

Analysis of the motivation Behind Cash Dividend Policies of Listed Companies: A Case Study of Company A in the Mining Sector

Meng Jin

East China Jiaotong University

Abstract

Dividends are one of the main ways for listed companies to give back to shareholders and are also a focus of investors. In recent years, policies have continuously emphasized the importance of cash dividends, stressing that listed companies should enhance their awareness of dividends and maintain the stability and continuity of dividends to continuously improve investors' sense of gain. However, in the capital market, there are still 'iron roosters' that have not paid dividends for many years. Is this due to 'no money to distribute' or influenced by other factors? To explore this issue, this article takes A Mining Company as an example and examines the influencing factors of cash dividend policies from multiple dimensions. By analyzing the factors affecting Company A's cash dividends, it discusses how listed companies can formulate reasonable cash dividend policies in a complex economic environment from both theoretical and practical perspectives, as well as which key factors play a role in this process.

Keywords: Cash Dividends; Dividend Policy; Listed Company

上市公司现金分红政策动因分析 ——以 A 矿业公司为例

金梦

华东交通大学

摘要: 分红是上市公司回馈股东的主要方式之一，也是投资者关注的焦点。近年来，政策不断强调现金分红的重要性，强调上市公司增强分红意识，保持分红的稳定性、连续性，以持续提升投资者的获得感。然而，在资本市场中，仍存在“铁公鸡”多年不进行分红，这到底是因为“无钱可分”还是受其他因素影响。为了探寻这个问题，本文以 A 矿业公司为例，从多个维度审视现金分红政策的影响因素。通过分析影响 A 公司现金分红的影响因素，从理论与实践层面探讨上市公司如何在复杂的经济环境下制定合理的现金分红政策，以及哪些关键因素在这一过程中发挥作用。

关键词: 现金分红；股利政策；上市公司

1 引言

股利政策作为公司财务管理的三大核心决策之一，其在企业运营中扮演着至关重要的角色。该政策不仅反映了公司的盈利状况与未来规划，还直接关联到股东权益的实现。2024 年 4 月 12 日，国务院发布的《关于加强监管防范风险推动资本市场高质量发展的若干意见》中，明确提出了加强对上市公司现金分红的监管要求。针对现金分红政策的修订与强调，进一步凸显了其在资本市场中的重要地位。这些调整不仅体现了监管层对上市公司回报股东、增强市场稳定性的期望，也标志着我国资本市场在规范化、高质量发展道路上的坚定步伐。数据显示，2023 年现金分红规模显著增长，增速喜人，尽管如此，市场中仍不乏不分红或分红不稳定的公司存在。基于此背景，本案例聚焦于上市公司现金分红政策的制定与执行，选取矿

业中具有代表性的 A 公司进行分析，从多个维度探讨上市公司如何在复杂的经济环境下制定合理的现金分红政策，以及哪些关键因素在这一过程中发挥作用。

2 案例情况

2.1 公司简介

A 公司的前身为广州市宝龙特种汽车有限公司（以下简称东方宝龙），2010 年，东方宝龙公司名称变更为广东东方兄弟投资股份有限公司（以下简称东方兄弟）。2012 年，东方兄弟进行了公司重组、重大资产出售等动作，通过发行股份购买赤峰吉隆矿业有限责任公司 100.00% 的股权资产，2012 年 12 月 24 日，东方兄弟名称变更为赤峰吉隆黄金矿业股份有限公司，经营范围变更为黄金矿产品销售以及对采矿业的投资与管理。至此，A 公司通过借壳成功上市。A 公司的主营业务为黄金、有色金属采选业务，主要通过子公司开展。A 公司是一家快速成长的国际化黄金生产商，主要在全球范围内从事黄金的采、选和销售业务，公司拥有中国、东南亚和西非的 7 个矿业投资项目和 1 个资源综合回收利用项目。公司致力于“做专注、专业的黄金矿山公司”，通过不断创新管理机制，坚持低成本运营，加大对黄金资源的收购整合力度，实现资源的有效利用、合理开发，坚持国际化道路，努力成为全球欢迎的主要黄金生产商。

2.2 A 公司经营状况

从表 1 我们可以观察到，A 公司总资产从 2012 年的 5.06 亿元增长到 2022 年的 175.4 亿元、所有者权益从 2012 年的 3.69 亿元增长至 2022 年的 74.08 亿元，显示出 A 公司在过去十几年中经历了显著的资产扩张；其营业收入从 2012 年的 5.74 亿元增长至 2022 年的 62.67 亿元，可以看出在过去十年间 A 公司的市场份额不断扩大。从 A 公司所实现的净利润来看，2012 年至 2022 年其净利润整体呈现上升趋势，A 公司的获取利润能力整体有所提高。综合来看，A 公司在这十年中表现出显著的规模扩张能力以及强劲的成长能力，经营状况良好。

表 1 A 公司 2012-2022 年经营相关情况表 单位：亿元

| 年份 | 总资产 | 总负债 | 所有者权益 | 营业收入 | 净利润 | 未分配利润 |
|------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 2012 | 5.06 | 1.37 | 3.69 | 5.74 | 2.38 | 0.85 |
| 2013 | 14.58 | 8.61 | 5.97 | 5.82 | 2.28 | 3.11 |
| 2014 | 14.92 | 6.69 | 8.23 | 8.52 | 2.29 | 2.56 |
| 2015 | 34.30 | 12.41 | 21.89 | 15.91 | 2.37 | 4.82 |
| 2016 | 37.91 | 13.02 | 24.88 | 21.12 | 3.37 | 7.49 |
| 2017 | 47.85 | 20.09 | 27.76 | 25.87 | 2.82 | 10.24 |
| 2018 | 79.89 | 49.59 | 30.30 | 23.64 | -0.32 | 11.62 |
| 2019 | 77.85 | 45.10 | 32.75 | 60.68 | 2.09 | 13.50 |
| 2020 | 72.16 | 27.73 | 44.43 | 45.58 | 8.24 | 21.29 |
| 2021 | 80.54 | 30.53 | 50.01 | 37.83 | 6.14 | 26.79 |
| 2022 | 175.4 | 101.4 | 74.08 | 62.67 | 4.94 | 30.79 |

数据来源：公司年报

2.3 A 公司现金分红情况

相较于 A 公司强劲的“赚钱”能力，其现金分红政策却并无明显变化。在 2012 至 2022 年期间，A 公司从未实施过现金分红，这连续不分红的决策引起了投资者和市场的广泛关注。在这十年间 A 公司为何在经营状况良好的背景下也并未反馈给投资者实时分红政策？因此，研究重点在于 A 公司在 2022 年之前为何不进行现金分红？A 公司属于“无钱可分”的情况还是“有钱不分”的状态？如果属于“有钱不分”的情况，又是什么因素导致其做出“不分”的决策？在 A 公司发展过程什么因素影响其制定现金分红政策？

3 A 公司现金分红能力分析

3.1 盈利能力分析

盈利能力反映的是企业获取利润的能力，公司盈利能力越强，就有越多的利润可供分配。如表 2 所示，从营业状况来看，2015-2022 年，A 公司的净资产收益率、销售净利率以及销售毛利率虽有波动但整体上呈上升趋势，且 A 公司的净资产收益率与销售净利率在大多数年份都高于行业均值。从营业收入和净利润的角度来看，A 公司同样展现出了稳健的增长态势。虽然在 2018 年净利润首次出现负数，但经分析这是由于子公司雄风环保因危险废物经营许可证办理延迟、所在工业园区配套设施建设滞后等因素影响，非日常因素导致，并且 A 公司积极采取措施应对，在 2019 年实现了相关指标回升。总体而言，A 公司在 2012 年至 2022 年期间公司的营业收入快速增长，净利润表现稳定且优异，核心财务指标整体呈上升趋势，展现出了良好的经营状况。结合表 1 也可以看到，净利润与未分配利润在这段期间都为正的。因此，基于会计利润角度来看，A 公司在 2012 至 2022 年期间，保持着良好的发展态势，其盈利能力表现较好，有足够的利润来支撑其实施现金分红，具备分红条件。

表 2 A 公司经营情况相关指标表

| | 2015 | 2016 | 2017 | 2018 | 2019 | 2020 | 2021 | 2022 |
|--------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 净资产收益率 | 14.64 | 13.58 | 9.82 | -2.79 | 6.4 | 19.76 | 12.2 | 8.32 |
| 销售净利率 | 33.51 | 34.78 | 24.52 | 23.19 | 20.11 | 30.83 | 33.26 | 28.64 |
| 销售毛利率 | 14.88 | 15.96 | 10.91 | -1.34 | 3.45 | 18.07 | 16.23 | 7.88 |

数据来源：东方财富网

3.2 现金流分析

一个公司是否具备进行现金分红的能力，不仅需要关注其利润盈利状况，还必须深入分析公司的现金流状况^[1]。从盈利能力分析只是从法律和公司规定层面判断公司是否满足分红的基本条件，但要真正确定公司是否具备实施分红的实际能力，还需深入考察其现金流状况。如表 3 所示，通过分析 A 公司的现金流量从经营现金流量净额，A 公司在十年间只有一年为负，其余都为正。而从当期现金流量净增加额来看，存在个别年份的当期现金流量净增加额为负，然而在这些年份，其年末货币资金余额都大于其当期净增加额，这意味着公司总体上货币资金较为充裕，有良好的现金流状况。

表 3 A 公司现金流相关指标表

| 年份 | 经营现金流净额 | 年末货币资金余额 | 当期现金流量净增加额 |
|------|---------|----------|------------|
| 2012 | 1.48 | 1.24 | 1.13 |
| 2013 | 3.89 | 1.48 | -0.35 |
| 2014 | 0.73 | 1.95 | 1.06 |
| 2015 | 1.69 | 4.30 | 2.57 |
| 2016 | 0.67 | 2.54 | -1.71 |
| 2017 | -3.78 | 0.69 | -2.13 |
| 2018 | 4.99 | 2.18 | 0.94 |
| 2019 | 4.33 | 5.31 | 1.97 |
| 2020 | 10.72 | 21.31 | 7.87 |
| 2021 | 7.55 | 18.24 | 5.31 |
| 2022 | 10.90 | 12.85 | -6.55 |

数据来源：公司年报

从盈利能力和现金流这两个方面分析可以得出，A 公司在过去十年有着较好的盈利能力与现金流状况，能为实施股利分配政策提供良好的财务保障，不属于无钱可分的状态。查阅年报可以发现，其实在 2015 年，A 公司的每股未分配利润便达到了 0.67 元，在此后更是呈上升趋势，在 2022 年每股未分配利润为 1.85 元。

但是，A 公司却选择十年不分红，那么是哪些因素导致其选择这样的股利政策呢？

4 A 公司不分红动因分析

4.1 A 公司成长期投资机会多

4.1.1 A 公司成长期判定

依据企业生命周期理论，公司的成长轨迹可划分为初创阶段、成长阶段、成熟阶段及衰退阶段，每个阶段伴随着不同的股利分配策略^[2]。在初创阶段，公司面临诸多挑战，包括高昂的投资成本、较低的回报率以及发展环境的不确定性，这些因素共同推高了运营风险。为了推动业务规模的扩大，公司必须依赖大量的外部资金注入。随着公司进入成长阶段，其主要产品已成功打入市场。尽管仍需外部融资以支持持续发展，但现金流状况已有所改善。具体而言，经营性现金净流量转为正数，表明公司业务开始产生稳定的现金流入；投资活动现金净流量仍为负数，反映出公司仍在积极投资以扩大市场份额或提升竞争力；而筹资活动现金净流量保持正数，说明公司仍能从外部渠道获得资金支持。当企业迈入成熟阶段，可能会遇到增长瓶颈，但得益于其稳固的运营管理和高效的运营模式，客户基础已变得相对稳定。在这一阶段，公司的经营活动继续产生正向现金净流量，而投资和融资活动则可能呈现负向趋势，表明公司在减少投资并可能开始偿还债务。由于经营稳定且资本充裕，如果市场上缺乏有吸引力的投资项目，公司的利润增长空间将受到限制。因此，公司更倾向于将这部分闲置资金以现金股利的形式分配给股东，以实现股东价值的最大化。

目前，我国企业生命周期的分类主要是通过两种不同的方法来进行的：定量法和定性法。考虑到定性法具有明显的主观倾向，本研究决定采用“定量法”进行深入分析。本文采用 Dickinson^[3]的生命周期现金流分析法，具体的分类准则如下表 4 所示。

表 4 生命周期现金流分析法表

| 生命周期 | 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 | 经营活动产生的现金流量净额 |
|------|---------------|---------------|---------------|
| 初创阶段 | + | - | - |
| 成长阶段 | - | + | + |
| 成熟阶段 | - | - | + |
| 衰退阶段 | + | + | - |

表 5 A 公司生命周期判定

| 生命周期 | 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 | 经营活动产生的现金流量净额 |
|------|---------------|---------------|---------------|
| 2012 | -0.35 | - | +1.47 |
| 2013 | -6.32 | +2.07 | +3.89 |
| 2014 | -0.76 | +1.11 | +0.73 |
| 2015 | -2.24 | +3.12 | +1.68 |
| 2016 | -3.76 | +1.37 | +0.67 |
| 2017 | -2.43 | +4.07 | -3.78 |
| 2018 | -10.77 | +6.41 | +4.99 |
| 2019 | -3.89 | +1.53 | +4.33 |
| 2020 | +1.76 | -4.65 | +10.72 |
| 2021 | -2.78 | +0.55 | +7.55 |
| 2022 | -39.84 | +22.25 | +10.90 |

数据来源：公司年报

从表 5 我们可以看到 A 公司这十年的现金流量情况。首先，A 公司的经营活动产生的现金流量净额在绝大多数情况下均保持为正数，这意味着 A 公司的核心业务运营良好，能够持续产生现金流入，并超过同期现

金流出，从而为公司积累了相当的留存收益。未分配利润的累积也印证了这一点，进一步证明了公司具备稳健的盈利能力和良好的财务储备。接下来，观察筹资活动产生的现金流量净额，除了个别年份因市场环境变化或公司战略调整出现负数外，其余年份均为正数。这表明 A 公司在资本市场上保持了较强的融资能力，能够通过股权融资或债务融资吸引外部资金注入，为公司发展提供必要的资金支持。再看投资活动方面，A 公司的投资现金流在多数年份呈现为负数，这反映了公司正处于积极的扩张阶段，不断将资金投入到新项目、新技术或市场拓展中，以期在未来获得更大的回报。这种投资策略符合成长型企业的特点，通过持续投资来推动业务增长和市场份额扩大。最后，结合 A 公司自身在年报中提到的“快速、高质量发展的阶段”，我们可以合理推测，A 公司目前正处于企业生命周期的成长阶段。因此，基于上述分析，我们可以合理推测 A 公司正处于成长阶段。

4.1.2 投资机会多导致资金需求大

公司的成长能力越强，意味着其面临的投资机会越多，进而需要更多的资本支持，对于有发展潜力的公司而言，通常会选择减少或取消现金股利发放，以支持公司的未来发展。在 2012 年至 2022 年，A 公司处于快速成长时期，采取了国内国外双向发展的积极扩张发展战略。在国内，其核心理念即为“建大矿，上规模”，不断频繁新建项目，增加设备投资以扩大产能，以增加市场竞争力。在国外，A 公司通过收购公司来实现海外发展，以收购的方式来推动海外发展，一方面可以直接获取被收购公司所拥有的矿产资源，延伸金属产业链，提高资源储备，从而增强其在行业中的竞争力，但在前期需要支付高额的收购资金等成本来推动收购完成。如表 6 所示，在过去的十年里，A 公司成功收购了包括辽宁五龙黄金矿业、万象矿业、金星资源在内的多家企业，且这些收购交易大多采用货币支付，对价也相对较高。

综上，这十年间，A 公司专注于自身发展，积极投身于各类投资项目，不断扩大规模。其国际化战略涉及收购海外公司，而国内项目的持续新建也占用了公司大量资金，通过公司内部筹集收购资金，使得融资成本相对较低，但这直接导致了现金分红可能性的降低。因此在 A 公司成长过程中，A 公司资金优先于公司长远发展，以此获得核心稳定的成长能力而后再进行回馈投资者的动作，这也许是 A 公司不进行现金分红的原因之一。

表 6 A 公司 2012-2022 年收购情况表

| 年份 | 收购公司 | 支付对价 |
|------|---------------------------------------|------------|
| 2013 | 辽宁五龙黄金矿业有限责任公司 | 6.22 亿元人民币 |
| 2014 | 郴州雄风环保科技有限公司、 | 1.59 亿元人民币 |
| 2015 | 安徽广源科技发展有限公司 | 1.22 亿元人民币 |
| 2018 | MMGLaosHoldingsLimited（拥有万象矿业 90%股权） | 2.75 亿美元 |
| 2021 | GoldenStarResourcesLimited（金星资源）62%股权 | 2.91 亿美元 |

数据来源：公司年报

4.2 A 公司偿债能力降低现金分红的可能性

债务具有刚性约束的特性，偿债能力会制约派现规模，影响股利分派形式的选择^[4]。公司适当地负债，利用税盾效应，有助于实现公司价值最大化的目标。但是，债务具有到期偿付的特点，公司为了保证能按期清偿，避免出现财务困境甚至财务危机，会保留一定的货币资金，减少现金股利发放。从表 7 中可以看到，A 公司的短期借款和长期借款数额虽然呈现波动的变化趋势，但短期借款在最高峰时达到 15.14 亿元，长期借款在最高峰达到 4.88 亿元。此外 A 公司的资产负债率、流动比率在这十年间整体上呈现上升趋势。A 公司的债务规模扩大使得公司所面临的偿债压力加大，为了保证资金的合理利用以及降低公司财务风险，A 公司的不分红政策可能受此因素影响而制定。

表 7 A 公司 2012-2022 偿债能力情况表

| | 2012 | 2013 | 2014 | 2015 | 2016 | 2017 | 2018 | 2019 | 2020 | 2021 | 2022 |
|-----------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|------|-------|
| 短期借款 (亿) | -- | 4.16 | 0.38 | 0.26 | -- | 15.14 | 14.22 | 3.85 | 1.65 | -- | 4.88 |
| 长期借款 (亿) | -- | -- | 1.3 | 0.87 | 0.95 | 0.87 | 0.69 | 0.38 | 0.26 | -- | 15.14 |
| 资产负债率 (%) | 27.13 | 59.06 | 44.83 | 36.18 | 34.36 | 41.98 | 62.08 | 57.93 | 38.42 | 37.9 | 57.77 |
| 流动比率 | 2.21 | 0.44 | 0.65 | 1.30 | 1.32 | 1.97 | 2.49 | 2.18 | 3.28 | 2.80 | 1.25 |

数据来源：东方财富网

4.3 机构投资者参与程度影响现金分红

Truong 和 Heaney^[5]发现大股东持股比例与公司分红存在相互影响的动态变化关系,并且当大股东非公司内部人时,公司分红的概率增加,当大股东为公司内部人或金融机构时,公司分红的概率减小。Khan^[6]通过实证分析表明股权集中度越高,公司分红水平越低;在区分投资者类型后,发现在机构投资者中,保险公司持股水平与公司分红强度正相关,而个人投资者持股水平与公司分红强度负相关。从 A 公司来看,在 2012 年,A 公司的前十大股东都为个人投资者,其中第一大股东赵美光及其一致行动人第三大股东赵佳媛、第四大股东赵桂香合计持有股份比例为 50.40%。在 2012 年至 2022 年这十年公司发展时期,A 公司实际控制人的股权集中度较高。此外,虽然在这期间也有机构投资者的进入,机构投资者的数量及持股比例都较少。而在 2023 年,A 公司的前十大股东中,只剩下两名个人投资者,其余八名为银行保险公司以及证券经营机构等,同时 A 公司也在 2023 年实施了其上市以来的第一次现金分红。机构投资者持股比例比较高时,机构投资者更愿意关注公司的治理,并且会通过上市公司派发红利来减少和制约公司高级管理层利用私权“共为己用”的行为。因此,通过分析可以合理推测,A 公司的现金分红政策在一定程度上受机构投资者参与程度的影响。

5 结论与建议

5.1 结论

通过对 A 公司现金分红政策动因的深入分析可以知道,首先生命周期会影响现金分红政策。由于 A 公司处于成长期,会将资金分配到有利于公司长远发展的项目上以此获取长远发展能力。A 公司需要不断将资金投入新项目、新技术或市场拓展中,因此,在这一阶段,公司将资金优先用于公司长远发展,而减少了现金分红的可能性。其次,偿债能力对现金分红政策产生影响。A 公司的债务规模在不断扩大,使得公司面临的偿债压力加大。为了保证资金的合理利用和降低财务风险,A 公司需要保留一定的货币资金以应对潜在的债务偿付需求,这也在一定程度上限制了公司进行现金分红的的能力。最后,机构投资者参与程度对现金分红政策具有影响。在 A 公司的发展历程中,机构投资者持股比例逐渐增加。机构投资者更关注公司的治理结构和长期发展,倾向于通过上市公司派发红利来制约管理层的不当行为,因此,A 公司的现金分红政策可能会受到一定影响。

5.2 建议

通过对 A 公司现金分红政策的深入分析,可以对处于成长期公司的提供有益建议。首先,企业在制定现金分红政策时,必须精准地平衡公司的发展需求与股东的回报期望,特别是在公司的成长初期,由于需要大量的资金投入以支持业务扩张和抓住投资机会,因此适度减少现金分红是合理的选择。然而,随着企业逐步迈入成熟阶段,拥有更稳定的现金流和盈利能力后,应适时调整分红策略,增加现金分红比例,以此回馈长期支持企业的股东,并进一步增强投资者的信心。在整个发展过程中,企业需始终保持合理的现金流管理和利润分配策略,这不仅意味着要根据公司的实际情况和市场环境,制定出既满足股东利益又促进企业长远发展的利润分配方案,确保未分配的现金股利得到妥善安排,还要加强财务管理,提升资金运作效率,使每一笔资金都能发挥最大的经济效益。此外,企业还需保持对市场动态的敏锐观察,及时捕捉市场变化,灵活调

整经营策略。在竞争日益激烈的市场环境中，企业必须具备高度的灵活性和创新能力，以应对可能出现的各种风险和挑战。通过不断优化产品结构、提升服务质量、加强品牌建设等措施，企业可以在激烈的市场竞争中脱颖而出，实现持续稳健的发展。

综上所述，对于处于成长期的公司而言，制定科学的现金分红政策、保持合理的现金流管理和利润分配策略、加强财务管理以及密切关注市场动态并灵活调整经营策略，是实现企业可持续发展和股东利益最大化的关键所在。

参考文献

- [1] 宋艳敏,林为利,吴玉霞.现金股利政策影响因素实证分析——以食品制造业上市公司为例[J].财会月刊,2015,(33):103-106.DOI:10.19641/j.cnki.42-1290/f.2015.33.020.
- [2] 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,(17):36-44.DOI:10.19641/j.cnki.42-1290/f.2019.17.006.
- [3] Dickinson V. Cash Flow Patterns as A Proxy for Firm Life Cycle [J]. *The Accounting Review*, 2011, 86(6): 1969-94.
- [4] 石宗辉,张敦力.机构持股与公司现金分红行为研究[J].证券市场导报,2015,(10):55-60.
- [5] Truong T, Heaney R. Largest shareholder and dividend policy around the world[J]. *The Quarterly Review of Economics and Finance*, 2007, 47(5): 667-687.
- [6] Khan S. Company dividends and ownership structure: evidence from UK panel data[J]. *The Economic Journal*,2006, 116(5): 172-189.