

贵州茅台与五粮液 股利政策选择的动因分析

王艳林

贵州茅台和五粮液是中国白酒品牌中两个著名品牌。就股利分配而言,贵州茅台是高派现股利政策的典范,而五粮液则实行低派现或不派现的股利政策。同样是白酒行业的“绩优股”,在分配股利时贵州茅台为什么表现得如此慷慨大方,而五粮液却如此吝啬?这种股利政策的差异是两家公司的理性选择,还是股利分配时的一时冲动?本文拟以贵州

茅台和五粮液2001~2011年期间不同的股利政策选择为切入点,剖析两家上市公司选择不同股利政策的财务层面动因和公司治理方面动因,以充分说明我国上市公司股利政策选择与西方股利分配理论存在差异的制度性原因。

一、贵州茅台与五粮液的股利分配方案回顾

在优良业绩支撑下,贵州茅台一直选择高派现的股利政策,其股利政策呈现出以下几个明显的特征:第一,连续性。2001~2011年,贵州茅台每年都派发现金股利,从未间断。第二,以现金分红为主,送股和转股相对较少。第三,高股利。2001~2011年贵州茅台年均现金股利支付率高达28.52%,年均现金分红为1.1元/股,并呈现逐年递增趋势。贵州茅台在2010年

用效率不佳,无疑会把企业推向破产的深渊。因此,提高资金的使用效率,提升企业的盈利能力是中小企业必须要解决的问题。只有企业的资金利润率大于借款利息率,企业才有生存的空间。

(2) 积极开拓筹资渠道。企业筹资渠道一般分为内部筹资和外部筹资。其中,内部筹资包括自身积累和股本资金;外部筹资主要包括银行贷款和发行债券。而两者之间保持恰当的比例是优化企业资本结构的关键。虽然中小企业筹资难的问题尚未彻底解决,但是,随着国家政策的不断引导,其贷款环境已经好转。因此,中小企业应与银行建立长期良好关系,寻求政策帮助,争取获取多种方式的贷款,尤其是银行授信、长期贷款等,从而使企业资金来源面不断扩大。

3. 资金回收风险控制

(1) 积极加强存货管理。存货过多,势必会造成产品积压,使企业储备成本提高;但存货不足会使企业丧失销售机

会。所以,对于中小企业而言,引进先进的存货管理方法已经成为关键。例如,企业可根据客户的需求,计算出最佳订货批量、最佳订货次数、最佳订货周期等指标;对存货的出、入进行合理预算,保证存货变现质量;结合订单管理,引入零库存理念等。通过提升存货管理水平,加快企业存货变现速度。

(2) 选择合理的销售方式和结算方式。对客户进行信用评价是销售发生的首要条件。但是,在这一点上很多中小企业不够重视,往往唯订单是图。科学合理地制定信用政策,是企业销售资金正常回流的基本保证。加强应收账款管理,首要任务是建立购货方的资信调查制度;其次,建立赊销额度的审批权限;第三,责权利挂钩。谁销售、谁负责。经办人员必须对经办的业务承担100%的责任,并将应收账款按账龄金额与工资、奖金挂钩。高层、销售部门负责人对形成坏账也承担一定比例的责任,全额收回,则进行相应奖励。

(3) 强化产品的更新升级,提升技术含量。很多中小企业初期都是依附于一些大企业产生和发展起来的。这有利于企业的前期发展,但同时也容易使企业产生很强的综合依赖症。事实上,这些大企业只是提供了一个支点和机会,真正的发展还在于市场。中小企业只有积极探索市场的需求变化,在产品上不断更新换代,才能使自身发展得到保证,并使资金回流顺畅。

(4) 严格控制销售费用。对于中小企业而言,销售十分重要,但是,这并不意味着销售费用的支出一定应该很高。对此,企业应做好两方面的工作:一是逐步降低个人关系在销售中的重要性,提升企业整体作用;二是以“投入/产出”法作为控制手段,即将销售费用与销售额之比以及销售费用与销售回收现金之比作为预算和报销标准。预算和报销制度,既要合理又要合规,同时不失弹性。■

(作者单位:江苏理工学院会计系)

责任编辑 达青

表1 2001~2011年贵州茅台与五粮液盈利能力

比率	年度公司	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	均值
	销售净利率	贵州茅台	0.21	0.21	0.25	0.28	0.30	0.32	0.41	0.49	0.47	0.46	0.50
五粮液		0.17	0.11	0.11	0.13	0.12	0.16	0.2	0.23	0.31	0.29	0.31	0.20
资产报酬率	贵州茅台	0.25	0.17	0.22	0.26	0.26	0.28	0.45	0.4	0.33	0.31	0.40	0.30
	五粮液	0.16	0.12	0.14	0.15	0.13	0.17	0.19	0.18	0.26	0.24	0.24	0.18
总资产净利润率	贵州茅台	0.14	0.11	0.14	0.15	0.16	0.18	0.3	0.3	0.26	0.24	0.31	0.21
	五粮液	0.14	0.09	0.09	0.10	0.09	0.12	0.13	0.15	0.2	0.18	0.20	0.14
净资产收益率	贵州茅台	0.22	0.14	0.19	0.22	0.24	0.27	0.4	0.39	0.34	0.31	0.40	0.28
	五粮液	0.21	0.12	0.12	0.13	0.11	0.15	0.16	0.17	0.25	0.27	0.30	0.18

资料来源：根据国泰安数据库与和讯资讯整理

表2 2001~2011年贵州茅台与五粮液股东获利能力 单位：元

比率	年度公司	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	均值
	每股收益	贵州茅台	1.31	1.37	1.94	2.09	2.37	1.59	3.00	4.03	4.57	5.35	8.44
五粮液		0.93	0.54	0.52	0.31	0.29	0.43	0.39	0.48	0.85	1.16	1.62	0.68
每股净资产	贵州茅台	10.12	10.37	11.37	10.6	10.79	6.25	8.72	11.91	15.33	19.49	24.07	12.64
	五粮液	5.40	4.69	4.43	2.42	2.71	3.04	2.52	3.00	3.76	4.77	6.09	3.89
每股营业收入	贵州茅台	6.47	6.67	7.94	7.65	8.33	5.19	7.67	8.73	10.25	12.33	17.73	9.00
	五粮液	5.46	5.05	4.67	2.32	2.37	2.72	1.93	2.09	2.93	4.09	5.36	3.55
每股企业自由现金流	贵州茅台	0.00	1.47	1.08	1.43	1.52	1.51	1.39	1.33	2.23	2.93	4.1	1.73
	五粮液	0.84	1.04	0.99	0.34	0.05	0.19	0.08	0.00	0.98	0.29	0.41	0.47
每股经营活动现金流	贵州茅台	0.17	1.58	3.11	2.48	3.59	2.23	1.85	5.56	4.48	6.57	9.78	3.76
	五粮液	1.23	0.93	0.77	0.3	0.46	0.49	0.44	0.52	1.59	2.03	2.51	1.03

资料来源：根据国泰安数据库与和讯资讯整理

和2011年以每10股送1股派现23元和每10股派现39.97元创下了A股派现之最，被誉为迄今为止A股最“牛”股利分配方案。

五粮液股利政策总体上是低派现或不派现，主要以送股和转增形式为主。2001~2011年期间，五粮液年均现金分红仅为0.12元/股；其在2002年、2004年和2007年度又执行了“不分配、不转增”政策；即便在有现金分红的年份，现金分红也没有超过每10股5元。另外，五粮液股利政策缺乏连续性和稳定性，送股、转增和派现行为交叉出现，没有特定的规律可循。

二、贵州茅台与五粮液股利政策选择的动因分析

(一) 贵州茅台与五粮液股利政策是基于财务基本面的理性选择？

如果贵州茅台与五粮液股利分配政策是基于公司财务基本面的理性选择，那么贵州茅台的高派现股利政策必定有良好的财务基本面作为支撑；而五粮液之所以选择低派现或不派现的股利政策，必定是因为其财务基本面不容乐观。

1. 贵州茅台与五粮液盈利能力分析

表1列示了2001~2011年度贵州茅台与五粮液相关盈利能力指标。从表1可以看出，贵州茅台与五粮液的盈利能力都很强，各项盈利能力指标都表现不俗，并呈现出逐年递增的趋势。但是，贵州茅台的盈利水平要明显高于五粮液。以2011年为例，贵州茅台的销售净利率、

资产报酬率、总资产净利润率和净资产收益率分别为50%、40%、31%和40%，而五粮液的相应指标分别为31%、24%、20%和30%，二者之间存在一定的差距。贵州茅台超强的经营业绩和盈利能力成为其选择持续高派现股利政策的重要支撑，而五粮液的盈利能力虽然也很强，但与贵州茅台相比就显得相形见绌，这也成为其选择低派现或不派现股利政策的重要原因之一。

表2报告了2001~2011年贵州茅台与五粮液股东获利能力分析结果。从每股收益、每股净资产等指标来看，贵州茅台的各项指标都远远高于五粮液，这也从财务层面支撑了贵州茅台的现金分红水平高于五粮液。另外，2001~2011年，

表3 2001~2011年贵州茅台与五粮液偿债能力

比率	年度公司	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	均值
		流动比率	贵州茅台	3.1	2.83	2.53	2.21	2.08	1.99	3.44	2.88	3.06	2.89
	五粮液	1.59	1.43	1.2	1.34	1.85	2.47	3.34	4.28	2.12	2.08	2.22	2.17
速动比率	贵州茅台	2.25	1.81	1.71	1.43	1.44	1.41	2.35	2.15	2.24	2.1	2.18	1.59
	五粮液	0.93	0.93	0.71	0.72	1.2	1.73	2.41	3.27	1.57	1.64	1.8	1.54
现金比率	贵州茅台	2.11	1.69	1.58	1.34	1.34	1.32	2.24	1.9	1.91	1.83	1.93	1.74
	五粮液	0.78	0.7	0.45	0.4	0.89	1.37	2.09	2.9	1.2	1.37	1.61	1.25
资产负债率	贵州茅台	0.27	0.27	0.3	0.34	0.36	0.36	0.2	0.27	0.26	0.28	0.27	0.29
	五粮液	0.3	0.27	0.27	0.25	0.23	0.2	0.17	0.15	0.3	0.36	0.36	0.26

资料来源：根据国泰安数据库与和讯资讯整理

表4 2001~2011年贵州茅台与五粮液发展能力

比率	年度公司	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	均值
		总资产增长率	贵州茅台	1.73	0.13	0.26	0.29	0.26	0.17	0.1	0.5	0.25	0.29
	五粮液	0.45	0.09	0.14	0.07	0.09	0.07	0.12	0.17	0.54	0.38	0.29	0.21
净资产收益率增长率	贵州茅台		0.02	0.29	0.16	0.12	0.16	0.35	-0.01	-0.12	-0.08	0.28	0.11
	五粮液	-0.28	-0.33	0	0.08	-0.14	0.32	0.08	0.04	0.51	0.04	0.1	0.38
净利润增长率	贵州茅台		0.15	0.55	0.4	0.37	0.35	0.88	0.35	0.14	0.17	0.73	0.41
	五粮液	0.06	-0.24	0.14	0.18	-0.04	0.48	0.25	0.24	0.89	0.32	0.4	0.24
每股经营活动产生的现金流增长率	贵州茅台		8.34	0.97	-0.2	0.45	-0.38	-0.17	2.01	-0.2	0.47	0.49	1.17
	五粮液	-0.54	-0.25	-0.17	-0.61	0.52	0.07	-0.11	0.18	2.07	0.27	0.24	0.15
经营活动产生的现金流净额增长率	贵州茅台		9.28	1.17	0.04	0.74	0.24	-0.17	2.01	-0.2	0.47	0.64	1.42
	五粮液	-0.17	-0.02	-0.01	-0.21	0.52	0.07	0.25	0.18	2.07	0.27	0.24	0.28

资料来源：根据国泰安数据库与和讯资讯整理(个别数据缺失)

贵州茅台的平均每股收益和每股自由现金流分别为3.28元和1.73元，而五粮液这两项指标仅为0.68元和0.47元。高获利能力和充沛的现金流，使贵州茅台选择高派现的股利政策没有后顾之忧，而相对较低的获利能力和现金流水平，也成为五粮液选择高股利政策的羁绊，其只能退而求其次选择低派现或不派现的股利分配政策。

2. 贵州茅台与五粮液偿债能力分析

表3列示了2001~2011年贵州茅台与五粮液的短期和长期偿债能力指标。就长期偿债能力而言，贵州茅台历年的资产负债率都高于五粮液的相应指标，二者的均值分别为0.29和0.26，这说明贵州茅台的长期偿债能力稍稍逊色于五粮

液。就短期偿债能力而言，除2006年、2008年之外(2007年五粮液没有派发现金股利)，贵州茅台的流动比率、速动比率和现金比率都高于五粮液，说明前者的短期偿债能力明显高于后者。长期积极的高派现股利政策，不但没有影响到贵州茅台的融资水平和长短期偿债能力，反而使公司的资本结构更加趋于合理；反观五粮液，较低的负债水平和较高的偿债能力导致了其不太合理的资本结构。

3. 贵州茅台与五粮液发展能力分析

表4列示了2001~2011年贵州茅台与五粮液发展能力相关指标。从历年的数据来看，贵州茅台与五粮液各项指标交错变化，并不能清楚地判断二者发展

能力孰高孰低。但就均值而言，除净资产收益率增长率这个指标之外，贵州茅台的其他各项指标的均值都高于五粮液的其他各项指标，也就是说，贵州茅台强劲的发展势头和拓展能力为其选择高派现股利政策提供了有力的支撑，而五粮液相对较弱的发展能力也是其选择低派现或不派现股利政策的原因之一。

(二) 贵州茅台与五粮液股利政策是公司治理结构带来的必然结果？

贵州茅台的第一大股东为中国贵州茅台酒厂有限责任公司，其持股比例为61.76%，实际控制人是贵州省人民政府国有资产监督管理委员会；五粮液的第一大股东是宜宾市国有资产经营有限公司，持股比例为56.07%，实际控制人为

表5 2001~2011年贵州茅台与五粮液与母公司关联交易情况 单位:万元

指标	年度公司	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011
卖方交易额	贵州茅台	0	0	0	0	0	0	0	452	0	0	0
	五粮液	16 190	38 250	34 050	9.24	27.01	26 570	356 500	26 260	399 800	848 300	10 660
买方交易额	贵州茅台		0	0	0	64 220	2 774	13 980	12 740	3 756.55	11 820	1 078
	五粮液	49 860	49 530	64 970	157 200	169 600	76 400	1.18	121 100	504 400	160 900	0
资产置换	贵州茅台	0	0	0	0	0	0	723	0	0	0	0
	五粮液	0	0	0	0	0	0	9 562	0	8 294	5 000	1 628
关联交易总额	贵州茅台	0	4 335	0	0	64 220	18 910	22 740	26 070	20 500	30 240	23 260
	五粮液	145 600	182 700	241 800	343 100	284 700	443 300	616 600	657 800	1048 000	1 041 000	225 100

资料来源:根据国泰安数据库和和讯资讯整理(个别数据缺失)

五粮液集团。贵州茅台与五粮液治理结构有相似之处,都是“一股独大”下的大股东控制。但二者也有不同之处,五粮液是由五粮液集团剥离其优质资产而设立的上市公司,五粮液的实际控制人五粮液集团不仅控制了五粮液,同时还控制五粮液的下属公司,这导致了五粮液与五粮液集团存在大量的关联交易。

表5列示了2001~2011年贵州茅台和五粮液与母公司关联交易发生额。按照贵州茅台和五粮液在关联交易中的地位,我们分别列示了二者销售货物和提供劳务等作为卖方关系交易金额、采购货物和接受劳务等作为买方关联交易金额、资产置换金额和关联交易总金额四项。

就关联交易的总额而言,2001~2011年,贵州茅台与母公司之间的关联交易相对较少,而五粮液的关联交易数额庞大。作为卖方,贵州茅台只在2008年与母公司发生了关联交易;而五粮液却源源不断地通过销售产品和提供劳务与五粮液集团发生资金往来。作为买方,贵州茅台的交易金额也相对较少,五粮液则以购买产品和支付综合服务费的形式将大量的资金输向五粮液集团,除2007年、2011年之外,各年输入的资金都在亿元之上。资产置换是关联交易中数额最少的一种形式,贵州茅台只在2007年发生了相关交易,交易金额为723万元;

五粮液则在2007、2009、2010和2011年都与五粮液集团发生了金额庞大的资产置换。

需要说明的是,在关联交易定价方面,向母公司采购有可能对部分产品参照市场价交易,而向母公司销售产品环节则较少参照市场价格。既然五粮液集团每年可能通过关联交易从五粮液获取巨额的现金流入,因此它也就无法通过股利分配这种形式与股东共享收益了。

三、启示

首先,上市公司选择何种股利政策,受制于多种因素的共同影响,既要考虑到公司财务基本面的实际情况,也受制于公司的治理结构(尤其是股权结构),是股东之间利益制衡的结果。

其次,上市公司股利政策的选择因企业而异,可以千面百孔。并非所有的上市公司都存在大股东通过股利分配侵害中小股东利益的现象,也并非所有实施高派现股利政策的上市公司都存在如学术界所言的大股东“掏空”行为,贵州茅台十年来的持续高股利分配政策就是对这种现象和观点的质疑与反驳。

最后,上市公司股利分配政策的选择与公司治理结构,尤其是股权结构密切相关,是公司治理的产物。如果上市公司的控股股东为国资委,则可能会因为国

委缺乏资金转移渠道、相关的资本运营活动和专业化资本运作人才而无法通过关联交易的手段直接从上市公司转移资金,高派现的股利政策就成为其首选,贵州茅台的股利政策充分说明了这一点。相反,如果上市公司的控股股东是企业集团,控股股东为了企业集团整体的利益,会利用手中的控制权和现金流权在企业集团内部进行资源分配,五粮液股利政策的选择是五粮液集团内部资源分配和资源转移的结果,是集团内部各子公司之间利益和愿望的体现。■

[本文是内蒙古自治区高等学校科学技术研究项目(项目编号:NSY12169)的阶段性研究成果]

(作者单位:内蒙古财经大学会计学院)

责任编辑 陈利花

参考文献:

1. 李礼,王曼舒,齐寅峰.2006.股利政策由谁决定及其选择动因——基于中国非国有上市公司的问卷调查分析.金融研究,1
2. 吕长江,王克敏.2002.上市公司资本结构、股利分配及管理股权比例相互作用机制研究.会计研究,3
3. 原红旗.2004.中国上市公司股利政策分析.北京:中国财政经济出版社