

# 第六章 股利理论与政策

# 目录



股利及其分配



股利理论



股利政策及选择



股票分割与股票回购

# 6.1 股利及其分配

## 1. 利润分配程序

分配对象：税后利润

- ① 弥补以前年度亏损：五年内（税前利润弥补）未弥补完的亏损。
- ② 提取法定公积金：从净利润扣除弥补以前年度亏损后的10%提取，法定公积金达到注册资本的50%时，可不再提取。
- ③ 提取任意公积金
- ④ 向股东分配股利：可供分配利润包括所余当年利润与以前年度的未分配利润。

## 1.利润分配程序

## 2.股利种类

① 现金股利：“股息”“红利”，以现金形式从公司净利润中分配给股东的投资报酬。在公司具有累计盈余且有足够现金时才可发放。

② 股票股利：以股票形式从公司净利润中分配给股东的投资报酬。不改变公司的股东权益总额和持股比例，但会增加公司股本总额。

便于公司留存现金；降低股价，吸引投资者；向社会传递公司继续发展的信息。



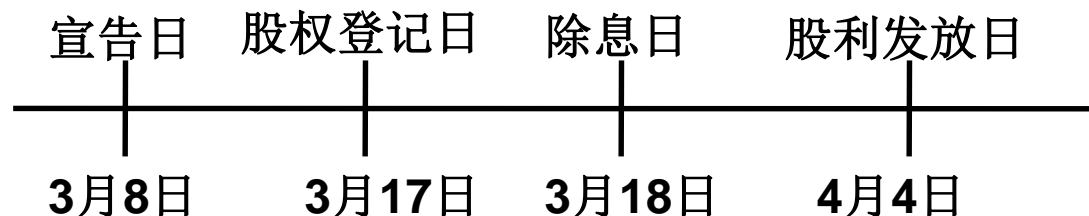
**1.利润分配程序**

**2.股利种类**

**3.股利发放程序**

股份有限公司向股东支付股利，主要经历以下四个日期：

- 宣告日：宣布发放股利的日期
- 股权登记日：只有在股权登记日这天登记在册的股东才有资格领取本期股利。
- 除息日：从股价中除去股利的日期，投资者只有在除息日前购买股票，才能领取本次股利。
- 股利发放日：股利正式支付给股东的日期



例:某上市公司3月8日公布上年度分红方案:在3月8日公司召开的股东大会上,通过了董事会关于每股普通股分派股息1元的年度分红方案.所有在3月18日前持有本公司股票的股东如将在3月17日登记都将获得这一股利.股利将在4月4日发放.

在本例中, 3月8日即是股利的宣布日

登记日就是3月17日

3月18日就是除权除息日, 在这天之后购入股票的投资者就不能获得股利, 如果市场有效, 股票价格会在这日下跌

4月4日是股利的支付日

# 目录



股利及分配



股利理论

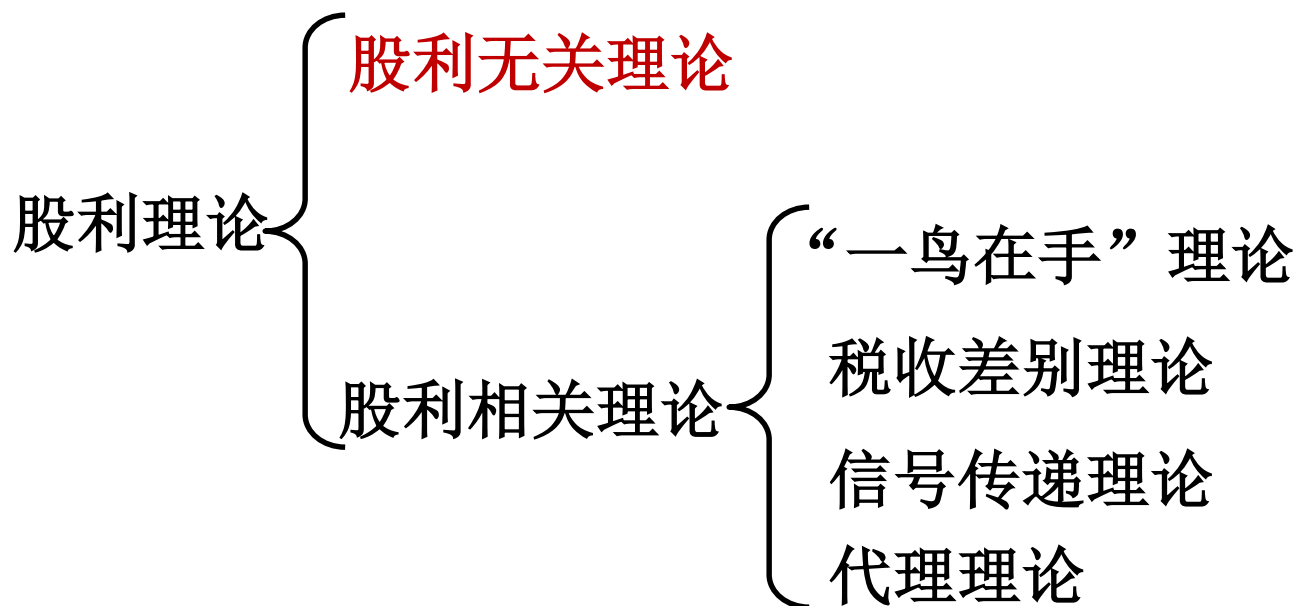


股利政策及选择



股票分割与股票回购

## 6.2 股利理论





# 一、股利无关理论

## 1. 基本内容

米勒和莫迪利亚尼（1961）

在完美的资本市场条件下，如果公司的投资决策和资本结构保持不变，那么公司价值取决于公司投资项目的盈利能力和风险水平，而与股利政策不相关。

即：公司的股利政策不会对公司价值产生任何影响。

# 一、股利无关理论

假设存在完美资本市场：

- 没有妨碍潜在的资本供应者和使用者进入市场的障碍；
- 有完全的竞争，市场有足够多的参与者，并且每个参与者都没有能力影响证券价格；
- 金融资产无限可分；
- 没有交易成本和破产成本，证券发行与交易都不存在交易成本，公司也无财务危机成本和破产成本；
- 没有信息成本，信息是对称的，并且每个市场参与者都可自由、充分、免费地获取所有存在的信息；
- 没有不对称税负，股票的现金股利和资本利得没有所得税上的差异；
- 交易中没有政府或其他限制，证券可以自由地交易。

1. 基本内容

2. 假设条件

# 一、股利无关理论

1. 基本内容
2. 假设条件
3. 数学证明

## 公司的价值

$$V_0 = \sum_{t=1}^n \frac{1}{(1+r)^t} (X_t - I_t) + \frac{V_{n+1}}{(1+r)^{n+1}}$$

$n$ 趋于无穷大时，公司价值为：

$$V_0 = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{1}{(1+r)^t} (X_t - I_t)$$

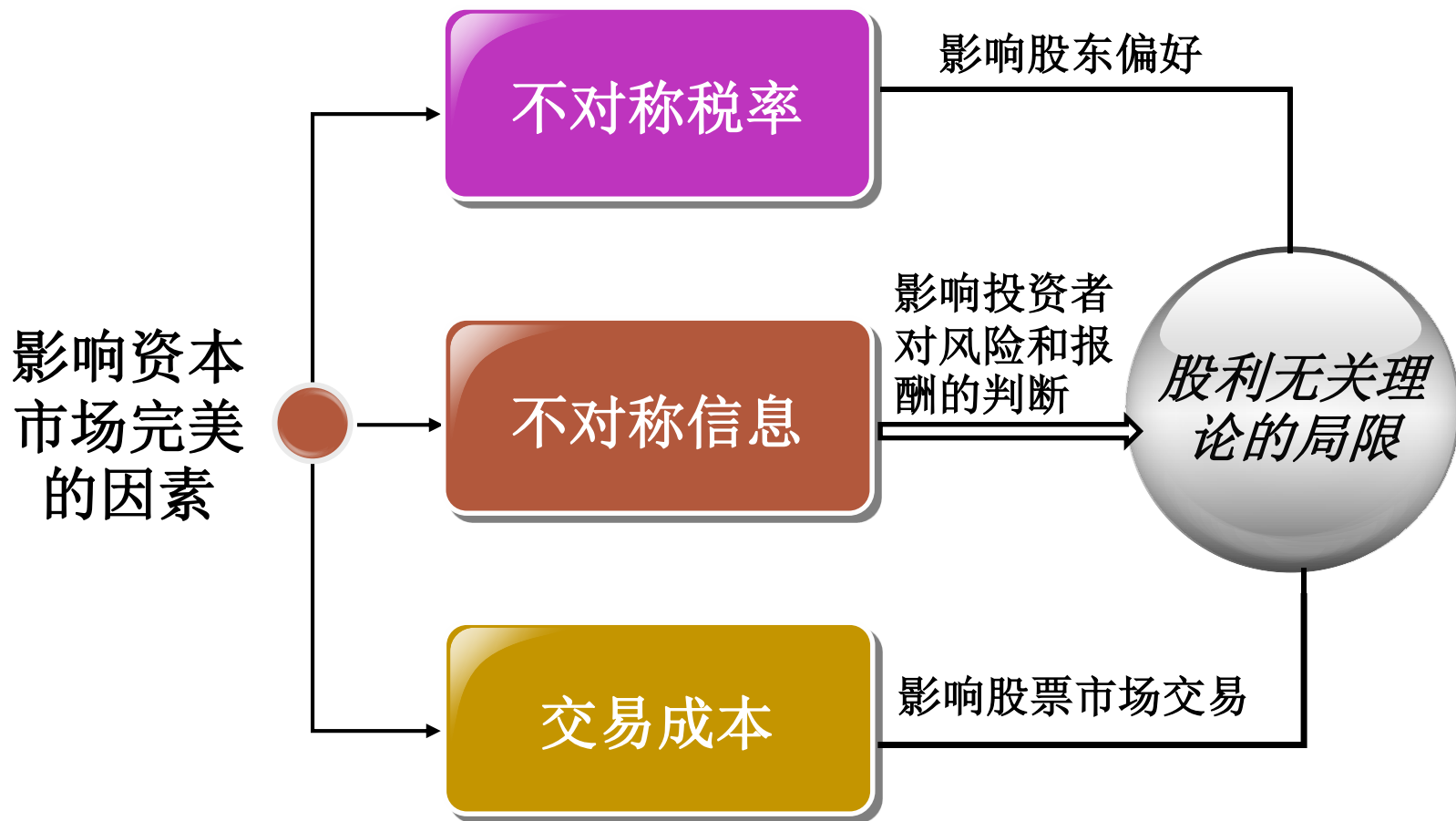
公司价值仅取决于未来的盈利能力和投资决策，与股利分配无关。

# 宏达公司股利分配方案

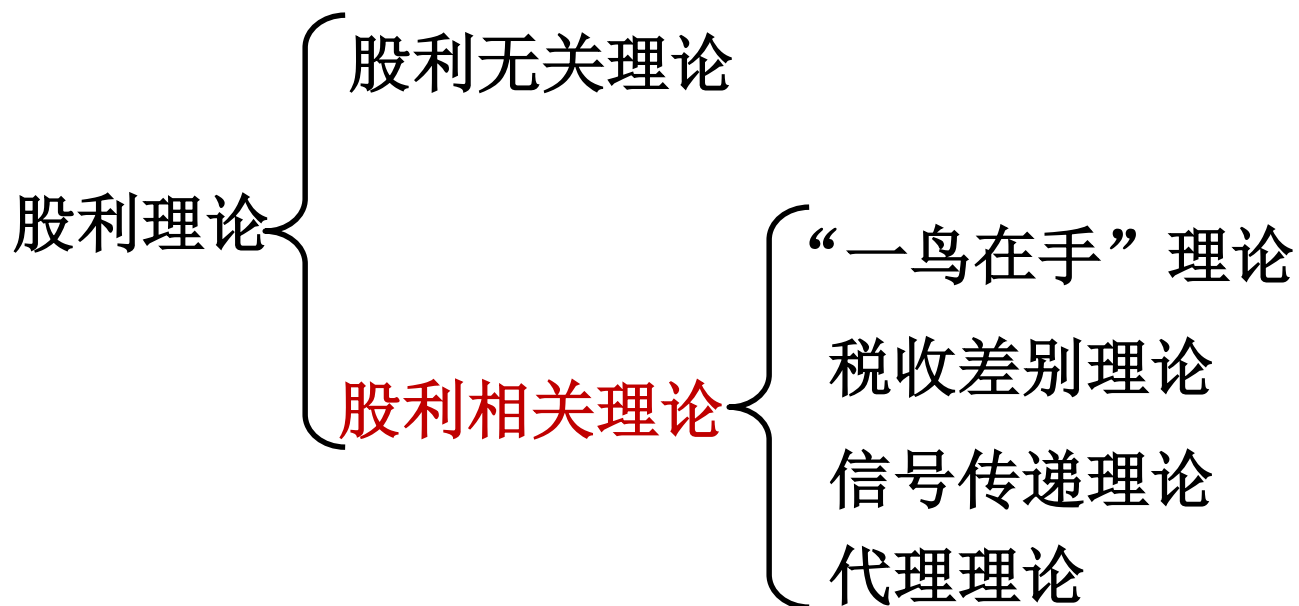
- 宏达公司目前有普通股股数**8000**万股，每股价值**20**元，无负债。现有投资项目：投资资本**10000**万元，可实现净现值**10000**万元，即项目实施后公司价值可增加**10000**万元。有两个可供选择的股利分配方案：
  - 方案一：不分配现金股利，用留存收益实施投资项目。
  - 方案二：分配**10000**万元现金股利，投资所需资金通过发行新股筹集。

项目	股利分配方案一	股利分配方案二
投资项目净现值（万元）	10000	10000
普通股股数（万股）	8000	8000
宣布项目实施前每股价值（元）	20	20
宣布项目实施前的公司价值（万元）	160000	160000
宣布项目实施后每股价值（元）	21.25	21.25
宣布项目实施后的公司价值（万元）	170000	170000
宣布项目实施后原股东财富总额（万元）	170000	170000
发放的每股股利（元）		1.25
发放股利后每股价值（元）		20
现金股利总额（万元）		10000
分配股利后公司价值（万元）		160000
分配股利、发行新股后公司价值（万元）		170000
分配股利后原股东财富总额		170000

# 一、股利无关理论

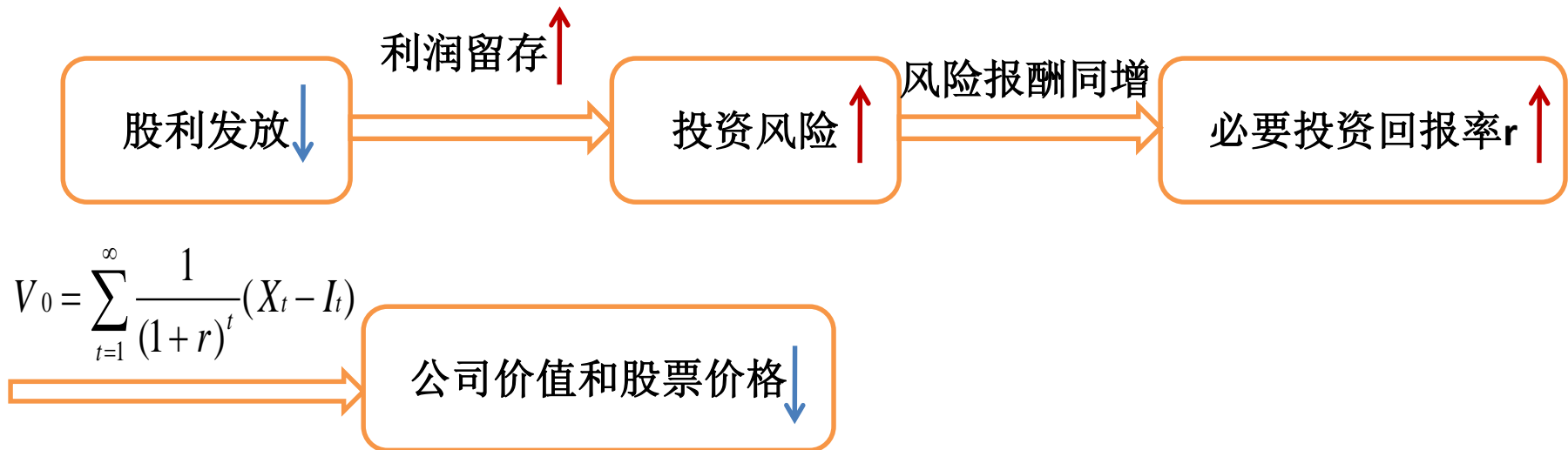


## 6.2 股利理论



## 二、“一鸟在手”理论

*Risk*现金股利 < *Risk*资本利得





## 二、“一鸟在手”理论

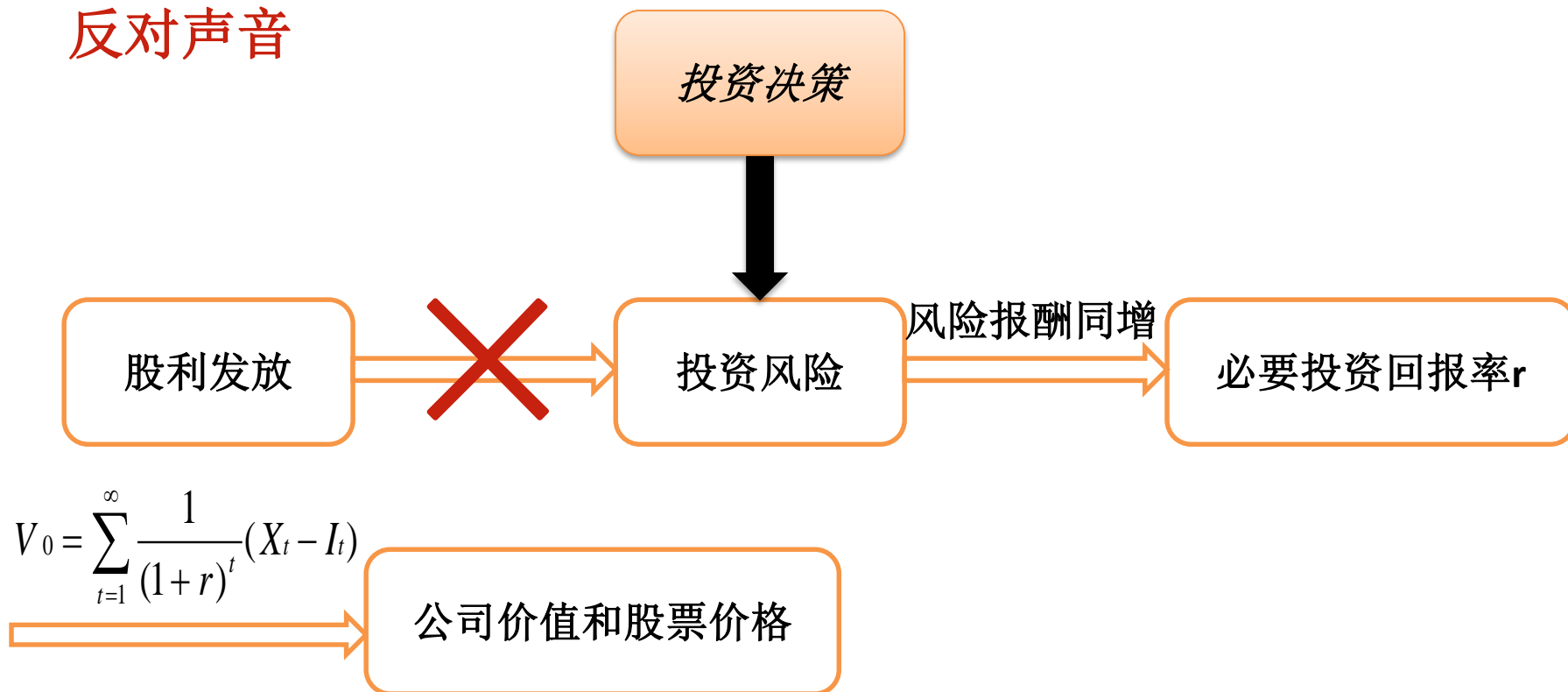
代表人物：戈登（1962）

“戈登模型”  $V_0 \uparrow = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{D_t \uparrow}{(1 + r \downarrow)^t}$

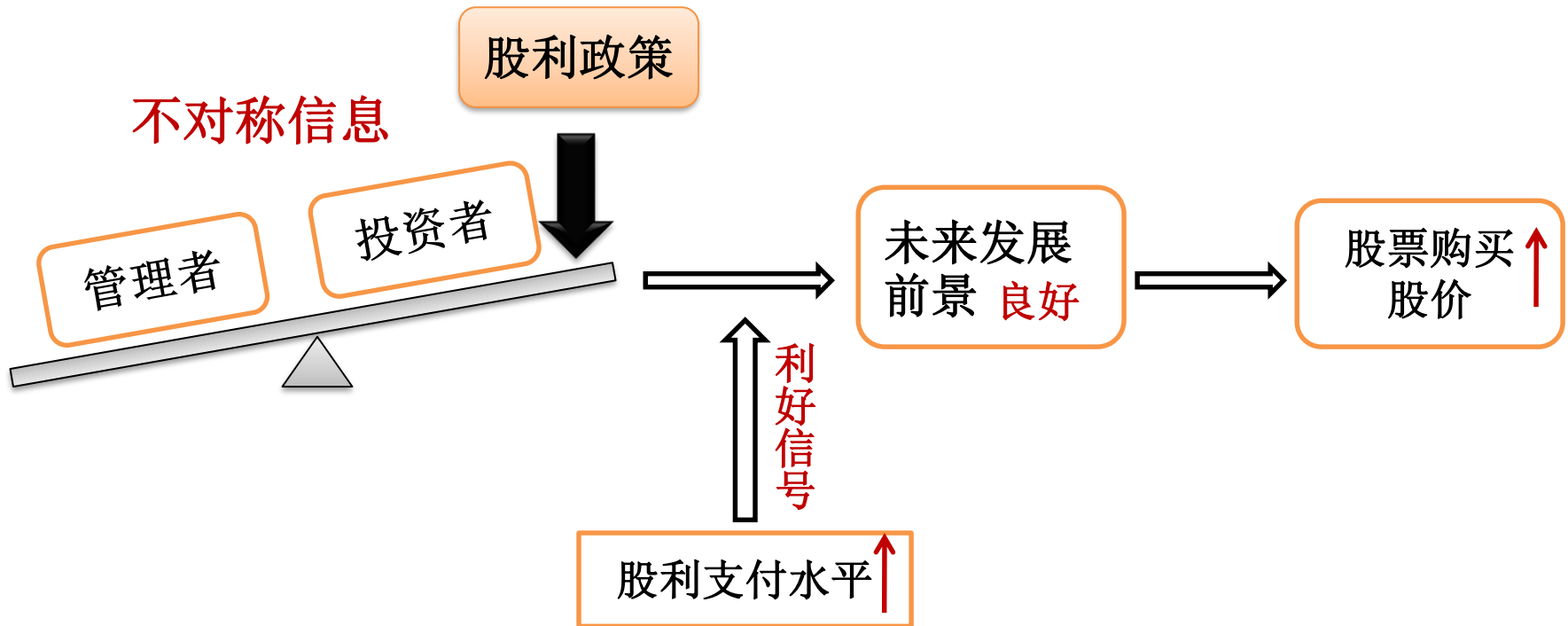
“双鸟在林不如一鸟在手”

## 二、“一鸟在手”理论

反对声音



### 三、信号传递理论



- 例如，少数上市公司财务造假行为，引致股市投资者对上市公司的财务真实性产生质疑，上市公司通过提高现金股利支付水平，等于向市场传递了利好消息，增强了外部投资者对企业的信心。

## 四、代理理论

### 三类代理问题：

#### 股东与经理间的代理问题

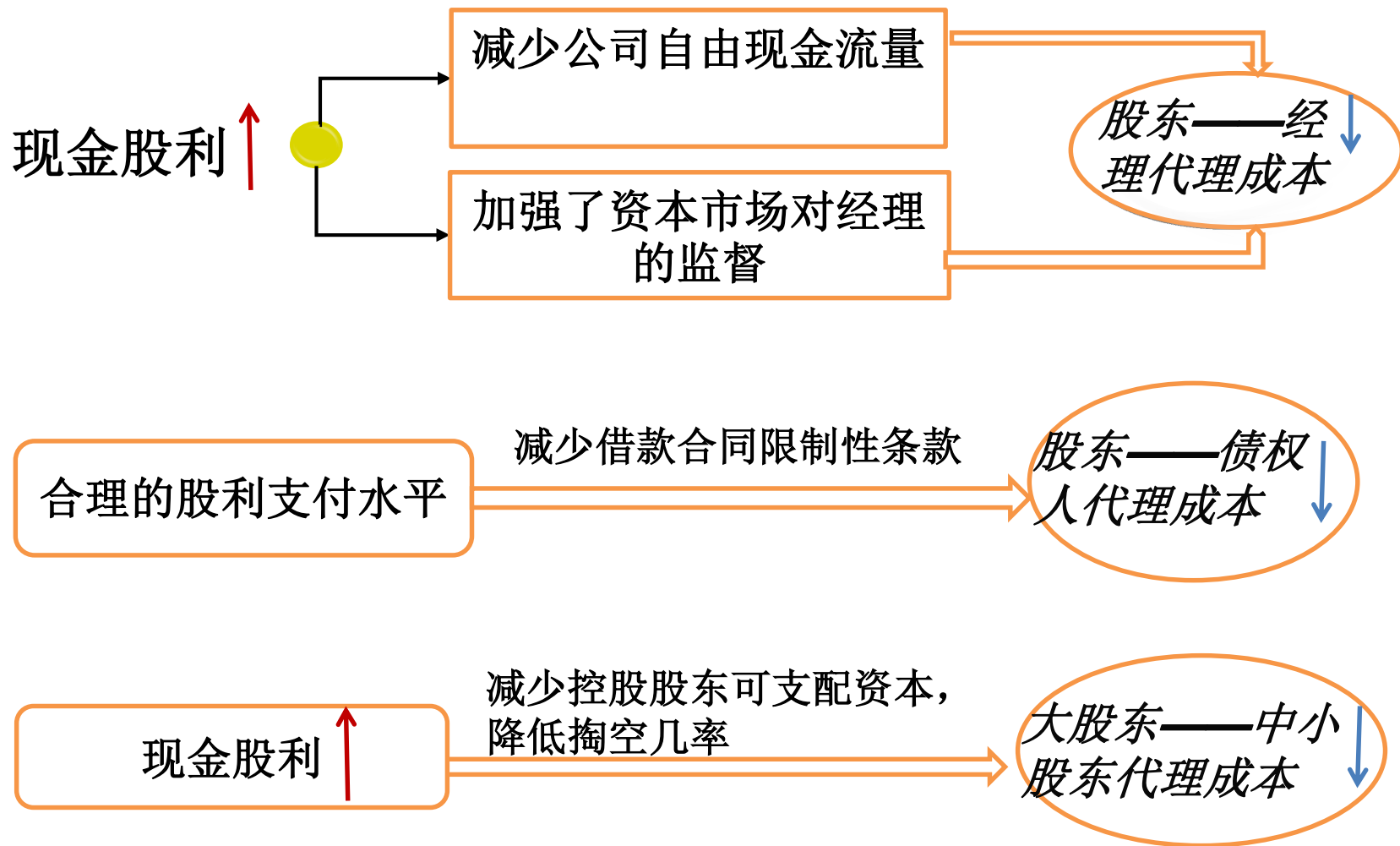
股东与经理间利益并非完全一致；  
相对股东而言，经理处于信息优势。

#### 股东与债权人间的代理问题

股东追求自身利益最大化的某些行为会增加债权人的风险；  
债权人规定的限制性条款增加了公司成本费用。

#### 控股股东与中小股东的代理问题

大股东利用公司控制权采取的资产或利润转移等行为会损害中小股东利益。



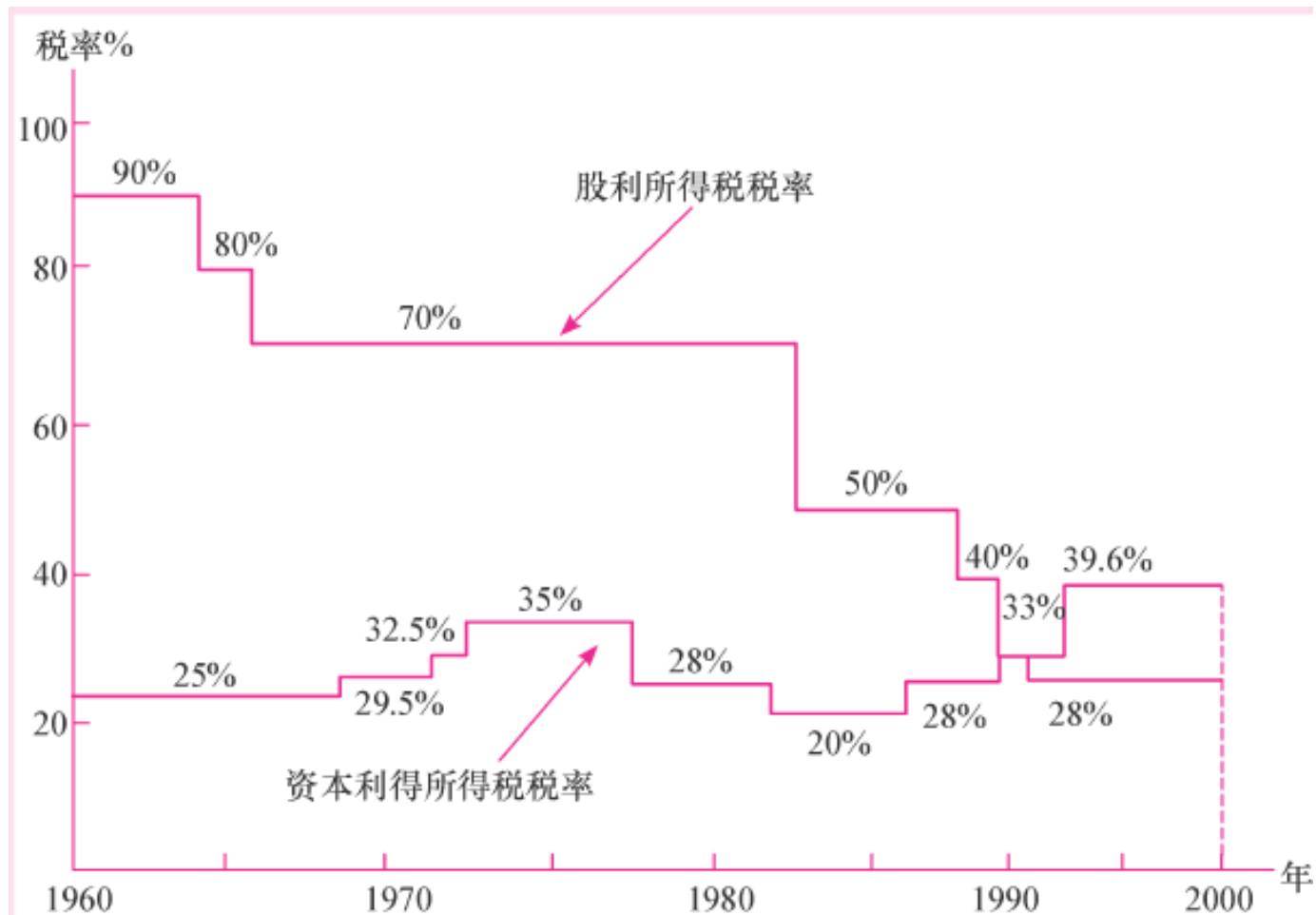
代理理论主张**高股利支付率政策**，认为提高股利支付水平可以降低代理成本，有利于提高公司价值。

## 五、税收差别理论

不对称税负： $\text{红利税税率} \neq \text{资本利得税税率}$   
多数情况下： $\text{红利税税率} > \text{资本利得税税率}$

出于避税的考虑，投资者更偏爱低股利政策，公司实行较低的股利支付率政策可以为股东带来税收利益，有利于增加股东财富，促进股票价格上涨。

# 美国股利所得税税率和资本利得 所得税税率比较



## A公司两种股利政策股东投资收益比较

A公司目前的股价为50元，未来一年的期望报酬率为20%，即一年后的预期股价应为60（ $50 \times 1.2$ ）元。现行的红利税税率为10%，资本利得免税。有两种股利政策可供A公司选择：

- 一、不支付现金股利，利润全部作为留用利润。
- 二、一年后每股支付5元现金股利。



# A公司两种股利政策股东投资收益比较

股利政策	第一种股利政策	第二种股利政策
目前股票价格	50	50
一年后预期股票价格	60	60
每股股利	0	5
税后每股股利	0	4.5
除息后股票价格	60	55
资本利得	10	5
股东投资报酬	10	9.5
股东投资报酬率	20%	19%
股利政策制定后股价	50	49.5

$$5 * (1 - 10\%)$$

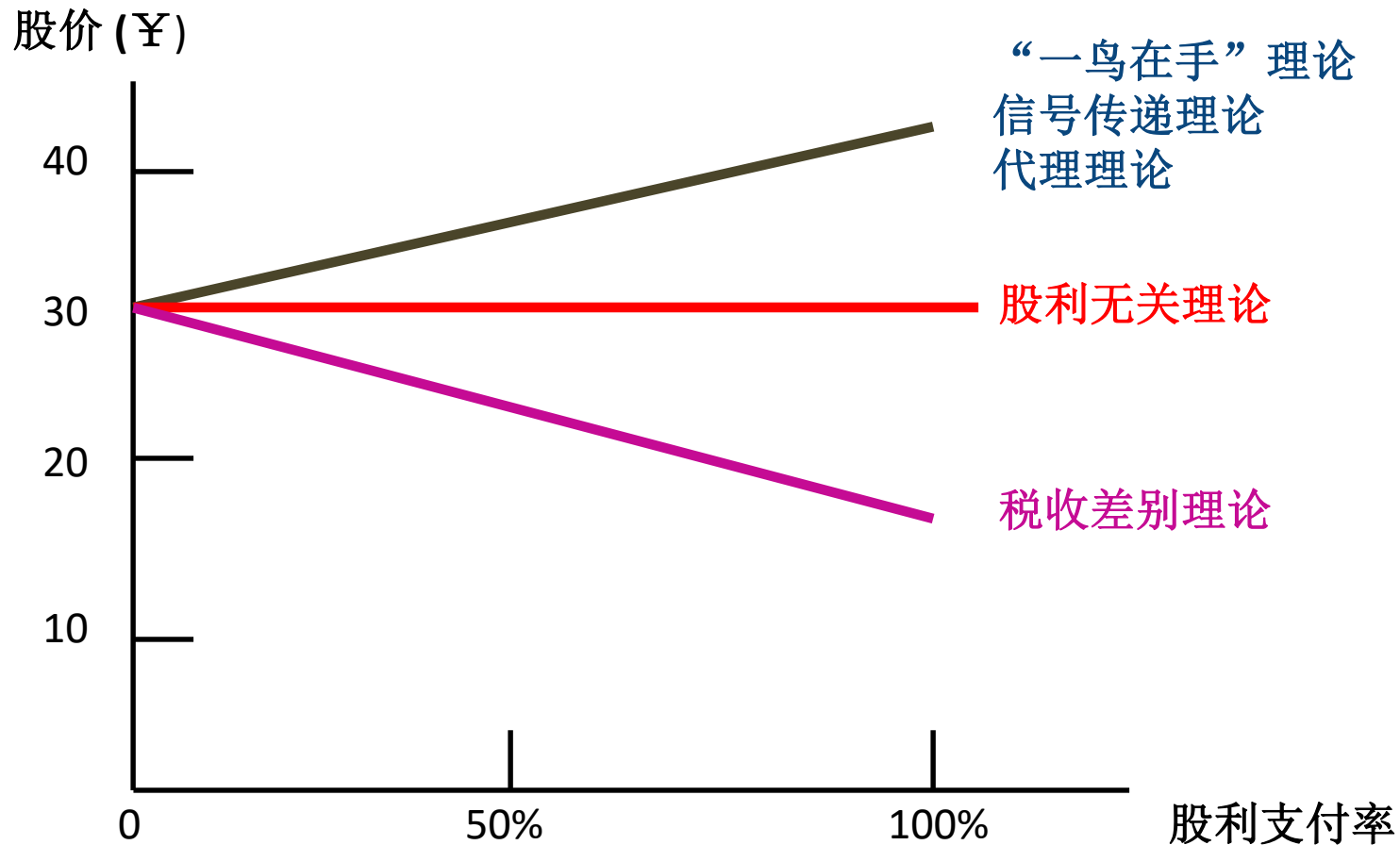
$$60 - 5$$

$$4.5 + 5$$

$$(50 + 9.5) / (1 + 20\%)$$

我国股市的税收主要分这样三部分：一是交易过程中征收的印花税，目前是对卖出方按交易额的**0.1%**征收；二是对股票分红按照持股时间长短，征收**0-20%**的红利税（其中送股部分统一按**10%**征收）；三是资本利得税，目前只对通过非二级市场渠道买入的股票按实际盈利的**20%**征收，**二级市场交易的盈利部分暂不征收**。

# 不同理论下股利政策对股价的影响



## 究竟哪种理论最具科学性？

- 理论界尚未有定论，不同的理论也都存在相关实证研究结果的支持。
- 因此，企业管理者在制定股利政策时，不仅要结合理论研究的经验，更需针对公司自身情况加以判断。

# 目录



股利及分配



股利理论



股利政策及选择



股票分割与股票回购

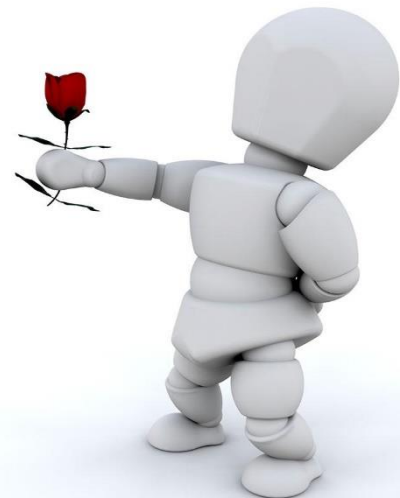
# 6.3 股利政策及其选择

## 一、股利政策概念

确定公司净利润如何分配的方针和策略。

主要包括四项内容：

- 股利分配的形式：现金股利or股票股利
- 股利支付率的确定
- 每股股利的确定
- 股利分配的时间



## 二、股利政策的类型

(一) 剩余股利政策

(**Residual Dividend Policy**)

(二) 固定股利政策

(**Constant /fixed Payout Policy**)

(三) 固定股利支付率政策

(**Stable Payout Ratio Policy**)

(四) 正常股利加额外股利政策

(**Regular Plus Bonus Policy**)

## （一）剩余股利政策

**主要内容：**净利润先用于投资，达到预定资本结构后的剩余部分用于股利分配。

**理由：**企业未来有良好的投资机会，投资收益率高于投资者在同样风险下其他投资的收益率，此时股东愿意把利润保留下来用于企业再投资。否则投资者更喜欢发放现金股利。

**优点：**最大限度满足企业再投资的权益资金需求，保持理想的资本结构，使企业综合资本成本最低。

**缺点：**忽视了不同股东对资本利得与股利的偏好，损害偏好现金股利的股东利益，可能影响股东对企业的信心。



## （二）固定股利政策

**主要内容：**以每股股利支付额固定的形式发放股利。只有企业管理当局认为企业的盈利确已增加，而且未来的盈利足以支付更多的股利时，企业才会提高每股股利支付额。

**适用范围：**这种股利政策适用于盈利稳定或处于成长期的企业。

**优点：**稳定的股利政策可消除投资者心中的不确定感。

**缺点：**股利的支付与盈利相脱节，当盈利较低时仍要支付固定股利，这可能会出现资金短缺、财务状况恶化，影响企业的长远发展。

### （三）固定股利支付率政策

**主要内容：**每年按某一固定比例从净利润中分配股利给股东。

**优点：**使股利与公司盈利紧密结合，体现多盈多分、少盈少分、不盈不分的原则，真正做到公平的对待每一股东。

**缺点：**由于股利随盈利而波动，会影响股东对企业未来经营的信心，不利于企业股票市场价格的稳定与上涨。

## （四）正常股利加额外股利政策

**主要内容：**是介于固定股利与固定股利支付率之间的一种股利政策，即企业一般每年都支付较低的固定股利，当盈利增长较多时，再根据实际情况加付额外股利。

**优点：**既能保证股利的稳定性，使依靠股利度日的股东有比较稳定的收入，又能做到股利和盈利有较好的配合，使企业具有较大的灵活性。

## (五)混合股利政策

基于下面五个主要目标:

- 避免由于支付股利而放弃净现值大于0的项目
- 避免削减股利
- 避免产生增发新股的需求
- 保持目标债务-股权比率
- 保持目标股利支付率

股利政策	主 张	优 点	缺 点
剩余股利政策	根据企业设定的最佳资本结构，确定未来投资所需的权益资金，先最大限度地使用留用利润来满足投资方案所需的权益资本，然后将剩余部分作为股利发放给股东。	可以最大限度地满足企业对再投资的权益资金需要，保持理想的资本结构，并能使综合资本成本最低。	忽略了不同股东对资本利得与股利的偏好，有可能影响股东对企业的信心。
固定股利政策	不论经济情况如何，也不论企业经营好坏，不降低股利的发放额，将企业每年的每股股利支付额，稳定在某一特定水平上保持不变。	有助于消除投资者心中的不确定感。	股利的支付与盈利相脱节，当盈利较低时可能会出现资金短缺、财务状况恶化，影响企业的长远发展。
固定股利支付率政策	将每年盈利的某一固定百分比作为股利分配给股东。	使股利与公司盈利紧密结合真正做到公平对待每一股东。	股利随盈利而波动，会影响股东对企业未来经营的信心，不利于企业股票市场价格的稳定与上涨。
正常股利加额外股利政策	正常股利加额外股利政策是介于固定股利与固定股利支付率之间的一种股利政策。	既能保证股利的稳定性，从而吸引部分股东，又能做到股利和盈利有较好的配合，使企业具有较大的灵活性。	

### 三、股利政策的影响因素

股利分配总是受到多种因素的影响，一般认为，这些因素主要有：

- 法律因素
- 企业因素
- 股东意愿
- 其他因素

## （一）法律因素

**资本保全限制：**股利分配只能来源于税后利润，不能用资本发放股利。

**资本积累限制：**企业必须按税后利润的一定比例和基数，提取法定公积金和法定公益金，企业当年出现亏损时，一般不得给投资者分配利润。

**偿债能力限制：**企业已经无力偿付到期债务或因支付股利将失去偿还能力，企业不能支付现金股利。

## （二）企业因素

**资产流动性：**资产流动性弱——采取低股利策略

**投资机会：**有好的投资机会——采取低股利策略

**筹资能力：**筹资能力弱——采取低股利策略

**盈利稳定性：**盈利不稳定性——采取低股利策略



### （三）股东意愿

**避税考虑：**低股利支付政策，可以给股东带来更多的资本利得收入，达到避税目的。

**规避风险：**要求企业支付较多的股利，从而减少股东投资风险。

**稳定收入：**低收入阶层以及养老基金等机构投资者，需要企业发放的现金股利来维持生活或用于发放养老金等。

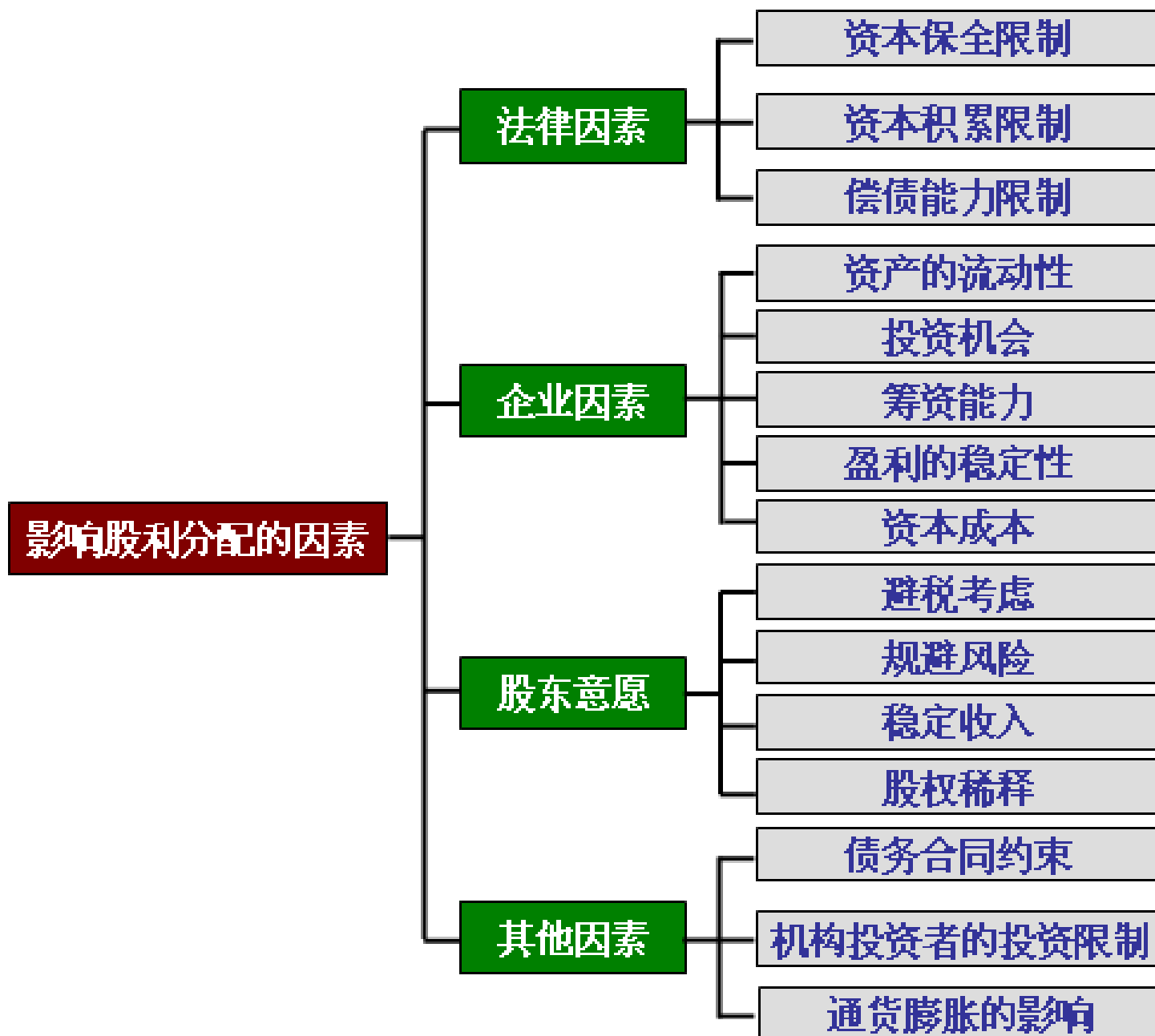
**股权稀释：**高股利支付率会导致现有股东股权和盈利的稀释。

## （四）其他因素

**债务合同约束：**企业的债务合同特别是长期债务合同，往往有限制企业现金股利支付的条款,这使得企业只能采用低股利政策。

**机构投资者的投资限制：**机构投资者包括养老基金、储蓄银行、信托基金、保险企业和其他一些机构。机构投资者对投资股票种类的选择，往往与股利特别是稳定股利的支付有关。如果某种股票的连续几年不支付股利或所支付的股利金额起伏较大，则该股票一般不能成为机构投资者的投资对象。因此，如果某一企业想更多地吸引机构投资者，则应采用较高而且稳定的股利政策。

**通货膨胀的影响：**在通货膨胀的情况下，企业固定资产折旧的购买水平会下降，会导致没有足够的资金来源重置固定资产。这时较多的留存利润就会当作弥补固定资产折旧购买力水平下降的资金来源，因此，在通货膨胀时期，企业股利政策往往偏紧。



# 目录



股利及分配



股利理论



股利政策及选择



股票分割与股票回购

# 6.4 股票分割及回购

## 一、股票分割

- **1.概念：**股票分割是指将公司面值较大的股票分割成若干股面值较小的股票的行为。

【例】某公司原有的股票面值为每股10元已发行100000股。如果按1：10的比例进行股票分割，分割后的股票面值为每股1元，总股份数为1 000 000股。

- 股票分割不属于股利，但它所产生的效果与发放股票股利相**类似**：股价下降、股数增加、对现金流无影响。
- 与股票股利的**不同**：仅仅是增加了公司流通在外的股数，股东权益内部结构并未发生变化；导致每股面值下降

## 2.股票分割的主要作用:

- 股票股利及股票分割的实施，可以在盈余预期不会增加的情况下，有效降低每股价格，**提高投资者兴趣**，尤其是当股价严重偏离股票价值时，管理当局会选择股票分割来控制股价继续上扬。
- 股票分割可以为公司**发行新股做准备**。公司股票价格太高，会使许多潜在的投资者力不从心而不敢轻易对公司的股票进行投资；
- 股票分割带来的股票流通性的提高和股东数量的增加，会在一定程度上加大对公司股票恶意收购的难度；
- 有利于增强投资者对公司的信心。

股票分割可向股票市场和广大投资者传递公司业绩好、利润高、增长潜力大的信息，从而提高投资者对公司的信心。

## 二、股票回购

**1.概念：**指企业回购已发行在外的股票的行为。

**2.效果：**股票股数减少，而公司收益额不变，则剩余股票的股价必然上升，是企业对股东的一种特殊回报方式，可为股东带来**资本利得**的收益。被企业回购的股票通常称为库藏股。

**3.回购的方式：**

- 要约回购：**公开**向股东发出回购要约
- 公开市场回购：在证券市场上按股价回购
- 协议回购：**私下**与**少数大股东**协商购买
- 转换回购：用债券或优先股代替现金回购普通股

### 3. 回购的动机：

- 传递股价被低估的信号
- 为股东避税：红利税高于资本利得税
- 减少公司自由现金流：减少代理成本
- 反收购：维护原有股东控制权，抵制恶意收购。