

第十章 股利分配、股票分割与股票回购

股利理论

股利无关论	1. 投资者并不关心公司股利的分配; 2. 股利的支付比率不影响公司的价值
股利相关论	税差理论 1. 如果不考虑股票交易成本, 股利支付率越高, 股利收益税会明显高于资本利得税, 企业应采取低现金股利支付率政策 2. 如果存在股票交易成本, 甚至当资本利得税与交易成本之和大于股利收益税时, 偏好取得定期现金股利的股东会倾向于企业采用高现金股利支付率政策
	客户效应理论 1. 边际税率高的投资者会选择实施低股利支付率的股票 2. 边际税率低的投资者会选择实施高股利支付率的股票
	“一鸟在手”理论 企业应采用高股利支付率政策以实现股东财富最大化 【提示】 现金股利为“在手之鸟”, 资本利得为“林中之鸟”; 投资者更偏好于现金股利而非资本利得, 倾向于选择股利支付率高的股票。
股利相关论	代理理论 (1) 股东 vs 债权人: 债权人希望企业采取低股利支付率, 通常在借款合同的约束性条款对企业发放股利的水平进行制约 (2) 经理 vs 股东: 股东希望企业采取高股利支付率政策, 有利于抑制经理随意支配自由现金流的代理成本, 也有利于满足股东的股利收益预期 (3) 控股股东 Vs 中小股东: 中小股东希望企业采用高股利支付率政策, 以防控控股股东的利益侵害
	信号理论 (1) 增发股利: ①管理层对未来业绩的良好预期; ②成熟期企业缺乏良好投资项目, 成长性趋缓或下降 (2) 减少股利: ①管理层对未来发展前景的衰退预期; ②成熟期企业需要增加留存以支持新增投资项目, 未来前景向好

股利政策

剩余股利政策	含义	在公司有着良好的投资机会时, 根据一定的目标资本结构, 测算出投资所需的权益资本, 先从盈余当中留用, 然后将剩余的盈余作为股利予以分配
	评价	优点: 保持理想的资本结构, 使加权平均资本成本最低 缺点: 股利发放额每年随投资机会和盈利水平波动, 不利于投资者安排收支
固定股利或稳定增长股利政策	含义	企业将每年派发的股利固定在某一特定水平或是在此基础上维持某一固定增长率从而逐年稳定增长 只有当公司认为未来盈余将会显著地、不可逆转地增长时, 才提高年度的股利发放额
	评价	优点: ①稳定的现金股利向市场传递着公司正常发展的信息, 有利于树立公司良好形象, 增强投资者对公司的信心, 从而使公司股票价格保持稳定或上升; ②有利于投资者安排股利收支 缺点: ①股利支付与盈余相脱节; ②不能保持较低的资本成本
固定股利支付率政策	含义	公司确定一个股利占盈余的比率, 长期按此比率支付股利的政策
	评价	优点: 使股利与盈余紧密地配合, 体现多盈多分, 少盈少分, 无盈不分的原则 缺点: 各年股利变动较大, 极易造成公司不稳定的感觉, 对稳定股票价格不利
低正常股利加额外股利政策	含义	公司一般情况下每年只支付一个固定的、数额较低的股利; 在盈余较多的年份, 再根据实际情况向股东发放额外股利; 额外股利并不固定化, 不意味着公司永久地提高了规定的股利支付率
	评价	具有较大灵活性; 使一些依靠股利度日的股东每年至少可以得到虽然较低但比较稳定的股利收入, 从而吸引住这部分股东

股利政策的影响因素

法律限制	说明
1. 资本保全的限制	公司不能用资本（包括股本和资本公积）发放股利
2. 企业积累的限制	按照法律规定，公司税后利润必须先提取法定公积金。此外还鼓励公司提取任意公积金，只有当提取的法定公积金达到注册资本的 50%时，才可以不再提取
3. 净利润的限制	规定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
4. 超额累积利润的限制	许多国家规定公司不得超额累积利润，一旦公司的保留盈余超过法律认可的水平，将被加征额外税额
5. 无力偿付的限制	基于对债权人的利益保护，如果一个公司已经无力偿付负债，或股利支付会导致公司失去偿债能力，则不能支付股利
股东限制	说明
稳定的收入和避税考虑	依靠股利维持生活的股东要求支付稳定的现金股利 边际税率高的股东出于避税考虑，往往反对发放较多的现金股利。
防止控制权稀释考虑	为防止控制权的稀释，持有控股权的股东希望少募集权益资金，少分股利
公司限制	说明
盈余的稳定性	盈余相对稳定的公司有可能支付较高的股利，盈余不稳定的公司一般采用低股利政策
公司的流动性	公司的流动性较低时往往支付较低的股利
举债能力	具有较强的举债能力的公司有可能采取高股利政策，而举债能力弱的公司往往采取低股利政策
投资机会	有良好投资机会的公司往往少发现金股利，缺乏良好投资机会的公司，倾向于支付较高的现金股利
资本成本	保留盈余（不存在筹资费用）的资本成本低于发行新股。从资本成本考虑，如果公司有扩大资金的需要，也应当采取低现金股利政策
债务需要	具有较高债务偿还需要的公司一般采用低现金股利政策
其他限制	说明
债务合同约定	如果债务合同限制现金股利支付，公司只能采取低股利政策
通货膨胀	在通货膨胀的情况下，由于货币购买力下降，公司计提的折旧不能满足重置固定资产的需要，需要动用盈余补足重置固定资产的需要，通货膨胀时期股利政策往往偏紧

股利种类

支付方式	特点
现金股利	现金股利是以现金支付的股利，它是股利支付的主要方式。公司支付现金股利除了要有累计盈余外，还要有足够的现金
股票股利	股票股利是公司以增发的股票作为股利的支付方式
财产股利	是以现金以外的资产支付的股利，主要是以公司所拥有的其他企业的有价证券，如债券、股票，作为股利支付给股东
负债股利	是公司以负债支付的股利，通常以公司的应付票据支付给股东，不得已情况下也有发行公司债券抵付股利的

股票除权

股权登记日	有权领取本期股利的股东的资格登记截止日期 【提示】只有在股权登记日这一天登记在册的股东（即在此日及之前持有或买入股票的股东）才有资格领取本期股利，而在这一天之后登记在册的股东，即使是在股利支付日之前买入的股票，也无权领取本期分配的股利。
除息日	1. 股利所有权与股票本身分离的日期，将股票中含有的股利分配权利予以解除 【提示】在除息日当日及以后买入的股票不再享有本次股利分配的权利；我国上市公司的除息日通常是在登记日的下一个交易日。

	2. 由于在除息日之前的股价中包含了本次派发的股利，而自除息日起的股价中则不包含本次派发的股利，通常需要除权调整上市公司每股股票对应的股利价值，以便投资者对股价进行对比分析
除权参考价	在除息日，上市公司发放现金股利、股票股利以及资本公积转增资本后： 股票的除权参考价= 股权登记日收盘价-每股现金股利/1+送股率+转增率

股票分割—股票分割与股票股利的比较

内容	股票股利	股票分割
不同点	(1) 面值不变； (2) 股东权益内部结构变化； (3) 属于股利支付方式； (4) 在公司股价上涨幅度不大时，往往通过发放股票股利将股价维持在理想的范围之内	(1) 面值变小； (2) 股东权益内部结构不变； (3) 不属于股利支付方式； (4) 在公司股价暴涨且预期难以下降时，才采用股票分割的办法降低股价
相同点	(1) 普通股股数增加； (2) 每股收益和每股市价下降； (3) 资本结构不变（资产总额、负债总额、股东权益总额不变）。 (4) 往往给人们传递一种“公司正处于发展中”的信息，从纯粹经济的角度看，二者没有区别	

股票回购与现金股利的比较

内容	股票回购	现金股利
不同点	(1) 股东得到的资本利得，需缴纳资本利得税，税赋低； (2) 股票回购对股东利益具有不稳定的影响； (3) 不属于股利支付方式； (4) 可配合公司资本运作需要	(1) 发放现金股利后股东则需缴纳股利收益税，税赋高； (2) 稳定到手的收益； (3) 属于股利支付方式
相同点	(1) 所有者权益减少； (2) 现金减少	

股票回购与股票分割、股票股利、股票反分割的比较

内容	股票回购	股票分割及股票股利	股票反分割
股数	减少	增加	减少
每股市价	提高	降低	提高
每股收益	提高	降低	提高
资本结构	改变，提高财务杠杆水平	不影响	不影响
控制权	巩固既定控制权或转移公司控制权	不影响	不影响

核心考点自我评估

考点	评估	备注
股利理论和股利政策、股利的种类		
股票除权参考价的计算		
股票股利、股票分割和股票回购的对比		

3分：完全掌握； 2分：基本掌握； 1分：需强化

第十一章 营运资金管理

营运资本投资策略

适中型投资策略	短缺成本=持有成本 适中型投资策略，就是按照预期流动资产周转天数、销售额及其增长、成本水平和通货膨胀等因素确定的最优投资规模，安排流动资产投资。
保守型投	短缺成本<持有成本

资策略	保守型投资策略安排较高的流动资产与收入比。
激进型投资策略	短缺成本>持有成本 激进型投资策略安排较低的流动资产与收入比。

营运资本筹资策略

含义	制定营运资本筹资政策，就是确定流动资产所需资金中短期和长期资金的比例，政策通常用经营性流动资产中长期筹资来源的比重来衡量，即易变现率。
易变现率	$\text{易变现率} = \frac{(\text{股东权益} + \text{长期债务} + \text{经营性流动负债}) - \text{长期资产}}{\text{经营性流动资产}}$ <p>易变现率高，资金来源的持续性强，偿债压力小，管理起来比较容易，称为保守型的筹资政策。易变现率低，资金来源的持续性弱，偿债压力大，称为激进型筹资政策。</p>

流动资产	稳定性流动资产	即使在企业处于经营淡季也仍然需要保留的、用于满足企业长期、稳定运行的流动资产所需的资金。	
	波动性流动资产	受季节性、周期性影响的流动资产需要的资金	
流动负债	临时性负债	短期金融负债	
	自发性负债	经营性流动负债	
适中型筹资策略	<p>1. 尽可能贯彻筹资匹配原则，即长期投资由长期资金支持，短期投资由短期资金支持</p> <p>2. 长期资产+稳定性流动资产=股东权益+长期债务+经营性流动负债</p> <p>波动性流动资产=短期金融负债</p> <p>对于波动性流动资产，用临时性负债筹集资金，也就是利用短期银行借款等短期金融负债工具取得资金；对于稳定性流动资产需求和长期资产，用权益资本、长期债务和经营性流动负债筹集。</p>		
保守型筹资策略	<p>1. 短期金融负债只融通部分波动性流动资产的资金需要，另一部分波动性流动资产和全部稳定性流动资产，则由长期资金来源支持</p> <p>极端保守的筹资政策完全不使用短期借款，全部资金都来自长期资金来源。</p> <p>2. 与适中型筹资政策相比，保守型筹资政策下短期金融负债占企业全部资金来源的比例较小，即易变现率较大</p> <p>保守型筹资政策是一种风险和收益均较低的营运资本筹资政策。</p>		
激进型筹资策略	<p>1. 短期金融负债不但融通临时性流动资产的资金需要，还解决部分长期性资产的资金需要。极端激进的筹资政策是全部稳定性流动资产都采用短期借款。</p> <p>2. 激进型筹资政策下短期金融负债在企业全部资金来源中所占比重大于适中型筹资政策。激进型筹资政策是一种收益性和风险性均较高的营运资本筹资政策。</p>		
种类	适中型	激进型	保守型
匹配关系	<p>(1) 波动性流动资产=临时性负债（短期金融负债）</p> <p>(2) 长期资产+稳定性流动资产=股东权益+长期债务+经营性流动负债</p>	<p>(1) 波动性流动资产<临时性负债（短期金融负债）</p> <p>(2) 长期资产+稳定性流动资产>股东权益+长期债务+经营性流动负债</p>	<p>(1) 波动性流动资产>临时性负债（短期金融负债）</p> <p>(2) 长期资产+稳定性流动资产<股东权益+长期债务+经营性流动负债</p>
易变现率	居中 (营业低谷为1, 营业高峰)	最小 (小于1)	最大 (营业低谷大于1, 营业高峰小)

	小于 1)		于 1)
临时性负债权重	比重居中	比重最大	比重最小
风险收益特征	资本成本居中 风险收益适中	资本成本低, 风险收益均高	资本成本高, 风险收益均低

【提示】营业高峰时期三种策略易变现率都小于 1。

企业置存现金的原因

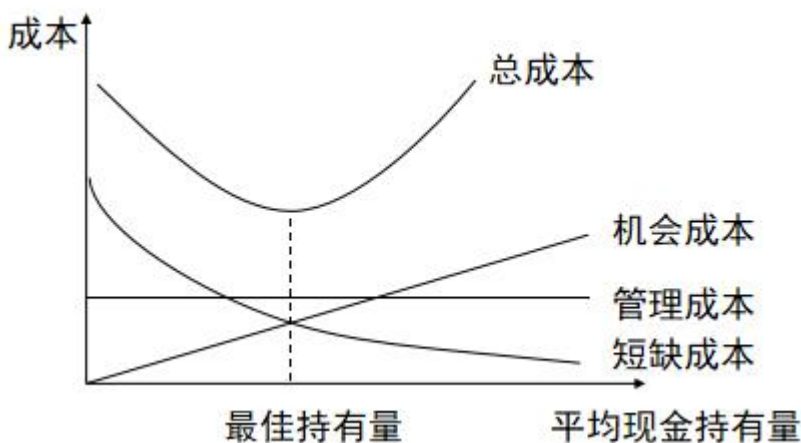
种类	含义
交易性需要	置存现金以满足日常业务的现金支付需要
预防性需要	置存现金以防发生意外的支付
投机性需要	置存现金用于不寻常的购买机会

现金管理的方法

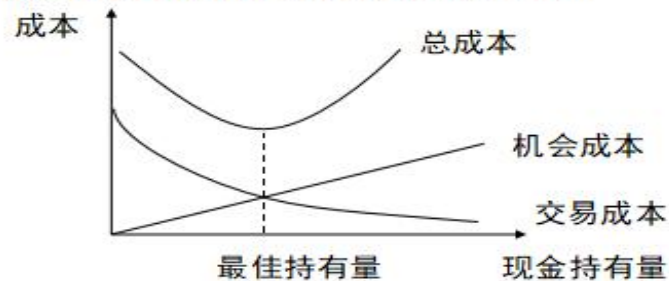
管理策略	内容
力争现金流量同步	尽量使它的现金流入与现金流出的时间趋于一致，就可以使其所持有的交易性现金余额降到最低水平
使用现金浮游量	从企业开出支票，收票人收到支票并存入银行，至银行将款项划出企业账户，中间需要一段时间。现金在这段时间的占用称为现金浮游量
加速收款	这主要指缩短应收账款的时间。做到既利用应收账款吸引顾客，又缩短收款时间，从两者之间找到适当的平衡点
推迟应付账款的支付	在不影响自己信誉的前提下，尽可能地推迟应付款的支付期，充分运用供货方所提供的信用优惠

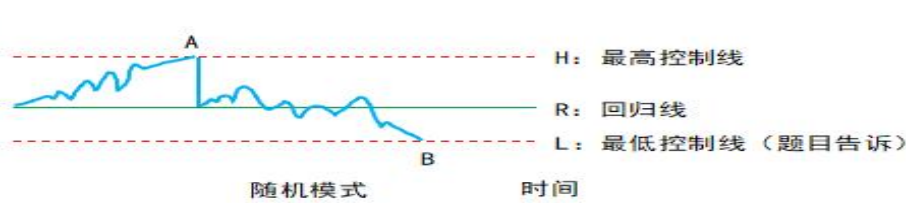
现金管理—成本模式

相关成本	机会成本	管理成本	短缺成本
与现金持有量的关系	正比例变动	无明显的比例关系 (固定成本)	反向变动
决策原则	最佳现金持有量是使上述三项成本之和最小的现金持有量		



现金管理—存货模式

<p>最佳现金持有量 (定性)</p>	<p>使机会成本和交易成本之和最小的现金持有量</p> 
<p>最佳现金持有量 (定量)</p>	<p>交易成本= $(T/C) \times F$, 机会成本= $(C/2) \times K$</p> <p>当交易成本=机会成本时的现金持有量为最佳持有量, 则有:</p> <p>最佳现金持有量 $C^* = \sqrt{(2T \times F)/K}$, 最小相关总成本</p> <p>$= \sqrt{2 \times T \times F \times K}$</p> <p>最佳交易次数 $N^* = T/C^*$, 最佳交易间隔期= $360/N^*$</p>

<p>基本方法</p>	<p>根据历史经验和现实需要, 测算出一个现金持有量的控制范围, 即制定出现金持有量的上限和下限, 将现金量控制在上下限之内</p> <p>$H-R=2(R-L)$ $R = \sqrt[3]{\frac{3b \times \delta^2}{4i}} + L$</p>
<p>最佳现金持有量 (定量)</p>	

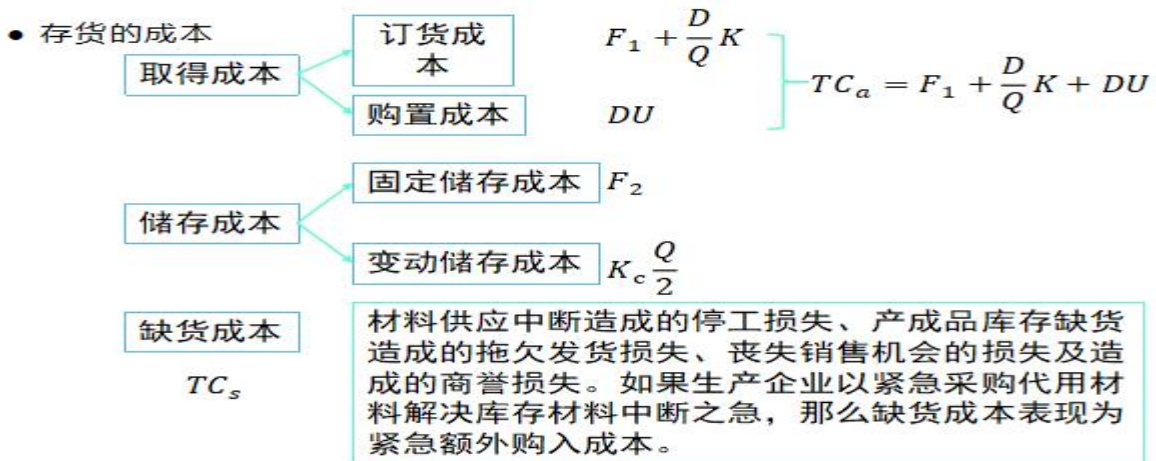
应收账款决策分析

<p>信用期间</p>	<p>分析改变现行信用期对收入和成本的影响</p> <p>延长信用期, 有利于销售额增加, 但也会导致应收账款、收账费用和坏账损失增加; 当前者收入大于后者成本时, 可以延长信用期, 否则不宜延长。如果缩短信用期, 情况与此相反。</p>	
<p>信用标准</p>	<p>品质</p>	<p>顾客的信誉, 即履行偿债义务的可能性</p>
	<p>能力</p>	<p>顾客的偿债能力, 即其流动资产的数量和质量以及与流动负债的比例; 同时, 还应注意顾客流动资产的质量</p>
	<p>资本</p>	<p>顾客的财务实力和财务状况</p>
	<p>抵押</p>	<p>顾客拒付款项或无力支付款项时能被用作抵押的资产</p>
	<p>条件</p>	<p>可能影响顾客付款能力的经济环境</p>
<p>现金折扣政策</p>	<p>当企业给予顾客某种现金折扣时, 应当考虑折扣所能带来的收益与成本孰高孰低, 权衡利弊, 抉择决断。</p> <p>现金折扣能够吸引顾客为享受优惠而提前付款, 缩短企业的平均收款期, 也能招揽一些视折扣为减价出售的顾客前来购货, 借此扩大销售量, 但也增加了企业的成本, 即价格折扣的损失。</p>	



增加的收益	增加的 边际贡献	$\text{边际贡献} = \text{销售数量} \times \text{单位边际贡献}$ $= \text{销售金额} \times \text{边际贡献率}$ 【提示】 若突破相关范围，增加的固定成本也要扣除
增加的成本	增加的应计利息	应收账款 应收账款占用资金的应计利息 $= \text{应收账款占用资金} \times \text{资本成本}$ $= \text{应收账款平均余额} \times \text{变动成本率} \times \text{资本成本}$ $= \text{赊销额} / 360 \times \text{平均收现期} \times \text{变动成本率} \times \text{资本成本}$
		存货 存货占用资金的应计利息增加 $= \text{存货增加量} \times \text{单位变动成本} \times \text{资本成本}$ $= (\text{全年增加的变动成本} / \text{存货周转率}) \times \text{资本成本}$
		应付账款 应付账款抵减的占用资金应计利息 $= -\text{应付账款平均余额} \times \text{资本成本}$

存货的成本



各类流动资产决策中涉及的成本内容



存货经济批量分析

经济订货量的基本模型	含义	按照存货管理的目的，需要通过合理的进货批量和进货时间，使存货的总成本最低，这个批量叫做经济订货量或经济批量
	假设条件	(1)企业能够及时补充存货，即需要订货时便可立即取得存货(→提前订货) (2)货物能集中到货，而不是陆续入库(→陆续供应) (3)不允许缺货，既无缺货成本，TCs 为零，这是因为良好的存货管理本来就不应该出现缺货成本(→保险储备) (4)货物的年需求量稳定，并且能够预测，即 D 为已知常量 (5)存货单价不变，即 U 为已知常量 (6)企业现金充足，不会因现金短缺而影响进货 (7)所需存货市场供应充足，不会因买不到需要的存货而影响其他方面 【提示】(4)和(5)说明购置成本、订货固定成本和储存固定成本均为常数；(6)和(7)说明缺货成本为 0。

经济订货量的基本模型	基本模型	相关成本包括： ①订货变动成本=年订货次数(D/Q) × 每次订货成本K ②储存变动成本=年平均库存(Q/2) × 单位年储存成本K _c 经济订货批量 $Q^* = \sqrt{\frac{2KD}{K_c}}$
	模型变形	相关总成本 $= \sqrt{2KDK_c}$ 每年最佳订货次数 $N^* = \frac{D}{Q^*}$ 最佳订货周期 $t^* = \frac{1}{N^*}$ 经济订货量占用资金 $I^* = \text{年平均库存} \times \text{单位购置成本} = \frac{Q^*}{2} \times U$

基本模型的扩展	订货提前期	再订货点(R)等于平均交货时间(L)和每日平均需用量(d)的乘积： $R=L \times d$
	存货陆续供应和使用	$Q^* = \sqrt{\frac{2KD}{K_c} \times \frac{p}{p-d}} = \sqrt{\frac{2KD}{K_c \times (1-\frac{d}{p})}}$ $TC(Q^*) = \sqrt{2KDK_c \times \frac{p-d}{p}} = \sqrt{2KDK_c \times (1-\frac{d}{p})}$ 【提示】陆续供应和使用的经济订货量模型可用于自制和外购的选择决策，其中自制适用陆续供应和使用模型，而外购适用瞬时补充模型。由于外购和自制的单位变动成本不同，因此瞬时补充模型中需考虑的相关成本除了变动订货成本和变动储存成本以外，还要考虑购置成本。

基本模型的扩展	<p>保险储备</p> <p>(1)含义：按照某一订货批量(如经济订货批量)和再订货点发出订单后，如果需求增大或送货延迟，就会发生缺货或供货中断。为防止由此造成的损失，就需要多储备一些存货以备应急之需，这称为保险储备(安全存量)。</p> <p>(2)再订货点调整：$R = \text{平均交货时间} \times \text{平均日需求} + \text{保险储备} = L \times d + B$</p> <p>(3)保险储备量的决策原则：使缺货或供应中断损失和储备成本之和最小</p> <p>【提示】确定保险储备量的“三步法”</p> <p>第一步：不设保险储备(即 $B=0$ 时)，计算再订货点 R_0、缺货量 S_0 和总成本 $TC(S, B)$</p> <p>第二步：按需要量间隔累加进行测试，分别计算对应的缺货量 S 和总成本 $TC(S, B)$</p> <p>第三步：逐步测试直至无缺货成本(即 $S=0$)，寻找使总成本 $TC(S, B)$ 最小的保险储备量 B 和再订货点 R</p>
---------	---

应付账款决策分析

应付账款的成本	<p>放弃现金折扣成本 = $\frac{\text{折扣率}}{1 - \text{折扣率}} \times \frac{360}{\text{付款期}(\text{信用期}) - \text{折扣期}}$</p> <p>按复利计算，公式为：放弃现金折扣成本</p> <p>$= \left(1 + \frac{\text{折扣率}}{1 - \text{折扣率}}\right)^{\frac{360}{\text{信用期} - \text{折扣期}}} - 1$</p>
---------	--

决策原则	<p>(1)放弃现金折扣成本率 > 短期借款利率或短期投资收益率，应选择折扣期内付款，即享受现金折扣</p> <p>(2)放弃现金折扣成本率 < 短期借款利率或短期投资收益率，应选择信用期内付款，即放弃现金折扣</p> <p>(3)展延付款所降低的折扣成本 > 展延付款的信用损失，应选择展期付款</p> <p>【提示】如果面对两家以上提供不同信用条件的卖方，应通过衡量放弃折扣成本的大小，选择信用成本最小(或所获利益最大)的一家。</p>
------	--

短期借款筹资管理

信用条件	信贷限额	银行对借款人规定的无担保贷款的最高额	
	周转信贷协定	银行具有法律义务的、承诺提供不超过某一最高限额的贷款协定	
	补偿性余额	<p>银行要求借款企业在银行中保持按贷款限额或实际借用额一定百分比(一般为 10%~20%)的最低存款余额。</p> <p>有效年利率 > 报价利率</p>	
	借款抵押	银行向财务风险较大的企业发放贷款，要求提供抵押品担保。	
	偿还条件	贷款的偿还有到期一次偿还和在贷款期内定期(每月、季)等额偿还两种方式。	
	其他承诺	银行有时还要求企业为取得贷款而作出其他承诺，如及时提供财务报表、保持适当的财务水平(如特定的流动比率)等。	
	利息支付	有效年利率 = $\text{实际支付的年用资费用} \div \text{实际可用的借款额}$	
收款法		在借款到期时向银行支付利息	有效年利率 = 报价利率
贴现法		<p>银行向企业发放贷款时，先从本金中扣除利息部分，而到期时借款企业则要偿还贷款全部本金</p> <p>【提示】采用这种方法，企业可利用的贷款额只有本金减去利息部分后的差额，因此贷款的有效年利率高于报价利率。</p>	有效年利率 > 报价利率
加息法		分期等额偿还贷款	有效年利率 = $2 \times \text{报价利率}$

核心考点自我评估

考点	评估	备注
营运资本投资和筹资策略		
现金管理的方法和最佳现金持有量分析		
应收账款决策分析		
存货决策分析		
应付账款决策		
短期借款筹资管理		

3分：完全掌握； 2分：基本掌握； 1分：需强化