

# 贵州茅台、五粮液现金股利政策对比研究

高聪慧

(天津财经大学 天津 300222)

**【摘要】** 股利政策是上市公司对留存利润在股东和企业之间进行分配的安排,合适的股利政策既要做到回报投资者,实现股东利益最大化,又要适应公司未来发展需要。而作为白酒行业的领军代表,高价股贵州茅台和五粮液却采取极具差异的股利分配政策,本文对两公司的现金股利政策进行了对比,探讨了贵州茅台和五粮液现金分红差别的原因。

**【关键词】** 现金股利政策 贵州茅台 五粮液

作为公司三大财务决策之一的股利分配政策关系着一个公司的投资决策、筹资决策以及公司形象。公司股权结构是否稳定,经营能否持续,也会受到股利政策的影响。股利要如何分配,分配多少,长期以来都是上市公司管理层工作中的重中之重,也是学者研究的重要课题。

## 一、贵州茅台、五粮液公司简介

贵州茅台酒股份有限公司于2001年7月31日在上海证券交易所公开发行普通股7150万股(国有股存量发行650万股),累计达25000万股(股票简称“贵州茅台”)。于同年8月份上市。如今流通股共计103818万股。主营茅台酒系列产

品,兼有防伪技术开发、食品、包装材料的生产和销售等。自2001年上市以来,贵州茅台股价一路飙升:由发行价31.39元发展到现在的复权价1000多元,30多倍的增长使贵州茅台一直稳居第一高价股的宝座,同样,从现金股利分红的绝对值来看,贵州茅台也毫不逊色于其他股票,连续蝉联“最牛现金分红股”称号。

较之于贵州茅台,宜宾五粮液股份有限公司早在1998年3月27日已在深圳证券交易所公开发行7200万股(股票简称“五粮液”),此外还向职工配售800万股,于当年4月下旬开始在深交所上市交易,如今总流通股股本已达379552.10

险的特征及它们可能对项目造成的影响。定量分析比定性分析更深入一步,它试图量化分析风险所带来的后果,或者是根据它要做出的预防措施给风险打分。在列出所有风险并对其评估后,我们需要将所有潜在风险列在风险登记表上(风险登记表格式如表2所示),采用预防措施来消除或减弱审计风险,把风险控制可在可接受的范围之内。

表2 风险登记表格式

风险编号	登记日期	风险描述和影响	可能性(P=1~3)	后果严重性(S=1~3)	发现难度(D=1~3)	级别(P×S×D)	减轻和避免措施	签字

## 四、加强我国政府审计项目现场管理的改进建议

将项目管理技术引入政府审计项目现场管理中,可以极大地提高我国目前的政府审计现场管理水平。此外,还应注意从整体上加强对审计项目管理的力度,努力提高审计人员的素质、健全审计现场管理制度、不断改进创新审计方法和加强审计人员之间的沟通。

1. 加大审计人员的教育培训力度。把审计业务、技能和业务知识的学习与掌握作为一项长期工作高度重视,强化培训管理,为全面提高审计质量提供人才保障。

2. 建立健全审计现场管理制度体系。应创新审计现场管

理制度,不断修订和完善审计现场管理制度。按照合法性、科学性、高效性的原则,健全完善审计复核审理、审计业务会议、审计过错追究办法、审计工作方法、机关内部管理、审计工作廉政纪律落实等,以提高审计质量,进一步规范工作程序、细化工作流程、创新工作方法,形成工作讲规范、办事讲程序、管理讲制度的良好机制。

3. 不断改进和创新审计方法,提高审计管理水平。根据不同的审计工作内容,合理选择和综合运用适当的审计技术与方法,在分析审计数据时,通过计算机审计分析技术,有效地把握总体、锁定重点和精确延伸,扩大审计的广度和深度,避免手工抽样审计等存在的缺陷,降低审计风险。

4. 促进审计组内部成员之间的沟通。2011年上半年,审计署组织全国审计机关开展的地方政府性债务审计,审计署计算机中心开发了审计管理平台,实现了审计重要信息共享以及审计进度的实时动态监控。此外,审计人员利用OA腾讯通进行审计信息传递,两者之间的有效结合,保证了整个审计项目能快速有序推进。

## 主要参考文献

1. 赵劲松.从地方政府性债务审计看大型统一组织审计项目的管理.中国审计,2011;15
2. 刘兆明,李娜,刘旸.论审计项目管理的架构.合肥工业大学学报(社会科学版),2008;5

万股,经营范围主要是酒类及相关辅助产品,如瓶盖、标识、商标及包装物等。五粮液虽然同样增长迅速,利润也节节攀升,但在现金股利分配方案上却没有贵州茅台那样的大手笔。

贵州茅台和五粮液处在同一行业,具有竞争环境的相似性,产品和服务的同质性,行业地位也在伯仲之间,2012年第一季度全国酒精与饮料酒行业实现净利润124.47亿元,其中五粮液净利润30.50亿元,贵州茅台净利润29.69亿元,未来的十年将会是白酒产业稳定增长的十年;贵州茅台和五粮液都是由国有企业改制后上市的,均存在一股独大的现象,截至2012年4月,中国贵州茅台酒有限责任公司持有贵州茅台61.76%的股份,而五粮液第一大股东——宜宾国有资产经营有限公司持有五粮液56.07%的股份;从历年的财务报表可以看出五粮液和贵州茅台都具有强有力的资金后盾,负债率低,增长率高,不存在偿债压力,投资基本为对内投资,对外长期股权投资较少。从以上分析可知,贵州茅台和五粮液虽同样处于自身的稳定发展阶段、股权结构相似、行业地位相当,却具有迥异的现金分红现象。下面我们就两公司现金股利差异进行分析。

## 二、1998~2000年五粮液股利政策

五粮液1998年就已上市,较贵州茅台早三年。在贵州茅台尚未上市的三年里,五粮液一直稳定增长,1998年实现每股收益1.73元,净利润5.53亿元;1999年每股收益1.35元,净利润6.49亿元;2000年每股收益1.60元,净利润7.68亿元,但除了1998年每10股派发现金股利12.5元之外,其余两年均未派现,其中1999年10股转5股,2000年不分配不转增,提出以10:2配股,配股价25元。1998年上市第一次分配五粮液就提出如此之高的现金分红,控股股东一次性从企业净利润中分到将近30000万元,收回了82.76%的投资额。而接下来的两年内,在账面具有高额未分配利润、完全能够满足公司投资需求的情况下,五粮液连一文钱也没有分配给投资者,却还要配售股票。这直接导致了中小股东为维护个人利益而发起“五粮液事件”。可见早三年五粮液股利分配政策完全从大股东利益出发,使其能够迅速收回投资,之后牢牢抓住公司的资金使用权,损害了中小股东的利益。

## 三、2001~2011年贵州茅台与五粮液现金股利政策对比分析

2001年,贵州茅台也开始上市交易,贵州茅台一开始就进行现金分红,11年来从不间断,且呈现逐年上升趋势,相反,五粮液自从“五粮液事件”之后,依然我行我素,现金分红毫无连续性可言,至2008年方才逐渐稳定。2001~2011年连续11年两公司的股利分配方案见表1和表2。

从表1可以看出,自2001年开始贵州茅台连续11年持续进行现金分红,采取的是一贯的积极分红的股利政策。现金股利不仅越来越高,而且十分连续,每股盈余也在不断增长,将五粮液远远抛在了后面。其中2012年4月10公布的2011年股利分配方案更是提出了每10股派发39.97元的现金股利政策,打破了自己的A股派现记录——2010年的每10股派发23元的现金分红。自上市以来,加上2011年度预计分红

的约41.49亿元(3.997×103818),11年来贵州茅台累计分红将达115.33亿元,2011年度分红后账面未分配利润余额预计为157.88亿元(199.37-41.49)。现金分红在绝对值上远超越竞争对手五粮液,其他上市公司也只能望其项背。

表1 贵州茅台2001~2011年股利分配方案

年份	股利政策(每10股)			现金分红占净利润比例	每股收益
	税前派息(元)	送股	转股		
2001	6	0	1	45.69%	1.31
2002	2	1	0	14.60%	1.37
2003	3	0	3	15.47%	1.94
2004	5	0	2	23.96%	2.09
2005	3	0	10	12.66%	2.37
2006	7	0	0	43.92%	1.59
2007	8.36	0	0	27.87%	3.00
2008	11.56	0	0	28.72%	4.03
2009	11.85	0	0	25.93%	4.57
2010	23	1	0	42.97%	5.35
2011	39.97	0	0	47.35%	8.44

五粮液在投资者心目中的形象以铁公鸡、一毛不拔著称,自1998年上市以来,真正意义上的现金分红并不多见。从表2可以看出,五粮液自2001年至2007年分配的现金股利寥寥无几,且毫无连续性可言,偶有送股和转增股份。自2008年开始现金股利由每10股派发0.5元开始逐渐增加到2011年度的每10股派发5元。加上2011年度五粮液预计分配的18.98亿元(0.5×379552.10),其上市以来累计分红总额约为51.64万元,2011年度分红后账面未分配利润余额预计为131.04亿元(150.02-18.98)。

表2 五粮液2001~2011年股利分配方案

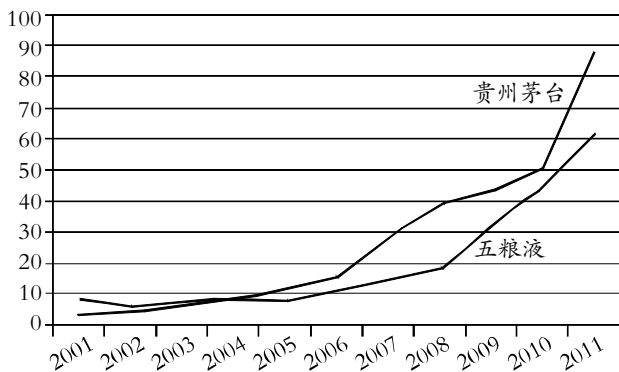
年份	股利政策(每10股)			现金分红占净利润比例	每股收益
	税前派息(元)	送股	转股		
2001	1.25	1	2	13.44%	0.93
2002	0	0	2	0.00	0.54
2003	2	8	2	38.57%	0.52
2004	0	0	0	0	0.31
2005	1	0	0	34.26%	0.29
2006	0.6	4	0	13.90%	0.43
2007	0	0	0	0	0.39
2008	0.5	0	0	10.48%	0.48
2009	1.5	0	0	17.55%	0.85
2010	3	0	0	25.91%	1.16
2011	5	0	0	30.82%	1.62

2001~2011年11年间两公司现金股利存在差异主要有以下几方面的原因:

原因一:发展战略差异。造成五粮液和贵州茅台现金股利差异的很大原因在于两个公司采取不同的发展战略。早期的五粮液具有庞大的品牌家族,产品较贵州茅台更丰富多样,其

在高速发展多样品牌的同时,还利用较充足的资金优势进行强势的广告营销,使得销售费用、营业费用等一直高于贵州茅台。虽然多品牌的发展模式使五粮液营业收入略高于贵州茅台,但是盈利能力却有所下降,净利润由2001年8.11亿元(贵州茅台3.28亿元)开始波动式下降,2004年起被贵州茅台赶超并被甩在了后面,2001~2005年它的每股收益也呈现不断下降的趋势。可以想象,为满足自身日常资金需要,稳固旗下多个品牌的发展,避免因分红导致的大量资金的流出,五粮液更倾向于保留盈余以加速发展,满足旗下不同品牌经营和投资的需要。因此2007年之前五粮液的现金股利时断时续,还常常进行送股和配股。2003年五粮液开始着手收缩阵线,大力砍掉旗下非盈利子品牌,集中资金优势发展盈利品牌,五粮液的现金分红也由此开始逐渐走向稳定。此外,五粮液不仅生产酒类,印刷、玻璃、塑料制品方面也有涉猎,如此多样化的经营模式必然需要大量资金,五粮液的低股利支付率也在情理之中了。相反贵州茅台凭借其核心竞争力,茅台酒在高端市场上供不应求,且近年来经过多次提价,净利润由2001年的3.28亿元增至2011年的87.63亿元。具有充足的资金来源可支持其持续增长的现金股利政策,给投资者以企业稳定增长的利好信息,以稳定茅台的高股价。

原因二:盈利能力的差异。从表2可以看出2008年以后虽然五粮液已经开始注重现金分红,但股利支付率还是远低于贵州茅台,也低于行业平均水平。“国酒”茅台和“白酒大王”五粮液是酿酒行业中的两大巨头,长期以来的竞争使得两者处在相生相克的境地,五粮液自从2004年被贵州茅台赶超之后,净利润一直落后于贵州茅台(两公司2001~2011年的净利润变化情况详见下图)。五粮液一旦提高现金分红,为维持稳定的股利政策,只会给企业未来带来更大的分红压力。倘若做不到持续性分红,不稳定的股利政策只能使股价波动,投资者信心也会大受影响,之前的“五粮液事件”就是前车之鉴。那么为稳定自己在行业中的地位,在盈利能力较贵州茅台低、股本基数较贵州茅台大的情况下,控股股东更倾向于较少的现金分红,减少现金流出,以保持绝对的资金控制权与贵州茅台继续分庭抗礼。



贵州茅台、五粮液 2001~2011 年净利润对比图

原因三:股价因素。稳定的股利政策不仅能够增强投资者的信心,也有助于维持股价稳定,贵州茅台股价一直走高,最

近维持在245元左右。如此高的股价不利于中小投资者的短期投资行为,公司持续的高额现金分红不仅能够树立企业在整个资本市场上的良好形象,也有助于吸引那些不单纯注重资本利得、更注重企业分红的长期投资者,避免因投资者的短线操作带来的股价异常波动。而五粮液是白酒行业里的“蓝筹股”,30多元的股价还有很大的向上空间,抓住投资机会促进企业发展,提高股票价值和投资者资本收益,必然需要较强劲的资金支持,因此较低的现金分红也是合理的。

#### 四、对两公司股利政策的思考

股利是上市公司回馈投资者的直接体现,从股东的角度看,现金分红能够增加其收益。保持稳定、持续的股利政策在提高公司形象的同时,更有助于企业的长远发展。但是目前上市公司股利分配乱象丛生,毫无持续性可言,铁公鸡比比皆是,过度分红的现象也不少。

为了维护中小股东的利益,避免大股东的肆意侵害行为,中国证券监督管理部门加强了对现金分红的规定,如2008年证监会提出的上市公司公开发行股票的条件之一是“上市公司最近三年以现金形式累积分配的利润不少于最近三年年均可分配利润的30%”,这一制度还在不断完善之中,一定程度上也规范了上市公司的股利分配行为。五粮液2008年开始逐渐提高了现金分红比率,且逐步走向稳定,虽然它现期内并未增发股票,但不可否认新制度对其现金股利政策能够起到一定的促进作用。

贵州茅台虽然以高额股利笑傲整个A股市场,2011年的股利支付率也高达47.35%,但是相较于其高达230元的股价而言,税前股息率还是很低的,账面上的巨额未分配利润使得贵州茅台的高额分红处在不尴不尬的境地,五粮液因本身股价偏低,股息率略偏高一点,但这两个公司的股息率均低于一年定期存款利率。按照资本市场与货币市场的风险收益对称原理看,资本市场属于高风险高回报类型,其分红率应该高于银行存款利率,或者不低于市场平均股息率。按照这个观点,贵州茅台和五粮液的现金股利分红不尽如人意。

从以上分析来看,并不是股利支付越高越好,合适的股利政策才是企业孜孜不倦所追求的,公司只有做到股利政策与企业发展相适应,同时又兼顾对股东的回报,才能稳定长期地发展下去。如今三公消费、禁酒令的出现,成本的持续上升等对白酒行业尤其是像贵州茅台和五粮液这样的高端白酒都是很大的挑战。对于贵州茅台,如何做到既能应对市场变化又能保持自身持续、稳定的现金股利政策,而五粮液如何通过完善股利政策赢回投资者信心,两个公司都要慎之又慎。

#### 主要参考文献

- 童盼,马俊杰.高股利政策——贵州茅台的理性选择.财务与会计,2011;9
- 葛翔曦.中国两大白酒企业集团品牌战略的比较与分析——论五粮液、茅台品牌战略的得失.经营战略,2007;10
- 王婷.五粮液股份公司股利政策研究.河北大学硕士论文,2011
- 吴勇毅.贵州茅台的高利润之谜.新财经,2001;6