

# 股利之谜

卢小广◎编著



清华大学出版社

# 股利之谜



编著

清华大学出版社  
北 京

本书封面贴有清华大学出版社防伪标签, 无标签者不得销售。

版权所有, 侵权必究。侵权举报电话: 010-62782989 13701121933

图书在版编目(CIP)数据

股利之谜 / 卢小广编著. — 北京: 清华大学出版社, 2016  
ISBN 978-7-302-42583-0

I. ①股… II. ①卢… III. ①上市公司—股利政策—研究 IV. ①F276.6

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2016)第 005309 号

责任编辑: 吴 雷  
封面设计: 汉风唐韵  
版式设计: 方加青  
责任校对: 宋玉莲  
责任印制: 杨 艳

出版发行: 清华大学出版社

网 址: <http://www.tup.com.cn>, <http://www.wqbook.com>

地 址: 北京清华大学学研大厦 A 座 邮 编: 100084

社 总 机: 010-62770175 邮 购: 010-62786544

投稿与读者服务: 010-62776969, [c-service@tup.tsinghua.edu.cn](mailto:c-service@tup.tsinghua.edu.cn)

质 量 反 馈: 010-62772015, [zhiliang@tup.tsinghua.edu.cn](mailto:zhiliang@tup.tsinghua.edu.cn)

印 装 者: 河北新华第一印刷有限责任公司

经 销: 全国新华书店

开 本: 185mm×260mm 印 张: 9.25 字 数: 219 千字

版 次: 2016 年 2 月第 1 版 印 次: 2016 年 2 月第 1 次印刷

印 数: 1~3000

定 价: 35.00 元

---

产品编号: 066472-01

# 前 言

每逢进入牛市，大量新股民涌入股票市场，任何人只要在证券公司开设交易账户，就可以买进卖出股票，开展股票交易了。中国股市吸引了大量散户股民参与证券交易，大量散户股民从事股票买卖成为中国股市一道特有的风景线。

在股市上，股民们只看到股票市场是一个门槛很低的投资平台，不清楚从事股票投资还是一门非常专业的交易行为，需要具备金融学、经济学、统计学、会计学、心理学、数学、管理学等学科的基础知识和专业素养。进入股市的简单便捷与股票投资的复杂艰深之间的明显落差，形成了横亘在股市投资对于专业知识的客观要求与普通投资人实际水准之间的难以逾越的知识鸿沟，成了影响中国股票市场有效性、加大市场交易成本的基本矛盾。普通股民往往高位被套，低位割肉，股海呛水，损失惨重，股市成为股民们的伤心地。三分盈利七分亏损就是对中国散户股民的真实写照。

进入股市的简单便捷与股票投资的复杂，催生了形形色色的股票投资咨询市场，许许多多的“专家”应运而生，“不辞辛劳”地为广大散户投资人释疑解惑。普通投资人希望“专家”指导他们买什么股票，什么时间买进，什么时间卖出。如是，“专家”们便投其所好，为普通投资人投资股票切脉问诊，指导买进卖出，划线数浪，推断大盘涨跌。由现代金融理论可知，证券市场只要达到弱式有效，股票价格的走势是随机游动的，通过划线数浪的技术分析不能得出任何有利的结论。在股票咨询中，对同一市场股票价格走势进行分析判断，不同的“专家”会给出不同的结论，令普通投资人无所适从，使股票投资成为一门现代玄学，“专家”们成为股市中的巫师神汉。此刻“专家”们指导散户股民买进卖出股票与算命先生指点“天机”有着异曲同工之妙。

股评咨询是一个与证券市场发育健全息息相关的重要环节。各类似是而非的概念和观点潜移默化地影响着广大投资人，逐步地形成了投资人的行为定式，使散户股民在非理性的路径依赖陷阱中越陷越深，将虚幻视为真实，把谬误当作真理。实际上，对股票投资咨询时“专家”们的一些典型模式略加思考，就能看出其中的逻辑混乱与谬误百出。例如，在股票咨询中，当股民询问一个已经买进的股票是否应该继续持有时，“专家”就会问到买入的价位是多少，就像进了医院大夫询问患者睡眠如何、吃饭怎样一样。此时投资人往往就会主动报上自己买入的价格。可是，“专家”询问具体投资人股票买入的价位有没有合理性？一个股票的投资价值与具体投资人买入的价位有没有关系？假如投资人甲在较高价位买入，而投资人乙在较低价位买入，并且持有到相同的时点，这时的同一股票就会对他们会有不同的投资价值吗？或者说，投资人在较高价位买入，或在较低价位买入，会影响到该股票现在的投资价值吗？

假如有甲、乙两位投资人购买了同一股票，投资人甲在较高价位买入，现在亏损了一些，难道就应该继续持有，等待股价回升获利后再卖出？而投资人乙在较低价位买入，已经有所收益，那么就应该卖出获利？显而易见，对于任何投资人来说，只要已经买进股票的上市公司经营状况良好，股票价格没有被市场高估，不论在何种价位上买入的股票都值得继续持有；若是上市公司经营状况欠佳，股票价格被明显高估，则不论在何种价位上买入的股票都应该卖出。在任何一个时点上判断一个股票是否值得继续持有，与具体投资人购入时的价位完全无关。

根据股民股票买入时的价位来确定是否应该继续持股还是立即卖出，实际上是迎合股民非理性心理决策的行为。在所持有的股票出现亏损时，普通股民大多会产生规避损失、回避投资失败的心理，认为只要不将股票卖出，这种亏损还只是账面上的损失，一旦卖出这种亏损就成为现实的损失，从而总是避免在持有的股票出现亏损时卖出。同样，在所持有的股票出现盈利时，普通股民大多会认为只要不将股票卖出，这种盈利永远是账面上的盈利，只有卖出这种盈利才成为现实的盈利，因而在持有的股票出现盈利时选择卖出。所以，在考虑一个已经买进的股票是否应该继续持有时，询问具体投资人买入的价位是一种毫无意义的非理性思维，其结果只能是进一步强化中小股民的非理性心理，降低证券市场有效性。

“专家”们常用的技术分析方法简单直观，容易为普通股民所理解和掌握。更重要的是技术分析方法作为一种股市投资分析的“艺术”，不具有可证伪性，对于同样一组数据，一个K线图，不同的“专家”可以给出不同的解释和结论，似乎都可以自圆其说。

根据有效市场假说，当一个证券市场达到弱有效时，技术分析就失效了，任何投资人不可能再依据技术分析获得超额收益。技术分析大师葛兰维尔在20世纪80年代早期能以个人的力量左右市场，每当他发出有关买卖股票的指令时，就会引发整个股市的羊群效应，导致股市大幅波动。1980年4月，他向投资客户发出买入股票的指令时，就使道·琼斯工业指数快速上扬。例如，1981年1月6日，他向投资客户发出出清所有股票的指令，次日道·琼斯工业平均指数就应声下挫24点。“好戏”也有收场的时候，随着投资人专业素养的不断提高和股票市场信息供给的不断完善，1984年成为了葛兰维尔和他极力推崇的技术分析的“滑铁卢”。当时，葛兰维尔通过技术分析认为股票市场已经到达头部，崩盘将至，不断发出卖空股票的警告，而事实与他开了一个大大的玩笑，证券市场牛市趋势依然故我，股票价格持续上升，他的追随者均遭受重大损失，技术分析就此一落千丈，一蹶不振。

“专家”们为什么依然热衷于划线数浪，如同巫师神汉一般“跳大神”？这还是要归结于进入股市的简单便捷与股票投资的复杂专业之间的基本矛盾，以及在此基本矛盾之上所形成的中小投资人狭隘的需求。“专家”对于股市现象无厘头般的解释，制造和放大了各种各样的股市迷雾，无形中设置了形形色色的股市陷阱，中小投资人一旦被这些似是而非的观点所迷惑，形成了非理性的投资倾向，就不可避免地成为了事实上的股市失败者。

一些权威机构和一些“权威人士”也加入了股市“专家”们的行列，以各种形式掺和其中，不时地宣扬一些奇谈怪论。诸如股票投资高抛低吸赚钱很容易、发放现金股利的上市公司是维护中小股东权益的好企业等。权威机构和权威人士的特有地位，为他们的奇谈

怪论抹上了一层闪闪发亮的金粉，对普通投资人具有更大的感染力和可信度。因此，他们言论和观点一旦偏离事实和理性，就会对股票市场的良性发育、投资人的理性教育造成巨大的障碍和破坏，形成股票市场上更大的迷雾和更多的陷阱，将普通散户进一步引向失败。

股利之谜就是其中的一个典型。

尽管发放现金股利并不能给股东创造任何财富，只会带来税费支出从而减少股东财富，发放现金股利释放的是企业投资收益率下降、低于市场平均水平的不利信号，但是投资人依然偏好发放现金股利以及发放现金股利的上市公司，这就是所谓的股利之谜。长期以来，各类“专家”大力推崇发放现金股利的股利政策，要求上市公司发放现金股利，并以此作为评价上市公司是否具有社会责任，是否维护中小投资人权益的标准。随着投资人偏好发放现金股利股票市场行为的不断强化，股利之谜行为已经渗入投资人的投资理念深处，致使其隐去了非理性的市场行为属性，顺理成章地成为了股票投资决策中“正统的”策略方法。

本书一共分为5章。前4章中采用层层深入的分析思路，逐步深入地开展对股利之谜的剖析，第5章简要地阐述了证券投资的思想和方法。

第1章揭示了股利之谜七层外在的迷雾，得出了现金股利不会给股东带来任何收益，反而会增大投资人税费支出的结论。

第2章引入了与现金股利对应的股票股利，选择了微软公司和苏宁云商这两个国外和国内知名企业作为典型案例，对选择现金股利与股票股利的投资价值进行分析。通过对这两家公司股利政策的变化过程与企业生命周期的比较，得出股票股利与企业规模和盈利水平快速增长的成长期相伴而行，现金股利则是企业规模和盈利水平达到一定水平，增长明显乏力和逐步下降下的无奈选择。通过中国股票市场的经验数据，将上市公司按照其股利政策，分为现金股利与股票股利两个子样本，计算出各自的投资收益率、公司成长性、发展稳健性等指标，得出了发放股票股利的上市公司的投资价值优于发放现金股利的上市公司的结论。

第3章分析了中国股票市场股利之谜形成的原因和特点，阐述了中国股票市场非理性的行为特征；通过对用友软件典型案例的研究，剖析了现金股利对于大股东和中小股东的利弊，以及大股东利用现金股利套取资金的机理与动因。

在现代企业中，大股东，尤其是控股大股东与中小股东之间的利益冲突，已经成为最主要的代理成本。当大股东与中小股东之间在股利政策的选择上存在利益冲突时，大股东必然会选择有利于自己的股利政策，而不管是否会伤害到中小股东的利益。证券监管部门不仅简单地将是否发放现金股利与上市公司的社会责任相联系，而且还将发放现金股利作为上市公司能否进行再次股权融资的必要条件，实现了现金股利与再次股权融资的政策性捆绑，完成了现金股利与再次股权融资的制度性“联姻”。那些采用大额现金股利与频繁进行再次股权融资，进而掏空上市公司的原始大股东们，堂而皇之地登上了维护公众投资人权益、具有社会责任意识的合规企业的“光荣榜”。在证券监管机构的“支持”和“激励”下，股利之谜版的庞氏骗局披上了依法合规的外衣。

股利政策是上市公司依据公司法等法律法规，基于所有者权益最大化原则，对企业的

经营盈利进行利润分配的一种安排，是上市公司企业的自主经营行为。不论是现金股利、股票股利，还是不发放股利，都是上市公司根据自身的经营状况及现金流和资金需求所作出的经营决策。应将股利政策的决策权返还给上市公司，尊重上市公司在股利政策上的独立性和自主权，让市场机制回归到上市公司股利政策决策进程中，使得上市公司的经营业绩得以透过股利政策信号传递给公众投资人，借此改善中小投资人在信息方面的弱势地位，使深陷于股利之谜泥淖里的中小投资人，能够逐步回归理性投资的正途。

第4章是对股利之谜分析的系统总结。认为处在信息不对称环境下的中小投资人，应该彻底破除股利之谜的思维定式，纠正关于简单偏好现金股利的路径依赖；应该依据股利政策信号效应原则，根据上市公司的股利政策判断其所处的企业生命周期阶段，对上市公司经营规模和盈利水平增长速度，以及边际投资收益率进行分析和评价，在发放股票股利的上市公司中精选个股；重点讲解了如何在发放股票股利的上市公司中，结合营业收入、主营业务收入和盈利等财务指标的增长，及其增长的稳定性，进行个股精选的思路和方法。

第5章从进行证券投资的基本理论和实务方法的角度，基于现代投资理论，从股票投资的套利空间和证券组合的投资分析两个视角，力图用最简略的方式，为读者勾勒出一个系统地进行股票投资分析的“路线图”。

本书采取由浅入深、由表及里的论述方式，分两个层面来分析和阐述关于股利之谜的形成机理和基本特征。

第一个层面是浅显直白的讨论和解释。在这个层面中，借助唐老师与他的研究生孙浩同学之间一问一答的对话形式，融入富于趣味性的例子，以尽量通俗明了的语境，讨论和解释一些相对艰深和专业的理论及其概念。第一个层面是全书的核心内容，本身构成一个完整的逻辑体系，仅仅阅读第一个层面就可以全面把握本书所要阐述的观点和结论。第一个层面的内容适合所有读者，即使是初次接触有关证券投资类专业书籍的读者，也能够顺利地进行阅读。为了便于区分，第一个层面内容在书中采用楷体字体。

第二个层面是相对规范的分析和陈述。作为第一层面内容的深化和扩展，第二个层面采用了相对标准的范式和相对专业的术语进行论述。这一部分内容适合具有一定证券投资理论基础和证券投资从业人士读者阅读，以及作为不具有证券投资理论基础的读者进阶学习的内容，可以在研读了第一层面之后再阅读第二个层面的内容。为了便于区分，在书中第二个层面内容采用宋体字体。

本书以破除股票投资的现代迷信、揭开股票市场的重重迷雾、避开股票交易的思维陷阱、解除普通股民的非理性定式魔咒为宗旨，力求表述简明、概念清晰、论证科学、通俗易懂。本书可以供普通投资人阅读，亦可作为高校相关专业师生的辅助教材，还可作为金融从业人员和专业人士的参考书籍。

基于股利政策信号效应，上市公司的股票股利政策向外部传递了经营良好的利好信息，就如同一缕灿烂的阳光，穿透了股利之谜的层层迷雾，在信息不对称的市场条件下，为中小投资人的科学决策指明方向。

卢小广  
2016年1月

# 目 录

|                           |     |
|---------------------------|-----|
| 引 子                       | 1   |
| 第 1 章 现代迷信——现金股利的层层迷雾     | 5   |
| 1.1 现金股利与股利之谜             | 6   |
| 1.2 借款与投资                 | 8   |
| 1.3 现金股利与银行利息             | 13  |
| 1.4 现金股利与股票投资收益           | 20  |
| 1.5 现金股利与企业留存             | 26  |
| 1.6 现金股利与自我分红             | 29  |
| 第 2 章 孰优孰劣——现金股利VS股票股利    | 35  |
| 2.1 不发放现金的股票股利——股票投资的利好信号 | 36  |
| 2.2 微软公司改发现金红利——资本收益下降的要求 | 47  |
| 2.3 苏宁云商停发股票股利——盈利增长减缓的标志 | 56  |
| 2.4 中国股市数据统计分析——股利政策的信号效应 | 62  |
| 第 3 章 导向模糊——股利之谜与监管错位     | 71  |
| 3.1 股利之谜——盲人骑瞎马式的非理性行为    | 72  |
| 3.2 用友软件——发放现金股利为了谁的利益    | 79  |
| 3.3 简单偏好——监管错位推动下的股利之谜    | 89  |
| 3.4 正本清源——股票增发背景下的投资分析    | 96  |
| 第 4 章 股票股利——信号效应和投资分析     | 105 |
| 4.1 中国股利之谜的成因与特征分析        | 106 |
| 4.2 发放股票股利传达的是利好信号        | 109 |
| 4.3 并非简单偏好发放股票股利公司        | 111 |
| 4.4 发放股票股利上市公司的盈利性分析      | 113 |
| 4.5 发放股票股利上市公司的成长性分析      | 118 |

|                                |     |
|--------------------------------|-----|
| 第5章 树立系统的证券投资观念 .....          | 121 |
| 5.1 股票投资的套利空间 .....            | 122 |
| 5.2 证券组合的投资分析 .....            | 125 |
| 附录 .....                       | 129 |
| 附录A 微软公司股利发放数据 .....           | 130 |
| 附录B 关于加强社会公众股股东权益保护的若干规定 ..... | 132 |
| 附录C 关于修改上市公司现金分红若干规定的决定 .....  | 135 |
| 参考文献 .....                     | 137 |

# 引子

唐老师是一所985高校会计学系的副教授，平日里专心本职工作，勤勤恳恳，任劳任怨，在学生和同事之中口碑不错，为评教授职称，近两年在埋头撰写几篇SSCI论文。一次高中同学聚会的偶然经历，使得唐老师平静如水般的生活发生了改变。

唐老师就是本市人，在高中同学中他的学习成绩名列前茅，高中毕业后在该市名列前茅的一所985高校留校任教，一路顺风顺水，在同学里也是一个有点让人羡慕的人物。不过，随着时间的推移，中学同学中有的人仕途顺利升官了，有的人创业经商发财了，更多的同学在股市中追逐趋势，多多少少也赚了一些。而唐老师既没有升官经商，也没有参与炒股赚钱，每月就拿几千元工资，在同学中不再像原先那般的显眼了。好在唐老师凭借会计学专业特长，做一些咨询课题、专题讲座，以及兼职顾问等，还能有一些其他收入，也算得上小富即安，经济收入在同学中处在中等偏上水平，几年来也存下了一笔可观的积蓄，准备购入第二套住房，借此提升自己的生活水平。

还是回到那次高中同学聚会上来吧。唐老师入座不久就发现同学们的情绪有些不太对劲，大多数同学神情暗淡、精神恍惚，没有了往日的欢声笑语，便私下询问同桌三年的大刚，探个究竟。大刚说，这些天来股市狂跌，连续几天一开盘就打到跌停板上了，想割肉都卖不出，直到这两天股市才刚刚有了承接盘，股民们惊魂未定，纷纷慌不择路，清仓卖出，一般都跌去了四成到五成，那个悲惨，真是血本无归啊。大多数同学均参与炒股，也都损失惨重，他本人也亏损了几十万元。股市大熊走势的凄惨，使得这次同学聚会始终沉浸在有些惶然和少许伤感的气氛中。

回到家中，唐老师与妻子谈起了这次同学聚会的情况。当说到股市大跌、股民惨亏时，妻子回了一句话：“股票的价格跌了一半啊，真是便宜啊，要是商店的衣服、鞋子都便宜一半就好了，我一定要买买买。”妻子的这句话似乎触动了唐老师灵魂深处会计学的专业神经，一夜侧转难眠，索性一跃而起，来到书房，打开学校图书馆的证券交易数据库，对当时我国证券市场股票的市盈率、市净率、股东权益收益率等指标的平均数、中位数进行了计算和分析，很容易就得出了股票的价格的确是太便宜了的结论。接着，唐老师又通过宏观经济数据库的数据研究，认为整个宏观经济运行相对平稳，经济总体没有出现大的变动，股市大跌不是宏观经济下行的要求，从而得出当前股市的大跌只是一种市场丧失信心之下，投资人简单追随趋势的群体踩踏事件，是羊群效应在我国证券市场的具体体现，是典型的非理性行为的结论，因此认为应该买入股票！

第二天一早，唐老师便与妻子商量买入股票的事情，说现在的股票这么便宜，不买白不买，不买就要失去机会了。唐老师的妻子是一位主任医师，对投资理财不感兴趣，平日

里家里的钱都由唐老师掌管。当时唐老师的妻子只是问：“你将积蓄都买了股票，那我们的房子拿什么买呢？”唐老师回答说：“房子还会有的，会有更大更好的房子，只是时间要稍微推迟一点了。”唐老师的妻子说：“那就好，你买吧。”

定下了购买股票的决心之后，唐老师在对行业、地区，以及上市公司经营状况和股价水平等进行全面研究之后，选出了投资的股票，将家里用于购房的积蓄全部投到股市。随后，唐老师就又回到原来的生活轨道，一边专心教书育人，一边继续修改那几篇SSCI论文，并不是像他的中学同学那样天天看盘。对唐老师而言，投资股票就如同购买国债，或者理财产品一样，只是一种理财投资行为。唐老师推崇的是“买入并持有”的中长期投资策略，投资股票对他的工作和生活并未产生很大的影响。

中学同学知道唐老师进入股市，大手笔买入股票的事情之后，对于他在熊市里大笔购入股票的行为大为不解，不由得为他捏了一把汗。尤其是当股市下跌唐老师的股票出现亏损时，中学同学都说唐老师这个书呆子不懂股市，这下要出血了，不少同学建议唐老师割肉“止损”，退出股市。当然，胸有成竹的唐老师依然我行我素，不予理会，坚定持有。不过，对于唐老师是不是在背后又研究宏观经济趋势了，同学们就不得而知，只知道他继续持股不动。过了不久，股票不再继续下跌了，股市进入盘整阶段，这时唐老师跟他的中学同学说：“你们买一些吧，真的便宜啊！”中学同学说：“那可不行，谁知道它就不会再跌了呢，股市高手都说‘久盘必跌’啊。”又过了一些日子，股票市场已经开始回涨了，唐老师得知后，又跟他的中学同学说：“你们买一些吧，现在还是便宜啊。”那些中学同学说：“大盘还没有走稳呐，专家们都认为这只是反弹，不是反转，还是要跌的，要是贸然买进，一回调就亏了，不能买的。”再过了一些日子，股票市场持续快速上涨，股票专家纷纷评论说股市进入了牛市阶段，唐老师的中学同学们纷纷进入市场，买入股票，唐老师手中的股票价格已接近翻番，开始分批卖出。这时，唐老师告诉他的中学同学股票价格现在已经不便宜了，应该出手了。

唐老师将股票卖出时，恰逢市场上流行“借钱炒股，卖房炒股”，相比股市的炙手可热，房地产市场普遍低迷。唐老师在一个高档住宅区买入了一套心仪已久的大面积新房，他的妻子也非常满意。

虽说唐老师成功投资股票只是一个简单的个例，但是略加思索便能发现，唐老师这一看似不经意间的股票买卖，却是一个与股神巴菲特的名言“在别人贪婪时恐惧，在别人恐惧时贪婪”高度契合的神奇经历，其中蕴含着深邃的价值投资、长期投资和负反馈策略等现代投资理念，反映出返璞归真、朴素无华的理性投资观点。

经过这一次投资股票的经历，唐老师开始对股票价值分析和股票投资分析产生了非常浓厚的兴趣，将股票投资问题作为自己主要的研究课题，陆续在重点期刊上发表了相关论文，在学术界开始小有名气。有不少学者来与唐老师切磋股票投资方面的问题，越来越多的青年才俊投到唐老师门下学习股票投资方法与理论。

日前，唐老师又收了一位研究生孙浩，孙浩同学的本科在本校数学系就读，因此是一位转专业的研究生。孙浩同学从小就善于独立思考，勤于分析研究，在大学本科学习期间，接触到了一些金融投资方面的数学模型，逐渐对证券投资产生了浓厚的兴趣，慕名前

来投奔唐老师，学习股票价值评估分析。

由于股票投资研究需要处理大量的数据，经常面对复杂艰深的计量模型，唐老师特别偏好具有较好数学基础的学生，因此对孙浩同学的到来很是高兴。只是孙浩没有系统地学习经济管理理论，对金融学和股票投资可以说是一窍不通，唐老师在孙浩的研究生学习计划上特地给他增加了这方面知识学习的内容。一有空闲，唐老师就会找来孙浩给他讲解有关证券投资和股票交易的知识和理论，尽快地为孙浩同学补上这方面的短板缺陷。同时，唐老师还要求孙浩同学多多关注股市，多多结交股民朋友，结合股票投资的实际，在实践中学习。

以下就以孙浩同学与唐老师就股市问题的对话为引导，对我国证券市场股利之谜进行探讨和分析。



# 第 1 章

## 现代迷信——现金股利的层层迷雾

## 1.1 现金股利与股利之谜

唐老师与孙浩的对话（一）

### 发放现金股利对股东有好处吗？

（几天来，孙浩同学看到许多股民热衷于讨论与上市公司是否分红有关的事情，人们纷纷交流一些上市公司将会公布现金分红方案的传言，积极买进那些认为可能进行现金分红的股票。股民们认为进行现金分红的上市公司不仅有利润可进行分红，而且还考虑中小股民的权益，买入进行现金分红的股票可以获得红利收入，由此可以获利。唐老师却说股民的观点是不对的，市场上存在着股利之谜。孙浩同学百思不得其解，一日看见老师得空，即上前请教。）

孙浩：“老师，究竟什么是‘股利之谜’啊？”

唐老师：“你知道上市公司给股东发的现金红利是从哪里来的吗？”

孙浩：“红利不就是上市公司税后利润的一部分吗？上市公司的税后利润扣除企业留成后，把剩下的那一部分，以现金的形式分配给股东，就是发给股东的红利，称为现金股利。”

唐老师：“对。现金股利就是上市公司税后利润的一部分，而上市公司税后利润本来就是股东拥有的财富。打个比方吧，假如税后利润是留在企业，好比是将钱放在左边保险柜；将税后利润分给股东，好比是将钱放在右边保险柜。税后利润是留在企业，还是分给股东，就如同将自己的钱放在左边保险柜，还是右边保险柜一样。你说的是吗？”

孙浩：“嗯，好像是这样。”

孙浩：“老师，您的意思是说上市公司给股东分发现金股利，就是股东自己的钱发给股东自己，股东不会因此增加一分一毫的收益。好比是股东将自己的钱从左边保险柜移到右边保险柜来，仅就收益而言，没有任何实质意义。”

唐老师：“是的。不过这只是揭开了‘股利之谜’的第一层迷雾——误将发放现金股利视为给股东带来的收益。知道了这个道理，你就会明白，简单地认为发放现金股利的上市公司就是‘慷慨的好公司’，不发放现金股利的上市公司就是‘吝啬的铁公鸡’是多么不公平啊。”

孙浩：“知道了，老师。这还只是‘股利之谜’的第一层迷雾啊！那么接下来呢？”

唐老师：“不要着急。老师先问你一个问题，若将自己的钱放在左边的保险柜没有任何损失，而放在右边的保险柜损失10%，你会作何考虑，你还会将自己的钱放入右边

的保险柜吗？”

孙浩：“哦，那当然是将钱全部放在左边的保险柜，而不会放在右边的保险柜。为什么要白白地损失10%啊？”

唐老师：“是吗，假如说有人希望将自己的钱由左边的保险柜移到右边的保险柜，宁愿损失10%，你相信吗？”

孙浩：“不相信，怎么会有这样的人！”

唐老师：“事实上就有这样的人，而且还不少。按照相关法律，在中国发放现金股利要征收20%的所得税，即使是减半征收，也要按照现金股利金额的10%征收所得税<sup>①</sup>。对于投资人而言，就是直接损失了10%。实际上还不止10%，发放现金股利还需要花费一些手续费、办公费什么的，也是需要全体股东承担的。事实就是这样，不是还有许多股民希望上市公司发放现金股利吗？”

孙浩：“也有可能是这些股东要用钱，才希望上市公司现金分红吧？”

唐老师：“这个问题好解决，要用钱的股东可以按照自己的具体需要，在股票交易的二级市场上出售一部分股票。这就是所谓的自我分红。采取自我分红这种方式，股民只要交纳极少的印花税和手续费，与发放现金股利的10%所得税相比，这点费税支出几乎可以忽略不计。这个问题稍微复杂一些，留在后面专门与你讨论吧。”[参见“唐老师与孙浩的对话（六）：股民可以自己发放现金股利吗？”]

孙浩：“老师，股民情愿损失10%，还是希望上市公司发放现金股利，这的确是一个令人困惑的‘股利之谜’啊！”

唐老师：“这就是所谓的‘股利之谜’的第二层迷雾——无视发放现金股利给股东带来的额外税费支出。”

唐老师：“孙浩，这次同你说到的‘股利之谜’的两层迷雾，都是‘股利之谜’最表面的特征，同时也是‘股利之谜’最直接的特征，我们可以在这两层迷雾基础上给出‘股利之谜’最直观的定义：虽然发放现金股利不仅不会给股东带来收益，而且会减少股东的财富总量，但是人们还希望发放现金股利的行为，就是‘股利之谜’。这是一个关于‘股利之谜’表象层面的定义，若要深入理解和把握‘股利之谜’的内在属性，进一步揭开‘股利之谜’的重重迷雾，还需要继续进行更深层次的分析与思考。”

孙浩：“啊。学生知道了。”

股利（dividend）是上市公司对经营收益进行分配的一种经济行为，表现为对股东投资回报的一种方式。通常上市公司依据其财务状况和发展需要，做出关于是否发放股利，以及以何种方式发放股利、发放多少股利的具体决策。关于股利的决策是股份公司经常性的重要财务决策，一般称之为股利政策（payout policy）。在中国，股利政策一般可以分

① 《财政部、国家税务总局、证监会关于实施上市公司股息红利差别化个人所得税政策有关问题的通知》（财税发〔2012〕85号）规定，实施按持股时间确定的差别税率。持股超过1年的，税率为5%；持股1个月至1年间的，税率为10%；持股1个月以内的，税率为20%。

为了简洁起见，在本书中暂且统一按照10%的税率计算。

为发放股利和不发放股利两大类，其中发放股利可以依据其具体形式分为发放现金的现金股利（cash dividend）和发放股票的股票股利（stock dividend）。

现金股利一般也称为派现或分红，是指上市公司以现金分红方式将盈余公积和当期应付利润的部分或全部发放给股东，股东为此应承担相应的税负。在中国，个人投资者获取上市公司现金分红适用的所得税率为20%，目前现投资人持有股票时间的长短，分别按照20%、10%和5%的税率征收。现金股利会使公司的现金流出，股东权益减少，上市公司股票的市场价格也会相应下降。

上市公司发放现金股利，只是使原本就属于股东资产的一部分，以现金的方式离开该上市公司的再生产过程和价值增值过程，流入股东手中，供股东用于个人消费或者再投资。即使不考虑承担相应的税负，发放现金股利不会使股东财富的价值总量有任何增加。但是，投资人却偏好这种现金股利分配方式，这就是所谓的股利之谜。我们无法运用现代金融理论及资产定价理论解释投资人这种对于现金股利的简单偏好行为。

股利之谜的概念是由Fischer Sheffey Black（1976）<sup>[1]</sup>最先提出的，他认为开展关于股利发放的理论研究是一项非常复杂的工作，就像进行一个极其困难的拼图游戏，一直以来人们都无法将它的各个部分拼装在一起，以看到发放股利的真实面目，因此将其称为股利之谜。股利之谜引起了众多金融学家的关注，Allen F和Michael R（1995）<sup>[2]</sup>强调指出股利之谜依然是现代公司金融领域悬而未决的重大课题，股利研究成果远远没有达到一致，还有着繁杂而艰苦的研究工作等待人们去完成。Myers, Brealey, Richard和Stewart（2002）<sup>[3]</sup>进一步将包括股利之谜在内的有关股利研究课题，列为21世纪“十大未解决的财务问题”之一。

在现实的证券交易中，往往只有中小股东具有显著的现金股利偏好。主流金融学家面对这样的股利之谜现象无法理解，认为中小股东非理性的现金股利偏好行为简直是不可理喻，因为等量的现金股利和资本利得没有任何区别。并且，中小股东们随时可以通过卖出股票来自制“现金股利”获得现金流。由于现金股利的所得税税率通常大大地高于资本利得税率，显然减少发放现金股利对中小股东更为有利。那么为什么这些中小股东还要坚持发放现金股利，这就是现实经济生活中令人困扰的股利之谜。

## 1.2 借款与投资

唐老师与孙浩的对话（二）

购买股票与银行存款具有可比性吗？

（几天后，唐老师得空，便叫来孙浩同学，询问他近期思考股利之谜有何心得。）

孙浩：“老师，上次您说到的关于‘股利之谜’的两层迷雾学生已经明白了。不过前日遇到两个股民，学生按照老师的指教，告诉他们‘股利之谜’的两层迷雾时，他