

# 注册会计师

## 财务成本管理

### 精讲班

#### 第十章 股利分配、股票分割与股票回购

##### 本章考情

本章属于非重点章节，难度不大。近年来的分值在 2 分左右。

#### 第一节 股利理论与股利政策

##### 一、股利理论

###### （一）股利无关论（完全市场理论）

这一理论是米勒与莫迪格利安尼于 1961 年提出。

主要观点	(1) 投资者并不关心公司股利的分配（投资者对股利和资本利得并无偏好） (2) 股利的支付比率不影响公司的价值（完全由其投资政策及其获利能力所决定）
理论假设	(1) 公司的投资政策已确定并且已经为投资者所理解 (2) 不存在股票的发行和交易费用（即不存在股票筹资费用） (3) 不存在个人或公司所得税 (4) 不存在信息不对称 (5) 经理与外部投资者之间不存在代理成本

###### （二）股利相关论（选择题）

###### 1. 税差理论

税差：现金股利税和资本利得税有差异

一般出于保护和鼓励资本市场投资的目的，会采用股利收益税率高于资本利得税率的差异税率制度；

股东在支付税金时间上有差异（继续持有股票可以延迟资本利得的纳税时间，可以体现递延纳税的时间价值）。

- (1) 资本利得税率 < 股利收益税率，应采用低股利政策；
- (2) 可以延迟（股票出售时）纳税，应采用低股利政策。

基本观点：

(1) 如果不考虑股票交易成本，企业应采取低现金股利比率的分配政策。

(2) 如果存在股票的交易成本，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收益的股东自然会倾向于企业采用高现金股利支付率政策。

【2022 年·多选题】根据税差理论，下列情形会导致股东偏好高现金股利政策的有（ ）。

- A. 不考虑股票交易成本，资本利得税小于股利收益税
- B. 考虑股票交易成本，资本利得税大于股利收益税
- C. 考虑货币时间价值，资本利得税小于股利收益税
- D. 不考虑货币时间价值，资本利得税大于股利收益税

【答案】BD

【解析】不考虑股票交易成本，资本利得税小于股利收益税，股东会倾向于少分股利、多留存，选项 A 错误；考虑股票交易成本，资本利得税大于股利收益税，那么交易成本与资本利得税之和大于股利收益税，股东会偏好高现金股利政策，选项 B 正确；考虑货币时间价值，资本利得税小于股利收益税，股东会倾向于少分股利、多留存，选项 C 错误；不考虑货币时间价值，资本利得税大于股利收益税，股东会偏好高现金股利政策；选项 D 正确。

## 2. 客户效应理论

基本观点：

(1) 边际税率较高的投资者（高收入阶层和风险偏好投资人，税负高，偏好资本利得）偏好低现金股利支付率的股票，偏好少分现金股利，多留存。

(2) 边际税率较低的投资者（低收入阶层和风险厌恶投资人，税负低，偏好现金股利）偏好高现金股利支付率的股票。

【提示】公司应根据投资者的不同需求，对投资者分门别类制定股利政策。

## 3. “一鸟在手”理论

在手之鸟：当期现金股利；在林之鸟：未来的资本利得

基本观点：

(1) 一鸟在手，强于二鸟在林——股东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。

(2) 为实现股东价值最大化目标，企业应实行高股利分配率的股利政策。

【注】企业权益价值=分红总额/权益资本成本

当股利支付率提高时，股东承担的收益风险会降低，权益资本成本也会降低，则企业权益价值提高。

## 4. 代理理论

基于代理理论对股利分配政策选择的分析将是多种因素权衡的复杂过程。

基本观点：

(1) 股东与债权人之间的代理冲突，债权人为保护自身利益，希望企业采取低股利支付率。

(2) 经理人员与股东之间的代理冲突，多分配少留存，既有利于抑制经理人员随意支配自由现金流的代理成本，也有利于满足股东取得股利收益的意愿。

(3) 控股股东与中小股东之间的代理冲突。处于外部投资者保护程度较弱环境的中小股东希望企业采用**多分配少留存（高股利支付率）**政策，以防控控股股东的利息侵害。

## 5. 信号理论

基本观点：在信息不对称的情况下，公司可以通过股利政策向市场传递有关公司未来盈利能力的信息。股利政策所产生的信息效应会影响股票的价格。

【提示】鉴于投资者对股利信号信息的理解不同，所作出的对企业价值的判断也不同。

可能的信号	好信号	差信号
高股利支付率	企业未来业绩大幅度增长	企业没有前景好的投资项目
低股利支付率	企业有前景看好的投资项目	企业未来出现衰退

【2011年·单选题】下列关于股利分配理论的说法中，错误的是（ ）。

- A. 税差理论认为，当股票资本利得税与股票交易成本之和大于股利收益税时，应采用高现金股利支付率政策
- B. 客户效应理论认为，对于高收入阶层和风险偏好投资者，应采用高现金股利支付率政策
- C. “一鸟在手”理论认为，由于股东偏好当期股利收益胜过未来预期资本利得，应采用高现金股利支付率政策
- D. 代理理论认为，为解决控股股东和中小股东之间的代理冲突，应采用高现金股利支付率政策

【答案】 B

【解析】客户效应理论认为，对于低收入阶层和风险厌恶投资者，由于其税负低，并且偏好现金股利，他们希望公司多发放现金股利，所以公司应该实施高现金分红比例的股利政策。对于高收入阶层和风险偏好投资者，由于其税负高，并且偏好资本增长，他们希望公司少发放现金股利，并且通过获得资本利得适当避税，因此，公司应实施低现金分红比例，甚至不分红的股利政策。

## 二、股利政策的类型

### 1. 剩余股利政策

公司股利分配政策受到投资机会和资本成本的影响。企业力求保持理想的资本结构，使加权平均资本成本最低。

#### (1) 含义

是指在公司有着良好的投资机会时，根据一定的目标资本结构（最佳资本结构），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。（倒挤股利）

【教材例 10-1】某公司上年净利润 600 万元，今年年初公司讨论决定股利分配的数额。预计今年需要增加长期资本 800 万元。公司的目标资本结构是权益资本占 60%，债务资本占 40%，今年继续保持。按法律规定，至少要提取 10% 的公积金。公司采用剩余股利政策。

问：公司应分配多少股利？

【答案】

利润留存=800×60%=480（万元）

股利分配=600-480=120（万元）

【提示】

1. 法律规定至少要提取 10% 的公积金。即提取 60 万元作为收益留存。实际提取 480 万元，这一规定并没有构成实际限制。
2. 筹集资金要在确定目标结构的前提下，使用利润留存（如不足，增发股份）和长期借款补充资金。不能违背经济原则，把全部利润分配给股东，然后再去按资本结构比率增发股份和借款。
3. “目标资本结构”是指长期有息负债和所有者权益的比率。利润分配后（特定时点）新增长期资本结构符合既定目标，而不管后续经营造成的所有者权益变化。

【2022 年·单选题】甲公司 2022 年度净利润 5000 万元，提取 10% 法定公积金。2022 年初未分配利润为 0。预计 2023 年投资项目需长期资本 6000 万元，目标资本结构是债务资本和权益资本各占 50%，公司采用剩余股利政策，当年利润当年分配，2022 年度应分配现金股利（ ）万元。

A. 2000                      B. 3000                      C. 3250                      D. 0

【答案】A

【解析】2022 年度应分配现金股利=5000-6000×50%=2000（万元）。

【2014 年·单选题】甲公司 2013 年实现税后利润 1000 万元，2013 年年初未分配利润为 200 万元。公司按 10% 提取法定盈余公积。预计 2014 年需要新增投资资本 500 万元。目标资本结构（债务/权益）为 4/6。公司执行剩余股利分配政策，2013 年可分配现金股利（ ）万元。

A. 700                      B. 800                      C. 900                      D. 600

【答案】A

【解析】2013 年利润留存=500×60%=300（万元），股利分配=1000-300=700（万元）。

【2017 年·单选题】甲公司 2016 年初未分配利润-100 万元，2016 年实现净利润 1200 万元。公司计划 2017 年新增资本支出 1000 万元，目标资本结构（债务：权益）为 3：7。法律规定，公司须按净利润 10% 提取公积金。若该公司采取剩余股利政策。应发放现金股利（ ）万元。

A. 310                      B. 400                      C. 380                      D. 500

【答案】D

【解析】利润留存=1000×7/10=700（万元），应发放现金股利=1200-700=500（万元）。

【2018年·单选题】目前甲公司有累计未分配利润1000万元，其中上年实现的净利润500万元，公司正在确定上年利润的具体分配方案，按法律规定，净利润至少要提取10%的盈余公积金，预计今年增加长期资本800万元，公司的目标资本结构是债务资本占40%，权益资本占60%，公司采用剩余股利政策，应分配的股利是（ ）万元。

A. 0                      B. 480                      C. 20                      D. 520

【答案】 C

【解析】应分配的股利=500-800×60%=20（万元）。需要说明的是，本题中的利润留存为480万元，大于需要提取的盈余公积金（50万元），所以，没有违反法律规定。另外，出于经济原则的考虑，本题中的期初未分配利润不能参与股利分配。

## 2. 固定股利或稳定增长股利政策

### （1）含义

固定股利或稳定增长股利政策是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。

稳定增长股利政策是每年发放的股利在上一年股利的基础上按固定增长率稳定增长。

### （2）特点：

优点：

固定股利或稳定增长股利政策的理论依据是“一鸟在手”理论和股利信号理论。

- a. 固定或稳定增长的股利可以消除投资者内心的不确定性。等于向市场传递公司经营业绩正常或稳定增长的信息，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。
- b. 固定或稳定增长的股利有利于投资者安排股利收入和支出，特别是对那些对股利有着很高依赖性的股东更是如此。而股利忽高忽低的股票，则不会受这些股东的欢迎，股票价格会因此而下降。

缺点：

- a. 固定股利或稳定增长股利政策的缺点在于股利的支付与盈余相脱节。当盈余较低时仍要支付固定或稳定增长的股利，这可能导致资金短缺，财务状况恶化；同时，不能像剩余股利政策那样保持较低的资本成本。
- b. 固定股利或稳定增长股利政策适用于成熟的、盈利充分且获利能力比较稳定的、扩张需求减少的公司。从公司发展的生命周期考虑，稳定增长期的企业可采用稳定增长股利政策，成熟期的企业可采用固定股利政策。

## 3. 固定股利支付率政策

### （1）含义

是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。

### （2）特点

优点：能使股利与公司盈余紧密地配合，以体现多盈多分，少盈少分，无盈不分的原则。

缺点：各年的股利变动较大，极易造成公司不稳定的感觉，对稳定股票价格不利。

【2022年·单选题】甲公司采用固定股利支付率政策，股利支付率为60%。公司2022年实现净利润8000万元。提取10%法定公积金。甲公司2022年应分配现金股利（ ）万元。

A. 5600                      B. 4800                      C. 4000                      D. 4320

【答案】 B

【解析】甲公司2022年应分配现金股利=8000 X 60%=4800(万元)

【2017年·单选题】公司采用固定股利支付率政策时，考虑的理由通常是（ ）。

- A. 稳定股票市场价格
- B. 维持目标资本结构
- C. 保持较低资本成本
- D. 使股利与公司盈余紧密配合

【答案】 D

【解析】主张实行固定股利支付率的人认为，这样做能使股利与公司盈余紧密地配合，以体现多盈多分、少盈少分、无盈不分的原则。

#### 4. 低正常股利加额外股利政策

(1) 含义：公司一般情况下每年只支付固定的、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。但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率。

(2) 采用该政策的理由：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。

【2014年·多选题】公司基于不同的考虑会采用不同的股利分配政策。采用剩余股利政策的公司更多地关注（ ）。

- A. 盈余的稳定性                  B. 公司的流动性                  C. 投资机会                  D. 资本成本

【答案】 CD

【解析】剩余股利政策就是在公司有着良好投资机会时，根据一定的目标资本结构（最佳资本结构），推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。可见，更多关注的是投资机会和资本成本。

### 三、股利政策的影响因素

#### (一) 法律限制

限制因素	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

#### (二) 股东因素

限制因素	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

#### (三) 公司因素

限制因素	说明
盈余的稳定性	盈余相对稳定的公司相对于盈余不稳定的公司而言具有较高的股利支付能力，盈余不稳定的公司一般采取低股利政策
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取低现金股利政策

(四) 其他限制

限制因素	说明
债务合同约束	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