现与不分配现象研究[J].经济纵横,2010(12):99-101.
- [61]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.
- [62]肖珉.现金股利、内部现金流与投资效率[J].金融研究,2010,No.364(10):117-134.
- [63]谢德仁.企业分红能力之理论研究[J].会计研究,2013,No.304(02):22-32+94.
- [64]谢知非.双重迎合与现金股利平稳性——基于中国A股上市公司的实证研究[J].会计研究,2019,No.385(11):78-84.
- [65]邢天才,黄阳洋.生命周期、财务杠杆与现金股利政策[J].财经问题研究,2018,No.417(08):51-57.
- [66]徐寿福,徐龙炳.现金股利政策、代理成本与公司绩效[J].管理科学,2015,28(01):96-110.
- [67]姚彦雄,王晨,顾新莲.我国上市公司股利分配政策的市场反应研究——以格力电器为例[J].价格理论与实践,2020,No.427(01):115-118.
- [68]尹力博,聂婧.“现金牛”比“铁公鸡”更有价值吗?[J].管理科学学报,2021,24(10):58-81.

- [69] 俞毛毛,马妍妍.股票回购、现金股利替代性与研发投资——基于迎合渠道的比较分析[J].财经理论与实践,2020,41(02):62-68.
- [70] 张景奇.现金股利、自由现金流量与盈余可持续性——基于长期债权治理视角的实证考察[J].管理评论,2019,31(03):227-240.
- [71] 张丽平,付玉梅.市场化进程、公司治理与现金股利政策[J].投资研究,2017,36(09):140-160.
- [72] 张路,罗婷,岳衡.超募资金投向、股权结构与现金股利政策[J].金融研究,2015, No.425(11):142-158.
- [73] 张普,唐国胜,高传三.上市公司现金股利与股价波动关系研究——基于深市主板、创业板、中小板数据的分析[J].价格理论与实践,2020,No.436(10):92-95.
- [74] 赵爱玲,赵康旭.上市公司高派现、高送转股政策影响因素研究——以大富科技为例[J].财会月刊,2019,No.861(17):36-44.
- [75] 赵瑞杰,吴朝阳.财务柔性、股权集中度与现金股利政策——基于A股上市公司数据的实证研究[J].经济问题,2017,No.459(11):114-117.
- [76] 支晓强,胡聪慧,吴偃立等.现金分红迎合了投资者吗——来自交易行为的证据[J].金融研究,2014,No.407(05):143-161.
- [77] 朱保,马忠,张金贵.货币政策、战略定位与现金股利政策[J].财经论丛,2020,No. 265(11):63-72.

致谢

岁月不居，时节如流。行文至此，落笔而终。论文写到致谢部分，我才深刻意识到，我要和我的校园时光说再见了。从 19 岁到 25 岁，整整 7 年时光，兰财见证了我成长道路上的每一步，我在这里看到了更为广阔的世界，接触到了更多优秀的人，学习到了受益匪浅的宝贵知识和人生经验。借此对所有在我成长的路上陪伴、帮助过我，给我带来温暖的人致以最诚挚的感谢！

一朝沐杏雨，一生念师恩。首先我要衷心感谢我的导师：雒老师，感谢雒老师在研究生生涯里对我的指导和帮助。在大二的中级财务会计课上初次认识优雅且温柔的雒老师，到后来顺利成为老师的学生，在老师的指导下完成研究生期间的学习任务，是一件极其幸运的事。雒老师秉持着严谨谦虚的治学态度，从论文开题到定稿答辩，老师给予了无数次的悉心指导，让我的论文得以顺利完成。得遇良师，何其有幸，祝愿老师身体健康、万事胜意！

树高千尺不忘根深沃土。感谢我的父母在我求学道路上给予的支持和不求回报的付出。我们都是站在父母的肩上看世界的人，父母总说自己很平凡，给不了我很好的人生建议，让我自己做选择，但他们永远会在背后支持我。父母用朴素又真挚的爱陪伴我走过人生的每一阶段，是我成长的路上最坚实的依靠。养育之恩，无以为报，希望父母平安健康，未来我将努力成为他们的依靠。

恰同学少年，风华正茂。很幸运在读研期间遇到我师门的全体同学和我的室友们。感谢师哥师姐对我学习和生活上的悉心指导和无私帮助；感谢同门和师弟师妹们的陪伴和支持，我们互帮互助，共同进步，在求学之路上留下了很多美好而珍贵的回忆；同时还要感谢我的室友们，一直以来给予了我很多的关心和帮助。愿在今后的岁月里，我们依然能够守望相助，愿我们每个人都有美好的未来。

最后，感谢所有百忙之中抽出时间参加我的论文评阅和答辩的老师们，感谢你们的宝贵意见与建议。