

第十二章 盈余管理（上）

李延喜

大连理工大学财务管理研究所

股利分配的例子

- ❖ 沃顿是一家具有**10**年历史的全股权企业，现任财务主管计划在两年内将企业解散。在今后两年，企业每年将会获取的总现金流量（包括清算收益）是**10 000**美元。
- ❖ 当前政策：让股利等于现金流量 当前，每年的股利设定为现金流**10 000**美元。现在流通在外的股票共有**100**股，所以每股的股利为**100**美元。
- ❖ 我们知道明白股票的价值等于未来股利的现值。

假定要求回报率是**10%**，今天的每股价值 **P_0** 为：

$$P_0 = \frac{D_1}{(1+R)^1} + \frac{D_2}{(1+R)^2}$$
$$= \frac{\$100}{1.10} + \frac{100}{1.10^2} = \$173.55$$

- ❖ 因此企业的总价值是 **$100 * \$173.55 = \$17\ 355$** 。
- ❖ 沃顿企业董事会的几名成员对当前的股利政策表示不满，并要求对一个备选的股利政策进行分析。

-
- ❖ **备选方案：**初始股利大于现金流量。企业的另一个**方案**是在第一次支付每股**110**美元的股利，而总的股利是**11 000**美元。由于现金流量只有**10 000**美元，另外的**1 000**美元必须设法筹措。通过在第一次发行股利时发行价值为**1 000**美元的债券或股票。
 - ❖ 假定发行的是股票，新股东期望在第二次支付股利那天获得足够的现金股利，以便获得**10%**的投资收益。

- ❖ 根据新的股利政策，企业的价值是多少？新股东投资了1 000美元，要求10%的收益，所以他们将要求 $\$1\ 000 * 1.10 = \$1\ 100$ 的现金，留给原股东的只剩下8 900美元。
- ❖ 原有股东的股利将是：

	第一次付息	第二次付息
原有股东累计股利	\$11 000	\$8 900
每股股利	110	89

- ❖ 因此每股股利的现值为：

$$P_0 = \frac{\$110}{1.10} + \frac{89}{1.10^2} = \$173.55$$

- ❖ 无论企业选择哪种股利支付模式，股票的价值在本例中都是相同的。
- ❖ 股利政策不会带来差异。
- ❖ 原因很简单：某一时点股利的提高正好被其他时点股利的下降所抵消，所以在考虑时间价值的情况下，净影响都是0。

第一节 公司利润及其分配管理

一、公司利润及其分配管理概述

利润是企业一定期间从事生产经营活动的最终财务成果，它是企业营业收入抵补生产经营过程中为取得收入而耗费的资金及交纳有关税费后的金额。

- ❖ 利润代表着企业生产经营的绩效水平
- ❖ 利润指标是全面评价和考核企业生产经营活动的重要财务指标
- ❖ 利润是企业生存与发展的基础，利润增长是企业兴旺发达的内在原因，追逐利润是企业经营的长期根本动因

❖ 加强利润及利润分配的管理的意义

- 第一，加强利润及其分配管理，是维护企业再生产顺利进行的基本手段和前提。
- 第二，加强利润及其分配管理是企业强化内部管理，促进企业发展的基本要求与重要保障。
- 第三，加强利润及其分配管理，是保证和维护各个利益主体不同利益的需要。

1. 利润及其分配管理的原则

- ❖ (1) 兼顾国家、企业和投资者及员工四者利益关系原则。
- ❖ (2) 利润分配与企业的经济效益相结合原则。
- ❖ (3) 正确处理积累和消费的关系原则。

2. 利润及其分配管理的要求

- ❖ (1) 严格执行国家财务制度及有关规定，依法正确分配利润。
- ❖ (2) 坚持以丰补歉，以盈补亏，保持稳定的分红比例。

三、股利分配的管理

按照我国《公司法》的有关规定，利润分配应按下列顺序进行：

1. 计算可供分配的利润

- ❖ 如果可供分配的利润为负数（即亏损），则不能进行后续分配
- ❖ 如果可供分配的利润为正数（即本年累计盈余），则进行后续分配

2. 计提法定公积金(最高可以累计到注册资本50%)

- ❖ 比率为当年利润10%。只有不存在年初累计亏损时，才能按本年税后利润计算应提取数

3. 计提任意公积金

4. 向股东（投资者）支付股利（分配利润）

! 公司股东会或董事会违反上述利润分配顺序，在抵补亏损和提取法定公积金之前向股东分配利润的，必须将违反规定发放的利润退还公司。

第二节 股利分配政策

一、股利分配理论

股利分配作为财务管理的一部分，同样要考虑其对公司价值的影响。在股利分配对公司价值的影响这一问题上，存在不同的观点。

- 1.股利无关论
- 2.股利相关论

又称为完全
市场理论

1.股利无关论

❖ 基本假定：

- (1) 不存在个人或公司所得税；
- (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) 公司的投资决策与股利决策彼此独立（即投资决策不受股利分配的影响）；
- (4) 公司的投资者和管理当局可相同地获得关于公司未来投资机会的信息。

❖ 基本观点

(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，即对于当期利益和长远利益并无偏好，送股和送红利没有区别。

(2) 股利的支付比率不影响公司的价值

既然投资者不关心股利的分配，公司的价值就完全由其投资的获利能力所决定，公司的盈余分配比率并不影响公司的价值。

2.股利相关论

股利相关论认为公司的股利分配对公司的市场价值是有影响的。

❖影响股利分配的因素有：

(1)法律因素

(2)股东因素

(3)公司的因素

(4)其他因素

(1) 法律因素

- ❖ 资本保全：规定公司不能用资本（包括股本和资本公积）发放股利。
- ❖ 企业积累：规定公司必须按净利润的一定比例提取法定盈余公积金。
- ❖ 净利润：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。
- ❖ 超额累积利润：由于股东接受股利缴纳的所得税高于其进行股票交易的资本利得税，于是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。

例如我国个人股票所得税为**20%**，每收到**1元**现金，缴纳**20%**所得税。而不派发股利，使股票价值升高，投资者卖出股票变现时不缴纳所得税，只缴纳印花税，支付手续费。

(2) 股东因素

❖ 稳定的收入和避税。

一些依靠股利维持生活的股东，往往要求公司支付稳定的股利；另一方面，一些高股利收入的股东又出于避税的考虑（股利收入的所得税高于股票交易的资本利得税），往往反对公司发放较多的股利。

❖ 控制权的稀释。

公司支付较高的股利，就会导致留存盈余减少，这又意味着将来发行新股的可能性加大，而发行新股必然稀释公司的控制权。

(3) 公司的因素

❖ 盈余的稳定性

❖ 资产的流动性

❖ 举债能力

❖ 投资机会

(4) 其他因素

❖ 债务合同约束

二、股利分配政策与内部筹资

支付给股东的盈余与留在企业的保留盈余，存在此消彼涨的关系。所以，股利分配既决定给股东分配多少红利，也决定有多少净利留在企业。减少股利分配，会增加保留盈余，减少外部融资需求，因此股利决策也是内部融资决策。

❖ 股利分配政策的种类

- (一) 剩余股利政策
- (二) 固定股利额政策
- (三) 固定股利支付率政策
- (四) 低正常股利加额外股利政策
- (五) 股利再投资计划
- (六) 股票回购计划

（一）剩余股利政策

- ❖ 剩余股利政策是将股利的分配与公司的资金结构有机地联系起来，即根据公司的最佳资本结构测算出公司投资所需要的权益资本数额，先从盈余中留用，然后将剩余的盈余作为股利给所有者进行分配。
- ❖ 优点：保持理想的资本结构，并使得资金供求相等，使加权平均资本成本最低，提高企业价值
- ❖ 缺点：股利政策不稳定，不利于股价稳定—如企业每年的盈利变化、投资机会变化。

❖ 采用剩余股利政策支付股利的程序

1. 确定公司最佳资本结构
2. 确定在最佳资金结构下所需权益资本数额。
3. 最大限度地使用公司留存收益来满足投资方案对权益资本的需要数额。
4. 投资方案所需要的权益性资本得到满足后，如果公司的未分配利润还有剩余，就将其作为股利发放给股东。

[例3]某公司某年提取了公积金、公益金后的税后净利为**600**万元，第二年的投资计划所需资金**800**万元。公司的最佳资本结构为权益资本占**60%**、债务资本占**40%**，那么，按照最佳资本结构的要求，公司投资方案所需的权益资本数额为：

$$800 \times 60\% = 480 \text{（万元）}$$

公司当年全部可用于分配股利的盈余为**600**万元，可以满足上述投资方案所需的权益资本数额并有剩余，剩余部分再作为股利发放。当年发放的股利额即为：

$$600 - 480 = 120 \text{（万元）}$$

!采用剩余股利政策的理论基础是建立在股利与公司的价值无关的基础上，保持公司最佳的资金结构，使公司资金成本达到最低，从而使公司的价值达到最大。

（二）固定股利额政策

- ❖ 固定股利额政策是指公司支付给股东的现金股利不随公司税后利润的多少而调整，即公司定期支付固定的股利额。
- ❖ 优点：
 - 1.可使公司树立良好的市场形象，有利于公司股票价格的稳定，增加投资者的投资信心。
 - 2.有利于投资者。投资者可以预先根据公司的股利水平安排支出，从而降低了投资风险，而当公司股利较丰厚时，则股票价格会大幅提高。
- ❖ 缺点：
 - 1.固定股利对企业来说是一种必需开支的“固定费用”，增加企业风险
 - 2.股利的支付与公司盈余相脱节。当公司盈余较低时仍需支付固定的股利额，这会导致公司资金紧张，财务状况恶化。

(三) 固定股利支付率政策

- ❖ 固定股利支付率政策是指公司预先确定一个股利占净利润的比率，并且长期按此比率支付股利的政策。公司每年支付的股利会随其净利润额的多少而波动，从而使股利支付额极不稳定，公司支付股利后剩余部分作为公司的留存收益，用于公司投资使用。
- ❖ 优点：股东所获股利与企业经营效益紧密结合，体现多盈多分、少盈少分、不盈不分的原则，股东与企业共担风险、共享收益。
- ❖ 缺点：
 - 1.股利不稳定，随盈利变动而波动，导致股价不稳定，造成公司经营不稳定的印象。
 - 2.不能像剩余股利政策那样能够保持相对较低的资金成本

（四）低正常股利加额外股利政策

- ❖ 低正常股利加额外股利政策是公司一般情况下每年支付固定的、数额较低的股利，在盈利多的年份，再根据实际情况向股东支付额外股利。但额外股利并不固定，不意味着公司永久地提高了规定的股利率。
- ❖ 这种股利支付政策是介于固定股利支付政策与变动股利政策之间的一种折衷政策，具有较大的灵活性，可以使投资者接受正常的较低股利。

三、影响股利分配政策的主要因素

❖ （一）股利支付的限制

- 1. 债券契约
- 2. 资本损害条款
- 3. 现金的充裕性

❖ （二）投资机会

❖ （三）不同资金来源的可用性

- 1. 发行普通股的成本
- 2. 以负债融资的能力
- 3. 控制权的维持

❖ （四）普通股必要收益率

第三节 股利分配

股利分配是指股份制企业向股东分派股利，是企业利润分配的一部分其具体内容包括：

日期的确定、股利支付比率的确定、股利支付形式的确定、支付现金股利所需资金的筹集方式的确定等

其中最主要的是确定股利的支付比率

-
- ❖ 股份有限公司向股东支付股利，主要包括以下过程：
 - ❖ 股利宣告日
 - ❖ 股权登记日
 - ❖ 除息日
 - ❖ 股利支付日

❖ 股利宣告日：即公司董事会将股利支付情况予以公告的日期

公告中将宣布每股支付的股利、股权登记期限、除去股息的日期和股利支付日期

❖ 股权登记日：即有权领取股利的股东的资格登记截止日期，也称为除权日

❖ 除息日：即指领取股利的权利与股票相互分离的日期

在除息日前，股利权从属于股票，持有股票者即享有领取股利的权利
除息日开始，股利权与股票相分离，新购入股票的人不能分享股息和红利

❖ 股利支付日：即向股东发放股利的日期

[例]假定C公司19×8年11月15日发布公告：“本公司董事会在19×8年11月15日的会议上决定，本年度发放每股为5元的股利；本公司将于19×9年1月2日将上述股利支付给已在19×8年12月15日登记为本公司股东的人士。

**即19×8年11月15日为C公司的股利宣告日；
19×8年12月15日为其股权登记日；19×9年1月2日则为其股利支付日。**

二、股利支付的方式

主要的支付方式

1. 现金股利

以现金支付的股利

例如，每**10**股派**2**元等。

2. 财产股利

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。

3. 负债股利

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。

! 财产股利和负债股利在我国公司实务中很少使用，但并非法律所禁止。

4. 股票股利

避免现金流出，避免缴纳所得税

股票股利是公司以增发的股票作为股利的支付方式

例如**10**股送**2**股等。

三、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。例如，将原来的一股股票交换成两股股票。股票分割不属于某种股利方式，但其所产生的效果与发放股票股利近似。
- ❖ 股票分割时发行在外的股数增加，使得每股面额降低，每股盈余下降，但公司价值不变，股东权益总额、权益各项目的金额及其相互间的比例也不会改变。这与发放股票股利时的情况既有相同之处，又有不同之处。

❖ 从实践效果看，由于股票分割与股票股利非常接近，所以一般要根据证券管理部门的具体规定对二者加以区分。例如，有的国家证券交易机构规定，发放**25%**以上的股票股利即属于股票分割。

❖ 对于公司来讲，股票分割的意义

- 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，股票分割往往是成年中公司的行为，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，这种有利信息会对公司有所帮助。

❖ 对于股东来讲股票分割的意义

股票分割后各股东持有的股数增加，但持股比例不变，持有股票的总价值不变。不过，只要股票分割后每股现金股利的下降幅度小于股票分割幅度，股东仍能多获现金股利。

例如假定某公司股票分割前每股现金股利**2元**，某股东持有**100股**可分得现金股利**200元**，公司按**1换2**的比例进行股票分割后，该股东股数增为**200股**，若现金股利降为每股**1.1元**，该股东可得现金股利**220元**，仍大于其股票分割前所得的现金股利。

另外，股票分割向社会传播的有利信息和降低了的股价，可能导致购买该股票的人增加，反使其价格上升，进而增加股东财富。

!尽管股票分割与发放股票股利都能达到降低公司股价的目的，但一般地讲，只有在公司股价剧涨且预期难以下降时才采用股票分割的办法降低股价，而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。

-
- ❖ 若公司认为自己股票的价格过低，为了提高股价，会采取反分割（也称股票合并）的措施。
 - ❖ 反分割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。
 - ❖ 例如，若上例中原面额**2元**、发行 **200 000**股、市价**20元**的股票，按**2股**换成**1股**的比例进行反分割，该公司的股票面额将成为**4元**，股数将成为**100 000**股，市价也将上升