



第 35 讲 分配管理

第四节 分配管理

【知识点 1】股利政策与企业价值

股利政策的最终目标是使公司价值最大化。

一、股利分配理论

（一）股利无关论

假设条件：该理论是建立在完全资本市场理论之上的

①市场具有强式效率，没有交易成本；②不存在任何公司或个人所得税；③不存在任何筹资费用；④公司的投资决策与股利决策彼此独立；⑤股东对股利收入和资本增值之间并无偏好。

【结论 1】股利政策不会对公司的价值或股票的价格产生任何影响，投资者不关心公司股利的分配。

【结论 2】公司市场价值的高低，由公司所选择的投资决策的获利能力和风险组合所决定的，而与公司的利润分配政策无关。

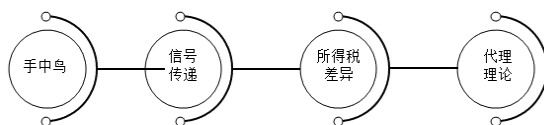
【例题 1·单选题】股利无关论认为股利分配对公司市场价值不产生影响，下列关于股利无关论的假设表述错误的是（ ）。（2019 年）

- A. 不存在个人或企业所得税 B. 不存在资本增值
C. 投资决策不受股利分配影响 D. 不存在股票筹资费用

【答案】B

【解析】股利无关论是建立在完全资本市场理论之上的，假定条件包括：第一，市场具有强式效率，没有交易成本，没有任何一个股东的实力足以影响股票价格；第二，不存在任何公司或个人所得税；第三，不存在任何筹资费用；第四，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；第五，股东对股利收入和资本增值之间并无偏好。股东对股利收入和资本增值之间并无偏好，而非“不存在资本增值”，所以选项 B 的说法错误。

（二）股利相关论



1. “手中鸟”理论

用留存收益再投资给投资者带来的收益具有很大的不确定性，并且投资的风险随着时间的推移将进一步加大，因此，厌恶风险的投资者会偏好确定的股利收益，而不愿将收益留存在公司内部去承担未来的投资风险。

【结论】当公司支付较高的股利时，股票的价格会随之上升，公司价值将得到提高。

2. 信号传递理论

认为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获利能力



的信息，从而会影响公司的股价。

【结论】一般来讲，预期未来获利能力强的公司，往往愿意通过相对较高的股利支付水平把自己同预期获利能力差的公司区别开来，以吸引更多的投资者。

3. 所得税差异理论

认为由于普遍存在的税率以及纳税时间的差异，资本利得收益比股利收益更有助于实现收益最大化目标，企业应当采用低股利政策。

4. 代理理论

股利政策是协调股东与管理者之间代理关系的一种约束机制，股利的支付能够有效地降低代理成本；高水平的股利政策降低了企业的代理成本，但同时增加了外部融资成本。

【结论】理想的股利政策应当使代理成本和外部融资成本之和最小。

【例题 2·单选题】厌恶风险的投资者偏好确定的股利收益，而不愿将收益留存在公司内部去承担未来的投资风险，因此公司采用高现金股利政策有利于提升公司价值。这种观点的理论依据是（ ）。

- A. 代理理论 B. 信号传递理论
C. 所得税差异理论 D. “手中鸟”理论

【答案】D

【解析】“手中鸟”理论认为，用留存收益再投资给投资者带来的收益具有较大的不确定性，并且投资的风险随着时间的推移会进一步加大，因此，厌恶风险的投资者会偏好确定的股利收益，而不愿将收益留存在公司内部去承担未来的投资风险。所以选项 D 是答案。

二、股利分配政策

剩余股利政策

固定或稳定增长

固定股利支付率

低正常股利加额外股利

（一）剩余股利政策

公司在有良好投资机会时，根据目标资本结构，测算出投资所需的权益资本额，先从盈余中留用，然后将剩余的盈余作为股利发放。

【提示】基于股利无关理论。

- （1）设定目标资本结构，使加权平均资本成本将达最低水平；
- （2）确定最佳资本预算，根据目标资本结构预计所需增加的权益资本；
- （3）最大限度地使用留存收益来满足资金需求中所需的权益资本数额；
- （4）净利润在满足权益资本增加需求后，若还有剩余再用来发放股利。

【例题 3】某公司 2012 年税后净利润 1000 万元，2013 年的投资计划需要资金 1200 万元，公司的目标资本结构为权益资本占 60%，债务资本占 40%。该公司采用剩余股利政策。

要求：假设公司 2012 年流通在外的普通股为 1000 万股，则该公司 2012 年应分配的每股股利为多少？

【答案】按照目标资本结构，公司投资方案所需的权益资本数额为：



$1200 \times 60\% = 720$ （万元）

2012 年可以发放的股利为： $1000 - 720 = 280$ （万元）

假设公司当年流通在外的普通股为 1000 万股，那么，每股股利为：

$280 / 1000 = 0.28$ （元 / 股）

优点	有助于降低再投资的资金成本，保持最佳的资本结构，实现企业价值的长期最大化。
缺点	（1）若完全遵照执行剩余股利政策，股利发放额就会每年随着投资机会和盈利水平的波动而波动。盈利水平不变的情况下，股利发放额与投资机会的多寡呈反方向变动；在投资机会维持不变的情况下，股利发放额将与公司盈利呈同方向变动。 （2）不利于投资者安排收入与支出，不利于树立公司良好形象。

【提示】[一般适用于公司的初创阶段](#)

（二）固定或稳定增长的股利政策

公司将每年派发的股利额固定在某一特定水平或是在此基础上维持某一固定比率逐年稳定增长。公司只有在确信未来盈余增长不会发生逆转时，才会宣布实施固定或稳定增长的股利政策。在固定或稳定增长的股利政策下，首先确定的是股利分配额，而且该分配额一般不随资金需求的波动而波动。

优点：

①[向市场传递公司正常发展的信息](#)，有利于树立公司的良好形象，增强投资者对公司的信心，稳定股票的价格；

②[稳定的股利额有助于投资者安排股利收入与支出](#)，有利于吸引那些打算进行长期投资并对股利有很高依赖性的股东；

③为[了将股利或股利增长率维持在稳定的水平上，即使推迟某些投资方案或暂时偏离目标资本结构，也可能比降低股利或股利增长率更为有利](#)。

缺点：

①股利的支付与企业的盈利相脱节；

②在企业无利可分时，若依然实施该政策，也是违反《公司法》的行为。

【提示】[通常适用于经营比较稳定或正处于成长期的企业，且很难被长期采用](#)。

（三）固定股利支付率政策

是指公司将每年净利润的某一固定百分比作为股利分派给股东。[这一百分比通常称为股利支付率，股利支付率一经确定，一般不得随意变更](#)。

优点：

①采用固定股利支付率政策，股利与公司盈余紧密地配合，体现了“多盈多分、少盈少分、无盈不分”的股利分配原则。

②采用固定股利支付率政策，公司每年按固定的比例从税后利润中支付现金股利，从企业支付能力的角度看，这是一种稳定的股利政策。

缺点：

①股利支付额波动较大，由于股利的信号传递作用，波动的股利很容易给投资者带来经



营状况不稳定、投资风险较大的不良印象，成为影响股价的不利因素；

②容易使公司面临较大的财务压力。因为公司实现的盈利多，并不代表公司有充足的现金流用来支付较多的股利额；

③合适的固定股利支付率的确定难度大。

【提示】固定股利支付率政策只是较适用于那些处于稳定发展且财务状况也较稳定的公司。

【例题 4】某公司长期以来用固定股利支付率政策进行股利分配，确定的股利支付率为 30%。2012 年税后净利润为 1500 万元，如果仍然继续执行固定股利支付率政策，公司 2012 年度将要支付的股利为：

$$1500 \times 30\% = 450 \text{（万元）}$$

【例题 5】某公司长期以来用固定股利支付率政策进行股利分配，确定的股利支付率为 30%。2012 年税后净利润为 1500 万元，公司 2013 年度有较大的投资需求，因此，准备 2012 年度采用剩余股利政策。如果公司 2013 年度的投资预算为 2000 万元，目标资本结构为权益资本占 60%。

按照目标资本结构的要求，公司投资方案所需的权益资本额为：

$$2000 \times 60\% = 1200 \text{（万元）}$$

公司 2012 年度可以发放的股利为：

$$1500 - 1200 = 300 \text{（万元）}$$

【例题 6·判断题】在固定股利支付率政策下，各年的股利随着收益的波动而波动，容易给投资者带来公司经营况况不稳定的印象。（ ）（2019 年）

【答案】√

【解析】采用固定股利支付率政策，由于大多数公司每年的收益很难保持稳定不变，导致年度间的股利额波动较大，由于股利的信号传递作用，波动的股利很容易给投资者带来经营状况不稳定、投资风险较大的不良印象，成为影响股价的不利因素。

（四）低正常股利加额外股利政策

是指企业事先设定一个较低的正常股利额，每年除了按正常股利额向股东发放现金股利外，还在企业盈余较多、资金较为充裕的年份向股东发放额外股利。

优点：①赋予公司较大的灵活性，使公司在股利发放上留有余地，并具有较强的财务弹性。公司可根据每年的具体情况，选择不同的股利发放水平，以稳定和提高股价，进而实现公司价值的最大化。

②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。

缺点：①由于各年度之间公司盈利的波动使得额外股利不断变化，造成分派的股利不同，容易给投资者造成收益不稳定的感觉。

②当公司在较长时期持续发放额外股利后，可能会被股东误认为是“正常股利”，一旦取消，传递出去的信号可能会使股东认为这是公司财务状况恶化的表现，进而导致股价下跌。

【提示】对那些盈利随着经济周期而波动较大的公司或者盈利与现金流量很不稳定时，



低正常股利加额外股利政策也许是一种不错的选择。

【例题 7·多选题】下列各项中，属于剩余股利政策优点的有（ ）。

- A. 保持目标资本结构
- B. 降低再投资资本成本
- C. 使股利与企业盈余紧密结合
- D. 实现企业价值的长期最大化

【答案】 ABD

【解析】剩余股利政策的优点是：留存收益优先满足再投资的需要，有助于降低再投资的资金成本，保持最佳的资本结构，实现企业价值的长期最大化。股利与企业盈余紧密结合是固定股利支付率政策的优点，所以选项 ABD 是答案。

【例题 8·单选题】下列关于固定股利支付率政策的说法中，不正确的是（ ）。

- A. 体现了多盈多分、少盈少分、无盈不分的股利分配原则
- B. 从企业支付能力的角度看，这是一种不稳定的股利政策
- C. 比较适用于那些处于稳定发展阶段且财务状况也较稳定的公司
- D. 该政策下，容易使公司面临较大的财务压力

【答案】 B

【解析】采用固定股利支付率政策，公司每年按固定的比例从税后利润中支付现金股利，从企业支付能力的角度看，这是一种稳定的股利政策。所以，选项 B 的说法不正确。

【知识点 2】利润分配制约因素

一、法律因素

资本保全约束	规定公司不能用资本（实收资本或股本和资本公积）发放股利
资本积累约束	规定公司必须按照一定的比例和基数提取各种公积金，股利只能从企业的可供股东分配利润中支付 在进行利润分配时， <u>一般应当贯彻“无利不分”的原则</u>
超额累积利润约束	由于资本利得与股利收入的税率不一致，如果公司为了股东避税而使得盈余的保留大大超过了公司目前及未来的投资需要时，将被加征额外的税款
偿债能力约束	确定在现金股利分配后仍能保持较强的偿债能力

二、公司因素

现金流量	公司盈余与现金流量并非完全同步，有利润不一定有现金支持股利支付
资产的流动性	企业现金股利的支付会减少其现金持有量，降低资产的流动性，而 <u>保持一定的资产流动性是企业正常运转的必备条件</u>
盈余的稳定性	一般来讲，公司的盈余越稳定，其股利支付水平也就越高
投资机会	投资机会多低股利；投资机会少高股利
筹资因素	筹资能力强，有较强的股利支付能力；留存收益是企业内部筹资的重要方式，不需花费筹资费用



其他因素	股利的信号传递作用，要求利润分配政策应保持连续性和稳定性，改变时应充分考虑股利政策调整的负面影响 此外还需要考虑发展阶段以及所处行业状况等影响
------	--

三、股东因素

控制权	股东会 <u>倾向于较低的股利支付水平</u>
稳定的收入	靠股利维持生活的股东要求支付稳定的股利，反对过多的留存
避税	一般来讲，股利收入的税率要高于资本利得的税率，高股利收入的股东出于避税的考虑，偏好低股利支付水平

四、其他因素

债务契约	债权人通常都会在债务契约、租赁合同中加入关于借款公司限制公司股利发放的条款
通货膨胀	在通货膨胀时期， <u>企业一般采用偏紧的利润分配政策</u>

【例题 9·多选题】下列因素会导致公司采取偏紧的股利政策的有（ ）。

A. 投资机会较多 B. 筹资能力较强 C. 控制权集中 D. 通货膨胀

【答案】ACD

【解析】投资机会多、资金需求量大，会考虑采用低股利政策，选项 A 正确；公司具有较强的筹资能力，随时能筹集到所需资金，则具有较强的股利支付能力，选项 B 不正确；拥有控制权的股东希望少发股利以避免控制权稀释，选项 C 正确；通货膨胀时期，为弥补货币购买力下降而造成的固定资产重置资金缺口，公司的股利政策往往偏紧，选项 D 正确。



请关注公众号、听更多免费直播