

## 股息(分红)真的有回报吗?



**Philip Murphy**  
指数委员会主席  
美洲指数管治

本文最初于 2018 年 3 月 29 日在 Indexology® 博客上发布。

股息(分紅)支付和股息收益率傳達了什麼好處? 當市場參與者尋求股票收益或被認為的股息策略安全時, 答案有時可能會被忽視。 1961 年, Merton Miller 和 Franco Modigliani (M&M) 理論認為, 股利政策與公司價值無關。當然, 理論是現實的模型, 需要簡化假設。關於 M&M 的假設所帶來的限制, 我們有一些爭論的空間, 但他們的理論是值得考慮的, 因為如果股利政策與公司價值的確定關係密切, 那麼它就不是個基本的回報。因為如果股利政策在公司價值的確定中甚至接近于不相關, 那麼它就不是總回報的根本驅動力。在許多關於風險溢價和其因素的主要研究和文獻中, 股息和股息收益率通常沒有被廣泛發現來產生回報溢價。套利與收益密切相關, 它起源于外匯市場。它最近被廣泛研究, 包括股票在內的其他資產類別。然而, 雖然股權套利與股息率有關, 但它是一種從指數期貨估值中獲得的前瞻性指標。大多數股息增長或股息收益率策略本身並不能反映股票的價值。

所有這些都不是在暗示股利支付不會對總回報產生影響; 他們明顯對總回報產生影響。但它們可能更多地表現為現金流的組成部分, 而非驅動因素。你可以這樣想——你的雇主給你的工資是直接存入兩個銀行帳戶, 即銀行 A 和銀行 B, 你的工資的主要驅動因素包括你雇主的生意表現和你的工作表現。無論你是通過銀行 A 還是銀行 B 獲取工資, 都與你工資金額沒有關係。銀行作為現金流管道, 就像股息和資本收益一樣。在一個沒有市場摩擦的理論世界裡, 投資者可以通過出售股票來創造出股息的現金流, 正如表 1 所示。

Exhibit 1: Assuming No Market Frictions, Selling Shares Is Economically Equivalent to Receiving Dividends		
	SELLING SHARES TO CREATE CASH FLOW	DIVIDEND CASH FLOW
Initial Number of Shares Held	1,000	1,000
Price per Share (USD)	\$50.00	\$50.00
Initial Value of Holding (USD)	\$50,000	\$50,000
Dividend per Share	\$-	\$1.00
Dividend Yield (%)	0.0	2.0
Dividend Cash Flow (USD)	\$-	\$1,000
Price per Share After Ex-Date (USD)	\$50.00	\$49.00
Number of Shares Sold to Match Dividend Cash Flow	20	0
Value of Shares Sold (USD)	\$1,000	\$-
New Number of Shares Held	980	1,000
New Value of Holding (USD)	\$49,000	\$49,000

Source: S&P Dow Jones Indices, LLC. Table provided for illustrative purposes only.

如果股息本身并不能推动回报,投资者为什么要寻求他们呢?现实世界确实存在市场摩擦,其结果是投资者的股息偏好背后有一系列潜在的行为、金融、甚至法律原因。例如,从心理上来说,获得股息比卖出股票更容易,因为人们可以避免因亏损而卖出的遗憾。某些类型的信托帐户可能会有情感上的原因,甚至是法律上的原因,以避免对委托人的侵犯。从金融的角度来看,股息没有销售佣金,但出售股份便可能会有(尽管许多基金现在可以出售而没有交易费用)。最后,股息可能只是更加方便。人们不需要计划或记住交易就可以获得股息,但人们通常需要出售股票(尽管许多资产管理公司和金融服务提供商提供自动取款服务)。简而言之,股息似乎在心理上有潜在的好处,在某情况下合法,而且在成本和便利性也很有优势。虽然 M&M 展示了一个很强的理论-股息与总回报的无关性,但在市场摩擦的情况下,股息偏好变得更加清晰。

此外,即使股息通常不会推动总回报,它们也可以作为经济信号。这种解释为股息偏好提供了另一种可能的理论上更强大的基础。例如,不断增长的股息可能传达财务实力,而高股息率可能与价值相关。当然,财务实力与质量因子密切相关,价值是最广泛接受的因子之一。因此,通过一个信号方面,股息策略可以提供风险溢价的机会。

有一件事是肯定的,那就是一个股息策略可能与下一个完全不同。市场参与者应仔细考虑特定股息策略对其投资组合的投资政策和影响因素的影响。一个重要的综合考虑是,所有的股息策略都没有广泛的市场那么多样化,因为不是所有的股票都支付股息。因此,最佳的股息策略是那些以不同的方式对多样化的投资组合做出贡献的策略。在我的下一篇文章中,我将再次提到股息策略,并提供一些更深层次的研究。

如欲阅读更多博客文章,请浏览我们的英文网站 [www.indexologyblog.com](http://www.indexologyblog.com), 或  
订阅 **Indexology**<sup>®</sup> 以获取最新发布的文章。

## 一般免责声明

版权©2018, 标普道琼斯指数有限公司 (S&P Global 的分支机构)。版权所有。标普®及标普 500®是 Standard & Poor's Financial Services LLC (S&P Global 的分支机构) (「标普」) 的注册商标。Dow Jones ®是 Dow Jones Trademark Holdings LLC (「道琼斯」) 的注册商标。商标已授予标普道琼斯指数有限公司。未经书面许可, 不得转发、复制及 / 或影印全部或部分有关内容。本档不构成标普道琼斯指数有限公司、道琼斯、标普或其各自附属公司 (统称「标普道琼斯指数」) 在未获所需牌照的司法管辖区内提供服务的要约。标普道琼斯指数提供的所有数据均为通用信息, 未必满足任何人士、实体或人群的具体需要。标普道琼斯会就向第三方提供指数授权收取报酬。指数的过往数据并非未来表现的保证。

投资者不能直接投资于指数。对指数所代表的资产类别的投资, 可通过基于该指数的可投资金融工具进行。标普道琼斯指数并无发起、认可、销售、推广或管理由第三方提供并旨在依据任何指数的表现提供投资回报的任何投资基金或其他投资工具。标普道琼斯指数不保证基于指数的投资产品会准确跟踪指数表现或提供正投资回报。标普道琼斯指数有限公司并非投资顾问, 标普道琼斯指数不会对投资任何此类投资基金或其他投资工具的适当性作出任何陈述。投资者不应根据本档所载声明的任何内容, 作出投资于任何此类投资基金或其他投资工具的决策。我们建议有意投资人士仅在仔细考虑投资此类基金的相关风险 (详情载于投资基金或其他投资产品或工具的发行人或其代表编制的发行备忘录或类似档) 后, 才投资于任何此类投资基金或其他投资工具。指数纳入任何证券, 并不表示标普道琼斯指数建议买入、卖出或持有该证券, 也不应视为投资建议。标普道琼斯指数根据个别指数成分股 (由其主要交易所厘订) 之收市价, 计算旗下美国基准指数的收市价。

以上数据根据一般公众可用信息及可靠来源, 仅为提供数据而编制。以上数据所载的任何内容 (包括指数资料、评级、信用相关分析和资料、研究、估值、模型、软件或其他应用程序或由此得出的内容) 或其任何部分 (「内容」), 未经标普道琼斯指数的事先书面许可, 不得以任何方式予以修改、反向工程、复制或分发, 或储存于数据库或检索系统中。有关内容不得用作任何非法或未经授权用途。标普道琼斯指数及其第三方数据提供商及许可人 (统称「标普道琼斯指数相关方」) 概不保证有关内容的准确性、完整性、及时性或有效性。标普道琼斯指数相关方概不对使用有关内容所导致的任何错误或疏忽负责。有关内容「按原状」提供。标普道琼斯指数相关方不会作出任何或所有明示或暗示的保证, 包括但不限于任何适销性、特定目的或用途的合适性、无错误或无瑕疵。标普道琼斯指数相关方概不对任何一方使用有关内容导致的任何直接、间接、附带、惩戒性、补偿性、惩罚性、特殊或相应而生的损害赔偿、成本、开支、法律费用或损失 (包括但不限于收入损失或盈利损失及机会成本) 承担法律责任, 即使在已获悉可能发生该等损失情况下亦然。

标普道琼斯指数把各分支机构与业务单位的若干活动相互隔离, 以保持其各自活动的独立性和客观性。因此, 标普道琼斯指数的部分业务单位可能拥有其他业务单位缺乏的信息。标普道琼斯指数已制订政策及流程, 确保在每次分析过程中获取的非公开信息维持保密。

此外, 标普道琼斯指数向或就众多机构 (包括证券发行人、投资顾问、经纪商、投资银行、其他金融机构及金融中介机构) 提供广泛服务, 并向上述机构收取相应费用或其他经济利益, 包括标普道琼斯指数推荐、评级、纳入模型组合、评估或以其他方式处理其证券或服务的机构。