

公司理财练习册

股利政策与股票回购

Dividends, Repurchases, Clientele Effect and Homemade Dividends

使用方式

前半部分为独立作答区；做完之后再进入后半部分查看详细中文题解。选择题建议不仅圈出答案，还写一句关键词定位或排除理由。涉及计算的题目必须写明时间点、折现或再投资方向。

| 内容   | 安排                                     |
|------|----------------------------------------|
| 第一部分 | 10 道课堂习题：选择题、简答题与 homemade dividend 计算 |
| 第二部分 | 详细中文题解：保留题目、答案、逻辑与易错点                  |
| 第三部分 | 重要术语及翻译、公式速查、英文题干关键词                   |
| 第四部分 | 考前复盘表与答题模板                             |

题目依据：上传的 Dividends（QA）资料重新排版整理；原文件中附带答案已统一移至题解部分。

# 作答说明与自检栏

- 股利政策题的核心顺序：先判断投资政策是否被扭曲，再判断股利或回购是否影响股东财富。
- MM 股利无关命题只在无税、无交易成本、无发行成本、信息对称且投资政策固定等严格假设下成立。
- 遇到 homemade dividend，要先明确投资者想把现金流从哪个年份转移到哪个年份；提前收入可以卖股票，延后收入可以再投资股利。
- 英文选择题中的 sensible payout、clientele effect、information content effect、positive NPV project 是高频定位词。

| 模块      | 完成日期 | 正确率 / 自评 | 需要复习的关键词 |
|---------|------|----------|----------|
| 选择题与判断题 |      |          |          |
| 简答题     |      |          |          |
| 计算题与订正  |      |          |          |

本章复习目标与疑问：

# 第一部分 练习答题册

本部分只保留题目与答题空间，不呈现答案。

## 1) Which one of the following actions is a characteristic of a sensible payout policy?

中文理解：哪一项体现了理性的股利/回购支付政策？

- A) Over the course of time, pay out half of all free cash flows
- B) Set the current regular dividend consistent with a 100 percent payout ratio
- C) Set the dividends high even if it means acquiring expensive external financing
- D) Increase regular dividends to distribute transitory cash flow increases
- E) Avoid rejecting positive NPV projects to increase dividends or buyback shares

你的选择：\_\_\_\_\_ 关键理由 / 计算：

---

## 2) The \_\_\_\_\_ equals the annual dividend per share stated as a percentage of the annual earnings per share.

中文理解：每股年度股利占每股收益的百分比叫什么？

- A) dividend yield
- B) dividend per share
- C) dividend rate
- D) annual yield
- E) dividend payout ratio

你的选择：\_\_\_\_\_ 关键理由 / 计算：

**3) Which one of the following statements is true?**

中文理解：判断关于股利政策、投资政策和 MM 命题的正确说法。

- A) Shareholders are unable to personally adjust the dividend policy set by a firm.
- B) Dividends are irrelevant.
- C) Dividend policy is relevant.
- D) Firms should never give up a positive NPV project to increase a dividend.
- E) According to Miller and Modigliani, a firm should alter its investment policy whenever a change is made in its dividend policy.

你的选择：\_\_\_\_\_ 关键理由 / 计算：

---

**4) It has been shown that in the absence of taxes and other market imperfections firm value will be unaffected by dividend policy. Explain the logic behind this conclusion.**

中文理解：解释为什么在无税与无市场摩擦条件下，股利政策不会影响公司价值。

作答区：

**5) The \_\_\_\_\_ refers to the observed empirical fact that stocks attract particular investors based on the firm's dividend policy and the resulting tax impact on those investors.**

中文理解：哪一个概念描述不同股利政策会吸引不同投资者群体？

- A) efficient markets hypothesis
- B) clientele effect
- C) MM Proposition I
- D) MM Proposition II
- E) information content effect

你的选择：\_\_\_\_\_ 关键理由 / 计算：

---

**6) According to the clientele effect, firms can boost their stock price only:**

中文理解：根据客户群效应，企业什么时候才能通过调整股利政策提升股价？

- A) by setting their dividend to the level expected by the highest-dividend-receiving satisfied clientele group.
- B) by increasing the dividend payout ratio.
- C) by commencing dividend payments if they are a non-dividend-paying firm.
- D) if an unsatisfied clientele group exists.
- E) by increasing their regular cash dividends.

你的选择：\_\_\_\_\_ 关键理由 / 计算：

**7) Which one of the following statements is correct?**

中文理解：判断关于美国股利支付事实与税收影响的正确说法。

- A) In the U.S. economy, dividends are quite insignificant.
- B) The tax law change in May 2003 is cited as one reason why the percentage of dividend payers has decreased in the U.S.
- C) Much of the dividend income paid in the U.S. is related to a relatively small number of firms.
- D) Dividends are more tax-advantaged than capital gains as of 2024.
- E) Over the last few decades, the percentage of U.S. firms paying dividends has increased.

你的选择：\_\_\_\_\_ 关键理由 / 计算：

**8) Of the following factors, which one is considered to be the primary factor affecting a firm's dividend payout decision?**

中文理解：哪一因素通常被认为是企业股利支付决策的首要考虑？

- A) Attracting retail investors
- B) Attracting institutional investors
- C) Considering the personal taxes of company stockholders
- D) Maintaining a consistent dividend policy
- E) Avoiding flotation costs

你的选择：\_\_\_\_\_ 关键理由 / 计算：

**9) The information content effect implies that stock prices will rise when dividends are increased provided that the dividend increase:**

中文理解：信息含量效应认为，股利增加在什么条件下会推高股价？

- A) is substantial in both dollar amount and percentage terms.
- B) causes stockholders to increase their expectations of future cash flows.
- C) is greater than the average historical dividend increase.
- D) is denoted as a one-time event.
- E) is combined with a stock repurchase.

你的选择：\_\_\_\_\_ 关键理由 / 计算：

---

**10) Today is January 1, 2024. Adina owns 500 shares of Colorwheel stock. The company recently issued a statement that it will pay a \$1 per share dividend on December 31, 2024, a \$2.50 per share dividend on December 31, 2025, and then will cease all dividend payments. Adina does not want any dividend income this year but does want as much dividend income as possible next year. Adina can earn 8 percent on her investments. Ignoring taxes, what will Adina's homemade dividend per share be in 2025?**

中文理解：投资者不想在 2024 年取得股利，希望尽可能把收入转移到 2025 年，求每股自制股利。

- A) \$3.50
- B) \$3.78
- C) \$1.08
- D) \$2.50
- E) \$3.58

你的选择：\_\_\_\_\_ 关键理由 / 计算：

# 以下为详细中文题解

建议完成前面的答题区后再阅读

## 核对原则

题解不仅给出答案，还解释为什么其他选项不合适。股利政策题尤其要分清：投资政策、融资政策、股利政策三者是否被独立地比较。

## 第二部分 详细中文题解

### 答案总览

| 题号 | 1 | 2 | 3 | 4     | 5 | 6 | 7 | 8 | 9 | 10 |
|----|---|---|---|-------|---|---|---|---|---|----|
| 答案 | E | E | D | Essay | B | D | C | D | B | E  |

#### 本章主线

在完美资本市场中，股利政策只是现金流时间分配，不改变项目产生的真实现金流，因此不改变公司价值；在现实市场中，税收、交易成本、发行成本、信息不对称、客户群偏好和代理问题会使股利政策具有解释力。

## 第 1 题 Sensible payout policy

### 题目重述

哪一项体现了 sensible payout policy，即合理、稳健的股利或回购政策？

### 答案

**答案：E) Avoid rejecting positive NPV projects to increase dividends or buyback shares.**

### 解析

- 公司价值首先来自投资政策：接受正 NPV 项目会直接增加股东财富。
- 如果为了提高股利或回购而放弃正 NPV 项目，相当于牺牲未来价值来制造短期现金分配，这是不合理的。
- 高股利本身不一定好。若需要昂贵外部融资来支付股利，发行成本与融资约束可能损害价值。
- 临时性现金流上升不宜轻易转化为永久性常规股利，因为以后若下调股利，市场通常会解读为负面信号。

### 关键词

sensible payout policy 的核心不是“股利越高越好”，而是“不扭曲正 NPV 投资决策，并保持支付政策可持续”。

## 第 2 题 Dividend payout ratio

### 题目重述

每股年度股利占每股年度收益的百分比叫什么？

### 答案与公式

**答案：E) dividend payout ratio。**

$$\text{Dividend payout ratio} = \text{annual dividends per share} / \text{annual earnings per share} = \text{DPS} / \text{EPS}$$

股利收益率 dividend yield 则是每股股利除以股票价格，即  $\text{DPS} / P_0$ 。两者分母不同，是本题最容易混淆的地方。

### 第 3 题 正确陈述判断

#### 题目重述

判断关于股利政策、投资政策与 MM 命题的正确说法。

#### 答案

答案：D) Firms should never give up a positive NPV project to increase a dividend.

#### 解析

- D 正确：正 NPV 项目增加企业价值，企业不应为了提高股利而放弃这类项目。
- A 错：股东可以通过出售股票或再投资股利来调整自己的现金流，这称为 homemade dividends。
- B、C 都过于绝对。股利是否相关取决于市场条件；在完美资本市场与投资政策固定的 MM 假设下股利无关，但现实中税收、信息与交易成本会使其相关。
- E 错：MM 股利无关命题恰恰要求投资政策固定，不能因为股利政策变化就改变投资政策。

### 第 4 题 MM 股利无关命题的逻辑

#### 题目重述

在没有税收和其他市场摩擦的条件下，公司价值不受股利政策影响。解释这一结论背后的逻辑。

#### 参考答案

在完美资本市场中，公司价值由其资产和投资项目所产生的未来现金流决定，而不是由这些现金流以股利还是资本利得形式分配给股东决定。若投资政策固定，企业支付更多股利，就需要减少留存收益或发行新股；老股东收到现金，但其对公司未来现金流的索取权被相应稀释，二者现值相抵。若企业少支付股利，股东可以出售部分股票来制造现金收入；若企业多支付股利而股东不想现在消费，也可以把股利再投资。因此，股东可以用 homemade dividends 复制自己想要的现金流时间分布，企业层面的股利政策本身不改变股东总财富。

#### 答题结构

公司价值 = 投资项目未来现金流的现值；在 MM 假设下，股利政策只改变现金流分配时间，不改变现金流总现值。

#### 高分点

要明确写出“投资政策固定”。如果企业为了支付股利而放弃项目，问题就不再是纯粹的股利政策问题，而是投资政策被改变。

## 第 5 题 Clientele effect

### 题目重述

某些股票会因公司股利政策及其税收影响而吸引特定投资者群体，这一现象叫什么？

### 答案

答案：B) clientele effect，客户群效应。

### 解析

- 高现金股利股票可能吸引偏好当前现金收入、税负较低或有现金流需求的投资者。
- 低股利或不分红股票可能吸引偏好资本利得递延纳税、当前不需要现金收入的投资者。
- 客户群效应强调“投资者偏好与公司股利政策之间的匹配”。

## 第 6 题 客户群效应与股价提升

### 题目重述

根据客户群效应，企业什么时候才能通过改变股利政策提升股价？

### 答案

答案：D) if an unsatisfied clientele group exists。

### 解析

如果市场上已经有足够多公司满足不同投资者对股利的偏好，那么某家公司改变股利政策只能改变其吸引的投资者类型，不会系统性提高价值。只有当某类投资者的股利偏好没有被市场充分满足，企业调整政策去服务这一未满足客户群时，才可能产生股价提升。

### 易错点

客户群效应并不意味着“提高股利就一定提高股价”。若高股利客户群已经被满足，继续提高股利可能没有价值，甚至造成融资压力。

## 第 7 题 股利支付的经验事实

### 题目重述

判断关于美国股利支付事实和税收影响的正确说法。

### 答案

**答案：C) Much of the dividend income paid in the U.S. is related to a relatively small number of firms.**

### 解析

- 美国市场上，股利支付往往集中于一部分成熟、大型、现金流稳定的企业。
- A 错：股利并非无足轻重，成熟企业股利总额巨大。
- B 错：2003 年税法变化通常被认为降低了股利税负，不是“股利支付者比例下降”的直接理由。
- D 错：题目背景下不能说 2024 年股利比资本利得更有税收优势；税收待遇取决于投资者类型、持有期和具体税制。
- E 错：长期趋势中，美国上市公司支付股利的比例并不是简单上升。

## 第 8 题 股利支付决策的首要因素

### 题目重述

在给定选项中，哪一个通常被认为是影响公司股利支付决策的首要因素？

### 答案

**答案：D) Maintaining a consistent dividend policy.**

### 解析

管理层通常非常重视股利政策的稳定性。因为常规股利 regular dividend 被市场看作未来现金流和管理层信心的信号，一旦提高常规股利，未来维持压力也随之增加；一旦削减股利，市场常会作负面解读。因此，企业更倾向于平滑股利，不因短暂现金流波动频繁调整常规股利。

## 第 9 题 Information content effect

### 题目重述

信息含量效应认为，股利增加在什么条件下会导致股价上升？

### 答案

答案：B) causes stockholders to increase their expectations of future cash flows.

### 解析

- 股利增加本身只是现金流分配方式变化；若不改变投资者对未来现金流的预期，它未必创造价值。
- 股价上升通常来自市场把股利增加解读为管理层对未来盈利和现金流更有信心。
- 若股利增加被明确标注为一次性事件，或需要牺牲正 NPV 项目来支付，市场未必正面反应。

### 关键词

information content effect = dividend change conveys information。考题常问“股利增加为什么会带来价格反应”，答案不是“因为股利多了”，而是“因为市场更新了未来现金流预期”。

## 第 10 题 Homemade dividend 计算

### 题目重述

Adina 持有 500 股 Colorwheel。公司将在 2024 年底每股支付 1 美元股利，2025 年底每股支付 2.50 美元股利。Adina 不想在 2024 年取得股利，而希望在 2025 年取得尽可能多的股利收入。她的投资收益率为 8%，忽略税收。求 2025 年每股 homemade dividend。

### 思路

她不想要 2024 年的股利，因此可以把 2024 年底收到的每股 1 美元以 8% 再投资一年，到 2025 年底变为 1.08 美元。2025 年底公司本身还会支付每股 2.50 美元。因此 2025 年每股可实现的总现金收入为二者之和。

$$\text{Homemade dividend per share in 2025} = \$1 \times (1 + 0.08) + \$2.50 = \$3.58$$

答案：E) \$3.58。若按 500 股计算，2025 年总现金收入为  $500 \times 3.58 = 1,790$  美元。题目问的是 per share，所以选择 \$3.58。

### 易错点

本题不是把 \$1 和 \$2.50 简单相加。因为 2024 年底的 \$1 要推迟到 2025 年底使用，需要乘以 1.08。

## 第三部分 重要术语及翻译

### 一、股利与支付政策基础术语

| 英文术语                              | 中文翻译        | 理解重点                     |
|-----------------------------------|-------------|--------------------------|
| dividend                          | 股利 / 股息     | 公司向股东分配现金或股票的方式          |
| cash dividend                     | 现金股利        | 以现金支付，常见于成熟企业            |
| regular dividend                  | 常规股利        | 周期性、可持续的股利，市场信号较强        |
| extra dividend / special dividend | 额外股利 / 特别股利 | 通常表示一次性分配，不一定代表长期现金流改善   |
| stock repurchase                  | 股票回购        | 公司用现金买回股票，是向股东返还现金的另一种方式 |
| payout policy                     | 支付政策        | 股利与回购的总体安排               |
| sensible payout policy            | 理性支付政策      | 不牺牲正 NPV 项目，保持可持续性       |

## 二、核心理论术语

| 英文术语                       | 中文翻译   | 考点提示                           |
|----------------------------|--------|--------------------------------|
| dividend irrelevance       | 股利无关论  | MM 命题：完美市场且投资政策固定时，股利政策不影响公司价值 |
| homemade dividends         | 自制股利   | 投资者通过卖出股票或再投资股利来复制自己想要的现金流     |
| clienteles effect          | 客户群效应  | 不同股利政策吸引不同投资者群体                |
| information content effect | 信息含量效应 | 股利变化传递管理层对未来现金流的信号             |
| tax preference theory      | 税收偏好理论 | 因税负差异，投资者可能偏好资本利得或股利           |
| residual dividend policy   | 剩余股利政策 | 先满足正 NPV 投资资金需求，再分配剩余现金        |
| flotation costs            | 发行成本   | 外部融资带来的承销费、折价等成本               |
| positive NPV project       | 正净现值项目 | 接受后增加公司价值的投资项目                 |

### 核心判断句

A firm should not reject positive NPV projects just to pay dividends or repurchase shares. 这句话几乎是股利政策选择题的底层原则。

# 公式速查与英文题干关键词

## 一、常用公式

Dividend payout ratio = dividends per share / earnings per share = DPS / EPS

Dividend yield = annual dividends per share / current stock price = DPS / P0

Homemade dividend: 将早期股利延后时, 未来现金 = 当前股利  $\times (1 + r)^t$  + 未来原有股利

忽略税收与交易成本时: 企业股利政策改变现金流时间分布, 但不改变股东财富总现值。

## 二、英文题干关键词

| 关键词                        | 常见问法                                                            | 快速定位                     |
|----------------------------|-----------------------------------------------------------------|--------------------------|
| sensible payout policy     | characteristic of a sensible payout policy                      | 不放弃正 NPV 项目, 不为高股利承担昂贵融资 |
| payout ratio               | dividend as percentage of EPS                                   | DPS / EPS                |
| clientelee effect          | particular investors based on dividend policy and tax impact    | 客户群偏好与税收差异               |
| information content effect | stock prices rise when dividends are increased provided that... | 市场上调未来现金流预期              |
| homemade dividend          | investor wants different timing of dividend income              | 卖股票或再投资股利, 重排现金流时间       |

# 考前易错点与答题模板

## 一、高频易错点

- 把 dividend payout ratio 与 dividend yield 混淆：前者分母是 EPS，后者分母是股票价格。
- 看到 “dividends are irrelevant” 就直接选：这句话只有在严格 MM 假设下才成立，单独作为绝对陈述往往有问题。
- 忽略投资政策固定条件：若股利支付导致放弃正 NPV 项目，公司价值会下降。
- 误以为提高股利一定提高股价：只有当股利变化传递了有价值的信息，或满足了未满足客户群，才可能提高股价。
- homemade dividend 题中忘记复利：把某年现金流延后，必须乘以对应期间的投资收益率。

## 二、简答题模板

1. 先写假设：无税、无交易成本、无发行成本、信息对称、投资政策固定。
2. 再写机制：公司多付股利就少留存或多融资；公司少付股利，股东可卖股票创造现金流。
3. 最后写结论：股利政策只改变现金流时间分布，不改变真实投资现金流和公司价值。

## 三、最终自检

| 检查项                                 | 完成                       |
|-------------------------------------|--------------------------|
| 我能区分 payout ratio 与 dividend yield。 | <input type="checkbox"/> |
| 我能解释 MM 股利无关命题的假设和逻辑。               | <input type="checkbox"/> |
| 我能说明客户群效应与信息含量效应的区别。                | <input type="checkbox"/> |
| 我能完成 homemade dividend 的现金流时间重排计算。  | <input type="checkbox"/> |
| 我能判断为什么不能为提高股利而放弃正 NPV 项目。          | <input type="checkbox"/> |

— 完 —