

第十二章 盈余管理（下）

大连理工大学财务管理研究所
李延喜

一、股利政策及其基本问题

1、股利政策——如何合理地分配净利润？

(1) 企业如何确定合适的分红比例， $DPS/EPS=$ 每股现金股利/每股利润=？

(2) 企业如何确定合适的分红形式：现金股利、股票股利、或通过回购股东的股票发放现金给股东？

(3) 长期来说，企业是否必须实行一个稳定的股利政策？

2、股利政策的难题——股利政策之迷

(1) 股利政策具有双面对立效应——Capital Gains or Dividend: What Do Investors Prefer?

(a) 根据固定增长定价模型 (The Constant Growth Stock Valuation Model)

$$P_0 = \frac{D_1}{K_s - g}$$

* 现金股利 (D) 与股票价格 (P) 成正比;

* 如果存在效益高的投资项目, D越高, 留存收益 (E-D) 越少, 结果需要再筹资, 肥水流入他人田, 且企业发展后劲或增长能力也不足。

(b) 股利政策反映了

- * 企业和股东面临的当前利益与未来利益的矛盾；
- * 企业和股东面临的短期与长期的矛盾；
- * 企业和股东面临的分配与增长的矛盾。

(2) 股利政策是个有争议的理论问题——股利政策的变动与企业价值（股票真实价格）和资本费用之间的关系：是否有关？

(a) 无关论-M&M股利政策无关论 (Dividend Irrelevancy)

(b) 有关论-高登手中鸟理论 (Bird-in-Hand Theory)

(c) 有关论-税差论 (Tax Differential)

(3) 股利政策的变动向市场或投资者传递什么信号?

- (a) 股利增长意味着什么?
- (b) 股利下降意味着什么?
- (c) 盈利增加而股利下降意味着什么?
- (d) 盈利减少而股利上升意味着什么?
- (e) 盈利增加、股利也增加意味着什么?
- (f) 盈利减少、股利也减少意味着什么?
- (g) 企业回购自己的股票意味着什么?
- (h) 企业为什么在亏损时候回购自己的股票?
- (i) 企业为什么在盈利的时候回购自己的股票?
- (j) 企业为什么支付现金股利的同时，回购自己的股票?

图1是1962-98年美国发放股利的上市公司数量占所有上市公司的比例；

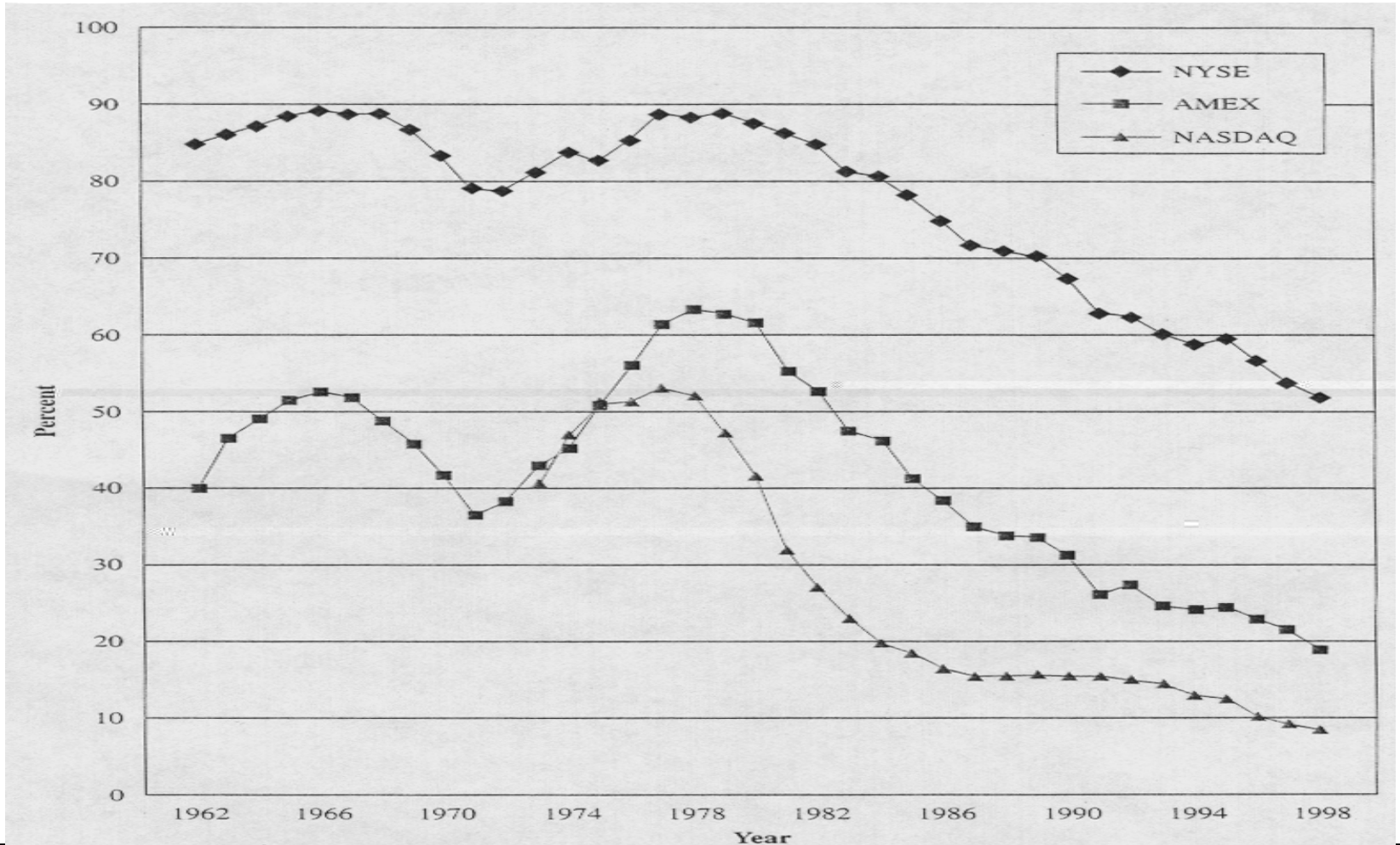


表1: 美国公司1958-1998年股利支付占盈利比例 (%)

年 份	1958-62	1963-67	1968-72	1973-77
支付率%	43.27%	50.71%	47.29%	33.95%
年 份	1978-82	1983-87	1988-92	1993-98
支付率%	34.86%	40.73%	56.86%	39.31%

由表1可见: 美国NYSE (纽约证券交易所)、AMEX (美国证券交易所) 和NASDAQ (全国证券交易商自动报价系统协会) 市场上的上市公司支付股利具有稳定性和持续性的特征, 但是, 从支付股利公司的比例看, 自80年代以来呈现下降趋势。

(4) 股利政策时个有争议的实践问题

— 为什么要或为什么不支付股利？

支付理由 — 有利于表明企业业绩良好；

— 有利于支持和稳定股票价格；

— 有利于吸引偏好现金股利的机构投资者；

— 有利于提升股票价格，因为企业股票价格常常伴随着其宣布增加或提高股利而上升，伴随着其宣布降低或减少股利而下跌；

— 有利于吸收消化剩余现金，减少引发经营管理者与股东之间冲突的代理成本。

不支付理由：

- 现金股利的纳税率比较高，与常规收入所得税率相同；
- 支付现金股利减少企业内部筹资的能力，迫使企业放弃效益高的投资项目或支付更高的外部筹资费用；
- 股利支付具有依赖性，一旦发放，就难于变更。

那么，股利支付是否有理可依、有据可循呢？

案例对比:

分析东电B股和青岛海尔的股利分析和资金流向?

青岛海尔股利分配方案

公告日期	分配方案(每10股)		
	分红(元)	送股(股)	转增股(股)
2007-4-27	1.5	0	0
2006-7-14	1	0	0
2005-7-8	3	0	0
2004-7-6	0.5	2	3
2003-7-4	3	0	0
2002-6-14	3	0	0
2001-6-14	2	2	0
2000-6-15	2	2	0
1998-6-3	4.7	0	0
1997-6-10	4.3	0	0
1996-7-22	1	2	0
1995-7-1	3.5	0	0
1994-3-26	0	3	0

配股

公告日期	比例 (每10股)	价格 (元)	除权日
1999-7-28	3	11.6	1999-8-12
1997-10-1	3	6.8	1997-10-21
1996-4-16	3	3.8	1996-5-2

东电B股股利分配方案

分红

公告日期	分配方案(每10股)		
	分红(元)	送股(股)	转增股(股)
2006-5-20	2	0	0
2005-6-3	0.3	0	0
2004-5-21	0.3	0	0
2003-7-10	0.3	0	0
2002-5-22	0.3	0	0
2001-6-12	0.26	0	0
2000-5-31	0.25	0	0
1999-5-18	0.2	0	0
1998-5-23	0.04	0	0

二、股利政策的有关理论—争论中的三种股利政策理论

1、M&M股利政策无关论

(1) 股利政策无关论的基本观点

在无税、无费用情况下，因为投资者对企业发放股利或从股票交易中获得资本利得持无偏好的态度，因此投资者的权益资本成本与股利政策（股利支付率）无关，结果股利政策与企业价值（股票内在价格）无关。

(2) 股利政策无关论的结论与政策含义

(a) 企业的权益资本费用与股利政策无关

(b) 企业的股票价格与其股利政策无关，即股利政策不影响股价

(c) 公司财务政策的含义是：企业无需制定股利政策！

(3) 股利政策无关论的应用

假设某公司计划当年增加投资10亿美元，其当年预计的盈利也是10亿美元。根据M&M股利政策无关论的逻辑，该公司可以采取以下3种股政策，其结果是一样的。

(a) 支付10亿美元的股利，另增发10亿美元的新股；

(b) 留存所有盈利(10亿美元)，不支付股利，也无需增发新股，股东将从今后该公司股票涨价获得现值10亿美元的资本利得；

(c) 设定股利支付比例 $X\%$ ，股东将获得 $X\%$ 的股利和现值 $(1-X\%)$ 的资本利得，二者的总和为10亿美元。

(4) 股利政策无关论的问题——假设缺乏现实性

(a) 企业和投资者需要支付所得税;

(b) 企业增发新股需要支付发行费用, 投资者需要支付交易费用;

(c) 股利政策通过影响企业现金流量, 从而影响投资决策;

(d) 企业管理层与投资者之间存在信息不对称。

2、高登“手中鸟”理论BIH——股利政策有关论

(1) 手中鸟理论的基本观点

由于现金股利确定性较高，所以投资者偏好现金股利，正是由于未来的资本利得比现在的现金股利具有更高的风险，因此未来的资本利得的折现率高于现金股利，所以，现金股利越高，权益资本成本越低，反之越高，即权益资本成本 (K_s) 与现金股利成反比。

为什么股东偏好现金股利呢？实际上，手中鸟理论是根据：

$$\begin{aligned} K_s &= \text{股利收益率} + \text{股票价值增长率 (或资本利得收益率)} \\ &= (D_1/P_0) + g \end{aligned}$$

注意：虽然手中鸟理论认为股利收益率=股利增长率，但实际上二者的风险不同，即 (D_1/P_0) 的风险 $<$ g 的风险，所以投资者偏好现金股利。

(2) 手中鸟理论的结论和政策含义

(a) 权益资本费用与股利支付比例成反比;

(b) 股票价格与股利支付比例成正比。

(c) BIH理论的财务政策政策含义：企业必需制定高支付比例的股利政策，才能使企业价值最大化。

(3) 手中鸟理论的问题

投资者将所得到的现金股利将重新投资于该企业或风险相同的企业，无论如何，长期来看，企业支付给股东的现金流量是由企业所经营资产产生的现金流量的风险所决定的，并不取决于股利支付比例的高低。

3、税差理论TD——股利政策有关论

(1) 税差理论的基本观点

根据税制，**资本利得所得税**一般**低于股利所得税**，此外，投资者可以通过延迟实现资本利得而延迟交纳资本利得所得税，因此资本利得税低于股利所得税，所以**股东偏好资本利得而不是现金股利**。

美国60年代-90年代股利和资本利得所得税比较

年 份	60-64	65	66-70	71	72	73-78	79-81	82-87	88	89-90	91-93	94-95
现金股利	90%	80%	70%	70%	70%	70%	70%	50%	40%	33%	33%	39.6%
资本利得	25%	25%	25%	29.5%	32.5%	35%	28%	20%	28%	33%	28%	28%

为什么股东偏好现金股利呢？实际上，股东权益资本得税后收益因税制差异而不同。当**资本利得税率** (28%) < **股利所得税率** (40%) 时，股东获得资本利得比获得股利更好！

设有二种股票，价格都是10美元，总收益都是15%，其中：

A=收入型股票，D/P=10%， g=5% **现金多**
 B=增长型股票，D/P=5%， g=10% **增长多**

根据税差理论，**增长型股票的税后收益较高！**

股票	指 标	D/P	g	总收益 = (D/P) + g
A	税前收益	10%	5%	15%
	税(40%: 28%)	-4%	-1.4%	-5.4%
	税后收益	6%	3.6%	9.6%
B	税前收益	5%	10%	15%
	税(40%: 28%)	-2%	-2.8%	-4.8%
	税后收益	3%	7.2%	10.2%

(2) 税差理论的结论和政策含义

- (a) 权益资本费用与股利支付比例成正比;
- (b) 股票价格与股利支付比例成反比。
- (c) 财务政策的含义：企业必需制定低支付比例的股利政策，才能使企业价值最大化。

三、威廉-高登定价模型与股利决策模型——能否为股东带来更高回报？

威廉-高登定价模型是：

$$P_0 = \sum_{t=1}^{\infty} D_t / (1 + K)^t$$

D为股利，K为折现率

根据威廉-高登定价模型，可以讨论股利变动和股利支付率对股票价格的影响。

股利变动对股票价格P的影响

(1) 固定股利模型：每期股利不变， $D_1 = D_2 = \dots = D_\infty = D$ ，则有

$$P_0 = D_1 / K$$

(2) 股利增长模型：每期股利 D 以 G 的比率增长， $D_t = D_{t-1}(1+G)$ ，则有

$$P_0 = D_1 / (K - G)$$

五、如何制定现金股利政策——关键因素的度量和综合决策模型

1、现金的充裕程度

- (1) 留存收益
- (2) 每股经营性现金
- (3) 利润的经营性现金含量

2、盈利能力

- (1) 主营业务利润率
- (2) 净利润率
- (3) **ROE和ROA**
- (4) 盈利的稳定性

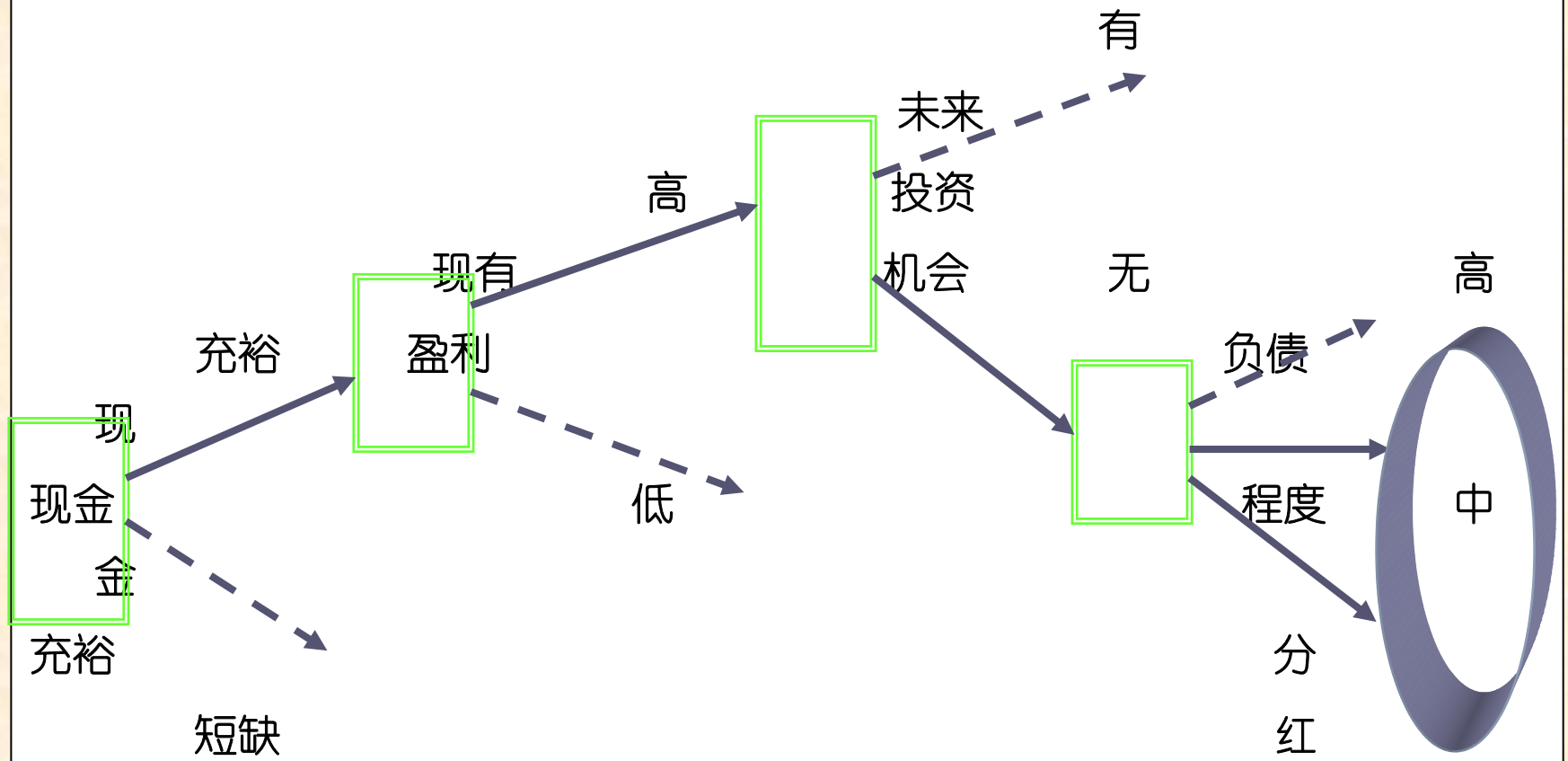
3、投资机会

- (1) 投资项目的收益率 (**IRR**)
- (2) 投资项目所需资金

4、负债程度和流动性

- (1) 总资产负债率
- (2) 权益负债比
- (3) 流动比率

现金股利政策的综合决策模型



课堂案例讨论I: IBM的股利政策变化

- 1984年，IBM公司的销售收入459亿美元，总资产428亿美元，税前利润116亿美元，净利润66亿美元，总资产报酬率为16.4%。
- 此后，IBM公司的盈利开始呈现徘徊、甚至衰退趋势。
- 1989年，公司的税前利润66.45亿美元，净利润37.6亿美元，总资产报酬率仅为5%。
- 1990年，IMB似乎力挽衰退局势，再次创造了历史上的巨额利润，当年税前利润102亿美元，净利润60.2亿美元，但总资产报酬率7.3%。

从1984年-1990年，IBM公司的销售收入从459亿美元增长到690亿美元；总资产从428亿美元增长到875亿美元；长期负债占总资本化资本的比例从10%提高到20%；公司的每股现金在13.23-17.88美元；每股利润在6.47-10.51美元；每股股利在4.10-4.87美元；股利支付率在38%-72%。

- 虽然IBM公司的销售收入增幅趋缓，资产周转速度下降，盈利呈现减缓和波动趋势，但是每股股利上升趋势。
- 每股股利平均每年以7%的速度增长，在1990年达每股4.84美元，比1989年的4.73美元增长2.35%。

- 1991年，IBM公司的销售收入648亿美元，税前利润仅为1.21亿美元，税后利润-5.64亿美元， $EPS=-0.99$ 美元，出现首次亏损。
- 1992年1月26日上午9时2分，《财务新闻直线》公布了IBM公司新的股利政策，第4季度每股股利从1.21美元调整为0.54美元，下降超过50%。维持多年的稳定的股利政策终于发生了变化。

- IBM公司董事会指出：这个决定是在认真慎重考虑IBM的盈利和未来公司的长期发展的基础上做出的，同时也考虑到了给广大股东一个合适的回报率。这是一个为了维护股东和公司未来最好的长期利益，维持公司稳健的财务状况，综合考虑多种影响因素之后做出的决定。
- 1992年，IBM公司的销售收入645亿美元，税前利润为-90.26亿美元，税后利润-68.65亿美元，EPS=-12.03美元，再次出现亏损。
- IBM公司全年支付的股利还是达到4.84美元。

到了1993年，IBM的问题累积成堆，当年IBM公司的销售收入627亿美元，税前利润为-87.97亿美元，税后利润-79.87亿美元，EPS=-14.02美元，连续三年亏损！其股利不得不从4.84美元/年再次削减到1.58美元/年。

在此之前，许多投资者和分析人士已经预计到IBM将削减其股利，因为它没有充分估计到微型计算机的巨大市场，没有尽快从大型计算机市场转向微型计算机市场。IBM的大量资源被套在销路不好的产品上。同时，在80年代，IBM将一些有利可图的项目，如软件开发、芯片等拱手让给微软和英特尔，使得他们后来获得丰厚的、创记录的利润。

结局是：IBM公司在1992年创造了美国企业历史上最大的年度亏损（税前利润），股票价格下跌60%，股利削减53%。

面对IBM的问题，老的管理层不得不辞职。到了1994年，新的管理层推行的改革开始奏效，公司从1993年的亏损转为应盈利，

1994年的EPS达到4.92美元，1995年EPS则高达11美元。因为IBM公司恢复了盈利，股利政策又重新提到议事日程上来……。

结果是，IBM董事会批准了一个庞大的股票回购计划——回购50亿美元的IBM股票，使得股东的股利达到1.4美元/股。

以下是1984-1993年IBM公司的盈利、股利支付和股票价格情况。

年 份	93	92	91	90	89	88	87	86	85	84
每股资产	30.90	47.86	64.39	74.29	66.33	65.78	62.81	55.40	50.60	41.79
每股现金	5.80	3.63	8.02	17.88	13.76	15.80	14.57	13.23	15.64	16.02
每股盈利	-14.02	-12.03	-0.99	10.51	6.47	9.27	8.72	7.81	10.67	10.77
每股股利	1.58	4.84	4.84	4.84	4.73	4.40	4.40	4.40	4.40	4.10
股利支付	nm	nm	nm	46%	72%	47%	50%	56%	41%	38%
股票价格	40~59	48~100	83~123	94~12	93~130	104~129	102~175	119~161	117~158	99~128

1993年是IBM股价最为低迷的时候，最低价格是40.75美元；最高价格是1987年，176美元/股。股利政策调整后，IBM的股价上升到128美元。

案例讨论的问题:

- (1) 根据IBM的案例, 你认为股利支付与盈利之间是什么关系? 为什么? 股利支付与股票价格之间是什么关系? 为什么?
- (2) 你认为影响IBM股利政策的主要因素是什么?
- (3) 为什么IBM公司在1991年首次亏损时不下调股利, 且在91和92两个亏损年度中坚持发放与1990年相同的每股股利4.84美元?
- (4) 你认为IBM在恢复盈利之后, 应该采取什么样的股利政策? 为什么?