

第 篇：分配

第十六章 利润分配

【学习目的与要求】

1. 了解企业利润分配的一般原则和基本程序
2. 了解股份制企业利润分配的特点
3. 明确股利的种类及其支付程序
4. 了解股利政策基本理论
5. 明确影响股利政策的因素
6. 掌握股利政策模式

利润分配是整个国民经济收入分配的一个重要组成部分，它涉及到国家、企业和职工个人三者之间的利益关系，也关系到整个社会积累与消费的比例关系。这些关系处理得好，也可以促进经济的健康发展，处理得不好，就会阻碍经济的发展。

第一节 企业利润分配

一、企业利润分配的一般原则

利润分配是指企业按照财经法规和企业章程，对其所实现的净利润在企业与所有者等相关各方面之间进行分配。企业的利润分配应当兼顾各方面利益，一般要遵循以下几项原则。

（一）要遵守规范性原则

企业的利润分配必须贯彻规范性原则，要严格遵守国家的财经法律法规，依据法定的程序进行分配。企业在利润分配之前，应当首先依法交纳企业所得税，这是企业应尽的社会责任，是国家财政收入的重要组成部分，也是国家机器正常运转的财力保证。企业交纳所得税后的净利润，是企业所有者的资产投

资收益，属于企业所有者的权益，应当按投资比例在所有者之间进行分配，但是，按照有关法律的规定，在分配之前企业应当按一定的比例提留，作为企业扩大再生产和抵御经营风险的财力保证。

（二）要遵守公平的原则

所谓公平原则就是企业的利润分配要符合市场经济的要求，讲求市场经济的等价交换、公正合理、公平竞争的原则。企业无论经济成分、规模大小，都应遵守同样的法律法规，都应同样履行应尽的社会责任，站在同一起跑线上，公平竞争，避免因利润分配而人为地造成不公平合理的竞争。我国利润分配制度的改革历程已经充分证明了公平原则的重要性。例如在利改税制度下，不同规模的企业实行不同的所得税税率和调节税税率，企业的留利与其经济效益不成比例，形成“鞭打快牛”的现象，这样就造成了各个企业之间的不公平竞争。

（三）要遵守效率原则

所谓效率原则就是在符合公平原则的同时，要兼顾企业经营者和职工的经济利益，保证利润分配有利于社会经济的发展。国家的税收和企业上交的利润都应当考虑到企业的合理负担和生产发展的实际需要，如果企业负担过重，就会挫伤企业和职工的积极性，限制企业的发展，最终还是阻碍社会经济的发展。利润分配并不是简简单单的投资收益的分配，对于国有企业来说，它涉及到国家、企业以及职工等各个方面的经济利益关系，因此，有人将其形象地比喻为“分蛋糕”。从我国利润分配的历史沿革来看，利润分配会影响到企业和职工的生产积极性，从而影响到整个社会经济发展。这块蛋糕，如果国家分多了，企业和职工必然少分，这样就会影响到企业经营者和生产者的积极性，最终还是阻碍社会经济的发展；如果企业和职工分多了，国家必然少分，这样虽然会提高企业和职工的生产积极性，但是，国家的财政收入会受到影响，也不利于社会的进步和经济发展。因此，关键在于处理好这种分配关系，分配的比例合理，不仅能调动各个方面的积极性，而且能使蛋糕越做越大，这就是效率原则的要求。

（四）要处理好企业内部积累与消费的比例关系

企业依法交纳所得税，按规定上交利润后，要有一定比例的留利。企业留利主要包括盈余公积金和未分配利润，这部分留利主要用于扩大再生产、抵御经营风险、弥补亏损和职工集体福利方面。企业必须根据法律法规规定企业留

利的用途,合理地安排企业内部的积累与消费的比例关系,尤其要防止将留利向消费倾斜的现象。特别要严格地约束企业的经营管理者的行为,防止、制止目前我国国有企业存在的“内部人控制”现象。

二、企业利润分配的基本程序

(一) 企业利润分配的基本程序

利润分配就是对企业所实现的经营成果在各个方面之间进行分配。作为分配基础的企业利润可以有两个层次的含义:一是企业的利润总额,即税前利润;二是净利润,即企业交纳所得税后的利润。在实行税利分流制度之前的利润分配基本上是对企业利润总额的分配,即将交纳的所得税也纳入利润分配的范围内。现在财务管理上利润分配主要是指企业净利润的分配。按照我国《企业财务通则》的规定,企业实现的利润总额,首先应按国家税法的规定作相应的调整,然后依法交纳企业所得税。税后利润的分配应当按下列基本程序进行:

1. 用于抵补被没收的财物损失,支付违反税法规定的各项滞纳金和罚款。
2. 弥补超过用所得税前利润弥补期限、按规定可用税后利润弥补的亏损。
3. 按税后净利润扣除前两项以后的 10%计提法定盈余公积金。
4. 按规定计提公益金。

5. 向投资人分配利润。企业以前年度未分配的利润,可以并入本年度向投资人分配。

(二) 利润分配的项目

在上述利润分配的基本程序中,第一项不是企业常规性业务,第二项在本书有关章节中已经作过介绍。下面重点介绍企业利润分配的其他几个项目:

1. 公积金。公积金是企业从税后利润中提取的积累资金,是企业用于防范和抵御风险,补充资本的重要资金来源。公积金从性质上看属于企业所有者权益。公积金包括法定盈余公积金和任意盈余公积金两种。法定盈余公积金是按税后利润扣除利润分配基本程序中的第一、二两项后的余额的 10%计提的,但企业的法定盈余公积金达到注册资本的 50%时,可以不再提取。任意盈余公积金是企业为了满足经营管理的需要,在计提法定盈余公积金和公益金后,按照企业章程或股东会议决议提取的公积金,股份有限公司的任意盈余公积金应在支付优先股股利之后提取,其提取比例或金额由股东会议确定。企业提的公

积金主要可以用于以下几个方面：

(1) 用于弥补企业的亏损。企业以前年度的亏损按税法规定不能用税前利润弥补时，可用税后利润弥补，也可用公积金来弥补。在弥补完亏损后，如果当年利润以及以前年度累计未分配利润不够分配股利时，经股东会议决定也可以用公积金向股东支付股利，但其支付金额不得超过股票面值的 6%，且在支付股利后企业法定盈余公积金不能低于注册资本的 25%。

(2) 用于增加企业注册资本。企业的公积金经股东大会特别决议以后，也可以用于增加企业注册资本，但增加注册资本之后，法定盈余公积金不得低于注册资本的 25%。

2. 公益金。公益金是企业从税后利润中提取的用于企业职工集体福利的资金，其提取比例按企业章程或董事会决议确定。企业的公益金应该在提取法定盈余公积金以后，提取任意盈余公积金之前提取，股份公司应当在支付优先股股利之前提取。企业公益金的性质也属于所有者权益，但是它不能用于弥补亏损和增加注册资本，而只用于职工的集体福利方面，如购置或建造企业职工宿舍、食堂、浴室、医务室等。购置或建造形成的资产，其产权仍归企业的所有者，企业职工只有使用权而没有所有权。

3. 向投资者分配利润。向投资者分配利润，是投资者从企业获取的投资收益。企业应当在弥补亏损、提取公积金和公益金之后才能向投资者分配利润。如果企业当年无利润，一般不得向投资者分配利润。但是，股份有限公司当年无利润但经股东大会特别决议，可以按不超过股票面值 6% 的比例用公积金分配股利。

第二节 股份制企业股利的种类及支付程序

一、股份制企业利润分配的特点

股份制企业是商品经济发展到一定阶段的产物。在市场经济体制下，股份制企业是我国建立现代化企业制度的一种重要形式。与以往其他企业制度相比，股份制企业在资金筹集、运作机制、管理方式和利润分配等各个方面都具有鲜明的特点。这里仅就股份制企业利润分配的特点介绍如下：

(一) 股份制企业的利润分配应坚持公开、公平、公正的原则

股份制企业必须按照有关法律法规的规定,经股东大会决议通过并公开其利润分配方案。所有股东一律按持股比例享有其合法权益,同股同权,同股同利,不允许个别股东以其在企业中的特殊地位谋取私利,从事幕后交易。

(二) 股份制企业的利润分配应尽可能保持稳定的股利政策

社会经济总是处在景气和衰退的循环过程之中,股份制企业的经营状况会随之呈周期性变化。在经济景气时期,企业经济效益较好,股东的投资收益也会增加;在经济衰退时期,企业的经济效益下降,股东的投资收益也会随之减少。因此,股份制企业在分配利润时应当考虑到这种经济的周期变化,在经济效益较好、获利较高时,要留存一部分利润,以抵御经营风险和在经济衰退时期用于对股东分配利润。这样,可以避免股利的或高或低对投资者投资信心的影响。

(三) 股份制企业的利润分配应当考虑到企业未来资金的需求以及筹资成本

企业的税后利润,从其性质上看,都属于股东的权益,可以全部分配给股东,也可以部分分配给股东,部分留存在企业内部。究竟应采取什么样的股利分配政策,应根据企业未来对资金的需求情况而定。如果企业在未来的生产经营活动中需要大量的资金,就可以考虑少分配现金股利,留存利润多一些,这样既满足了企业对资金的需求,又可以避免通过配股方式筹集资金,可以降低筹资成本。

(四) 股份制企业的利润分配应当考虑到对股票价格的影响

一般认为,利润分配会对股票价格产生影响,因为它传递给股东关于企业发展和经营状况某些信息。因此,股份制企业在分配利润时,应当考虑到这种分配政策对股价的影响程度,要尽力避免因利润分配给股价造成大起大落的影响。

二、股利的种类

股份公司分派股利的形式一般有现金股利、股票股利、财产股利和负债股利等。后两种形式应用较少,我国有关法律规定股份公司只能采用现金股利和股票股利两种形式。下面主要介绍这两种股利形式。

(一) 现金股利

现金股利是股份公司以现金的形式发放给股东的股利。这是最常用的股利分派形式。现金股利发放的多少主要取决于公司的股利政策和经营业绩。前面已经论述过，有的股东希望公司发放较多的现金股利，而有的股东则不愿意发放过多的现金股利。现金股利的发放会对股票价格产生直接的影响，在股票除息日之后，一般来说股票价格会下跌。

（二）股票股利

股票股利也叫股份股利，将股利以公司股份的形式发给股东，以代替现金股利的支付。可以用于发放股票股利的，除了当年的可供分配利润外，还有公司的盈余公积金和资本公积金。发放股票股利时，一般按股权登记日的股东持股比例来分派，将股东大会决定用于分配的资本公积金、盈余公积金和可供分配利润转成股本，并通过中央结算登记系统按比例增加各个股东的持股数量。

对公司来说，发放股票股利并没有资产的流出或负债的增加，因此公司的所有者权益总额不变，但所有者权益的内部构成发生变化，股本（含资本公积）和未分配利润（即留存盈余）同额增减；另外，公司的总股数增加，因此普通股的每股账面价值与每股收益将会减少。

例 1：某公司原以每股 5 元的价格发行了 10 万股普通股，每股面值 1 元，本年盈余为 22 万元，资本公积余额为 50 万，未分配利润余额为 140 万元。若公司宣布发放 10% 股票股利（10 送 1），即发放 1 万股普通股股票，股票当时每股市价为 10 元，则从“未分配利润”中转出的资金为 10 万元。股票股利对公司股东权益构成每股账面价值、每股收益的影响如表 16-1 所示：

表 16—1

所有者权益项目	发放股票股利前	发放股票股利后
普通股股数	10 万股	11 万股
普通股	10 万元	11 万元
资本公积	50 万元	59 万元
未分配利润	140 万元	130 万元
所有者权益合计	200 万元	200 万元
每股账面价值	200 万元/10 万股=20 元	200 万元/11 万股=18.18 元
每股收益	22 万元/10 万股=2.2 元	22 万元/11 万股=2 元

股票股利虽然并没有改变企业账面的股东权益总额,同时也不会改变股东的持股结构,但是,会增加市场上流通的股票数量,因此,企业发放股票股利会使股票价格相应下降,一般来说,如果不考虑股票市价波动的其他因素,发放股票股利后的股票价格,应当按发放的股票股利的比例而成比例下降。如海信公司发放股利前的股价为每股 21 元,如果该公司决定按照 10 股送 4 股的比例发放股票股利,则海信公司的股票在除权日之后的市场价格应降至每股 15 元(即 $21 \text{ 元} \div 1.4 = 15 \text{ 元}$)。可见,分派股票股利,一方面扩大了股本,另一方面起到股票分割的作用。通常,高速成长的企业可以利用分配股票股利的方式来进行股票分割,以使股价保持在一个合理的水平上,避免因股价过高而使投资者减少。

采用股票股利的股利形式,对某一股东来说,其所持股份数增长 10%,但公司总股数也增加 10%,其股份占公司总股份的比例不变,因此其股份所代表的账面价值也不变,即其股东财富没有发生变化。但如果公司在发放股票股利后又发放现金股利,则股东因股数增加可得到更多现金,若股票市价在发放股票股利后没有成比例下降,股东的总股票市价上升。另外,股东在需要现金时可以出售股票股利,在资本利得税率低于得到现金股利要交的所得税税率的国家,股东还可以获得纳税上的好处。

采用股票股利的股利形式,对公司来说,使股东分享公司盈余而无需支付现金,可以节约大量现金支出用于再投资项目,有利于公司长期发展;可以降低每股股价,吸引更多的投资者;可以向市场传递公司有较好投资机会与发展前景的信息,提高投资者信心,起到稳定股价的作用。但发放股票股利的手续复杂,费用较大,会增加公司负担;并且有些投资者认为发放股票股利是公司资金周转困难的信号,向市场传递的是不利信息,从而降低投资者信心,使股价加速下跌。

(三) 股票分割

股票分割是指将面额较高的股票分割成面额较低的股票的行为。如将原来的每股股票分割成两份,则每股的面额缩小为原来的 $1/2$,但股本总额不变。股票分割后,发行在外的股数增加,每股面额降低,每股股份所代表的账面价值降低,每股收益下降,但公司资本结构不变,股东权益总额及各项目的金额、比例不会发生变化。这与发放股票股利既有相同之处,又有不同之处。在例 1

中，若将股票面额一分为二，则所有者权益各项的变化见表 16—2。

比较表 16-1，表 16-2 可见，股票分割与发放股票股利的相同之处在于两者都使发行在外的股数增加，从而每股收益下降，每股股份所代表的账面价值下降，但股东权益总额不变。不同之处在于股票分割不会改变股东权益各项目的金额，只是降低了每股股票的面额；而股票股利不改变每股股票面额，但会改变股东权益各项项目的金额与比例。

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和管理部门的具体规定对二者加以区分。如有的国家证券交易所规定，发放 25% 以上的股票股利即属于股票分割。

表 16—2

所有者权益项目	股票分割前	股票分割后
普通股股数	10 万股（每股面额 1 元）	20 万股（每股面额 0.5 元）
普通股	10 万元	10 万元
资本公积	50 万元	50 万元
未分配利润	140 万元	140 万元
所有者权益合计	200 万元	200 万元
每股账面价值	200 万元/10 万股=20 元	200 万元/20 万股=10 元
每股收益	22 万元/10 万股=2.2 元	22 万元/20 万股=1.1 元

三、股利的支付程序

股份公司分配股利必须遵循法定的程序，一般是先由董事会提出分配方案，然后提交股东大会决议通过才能进行分配。股东大会决议通过分配预案之后，要向股东宣布发放股利的方案，并确定股权登记日、除息日和股利发放日。这几个日期对分配股利是非常重要的。

（一）公告日。公告日就是股东大会决议通过并由董事会宣布发放股利的日期。在宣布分配方案的同时，要公布股权登记日、除息日和股利发放日。通常股份公司都应当定期宣布发放股利，我国股份公司一般是一年发放一次或两次股利，即在年末和年中分配。在西方国家，股利通常是按季度支付。

（二）股权登记日。股权登记日是有权领取本期股利的股东资格登记截止

日期。企业规定股权登记日是为了确定股东能否领取股利的日期界限,因为股票是经常流动的,所以确定这个日期是非常必要的。凡是在股权登记日这一天登记在册的股东才有资格领取股利,而在这一天之后登记在册的股东,即使是在股利发放日之前买到的股票,也无权领取本次分配的股利。先进的计算机系统为股权登记提供了极大的方便,一般在股权登记日营业结束的当天即可打印出股东名册。

(三)除息日。除息日是指除去股利的日期,即领取股利的权利与股票分开的日期。按照证券业的惯例,一般在股权登记日的前4天为除息日。在除息日之前购买的股票,才能领取本次股利,在除息日当天或以后购买的股票,则不能领取本次股利。规定除息日是因为股票的买卖交易之后,需要几天办理股票过户手续的时间,而在除息日之后,股权登记日之前这几天购买的股票,股份公司不能及时地得到股票所有权已经转让的通知。除息日对股票的价格有明显的影响,在除息日之前的股票价格中包含了本次股利,在除息日之后的股票价格中不再包含本次股利,所以股价会下降。但是,先进的计算机交易系统为股票的交割过户提供了快捷的手段,在实行“T+0”交易制度下,股票买卖交易的当天即可办理完交割过户手续。在这种交易制度下,股权登记日的次日(指工作日)即可确定为除息日。

(四)股利发放日。股利发放日,也称付息日,是将股利正式发放给股东的日期。在这一天,企业应将股利通过邮寄等方式支付给股东。计算机交易系统可以通过中央结算登记系统将股利直接打入股东资金账户,由股东向其证券代理商领取股利。

例2:海信公司于1998年7月6日举行的股东大会决议通过股利分配方案,并且当日由董事会宣布1998年的中期分配方案为:每股分派现金股利1.50元,股权登记日为1998年7月31日(星期五),除息日为1998年7月27日,股利发放日为1998年8月20日。如果在采用“T+0”交易制度下,也可以将除息日确定为股权登记日的下一个工作日,即8月3日(星期一)。

第三节 股利政策理论及其影响因素

一、股利政策的基本理论

股利政策是关于公司是否发放股利、发放多少股利以及何时发放股利等到方面的方针和策略。长期以来,人们一直在探讨股利政策对公司股价或企业价值有无影响的问题,这就形成了股利政策的基本理论。在西方,人们对股利理论的研究起步较早,主要有完全市场理论、“一鸟在手”理论。

(一) 完全市场理论

该理论认为,企业的股利政策不会对公司的股票价格产生任何影响。该理论是由美国财务学专家米勒(MILLER)和莫迪格莱尼(MODIGLIANI)于1961年在他们的著名论文《股利政策,增长和股票价值》中首先提出的,因此,这一理论也被称为MM理论。MM理论的基本假设是完全市场理论(PERFECT MARKET THEORY)。完全市场理论的基本含义是:

1. 资本市场具有强式效率性。所谓强式效率性是指股票的现行市价已经反映了所有已公开或未公开的信息,任何人甚至掌握内部信息的内线人也无法在股市上赚取超额报酬。

2. 没有筹资费用(包括股票发行和交易费用)。

3. 不存在个人和公司所得税。

4. 公司的投资决策与股利决策是彼此独立的。

在这些假设基础上,MM理论认为,投资者不会关心公司股利的分配情况,公司的股票价格完全由公司投资方案和获利能力决定,而并非取决于公司股利政策。在公司有较好的投资机会的情况下,如果股利分配的较少,留利较多,公司的股票价格也会上升,投资者可以通过出售股票来换取现金;如果股利分配的较多,留利较少,投资者获得现金后会寻求新的投资机会,而公司仍可以顺利地筹集到新的资金。所以,股票价格与公司的股利政策是无关的。

(二) “一鸟在手”理论

这种观点认为,在股利收入与股票价格上涨产生的资本利得收益之间,投资者更倾向于前者。因为股利是现实的有把握的收益,而股票价格的上升与下降具有较大不确定性,与股利收入相比风险更大。因此,投资者更愿意购买能支付较高股利的公司股票,这样,股利政策必然对股票价格产生影响。这一理论用西方一句谚语来形容就是“双鸟在林,不如一鸟在手”,所以,该理论也被称为“一鸟在手论”。

与此相关的还有信息传播论以及假设排除论。信息传播论认为,股利实际

上给投资者传播了关于企业收益情况的信息,这一信息自然会反映在股票的价格上,因此,股利政策与股票价格是相关的。如果某一公司改变了长期以来比较稳定的股利政策,这就等于给投资者传递了企业收益情况发生变化的信息,从而会影响到股票的价格。股利提高可能给投资者传递公司创造未来现金能力的增强,该公司的股票价格就会上涨;反之,股利下降可能给投资者传递公司经营情况变坏的信息,该公司的股票的价格就会下跌。

假设排除理论的人认为,MM理论的假设在现实经济生活中是不存在的,首先,即使非常完善、成熟的资本市场,如纽约证券市场,也不具备强式效率性,因此MM理论的完善市场理论假设实际上是不存在的;其次,在资本市场上,不可能没有筹资费用,也不可能没有个人或公司所得税的存在;再者,公司的投资决策有时是与股利政策相关的,投资决策对资金的需求,可能会影响到公司的股利政策。基于此,MM理论在现实生活中是站不住脚的。

二、股利政策的影响因素

股利政策是股份有限公司财务管理的一项重要内容,它不仅是对投资收益的分配,而是关系到公司的投资、融资以及股票价格等各个方面。因此,制定一个正确、稳定的股利政策是非常重要的。一般来说,在制定股利政策时,应当考虑到以下因素的影响。

(一) 法律因素

为了保护投资者的利益,我国法律如《公司法》、《证券法》等都对公司的股利分配进行了一定的限制。影响公司股利政策的主要法律因素有:

1. 资本保全的约束。资本保全是为了保护投资者的利益而作出的法律限制。股份公司只能用当期利润或留用利润来分配股利,不能用公司出售股票而募集的资本发放股利。这样是为了保全公司的股东权益资本,以维护债权人的利益。

2. 企业积累的约束。这一规定要求股份公司在分配股利之前,应当按法定程序先提取各种公积金。这也是为了增强企业抵御风险的能力,维护投资者的利益。我国有关法律法规明确规定,股份公司应按税后利润作出规定的扣除之后的10%提取法定盈余公积金,并且鼓励企业在分配普通股股利之前提取任意盈余公积金,只有当公积金累计数额已达到注册资本50%时,才可不再提取。

3. 企业利润的约束。这是规定只有在企业以前年度的亏损全部弥补完之后,若还有剩余利润,才能用于分配股利,否则不能分配股利。

4. 偿债能力的约束。这是规定企业在分配股利时,必须保持充分的偿债能力。企业分配股利不能只看损益表上的净利润的数额,还必须考虑到企业的现金是否充足,如果因企业分配现金股利而影响了企业的偿债能力或正常的经营活动,则股利分配就要受到限制。

(二) 债务契约因素

债务契约是指债权人为了防止企业过多发放股利,影响其偿债能力,增加债务风险,而以契约的形式限制企业现金股利的分配。这种限制通常包括:

1. 规定每股股利的最高限额。

2. 规定未来股息只能用贷款协议签定以后新增收益来支付,而不能动用签定协议之前的留存利润。

3. 规定企业的流动比率、利息保障倍数低于一定标准时,不得分配现金股利,等等。

(三) 公司自身因素

公司自身因素的影响是指股份公司内部的各种因素及其面临的各种环境、机会而对其股利政策产生的影响。主要包括现金流量、举债能力、投资机会、资金成本等。

1. 现金流量。企业在经营活动中,必须有充足的现金,否则就会发生支付困难。公司在分配现金股利时,必须要考虑到现金流量以及资产的流动性,过多地分配现金股利会减少公司的现金持有量,影响未来的支付能力,甚至可能会出现财务困难。

2. 举债能力。举债能力是企业筹资能力的一个重要方面,不同的企业在资本市场上的举债能力会有一些的差异。公司在分配现金股利时,必须考虑到自身的举债能力如何,如果举债能力较强,在企业缺乏资金时,能够较容易地在资本市场上筹到资金,则就可采取比较宽松的股利政策;如果举债能力较差,就应当采取比较紧缩的股利政策,少发放现金股利,留有较多的公积金。

3. 投资机会。企业的投资机会也是影响股利政策的一个非常重要的因素。在企业有良好的投资机会时,企业就应当考虑少发现金股利,增加留存利润,用于再投资,这样可以加速企业的发展,增加企业未来的收益,这种股利政策

往往也易于为股东所接受。在企业没有良好投资机会时，往往倾向于多发放现金股利。

4. 资金成本。资金成本是企业选择筹资方式的基本依据。留用利润是企业内部筹资的一种重要方式，它同发行新股或举借债务相比，具有成本低、隐蔽性好的优点。合理的股利政策实际上是要解决分配与留用的比例关系以及如何合理、有效地利用留用利润的问题。如果企业一方面大量发放现金股利，另一方面又要通过资本市场筹集较高成本的资金，这无疑是有悖于财务管理的基本原则。因此，在制定股利政策时，应当充分考虑到企业对资金的需求以及企业的资金成本等问题。

（四）股东因素

股利政策必须经过股东大会决议通过才能实施，股东对公司股利政策具有举足轻重的影响。一般来说，影响股利政策的股东因素主要有以下几个方面：

1. 追求稳定的收入，规避风险。有的股东依赖于公司发放的现金股利维持生活，如一些退休者，他们往往要求公司能够定期支付稳定的现金股利，反对公司留利过多。还有些股东是“一鸟在手论”的支持者，他们认为留用利润而可能使股票价格上升所带来的收益具有较大的不确定性，还是取得现实的股利比较稳妥，可以规避风险，因此，这些股东也倾向于多分配股利。

2. 担心控制权的稀释。有的大股东持股比例较高，对公司拥有一定的控制权，他们出于对公司控制权可能被稀释的担心，往往倾向于公司少分配现金股利，多留存利润。如果公司发放了大量的现金股利，就可能会造成未来经营资金的紧缺。这样就不得不通过资本市场来筹集资金，如果通过举借新的债务筹资，就会增加企业的财务风险；如果通过发行新股筹集资金，虽然公司的老股东有优先认股权，但必须要拿得出一笔数额可观的资金，否则其持股比例就会降低，其对公司的控制权就有被稀释的危险。因此，他们宁愿少分现金股利，也不愿看到自己的控制权被稀释，当他们拿不出足够的现金认购新股时，就会对分配现金股利的方案投反对票。

3. 规避所得税。按照税法的规定，政府对企业征收企业所得税以后，还要对股东分得的股息、红利征收个人所得税。各国的税率有所不同，有的国家个人所得税采用累进税率，边际税率很高。因此，高收入阶层的股东为了避税往往反对公司发放过多的现金股利，而低收入阶层的股东因个人税负较轻，可

能会欢迎公司多分红利。按照我国税法规定，股东从公司分得的股息和红利按20%的比例税率交纳个人所得税，而对股票交易所得目前还没有开征个人所得税，因而，对股东来说，股票价格上涨获得的收益比分得股息、红利更具吸引力。

三、股利政策模式

股利政策受多种因素影响，并且不同的股利政策也会对公司的股票价格产生不同影响。因此，对于股份公司来说，制定一个正确的、合理的股利政策是非常重要的。股利政策的核心问题是确定分配与留利的比例，即股利支付比率问题。长期以来，通过对股利政策实务的总结，归纳出常用的股利政策主要有以下几种类型：

（一）固定股利或稳定增长股利政策

这是一种稳定的股利政策，它要求企业在较长时期内支付固定的股利额，只有当企业对未来利润增长确有把握，并且这种增长被认为是不会发生逆转时，才增加每股股利额。稳定的股利政策在企业收益发生一般变化时，并不影响股利的支付，而是使其保持稳定的水平。实行这种股利政策者都支持股利相关论，他们认为企业的股利政策会对公司股票价格产生影响，股利的发放是向投资者传递企业经营状况的某种信息。实施这种股利政策的理由是：

1．股利政策是向投资者传递重要的信息，如果公司支付的股利稳定，就说明该公司的经营业绩比较稳定，经营风险较少，这样可使投资者要求的股票必要报酬率降低，有利于股票价格上升；如果公司的股利政策不稳定，股利忽高忽低，这就给投资者传递企业经营不稳定的信息，从而导致投资者对风险的担心，会使投资者要求的股票必要报酬率提高，进而使股票价格下降。

2．稳定的股利政策，有利于投资者有规律地安排股利收入和支出，特别是那些希望每期能有固定收入的投资者更欢迎这种股利政策。忽高忽低的股利政策可能会降低他们对这种股票的需求，这样也会使股票价格下降。

3．如果公司确定一个稳定的股利增长率，这样，实际上是传递给投资者该公司经营业绩稳定增长的信息，可以降低投资者对该公司风险的担心，从而使股票价格上升。

4．采用稳定的股利政策，为了维持稳定的股利水平。有时可能会使某些

投资方案延期,或者使公司资本结构暂时偏离目标资本结构,或者通过发行新股来筹集资金,尽管这样可能会延误了投资时机,或者使资金成本上升,但是,持稳定股利政策观点者,仍然认为这也要比减发股利或降低股利增长率有利得多,因为突然降低股利,会使投资者认为该公司经营出现困难,业绩在下滑,可能使股票价格快速下跌,这对公司更为不利。

然而,也应看到,尽管这种股利政策有其股利稳定的优点,但是它也可能会给公司造成较大的财务压力,尤其是在公司净利润下降或现金紧张时,公司为了保证股利的照常支付,容易导致资金短缺,财务状况恶化。在非常时期,可能不得不降低股利额。因此,这种股利政策一般适用于经营比较稳定的企业采用。

(二) 固定股利支付率政策

这是一种变动的股利政策,企业每年都从净利润中按固定的股利支付率发放股利。持这种股利政策者认为。只有维持固定股利支付率,才算是真正公平地对待每一位股东,他们信守的格言是“公司赚2元钱,1元分给股东,1元留存公司”。这一股利政策使企业的股利支付与企业的盈利状况密切相关,盈利状况好,则每股股利额就增加,盈利状况不好,则每股股利额就下降,股利随经营业绩“水涨船高”。这种股利政策不会给公司造成较大的财务负担,但是,其股利可能变动较大,忽高忽低,这样可能传递给投资者该公司经营不稳定的信息,容易使股票价格产生较大波动,不利于树立良好的企业形象。有的人认为这种股利政策不可能使企业的价值达到最大,所以反对这种股利政策。

(三) 较低的正常股利加超额股利政策

这是一种介于稳定股利政策与变动股利政策之间的折衷的股利政策。这种股利政策每期都有支付稳定的较低的正常股利额,当企业盈利较多时,再根据实际情况发放额外股利。这种股利政策具有较大的灵活性,在公司盈利较少或投资需要较多资金时,可以只支付较低的正常股利,这样既不会给公司造成较大的财务压力,又保证股东定期得到一笔固定的股利收入;在公司盈利较多并且不需要较多投资资金时,可以向股东发放额外的股利。低正常股利加额外股利政策,既可以维持股利的一定稳定性,又有利于使企业的资本结构达到目标资本结构,使灵活性与稳定性较好地相结合,因而为许多企业所采用。

(四) 剩余股利政策

在制定股利政策时，企业的投资机会和资金成本是两个重要的影响因素。在企业有良好的投资机会时，为降低资金成本，企业通常会采用剩余股利政策。剩余股利政策是 MM 理论在股利政策实务上的具体应用，根据 MM 理论的观点，股利政策不会对公司 的股票价格产生任何影响，公司在有良好投资机会时，可以少分配甚至不分配股利，而将留用利润用于再投资。所谓剩余股利政策，就是在企业确定的最佳资本结构下，税后净利润首先要满足投资的需求，然后若有剩余才用于分配股利。这是一种投资优先的股利政策。采用剩余股利政策的先决条件是企业必须有良好的投资机会，并且该投资机会的预计报酬率要高于股东要求的必要报酬率，这样才能为股东所接受。采用剩余股利政策的企业，因有良好的投资机会，投资者会对未来的赢利能力有较好的预期，因而其股票价格会上升，并且以留用利润来满足最佳资本结构下对股东权益资本的需要，可以降低企业的资金成本，也有利于企业提高经济效益。但是，这种股利政策不会受到希望有稳定的股利收入的投资者欢迎，如那些靠股利生活的退休者，因为剩余股利政策往往导致各期股利忽高忽低。实行剩余股利政策，一般应按以下步骤来决定股利的分配额：

1. 根据选定的最佳投资方案，确定投资所需的资金数额。
2. 按照企业的目标资本结构，确定投资需增加的股东权益资本的数额。
3. 税后净利润首先用于满足投资需要增加的股东权益资本的数额。
4. 在满足投资需要后的剩余部分用于向股东分配股利。

这里需要说明的是，根据 MM 理论，企业都有一个最佳资本结构，在最佳资本结构下企业的综合资金成本才最低，企业才可能实现股东财富最大化的理想目标。因此，股利政策要符合最佳资本结构的要求，如果股利政策破坏了最佳资本结构，就不能取得使公司的综合资本成本达到最低的效果。下面举例说明剩余股利政策的应用。

例 3：假定海信电器公司 1996 年的税后净利润为 6 800 万元，目前的资本结构为：负债资本 40%，股东权益资本 60%。该资本结构也是下一年度的目标资本结构（即最佳资本结构）。如果 1997 年该公司有一个很好的投资项目，需要投资 9 000 万元，该公司采用剩余股利政策，试计算应该如何融资？分配的股利是多少？

对于投资需要的 9 000 万元资金，海信电器公司有多种融资方法，但若利

用留用利润的内部融资方式，可以有以下两种方法：

(1) 公司留用全部净利润用于投资项目，再另外筹集 2 200 万元新的负债资本。这样公司就没有剩余利润用于分配股利。

(2) 公司根据目标资本结构的要求，需要筹集 5 400 万元的股东权益资本和 3 600 万元的负债资本来满足投资的需要。这样，公司将净利润的 5 400 万元作为留用利润，还有 1 400 万元的净利润可用于分配股利，然后，再通过举债筹集 3 600 万元资金。

上述第一种融资方法，虽然公司需要向外部筹资的金额最少，但是这种方法破坏了最佳资本结构，会使公司的综合资本成本上升，因此不是最优筹资方案。而第二种融资方法，虽然需要向外部筹集较多的资金，但是它保持了企业的最佳资本结构，此时公司的综合资本成本才是最低的。综上所述，剩余股利政策指的是第二种方法的股利政策，而不是第一种方法的股利政策。

[复习与练习]

1. 利润分配的顺序是怎样的？
2. 股利有哪几种形式？
3. 试述股票股利相比现金股利的优点。
4. 股利分配政策有哪几种？
5. 公司采用稳定或持续增长股利政策有何利弊？
6. 为什么许多大公司愿意采用低正常股利加超额股利政策？
7. 采用固定股利支付率政策有何利弊？

[练习题]

1. 某公司提取了公积金和公益金后的本年税后净利为 150 万元，下年准备投资一个新项目，需投资 200 万元，公司目标资本结构为负债/权益=2/3，公司流通在外的普通股为 100 万股，如果公司采用剩余股利政策，问：

- (1) 公司本年可发放的股利额是多少？
- (2) 股利支付率是多少？
- (3) 每股股利是多少？

2. 某公司 1998 年发放股利共 225 万元。过去 10 年间该公司的盈利以 10%

的固定增长率增加，1998 年税后净利为 750 万元。1999 年预期盈利 1 200 万元，而新投资总额为 900 万元。预计 2 000 年以后仍会恢复 10%的增长率。公司如果采用下列不同的股利政策，请分别计算 1999 年的股利：

- （1）股利按照盈利的长期成长率稳定增长。
- （2）维持 1998 年的股利支付率。
- （3）1999 年的新投资的 40%用内部权益融资，60%用负债；未用完的盈余用于发放股利。