

高股利政策

——贵州茅台的理性选择

■ 童盼 马俊杰

2011年3月21日,贵州茅台公布了2010年利润分配预案,即每10股送1股派现23元,创下了A股派现之最。此次现金分红的数额(含税)占合并报表中归属于上市公司股东的净利润的比率达44.8%,是贵州茅台自2005年以来,第5次增加现金股利,并且公司在坚持了多年的纯现金股利政策后,再次启动了股票股利。贵州茅台为什么会分配如此高的股利?是公司的理性选择,还是一时冲动?投资者对贵州茅台的高股利政策有何反应?

一、贵州茅台的股利政策概述

贵州茅台于2001年8月27日在上海证券交易所上市,其上市10年来的股利政策呈现出如下特征:①连续性。自上市后,贵州茅台坚持每年发放现金股利以回报投资者,这在我国1 000多家上市公司中难能可贵。据统计,2000~2009年,我国上市公司中能够连续10年发放现金股利的只有45家,占总数的4.62%。

②增长性。近年来,贵州茅台的股利支付水平稳步增长,2006年每股现金股利0.7元,2008年每股现金股利达1.156元,2009年继续上升至1.185元,到2010年每股现金股利达到2.3元,成为A股市场的派现之王。就股利支付率而言,2007~2009年一直保持在20%~30%之间,2006年和2010年的现金股利支付率均超过了40%。③高股利。与同行业公司相比,贵州茅台的每股现金股利和股利支付率均较高,尤其是每股现金股利比行业平均水平高出数倍甚至数十倍。

那么,贵州茅台的现金股利为何能稳步增长?是由于贵州茅台的长期盈利,还是由于公司缺乏投资机会,或者是其他原因?

二、贵州茅台的股利政策评析

1. 迎合股东或债权人的需要?

自上市以来,贵州茅台的第一大股东一直是中国贵州茅台酒厂有限责任公司,股权属性是国有法人股,其持

股比例在股权分置改革前一直维持在64.68%。2006年贵州茅台完成股改后,第一大股东的持股比例降为61.78%,但仍处于绝对控股状态。可见,贵州茅台的高股利政策不是由股权结构尤其是控股股东的变更引起的。另外,股改前,我国上市公司中流通股与非流通股并存,国内众多学者从代理成本的角度研究发现,现金股利是非流通股股东从上市公司转移资金的渠道,即现金股利迎合了非流通股股东的需要。而贵州茅台股改前的非流通股比例为67.97%,随着有限售条件的流通股份逐渐解禁,其非流通股(含有限售条件的流通股)的比例逐年下降,2007年、2008年分别为56.78%和51.78%,2009年更是下降为0。但随着非流通股比例的下降,贵州茅台的现金股利不降反升,可见贵州茅台的高股利政策不是为了迎合大股东的需要。

此外,贵州茅台2006~2010年的年报显示,公司既无长期借款也无短期借款,应付债券项目金额也为0,表明公司

益相关者共同监督机制。股东监事、债权人监事、职工监事分别接受股东、债权人、职工等利益集团的委托,为维护本集团的利益行使监督权。他们都有监督的原动力,这就能从根本上解决我国现行监事会监督动力不足的问题。

(二) 监事会的议事程序及方式应

保证其决议的客观性

应通过限定监事会会议的次数来提高监督的频率及主动性;通过规范监事会的会议形式来保证其决议的客观性。还可以借鉴德国模式,赋予监事会充分的权利,包括对于董事会成员的任免、财务监督权、业务监督权以及特定交易的

批准权。董事会有义务定期向监事会报告经营情况、盈利能力以及关联交易,这样不仅使得监事会能随时了解公司的经营状况,保持对公司业务的灵敏度,同时也能对董事会形成合理的监督。■

(作者单位:中央财经大学)

责任编辑 周愈博

没有有息负债,所以也就不存在迎合债权人问题。

2. 实施再融资的需要?

为了抑制大股东对中小股东的侵害行为,近年来监管机构发布的监管政策中将支付股利(特别是现金股利)作为上市公司进行股权再融资的条件之一。如2004年证监会发布的《关于加强社会公众股股东权益保护的若干规定》就规定:上市公司最近三年未进行现金利润分配的,不得向社会公众增发新股、发行可转换公司债券或向原有股东配售股份;2006年5月8日证监会发布的《上市公司证券发行管理办法》规定:上市公司公开发行证券的条件之一是“最近三年以现金或股票方式累计分配的利润不少于最近三年实现的年均可分配利润的百分之二十”;2008年10月9日证监会发布的《关于修改上市公司现金分红若干规定的决定》将上述发行条件修改为:

“最近三年以现金方式累计分配的利润不少于最近三年实现的年均可分配利润的百分之三十”。在这样的制度背景下,我国出现了众多上市公司为了再融资而发放现金股利的现象,并且每年的股利支付率往往随着监管政策的变化而变化。那么,贵州茅台多年来坚持高股利政策是不是也是出于这一目的?实际上,贵州茅台自上市以来,除首次公开发行A股募集199 814.45万元资金外就再也没有启动再融资计划,截至2010年年底,公司已累计使用募集资金197 771.34万元,仍剩余2 043.11万元。可见,“不差钱”的贵州茅台稳定增长的现金股利并不是为了再融资。

3. 高盈利下的自然选择?

贵州茅台自上市以来创造了高速增长的神话,总资产从约34亿元增加到约255亿元,增长了7.4倍;营业收入和净利润每年均实现增长,其中营业收入年均增长率达24.9%,净利润年均增长率为37.33%;净资产收益率也呈上升趋势,尤其是近5年每年均保持在30%左

右,超过行业平均水平;每股收益也同样实现了持续稳定的上升,且远远超过行业平均水平。贵州茅台的高增长与持续盈利为其积累了大量的资金,货币资金从2001年的19.56亿元增加到2010年的128.88亿元;未分配利润则从2001年的0.78亿元增加到139.03亿元。如此多的资金和利润可以用来干什么?投资、股票回购和发放股利是公司的三种选择。

首先,我们来看公司的投资状况。从贵州茅台自身的发展来看,公司仍处于增长期。公司在2003年产能突破1万吨,规划2015年实现产能4万吨,收入突破260亿元(含税),2020年实现产能5万吨,所以,其仍需大量资金进行项目投资。近年来,贵州茅台较大的投资项目包括2006年启动的“十一五”万吨茅台酒工程项目,2008年启动的“十一五”循环经济工业园区建设项目,2011年启动的“十二五”万吨茅台酒工程项目。但同时可以发现,这些与主营业务相关的投资项目的资金需求远小于其实现的利润,其2010年年报显示,公司计划投入25亿元实施新的项目建设,只相当于公司未分配利润总额的1/5左右。除了与主营业务相关的对内投资(如传统工艺的技改、产能的扩大、营销网络的建设等),公司的对外投资尤其是股权投资很少,其2006~2010年的对外股权投资增加额为0,对外债权投资方面仅2010年增加了5 000万元持有至到期投资,为商业银行次级定期债券投资。可见,公司进行投资后仍剩余大量资金,或者说公司近期没能为其高盈利积累的大量资金找到合适的投资项目。

其次,当公司拥有大量闲置资金时,可以进行股票回购,但我国对于股票回购的法律限制较严格,公司一般不能随意回购自己的股票,只有在某些特殊情况下才可进行。如减少公司注册资本;与持有本公司股份的其他公司合并;将股份奖励给本公司职工;股东因对股东大会作出的公司合并、分立决议持异议,

要求公司收购其股份。而对于贵州茅台来说,这些特殊情形基本不存在。另外,股票回购后,公司股价会上升。而贵州茅台在2011年5月31日的每股收盘价已达203.8元,实施股票回购将使公司股价进一步上升,这是公司股东和管理层都不愿看到的结果。可见,采用股票回购的方式来减少公司的资金和未分配利润同样不可行。

那么,在投资和股票回购都无法消化公司闲置资金的情况下,增加现金股利以回报股东就是贵州茅台自然而然的选择了。

4. 重启股票股利原因何在?

贵州茅台在坚持了多年纯派现的股利政策后,在2010年度利润分配方案中增加了送股的内容,原因何在?

首先,通过股票股利的发放进一步传递公司经营前景良好的信息。股票股利会扩大公司发行在外的股数,稀释每股收益和每股净资产,如果没有对未来高增长的把握,公司不会轻易启动股票股利。2011年“十一五”万吨茅台酒产能释放,再加之2011年茅台酒提价,贵州茅台高增长的前景可以预期。事实也正是如此,贵州茅台2011年一季度报显示,一季度净利润同比增长48.9%,实现基本每股收益2元。可见,贵州茅台此次分配股票股利表明对经营前景充满信心。

其次,股票股利的发放在一定程度上可以满足公司投资者关系管理的需要。作为一家高成长的企业,贵州茅台自上市以来就吸引了众多机构投资者。到2004年年底,公司前十大股东中机构投资者数已由2001年的1家增加到8家,之后一直稳定在8家;机构投资者持股比例在2003年年末只有6.67%,2004年猛升至18.5%,2007年和2008年更是升至25%左右,但2009年、2010年机构投资者减持现象较为明显,持股比例只有15%左右,表明机构投资者的投资热情在减退,这与贵州茅台的高股价有一定的关系。2010年年底,贵州茅台的股票

价格达到183.92元,仅次于洋河股份,成为A股第二高价股。如此高的股价将大大降低股票的上升空间,从而减少投资者的投资回报率。在此背景下,贵州茅台推出的2010年度高额派现加送股的股利分配方案,一方面可以用现金股利实实在在地回报投资者,提升投资者的信心;另一方面送股之后公司发行在外股数增加,股价会下跌,股票的上升空间加大,可以留住或吸引更多的机构投资者。实际上,贵州茅台历来重视投资者关系管理,如其在2010年董事会换届中,就增加了来自券商的独立董事。

三、贵州茅台股利政策的市场反应

笔者以股利宣告日为事件基准日,以股利宣告日前后五天为事件窗口来研究贵州茅台股利政策的市场反应。从表中可以看出,除2007年以外,贵州茅台股票在股利宣告日均产生了正的超额收益率,累计超额收益率也多多为正值,尤其是2008~2010年的累计超额收益率高达5%左右,这表明贵州茅台理性选择的股利政策得到了市场的认可。

四、启示

从贵州茅台的股利分配案例中,我

贵州茅台股利宣告日前后的股价反应表

股利宣告日	开盘价(元)	收盘价(元)	股票收益率	市场收益率	超额收益率	累计超额收益率
2011.06.27	207.20	208.27	0.89%	0.44%	0.45%	0.40%
2010.06.29	128.51	126.27	-1.36%	-4.27%	2.91%	4.38%
2009.06.25	132.99	135.89	2.95%	0.09%	2.86%	5.46%
2008.06.10	159.06	157.83	-3.66%	-7.73%	4.67%	4.69%
2007.07.09	118.20	120.15	1.93%	2.69%	-0.76%	-3.12%
2005.07.29	53.02	53.16	-0.26%	-0.32%	0.06%	-2.83%
2004.06.25	33.43	33.80	1.72%	-1.87%	3.59%	3.63%
2003.07.08	24.95	25.17	1.21%	0.70%	0.51%	0.46%
2002.07.18	36.05	36.24	0.95%	0.19%	0.76%	1.60%

注:2005年度股利分配方案的股利宣告日为2006年5月15日,此时贵州茅台正处于股改停牌期间,因此无法取得2006年股利宣告日前后股价反应的数据;股票收益率=(股票当天收盘价-股票前一天收盘价)/股票前一天收盘价;市场收益率=(上证综指当天收盘指数-上证综指前一天收盘指数)/上证综指前一天收盘指数;超额收益率=实际收益率-市场收益率。

们可以得出两点启示:第一,股利政策的制定是个系统工程,需要综合考虑企业各方面的状况,如投资状况、融资状况、股票回购等,同时还需平衡公司各利益相关者(如大股东、机构投资者、债权人等)之间的利益。第二,积极回报投资者的股利政策可以让公司与股东实现“双赢”。作为国酒的生产者,贵州茅台虽然已经享誉中外,但通过慷慨的现金股利发放可以进一步为其做广告,稳定公司的声誉和知名度;对于股东而言,则可以从高股利政策所带来的现金分红和股价上升中获取高额投资回报。

正如贵州茅台管理层所表示的:“回馈股东、与股东分享公司成长带来的收益是上市公司的一个基本准则,公司利益和股东利益从长远来看是一致的,长期投资公司的投资者将分享到公司成长带来的更多收益。贵州茅台坚持每年向投资者进行丰厚的分红,这是公司诚信经营和回报股东的最直接也是最有效的方式。”

[本文为北京市属高等学校人才强教计划资助项目,项目号:PHR201008254]

(作者单位:北京工商大学商学院)

责任编辑 陈利花

● 词条

乖离率

乖离率(BIAS)是用来衡量指数或个股当日收盘价与平均数之间的差距的,其计算公式为:BIAS=(当日指数或收盘价-N日平均指数或收盘价)/N日平均指数或收盘价×100%。乖离率是根据葛兰碧法则推演而成的,其特性为当股价距离平均线太远时,便会向平均线靠近,但却并没有明确显示出究竟距离多远才会向平均线靠近。乖离率可分为正乖离率与负乖离率,股价在平均线之上为正乖离,相反为负乖离,当股价与平均线相交时,则乖离为零。当正乖离持续扩大时,表示持股者获利日益丰厚,因而当正乖离扩大至某种程度时,会因投资者获利了结的卖压使股价向平均线回跌。同理,当负乖离持续扩大至某种程度后,持股者损失已经很重,不愿再赔本杀出,此时卖压渐轻,而空仓者见股价很低,会进场回补,这样会使股价向平均线靠近。在规模不大的我国证券市场上,由于人为的投机操作浓厚,容易产生股票暴涨暴跌的现象,其乖离程度往往会很大,但终究有个限度,因此利用乖离率来预测股价变动情形不失为技术分析的重要参考指标,尤其是对于短线操作的投资者来说,有相当高的准确性。