

PDF-TN2018006

不给糖，就捣蛋——从格力分红风波看股利政策对股价的影响¹

案例使用说明：

一、教学目的与用途

1. 适用课程：本案例适用于《公司金融学》、《行为金融学》等课程。

2. 适用对象：本案例主要适用于金融硕士、金融学硕士、研究生和本科生的上述课程教学，也可以用于企业内部培训课程、各种课程班、研习班或讨论班的非在校学员。

3. 教学目的：本案例以格力公司不分红事件的始末为引子，描述了格力公司近几年以来分红情况以及股票价格变化情况，并重点介绍了格力三次不分红所带来的股价波动。本案例的教学目的通过分析格力股利分配与股价变化之间的关系，探讨现实世界中哪些因素影响到企业股利政策的制定以及股票价格波动。要求学生依据公司金融学中的相关股利理论、以及行为金融学中的相关理论对股利政策与股票价格之间的关系进行分析，以期为其他公司在进行股利政策决策时提供有益的启示和借鉴。

1. 本案例由合肥工业大学经济学院的高玲玲、束浩正、晋盛武、余杰撰写，作者拥有著作权中的署名权、修改权、改编权。

2. 本案例授权中国金融专业学位案例中心使用，中国金融专业学位案例中心享有复制权、发表权、发行权、信息网络传播权、汇编权和翻译权。

3. 由于企业保密的要求，在本案例中对有关名称、数据等做了必要的掩饰性处理。

4. 本案例只供课堂讨论之用，并无意暗示或说明某种行为是否有效。

二、启发思考题

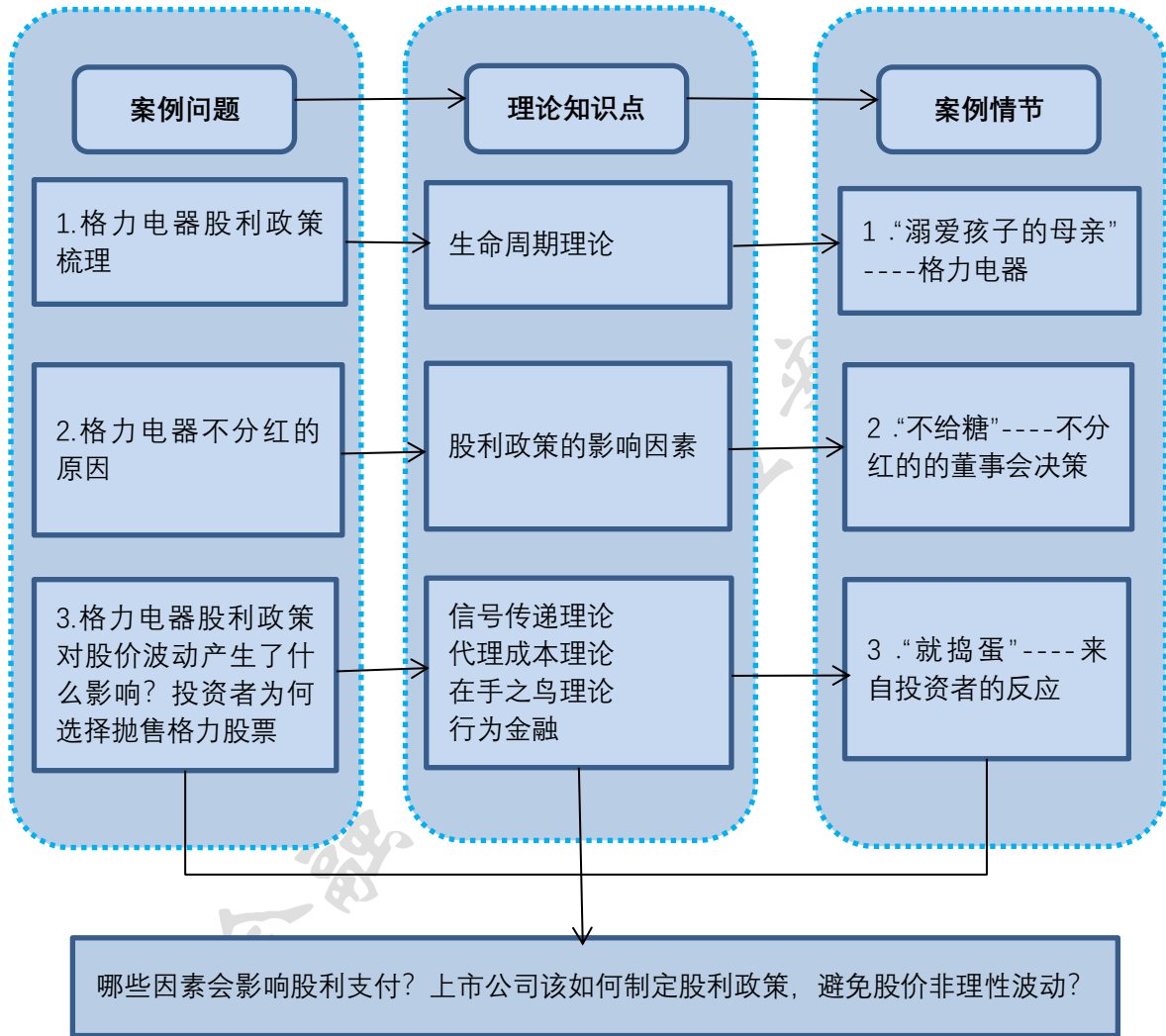
1. 结合企业生命周期理论，梳理、分析格力电器自 1996 年以来实行的股利政策。
2. 试分析在多年高股利政策的背景下，2018 年格力电器为何突然宣布不分红？
3. 运用信号传递理论，格力电器的股利政策对股价波动产生了什么的影响？结合行为金融学相关理论和公司金融股利政策相关理论，说明投资者为何选择抛售格力电器的股票？
4. 结合实际情况，试分析现实世界中哪些因素会影响股利支付率？并结合此次格力分红风波讨论公司应如何制定股利政策，避免股价非理性波动？

三、分析思路

教师可以根据自己的教学目标来灵活使用本案例。这里提出供参考的案例分析思路，主要是依照思考题的顺序进行。

1. 结合生命周期理论中处于不同阶段的企业所具备的特征，根据相关财务指标分析格力电器所处的时期，探究这个阶段格力电器应该选择什么样的股利政策。
2. 通过对其报表和相关公告进行分析，探究其不分红的动因。
3. 观察其股利公告后其股票走势情况，直观判断公司的股利政策对于股价波动会产生什么影响？再结合公司金融的相关股利政策理论，从深层次分析这种影响的理论基础。同时，在不分红的股利政策下，投资的行为呈现出非理性的特征。在解释这种非理性的行为时，运用行为金融中的过度反应理论和羊群效应来解释。
4. 此思考题为开放性问题，以小组讨论的形式充分调动学生的积极性，进行探

索性研究。



四、理论依据与分析

（一）理论依据

本案例涉及到的理论主要包括：代理成本理论、信号传递理论、生命周期理论、在手之鸟理论以及行为金融。

1 代理成本理论

代理成本理论认为，经理人相对于外部投资者拥有较多的信息，因此在信息不对称的情况下，经理人可能会做出不利于投资人的决策。股利的支付可降低信息不对称所带来的代理问题，这是因为股利的支付能够增加外部融资的需求，通过公司财务状况的揭露降低信息不对称程度。代理问题的根源为所有权和经营权分离造成的双方信息不对称，当经理人利用信息不对称牺牲外部股东的利益时，代理问题便随之产生。因此，信息不对称程度越大，代理问题也就越严重。然而，透过股利的支付可以增加外部融资需求，由于公司的财务状况会被揭露，所以可降低信息不对称程度，进而减少股权代理问题。

2 信号传递理论

信号传递理论认为，在信息不对称下，公司向外界传递公司内部信息的常见信号有三种：(1) 利润宣告；(2) 股利宣告；(3) 融资宣告。与利润的会计处理可操纵性相比，股利宣告是一种比较可信的信号模式。信号传递理论在财务领域的应用始于罗斯的研究，他发现拥有大量高质量投资机会信息的经理，可以通过资本结构或股利政策的选择向潜在的投资者传递信息。市场和投资者会通过股利增加来推断公

公司的利润和现金流量将增长，从而导致股价上涨。相反，市场和投资者通过股利减少来推断公司的利润和现金流将下降，从而导致股价下跌。

3 生命周期理论

依据生命周期理论，企业发展过程中一般可以划分为初创期、成长期、成熟期以及衰退期四个阶段，每个阶段的企业特征如下：

(1) 初创期是企业诞生的阶段，该阶段的企业生产规模小、盈利水平低、资本实力弱、经营风险高、企业形象尚未树立。在融资渠道方面。由于投资前景不甚明朗，投资者不愿追加投资，并且企业很难从银行获取贷款，融资方式主要有内源融资、天使投资、政策性资金及风险投资，融资渠道不畅通。基于稳健性考虑，企业不适宜发放股利。即使发放也多采取股票股利甚至是虚拟股票等低成本的方式。

(2) 成长期是企业成长最为迅速的时期。虽然盈利不多，但企业规模迅速扩大、销量、市场占有率持续提高、业务面不断拓宽、企业开始有知名度，与此伴随的是大量追加固定资产和流动资产，在该阶段的企业会有其他较多的投资机会，积极探索规模经济的实现，这样，企业必然具有保持较高现金持有水平的动机和需求，此时，企业不应该大量支付现金股利，而应该采取高比例留存、低股利支付的政策。支付方式上也大多以股票股利为主。

(3) 成熟期是企业发展的鼎盛时期。企业形象得以树立，经营业绩稳定。资产收益率高、资产规模较大、盈利水平达到高峰但增长速度开始放缓。银行等金融机构愿意为该阶段的企业贷款，但由于缺乏新的利润增长点，企业不愿意过多地负债，导致资金利用效率和资产负债率都较低。此时企业已经积累了大量的现金，具备支付股利的能力，而且投资者收益期望强烈，因此公司应该采取现金股利支付方式，并适度扩大比率和规模，给股东以高回报。如果这一时期不能满足股东收益回

报的期望，将会影响股东的再投资积极性，不利于企业再融资。

(4) 衰退期，是企业走向衰退和消亡的时期。当处于衰退期的时候，企业经营业务开始退缩，销售额下降，利润水平也迅速萎缩，现金流不足。债权人可能会因为担心企业破产导致债务损失而要求企业提前还债。企业前期积累的资金大部分用来偿还债务及实现平稳过渡的相关支出。在衰退期企业经营现金净流量为负，经营活动出现萎缩、甚至出现处置资产筹集资金的现象，再加上债权人监督力度加大，企业无法持有较多现金，甚至经常会出现资金链断裂的情况。此时企业应采取较为稳定的现金股利政策，现金股利既可以作为对现有股东投资机会的补偿。也可以作为对其初创期与发展期高风险、低报酬的一种补偿，以防股东撤资，维护公司的稳定。

4 行为金融

(1) 反应过度

过度反应是由投资决策者在不确定条件下系统性心理认知偏差造成的，投资者面对突然的或未预期到的事件时，倾向于过度重视眼前的信息并轻视以往的信息，从而引起股价的超涨或者超跌，等到投资者理解了事件的实际意义，股价的超涨超跌就会反转，最终恢复到理性的内在价值区间。

(2) 羊群效应

金融市场中的羊群行为是一种特殊的非理性行为，它是指投资者在信息环境不确定的情况下，行为受到其他投资者的影响，模仿他人决策，或者过度依赖于舆论（即市场中的压倒多数的观念），而不考虑自己的信息的行为。

5 在手之鸟理论

在手之鸟理论是根据对投资者心理状态的分析而提出的。他们认为，由于投资者对风险有天生的反感，并且认为风险将随时间延长而增大，因而在他们心目中，认为通过保留盈余再投资而获得的资本利得的不确定性要高于股利支付的不确定性，从而股利的增加是现实的，至关重要的。实际能拿到手的股利，同增加留存收益后再投资得到的未来收益相比，后者的风险性大得多。所以，投资者宁愿目前收到较少的股利，也不愿等到将来再收回不确定的较大的股利或获得较高的股票出售价格。而投资者的上述思想又会产生下述结果：公司如果保留利润用于再投资，那么未来的收益必须按正常的市场回报率和风险溢价之和进行贴现，也就是说，投资者不仅要求获得市场水平的投资回报，而且还要求公司为他们承担的风险支付报酬。否则，在同样价值的现金股利与资本增值之间，投资者将选择前者。

（二）具体分析

1 结合企业生命周期理论，梳理、分析格力电器自 1996 年以来实行的股利政策。

根据生命周期理论，公司在特定时间表现出来的行业地位和财务特征，决定了公司所处的生命周期阶段，同时由于处于不同的阶段，公司也应该适当调整其股利政策。

1996 年，格力电器上市，此后的十年是格力电器快速发展的“黄金十年”。这个时期，格力电器的发展就被按下了快进键，公司坚持以质量为中心，狠抓质量工作，使格力产品在质量上实现了质的飞跃，树立起了“格力”这一著名品牌；不断进行营销模式的创新，不断进行市场开拓，从国内市场到国外市场，全面发力；注

重研发，不断进行自主创新，打造出了专属格力的“核心技术”。这一系列的成果就是造就了这样的一个神话，使得一家只有一条简陋的、年产量不过 2 万台空调生产线的小厂一跃成为年销量突破 1 千万台、销售世界第一的世界型生产企业。在这十年的快速发展阶段，除了在上市初期实施了高股利支付以外，余下的 9 年里，为了满足格力电器快速发展的需要，公司一直在不断降低股利支付率，调整其股利政策以适应发展阶段的需求。

自 2007 年以来，公司的发展趋于成熟。在这十年，格力家用空调产销量连续领跑全球，营业收入和净利润不断攀升，净利润从 12.87 亿元上升至 225.08 亿元。而行业地位上，格力始终居于行业龙头的地位，占据着第一的市场份额。与此同时，公司的股利支付率也在不断提升，实现了从 25%到 70%的跃升。

而到了 2017 年，格力电器所处的行业地位和自身的财务状况并没有发生显著改变，且其行业龙头地位得到巩固，我们结合近五年的财务数据做出以下分析：

（1）格力电器的行业地位

A. 公司市值

从图 1 的数据显示，目前格力电器的市值已突破 2500 亿元的大关，接近于 3000 亿元，仅次于美的集团排名行业第二。

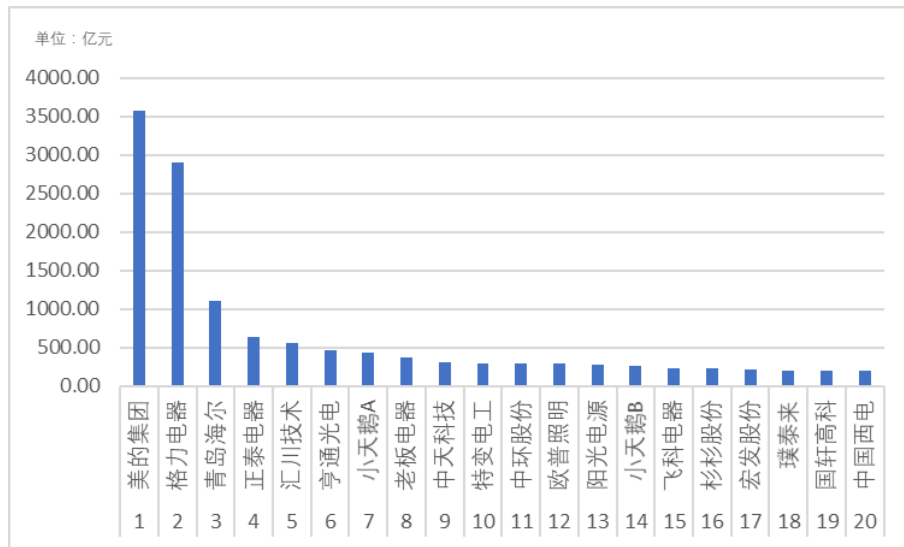


图1 家电行业上市公司市值排名

B. 品牌价值

近日，BrandZ 机构发布《2018 年最具价值中国品牌 100 强》榜单，榜单显示：继一年前增长 9% 之后，家电类别整体品牌价值激增 50%。品牌越洋也为该类别整体品牌价值上升做出了贡献。

品牌	2018年品牌价值/百万美元	2018年排名	品牌价值同比增长	公司	总部	成立年份	所有制性质
 美的	3,896	26	40%	美的集团股份有限公司	顺德	1968	市场导向
 格力	3,139	32	78%	珠海格力电器股份有限公司	珠海	1991	市场导向
 海尔	3,068	33	32%	青岛海尔股份有限公司	青岛	1984	市场导向
 老板	1,482	59	49%	杭州老板电器股份有限公司	杭州	1979	市场导向
 苏泊尔	732	79	39%	浙江苏泊尔炊具股份有限公司	杭州	1994	市场导向
 飞科	537	88	新上榜	上海飞科电器股份有限公司	上海	1999	市场导向
 海信	383	92	2%	青岛海信电器股份有限公司	青岛	1969	国有企业
 华帝	352	97	54%	华帝股份有限公司	中山	1992	市场导向
 TCL	311	100	14%	TCL集团股份有限公司	惠州	1981	市场导向

图 2 2018 年最具价值中国品牌 100 强（家电篇）

三大家电品牌——TCL、美的和海信——均名列海外收入 10 强。根据 CHEAA 的官方统计，家电出口表现依然强劲，上半年出口额增长了 7.7%。在 2018 年中国品牌价值增长 20 强（品牌价值同比增长最快的品牌）中就有 5 个来自家电行业。其中，格力品牌价值增长了 78%，增幅在中国品牌 100 强所有品牌中位居第四。2018 年最具价值中国品牌 100 强，家电行业共有九家企业上榜，分别是美的、格力、海尔、老板、苏泊尔、飞科、海信、华帝和 TCL。

C. 市场占有率

根据数据显示，近三年，前十名厂商的产业集中度在 90% 以上，而美的与格力共占据 54.02% 的市场份额，其中格力的空调市场占有率一直稳居榜首占据了市场老大的地位，如图 3 所示。

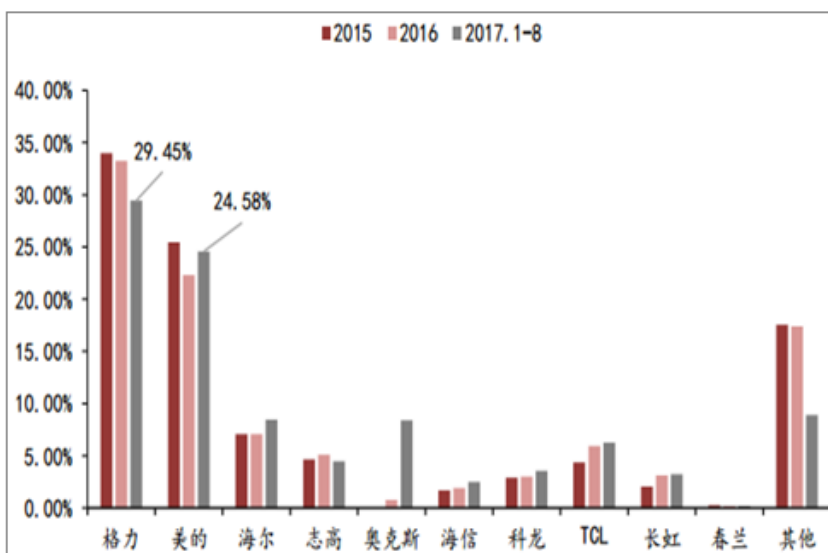


图3 近三年空调市场占有率

(2) 格力电器的财务分析

A. 盈利能力

盈利能力是指企业获取利润的能力，也称为企业的资金或资本增值能力，通常表现为一定时期内企业收益数额的多少及其水平的高低。具体指标主要包括营业利润率、成本费用利润率、总资产报酬率、净资产收益率和资本收益率五项。

从图4可以看出，格力电器从2013-2017年这五年中盈利能力在不断的增强，走势良好。从成本费用利润率来看，全行业处于4-6%之间的平均水平，而格力电器保持在11%以上，尤其是近两年，格力电器的成本费用利润率保持在20%以上，说明格力电器的盈利能力处于全行业的领先水平，居于龙头地位。

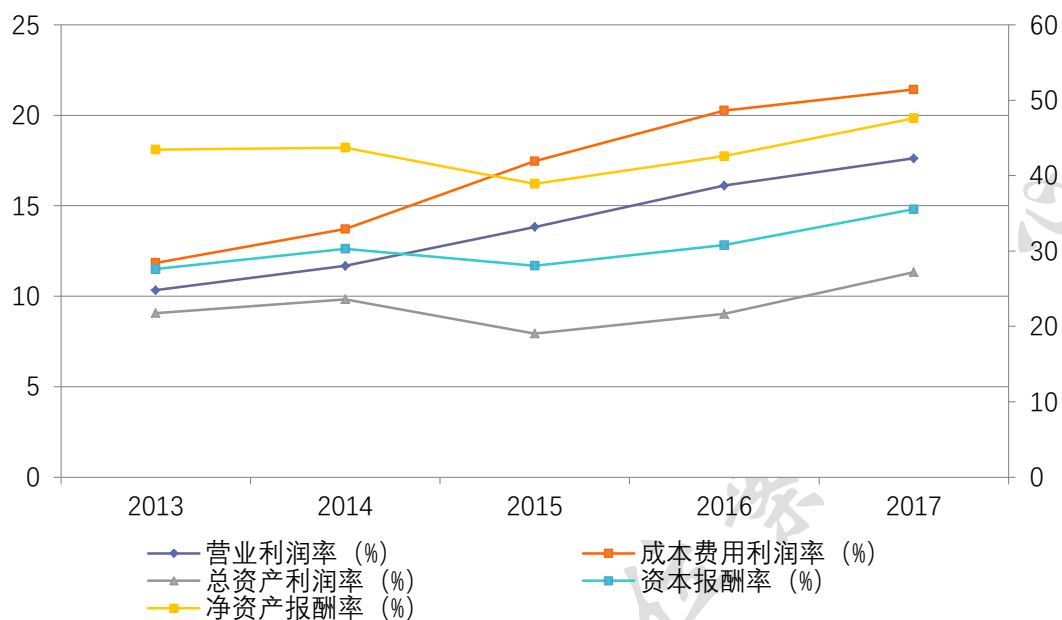


图 4 格力电器盈利能力

B. 营运能力

营运能力是指企业的经营运行能力，即企业运用各项资产以赚取利润的能力。企业营运能力的财务分析比率有：存货周转率、应收账款周转率、营业周期、流动资产周转率和总资产周转率等。

表 1 格力电器营运能力情况

	2013	2014	2015	2016	2017
应收账款周转率(次)	71.3734	61.0782	35.2835	37.0915	33.7974
存货周转率(次)	5.2959	8.1045	7.3065	7.88	7.7804
固定资产周转率(次)	8.8695	9.4999	6.4285	6.5329	8.4262
总资产周转率(次)	0.9834	0.9502	0.6149	0.6295	0.7464
流动资产周转率(次)	1.2565	1.2306	0.8109	0.8209	0.9432

从表 1 的数据中可以看出，格力电器的营运能力经历了以下变化：首先 2013 年，2014 年两年，格力电器的各项指标处于较高水平，但是到 2015 年后各项指标有下降趋势却趋于平稳。其次，全行业的总资产周转率在 1.4-1.5 之间，而格力电器的总资产周转率稳定在 0.6-0.8，说明格力电器在资产管理方面有待于加强。而全行业的流动资产周转率保持为 1.2-1.6，格力电器保持在 0.8-0.9 之间，低于行业的平均水平，格力电器在营运能力方面有待于提高。

C. 短期偿债能力

短期偿债能力反应了企业在对于流动负债的偿还能力，主要通过流动比率、速动比率以及现金比率三个指标来反映。

表 2 格力电器偿债能力指标

	2013	2014	2015	2016	2017
流动比率	1.075	1.1085	1.0739	1.1264	1.163
速动比率	0.939	1.0291	0.9898	1.0552	1.0507
现金比率(%)	39.9432	50.3242	78.632	75.3593	67.5367

从表 2 的数据来看，格力电器近 5 年的短期偿债能力表现良好，无论是在流动比率还是速冻比率方面均高于全行业的平均水平，而且五年里在稳中提高，发展趋势良好。

D. 发展能力

从图 5 的发展能力来看，格力电器五年之间，资产规模在逐步扩大，虽然在 2015 年净利润率出现了负增长，但是 2016 年和 2017 年表现良好，整体处于上升的趋势，拥有比较好的发展能力，从全行业来看，格力电器的发展能力也是处于业内领先地位的。

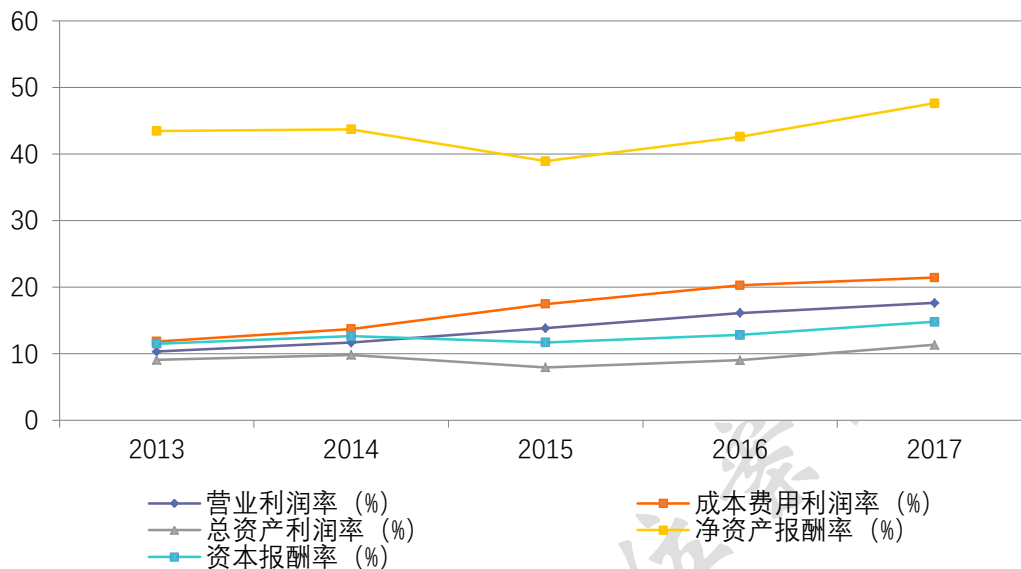


图5 格力电器发展能力

综上所述，格力电器具有高市值、高品牌价值和 high 市场份额的特征，且从近几年的市场数据变化情况来看，格力电器是当之无愧的行业龙头，这一地位是不断被巩固的。从格力自身的财务数据来看，除了营运能力，公司的盈利能力、短期偿债能力以及发展能力近年来都具有不错的表现，且都明显高于行业平均水平。最后，结合生命周期理论，我们可以做出以下判断——格力电器目前是处于成熟期的企业，而对于成熟期的企业应该采取较高的股利政策来满足投资者的需要。

2 试分析在多年高股利政策的背景下，2018 年格力电器为何突然宣布不分红？

从格力电器历史分红数据上来看，自从 1996 年上市以来总共实施现金分红 19 次，只有 3 次未分红，分别是 1996 年、2006 年和 2017 年，自上市以来累计现金分红 417 亿元，其分红率达 40.96%。其上市以来分红统计如图 6 所示。

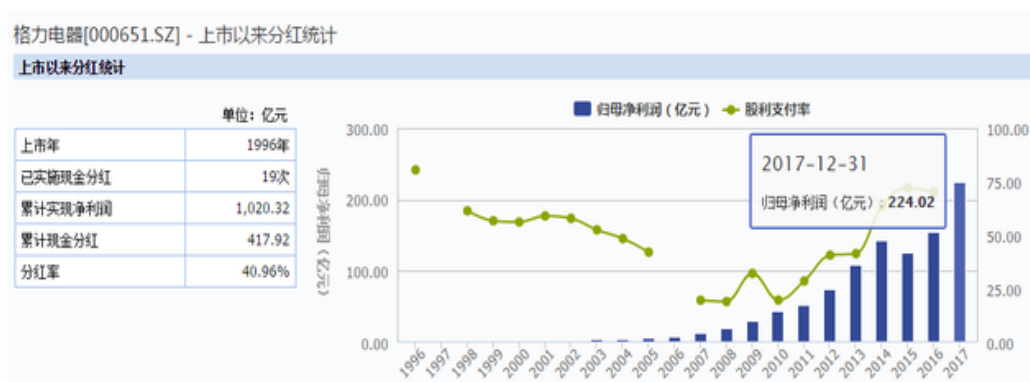


图 6 格力电器上市以来分红统计 (图片来源:wind)

虽然对于格力电器来说以往有过不分红的经验事实存在,但此次产生的影响更加深远,尤其就在今年不分红的前两年,格力分红金额分别为 90.24 亿、108.28 亿,占当年归母净利润的 72%、70.22%。而此次的不分红的原因可以归为以下两个方面:

(1) 长远投资需要

这个原因是官方公告中给出的解释,其 2017 年年报中称是将利润留存在公司用于发展生产基地、智慧工厂及进行智能产业、集成电路等新产业的研发与推广。从而实现公司持续、稳定、健康发展,更好地维护全体股东的长远利益。

A. “多元化”战略考虑

从格力电器的营业收入构成来说,如表 3 所示,其主营业务结构单一,来自空调的收入独占鳌头,占据了其总营业收入的 81.33%。专注于单一产品对于一家上市公司来说有利也有弊,利是收入结构单一的公司可以充分利用自身经多年发展而积累起来的品牌、市场、客户、技术、设备、生产经验等优势资源,占据市场主导地位,或许超额收益;弊是“鸡蛋放在一个篮子中”承担着过大的风险,单一产品的收入构成极易受到宏观环境、产业周期、政策法规以及技术创新等不确定因素的影响。对于空调这种季节性产品,其销售情况受到影响的情况就更多。单一产品的

收入结构对于格力电器来说弊大于利,所以对于格力电器来说“多元化”迫在眉睫。追求“多元化”的目的就是寻找新的利润增长点,追求风险与收益的均衡,实现其公司价值的长远稳定增长。

表3 2016年和2017年营业收入及其构成

	2017年		2016年		同比增减
	金额	占营业收入 比重	金额	占营业收入 比重	
营业收入合计	148,286,450,009.18	100%	108,302,565,293.70	100%	36.92%
分行业					
制造业	132,189,595,255.70	89.14%	93,187,780,602.40	86.04%	41.85%
其他业务	16,096,854,753.48	10.86%	15,114,784,691.30	13.96%	6.50%
分产品					
空调	123,409,767,128.48	81.33%	88,085,431,144.00	81.33%	40.10%
生活电器	2,300,898,577.78	1.55%	1,717,749,799.40	1.59%	33.95%
智能装备	2,126,418,528.67	1.43%	161,059,363.01	0.15%	1220.27%
其他主营	4,352,511,020.77	2.94%	3,223,540,295.99	2.97%	35.02%
其他业务	16,096,854,753.48	10.86%	15,114,784,691.30	13.96%	6.50%

B. 情怀和布局

事实上,早在2016年,就有格力要自己做空调芯片的说法;而在2017年,董明珠还表示格力手机亦将搭载自研芯片。从表3和年报公告所显示出的信息,不难发现,其智能装备的收入所占比重17年相比于16年呈现爆发式提升,且其公告中对于未来的资金投入计划中又特别的提到职能装备和集成电路。这不仅是出于“多元化”战略的考虑,结合最近事实热点,我们不难判断,在中美贸易战的背景下,格力电器是有一腔热血报国之志的,展现出格力掌门人的家国情怀,毕竟最近在“芯片”上投资的“大佬”不在少数。同时,对于智能装备的投资,符合格力电器未来长远的产业布局。随着人工智能、语音识别、大数据、体感交互技术的不断发展,以及人们生活水平的不断提高,人们对于家居生活的智能化需求日益高涨,这就要求家电也得由传统家电逐渐向大家电、大容量、智能化、更加安全的方向的发展。

要达到目的就必须加大投资力度解决核心技术——集成电路。

（2）迫于对手的竞争压力

在空调行业，格力电器有一个老对手——美的集团，二者的竞争由来已久且日益激烈。格力电器与美的集团的竞争之所以如此激烈，最重要的原因是，当前的空调市场已经触及天花板。

数据资料显示，在 2014 年中国空调市场的零售规模为 1575 亿元，仅比 2013 年增长 0.6%。2015 年中国空调市场零售规模不仅未上升，反而下降了 4.8% 为 1374 亿元。尽管 2016 年天气酷热，空调零售额上升到了 1606 亿元，但大多数业内人士都认为，空调商业的增速已经到了天花板，而格力与美的作为国内空调领域的两大巨头，相互厮杀必不可免。而目前在市场上，格力与美的的差距初步缩小，根据《暖通空调资讯》数据，2017 年，格力家用空调市场占有率达 42.73%。据奥维云网数据，美的空调的市场份额为 24.6%。

让格力电器不安的是，空调并非美的的全部。从 2017 年的收入构成来看，格力电器主要收入来自于空调业务，占据了营业收入的 82.26%。而美的集团旗下的第一大业务为小家电，占比为 40.82%，其次为空调业务，占比 39.41%。二者收入构成对比如图 7 所示。

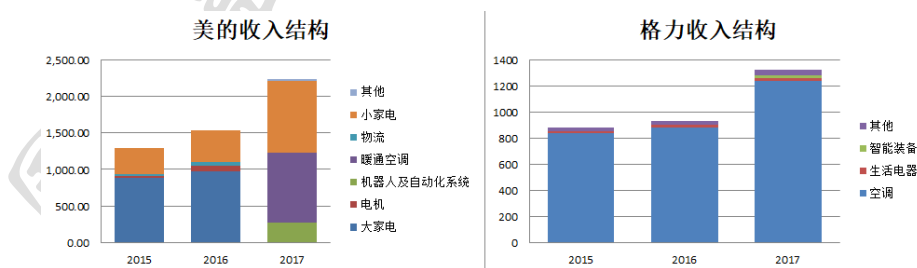


图 7 格力、美的收入结构对比

3 运用信号传递理论, 格力电器的股利政策对股价波动产生了什么的影响? 结合行为金融学相关理论和公司金融股利政策相关理论, 说明投资者为何选择抛售格力电器的股票?

(1) 为了描述格力电器的股利政策对于股价波动有什么影响, 做以下说明:

我们对于此次不分红的公告后的股价走势进行描述, 股价走势图如图 8 所示。4 月 25 日晚, 2017 年度年报公布后宣布不分红的决议后, 股价反映极为强烈, 第二天 26 日一早深证开盘格力电器大幅低开, 股价从前一天收盘价 50.94 元降至 44.08 元, 当天跌幅达 8.97%。27 日股价持续表现低迷。而后, 虽然股价受到董事会宣布的可能中期分红计划影响, 得到调整, 但是根据区间统计, 从 25 日到 5 月 10 日股价依然未回归到 25 日前的价格, 涨跌幅为-3.95%。符合信号传递理论。



图 8 2018 年 4 月 25 至 5 月 10 日股价走势

至于股利政策对股价的影响, 我们选取两个历史时段来进行描述, 分别是 17 年分红公告后股价波动区间段和 15 年股价分红公告后股价波动区间段, 如图 9 和图 10 所示。



图9 2017年4月26日至5月10日股价走势



图10 2015年4月27日至5月11日股价走势

2016年度虽然每股派息金额相比15年度有较小地提高，但是其股利支付率较上年下降了1.78个百分点，从72%降至70.22%，股利政策较上年较保守，所以其2017年4月26日至5月10日股价走势向下的势头明显。这也就是说投资者认为保守的股利政策向外传递的是不利消息，从而股价下跌；2014年度每股派息较上年有很大的提高，股利政策较上年更激进，所以2015年年报公告公布其分红方案后，其股价上升较明显，从20.54元一度涨至25.67元。

综上所述，结合格力电器的实际案例分析，不同的股利政策，确实对于股价波动有影响，且股利政策的保守与激进与否分别使得股价朝着不同方向变动。

(2) 这次格力电器不分红风波导致股价单日暴跌，可以从投资者的非理性行

为来解释。而在行为金融学上，对于这样的非理性行为主要可以归结为以下几种解释：

第一，投资者对于此次格力电器不分红公告的过度反应。投资者在面对突然的也就是未预期到的事件，倾向于过度重视眼前的信息。不论是格力电器近三年的股利支付情况，还是 2018 年 4 月 9 日董明珠在博鳌论坛上的讲话，投资者对于格力电器的分红预期应该是看好的，尤其是在 9 日董明珠讲话后股价上涨就能看出。但是，对于格力电器突然的不分红决策发布的时候，大大低于投资者的期望，这个时候投资者对于这个利空消息表现出反应过度，抛售股票，价格大跌。

第二，投资者之间存在羊群效应。虽然格力电器在 2017 年度年报中公告了也解释了其不分红的原因，但是对于投资者来说，其计划的未来投资存在很大的不确定性。拿投资集成电路来说，虽然“芯片”在近期是一个很火的概念，但是其未来的发展存在不确定性。因为芯片的研发需要真正的高精端技术，需要本行业大量研发人员及长期技术积累，不是一朝一夕就可以成功的。格力电器以空调发家，现在要说做集成电路，最起码短期看不到希望。而投资者之间存在羊群效应，投资者在信息环境不确定的情况下，行为受到其他投资者的影响，模仿他人决策，或者过度依赖于舆论（即市场中的压倒多数的观念），而不考虑自己的信息的行为。所以当投资者对于公司未来的投资前景表示怀疑时，其行为决策会模仿他人或者跟随舆论。而当时市场上对于格力不红事件的舆论是不利于格力股价的，所以投资者选择跟随而不是根据自己的理性判断。

依据公司金融股利政策相关理论，对于投资者的行为解释如下：

1) 从信号传递理论来看，格力不发放股利其实是向投资者传递了一个公司管理层对于公司未来经营情况悲观估计的不利信号，投资者接受信号，而作出抛售股票的投资决策。

2) 从代理成本来看, 不发放股利的结果, 使得管理层拥有大量的账上资金, 容易造成道德风险, 代理成本上升。所以投资者偏好高股利政策, 而厌恶不分红决策。表现在决策上就是, 在不分红公告发布后, 通过抛售股票来表达自己的不满。

3) 从在手之鸟理论来看, 不发放股利使得投资者认为其要承担更多的公司未来经营风险, 投资者拒绝不分红的股利政策。因此, 投资者在不分红的公告发布后, 为了规避风险, 纷纷选择抛售手中的格力电器的股票。

4 结合实际情况, 试分析现实世界中哪些因素会影响股利支付率? 并结合此次格力分红风波讨论公司改如何制定股利政策, 避免股价非理性波动?

微观上, 影响公司的股利政策的因素众多, 且错综复杂。图 11 描述了影响公司股利支付率的各种因素以及传到渠道。从图中可以看出不同影响因素通过不同的传导渠道来影响公司的股利支付率, 同时, 不同的渠道之间存在交叉。

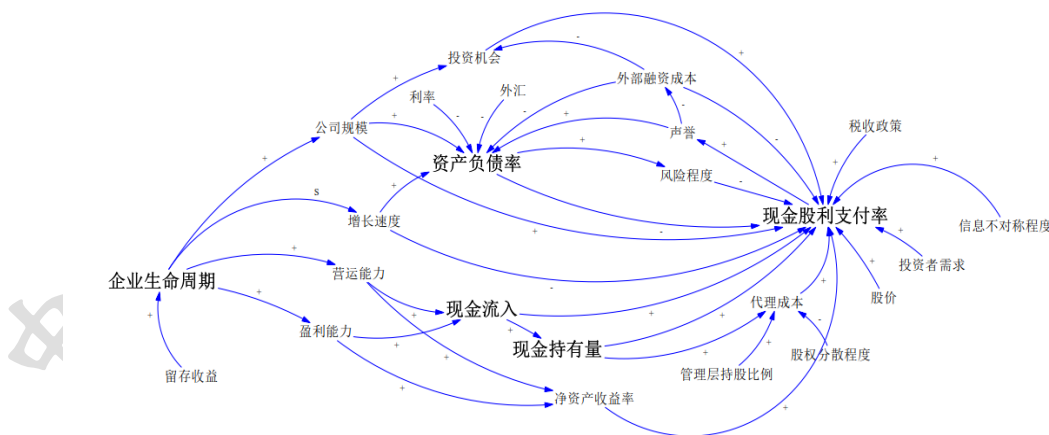


图 11 影响股利支付率的因素

从图 11 来看，影响股利支付的微观因素主要有：

（1）企业的生命周期：上文也分析过，处于不同的生命周期阶段的公司具有不同的特征，不同的特征决定了公司要采取不同的股利政策。具体的特征有：具备不同的盈利能力、不同的营运能力、不同的增长速度以及不同的公司规模。

（2）现金持有量：从公司金融的角度来说，公司的自由现金流量是一个至关重要的概念。在财务上，一个公司赢不盈利都是次要的，但如果出现公司的现金链断裂的情况，那么这家公司必定生存不了，现实中也有很多这样的例子存在。而现金持有量对于公司股利支付率的影响是直观的，公司现金多，也就倾向于多分配股利；没有现金，当然也就无法分配股利。

（3）资产负债率：资产负债率是反映企业财务状况的重要指标，是企业能否健康生存和发展的关键。首先，资产负债率对股利支付率的影响主要是通过债权人和企业管理者之间的关系来发挥作用的。债权人为了保障自己的正当权益，当企业的资产负债率低于一定水平时，就会限制企业的股利支付行为以减少债务风险；其次，公司的资产负债率通过影响公司的融资成本和声誉来影响公司的股利支付率。资产负债率越高，公司的融资成本越高，公司的股利支付率越低；公司的资产负债率越高，公司的声誉越低，公司的股利支付率也越低。

（4）代理成本：根据公司金融的代理成本理论，公司的代理成本越高，公司的股利支付率也就越高；公司的代理成本越低，公司的股利支付率也就越低。

宏观上，影响公司的股利支付率的因素有：

（1）法律法规：为了权衡各方利益，国家通过制定相关的法律法规相关的法律法规对企业的股利分配行为进行规范，主要包括以下几方面：首先，法律对利润分配顺序做出规定；其次，规范上市公司再融资条件；最后，通过法律使得投资者的权益得到保障。在大多数国家，法律法规越健全，投资者权益受保护的程度越高，

对投资者权益保护较好的国家往往现金股利支付率较高。

(2) 税收制度：在我们国家，税收制度对股利支付率的影响主要集中在两个方面。一个是，税法对于股东的个人所得税和资本利得税的规定是不一样的；另一个是，国家对于某些行业和地区的上市公司实施若干优惠政策，上市公司所执行的所得税率也就有所差别，且常常会变动，这就造成公司可分配利润的不稳定，影响现金股利政策的稳定性。

(3) 国家宏观经济政策：公司的股利支付率在很大程度上受到宏观经济政策的影响。稳健的财政政策使得国家财政支出减少、税收增加以及政府公共采购减少。国家通过引导投资政策、税收政策的结构性调整，在一定程度上抑制了总需求，这必然会影响到企业的利润，企业利润的减少进一步降低股利支付率。

此题的目的更多的是调动学生的积极性，进行探索性研究，因此关于鼓励政策的选择，可以更多的鼓励学生进行相关讨论。

参考文献

- [1] 斯蒂芬 A. 罗斯. 公司理财. 北京, 机械工业出版社, 2011.
- [2] 荆新, 王化成, 刘俊彦. 财务管理学. 北京, 中国人民大学出版社, 2012.
- [3] 李天择. 对中国投资者非理性行为的研究——基于行为金融学的角度, 《科技、经济、市场》, 2008(7):67-69.
- [4] 俞乔, 程莹. 我国公司红利政策与股市波动, 《经济研究》, 2001(4):32-40.
- [5] 李加棋, 樊国华, 邱强, 梁爽. 上市公司分红政策与股价波动实证分析, 《财会通讯》, 2012(32):48-49.
- [6] 张阳. 公司股利政策的理论发展之路——相关文献综述, 《商业研究》, 2004(11):112-115.
- [7] 孙小文, 于笑坤. 上市公司股利政策信号传递效应的实证分析, 《管理世界》, 2003(6):114-118.
- [8] 严太华, 龚春霞. 行为金融视角下我国上市公司现金股利政策解释, 《管理工程学报》, 2013. 27(3):164-171.

五、关键点

本案例分析的要点是利用主要的股利相关理论, 结合格力电器不分红的动因以及不分红公告发布后的股价波动情况, 说明股利政策对股价波动的影响是本案例探讨的重点。教学中的重点包括:

1. 上市公司应该选择何种股利政策
2. 影响上市公司股利支付率的因素

3. 股利政策对于股价产生的影响
4. 投资者对于股利政策的反应

六、建议课堂计划

对该案例建议的教学方式是：学员课前独立阅读并思考；课堂组织小组讨论、小组代表发言，并引导全班讨论，对学员讨论问题进行归纳总结。

整个案例课的课堂时间控制在 90—120 分钟。

序号	内容	用具	教学活动	时间
1	课前计划	案例电子版与纸质版	发放教学案例，提出启发思考题，请学员在课前完成阅读与初步思考。	1 小时
2	课中计划	PPT	简要的课堂前言。	5-10 分钟
3	分组讨论	投影仪	将小组讨论问题以及发言要求放映在投影仪上，学生分成 3-5 人的小组对案例问题进行初步讨论。	30 分钟
4	小组发言	PPT+白板	小组分别派代表汇报小组讨论成果，教师综合使用 PPT 和白板板书，对讨论结果进行深入讲解。	45 分钟
5	案例总结	PPT	对案例进行归纳总结，并引导全班进行进一步讨论。	15-20 分钟
6	课后计划	案例电子版与纸质版	以小组为单位撰写案例分析报告。	2 小时

七、案例后续进展

2018 年 4 月 26 日，就在格力不分红公告发布的第二天深交所第一时间发出关注函，要求说明 2017 年度未进行现金分红的具体原因及合理性，说明是否切实保

护了中小投资者的利益。就在 26 日晚间，格力给出了中期分红的明确预期。格力表示：前述投资项目尚处筹划阶段，公司将尽快明确资金需求和现金流测算，充分考虑投资者诉求，进行 2018 年度中期分红，分红金额届时依据公司资金情况确定。市场对于此条信息的反映则表现在股票价格在遭遇大跌后的回调。笔者认为，市场对格力电器不分红的决策的反应只是暂时的，要知道，股价的表现依托的依然是亮眼的财报数据。从刚刚公布的 2018 年的一季度的财报来看，营业收入和归母净利润分别为 400.25 亿元和 55.85 亿元，同比增长 33.26%和同比增长 39.40%，超出市场预期。同时，根据产业在线数据，2018 第一季度我国空调行业内销 2105 万台，同比增长 22.77%，出口 1867 万台，同比增长 4.39%，远高于 2017 年底市场对于 2018 年的预期。公司 2018 年前两月内销 451 万台，同比增长 22.55%。根据 2018 第一季度数据，预收款项达 123 亿元，这对公司平稳运行和未来业绩是有力保证。根据渠道调研数据，目前空调行业渠道库存低于去年同期水平，渠道库存端无需担忧。

(案例使用说明字数，11107 字)