



## 利润分配案例分析

### 【本章内容与要点】

本章包括股利与企业价值分析、剩余股利政策分析、股票股利分析 3 个案例。通过本章的学习，理解和掌握企业利润的分配政策与评价，掌握利润分配的途径和分析方法。

### 7.1 股利与企业价值分析

#### ◇分析目的

通过本案例的学习，熟悉公司价值的含义，能够理解并能正确运用股利贴现模型评价公司价值，分析股利贴现模型评价公司价值的条件与局限性。

#### ◇分析资料

佛山照明是一家 1993 年上市的公司。公司的主营业务是生产和经营各种电光源产品及其配套灯具，主要产品有普通灯泡、装饰灯泡、碘钨灯、溴钨灯、单端灯、汽车灯、摩托车灯、高压汞灯、高压钠灯、金属卤化物灯、髓及巧细管径高效节能荧光灯和反光碗，以及主要与髓、巧节能灯配套的灯具等系列产品。佛山照明历年收益和分红情况如表 7—1、表 7—2 所示。

表 7—1 佛山照明历年净利润、净利润增长率和负债比例

年 份	净利润 / 万元	净利润增长率 / %	负债比 %
1993	9 472		
1994	14 574	53.86	37.52
1995	16944	1 6.26	21.48
1996	17 593	3.83	25.19
1997	13 406	-23.8	21.27
1998	15 054	12.29	20.4

年 份	净利润 / 万元	净利润增长率 / %	负债比 %
1999	15 837	5.2	18.5
2000	16 115	1.76	18.07
2001	17 335	7.57	14.71
2002	20 601	18.1	17
2003	22 632	10.5	9.3
2004	23 147	2.2	9.2
平 均	19.33		

表 7—2 佛山照明历年收益和分红情况

年 份	每股收益 / 元	分红方案	分红比缈%
1993	1.23	10 送 4 转 1 派 3	56.91
1994	1.26	10 派 8.1	64.29
1995	0.921	10 派 6.8	73.83
1996	0.637	10 派 4.77	74.88
1997	0.486	10 派 4	82.30
1998	0.536	10 派 4.02	75.00
1999	0.574	10 送 1 派 3.5	78.13
2000	0.45	10 派 3.8	79.17
2001	0.484	10 派 4	53.33
2002	0.57	10 派 4.6	80.7
2003	0.63	10 派 4.6	73
2004	0.62	10 派 4.2	70
平 均	71.78		

2004 年公司 10 送 4 元(含税)。过去 6 年平均的 10 年期国债收益率为 4.42%，过去 6 年两市综合指数平均股指收益率为 9.82%，1997 年以来公司股票的风险系数为 0.756 2。

#### ◇分析要求

- (1) 如何运用定量的方法正确评价公司价值。
- (2) 指明现金流量贴现定价模型的计算步骤、分类和适用条件。
- (3) 如果运用股利贴现模型，模型中的变量如何测算。
- (4) 结合上述资料，运用固定增长模型计算出该上市公司的股票价值。
- (5) 说明股利贴现模型适用的条件及计算结果的局限性。

#### ◇分析重点

- (1) 指出公司价值的确切含义。
- (2) 结合相关课程，简要阐述评价公司价值的各种模型或方法。
- (3) 重点说明股利贴现模型的各种形式及相互关系。
- (4) 运用股利贴现模型，根据上述资料估算上市公司佛山照明的价值。
- (5) 结合相关估算，说明股利贴现模型应用的缺陷。

分析提示与参考答案

#### 1. 公司价值及其评价模型

企业经营的最终目标就是企业价值的最大化。企业价值的高低不仅决定着企业能否长期有效地运行，同时是投资者进行决策的重要依据，也是债权人等各利益相关者的利益得到维护与满足的保证。

理论上而言，公司价值一词有两个含义：一是公司的股权价值，即对公司普通股股东而言公司的价值；二是包括普通股、优先股、债权等公司的整体价值，即对公司普通股股东、优先股股东和债权人这些公司的利益相关者而言公司的价值。

根据各模型对于影响公司价值的关键因素的界定，可将评价公司价值的模型分为以下 4 类：①以企业的资产成本为依据，称之为资产价值定价模型；②以企业证券在市场上的价格为依据，再利用一些乘数，求出公司价值，称为相对价值定价模型；③以企业

之获利能力为依据，称为现金流量贴现定价模型；④视公司股票为一买人期权，称为期权定价模型。各种定价模型均有其相应的理论基础，并发展出多种不同的计算方法。

资产价值定价模型是指通过对目标公司的资产进行估价来评估其股票价值的方法。目前国际上通行如下3种资产价值评估标准：①账面价值，指会计报告记录的资产价值，如用账面净资产减去优先股价值，即为普通股价值；②市场价值，它是指把该资产视为一种商品在市场上公开竞争，在供求关系平衡状态下确定的价值，可以高于或低于账面价值；③清算价值，清算价值是指在企业出现财务危机而破产或歇业清算时，把企业中的实务资产逐个分离而单独出售的资产价值。对于股东来说，清算价值是清算资产偿还债务以后的剩余价值。

相对价值定价模型的核心在于：一是要合理选择已有市场交易的可比公司股票的组合，以确保被评估公司股票的价值能被正确地加以评估，这些经小心谨慎选择的可比公司股票应在统一标准衡量下具有相类似的现金流模式j。增长潜力和风险状况，并保证市场定价方式是公平合理的；三是需要一种标准化的价值衡量方法，以方便集合中各个公司之间进行合理的比较，从目前的实践来看，较为流行的方法有市盈率定价、市售率定价和重置成本定价法，

分别利用市盈率、市净率和“托宾Q”等指标对公司所产生的收益、销售收人和重置成本进行标准化，进而评价目标公司的价值。

现金流量贴现定价模型认为任何资产的价值都取决于其在未来一定时期内产生现金流的多少、产生的预期时间和现金流的稳定性等因素。财务理论上，大量使用现金流量概念，而不大使用会计上以权责发生制为基础的利润概念，这是因为：企业的价值从本质上说，体现在企业会给投资者带来未来的现金流；现金流不受会计政策的影响。如果将影响现金流的因素加以谨慎地考虑，那么，这些预期现金流量的现值之和就是该资产的价值。

## 2. 现金流量贴现定价模型、计算步骤、分类及适用条件

现金流量贴现定价模型是用现金流量的资本化方法来确定公司的内涵价值的。现金流量贴现定价模型的基本思想是：企业未来产生的现金流量就是企业最真实的收益。运用现金流量贴现定价模型的步骤是：

- ①预测现金流量；
- ②估计贴现率或加权平均资本成本；
- ③计算现金流量现值，估计企业价值。

这种估值模型较适用于稳定现金流量的公司，或是早期发展阶段的公司。尽管早期亏损，但可确保公司日后的高速增长机会被体现出来。具体包括以下3种模型。

### (1) 股利贴现模型

采用股利贴现模型的依据是公司的价值等于预期未来全部红利的现值总和，该模型中所应用的贴现率即是持有股票所要求的收益率或是机会成本。

### (2) 股权自由现金流模型(FCFE)

与股利贴现模型中“股利是股东所获得的唯一现金流”的假设不同，股权自由现金流模型的假设是公司股东拥有除去经营费用、本息偿还和为保持预定现金流增长率所需的全部资本性支出之后的剩余现金流，即股权自由现金流。股权自由现金流的计算公式如下：

$$\text{股权自由现金流} = \text{净收益} + \text{折旧和摊销} - \text{营运资本追加额} - \text{资本性支出} - \text{优先股股利} - \text{偿还本金} + \text{新发行债务收入}$$

营运资本是营业流动资产和无息流动负债的差额，因而营运资本追加额即是营运资本的变动值，营业流动资产包括公司经营所使用或需要的所有流动资产，包括某些现金

余额、商业应收账款及存货等，但超额现金与有价证券不包括在内。在股权自由现金流模型中，贴现率是该公司的股权融资成本。

### (3) 公司自由现金流模型 (FCFF)

公司自由现金流是指在支付了经营费用和所得税之后，向普通股与优先股股东、债权人，这些公司权利要求者支付现金之前的全部现金流。公司自由现金流除可由股权自由现金流与优先股股东、债权人所要求的现金流相加计算之外，另一种计算方法是：

公司自由现金流 = EBIT(1 - 税率) + 折旧 - 资本性支出 - 营运资本追加额

利息税前收益 (EBIT) = 销售收入 - 经营费用 - 折旧和摊销 = 净收益 + 所得税 + 利息费用

应用公司自由现金流模型进行股权价值评估需要先根据公司自由现金流和以公司加权资本成本为贴现率计算出的公司整体价值，再减去非普通股权益和债务的市场价值即可。与股权自由现金流模型相比，公司自由现金流模型的优势在于因其是债务偿还前的现金流，在应用此模型估价时不需要明确考虑与债务相关的现金流。在公司财务杠杆预期将随时间发生变化的情况下，由于与债务相关的现金流变化较大，此时应用该模型相对较为简便。

现金流量贴现定价模型的理论基础即是，任何资产的价值等于其预期未来全部现金流的现值总和。因而该方法的应用是以能准确预计所评估资产未来现金流和相应期间贴现率为基础的，这就意味着该方法的评估对象公司必须具有此特征。因此，下列公司不适宜采用该方法或至少需要一定程度的调整。

- 陷入财务拮据状态的公司

处于财务拮据状态的公司 (例如许多 ST 公司)，现金流通常为负值，并且无法预期公司未来何时出现好转，所以使用效果不好。

- 周期性公司

周期性公司现金流受宏观经济环境影响太大，现金流不稳定并且会出现负值。

- 正在进行重组的公司和涉及购并事项的公司

这类公司的业务会发生巨大变化从而导致现金流不好预计。

- 有未被利用资产的公司

现金流量贴现法反映了公司当前所有产生现金流的资产价值，但公司常常拥有专利等尚未充分利用的资产 (当前不产生现金流)，这些资产价值没有体现在用贴现法计算得到的价值之中。因此需要对这一部分资产用其他方法进行估价后，再加入到用贴现模型计算出的价值之中。

- 有专利或产品选择权的公司

这类公司不适合应用现金流量贴现定价模型的原因是估计其未来的现金流较为困难。

- 非上市公司

非上市公司由于风险难以估量，从而不能准确估计其资本成本，也就是其贴现率。

### 3 • 股利贴现模型及预测

股利贴现模型是非常基础的价值评估方法，模型的公式为

$$P = \sum_{t=1}^n \frac{D_t}{(1+k)^t} + \frac{F}{(1+k)^n} \quad (7-1)$$

其中， $n$  为股东持有股票的年限， $D_t$  为股东第  $t$  年收到的红利， $F$  为股票  $n$  年后在股票市场上出售的价值， $K$  为贴现率。

上述现金流量折现模式，又可以衍化为零增长模型、固定增长模型、非固定增长模型等。

### (1) 零增长模型

如果公司每年均发放固定的股利给股东，即假定预期股利增长率等于零，这种股票称为零增长股票。其股票价值可按永续年金现值公式计算。

$$P = D / K \quad (7-2)$$

式中： $P$ —股票价值；

$D$ ——股利；

$K$ ——现率。

零增长模型的应用似乎受到相当的限制，毕竟假定对某一种股票永远支付固定的股利是不合理的。但在特定的情况下，在决定普通股票的价值时，这种模型也是相当有用的，尤其是在决定优先股的内在价值时。因为大多数优先股支付的股利不会因每股收益的变化而发生改变，而且由于优先股没有固定的生命期，预期支付显然是能永远进行下去的。

### (2) 固定增长模型 (Gordon 增长模型)

如果企业处于生命周期中的上升阶段，盈利能力逐年增长，每年的股息以一个固定的增长率  $g$  增长，其计算模型称为固定增长模型，又称 Gordon 模型，它是由戈登 (M. J. Gordon) 于 1962 年提出的。

$$P = \frac{D_1}{K - g} \quad (7-3)$$

式中， $D_1$  为企业第一年发放的股利， $g$  为股利的年固定增长率。该模型有一个重要的假设，即投资者要求的收益率  $K$  大于  $g$ 。

与零增长模型的关系：零增长模型实际上是固定增长模型的一个特例。若假定增长率等于零，股利将永远按固定数量支付，这时，固定增长模型就是零增长模型。从这两种模型来看，虽然固定增长的假设比零增长的假设较小的应用限制，但在许多情况下仍然被认为是不现实的。但是，固定增长模型却是多元增长模型的基础。

### (3) 非固定增长模型

在现实生活中，有些企业的盈利能力取决于各种复杂因素，其规律不稳定，是非固定增长的，有时可能连续几年保持固定不变，有时又连续几年保持固定比率增长，有时甚至没有规律。对于这种企业的价值主要通过非固定增长模型估算。假设股利的变动在一段时间内并没有特定的模式可以预测，在此段时间以后，股利按固定增长模型进行变动，则股利可以分为两个部分：第 1 部分包括在股利无规则变化时期的所有预期股利的现值；第 2 部分包括从时间点  $t$  来看，股利不变增长率变动时期的所有预期股利的现值。因此，该种股票在时间点的价值可通过固定增长模型的方程求出，也称为威廉斯公式。

$$P_t = \frac{D_t}{K - g} + \frac{D_{t+1}}{K - g} \quad (7-4)$$

式(7-4)中， $P_t$  为  $t$  时间点的企业价值， $D_{t+1}$  为  $t+1$  期所得的股利， $D_{t+2}$  为  $t+2$  期所得的股利，以此类推， $f$  为选择的贴现率。

在实际运用中，往往可以通过分段计算，对评估公式加以简化。假设公司在  $n$  年内超常增长，股利增长水平为  $g_1$ ，其后的正常增长水平为  $g_2$ ，按照威廉斯模型，简化后的价值评估公式为：

$$P = \frac{D_1}{K - g_1} \left[ 1 - \frac{1}{(1 + g_1)^n} \right] + \frac{D_{n+1}}{K - g_2} \frac{1}{(1 + g_1)^n} \quad (7-5)$$

#### 4. 运用固定增长模型来计算佛山照明公司的股票价值

佛山照明公司 1994 年以来净利润的平均增长率为 9.79%，剔除 1994 年异常高的增长数据 (53.86%)，1995 年以来净利润的平均增长率为 5.39%。如果剔除 1997 年的异常低的负增长数据 (-23.8%)，1998 年以来净利润的平均增长率为 8.17%。公司年年分红，平均分红率为当年净利润的 71.785%，且一直比较稳定。

所以可以用固定增长模型来计算佛山照明公司的股票价值。2004 年公司 10 送 4 元，扣除所得税后实际每股送 0.32 元，即  $D_0=0.32$ 。由于公司分红稳定，且净利润增长在 3.30~9.62% 之间，所以取中间值 6% 为红利增长率。需要另外计算的是贴现率。

无风险 '1 收益率以过去 6 年平均的 10 年期国债收益率 4.42% 代替；过去 6 年两市综合指数平均股指收益率为 9.82%，风险溢价为  $9.82\% - 4.42\% = 5.4\%$ 。考虑到市场未来发展前景很好，风险溢价以 6% 计算；1997 年以来公司股票的 β 系数为 0.7562。这样，根据资本资产定价模型，公司股权收益率，即贴现率为： $r = r_f + \beta(r_m - r_f) = 4.42\% + 0.7562 \times 5.4\% = 8.9572\%$ 。

根据固定增长模型，则  $y = 0.32 \times (1 + 0.06) / (0.089572 - 0.06) = 11.47$  (元)。

如果对公司的红利增长率取值更保守，假使未来公司分红增长率为 5%，即  $g = 0.05$ 。则

$$y = 0.32 \times (1 + 0.05) / (0.089572 - 0.05) = 8.49 \text{ (元)}。$$

通过以上的计算，可以发现仍有不少环节可能造成评估误差的出现，如：① 贴现率的计算未必准确。我国股票市场是否达到有效市场标准还存在争议，因此用资本资产定价模型估计贴现率不一定适宜；另外我国国债市场不发达，市场利率远未形成，估计无风险收益率缺乏足够的依据。② 未来红利的估算亦未必准确。无论零增长模型、Gordon 增长模型还是非固定增长模型多阶，哪一种模型都对股利增长率作出了假设，但假设并不一定是对未来情况的恰当反映，因此对未来股利的计算也不一定正确。

#### 5. 股利贴现模型的缺陷

股利贴现模型是非常基础的价值评估方法，但它也具有如下缺陷。

① 难以对不支付股利或支付低股利的公司进行估价。如果要评估的公司目前不支付或即便支付其股利支付率 (股利占税后利润的比率) 也很低，未来也不能预期以稳定的比率支付股利，则难以用此模型进行价值评估。

② 股利支付率往往是不稳定的，使得每年的股利支付总额较税后利润更难以预期。一家公司的股利支付率往往受到下列因素的影响而波动不定。一是股利支付总额的稳定性，一事公司不会轻易变动其股利支付总额，即便在公司业绩大幅增长时也会如此，除非该公司预期业绩是能持续下去的。二是未来的资本性支出，若公司在某年有大额的资本性支出，将会影响其股利支付金额。三是所得税，公司为达到避税的目的，有时候可能会采用股票回购或送红股的方式替代向股东发放股利。

#### 小讨论

(1) 结合佛山照明公司的资料，讨论能否用非固定增长模型来评价公司价值，并比较应用固定增长模型与非固定增长模型两种方法的结果。

(2) 讨论运用不同的贴现模型估算出的公司价值有何不同，在现实中如何选用或应该注意哪些因素。

## 7.2 剩余股利政策分析

### ◇ 分析目的

通过本案例的学习，熟悉企业制定股利政策的相关因素，从多角度区别不同股利政策的性质与特点。通过实例计算，分析企业确定剩余股利政策的步骤及具体分配的计算

方法。

#### ◇分析资料

(1)某公司目标资产负债率为50%，当年税后净利为900万元，按10%分别提取盈余公积与公益金，下年度计划投资2000万元。

(2)某网络上市公司现有资产总额2000万元，企业已连续亏损两年；权益乘数为2，该公司目前的资本结构为最佳资本结构，权益资本均为普通股，每股面值10元，负债的年平均利率为10%。该公司年初未分配利润为一258万元，当年实现营业收入8000万元，固定成本700万元，变动成本率60%，所得税率33%。该公司按10%和5%提取盈余公积金和公益金。预计下一年度投资计划需要资金4000万元。

#### ◇分析要求

结合案例详细说明，按剩余政策确定。

(1)案例中的企业是否应该发放股利？

(2)案例中的公司采用何种股利政策为佳？并说明理由。如果该公司采取剩余股利政策，其当年盈余能否满足下一年度投资对权益资本的需要？若不能满足，应增发多少普通股？如果上述投资所需资金，或者通过发行长期债券（债券年利率12%）取得，或者通过发行普通股（新发行股票的面值保持10元不变）取得，当预计息税前利润为2800万元时，你认为哪种筹资方式对公司更有利（以每股收益为标准）。

#### ◇分析重点

(1)指出企业制定股利政策的考虑因素。

(2)分别说明企业可以采取的各种股利政策及各自的优缺点。

(3)分析实行剩余股利政策适用的企业类型。

(4)结合案例简要分析实行剩余股利政策的条件。

#### ◇分析提示与参考答案

1)股利政策及其影响。

股利政策是关于公司是否发放股利、发放多少股利及何时发放股利等方面的方针和策略。受股利政策影响的主要有下面几个方面。

①法律方面：保证资本完整、确保债务契约、股利出自盈利。

②控制权的大小约束：股利派发将增加未来依靠新股发行、新股筹资的可能性，而发行又意味着企业控制权有旁落他人的可能，但少发股利又可能引起现有股东的不满，所以这种两难境地影响了企业的决策。

③筹资能力和偿债需要：偿债能力强，可按较高比率支付股利，用现有货币资金偿债，则应尽量少发。

④公司资产的流动性：流动资产多则变现能力强，强则多发股利，但不应为支付股利降低公司财产的流动性。

⑤投资机会：投资机会多需要大量现金，应从严支付股利。

⑥股利政策惯性：要作重大调整时应考虑历年股利政策的连续性和稳定性，以免影响企业声誉、股票价格、负债能力和信用。

⑦投资者结构或股东对股利分配的态度：考虑他们不一致的态度，以平衡公司和各类股东的关系。

在实际中，股利政策主要还是依靠定性判断。

2)股利政策的内容

股利政策主要包括：剩余股利政策、固定股利政策、固定股利支付率政策和低正常股利加额外股利政策。

(1)剩余股利政策

剩余股利政策是指公司生产经营所获得的税后利润。首先应较多地考虑满足公司投资项目的需要，即增加资本或公积金；只有当增加的资本额达到预定的目标资本结构(最佳资本结构)后，如有剩余，才能派发股利。

这种股利政策的优点是：有利于优化资本结构，降低综合资本成本，实现企业价值的长期最大化。其缺陷表现在使股利发放额每年随投资机会和盈利水平的波动而波动，不利于投资

者安排收入与支出，也不利于公司树立良好的形象。剩余股利政策一般适用于公司成长阶段。

#### (2) 固定股利政策

固定股利或稳定的股利政策指公司将每年派发的股利额固定在某一特定水平上，不论公司的盈利情况和财务状况如何，派发的股利额均保持不变。

这种股利政策的优点是：有利于稳定公司股票价格，增强投资者对公司的信心；有利于投资者安排收入与支出。其主要缺陷表现为：公司股利支付与公司盈利相脱离，造成投资的风险与投资的收益不对称；它可能会给公司造成较大的财务压力，甚至可能侵蚀公司留存利润和公司资本。固定股利政策一般适用于经营比较稳定或正处于成长期、信誉一般的公司。

#### (3) 固定股利支付率政策

固定股利支付率政策是指公司确定固定的股利支付率，并长期按此比率支付股利的政策。

这种股利政策的优点：使股利与企业盈余紧密结合，以体现多盈多分、少盈少分、不盈不分的原则；保持股利与利润间的一定比例关系，体现了投资风险与投资收益的对称性。不足之处表现为：公司财务压力较大；缺乏财务弹性；确定合理的固定股利支付率难度很大。固定股利支付率政策只能适用于稳定发展的公司和公司财务状况较稳定的阶段。

#### (4) 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指公司事先设定一个较低的经常性股利额，一般情况下，公司每期都按此金额支付正常股利，只有企业盈利较多时，再根据实际情况发放额外股利。

这种股利政策的优点是：具有较大的灵活性，既可以维持股利的一定稳定性，又有利于优化资本结构，使灵活性与稳定性较好地相结合。其缺点是：股利派发仍然缺乏稳定性；如果公司较长时期一直发放额外股利，股东就会误认为这是“正常股利”，一旦取消，容易给投资者造成公司“财务状况”逆转的负面印象，从而导致股价下跌。

#### 3) 剩余股利政策适用于成长型企业

根据剩余股利政策，股利支付实际上是作为公司经营中的一种“生产要素”投入的。股利支付的最佳水平，理论上是指处于股利支付的边际成本与边际效用相等时的水平，即在一定条件下，满足公司盈利性投资需求而能达到融资成本最低、股权结构稳定，进而实现公司价值较大幅度提高后如有剩余，再进行分配。

股利分配政策作为公司三大财务决策之一，在公司经营中起着至关重要的作用，选择得合适与否关系到公司融资渠道的畅通与否、融资成本的高低和资本结构的合理性。剩余股利政策有利于促进公司股权结构的稳定，并在公司面临外部接管威胁时提供有效的防御屏障，因而有利于公司经营的稳定持续发展，实现公司价值(股东财富)最大化。因此剩余股利政策适用于成长型企业。

成长型企业的特征是：由于经营得当，企业规模扩张的要求强烈，企业面临的投资机会较多，如果能获得充足的资本，企业发展速度就能加快；同时，企业盈利能力增强，

利润额

连年有增。此阶段企业需集中力量，竭力以最低成本获取足够多的资金来源，最有效的措施便是大量留存利润，用自有资本，避免举债或多分股利，因为举债成本较高。那么实行剩余股利政策的低股利是否使公司价值也过于低呢？

从实际情况来看，高成长型企业的股票价格通常是较高的。因为对于成长型企业来说，股利与股价之间的关系已经被企业以“发展第一、兼顾股利”的政策所弱化了，股息作为股价形成的基础地位和作为评价水平的客观标准已经丧失，并转而为企业收益所代替。成长型企业在获得大量利润的情况下，提高利润留存比例相应地降低了股票利息率，减少了企业利润外流。巨额利润以利润留存形式进行再投资，无疑会优化企业的资本结构，促进企业的高速发展。这种具有巨大发展潜力的企业所发行的股票常被称为“成长股”。

成长股价格的形成，主要是以投资者对企业未来发展的预期，以及在此基础上形成的成长股的市场供求为依据的。其形成机制是：投资者预见到企业在未来具有巨大的发展潜力和潜在收益，预计短期内企业股票收益率降低，说明该企业的股票价格将有进一步上涨的空间，因此预期股票投资价值大。良好的预期投资价值使该股票供求关系发生变化，最终在供求均衡点形成长期股价。成长型企业的投资价值主要表现在：基期股息收益的增加；企业向股东分配股票股利的预期，预期由股价上涨所获得的资本利得，即由于成长股巨大的发展潜力可能使其价格上涨，投资者可以在二级市场抛售股票获得溢价收益。

综上所述，成长型企业虽然实行较低的剩余股利政策，但由于股息与股价之间的关系已被削弱，所以低股息不会使股票价格低落。相反，由于公司巨大的发展潜力和获利能力，将导致企业股票的实际价格升高。这并不是说股息决定股价的关系完全消失了，只是股价不再直接由股息决定了。成长型企业在考虑股利分配方式时，大多会尽量采取股票股利分配，因为股票股利形成的股本金仍属企业自有资金，股票股利分配并不导致资金流出，企业可以继续支配现金，以进行投资。

#### 4) 剩余股利分配计算

股份公司收益分配及股利支付程序，在此应注意以下几点。

①掌握股份公司收益分配的顺序。股份公司在先计算出可供分配的利润之后，再进行分配。分配顺序依次为弥补以前年度亏损、提取法定公积金、提取法定公益金、提取任意公积金、向投资者分配利润或股利。在此要注意提取各类公积金所规定的比例和基数：法定公积金按本年度净利润扣除弥补以前年度亏损后的余额的10%提取；法定公益金按本年度净利润的5%提取；任意公积金按公司章程或股东会议决议提取。而向投资者分配利润则是按本年度净利润在弥补以前年度亏损和提取各类公积金、公益金后的余额再加上以前年度的未分配利润，向股东支付股利。

②公司亏损情况下的收益分配。公司当年无利润，原则上不得向股东分配股利，但是为了维护股票市价和信誉，在用公积金弥补当年亏损后，经股东大会特别决议，可按不超过股票面值的6%用公积金分配股利，同时分配股利后的留存公益金不得低于注册资本的25%。

③股份公司股利支付程序。在此应掌握股利宣告日、股权登记日、除权除息日和股利支付日的定义和顺序。股利宣告日是公司董事会将股利支付情况予以公告的日期；股权登记日是有关领取股利的股东资格登记截止日期，只有在这天登记在册的股东才有资格获得股息；除息日是领取股利的权利与股票相互分离的日期；股利支付日即为向股东发放股利的日期。

◇分析提示与参考答案

### 1. 案例(1)

当年可用于下年投资的利润=900×(1-10%-10%): 720(万元), 720 万元小于 2 000×50%: 1 000(万元), 故不发。在剩余股利政策下强调的是保持目标资金结构不变或最优资金结构不变。例如, 下年度计划投资 2 000 万元, 公司目标资产负债率 50%, 在本 : 年利润分配之前其资金结构为资产负债率 50%, 所以, 要保持下年度追加投资 2 000 万元(即下年度新增资产 2 000 万元)以后仍然保持资产负债率为 50%不变, 意味着下年投资所需的权益资金=2 000×50%=1 000(万元)。这样, 当年的税后净利 900 万元全部留下来还不能满足目标资金结构的要求, 所以, 当年不能派发股利, 同时下年还需从外部筹集 100 万元的权益资金才能满足目标资金结构的要求。一定要注意的是, 当年提取盈余公积与公益金=900×(10%+10%)=180(万元)已经属于满足下年投资所需的权益资金 1 000 万元的一部分, 因此, 当年是否能够派发股利应该将 900 万元和 1 000 万元相比较, 而不能将 720 万元和 1 000 万元相比较。

### 2. 案例(2)

(1)采用剩余股利政策。因为网络企业属于成长性行业, 扩张阶段应保障投资为主; 连续亏损说明企业尚未进入稳定盈利阶段, 无法支付固定股利。

(2)根据权益乘数得负债比率 50%, 权益资本比率 50%。

权益资本=2 000×50%=1 000(万元) • 普通股股数=1 000 / 10=100(万股)

本年税后利润=[8 000 x(1-60%)- 700-1 000×10%]×(1-33%)

=1 608(万元)

下一年度投资需要权益资金=4 000×50%=2 000(万元)

需要增发的普通股股数=(2 000-1 608) / 10=39. 2(万股)

满足投资对权益资本的需要后, 当年没有可供分配的盈余, 因此不能发放股利。

(3)采用普通股筹资方式下的每股收益:

$(2\ 800-1\ 000\times 10\%)\times '(1-33\%)/ (100+39. 2)=13(\text{元})$

采用债券筹资方式下的每股收益:

$[2\ 800-100 - (2\ 000-1\ 608)\times 12\%]\times (1-33\%) / 100=17. 77(\text{元})$

## 7. 3 股票股利分析

### ◇分析目的

通过本案例的学习, 熟悉企业发放股利的前提条件, 理解并能从多角度区别现金股利与股票股利的性质与影响: 对企业现金流量、股东收益、企业所有者权益、每股收益、每股价格的影响, 以及在会计处理、法律效力上的不同。

### ◇分析资料

(1)某上市公司 2004 年实现净利润 2 500 000 元。公司董事会于 2005 年 3 月 31 日提出公司当年的利润分配方案, 拟对当年实现净利润进行分配。2005 年 5 月中旬, 该公司召开股东大会, 对董事会提请批准的利润分配方案进行了审批, 批准通过的利润分配方案与提请批准的利润分配方案存在着差异。董事会提请批准的利润分配方案和股东大会批准的利润分

项 目	提请批准的方案	最终批准的方案
提取法定盈余公积	200 000	200000
提取法定公益金	200 000	200 000
提取任意盈余公积	100 000	200000
分配股利		
其中: 现金股利	1 200 000	2 000 000
股票股利	500 000	500 000

(2)烟台万华(600309)股份公司 2004 年每股收益为 0.62 元,并于 2005 年 3 月 18 日经 2004 年年度股东大会审议通过了《公司 2004 年度利润分配方案》,并于 3 月 28 日发布《2004 年度利润分配实施公告》,具体内容如下。

①以 2004 年末总股本 652 800 000 股为基数,用可供股东分配的利润向全体股东每 10 股送红股 3 股、向全体股东每 10 股派发 2 元现金红利(含税),共计分配利润总额为 326 400 000 元,剩余利润为 40 012 157.58 元,结转下年分配。

②发放年度:2004 年度。

③发放范围:截至 2005 年 3 月 31 日下午上海证券交易所收市后,在中国证券登记结算有限责任公司上海分公司登记在册的全体股东。

④其股东权益具体资料如表 7—4 所示。

表 7—4 股东权益 单位:元

项 目	金 额
股本	652 800000.00
减:已归还投资	
股本净额	652 800000.00
资本公积	30 643 663.76
盈余公积	241 084 797.59
其中:法定公益金	96 959 520.57
未分配利润	366412 157.58
外币报表折算差额	
减:未确认投资损失	
股东权益合计	1 290 940 618.93

#### ◇分析要求

(1)分别说明该上市公司在董事会提出利润分配方案时与股东大会批准利润分配方案时,如何进行账务处理。

(2)说明该上市公司的股利宣告日、股权登记日、除权除息日;并计算该公司个人投资者的实际红利及分配股利后的每股收益。

(3)根据资料及相关知识,详细分析企业发放现金股利与股票股利的性质与相关影响,并重点分析股票股利对企业价值、股东收益的影响。

#### ◇分析重点

(1)指出企业发放股利的前提条件。

(2)分别说明企业发放股票股利与发放现金股利的条件、对企业现金流及对股东收益的影响。

(3)发放股票股利对企业所有者权益的影响及对每股价值、每股价格的影响。

(4)结合相关课程,简要阐述企业发放现金股利与股票股利在会计处理上的区别。

(5)结合相关课程,说明现金股利与股票股利在法律上的效力不同。

#### ◇分析提示与参考答案

股利是股息与红利的总称,是指股东依靠其所拥有的公司的股份从公司分得的利润,是董事会正式宣布从公司净利润中分配给股东,作为给每一个股东对公司投资的一种报酬。

股利是一种积累留存的利润,股东分配股利是一种权利,但分配股利需具备以下条件:

①发放股利要经过股东大会讨论通过;②公司税后利润弥补亏损和提取法定盈余公积金

和公益金后方可分配；③企业当年无盈利时，不得分配，若需发放，可在用盈余公积弥补亏损后，经股东大会决议，再用盈余公积金分配。

最常见的股利分配方式主要是现金股利和股票股利。现金股利，是指以现金形式分派给股东的股利，是股利分派最常见的方式。大多数投资者都喜欢现金股利，因为是到手的利润。企业发放现金股利，可以刺激投资者的信心。现金股利侧重于反映近期利益，对于看重近期利益的股东很有吸引力。

(1) 该上市公司应进行如下会计处理。

①在董事会提出利润分配方案时，该公司应按照提请批准的利润分配方案进行账务处理。

借：利润分配

——提取法定盈余公积	200 000
——提取法定公益金	200 000
——提取任意盈余公积	100 000
——应付普通股股利	1 200 000

贷：盈余公积

——法定公益金	200 000
——法定盈余公积	200 000
——任意盈余公积	100 000
——应付股利	1 200 000

该公司根据上述会计分录编制会计报表；对外披露会计报表时还必须在披露的会计报表的附注中，说明董事会提请股东大会批准的利润分配方案中包括发放股票股利 500 000 元。

②由于股东大会批准通过的利润分配方案与董事会提请批准的利润分配方案不一致，批准方案与原方案相比，应付现金股利 200 000 元，提取任意盈余公积 10 000 元。该公司在股东大会批准通过 2004 年利润分配方案后，应编制如下会计分录。

借：利润分配——未分配利润 300 000

贷：应付股利 200 000

盈余公积——任意盈余公积 100 000

同时对股票股利人账，调整相关会计报表项目年初数(2004 年年初数)。

借：利润分配——应付普通股股利 500 000

贷：股本 500 000

(2) j 该公司的股利宣告日、股权登记日、除权除息日分别如下。

股利宣告日：2005 年 3 月 28 日。股权登记日：2005 年 3 月 31 日。除权除息日：2005 年 4 月 1 日。

(3) 该公司个人投资者的实际红利及分配股利后的每股收益。

I ①个人投资者实际分得红利：0.10 元。} ②股本 848 640 000.0 按新股本 848 640 000 股摊薄计算，2004 年度每股收益为 0.48 元。

(4) 股票股利，是指公司用无偿增发新股的方式支付股利，因其既可以不减少公司的现金，又可使股东分享利润，因而对长期投资者更为有利。股票股利侧重于反映长远利益，对看重公司的潜在发展能力，而不太计较即期分红多少的股东更具有吸引力。

①现金股利与股票股利适用的条件不同。

现金股利适用于企业现金较充足，分配股利后企业的资产流动性能达到一定标准，并且具有有效广泛的筹资渠道。股票股利只要符合股利分配条件，即企业不管是否实际

收到现金，只要账上能够盈利，就可以采用股票股利。

### ②现金股利与股票股利对企业现金流量的影响。

发放股票股利可使股东分享公司的盈利而无须分配现金，这样一来公司留存了大量现金，便于进行再投资，有利于公司的长期发展。而发放现金股利将减少企业的货币资金，直接影响了企业内部资产的结构，致使长期资产与流动资产的比重发生变化，有利于调节企业资产的结构。

### ③现金股利与股票股利对股东收益的影响。

一般而言，当公司运转正常，发放股票股利将增加股东的现金收入，这是因为公司发放股票股利后其股价并不成比例下降。一般在发放少量股票股利(如2%~3%)后，大体不会引起股价的立即变化，可使股东得到股票价值相对上升的好处。发放现金股利将不可能得到比股利面值更大的现金收入。

(5)股票股利将不影响所有者权益的总额，资产、负债总额均不发生变化；只有在公司同时存在普通股和优先股的时候，发行股票股利才影响股本结构当中两种股本比例的变化。而现金股利将引起所有者总额的减少，但不会引起股本结构的变化。

另外，发放股票股利可以降低每股价值，从而可以抑制股票价格上涨过快。二般来说，当企业经营良好，股票价格上涨过快，反而会使投资者产生恐惧心情，害怕风险过大，不适宜大量交易。发放股票股利就可以降低每股价格，从而达到分散个别投资者风险的目的，‘但总体风险无法分散。此外，降低每股价格，可以吸收更多的投资者。

与此同时，发放股票股利往往会向社会传递公司将会继续发展的信息，从而提高投资者对公司的信心，在一定程度上稳定股票价格。但在某些情况下，发放股票股利也会被认为是公司资金周转不灵的征兆，从而降低投资者对公司的信心，加剧股价的下跌。发放现金股利则会增强投资者的信心，向社会传递公司的运作非常好，从而吸引更多的投资者。

(6)根据《中华人民共和国公司法》的规定，公司的利润分配方案先由公司董事会提出，最终由公可股东大会批准，并按股东大会批准的利润分配方案进行分配，所以，两种分配方案不但在时间上不一致，而且在内容上也存在差异，在会计核算上就应采取不同的方式进行。

①在董事会确定利润分配方案时，对现金股利进行账务处理，而对股票股利不进行账务处理，只在当期会计报表中披露。因为股票股利并不影响企业的资产、负债及权益总额，也不改变负债权益比例，只是改变了权益结构。如采用与现金股利相同的处理方法，在董事会上提出利润分配方案时作负债处理，势必对公司的负债权益比例产生影响，从而有可能导致一些股东对企业财务状况产生一些误解。

②在股东大会批准的利润分配方案与董事会提请批准的利润分配方案存在差异时，对于现金股利，必然调整会计报表相关项目的年初数或上年数；对于股票股利，在股东大会批准分配方案并实际发放时，因为企业发放股票股利时增加了资本，按我国现行规定，企业增加资本必须报工商行政管理部门批准变更注册资本，一般情况下，应当是在股东大会正式批准股票股利分配方案后，才正式申请变更注册资本的注册登记。

③即使两者是在同一利润分配方案中提出并批准，现金股利是作为实现净利润当年的利润分配处理，在实现净利润当年分配表中反映；股票股利则是作为发放股票股利当年的利润分配处理，在实际发放股票股利当年的利润分配表中反映。

以上会计处理上的差异可列表说明，如表7—5所示。

表 7—5 现金股利与股票股利会计处理差异

股利差异	董事会提出时	股东大会批准时	反映的利润分配表
现金股利	进行会计处理	调整相关会计报表项目的年初数	反映在实现净利润分配表中
股票股利	不进行账务处理, 只在当期会计报表中披露	进行账务处理, 不存在调整	反映在实际发放股票股利当年的利润分配表中

(7) 在宣布发放现金股利后, 如果企业财务发生困难, 陷入了无力偿付到期债务的窘境, 包括不能如期支付已宣告的股利在内, 那么股东有权先行与其他无优先受偿权的债权人共同按比例分配公司的资产。因为这时股东拥有向公司索取股利的权利, 而同时又成为公司的债权人, 有权分享公司的资产。但若董事会分派股利的宣告违反了国家的有关法律或与债权人签订的协定, 则董事会的宣告无法律效力, 公司也就不存在向股东分派股利的义务, 破产清算时, 股东无权与债权人一起分享公司的资产。股票股利只增加股东的股本: 因此其法律受偿顺序要后于现金股利。

#### ■ 小讨论

1. 在以上分析的基础上, 考察我国证券市场的实际情况, 总结我国上市公司发放股利的基本情况, 并分析缘由, 以及与国外证券市场的区别。

: 2. 结合美国资本利得税的情况, 讨论股票股利与现金股利的发放对股东税负的不同影响。

#### 本章关键词中英文对照

1. 股利 dividend
2. 现金股利 cash dividend
3. 股票股利 stock dividend
4. 股利分配 stock dividend distribution
5. 利润分配 profit distribution
6. 企业价值 enterprise value
7. 现金流量 cash flow
8. 股权 stock right
9. 股利贴现 dividend discount
10. 股利政策 dividend policy
11. 投资机会 investment opportunity
12. 股息 dividend
13. 红利 bonus
14. 报酬 reward
15. 盈余公积金 surplus accumulation fund
16. 盈余公益金 surplus community fund

