

连续性分红、股利变更与市场反应

——基于宝钢股份的案例研究

张 华,王 松

(兰州理工大学 经济管理学院,甘肃 兰州 730050)

【摘 要】 以宝钢股份为例,采用案例研究的方法,考查了连续派现的公司由于实施股票回购而引起的股利变更的市场反应。结果表明,市场对于回购社会公众股和派发现金股利相结合的股利支付方式反应积极,而对股利支付率的下调并不敏感。其原因是在控股股东持股比例占绝对优势的情况下,变更股利支付方式为中小股东提供了更大的获利空间。同时,股票回购期间股价的波动也反映出通过股票回购获取资本利得的风险不容忽视。

【关键词】 连续性分红;股利变更;现金股利;股票回购;市场反应

【中图分类号】 F832.51 **【文献标识码】** A **【文章编号】** 1004-2768(2015)02-0024-03

一、研究背景

股利决策是连接公司内部筹资决策与投资决策的重要枢纽,既关乎投资者的实际利益,又关系到公司未来经营的资金来源状况。最近几年,股利决策相关的话题成为我国理论界的研究热点,与我国上市公司股利分配的“异象”密切相关。统计显示,目前我国上市公司现金分红占净利润的比例约为25%,显著低于成熟市场的40%,导致股市投机性强的状况长期难以改善;另一方面,控股股东利用现金股利“掏空”上市公司的现象也时有发生,严重损害了中小股东的利益。作为我国上市公司股利决策的重要问题,股利支付的稳定性及支付方式的选择性不仅受到财务状况的影响,也与现行规范公司分红行为的政策导向直接相关。各界对上市公司稳定分红的呼声日益高涨,体现出资本市场持续健康发展的基本要求。而探索有利于投资者利益保护的股利支付方式,同样具有重要的现实意义。

国外用于解释公司股利政策的经典理论包括信号理论、税差理论、代理理论和股利迎合理论等(董盼,2009)。按照信号理论,稳定的股利支付能够向外界传递企业经营业绩稳定的信息(Lintner,1956)。而对于现金股利及其替代方式的股票回购,也同样具有向市场传递积极信号的作用(王剑,2014)。以稳定支付现金股利作为股利政策的公司,能够

向市场传递其具有持续的盈利能力和充足现金流的信号;股票回购则向市场传递了公司的股票价值被低估的信号。按照税差理论,由于资本利得与现金所得之间存在着所得税税率差异,理性的投资者更倾向于获得资本利得而延迟缴纳所得税(Farrar & Selwyn,1967)。因此相对现金股利,投资者更倾向股票回购是具有理论依据的,但现实中选择支付现金股利的公司却多于回购股票的公司,由此形成了“股利支付之谜”(Black,1976)。

宝钢股份是一家自2000年上市以来坚持连续派现的公司。由于2012年9月21日起实施了为期八个多月的社会公众股回购方案,公司一贯实施的现金股利支付方式在2012年和2013年两个分红年度变更为股票回购与现金股利相结合的方式,股利支付率也相应变更。本文采用案例研究的方法,考查了宝钢股份2012年度宣告股利分配预案与同期实施的股票回购产生的市场叠加效应,以及2013年度所采取的中期股票回购与期末现金股利相结合的股利分配预案的市场反应。研究发现,即使是在股利支付率有所下降的情况下,市场对于股票回购与现金股利相结合的股利支付方式的反应积极。说明市场充分意识到社会公众股回购为中小股东带来的更大获利空间,同时股票回购期内的股价波动也反映出通过股票回购获取资本利得的风险不容忽视。

【收稿日期】 2014-09-15

【基金项目】 甘肃省社科规划项目(12025GL);兰州理工大学科研发展基金(13-0475)

【作者简介】 张华(1980-),女,内蒙古呼和浩特人,兰州理工大学经济管理学院讲师,研究方向:公司理财与会计控制;王松(1982-),男(蒙古族),河南邓州人,兰州理工大学经济管理学院讲师,研究方向:公司理财与资本运作。

二、宝钢股份上市后的连续性分红情况分析

宝钢股份是最早制定长期现金分红政策,并将其股利政策明确写入公司章程的境内上市公司之一。表1的数据显示,宝钢股份自2000年12月上市以来一直坚持现金股利支付方式,并保持着较高的股利支付水平,除上市当年外,各年的股利支付率均保持在40%以上^①,体现了股利支付的持续性和稳定性。我们参照谢德仁(2013)的做法,用自由现金流(FCF)考查了宝钢股份的分红能力,并将自由现金流定义为当期经营现金流中除向股东自由分配外无其他可增加股东财富之用途的现金流。按照这一思路,自由现金流的计算过程如下:

自由现金流(FCF)=经营现金流-利息支出+投资现金流

表1 宝钢股份各分红年度的现金股利支付及分红能力情况

分红年度	现金股利(元/股)	分红额度(万元)	股利支付率(%)	自由现金流(万元)
2013	0.1000	164,717.25	28.57	199,307.00
2012	0.1383	227,840.00	23.05	2,299,735.96
2011	0.2000	350,240.96	47.62	-564,662.56
2010	0.3000	525,361.44	40.54	522,379.00
2009	0.2000	350,240.00	60.61	517,463.00
2008	0.1800	315,216.00	48.65	-1,448,020.00
2007	0.3500	612,920.00	47.95	-47,3831.00
2006	0.3500	612,920.00	47.30	1,158,979.00
2005	0.3200	560,384.00	44.44	-1,538,260.83
2004	0.3200	400,384.00	42.67	813,090.64
2003	0.2500	312,800.00	44.64	721,611.80
2002	0.2000	250,240.00	58.82	650,590.21
2001	0.1250	156,400.00	62.50	53,271.79
2000	0.0500	62,560.00	20.83	802,036.66

数据来源:根据宝钢股份股利分配的相关公告及年报数据整理

根据表1自由现金流的计算结果,除了几个实施大规模固定资产投资的年度外,总体来看宝钢股份具有较强的分红能力,这为最近几年面对钢铁行业的整体低迷而坚持高派现提供了保障。

三、宝钢股份股票回购的基本情况及其对股利支付的影响

(一)宝钢股份股票回购的基本情况

宝钢股份于2012年8月28日发布股份回购预案,实施回购自2012年9月21日起至2013年5月21日止。按照上市公司定期报告及业绩快报公告前10个交易日内不得回购股份的规定,扣除两次季度报告、一次年度业绩快报及2012年年报公告停止回购的合计40个交易日,本次股票回购历时115个交易日,耗资50亿,共回购1,040,323,164股,约占公司原总股本的5.9%,约占控股股东宝钢集团持股数以外原流通股的23.7%。其中2012年12月20日共注销390,000,000股,控股股东宝钢集团的持股比例由74.97%增加至76.68%;2013年5月23日共注销650,323,164股,宝钢集团的持股比例进一步增加至79.71%。表2是根据宝钢股份对外公布的14次回购进展及结果所整理的股票回购进程状况。其中,日均回购量反映了各阶段股票回购的强度;日均回购成本不仅能够反映出各阶段的股票回购提升

股价的效果,也能够进一步反映出股票回购期间的股价波动情况。

表2 宝钢股份股票回购进程分析

公告期间	回购天数	累计回购量(股)	日均回购量(股)	累计支付金额(万元)	平均回购成本(元/股)
2012/9/21	1	14,891,100	14,891,100	6,908.7	4.64
2012/9/24-2012/10/8	6	131,009,969	19,353,145	59,986	4.57
2012/10/9-2012/10/15	5	217,009,969	17,200,000	99,800	4.63
2012/10/30-2012/11/1	3	242,573,103	8,521,045	111,700	4.66
2012/11/2-2012/11/22	15	352,215,758	7,309,510	162,500	4.63
2012/11/23-2012/12/3	7	393,087,277	5,838,788	181,000	4.53
2012/12/4-2013/1/4	14	417,142,785	1,718,251	192,000	4.57
2013/1/10-2013/2/4	18	427,527,685	576,939	197,000	4.81
2013/2/5-2013/2/28	13	495,275,638	5,211,381	230,400	4.93
2013/3/1-2013/3/31	11	628,316,205	12,094,597	296,000	4.93
2013/4/1-2013/4/11	7	770,298,686	20,283,212	365,000	4.86
2013/4/26-2013/5/2	2	810,298,633	19,999,974	385,000	5.00
2013/5/3-2013/5/16	10	998,536,939	18,823,831	478,000	4.94
2013/5/17-2013/5/21	3	1,040,323,164	13,928,742	500,000	5.26

数据来源:根据宝钢股份股票回购相关公告整理

(二)宝钢股份股票回购对股利支付的影响

由于实施了股票回购,2013年3月30日,公司发布了《宝钢铁股份有限公司关于修改公司章程的公告》,对公司章程中相关股利分配条款的修订实施公告。公告称“当年度经审计公司报表(未合并)净利润为正,且累计未分配利润为正,且公司现金流可以满足公司正常经营和可持续发展情况时,公司应分派年度现金股利。”并且将现金分红的基数及分配比例做出调整,由2009版公司章程中的“公司每年分派现金股利不低于当年净利润的40%”,调整为“分派的现金股利不低于当年度经审计合并报表归属于母公司净利润的50%”,并明确指出公司在当年度实施股票回购所支付的现金视同现金股利,并且公司可以进行中期利润分配。

由于股票回购是现金股利的替代方式。因此按照2012年公司现金股利和股票回购相结合的股利支付方式,现金支出总额为4,194,918,871.73元,相当于支付现金股利0.2450元/股,股利支付率为40.83%。同样,结合公司2013年已实施的现金回购额3,083,474,132.00元,2013年的现金分红总额为4,730,646,624.40元,相当于支付现金股利0.2872元/股,股利支付率为82.06%,达到公司上市以来的最高值。

四、宝钢股份股利变更的市场反应

(一)宝钢股份股票回购各阶段的市场反应

宝钢股份用于回购股票的资金全部为自有资金,回购对象全部为社会公众股,因此不存在向大股东转移财富的可能性,市场反应能够代表中小股东的态度。表3反映了宝钢股份实施股票回购各阶段结束时的收盘价及该阶段的股票累计超额收益情况。参考刘建勇(2014)的做法,累计超额收益率(CAR)的计算采用了市场调整模型,即用时间窗口 $[T_1, T_2]$ 的个股实际收益率 R_{it} 减去相应窗口的市场收益率 R_{mt} 并求和得到,计算过程为:

①综合考虑股票回购对股利分配的影响,2012年和2013年宝钢股份的股利支付率分别为40.83%和82.06%。

$$CAR = \sum_{i=T_1}^{T_2} (R_{it} - R_{mt})$$

其中，个股实际收益率 R_{it} 和市场收益率 R_{mt} 的计算均以当日收盘价为基准，个股实际收益率包含了现金股利，市场收益率取上证综合指数。

如表 3 所示，股票回购在第一阶段初见成效，但此后三个阶段市场均为消极反应。原因在于宝钢股份股价破净的状态在回购股票前已维持了一年多的时间，此次以每股不高于 5 元的价格回购股票，投资者预期股价达到 5 元的不确定性依然很高，因此从回购第二个阶段开始的三个阶段内，就有不少中小股东选择了适时套现以获取资本利得，从而引起了股价的不涨反跌。随着后期投入资金力度的不断增加，回购效果在第八阶段末达到预期，但在第九阶段之后便未能维持。直至 2013 年 3 月 30 日，公司公布了 2012 年股利分配预案及年度报告，消极的市场反应才得以改观，即派发的现金股利对股票回购效果的提升主要体现于此。

表 3 宝钢股份股票回购各阶段末的收盘价及累计超额收益率

回购阶段	回购期间	阶段末收盘价(元)	CAR (%)
阶段 1	2012/9/21	4.66	0.9932
阶段 2	2012/9/24-2012/10/8	4.57	-3.3002
阶段 3	2012/10/9-2012/10/15	4.60	-3.8224
阶段 4	2012/10/30-2012/11/1	4.67	-0.2478
阶段 5	2012/11/2-2012/11/22	4.61	2.7307
阶段 6	2012/11/23-2012/12/3	4.63	5.9535
阶段 7	2012/12/4-2012/12/21	4.82	0.4674
阶段 8	2013/1/10-2013/2/4	5.13	-3.3754
阶段 9	2013/2/5-2013/2/28	5.01	-3.1523
阶段 10	2013/3/1-2013/3/15	4.87	-2.3295
阶段 11	2013/4/1-2013/4/11	4.89	4.1041
阶段 12	2013/4/26-2013/5/2	4.82	1.7725
阶段 13	2013/5/3-2013/5/16	4.96	1.1037
阶段 14	2013/5/17-2013/5/21	4.98	-0.8454

(二)2012 年度股利分配预案宣告前后的股价表现及累计超额收益率

由于股利分配预案公告日 2013 年 3 月 30 日并非交易日，故选取其后第一个交易日 2013 年 4 月 1 日作为事件日，表 4 列举了事件日前后 20 个交易日的收盘价情况。由于上市公司定期报告的前 10 个交易日不得回购股份，因此事件日的股价上涨能够反映出股票回购与股利分配预案公告的市场叠加效应。由于这一阶段的股票回购持续了 7 个交易日，因此我们选取了(0,3)、(0,5)、(0,6)、(0,10)四个观察窗口。

表 4 宝钢股份 2012 年股利分配预案宣告前后 20 个交易日的收盘价情况

交易日	收盘价	交易日	收盘价	交易日	收盘价	交易日	收盘价
2013/3/19	4.79	2013/3/26	4.77	2013/4/2	4.83	2013/4/11	4.89
2013/3/20	4.84	2013/3/27	4.77	2013/4/3	4.85	2013/4/12	4.85
2013/3/21	4.85	2013/3/28	4.73	2013/4/8	4.84	2013/4/15	4.81
2013/3/22	4.84	2013/3/29	4.73	2013/4/9	4.87	2013/4/16	4.82
2013/3/25	4.87	2013/4/1	4.80	2013/4/10	4.88	2013/4/17	4.78

表 5 宝钢股份 2012 年股利分配预案宣告前后不同窗口的累计超额收益率

窗口	(0, 3)	(0, 5)	(0, 6)	(0, 10)
CAR	3.4358	3.6036	4.1041	2.9965

根据表 5 我们发现，宝钢股份在(0,3)、(0,5)、(0,6)、(0,10)四个观察窗口均有正的累计超额收益率，市场呈现积极反应，即使股利支付率由上一年的 47.62% 下降至 40.83% 也没有反映出不利影响。这说明市场对股利支付率的下调并不敏感，从另一个角度验证了李宁、陆丁(2007)研究发现的我国上市公司现金股利的增减并不会引起股票价格相应涨跌的结论。事实上，如果 2012 年的股利分配方案沿用之前的现金股利支付方式，控股股东宝钢集团因其 74.97% 的持股比例无疑将是最大的受益者。而此次分红采用了回购社会公众股与分配现金股利的组合方式，中小股东将有更大的受益空间，市场的积极反应无疑解释了这一点。与支付现金股利相比，通过回购股票提升股价并获得资本利得的风险较高，而用相对微薄的现金股利去弥补股票回购过程中的风险无疑也受到了市场的欢迎。由于 2013 年 4 月 26 日为 2013 年第一季度报告的公布日，因此该阶段的股票回购结束后，又进入了 10 个交易日的回购暂停期，股价再次进入下行状态。观察窗口(0,10)的累计超额收益率相对之前的窗口呈现出下降趋势，再次印证了投资者获得资本利得的风险性。

(三)2013 年度股利分配预案宣告前后的股价表现及累计超额收益率

按照同样的思路，我们考查了 2014 年 3 月 29 日即 2013 年股利分配预案公告日及年报公布日前后的股价情况。由于 2014 年 3 月 31 日并非交易日，故选取其后第一个交易日 2014 年 3 月 31 日作为事件日。表 6 列举了事件日前后 20 个交易日的股票收盘价情况。由于 2013 年公司章程对股利分配方案做出修改，因此投资者在公司发布 2013 年业绩快报时就对该年度的股利分配有所预期，直至事件日才得到明确。我们看到宝钢股份的股价从事件日的前两个交易日就开始上涨，故选取了(-2,0)、(-2,2)、(-2,5)、(-2,10)四个观察窗口。

表 6 宝钢股份 2013 年股利分配预案宣告前后 20 个交易日的收盘价情况

交易日	收盘价	交易日	收盘价	交易日	收盘价	交易日	收盘价
2014/3/18	3.63	2014/3/25	3.78	2014/4/1	3.92	2014/4/9	3.96
2014/3/19	3.61	2014/3/26	3.76	2014/4/2	3.97	2014/4/10	4.07
2014/3/20	3.58	2014/3/27	3.80	2014/4/3	3.88	2014/4/11	4.12
2014/3/21	3.65	2014/3/28	3.81	2014/4/4	3.93	2014/4/14	4.07
2014/3/24	3.78	2014/3/31	3.85	2014/4/8	4.00	2014/4/15	3.98

表 7 宝钢股份 2013 年股利分配预案宣告前后不同窗口的累计超额收益率

窗口	(-2, 0)	(-2, 2)	(-2, 5)	(-2, 10)
CAR	3.8544	5.6890	4.5780	3.9812

根据表 7 的结果我们发现，宝钢股份在(-2,0)、(-2,2)、(-2,5)、(-2,10)四个观察窗口均有正的累计超额收益率，市场呈现积极反应。可见公司在近两年钢铁行业整体低迷，业绩面临下滑的情况下仍用归属于母公司股东 81.3% 的净利润支付股利，股利支付率达到历年最高，受到了市场的欢迎。另外，2013 年中期的股票回购和期末的(下转第 59 页)

本的解决物流人才问题的关键途径。一方面,政府扶植有潜力的民营物流企业的发展,给予物流企业更多的政策倾斜,如税收和融资贷款政策等;另一方面,加强物流产业基础设施建设,优化物流产业环境,如投入更多的资金规划发展现代物流产业园区,迎接更多的国内知名大型物流企业的入驻。随着物流产业的壮大,人才队伍自然会随之得到发展、优化,物流人才结构的优化又会促进现代物流业的快速发展。

【参考文献】

- [1] 胡海博,胡一波.我国物流人才现状分析与培养对策研究[J].知识经济,2012(3).
- [2] 黄有方.中国高校物流类专业人才培养的供求平衡预测与控制[J].上海海事大学学报,2007(4).
- [3] 李万青.我国开设物流类专业的高等院校基本情况[J].物流科技,2009(5).
- [4] 朱俊丽,杨丽香.现代物流人才及岗位能力需求分析[J].中国商贸,2012(9).
- [5] 陈长瑶.基于全球化背景下的我国物流人才资源开发[J].中国市场,2012(6).

(责任编辑: X 校对: L)

(上接第3页)的中国特色。在全球化时代,推进社会主义核心价值观建设,仍然必须扎根于中华文明,立足神州大地,面向世界未来。要科学认识中国传统文化,处理好传承和创新的关系,构建既体现中国文化传统、民族心理和审美价值又具有现代特征的社会主义核心价值观。既要坚持民主、法治和科学的现代原则,又必须反对极左思潮、复古主义、历史虚无主义和无政府主义,反对抽象主义和作秀等等消极文化思潮的干扰,保障我国核心价值观建设在党的领导下,走出一条蕴涵中华文明特色又融合现代和传统的好路子。

【参考文献】

- [1] 方爱东.社会主义核心价值观研究[M].1版.北京:中国科技大学出版社,2013.
- [2] 田海舰.社会主义核心价值观论纲[M].1版.北京:人民出版社,2010.
- [3] 张利华.对马克思主义的核心价值观的新认识[J].当代世界与社会主义,2004(2).
- [4] 辛向阳.确立核心价值观,加大制度建设投资[J].中国经济周刊,2006(40).
- [5] 李慎明.核心价值观:三个倡导塑造时代精神气质[N].人民日报,2012-11-11.
- [6] 陈静,郝一峰.国外核心价值观建设路径的经验研究[J].黑龙江社会科学,2007(5).

(责任编辑: X 校对: R)

(上接第26页)现金分红相结合,为中小股东获得现金股利和资本利得的双重收益提供了更大的空间,这也是市场认可这一股利支付方式的原因。

五、小结及建议

本文以宝钢股份为例,研究了这家上市以来连续派发现金股利的公司,由于在2012年至2013年实施了股票回购而变更股利支付率及支付方式所带来的市场影响。研究发现:(1)在近年钢铁行业业绩整体下滑的背景下,宝钢股份仍坚持高派现的股利政策,原因在于公司自由现金流充裕,具有持续的分红能力;(2)在实施股票回购的年度,市场对于股票回购与现金股利相结合的股利支付方式反应积极,说明投资者充分意识到社会公众股回购为中小股东带来了更大的获利空间,而对股利支付率的下调并不敏感;(3)虽然回购社会公众股在保障中小股东利益方面具有积

极作用,但是回购期间股价的波动也反映出通过股票回购获取资本利得的风险不容忽视,毕竟提升股价的根本还在于创造价值。

【参考文献】

- [1] 董盼.股利变更研究综述[J].会计之友,2009(4).
- [2] 王剑,黄锦春.现金股利与股票回购公告效应比较研究[J].商业研究,2014(1).
- [3] Black, Fischer. The Dividend Puzzle [J]. The Journal of Portfolio Management, 1976, Winter.
- [4] 谢德仁.企业分红能力之理论研究[J].会计研究,2013(2).
- [5] 刘建勇,董晴.资产重组中大股东承诺、现金补偿与中小股东利益保护——基于海润光伏的案例研究[J].财贸研究,2014(1).
- [6] 林敏.基于可持续发展的股利决策——现金股利与股票回购[J].生态经济,2007(9).

(责任编辑: Z 校对: R)