

注册会计师 财务成本管理

精讲班

授课教师： 储成兵

第十一章 股利分配、 股票分割与股票回购



第十一章 股利分配、股票分割与股票回购

本章考情分析

本章的题型主要是客观题，综合题可能涉及的本章相关内容的考点主要集中在剩余股利政策和固定股利支付率政策的运用。

第十一章股利分配、股票分割与股票回购

本章基本内容框架

股利分配

股利理论与股利政策

股利种类、支付程序与分配方案

股票分割与股票回购

第一节 股利理论与股利政策

一、股利理论

(一) 股利无关论 (MM理论)

1. 假设条件

- (1) 公司的投资政策已确定并且已经为投资者所理解;
- (2) 不存在股票发行和交易费用;
- (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。

第一节 股利理论与股利政策

2.主要观点

(1) 公司价值完全由其投资政策及其获利能力决定，股利支付率不影响公司价值，只影响股东的收益在股利和资本利得之间的分配。

(2) 投资者不关心公司股利分配，对股利和资本利得没有偏好。

第一节 股利理论与股利政策

(二) 股利相关论

1. 税差理论

在MM的股利无关论中假设不存在税收，但在现实条件下，**现金股利税与资本利得税**不仅是存在的，而且会表现出差异性。

税差理论强调了税收在股利分配中对股东财富的重要作用。

第一节 股利理论与股利政策

基本观点	<p>一般情况下，资本利得税率 < 股利收益税率，而且资本利得税是在股票出售时缴纳，可以延迟纳税。</p> <p>【注意】出售股票时，会产生股票交易成本。</p>
股利政策选择	<p>(1) 不存在股票交易成本：股利支付率越高→股利收益税负越高于资本利得税负→应采取低现金股利比率政策。</p> <p>(2) 存在股票交易成本：若“资本利得税 + 交易成本 > 股利收益税”，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。</p>

第一节 股利理论与股利政策

2. 客户效应理论

客户效应理论是对税差理论的进一步扩展，研究处于不同税收等级的投资者对待股利分配态度的差异。

(1) 边际税率较高的投资者偏好低股利支付率的股票，偏好少分现金股利、以更多的留存收益进行再投资，从而提高所持有的股票价格。

(2) 边际税率较低的投资者喜欢高股利支付率的股票。

第一节 股利理论与股利政策

3. “一鸟在手”理论

由于企业在经营过程中存在着诸多的不确定性因素，股东会认为现实的现金股利要比未来的资本利得更为可靠，会更偏好于确定的股利收益。

股东在对待股利分配政策态度上表现出来的这种宁愿现在取得确定的股利收益，而不愿将同等的资金放在未来价值不确定性投资上的态度偏好，被称为“一鸟在手，强于二鸟在林”。所以公司应实行高股利分配率政策：

原理：股利支付率越高→股东承担风险越小→权益资本成本越低→权益价值越高。

第一节 股利理论与股利政策

4.代理理论

企业中的股东、债权人、经理人员等诸多利益相关者的目标并非完全一致，在追求自身利益最大化的过程中有可能会以牺牲另一方的利益为代价，这种利益冲突关系反映在公司股利分配决策过程中表现为**不同形式的代理成本**。

第一节 股利理论与股利政策

股东与债权人	债权人希望企业采取低股利支付率，以保持充裕现金防止发生债务支付困难。
经理人员与股东	高股利支付率可以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愿望。
控股股东与中小股东	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的股利政策，以防控股股东的利益侵害。

第一节 股利理论与股利政策

5.信号理论

股利信号理论为解释股利是否具有信息含量提供了一个基本分析逻辑，鉴于股东与投资者对股利信号信息的理解不同，所做出的对企业价值的判断也不同。

	导致股价上升	导致股价下跌
股利增长	企业未来业绩将大幅增长	处于成熟期的企业目前没有新的前景很好的投资项目
股利减少	处于成熟期的企业需要通过增加留存收益为新增投资项目融资	企业未来无法避免衰退

第一节 股利理论与股利政策

【例-单选题】下列关于股利分配的说法中，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，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

第一节 股利理论与股利政策

【答案】 B

【解析】 客户效应理论认为，对于高收入阶层，由于其税负高，他们希望公司少发放现金股利，并希望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，选项B错误。

第一节 股利理论与股利政策

【例-多选题】 下列属于客户效应理论表述中正确的有
()。

- A. 边际税率较高的投资人偏好少分现金股利、多留存
- B. 风险厌恶投资人喜欢高股利支付率的股票
- C. 较高的现金股利会引起低收入阶层的不满
- D. 较少的现金股利会引起高收入阶层的不满

第一节 股利理论与股利政策

【答案】 AB

【解析】 较高的现金股利满足不了高边际税率阶层（税负高）的需要，而较少的现金股利又会引起低税率阶层的不满，所以，选项C和D说反了。

第一节 股利理论与股利政策

二、股利政策类型

股利政策	内容	优点	缺点	适用范围
剩余股利政策	<p>剩余股利政策是指公司生产经营所获得的税后利润首先应较多地考虑满足公司投资项目的需要，即增加权益资本，只有当增加的资本额达到预定的目标资本结构（最佳资本结构），才能派发股利。</p> <p>执行该政策应注意：</p> <ul style="list-style-type: none">（1）财务限制（即资本结构限制）；（2）经济限制；（3）法律限制。	有利于保持理想的资本结构，使加权平均资本成本最低，企业价值最大。	股利发放额每年随投资机会和盈利水平的波动而波动，不利于投资者安排收入与支出，也不利于公司树立良好的形象。	一般适用于公司初创阶段。该政策理论基础是股利无关论。

第一节 股利理论与股利政策

【例-单选题】(2018)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，预计今年需增加长期资本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. 20

B. 0

C. 540

D. 480

第一节 股利理论与股利政策

【答案】 A

【解析】 应分配的股利 = $500 - 800 \times 60\% = 20$ (万元)。

第一节 股利理论与股利政策

【提示】法定公积金属于留存收益的组成部分，因此，法定公积金的要求是对本年利润“留存”数额的限制（当年利润留存额 \geq 当年应提取的法定公积金），不是对股利分配的限制，只要“当年利润留存额 \geq 当年计提的法定公积金”，法律不禁止动用以前年度未分配利润分配股利。

第一节 股利理论与股利政策

【例-多选题】（2014年）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

第一节 股利理论与股利政策

【答案】 CD

【解析】 剩余股利政策就是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金，先从盈余中留用，然后将剩余的盈余作为股利予以分配。奉行剩余股利政策，意味着公司只将剩余的盈余用于发放股利。这样做的根本理由是为了保持理想的资本结构，使加权平均资本成本最低。

第一节 股利理论与股利政策

【例-单选题】（2010年）某公司采用剩余股利政策分配股利，董事会正在制订2009年度的股利分配方案。在计算股利分配额时，不需要考虑的因素是（ ）。

- A.公司的目标资本结构
- B.2009年末的货币资金
- C.2009年实现的净利润
- D.2010年需要的投资资本

第一节 股利理论与股利政策

【答案】 B

【解析】 剩余股利政策的做法是按照公司的目标资本结构要求，测算出下年度所需投资资本中的权益资本份额，然后最大限度地留用当期净利润来满足所需权益资本，选项ACD需要考虑；分配股利的现金问题，是营运资金管理问题，与长期筹资无关，选项B无需考虑。

第一节 股利理论与股利政策

股利政策	内容	优点	缺点	适用范围
固定股利政策	固定股利政策是公司将每年派发的股利额固定在某一相对稳定的水平上,并在较长时期内保持不变,只有当公司认为未来盈余会显著地不可逆转地增长时,才提高年度的股利发放额。	(1) 有利于稳定公司股票价格,增强投资者对公司的信心。 (2) 有利于投资者安排收入与支出。	(1) 股利支付与盈余相脱节。 (2) 当盈余较低时仍要支付固定的股利,可能会导致资金短缺。 (3) 同时不能像剩余股利政策那样保持较低的资本成本。	一般适用于公司发展的成熟阶段。该政策的理论依据是股利相关论。

第一节 股利理论与股利政策

股利政策	内容	优点	缺点	适用范围
固定股利支付率政策	固定股利支付率政策是公司确定 固定的股利支付率 ，并长期按此比率支付股利的政策。	<p>(1) 使股利与企业盈余紧密结合，以体现多盈多分、少盈少分、不盈不分的原则。</p> <p>(2) 保持股利与利润间的一定比例关系，体现了投资风险与投资收益的对称性。</p>	各年的股利变动较大，极易造成公司不稳定的感觉，对于稳定股票价格不利。	适用于公司稳定增长阶段。该政策的理论依据是股利相关论。

第一节 股利理论与股利政策

股利政策	内容	优点	缺点	适用范围
低正常股利加额外股利政策	正常股利加额外股利政策是公司事先设定一个较低的经常性股利额，一般情况下，公司每期都按此金额支付正常股利，只有企业盈利较多时，再根据实际情况发放额外股利。	<p>(1) 这种股利政策使公司具有较大的灵活性。</p> <p>(2) 这种股利政策可使那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。</p>	股利派发仍然缺乏稳定性。	适用于公司高速增长阶段。 该政策的理论依据是股利相关论。

第一节 股利理论与股利政策

三、股利政策的影响因素

(一) 法律限制

内容	说明
资本保全限制	不能用股本或资本公积发放股利
企业积累限制	提取法定公积金后的净利润可用于股利发放 【提示】法定公积金达到注册资本50%，可以不再提取
净利润限制	以前年度亏损足额弥补，累计净利润是正数才可以发放股利
超额累积利润限制	公司保留盈余超过法律认可水平需加征额外税额
无力偿付限制	无力偿付债务或支付股利将导致失去偿债能力，则不允许发放股利

第一节 股利理论与股利政策

(二) 公司因素

内容	说明
盈余稳定性	盈余稳定的公司筹资能力强，股利支付能力高
公司的流动性	公司流动性强，股利支付率高
举债能力	举债能力强的公司，采取高股利政策
投资机会	有良好投资机会公司，实施低股利政策
资本成本	保留盈余不需筹资费用，扩大资金需要，实施低股利政策
债务需要	较高债务需要偿还的公司，可能实施低股利政策

第一节 股利理论与股利政策

(三) 股东因素

内容	说明
稳定收入	要求支付稳定股利，反对公司留存较多利润，认为通过股价上升获得资本利得风险较高
避税	由于股利收入的所得税税率高于股票交易的资本利得税，主张实施低股利政策
控制权稀释	发行新股会稀释公司控制权，主张实施低股利政策

第一节 股利理论与股利政策

(四) 其他限制

内容	说明
债务合同约束	长期债务合同约束，采用低股利政策
通货膨胀	预期发生通货膨胀，实施偏紧股利政策

第一节 股利理论与股利政策

【例-多选题】下列各项中，会导致企业采取低股利政策的事项是（ ）。

- A. 物价持续上升
- B. 金融市场利率走势上升
- C. 销售渠道受阻，库存积压
- D. 经济增长速度减慢，企业缺乏良好的投资机会

第一节 股利理论与股利政策

【答案】ABC

【解析】通货膨胀时期，为弥补折旧基金购买力水平下降的资金缺口，公司的股利政策往往偏紧，选项A正确；金融市场利率上升会提高公司的外部融资成本，使公司偏向于内部融资，此时公司应采取低股利支付率政策，选项B正确；销售渠道受阻，库存积压会导致公司资产流动性下降，此时应采取低股利支付率政策，选项C正确；经济增长速度减慢，企业缺乏良好的投资机会，保留大量现金会导致资金闲置，应采取高股利支付率政策，选项D错误。

第二节 股利的种类、支付程序与分配方案

一、股利的种类

股利的种类	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	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。

第二节 股利的种类、支付程序与分配方案

【例-单选题】如果甲公司以增发自己公司的股票作为股利支付给股东，这种股利属于（）。

- A. 现金股利
- B. 负债股利
- C. 财产股利
- D. 股票股利

第二节 股利的种类、支付程序与分配方案

【答案】D

【解析】股票股利是指以增发自己公司的股票作为股利支付给股东，所以，选项D正确。

第二节 股利的种类、支付程序与分配方案

【例-单选题】（2016）如果甲公司以其持有的乙公司股票作为股利支付给股东，这种股利属于（ ）。

- A. 现金股利
- B. 股票股利
- C. 财产股利
- D. 负债股利

第二节 股利的种类、支付程序与分配方案

【答案】C

【解析】财产股利是以现金以外的资产（主要是公司所拥有的其他企业的有价证券）支付的股利，所以，选项C正确。

第二节 股利的种类、支付程序与分配方案

二、股利支付的程序

股利支付 过程中的 重要日期	股利宣告日	即公司董事会将股东大会通过本年度利润分配方案的情况以及股利支付情况予以公告的日期。
	股权登记日	有权领取本期股利的股东资格登记截止日期。凡是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。
	除息日 (除权日)	也称除权日，是指股利所有权与股票本身分离的日期，即将股票中含有的股利分配权利予以解除,即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。
	股利支付日	是公司确定的向股东正式发放股利的日期。

第二节 股利的种类、支付程序与分配方案

【例-单选题】 (2014) 甲上市公司2013年度的利润分配方案是每10股派发现金股利12元，预计公司股利可以10%的速度稳定增长，股东要求的收益率为12%。于股权登记日，甲公司股票的预期价格为（ ）元。

- A.60
- B.61.2
- C.66
- D.67.2

第二节 股利的种类、支付程序与分配方案

【答案】D

【解析】2013年的每股股利 = $12/10 = 1.2$ (元) , 预计2014年的每股股利 = $1.2 \times (1 + 10\%) = 1.32$ (元) , 由于在股权登记日持有股票的股东有权获得即将发放的2013年的股利, 所以, 股权登记日甲公司股票的预期价格 = $1.2 + 1.2 \times (1 + 10\%) / (12\% - 10\%) = 67.2$ (元) 。

第二节 股利的种类、支付程序与分配方案

三、股利分配方案

第二节 股利的种类、支付程序与分配方案

【例-计算分析题】（教材例子改编）C公司2015年度A股利润分配及资本公积金转增股本方案如下：本次2015年利润分配以2015年12月31日的总股本30亿股为基数，向全体股东每10股派发股票股利10股，每10股派发现金红利人民币10元（含税）；同时以资本公积金向全体股东每10股转增10股，共转增30亿股。本次股票股利派发和资本公积金转增股本实施完成后，本公司总股本变更为90亿股。该公司股票在2016年2月15日收盘时每股市价为46元。除权（除息）日为2016年2月16日。要求计算该公司股票在除权（除息）日的除权参考价。

第二节 股利的种类、支付程序与分配方案

【答案】

$$\text{股票的除权参考价} = \frac{\text{股权登记日收盘价} - \text{每股现金股利}}{1 + \text{送股率} + \text{转增率}}$$

该公司股票除权参考价

$$= (46 - 1) \div (1 + 100\% + 100\%) = 15 \text{ (元)}$$

第三节 股票分割与股票回购

一、股票分割

股票分割是指将面额较高的股票交换成面额较低的股票的行为。

实行股票分割的主要目的在于通过增加股票股数降低每股市价，从而吸引更多的投资者。此外，股票分割往往是成长中公司的行为，所以宣布股票分割后容易给人一种“公司正处于发展之中”的印象，这种利好信息会在短时间内提高股价。

第三节 股票分割与股票回购

【例-计算分析题】某公司年终利润分配前的股东权益

项目资料如下：

股本——普通股（每股面值2元，1000万股） 2000万元

资本公积 1500万元

未分配利润 6400万元

所有者权益合计 9900万元

公司股票的每股现行市价为24元，每股收益为1.80元。

第三节 股票分割与股票回购

要求：

- (1) 如若按1股换2股的比例进行股票分割，计算股东权益各项目数额、普通股股数。
- (2) 计算进行股票分割后。公司的每股市价和每股收益。

第三节 股票分割与股票回购

【答案】

(1)

股票分割后的普通股数 = $1000 \times 2 = 2000$ (万股)

股票分割后的普通股本 = $1 \times 2000 = 2000$ (万元)

股票分割后的资本公积 = 1500 (万元)

股票分割后的未分配利润 = 6400 (万元)

(2) 每股市价 = $24 / 2 = 12$

每股收益 = $1.80 / 2 = 0.90$

第三节 股票分割与股票回购

【例-单选题】（2015年）在净利润和市盈率不变的情况下，公司实行股票反分割导致的结果是（ ）。

- A. 每股面额下降
- B. 每股收益上升
- C. 每股净资产不变
- D. 每股市价下降

第三节 股票分割与股票回购

【答案】 B

【解析】 股票反分割也称股票合并，是股票分割的相反行为，即将数股面额较低的股票合并为一股面额较高的股票，将会导致每股面额上升，每股市价上升，每股收益上升，股东权益总额不变，由于股数减少，所以每股净资产上升，所以选项B正确。

第三节 股票分割与股票回购

【例-多选题】(2018)甲公司拟按1股换2股的比例进行股票分割，分割前后其下列项目中保持不变的有（ ）。

- A. 每股收益
- B. 净资产
- C. 资本结构
- D. 股权结构

第三节 股票分割与股票回购

【答案】BCD

【解析】股票分割会导致股数增加，所以每股收益会下降，故选项A错误。股票分割会导致每股面值下降，但是不会改变股本总额，所以净资产不变，资本结构和股权结构也不会发生变化，故选项B、C和D正确。

第三节 股票分割与股票回购

二、股票回购

股票回购是指公司在有多余现金时，向股东回购自己的股票，以此来代替现金股利。

(一) 股票回购的意义

(1) 对股东而言，如果资本利得税低于股息税，股东将得到纳税上的好处。

第三节 股票分割与股票回购

(2) 对公司而言，股票回购有利于增加公司的价值。

第一，公司进行股票回购的目的之一是向市场传递股价被低估的信号。

第二，当公司可支配的现金流明显超过投资项目所需要的现金流时，可以用自由现金流进行股票回购，有助于增加每股盈利水平。

第三，避免股利波动带来的负面影响。

第三节 股票分割与股票回购

第四，发挥财务杠杆的作用。

第五，通过股票回购，可以减少外部流通股的数量，提高了股票价格，在一定程度上降低了公司被收购的风险。

第六，调节所有权结构。

第三节 股票分割与股票回购

【例-多选题】（2015年）甲公司盈利稳定，有多余现金，拟进行股票回购用于将来奖励本公司职工。在其他条件不变的情况下，股票回购产生的影响（ ）。

- A.每股面额下降
- B.资本结构变化
- C.每股收益提高
- D.自由现金流量减少

第三节 股票分割与股票回购

【答案】BCD

【解析】股票回购利用企业多余现金回购企业股票，减少了企业的自由现金流量，同时减少企业外部流通股的数量，减少企业的股东权益，因此选项B、D正确；企业外部流通股的数量减少，净收益不变，因此每股收益增加，选项C正确；股票回购不影响每股面值，选项A错误。

第三节 股票分割与股票回购

(二) 股票回购的方式 (了解)

(1) 按照股票回购的地点不同，可以分为场内公开收购和场外协议收购两种。

场内公开收购是指公司把自己等同于任何潜在的投资者，委托证券公司代自己按照公司股票当前市场价格回购。场外协议收购是指公司与某一类或某几类投资者直接见面，通过协商来回购股票的一种方式。

(2) 按照股票回购的对象不同，可以分为在资本市场上进行随机回购、向全体股东招标回购，向个别股东协商回购。

第三节 股票分割与股票回购

(3) 按照筹资方式不同，可分为举债回购、现金回购和混合回购。

举债回购是指企业通过银行等金融机构借款的办法来回购本公司的股份。其目的无非是防御其他公司的恶意兼并与收购。现金回购是指企业利用剩余资金来回购本公司的股票。如果企业既动用剩余资金，又向银行等金融机构举债来回购本公司股票，称之为混合回购。

第三节 股票分割与股票回购

(4) 按照回购价格的确定方式不同，可以分为固定价格要约回购和荷兰式拍卖回购。

固定价格要约回购是指企业在特定时间发出的以某一高出股票当前市场价格的价格水平，回购既定数量股票的卖出报价。

荷兰式拍卖回购，首先指定回购价格的范围和计划回购的股票数量；而后股东进行投标，说明愿意以某一特定价格水平出售股票的数量，公司汇总所有股东提交的价格和数量，确定此次股票回购的“价格—数量曲线”，并根据实际回购数量确定最终的回购价格。

第三节 股票分割与股票回购

(三) 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	<ul style="list-style-type: none">(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。	<ul style="list-style-type: none">(1) 发放现金股利后股东则需缴纳股息税，税赋高；(2) 稳定到手的收益；(3) 属于股利支付方式。
相同点	<ul style="list-style-type: none">(1) 所有者权益减少；(2) 现金减少。	

第三节 股票分割与股票回购

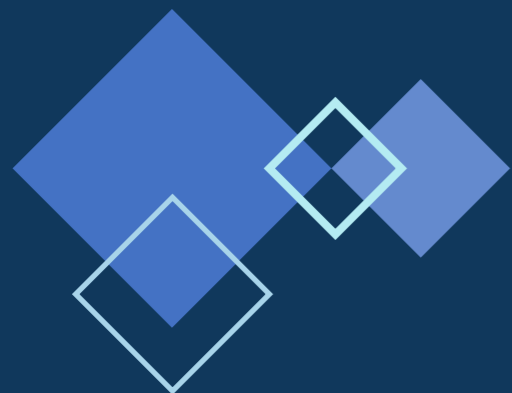
(四) 股票回购与股票分割及股票股利的比较

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

第十一章 股利分配、股票分割与股票回购

本章重点

- (1) 股利理论;
- (2) 股票分割、股票回购对股东和公司的影响;
- (3) 四种股利政策的含义, 以及采取各种股利政策的依据。



THANKS