

第18章 股利政策：为什么相关

教师：李连军 博士

电子信箱：lianjunly@126.com

博客主页：<http://lianjunly.blog.sohu.com>



本章概要

- § 18.1 股利的不同种类
- § 18.2 发放现金股利的标志程序
- § 18.3 基准案例：股利无关论
- § 18.4 税收、发行成本与股利
- § 18.5 股票回购
- § 18.6 预期报酬、股利与个人所得税
- § 18.7 赞成高股利政策的现实因素
- § 18.8 现实问题的解决
- § 18.9 我们了解和不了解的股利政策



公司的股利政策：佛山照明案例

- 佛山照明称为“高派现分红”的典型案列
- 问：为什么这家公司要高派现？
- 如果你是一名CFO，在制定公司股利政策时
要考虑那些因素？



何谓股利政策？三选一的决策

- 股利政策：公司净利润应该向股东支付的比率是多少。
- 公司要在
 - ❧ 1. 不发放股利；
 - ❧ 2. 发放低股利；
 - ❧ 3. 发放高股利三个选项中选择其一。



§ 18.1 股利的不同种类

- 现金股利
- 股票股利（股票拆细与股票股利颇为相似）



§ 18.2 发放现金股利的标准程序

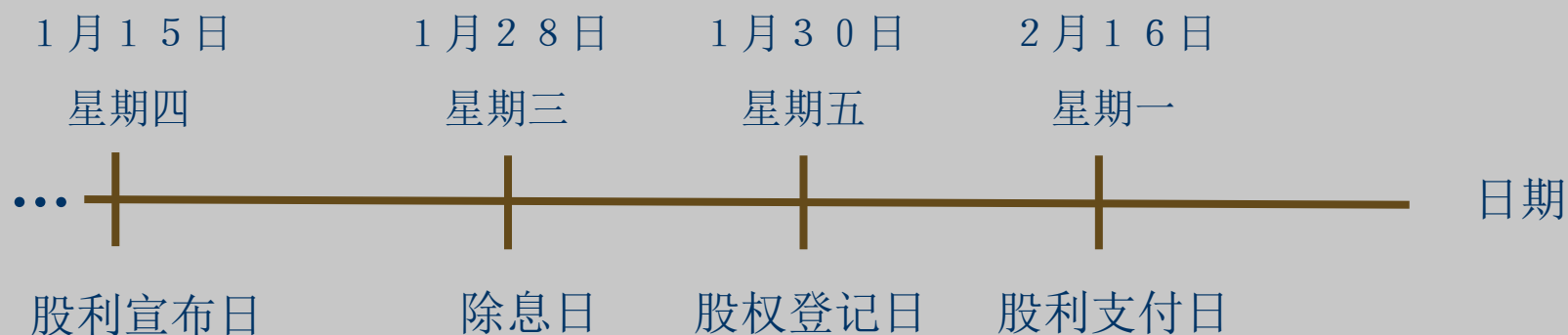


图3-1 股利发放的程序

股利宣布日：董事会宣布发放股利的日期。

除息日：在这一天，股票将不再含有股利，卖者仍可享受股利。根据NYSE规则，除息日通常指股权登记日的前两个交易日

股权登记日：宣布的股利只分配给在这一天拥有公司股票的股东。

股利支付日：股利支票邮寄给登记在册股东的日期。

§ 18.2 发放现金股利的标准程序

- 在既无税收又无交易成本的理想世界里，股票价格下跌额应等于股利额

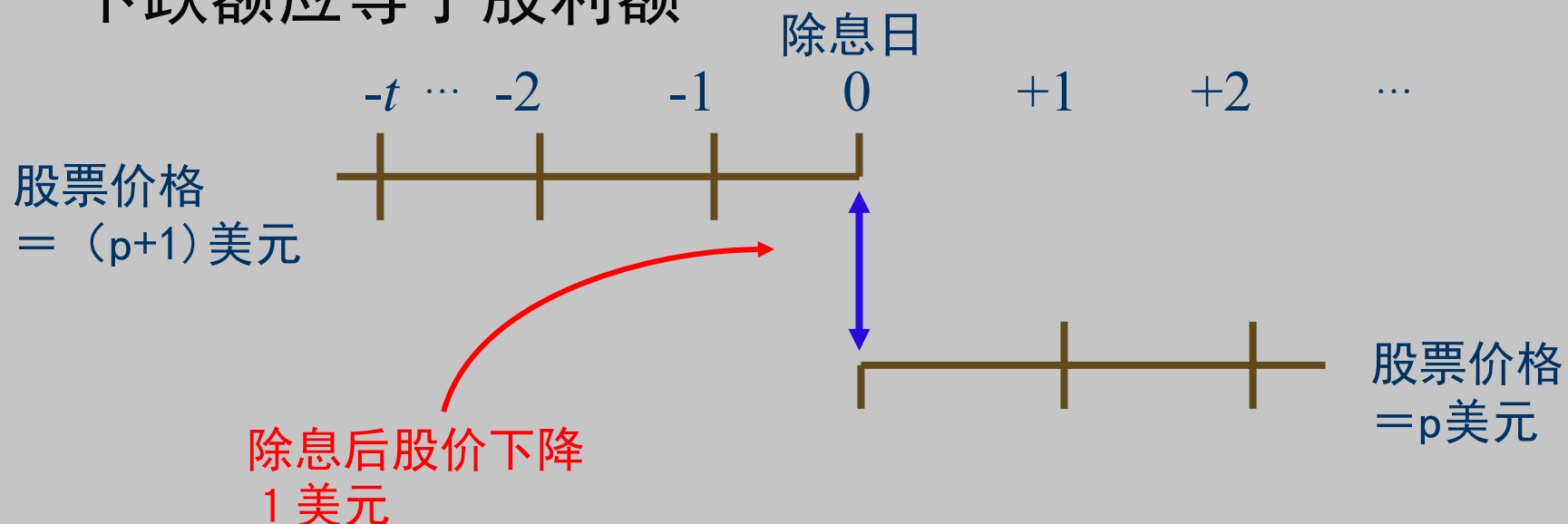


图3—2 除息日前后的股票价格行为（1美元现金股利，理想世界）

§ 18.3 基准案例：股利无关论的解释

- 例：Bristol公司是一家已开业10年的全权益公司。现任财务经理知道公司将在一年后解散。在时间0，经理能够非常准确地预测现金流量。经理了解到公司将会马上收到一笔10 000美元的现金流量，此外在下一年度还会收到10 000美元的现金流量。他们确信Bristol公司没有其他的正净现值项目可资利用。



§ 18.3 基准案例：股利无关论的解释

- 现行股利政策：股利等于现金流量。

公司价值：

$$V_0 = \text{Div}_0 + \frac{\text{Div}_1}{1+r_s}$$

— Div_0 和 Div_1 是支付的现金股利
— r_s 是折现率

假设 $r_s = 10\%$ ，则公司价值为：

$$19\,090.91 \text{ 美元} = 10\,000 \text{ 美元} + \frac{10\,000 \text{ 美元}}{1.1}$$

如果外发股票数量为1000股，则每股的价值为：

$$19.09 \text{ 美元} = 10 \text{ 美元} + \frac{10 \text{ 美元}}{1.1}$$



§ 18.3 基准案例：股利无关论的解释

■ 备选股利政策：首期股利大于现金流量

老股东获得的股利：

(单位：美元)

	时间 0	时间 1
老股东的股利总额	11 000	8900
每股股利	11.00	8.90

这样，每股股利的现值为：

$$19.09 \text{ 美元} = 11 \text{ 美元} + \frac{8.90 \text{ 美元}}{1.1 \text{ 美元}}$$



§ 18.3 基准案例：股利无关论的解释

■ 无差别股利政策

MM建立了以下假设：

- 1、既无税收，又无交易费用，任何投资者都不可能通过其自身交易影响操作市场价格。
- 2、所有投资者对于未来投资、利润和股利具有相同的信念。
- 3、公司的投资政策事前已经确定，不会随着股利政策的改变而改变。



§ 18.3 基准案例：股利无关论的解释

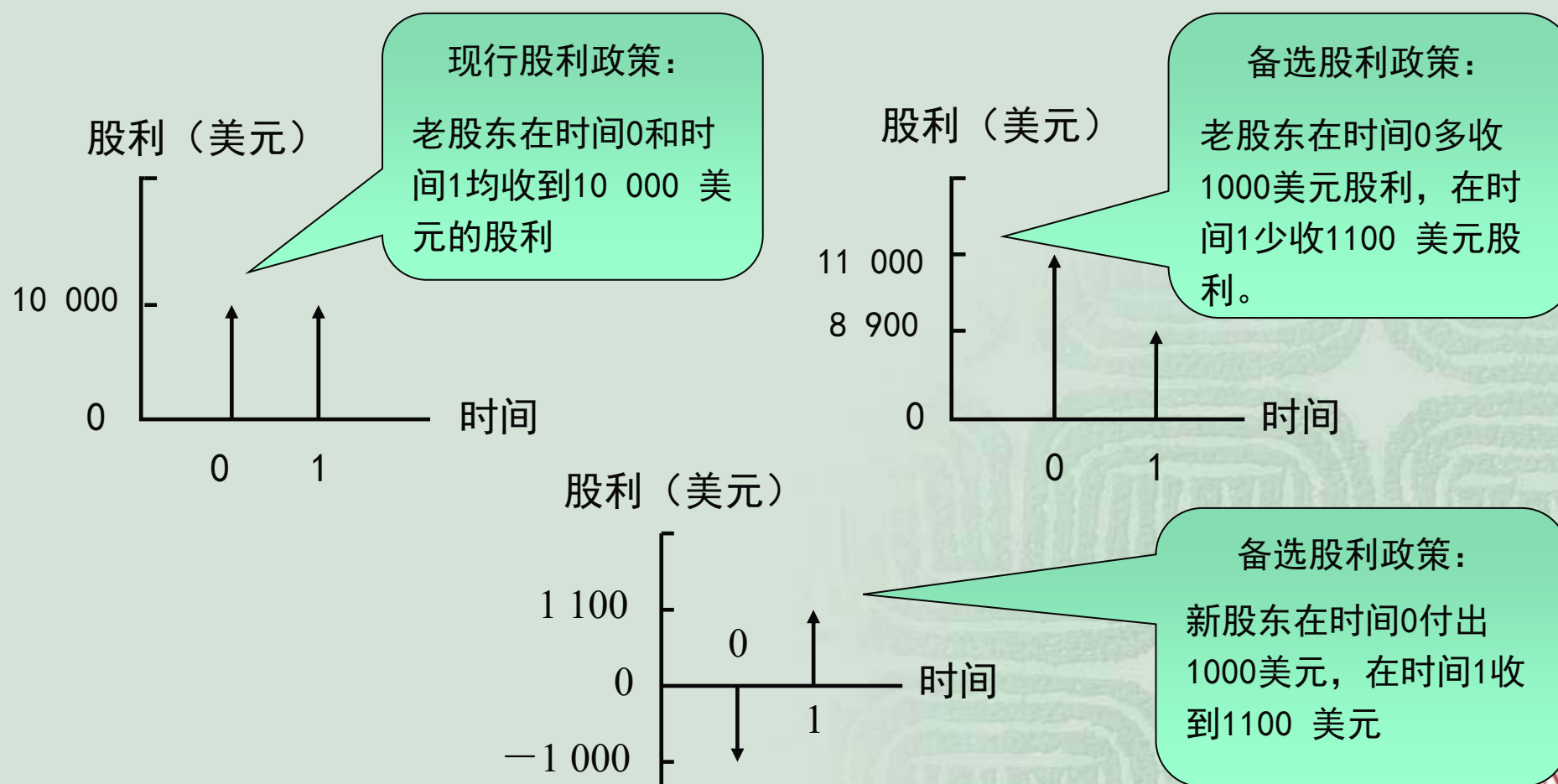


图18—3 现行和备选股利政策



§ 18.3 基准案例：股利无关论的解释

■ 自制股利

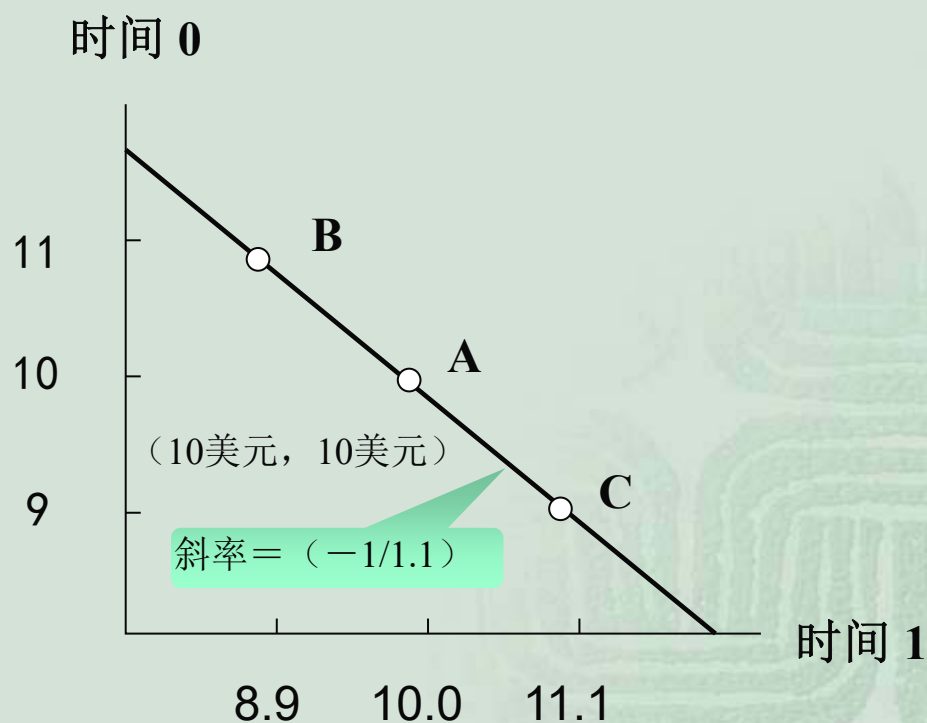


图18—4 自制股利：时间0与时间1股利的权衡

注：此图说明了（1）经理如何改变股利政策以及（2）个人投资者如何抵消公司的股利政策



§ 18.3 基准案例：股利无关论的解释

- 通过以下两句话来测试你对股利政策的理解程度：
 - ✓ 1、股利是相关的；
 - ✓ 2、股利政策是无关的。



§ 18.3 基准案例：股利无关论的解释

■ 股利政策与投资决策

讨论表明通过发行新股来增加股利既无益于也无害于股东。同样，通过回购股票来减少股利既无益于也无害于股东。

我们认为：

公司任何时候都不应该放弃净现值大于零的项目，以提高股利或用于支付首次股利。

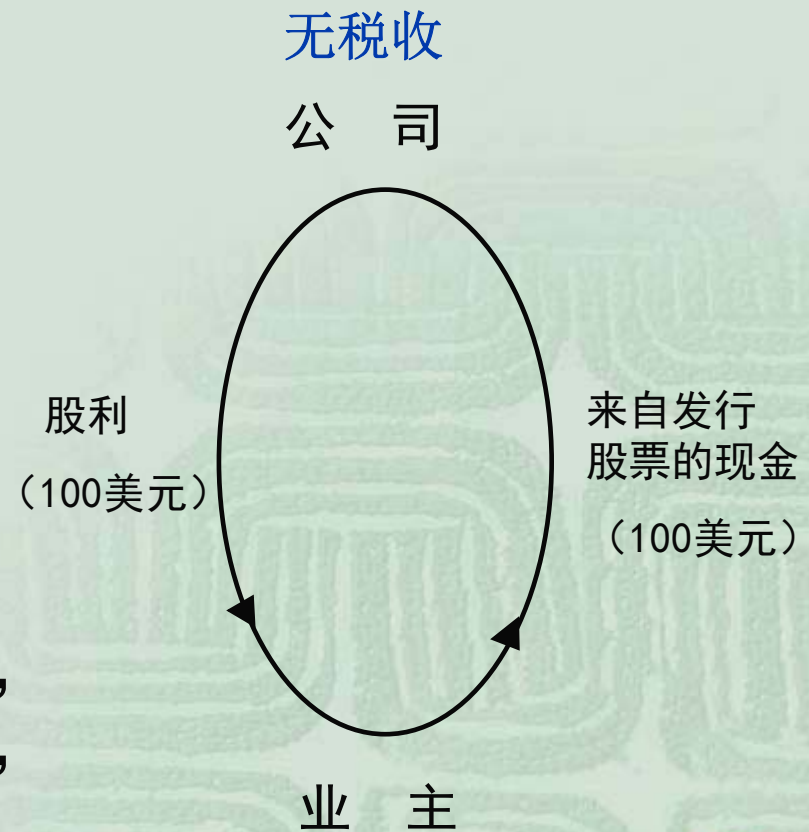


§ 18.4 税收、发行成本与股利

—没有充现金支付股利的公司

■ 没有充足现金支付股利的公司

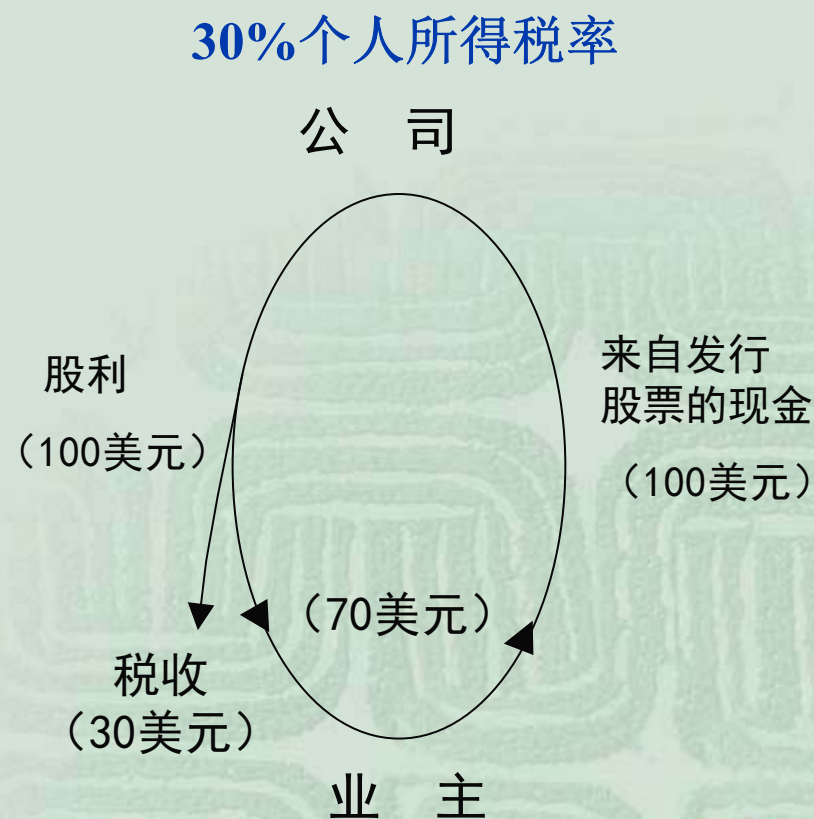
首先考虑没有充足现金并且业主只有一人的公司，这是最简单的一种情形。如果公司决定发放100美元的股利，则必须筹集资金。为此，它可选择发行股票或债券。为简化起见，我们假设业主发行股票给自己，自己提供现金给公司。这一交易如图18—5所示。



§ 18.4 税收、发行成本与股利

—没有充现金支付股利的公司

- 接下来，我们假设股利要按30%的个人所得税纳税。发行股票时，企业仍然能收到100美元现金，但是，100美元股利却不能全部回流给业主。相反，由于股利要征税，业主仅能够得到70美元税后净股利，因而，金融学者普遍认为，在有个人所得税的情况下不应通过发行股票来发放股利。



§ 18.4 税收、发行成本与股利

—没有充现金支付股利的公司

■ 拥有充足现金支付股利的公司

✎ 假设一家公司在投资所有净现值大于零的项目和预留了最低限度的现金余额后仍有100万美元现金。公司面临以下几种股利方案的选择：

- ✓ 1、加大资本预算项目的投资。
- ✓ 2、收购其他公司。
- ✓ 3、购买金融资产。



§ 18.4 税收、发行成本与股利

—没有充现金支付股利的公司

- 例：Regional 电力公司拥有1 000美元剩余现金。公司既可以将这些剩余现金保留在公司，并去投资收益率为10%的国库券，也可以股利的形式发放给股东。股东同样可以投资相同收益率的国库券。假设公司所得税率为34%，个人所得税率为28%。各种策略下，五年后股东分别能到多少现金呢？



§ 18.4 税收、发行成本与股利

一拥有充足现金支付股利的公司

- 如果现在发放股利，股东将收到1 000美元 $\times (1 - 0.28) = 720$ 美元税后现金。因股东税后收益率为7.2%，因此他们在五年后收到的现金为：

$$720 \text{ 美元} \times (1.072)^5 = 1\,019.181 \text{ 美元}$$

- 如果Regional电力公司保留现金并将其投资于国库券，五年后将获得1 000美元 $\times (1.066)^5 = 1\,376.53$ 美元。那么，股东五年后得到的税后现金为：

$$1\,376.53 \text{ 美元} \times (1 - 0.28) = 991.10 \text{ 美元}$$

由此可见，如果公司立即发放股利，股东将得到较多的现金。



§ 18.4 税收、发行成本与股利

一 拥有充足现金支付股利的公司

- 此例表明，当公司拥有剩余现金时，股利支付率取决于公司所得税率和个人所得税率的高低。
 - ✓ 如果个人所得税率高于公司所得税率，公司会倾向于降低股利支付率；
 - ✓ 如果个人所得税率低于公司所得税率，公司则倾向于将剩余现金作为股利发放给股东。



§ 18.4 税收、发行成本与股利

一 拥有充足现金支付股利的公司

- 奇怪的是，按照税法规定，投资股票比投资债券对公司更为有利。因为当公司投资于其他股票的比例少于20%时，其收到的股利的70%可以免征所得税。如果Regional电力公司将1 000美元现金投资于一年期、收益率为10%的优先股，则100美元股利中只有30美元需要缴纳所得税。公司应纳税为：

$$30 \text{ 美元} \times 0.34 = 1\,000 \text{ 美元} \times 0.10 \times 0.3 \times 0.34 = 10.20 \text{ 美元}$$



§ 18.4 税收、发行成本与股利

一拥有充足现金支付股利的公司

- 因此，Regional 电力公司一年后将得到的现金为：

$$\begin{aligned} & 1\,000 \text{ 美元} \times 1.1 - 1\,000 \text{ 美元} \times 0.10 \times 0.30 \times 0.34 \\ &= 1\,000 \text{ 美元} \times [1 + 0.10 \times (1 - 0.30 \times 0.34)] \\ &= 1\,100 \text{ 美元} - 10.20 \text{ 美元} = 1089.80 \text{ 美元} \end{aligned}$$

- Regional 公司的实际税率为 $0.3 \times 0.34 = 10.2\%$ ，所以，五年后该公司得到的现金为：

$$\begin{aligned} & 1\,000 \text{ 美元} \times [1 + 0.10 \times (1 - 0.30 \times 0.34)]^5 \\ &= 1\,000 \text{ 美元} \times [1 + 0.10 \times (1 - 0.1020)]^5 = 1\,537.21 \text{ 美元} \end{aligned}$$

- 如果这些现金全部作为股利发放出去，此时股东得到的现金为：

$$1\,537.21 \text{ 美元} \times (1 - 0.28) = 1\,106.79 \text{ 美元}$$



§ 18.4 税收、发行成本与股利

■ 税收问题小结

MM认为在完美资本市场，股利政策时无关的。然而，由于股利要按普通收入征税，因而，在个人所得税市场中，MM股利无关论不再有效。在存在个人所得税情况下，我们可以得出以下三点结论：

- ✓ 1、公司不应通过发行股票来发放股利。
- ✓ 2、公司经理倾向于减少股利而寻求更为有效的资金使用渠道。
- ✓ 3、尽管个人所得税的存在使得发放股利不利，但这尚不足以诱导公司取消所有的股利。



现金股利与股票回购

- 公司可能会利用剩余的现金去回购自己的股票，以此替代发放现金股利。
- 当避税很重要时，股票回购可能是股利政策有效的替代品。
- 设想有家公司拥有300 000美元（每股3美元）的剩余现金，目前正准备将这笔资金立即作为额外股利发放给股东。公司预计发放股利后，年度利润总额为450 000美元，即每股收益4.50美元（外发股票数量为100 000股）。同类公司的市盈率为6，因此，该公司股票的市场价格为27美元。有关数据见表18—1：



§ 18.5 股票回购

另外，公司也可以利用剩余现金去回购自己的股票。假设回购价为每股30美元，公司回购了10 000股，这样仍然发行在外的股票为90 000股。由于外发股票数量减少，每股收益将升至5美元。市盈率仍为6。无论时发放股利还是回购股票，公司面临的经营风险和财务风险相同，因此，回购后股票市场价格将达到30美元。有关数据见表18—1：



§ 18.5 股票回购

表 18—1 股利与回购

(单位：美元)

	总额 (美元)	每股
额外股利		(外发股票 100 000 股)
计划股利	300 000	3 美元
发放股利后年度利润预测值	450 000	4.5
发放股利后的股票市场价值	2 700 000	27
回购		(外发股票 90 000)
回购后年度利润预测值	450 000	5 美元
回购后的股票市场价值	2 700 000	30

本例说明了在完美市场里，公司是发放股利还是回购股票的决策影响相同。这一结论与MM提出的负债融资与股权融资无关、股利与资本利得无关的理论非常相似。



§ 18.5 股票回购：EPS与市场价值的关系

- 在通俗财务出版物上通常会看到这样的论述：由于每股收益（EPS）的提高，股票回购协议是有利的。上例中股票回购与股利相比，EPS确实提高了：从4.5美元提高到5美元，这主要是由于股票回购后，股票数量减少了，EPS公式中的分母变小了的缘故。

然而，财务出版物过于强调股票回购协议的EPS数字。根据刚刚讨论的无关观点，EPS的提高并非有利。当公司利用剩余现金回购股票时，在完美资本市场上，发放股利和回购股票两种策略下的股东总价值是完全相同的。



§ 18.5 股票回购: 税收

- 上例说明在一个没有税收和交易成本的市场中，回购股票并不能增加继续持有股票股东的财富。然而，在目前税法下，股东常常还是更偏好股票回购。

例如：每股1美元的股利按普通收入所得税率征税，对于税收等级为28%的投资者，拥有100股股票就得缴纳28美元得税金。如果回购100美元现有股票，卖出股票的股东只须缴纳很少得税金。

这主要是因为只有出售股票的利得才须征税。如果股票的购买成本为60美元，卖出价为100美元，则出售利得仅为40美元，此外，资本利得税率一般都低于普通收入所得税率。假设资本利得税率为20%，则资本利得税率额为 $20\% \times 40 \text{ 美元} = 8 \text{ 美元}$



§ 18.5 股票回购：目标回购

- 前面讨论中，我们只考虑无选择性回购，即采取要约收购或公开市场收购的方式。除此之外，公司可以从特殊的个人股东手中回购股票，这称之为“目标回购”

例如：假设International Biotechnology公司（简称IB公司）4月份以38美元左右的价格购买了Prime Robotics公司（简称PR公司）约10%的外发股份。当时，IB公司向证券交易委员会宣布，它想最终控制PR公司。5月份，PR公司以每股48美元（高于当时市场价格）的价格回购了IB公司持有的股票，这一要约不扩展至其他股东。



§ 18.5 股票回购:回购作为投资

- 很多公司回购其股票是因为它们相信回购是最好的投资。当经理认为其股票价格暂时被低估时更是如此。此时，他们可能认为：
 - (1) 非金融性资产的投资机会很少。
 - (2) 随着时间的推移，自己公司的股价会上涨。

当股票价值被低估时回购自己股票的事实并不意味着公司的经理是正确的：只有实证研究才能做出判断。股票市场
对股票回购公告的即时反应通常是积极的。最近的实证研究表明，回购后股票价格的长期表现要好于没有回购的同类公司。



§ 18.6 预期报酬、股利与个人所得税

- 我们首先考虑一下股利按普通收入征税，资本利得免税的极端情况。公司所得税忽略不考虑。

例：假设所有股东的税收等级均为25%，现有两家公司：公司G和公司D。公司G不发放股利，公司D发放股利。公司G的当前股票价格为100美元，预计下一年度的股价为120美元，因而公司G的股东预期有20美元的资本利得，即20%的报酬率。如果资本利得免税，则税前和税后的报酬率相同。

公司D在下一年度将发放每股20美元的股利，其股票价格在发放股利后为100美元。如果公司G和公司D的风险相同，它们股票价格的确定应当使二者的预期税后报酬率相同（本例为20%）。那么，公司D的现行股票价格应是多少？



§ 18.6 预期报酬、股利与个人所得税

公司D的现行股票价格可按下式计算：

$$P_0 = \frac{100 \text{美元} + 20 \text{美元}(1 - T_d)}{1.20}$$

式中分子的第一项100美元为时间1股票的预期价格，第二项代表个人所得税税后股利， T_d 为个人所得税税率（本例不考虑资本利得税）。我们认为公司D的税后报酬率与公司G相同，均为20%，因此，按20%进行贴现。设定 $T_d = 0.25$ ，所以 $P_0 = 95.83$ 美元

由于公司D的投资者在时间1收到120美元（100美元股票和20美元股利）的税前收入，股票的预期税前报酬率为（计算过程可参见表18—2）：

$$\frac{120 \text{美元}}{95.83 \text{美元}} - 1 = 25.22\%$$



§ 18.6 预期报酬、股利与个人所得税

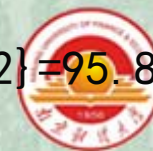
表 18—2 股利收益率对预期税前报酬率的影响

(单位: 美元)

	公司 G (无股利)	公司 D (发放股利)
假设:		
时间 1 的预期价格	120	100
时间 1 的股利 (税前)	0	20
时间 1 的股利 (税后)	0	15
时间 0 的股价	100	需通过计算求得
分析:		
在计算出公司 D 在时间 0 的股 为 95.83 美元后, 可计算:		
资本利得	20	$100 - 95.83 = 4.17$
税前总利得 (包括股利和资本利得)	20	$20 + 4.17 = 24.17$
报酬率 (税前)	$20/100 = 0.2$	$24.17/95.83 = 0.252$
税后总利得	20	$15 + 4.17 = 19.17$
报酬率 (税后)	$20/100 = 0.2$	$19.17/95.83 = 0.20$

注: 高股利收益率股票的预期税前报酬率高于低股利收益率的股票:

1、在时间0公司D的股票价格计算如下: $P_0 = \{[100 \text{ 美元} + 20 \text{ 美元} (1 - 0.25)] / 1.2\} = 95.83$



§ 18.6 预期报酬、股利与个人所得税

■ 实证研究的证据

理论上，股票的预期报酬于股利收益率相关。尽管这一问题已被详尽地研究，但实证结果并不完全一致。

Fama和French则提出了第三种观点

他们通过实证研究发现，预期报酬与股利收益率、市盈率和权益账面值与权益市值比（BEME）等很多因素正相关，但最根本的关系是预期报酬与BEME相关。

所以，他们认为，正是因为股利收益率与BEME相关，预期报酬与股利收益率才相关。

预期报酬

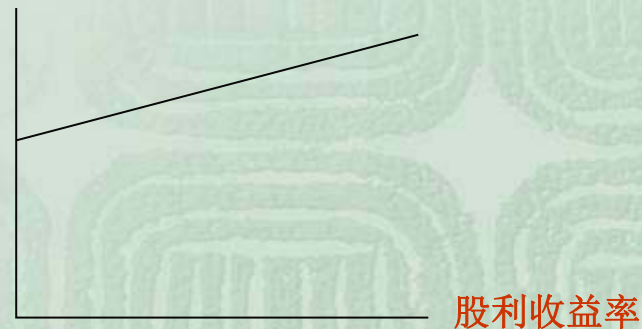


图18—6 预期报酬与股利收益率的关系

注：由于股利的个人所得税率高于资本利得的实际税率，因此，股东对于高股利收益率股票要求的报酬率要大于低股利收益率的股票

预期报酬包括预期资本利得和股利



§ 18.7 赞成高股利政策的现实因素

- 喜爱现期收入：事实表明大多投资者都喜欢现期收入。
- 消除不确定性：Gordon独创性认为，高股利政策之所以有益于股东，是因为它能消除不确定性。
- 税收套利：MS策略
 - ✓ 第一步：买入高股利收益率的股票，同时借入足够的资金以使支付的利息与收到的股利相等。
 - ✓ 第二步：为消除杠杆的不利影响，投资等额的资金于已经出现税收递延账户的债务。
- 代理成本：为了保护自己，债权人常常在贷款协议中规定，只有当公司的利润、现金流量和营运资本超过预先约定的水平才能发放股利。



§ 18.8 现实问题的解决

- 股利的信息内涵：一个具有实践应用价值的理论难题
前面我们曾经分析过的关于股利的三种不同观点：
 - 1、如果未来盈利保持不变，MM认为由于投资者可以自制股利，股利政策无关的。
 - 2、由于税收的影响，当未来盈利保持不变时，公司股票价格与现期股利是负相关的。
 - 3、由于偏爱当前收入和其他相关因素的作用，即使未来盈利保持不变，公司股票价格与现期股利正相关。
- “信息内涵效应”：股票价格随着股利信号而上涨的现象。



§ 18.8 现实问题的解决

■ 追随者效应

处于高税收等级的个人投资者更偏爱低股利或无股利。

我们将低税收等级的投资者分为三类：

- 1、低税收等级的个人投资者。
- 2、保险基金，它们的股利收入和资本利得都无须纳税。
- 3、公司，它们至少有70%的股利收入可以免税，但资本利得一分不能免。

追随者的形成过程如下表所示：

组别	股票
高税收等级个人投资者	零股利或低股利支付率的股票
低税收等级个人投资者	低股利或中等股利支付率的股票
免税机构	中等股利支付率的股票
公司	高股利支付率的股票

§ 18.9 我们了解和不了解的股利政策

- 高额股利
- 越来越少的公司发放股利
- 股利平滑化
- 股利向市场传递信息
- 合理的股利政策
- ✓ 1、不论有无个人所得税，公司都应该避免通过取消净现值大于零的项目，而将节约下来的现金用来发放股利的做法。
- ✓ 2、存在个人所得税时，公司应该避免发行新股来发放股利。
- ✓ 3、当公司面临的有利可图的新投资机会较少，而现金又十分充裕时，公司可以考虑回购其股票。



研究性学习：关于股利政策的论文

- 学年论文以及本科毕业论文皆可以围绕股利政策撰写。
- 第一步：选题：
 - ❧ 1.我国股利政策变迁与经济后果
 - ❧ 2.对佛山照明股利政策的案例分析
 - ❧ 3.影响我国股利政策因素的实证分析
 - ❧ 4.股利政策传递了什么信号？
 - ❧ 5.股票回购与税收筹划



- 第二步：查找资料
- 第三步：撰写论文
- 第四步：论文格式、内容摘要与关键词、参考文献等形式，使之学术论文规范。

