

---

# 股利政策制定背后的迷雾——基于长源电力案例分析

专业领域/方向：财务管理

使用课程：《财务管理理论与实务》、《高级财务会计理论与实务》

选用课程：《财务管理理论与实务》

**编写目的：**通过本案例的学习和讨论帮助学生理解企业分配的基本原理，掌握股利分配的相关问题；同时，将案例分析过程嵌入中国制度背景之中，帮助学生理解实践中的大股东机会主义行为可能会将股利分配方案异化成掏空中小股东的操纵工具；通过对案例的全方位讨论，提升学生深入理解不完善监管环境下中国资本市场中存在的乱象，有助于在未来投资中识别陷阱。

**知识点：**现金股利、股票股利、内幕交易

**关键词：**股利政策、大股东减持、股权结构

**中文摘要：**长源电力 2015 年高送转利润分配方案与大股东减持两件重要事件同步发生，引起深证证券交易所关注。中国公司股权高度集中，大股东有着足够动机和充分的能力来控制公司行为，可能会产生大股东与小股东之间利益冲突。本案例通过长源电力大股东减持与高送转股利分配方案两者之间可能存在的因果关系，来考察大股东攫取公司利益的渠道。

**Abstract:** Chang Yuan Electric Power CO.Ltd in 2015 to send high stock dividend and reduction scheme of major shareholders events occur simultaneously, causing the Shenzhen stock exchange attention. Chinese companies have a high concentration of shares. Large shareholders have sufficient motivation and capacity to control corporate behavior, may have a conflict of interest between major shareholder and minority shareholders. In this case, we investigate the causal relationship between the reduction scheme of the major shareholder and the high stock dividend .

# 股利政策制定背后的迷雾——基于长源电力案例分析

## 引言

每年一月到四月是上市公司披露年报的时间，市场上的投资者除了关心公司业绩外，对于公司股利分配方案也是翘首以盼。Baker 和 Wurgler(2004)提出迎合理论，指出公司制定股利政策时会迎合投资者的需求，如果发放股利的公司估值越高，公司则倾向于支付股利。支晓强等（2015）基于迎合理论，研究发现，股改后，上市公司现金股利政策更加注重中小投资者的偏好。股票股利溢价对上市公司的股票股利政策在股改前后均有显著影响，表明股票股利政策与中小投资者的偏好密切相关。实践中，我们发现高送转方案推出后，伴随而来的是股价短期飙升。我国的上市公司在很长的历史时期内，治理问题的重点是解决大股东和小股东之间代理问题。即使股权分置改革完成，股票已实现全流通，大股东控制也将在我国长期存在下去（姜国华等，2006）。那么，股利分配方案是否会沦为大股东或管理层操纵股价的工具呢？换而言之，当大股东拟减持时，公司是否会制定某种股利分配方案，表面上是迎合中小投资者需求，而真实目的却是暗中配合大股东高位套现呢？

## 一、公司概况

### （一）公司简介

国电长源电力股份有限公司，1995 年 2 月 28 日经湖北省人民政府同意，以湖北省经济技术体制改革委员会批准，以发起方式设立的股份有限公司。1996 年 7 月 30 日经湖北省人民政府同意，湖北省体改委以鄂体改(1996)133 号文批准公司增资扩股，扩股后注册资本为 218,451,700.00 元。2000 年 3 月 16 日在深圳证券交易所上市交易，证券简称长源电力，代码 000966，注册地址为湖北省武汉市洪山区徐东大街 113 号国电大厦，注册资本 5.54 亿。2003 年，因国家对电力体制实施重大改革，公司控股股东由湖北省电力公司变为中国国电集团公司。

## (二) 公司业务介绍

公司成立以来，主营业务为电力、热力生产和经营。2009 年开始，公司主营业务为电力、热力、煤炭的生产和销售。所生产的电力全部输入湖北电网，热力主要供给当地企事业单位。截止 2015 年末，公司可控总装机容量为 365.03 万千瓦，其中火电 359 万千瓦，风电 4.95 万千瓦，生物质 1.08 万千瓦。公司装机容量占湖北全省发电装机容量 6,410.78 万千瓦(含三峡 2,240 万千瓦)的 5.69%，公司火电装机容量占湖北全省火电装机容量 2,575.52 万千瓦的 13.94%。

## 二、事件情景回放

### (一) 大股东减持预披露方案与股利分配方案相继粉墨登场

#### 1. 第二大股东减持股份预披露公告

公司于 2016 年 4 月 1 日收到股东湖北省能源集团有限公司《关于拟减持长源电力部分股票的告知函》，公告指出能源集团因经营发展需要，自减持计划公告起十五个交易日后的十二个月内，通过集中竞价交易方式以市价减持的数量不超过 2200 万股，且连续三个月内减持数量不超过公司股本的 1%。

既然能源集团是为经营发展需要而减持股份获取资金，减持计划应为慎重决策。而 2016 年 4 月 6 日，长源电力却发布了能源集团减持股份预披露的补充公告。与其说是补充公告，不如说是变更减持计划。补充公告显示，能源集团减持计划公告之日起十五个交易日后（4 月 26 日）的六个月内，预计减持股份数量不超过 1100 万股，并规定减持比例不低于 11 元/股。两次减持公告内容对比如下：

表 1-1 减持公告内容变动情况

	调整前	调整后	变化状况
减持原因	经营发展需要	经营发展需要	无
减持期间	自减持计划公告之日起十五个交易日后的十二个月内	首次减持自减持计划公告之日起十五个交易日后的六个月内	减持期缩短六个月
减持数量及比例	以市价减持的数量不超过 2,200	按照目前公司的总股本，预	减持数量减少为初次

	万股（占本公司总股本比例 3.97%），且连续三个月内减持数量不超过公司总股本的 1%	计减持股份数量不超过 1,100 万股（即不超过公司总股本的 1.985%），且连续三个月内减持数量不超过公司总股本的 1%	公告数量的一般
减持价格		不低于 11 元/股	规定减持价
减持方式	通过集中竞价交易方式	通过集中竞价交易方式	无
其它说明	无	若公司有送股、转增股本等股份变动事项，本次减持数量、价格将随之相应变动	若有股利政策，减持时数量和价格进行相应变动

## 2. 超预期股利分配方案随之而来

2016 年 4 月 28 日，长源电力披露《国电长源电力股份有限公司利润分配方案公告》称，拟以 2015 年末总股本 554,142,040 股为基数向全体股东每 10 股派现 2.6 元（含税），并以资本公积转增股本，转增比例为每 10 股转增 10 股。

## （二）“减持计划与高送转”两事件巧合还是合谋

### 1. 来自交易所的问询函

“瓜田李下嫌疑大，寡妇门前是非多”，高送转分配方案对股价强势上涨具有强大推力，而大股东作为公司信息重要知情者，在超预期利润分配方案推出前夜提早发布减持计划，投资者和监管层自然会合理怀疑这两件事情具有极强的关联性。

深圳证券交易所对于上述两件相机而发的事件表示关注。2016 年 5 月 2 日，向长源电力发送《关于对国电长源电力股份有限公司的关注函》（以下简称《关注函》），请其核查以下事项：

(1) 你公司持股 5% 以上股东及董事、监事和高级管理人员在上述利润分配方案披露前 6 个月内的增持情况，包括在二级市场增持、认购你公司定向增发股份、参与股权激励或员工持股计划等；

(2) 上述利润分配方案的具体筹划过程，你公司在信息保密和防范内幕交易方面所采取的措施，相关信息的保密情况以及是否存在信息泄露；

(3) 你公司第二大股东湖北能源集团及其主要董事、监事和高级管理人员

---

知悉上述利润分配方案的具体时间，是否存在涉嫌内幕交易的情况。同时结合最近三年你公司主营业务发展及利润分配实施情况，补充说明提出上述利润分配方案的主要原因及合理性，是否存在配合第二大股东减持计划而提出上述利润分配方案的情形；

(4) 根据本所《主板上市公司规范运作指引》的相关规定，详细说明近期接待机构和个人投资者调研的情况，是否存在违反公平披露原则的事项。

(5) 核查你公司控股股东、控股股东董事、监事、高级管理人员及其直系亲属、你公司董事、监事、高级管理人员及其直系亲属、上述利润分配方案的内幕信息知情人是否存在买卖你公司股票的行为，是否存在涉嫌内幕交易的情形。

通过《关注函》可以发现，深圳证券交易所对于长源电力分配方案消息是否存在泄漏而导致内幕交易表示关注，并质疑其是否为配合第二大股东减持计划而提出上述利润分配方案。如果质疑成真，那么利润分配已不再是简单的回馈投资者的机制，而可能异化成大股东、董监高以及其他知情者蚕食中小投资者利益的工具。

## 2. 上市公司无罪辩词

上市公司对于深圳证券交易所的关于内幕交易和配合大股东减持的质疑予以否认。

回复函中，长源电力指出 2016 年 3 月 11 日公司总经理办公会，专题研究 2015 年度报告及相关利润分配方案，严格控制了参会人员范围。在讨论利润分配方案时，仅限公司高级管理人员、财务部负责人、具体财务报表编制人员及会议记录人员等 11 人参加，其余人员全部回避。为避免利润分配方案消息提前泄露，公司上述总经理办公会有关纪要中未记载具体分配方案，并在会议上重点强调保密纪律。据此，公司认为采取了必要、妥当的信息保密和防范内幕交易措施，不存在信息泄露的情形。公司于 2016 年 4 月 15 日报送给能源集团派驻的两名董事的会议材料由公司证券融资法律部指派专人交其证券部专人接受。而在此之前，公司未以任何方式向其他第三方透露年度报告及利润分配方案的任何信息。据此，长源电力认为其与能源集团及其主要董监高之间不存在任何形式的内幕交易行为。

关于形成 2015 年度利润分配方案的原因及合理性，公司称为满足广大投资

者的合理诉求，积极回报股东，与所有股东分享公司发展的经营成果，公司董事会经与独立董事、监事会充分讨论，并通过多种渠道充分听取中小股东意见，在考虑对全体股东持续、稳定的回报基础上形成了公司 2015 年度利润分配方案。据 WIND 资讯统计，公司在电力类上市中每股收益、净资产收率等指标排名居于前列，股本总额、市值/营业收入等指标位于后列。鉴于公司当前稳健的盈利能力和良好的财务状况，并结合公司发展目标和未来的前景，在保证公司正常经营和长远持续健康发展的前提下，公司董事会提出的本次资本公积金转增股本预案兼顾了股东短期利益和长远利益，充分考虑了广大投资者的合理诉求，与公司经营业绩及市场定位相匹配。

### 三、分红公告的市场反应与大股东减持

通过下图，可以发现长源电力在 4 月 28 日发布利润分配公告后，股票当天一字板涨停。公告后第二天即 29 日，股票盘中最高涨 5.67%，收盘涨 3.33%。公告后第三个交易日即 5 月 3 日，股票盘中最高涨至 8.73%，收盘涨 7.98%。利润分配公告后[0, 2]三天内涨幅累计为 22.56%。

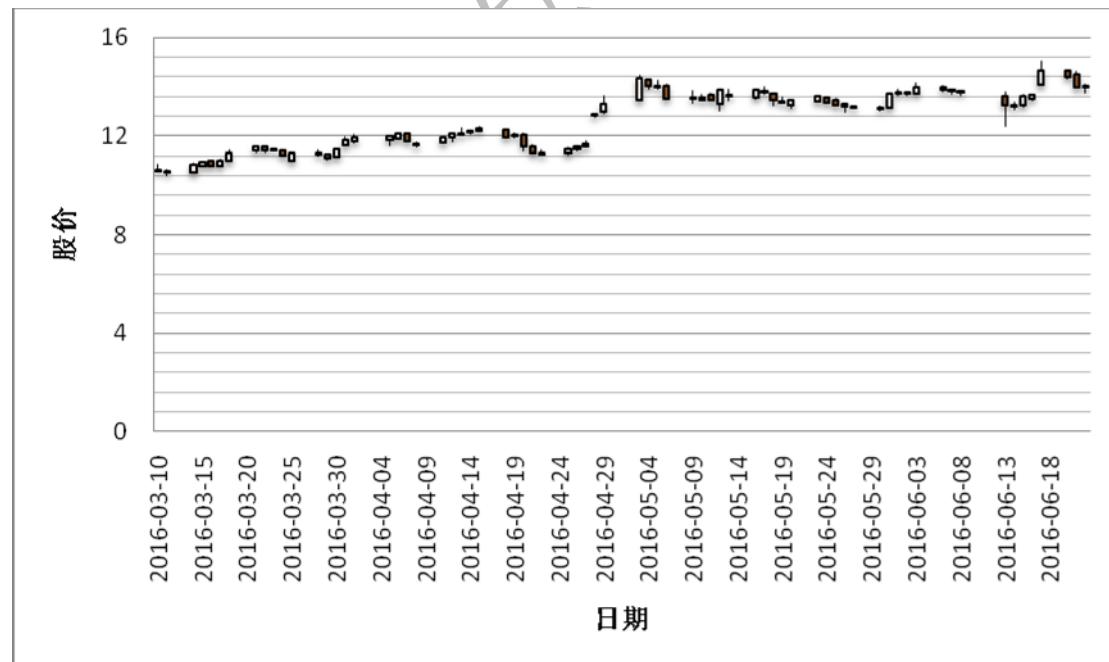


图 3-1 利润分配公告日附近股票走势图

在减持计划中，湖北能源计划减持计划公告日起十五个交易日后的十二个月内，以集中竞价方式减持长源电力股份不超过 2200 万股，且连续三个月内减持

---

数量不超过长源电力总股本的 1%。公司 5 月 7 日发布权益变动公告称，公司第二大股东湖北能源于 4 月 29 日-5 月 4 日出售长源电力股份 554 万股，占长源电力总股本的比例为 0.9997%。通过权益变动公告，我们可以发现，长源电力大股东湖北能源在利润分配方案公告后五个交易日完成连续三个月内减持数量不超过总股本 1%的减持计划。

不难看出，大股东湖北能源所减持股票价位较利润分配公告日前高 20%左右。利润分配公告日前 30 个交易日股票均价为 11.62，则 554 万股在利润分配公告日前 30 个交易日平均市值为 6434.48 万元。而股价由于受到利润分配方案事件影响，减持的三个交易日的平均股价为 13.88 元，则 554 万股市值 7689.52 万元。据此计算，大股东减持的 554 万股在利润分配方案公告前后增值 1255.04 万元。

#### 四、讨论问题

1. 大股东作为重要知情人，在公司发布利润公告日期附近宣布减持计划是否合规？
2. 监管部门应该如何防范和发现大股东可能存在的内幕交易行为？
3. 大股东减持理由是经营发展需要，这是否涉嫌信息披露不充分？应该如何监控大股东利用自身话语权左右公司行为配合其高位减持套现，攫取中小股东利益行为？
4. 长源电力 2015 年利润分配方案与大股东湖北能源减持两者是完全独立的巧合事件吗？
5. 长源电力 2015 年利润分配方案对报告期内净资产收益率以及投资者持股比例是否产生实质性的影响？