



## 第九章 股利政策

股利的种类与支付程序

股利理论

实践中的股利政策

股票股利、股票分割与股票回购



# 预备知识\*

## 公司利润分配程序：

### 一、弥补以前年度亏损

- 根据《公司法》规定，公司当年利润应首先用于弥补以前年度，只有当企业税前利润弥补亏损后仍有剩余时，才需缴纳企业所得税。税后利润即为净利润，是可供分配的利润基数。

### 二、提取法定盈余公积金

- 提取比例：按净利润的 10% 提取法定盈余公积，直至该公积金累计额达到公司注册资本的 50% 以上时，可不再提取。
- 用途：主要用于弥补亏损、扩大生产经营、转增注册资本、分配股利。



### 三、提取任意盈余公积金（可选）

- 提取依据：由股东会或股东大会根据公司章程或决议自行决定提取比例（无强制规定）。

用途：用途与法定盈余公积类似，但提取和使用更灵活

### 四、向股东分配利润（股利分配）

- 分配顺序：

i. 优先股股东：若公司发行了优先股，需按约定的股息率优先分配股利。

ii. 普通股股东：向普通股股东分配剩余利润

### 五、未分配利润结转

- 当年净利润经过上述分配后，剩余部分计入未分配利润，留待以后年度分配



# 第一节 股利的种类与支付程序

企业的税后利润拿出多少分配给股东，留存多少用于企业再投资使用，直接关系到股东的当期收益和企业未来发展的能力。

股利政策是公司财务管理的核心决策之一，主要解决“是否分配股利、分配多少股利、以何种形式分配”等问题。不同企业根据自身财务状况、发展阶段和战略目标，会选择不同的股利政策。

每股股利：股利分配总额/股数

股利支付率：每股股利/每股收益

股息率：每股股利/股票价格



# 一、股利的种类

股利有现金股利、股票股利、财产股利等形式

## 1. 现金股利

现金股利 (cash dividend) 是股份有限公司以现金的形式从公司净利润中分配给股东的投资报酬，也称“红利”或“股息”。现金股利是公司最常用的股利分配形式。支付现金股利要求公司充足的现金。



## 2.股票股利

股票股利(stock dividend, 也称送股)是公司以增发股票的形式作为股利的支付方式。分配股票股利不会减少公司现金，如果公司现金紧张或者需要大量的资本进行投资，可以考虑采用股票股利的形式。

## 3.财产股利

以现金以外的资产支付的股利。财产股利可以是上市公司持有的其他公司的有价证券，也可以是实物。



## 二、股利的发放程序

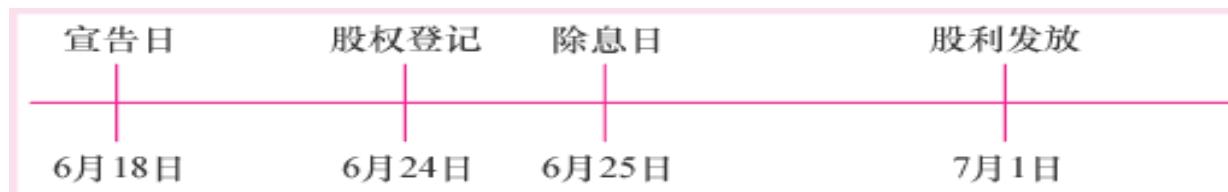
根据我国《公司法》的规定，公司股利政策的确定，先由董事会根据公司盈利水平提出股利分配预案，然后提交股东大会审议决定；股东大会审议通过股利分配预案之后，向股东宣布股利支付的方案，并确定股权登记日、除息日和股利支付日等。

1. **股利宣告日**是股东大会审议通过董事会制订的股利分配方案，并对外公布的日期。
2. **股权登记日**只有在股权登记日这一天收盘后，登记在册的股东才有权享受公司本次分红派息，即便在股权登记日之后，将公司股票出售，其仍然能够获得股利。



3. **除息日**是领取股利的权利与股票相互分离的日期。在这一天及之后买入该公司股票的投资者，将不再享有本次股利分配的权利。由于在除息日，股利不再包括在股票价值之内，所以当天的股票价格会有所下降。理论上，股票价格下降的水平应当与宣告发放的股利水平相一致。

4. **股利支付日**是公司实际向股东支付股利的日期。在股利支付日，公司根据股权登记日的记录，将股利支付给在股权登记日持有股票的投资者。

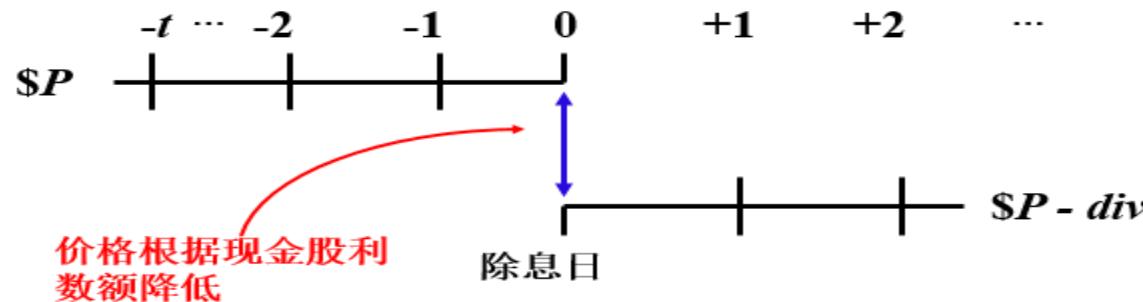


以我国上市  
公司为例



## 除息日的股票价格表现

P是除息日之前股票价格，如果发放现金股利，那么在除息日，理论上股票价格等于  $P-D$ ，D是每股现金股利。



如果是发放股票股利，除息日股票价格= $P/(1+Ds)$ ， $Ds$ 是股票股利发放率。

股利发放后，市场价格真实的反应有可能和理论上的除息价格不完全一致。



## 第二节 股利理论

股东的投资收益分为资本利得和现金股利。资本利得是指股票价格的增值收入，与公司未来的增长潜力有关。

公司制定股利政策，就是要使投资者在取得当前股利与将来股价增长收益之间取得较好的平衡。股利政策理论探讨的重点就是股利政策是否会影响企业价值及股东的财富。

- 股利政策无关理论
- 股利政策相关理论



# 一、股利政策无关理论

- 由米勒（Miller）和莫迪格莱尼(Modigliani) 首次提出的。
- MM理论认为：在完善的资本市场条件下，股利政策不会影响公司的价值。公司价值是由本身获利能力和风险组合所决定，而不是由公司股利分配政策所决定。





# MM理论的基本假设

## 1. 完美资本市场

- 充分竞争
- 无税环境
- 无交易成本
- 信息完全对称

## 2. 理性投资者假设

- 追求效用最大化

## 3. 完全确定性

- 投资者能够准确预知公司未来的投资项目、收益情况以及市场利率等所有相关信息，不存在不确定性。



股利无关论认为：

- (1) 公司的股利政策不会对公司的价值或股票价格产生影响。投资者不关心公司股利的分配，公司的价值完全由其投资决策的获利能力和风险组合所决定，而与公司的利润分配政策无关。
- (2) 投资者对股利和资本利得没有偏好，他们只关注投资的总收益。在完美资本市场假设下，投资者可以通过自制股利来满足自己的现金流需求。如果公司不发放股利，投资者可以通过出售部分股票来获得现金，这与公司发放股利在经济上是等效的。



## 二、股利政策相关理论

1. “一鸟在手” 理论
2. 税收差别理论
3. 客户效应理论
4. 信号传递理论
5. 交易成本与代理成本理论
6. 迎合理论



## 1. “一鸟在手” 理论

“一鸟在手” 理论是由美国财务学家迈伦·戈登和约翰·林特纳提出的。

**基本观点：**投资者更偏好于现金股利，而不是未来不确定的资本利得。该理论认为，用留存收益再投资给投资者带来的收益具有较大的不确定性，并且投资的风险随着时间的推移会进一步增大，因此，投资者更喜欢现金股利，而不愿意将收益留存在公司内部，去承担未来的投资风险。

**结论：**当公司支付较高的股利时，公司的股票价格会随之上升，公司价值将得到提高。



## 2. 税差理论

现金收益税和资本利得税有差异。具体体现在：

- **税率差**。资本利得税一般小于现金收益税。
- **股东在纳税上存在时间差**。继续持有股票可以延迟资本利得税的缴纳，可以体现延迟交税的时间价值。

因此，税收差别理论认为，如果不考虑股票的交易成本，出于避税的考虑，投资者更倾向于获得资本利得而非股利收入，公司应采取低股利支付率的政策，以实现股东财富最大化。

如果存在股票的交易成本，并且股票的交易成本与资本利得税之和大于现金收益税时，企业才应该采用较高的股利支付率政策。



### 3.客户效应理论

- 客户效应理论是在税差理论基础上发展而来。由于投资者的税收状况、收入需求、风险偏好等因素存在差异，他们会对公司的股利政策产生不同的预期和偏好，进而形成不同的投资者客户群体。
- 由于不同的投资者群体对股利政策有着不同的偏好，公司应根据自身股东群体的特点来制定相应的股利政策。



## 4.信号传递理论

在信息不对称情况下，公司的管理层和外部投资者之间存在信息差异。股利政策会传递公司有关未来盈利前景的信息，股利政策所产生的信息效应会影响股票的价格。

公司提高股利支付水平，通常被市场视为公司未来盈利前景良好、现金流充足的积极信号。公司降低股利支付水平可能被市场解读为负面信号，暗示公司可能面临盈利能力下降、现金流紧张或投资机会减少等问题。

稳定的股利政策向外界传递了公司经营状况稳定的信息，有利于公司股票价格的稳定。反之，如果公司的股利支付水平突然发生变动，投资者可能会认为公司的经营状况或未来前景发生了变化，从而调整对公司的预期，导致股价波动。

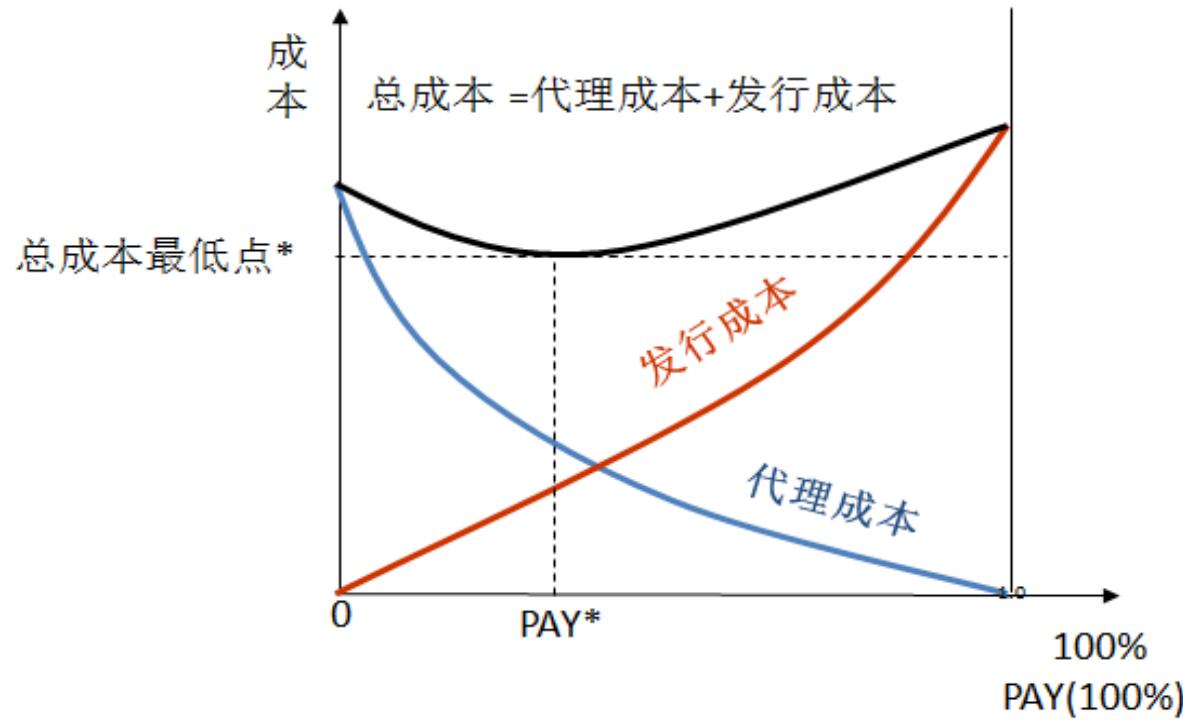


## 5.代理成本与交易成本

代理理论认为，股利政策有助于缓解代理冲突。股利的支付能够减少管理者可支配的自由现金流量，抑制管理者的过度投资行为和在职消费，从而保护股东的利益。

但是，较高的股利支付率隐含着较高的外部筹资成本，又会降低公司价值。

因此，公司最佳股利支付率是在提高股利支付引起的外部筹资成本增加与代理成本减少两者权衡的结果。最优的股利政策应使两种成本之和最小。



股利支付率与代理成本、发行成本的关系



除股东与经理层利益冲突外，企业还存在股东与债权人的利益冲突、大股东与小股东利益冲突。

**股东与债权人的利益冲突。** 债权人为保护自身利益，希望**低股利政策**，通过限制性条款约束企业。

**大股东与小股东利益冲突。** 小股东希望**多发股利**，抑制大股东的利益侵害。

股利分配作为一种重要的财务活动受各种委托代理关系博弈的影响。



## 6. 迎合理论

迎合理论是行为金融学领域的重要理论，假设投资者存在非理性行为，其对股利的偏好会随情绪或市场环境变化而波动，例如，在经济繁荣时期，投资者可能更偏好股票股利，因为他们认为公司有更多的资金用于再投资，会带来更高的资本利得；而在经济衰退时期，投资者可能更倾向于现金股利，以获得稳定的收益。

管理者理性而投资者非理性。理性的管理者通过迎合投资者偏好制定股利政策，以获得股票溢价。



## 第三节 实践中的股利政策



一 股利政策与投资、筹资决策



二 典型的股利政策



三 影响股利政策的因素



# 一、股利政策与投资、筹资决策

公司财务活动主要是三大财务决策（投资、筹资、股利政策）。如果公司存在着较多的投资机会，其经营现金又不足以满足投资需要时，向股东派发的股利越多，需要筹措的外部资本也越多。

公司需要在投资、筹资、分红等方面进行权衡与调整。



## 二、典型的股利政策

### 1. 剩余股利政策

核心逻辑：在满足投资项目资金需求后，将剩余利润用于分配股利。投资优先。  
适用场景：

- 成长型企业：处于扩张期，需大量资金投入研发、并购或产能建设。
- 初创公司：利润有限，优先保证生存和发展。

优点：

- 保持理想的资本结构（财务杠杆稳定），降低加权平均资本成本。
- 避免外部融资（如发行股票）的高成本和股权稀释。

缺点：

- 股利波动大：受投资机会和盈利水平影响，股东难以预测分红，可能导致股价波动。

不适合依赖稳定分红的投资者（如机构投资者、退休股东）。



步骤1

根据选定的最佳投资方案，确定投资所需的资金数额

步骤2

按照**目标资本结构**，测算投资需要增加的股权资本数额

步骤3

税后利润首先满足投资需要增加的股权资本数额

步骤4

剩余部分向股东分配股利



【例】某公司的净利润为6000万元，公司的目标资本结构为40%的负债和60%的股东权益，根据公司加权平均的边际资本成本和投资机会计划确定投资计划所需的资本为7000万元。按照剩余股利政策，公司预计的股利发放额和股利支付率如下：

资本支出预算 7000

净利润 6000

资本预算所需要的股东权益资本  $7000 \times 60\% = 4200$

股利发放额  $6000 - 4200 = 1800$

股利支付率  $1800 / 6000 = 30\%$



## 2. 固定股利政策（定额）或稳定增长股利政策

固定股利政策是指公司在较长时期内每股支付固定股利额、使其保持稳定的水平。稳定增长股利政策是指公司考虑了通货膨胀因素，保持公司的每年的股利在上一年基础上按固定增长率稳定增长。

### 优点：

- 可以向投资者传递公司经营状况稳定的信息。
- 有利于投资者有规律地安排股利收入和支出。
- 有利于股票价格的稳定。

### 缺点：

- 灵活性差，股利支付与盈利脱节，可能会给公司造成较大的财务压力
- 不能像剩余股利政策保持综合资本成本率最低。
- 可能影响投资需求，或不得不进行较贵的外部筹资，或影响原来的目标资本结构

盈利稳定或处于成长期的企业偏好采用。蓝筹股



### 3. 固定股利支付率政策（定率）

固定股利支付率政策是公司每年都从净利润中按固定的股利支付率发放现金股利，股利支付率常年不变。

**优点：**

这种股利政策使公司的股利支付与盈利状况密切相关：盈利状况好，则每股股利额增加；盈利状况不好，则每股股利额下降。这种股利政策**不会给公司造成较大的财务负担**。

**缺点：**公司每年所发放的股利会随着公司收益的变动而变动，从而使公司的股利支付极**不稳定**，由此导致股票市价上下波动，很难使公司的价值达到最大，也不易树立良好形象。可能影响投资和筹资决策。

成熟阶段或财务状况较稳定的企业偏好采用。部分制造业企业



#### 4. 低正常股利加额外股利政策（阶梯式）

低正常股利加额外股利政策是一种介于固定股利政策与变动股利政策之间的折中的股利政策。这种股利政策每期都支付稳定的、较低的正常股利额，当企业盈利较多时，发放额外股利。当意外增加的盈利消失时，公司的股利政策也回复到原有的低股利水平。

这种股利政策兼具灵活性和稳定性，不会给公司造成较大的财务压力，又能保证股东定期得到一笔固定的股利收入。

股利仍然呈现一定的波动性；如果公司较长时期一直发放额外股利，股东就会误认为这是正常股利，一旦取消，极易造成公司“财务状况”逆转的负面影响，从而导致股价下跌。

盈利周期性强的企业，如大宗商品企业



## 小结

| 政策类型                | 核心目标          | 典型企业                    | 适合阶段                 |
|---------------------|---------------|-------------------------|----------------------|
| 剩余股利政策              | 优先满足投资，优化资本结构 | 初创期、高增长企业               | 扩张阶段                 |
| 固定股利政策              | 稳定股价，吸引长期投资者  | 成熟期、盈利稳定企业              | 稳定发展阶段               |
| 固定股利支付率政策           | 按比例分配，体现业绩挂钩  | 盈利波动小、现金流 <u>稳定</u> 行业  | 各阶段（ <u>需</u> 业绩可预测） |
| <u>低正常</u> + 额外股利政策 | 灵活应对盈利波动      | 周期性行业、现金流不 <u>稳定</u> 企业 | 波动较大阶段               |



### 三、影响股利政策的因素

- 法律因素
- 契约因素
- 公司内部因素
  - 财务状况
  - 股东因素
  - 管理层偏好与信号传递
- 税收政策
- 行业因素
- 宏观因素



## 1. 法律因素

**资本保全约束：**公司不能用资本（包括股本和资本公积）发放股利，目的是维持企业资本的完整性，保护企业完整的产权基础，保障债权人的利益。

**企业积累约束：**企业必须按规定提取法定盈余公积金根据自身情况提取任意盈余公积金。

**净利润约束：**公司年度累计净利润必须为正数时才可发放股利，以前年度亏损必须足额弥补。



## 2. 契约因素

契约性约束（债务合同或优先股条款）

债权人为保护自身利益，可能在贷款合同中限制企业股利发放比例（如规定“股利支付率不得超过净利润的 50%”）。

优先股通常有固定股息支付义务，可能影响普通股股利政策。



### 3.公司内部因素

#### --财务状况

- 现金流量、资产流动性+
- 盈利及稳定性+
- 投资机会 -
- 筹资能力 +
- 融资成本 -
- 资本结构、还债需要 -



## --股东因素

- **股利偏好和避税：**
- **大股东持股比例高：**若大股东需现金（如个人财务需求），可能倾向高股利；若大股东更关注长期持股权价值，可能支持低股利、高留存。
- **机构投资者主导：**倾向稳定股利（如养老基金）。
- **小股东偏好：**散户可能更偏好现金股利（vs 资本利得）。
- **控制权的稀释：**
- 公司大量发放现金股利，公司留存收益减少，需要通过外部融资来满足资金需求。如果采用股权融资方式，会稀释现有股东的控制权。因此，对于那些对公司控制权比较敏感的股东，可能会反对高股利政策。



## --管理层偏好与信号传递

- **信号理论：**高股利可能传递“公司未来盈利乐观”的信号，低股利可能被解读为“业绩前景不佳”（但需结合行业特性，如科技企业低股利未必是负面信号）。
- **代理成本理论：**高股利可减少管理层滥用自由现金流的风险



## 4. 税收政策

### • 股利所得税 vs 资本利得税：

- 若股利税率高于资本利得税（如美国历史上的政策），企业可能倾向低股利、高股价增长（通过回购替代股利）。
- 中国目前对个人转让股票的资本利得继续暂免税，股息红利实施差别化税率（持股超1年免税）



## 5. 行业因素（企业生命周期）

- 成熟行业（如公用事业、消费）：现金流稳定，高股利是行业惯例。
- 高增长行业（如科技、新兴产业）：低股利甚至不分红，以留存资金支持研发和扩张。

## 6. 宏观经济环境

- 经济下行期：企业倾向储备现金，减少股利发放以应对不确定性。
- 利率水平：若市场利率高，企业可能通过低股利留存资金（避免高成本外部融资）



## 第四节 股票股利、股票分割与股票回购



股票股利



股票分割



股票回购



## 一、股票股利

股票股利，也称“送股”，公司以增发股票的方式所支付的股利，不涉及现金流出。

从会计的角度看，虽然股东权益总额不变，但是股票股利会使资本在股东权益内部账户之间发生转移，未分配利润减少，普通股和资本公积账户增加。

股票股利会使发行在外的股数增加、每股价降低，但它并未改变每位股东的股权比例，理论上也不增加股权价值。



**【例】**假设公司宣布发放10%的股票股利，股票的公平市价为每股10元，即公司要增发100 000股的普通股，现有股东每持有10股即可收到1股增发的普通股。随着股票股利的发放，留存收益中有1 000 000元( $1\ 000\ 000$ 股 $\times 10\%\times 10$ 元)的资本要转移到普通股和资本公积账户上去。由于面额(1元)不变，因此，增发100 000股普通股，普通股账户仅增加100 000元，其余900 000元超面额部分则转移到资本公积账户，而该公  
司股东权益总额不变。



## 【例】某公司发放10%股票股利前后的资产负债表

发放股票股利前后股东权益      单位：万元

| 发放股票股利前股东权益          |       | 发放股票股利后股东权益          |       |
|----------------------|-------|----------------------|-------|
| 普通股(1 000 000股，每股1元) | 100   | 普通股(1 100 000股，每股1元) | 110   |
| 资本公积                 | 100   | 资本公积                 | 190   |
| 留存收益                 | 500   | 留存收益                 | 400   |
| 股东权益合计               | 700   | 股东权益合计               | 700   |
| 负债和股东权益总计            | 1 000 | 负债和股东权益总计            | 1 000 |



发放股票股利后的每股收益 =

$$\frac{E_0}{1 + D_s}$$

$E_0$ ——发放股票股利前的每股收益；

$D_s$ ——股票股利发放率。

发放股票股利后的每股市价 =

$$P = \frac{P_0}{1 + D_s}$$

$P_0$ ——发放股票股利前的每股市价；

$D_s$ ——股票股利发放率。

股票股利发放后，虽然股东持有的股票数量增加了，但由于股票价格下降了，所以股东财富并没有增加。尽管股票股利不直接增加股东的财富，也不增加公司的价值，但对股东和公司都具有特殊意义。



## 股票股利对股东的意义

公司发放股票股利后，其股价走势各有不同。

**填权行情：**股票股利发放后其股价高于除权价格。

**贴权行情：**股票股利发放后其股价低于除权价格。

股东因填权行情而受益，获得资本利得；因贴权行情而受损。

股东要承担股票股利中股价波动风险，同时，股票股利缺乏现金回报，对于一些依赖现金股利作为收入来源的股东来说，可能无法满足他们的需求。



## 股票股利对公司的意义

- (1) **保留现金。**发放股票股利可使股东分享公司的盈余而无需分配现金，这使公司留存了大量现金，便于进行再投资；
- (2) **传递积极信号。**发放股票股利通常会向社会传递公司未来发展前景良好、股价增长潜力大的信息，从而提高投资者对公司信心。但也有公司用于掩盖资金周转不灵的事实。所以股价对股利发放如何反应要看投资者如何判断此次企业发放股票股利的**动机**。
- (3) **降低股价。**使股票的交易价格保持在合理的范围内。股票股利有降低股价的作用，如果公司原有股价水平较高，股价下降会使股票交易更加活跃；



股票股利是一种常见的股利分配方式，公司在决定是否发放股票股利时，需要综合考虑自身的财务状况、发展战略以及股东的需求等因素。股东也需要根据自己的投资目标和风险承受能力，正确看待股票股利对自己投资收益的影响。



## 股票股利与增发新股（及配股）区别：

一般而言，股票股利占股票总数的比例小，而增发股票往往规模较大。

- 股票股利只是将资本在股权内部项目之间进行转移，不产生现金流动，股东权益总额不变。
- 增发新股则公司增加现金，增加股东权益。



## 二、股票分割

股票分割将一股面值较大的股票拆分成多股面值较小的股票。从会计的角度看，股票分割对公司的财务结构不会产生任何影响，一般只会使发行在外的股数增加、每股面值降低，并由此使每股市价下跌，股东权益内各个账户都不会发生变化。

股票反向分割是将多股面值较小的股票合并成一股面值较大的股票。



**【例】**假设某公司决定实施股票分割计划，股东每拥有1股，就会收到额外的1股，股票面值从每股1元降到每股0.5元。

股票分割前后的股东权益

单位：万元

| 股票分割前                     | 股票分割后 |                             |
|---------------------------|-------|-----------------------------|
| 普通股<br>(1 000 000股， 每股1元) | 100   | 普通股<br>(2 000 000股， 每股0.5元) |
| 资本公积                      | 100   | 资本公积                        |
| 留存收益                      | 500   | 留存收益                        |
| 股东权益合计                    | 700   | 股东权益合计                      |



## 公司实行股票分割的主要目的和动机

- 通过股票分割使股票价格降低，从而吸引投资者
- 通过股票分割向投资者传递公司正处于成长中信息，提升股价未来上升空间。
- 配合公司兼并、合并政策的实施





# 股票分割与股票股利比较

股票分割不属于某种股利，但其所产生的效果与发放股票股利十分相近，但又有所区别。

**相同点：**都使流通在外的普通股股数增加，且使股票价格下降；都没有改变股东权益总额；向市场传递积极信号。

**不同点：**

**股票面值。**股票分割会使股票面值降低，股票股利不会。

**股东权益结构。**股票股利会改变股东权益内部结构。股票分割不影响股东权益内部结构，各项目的金额及比例均保持不变。

**适用场景。**股票股利通常在公司有盈利但希望保留现金用于扩大生产、研发项目或其他投资活动时采用。股票分割一般适用于公司股价过高的情况。通过股票分割降低股价，提高股票的市场活跃度。



### 三、股票回购

股票回购是公司出资购回本公司发行在外的股票，是一种减资的行为。回购后股票总数减少，EPS增加，每股净资产增加，公司股票价格上升。

库藏股：回购但是尚未注销的股票，这些股票不再属于流通股。未来可注销或待股价上升后卖出，以及用于其它目的。

股票回购可以看作现金股利的一种替代方式。



# 股票回购与现金股利的比较

|     | 股票回购   | 现金股利   |
|-----|--|--|
| 不同点 | <ul style="list-style-type: none"><li>1. 股东得到资本利得</li><li>2. 不稳定收益</li><li>3. 不属于股利支付方式</li><li>4. 可配合公司资本运作需要</li></ul> | <ul style="list-style-type: none"><li>1. 现金股利需交纳股利税</li><li>2. 稳定到手的收益</li><li>3. 属于股利支付方式</li></ul> |
| 相同点 | <ul style="list-style-type: none"><li>1. 所有者权益减少</li><li>2. 现金减少</li></ul>   |  |



## 股票回购的动机

- 传递股价被低估信号，稳定、提升股价
- 分配超额现金，替代现金红利，为股东带来节税收益
- 增加财务杠杆，改变资本结构
- 满足可转换条款、企业职工持股、股权激励的需要
- 用于公司的兼并或者收购。用库藏股交换被并购公司的股票，减少现金支出
- 反收购策略，减少流通股、抬高股价，增加敌意收购的难度
- 成为非上市公司，私有化