



石家莊鐵道大學
SHIJIAZHUANG TIEDAO UNIVERSITY

网络精品课程

财务管理

股利理论

主讲：梁权 齐荣光

股利政策理论——股利是否影响股价？

公司的目标是使普通股价值最大化。所以有关股利政策的理论，都是围绕着股利支付率的高低是否影响公司股价这一核心问题。但不幸的是，股利理论与资本结构理论一样，争论很多，无法给出一个精确的公式计算最佳的股利支付率。

有许多理由认为公司应该发放高额股利，也有许多理由认为公司应该发放低额股利，也有人认为股利支付水平与公司股价无关。因此，股利理论有点“两面派”的味道。但是，了解这些理论，对作好公司股利决策仍有重要意义。

1. 股利政策无关紧要

这是莫迪格莱尼和米勒(即MM)两位学者的观点

(1) 假设前提：完美市场

- 公司的投资政策已确定，而且不准备改变；
- 资本市场是完善的：没有交易成本，发行股票没有发行费，所有人都可获得公司信息，管理层与股东之间没有利益冲突，没有财务困境成本，证券可以无限分割，任何人不能操纵股市；
- 没有公司所得税和个人所得税；
- 所有投资者对公司未来投资、利润和股利都有完全把握。

(2) 结论：在上述假设条件下，MM用数学方法证明了**公司股利政策与股票价格即股东财富无关。**

他们认为，在公司投资政策既定的情况下，无论公司经理提高或降低现期股利，都不会影响公司的现行价值和股东财富，因为**公司价值是由其资产的获利能力即投资决策所决定的**，而盈利在股利和留存收益之间的分割方式并不影响这一价值。



2. 股利相关论

- “一鸟在手”理论
- 税收差别理论

(1) “一鸟在手”理论：高股利增加股票价值

股利无关论是基于资本市场完善假设的，而现实中，资本市场并不完善，“一鸟在手”理论就是针对市场缺陷而出现。

- 主要代表人物M. Gordon 和 D. Lintner
- 基本思想：股票投资收益包括股利收入和资本利得两种，即

$$\text{股票投资收益} = \text{股利收益} + \text{资本利得}$$

(风险小) (风险大)

由于大部分投资者都是风险厌恶型，他们宁愿要相对可靠的股利收入而不愿意要未来不确定的资本利得，因此**公司应维持较高的股利支付率**，即：“双鸟在林，不如一鸟在手”。

(2) 税收差别理论：低股利增加股票价值

- 由利森伯格和拉马斯瓦米于1979年提出的。
- 这种观点认为，发放高股利有损于投资者的利益。这主要是基于股利收入和资本收入在投资者税收上的差异。在美国，股利收入的所得税率高于资本利得所得税，在中国股利收入按20%征收所得税，资本利得则只涉及交易费用和印花税，不缴所得税。而且，二者缴税时间也不相同，股利收入要即期纳税，而资本利得收入一直递延到实际出售股票之时，因此税差仍然存在。所以**基于税收考虑，低股利会使股价上升。**

股利政策的实证研究

关于股利政策，理论上存在很多争论。那么实际中财务主管们又怎么看待这个问题呢？1983年美国的贝克、法拉里、埃德曼等对纽约股票交易所318家上市公司的财务主管进行了调研。结果表明财务主管们也分为相信股利重要和没有想法两派。

1) “公司的股利政策会影响其股票价格吗？”，有60%多一点的人回答是肯定的，也就是说多数人认为股利政策影响股价，但影响值并不确定；

- 2) “股利是否提供了公司未来的信息?”, 52%的人同意, 41%的人不知道, 7%的人不同意;
- 3) 有56%的人相信股东对股利和资本收益有偏好; 但只有41%的人认为管理者应该考虑股东的股利偏好(49%无所谓, 10%不同意);
- 4) 有44%的人认为投资者喜欢那些股利政策适合其纳税特征的公司股票(但56%的人“不知道”或“不同意”)

