

Mindy L. Ying, MBA
President & CEO

Arthur T. French, CFA, CIC
Chief Investment Officer

Sonny C. Lin, CFA, CIC
Senior Portfolio Manager

Lily L. Ku, CFP®
Financial Planner

Chih-Lin Su, MBA, MSF
Financial Consultant

Joseph Fontamillas
Client Service Manager

Carmen Pon
Operations Manager

Jennifer S. Ying, CPA
Financial Consultant

Corey H. Liu, MBA
Financial Consultant

Offices:

Southern California:
2540 Huntington Dr.
Suite 105
San Marino, CA 91108
Tel: (626) 286-4029
(888) 295-4419
Fax: (626) 286-0624

Northern California:
333 Gellert Blvd.
Suite 121
Daly City, CA 94015
Tel: (650) 758-0130
Fax: (650) 758-0131

www.PILLARPACIFIC.com

~ 股利的迷思 ~ ~ The Myth of Dividend ~

儘管經濟持續擴張，但過去三個月內，嚴冬襲擊國內中西部以及東北部，大半區域深受天氣影響，交通因此大亂，對國內其他區域造成重大損失。已有報導指出，擰節開支的消費者不僅是第一季消費者支出減緩的原因之一，也可能導致經濟成長走慢。

四月首季財報發布，必定有公司盈收黯淡。不過，我們的看法比較樂觀。我們認為，市場已將許多潛在利空納入考量，嚴冬所導致的疑慮，對走高的股市而言，只是暫時性的阻礙。

與其花時間討論天氣、推測過去的事件，我們反而想討論一個金融市場長久以來的迷思。迷思指的是根據不明確的慣例或看法。在此我們想討論的迷思是投資組合收益率，更具體的說，是股利收益率。投資人之中有許多認為股利收入就是比實現報酬（股票增值變現）來得優異。縱使這個看法曾有所本，現在也不再成立了。

也許這個迷思一直存在是因為信託中慣例是將收入受益人的權益與剩餘權益分開。多年來，銀行信託部門在結算單上將收入與本金分列說明，助長了絕不能侵蝕本金的概念。這個慣例不經意地造就無法取得最佳資產配置的後果。如今信託架構普遍透過分配一部份的投資資產價值以平衡收入受益人的權益與剩餘權益，使得收入受益人得以「侵蝕本金」。這讓投資組合結構能平衡投資人對風險與報酬的偏好。

直至一九五八年，股票股利收益普遍優於債券利息。這是源於與債券相較，股票本來就是風險較高的資產，投資人因而要求更高的收益這樣的認知。然而，從六〇年代到近期，基於若干原因，股利收益已低於債

券收益。或許這些原因中最顯著的是股票有參與盈收成長的可能性。儘管這兩種對於股利收益的看法當時都廣受接納，但信託的約束及其後的變更導致對股利收益高低的偏好應該是頗為可靠的推測。

一九五八年 Franco Modigliani 與 Merton Miller 首次發表一個定理，接下來二十年他們不斷修正使這個定理更加完善。Modigliani-Miller 定理是一個資本結構理論，認為在特定假設下，不論一間公司的資本是來自發行股票或是債券，這間公司的價值不受籌資的方式影響。

Modigliani 與 Miller 在一篇寫於一九六一年，修改於一九七七年文章中也重申一間公司的價值不受股利政策支配。自此，整個世代的經濟學家開始大量檢視股利政策，也出現數個但書，但是這個定理依舊是了解資本結構的骨架。Modigliani 在一九八五年得到諾貝爾獎，Miller 於一九九〇年也因他們對金融經濟的貢獻獲肯定。

前文提及此定理取決於特定的假設，由於本文旨在以投資人觀點來比較股利收益與資本收益的價值，因此我們將焦點放在定理的這個面向。換句話說，如果一個投資人需要從投資組合支取現金以因應開支，這個現金需求是透過股利取得？還是從脫手股票所得的實現報酬（或損失）取得？

根據這個定理，如果假設資本收益稅率與股利收益稅率相同，那這兩個方式對投資人並沒有不同之處，錢最終就是錢！然而，若是考量到出售股票時機上的彈性以及在實現報酬與實現損失這兩者間的配置規劃，對投資人而言，在個別股票與債券上，這個平衡就會開始偏向成長而非收益。