

## 摘 要

在资本市场不断进步与完善的背景下，股利政策作为企业财务策略的一个关键环节，其恰当的设定对于保障企业的持续成长和维护股东利益极为关键。国外学术界对股利政策的研究已经积累了七十多年的经验，而国内的研究起步较晚，大约有三十年的历史。然而，中国上市公司在执行股利政策时仍面临一些挑战，包括股利支付的异常性、不规律性和不稳定性，这些问题不仅妨碍了投资者的进一步投资，也对资本市场的整体健康造成了不利影响。因此，制定一个科学合理的股利政策，对于企业塑造良好形象和实现长期可持续性发展具有重大意义。

本研究选取了白酒行业的领头羊——五粮液股份有限公司作为研究的焦点，依托于现金股利分配的理论框架，运用了文献研究、比较分析和案例研究等多种研究方法。通过对五粮液的股利分配实践进行深入分析，并与同行业其他公司的股利政策进行对比，本研究揭示了五粮液在股利分配方面的一些显著特点、影响这些政策的关键因素，以及目前可能存在的问题。研究结果表明，五粮液在股利分配上表现出高比例派现、股利金额波动大，且受到大股东较大程度的影响等特征，对五粮液股利分配政策具有显著影响。基于以上分析，本文提出了优化五粮液股利分配政策的合理化建议。

**关键词：**五粮液；股利分配；对比分析；



## **Abstract**

Under the background of the continuous progress and improvement of the capital market, the appropriate setting of dividend policy, as a key link of enterprise financial strategy, is extremely crucial to ensuring the sustainable growth of enterprises and safeguarding the interests of shareholders. Foreign academic circles have accumulated more than 70 years of experience in the research of dividend policy, while the domestic research started relatively late and has a history of about 30 years. However, Chinese listed companies still face some challenges when implementing the dividend policy, including the anomaly, irregularity and instability of dividend payment, which not only hinder the further investment of investors, but also have a negative impact on the overall health of the capital market. Therefore, the formulation of a dividend policy scientific and reasonable, is of great significance for enterprises to build a good image and achieve long-term sustainable development.

In this study, —— Wuliangye Co., Ltd., the leader of liquor industry, was selected as the focus of research. Based on the theoretical framework of cash dividend distribution, various research methods such as literature research, comparative analysis and case study were used. Through an in-depth analysis of the dividend distribution practice of Wuliangye, and a comparison with the dividend policies of other companies in the same



industry, this study reveals some significant characteristics of Wuliangye in dividend distribution, the key factors affecting these policies, and the possible problems at present. The research results show that Wuliangye shows the characteristics of high proportion of cash distribution, large fluctuation of dividend amount, and greater influence of major shareholders, which has a significant impact on the dividend distribution policy of Wuliangye. Based on the above analysis, this paper puts forward the reasonable suggestions of optimizing the dividend distribution policy of Wuliangye.

**Key words:** Wuliangye, dividend distribution, comparative analysis



# 目 录

摘 要 .....	I
Abstract .....	II
第一章 绪论 .....	1
1.1 研究背景与意义 .....	1
1.1.1 研究背景 .....	1
1.1.2 研究意义 .....	2
1.2 国内外研究现状 .....	3
1.2.1 国外研究现状 .....	3
1.2.2 国内研究现状 .....	3
1.3 研究内容与方法 .....	6
1.3.1 研究内容 .....	6
1.3.2 研究方法 .....	6
第二章 相关概念与理论基础 .....	7
2.1 股利分配政策概念 .....	7
2.2 股利分配政策的类型 .....	7
2.2.1 剩余股利政策 .....	7
2.2.2 固定或持续增长的股利政策 .....	8
2.2.3 固定股利支付率政策 .....	8
2.2.4 低正常股利加额外股利政策 .....	8
2.3 股利政策的相关理论 .....	8
2.3.1 一鸟在手理论 .....	8



2.3.2 信号传递理论 .....	8
2.3.3 生命周期理论 .....	9
2.3.4 代理理论 .....	9
第三章 五粮液股利分配政策现状分析 .....	10
3.1 五粮液公司简介 .....	10
3.2 五粮液股权结构及股利政策分析 .....	10
第四章 茅台和五粮液股利政策对比分析 .....	14
第五章 五粮液股利分配政策问题分析 .....	17
5.1 现金分红金额差距大 .....	17
5.2 现金股利政策的持续稳定性不同 .....	17
5.3 股利分配政策受大股东影响 .....	18
5.4 股利支付形式单一、缺乏灵活性 .....	18
第六章 五粮液股利政策优化策略 .....	20
6.1 提高财务水平，增强高派现策略 .....	20
6.2 股权分配数额应持续稳定 .....	20
6.3 优化股权结构，降低股权集中程度 .....	21
6.4 采用多种方式的股利分配方式 .....	21
结论 .....	23
参考文献 .....	25
致谢 .....	26



# 第一章 绪论

## 1.1 研究背景与意义

### 1.1.1 研究背景

股利政策是上市公司在财务决策中非常重要的一环，通过合理分配年末收益，股利政策不仅是公司投资和筹资活动的必要条件，也是公司财务规划的重要成果。一个科学且可行的股利政策能够满足不同利益相关方的期望，从而推动企业朝着更健康 and 更持久的方向发展。对于上市公司而言，制定合理的股利分配政策是一项关键的决策，它不仅关系到公司的长期发展，还涉及到股东的回报预期以及公司资本结构的合理化。一个恰当的股利分配政策，一方面可以为公司的扩张提供必要的资金支持，另一方面也有助于公司塑造积极的企业形象，吸引潜在的投资者和债权人，进而实现公司价值和股东财富的最大化。因此，上市公司通常会给予股利政策的制定以高度的重视，它们会综合考虑各种影响因素，对比不同的股利政策选项，并最终确定一个最符合公司特性和需求的股利政策。在上市公司的财务治理中，股利政策的制定占据了核心地位。通过制定一个合理的股利分配政策，公司不仅能够保持良好的发展态势，还能够吸引更多的潜在投资者和债权人的关注。因此，上市公司需要在全面考虑各种相关因素的基础上，精心选择一个最适合自己的股利分配政策，以助力公司实现长期发展的战略目标。

由于分红决策与企业的价值密切相关，因此，分红决策中不可避免地会传递一些有价值的信息。“信号传递”理论提出，企业的股利政策不仅仅是一个简单的分配计划，也是一个信号传递的工具。股利政策的改变通常预示着公司的经营情况的改变，这种改变可能会对市场产生正面和负面的影响。资本市场有效性越高，其传递途径就越高效，成本也就越低。因为，投资人认为，管理层是公司的“局内人”，掌握着公司当前运营和发展情况的最真实、最完整的信息，投资者因其不同的分红偏好特征，会在符合自身分红偏好的上市公司附近聚集。因而，上市公司可以通过调整股利政策，增加股利政策的披露程度来提高其对投资者的吸引力。

### **1.1.2 研究意义**

#### **(1) 理论意义**

因为目前国外的资本市场相当发达，并且已经有一个多世纪的历史，早在 20 世纪 50 年代，国外的资本市场就已经开始运用股利分配政策。但目前为止，我国的资本市场发展的时间还不长，因此还没有一个健全的管理制度。在我国，关于股利分配问题的研究才刚刚开始，大多数学者都是在阐述了有关股利政策的概念后，根据各种资料做了相应的探讨。在我国的经济的发展过程中，越来越多的公司在资本市场上上市，对于公司的现金分红政策也受到了人们的重视，所以，有必要对其进行更深层次的研究。通过对国内外大量的研究结果的吸收，可以促进我国资本市场的良性发展，同时也可以对目前我国上市公司经营中出现的有关股利政策的问题进行一个简单的处理，使投资者的利益得到更好的保护。

## (2) 实践意义

研究五粮液的股利分配政策，对于五粮液本身以及同行业的其他公司在分红决策上具有重要的参考价值，这在现实中具有显著的意义。五粮液作为白酒行业的领军企业之一，其股利政策的制定直接关系到公司能否在竞争激烈的市场中保持领先地位，维持较大的市场份额，并实现持续稳定的盈利。本文通过对五粮液的股利政策相关数据和资料的深入分析，揭示了该企业股利分配的实际情况，并为五粮液及同类型公司的股利政策实施提出了建设性的建议，以期达到企业价值最大化的目标。同时，投资者在做出投资决策时，还可以结合国家政策、社会发展趋势等因素，对同行业的其他公司进行综合考量，以作出更为明智的投资选择。与此同时，证监会还可以根据自身的需要，对上市公司进行相应的规制，从而保持资本市场的健康发展。

## 1.2 国内外研究现状

### 1.2.1 国外研究现状

西方对股利政策的研究较早，经过数十年的研究，内容得到了不同程度的发展，从多维度全方位得到了丰富。

H. Ken tBaker (2018) 提出，企业所处的生命周期阶段与现金股利的分配水平密切相关。处于成长期的企业通常面临众多的投资机会，并且需要增强其财务实力，因此这类企业更可能减少现金支出，采取较低甚至不进行现金分红的策略。相对地，成熟期的企业通常现金流充裕、盈利能力强，故更可能选择通过现金股利的方式回报投资者<sup>[1]</sup>。

Nyere 和 Wesson (2019) 认为, 公司规模、盈利能力、销售增长和自由现金流是影响企业现金股利分配的关键因素<sup>[2]</sup>。

Bushra 等人 (2020) 通过分析发现, 资产增长率、盈利能力和现金持有量较高的企业更倾向于持续进行股利分配<sup>[3]</sup>。

Jansen (2021) 通过模型分析指出, 企业的现金流增长与股利分配之间存在正相关关系<sup>[4]</sup>。

Zaiats 等人 (2017) 在研究股利分配政策与盈余管理之间的关系时, 通过分析 29 个国家超过二万个样本的数据, 发现公司在进行股利分配后, 其收益往往会有所下降。他们还指出, 为了维护公司的声誉和基本权益, 公司未来可能会选择较低派现的股利政策, 以吸引更多的外部资金流入<sup>[5]</sup>。

Ika Yanuarti 和 Helena Dewi (2019) 采用两阶段最小二乘法对印度尼西亚上市公司的盈利能力、每股经营现金流量等财务比率进行了分析。他们发现, 企业的盈利能力和经营现金流越高, 其股利支付率也越大, 股票价格也越高。盈利能力强的公司能够向投资者传递出良好的财务业绩信号, 而高盈利能力和充足的运营现金流确保了公司有能力和支付更多的股息。因此, 股利分配为投资者提供了积极的信号, 从而推动了股票价格的上涨<sup>[11]</sup>。

从国外股利政策研究的发展历程来看, 其研究大致可分为两个阶段: 20 世纪 70 年代前的传统股利理论, 主要探讨了股利与公司价值之间的关系, 与之相对的观点分别是股利无关论和股利相关论。

自 20 世纪 70 年代以来，近代派现理论的研究重点集中在派现原因、派现引发的市场反应上，但这些问题的研究至今没有一个明确的答案。

## 2.2 国内研究现状

与西方学术界相比，中国对股利政策的研究起步较晚，但国内学者在借鉴西方股利政策相关理论的基础上，深入探讨了中国资本市场的实际情况，进一步丰富和拓展了股利政策的研究领域。

王静等（2014）研究了上市公司盈余水平与现金分红之间的关系，并提出上市公司的现金股利政策能够向市场传递公司的盈利能力和盈利质量信息<sup>[6]</sup>。

罗琦等（2019）通过分析中国上市公司现金股利政策所蕴含的信息，发现股利政策可以向市场传递价值信号，从而影响公司股价。他们指出，上市公司未预期的现金股利增加会在公告期间导致正的累计超额收益率<sup>[7]</sup>。

韩云和吴战勇（2020）构建了异质性分析模型，并通过实证分析检验了股利平稳性对公司代理成本和价值的影响。他们得出结论，上市公司股利的平稳性与代理成本有显著正相关关系，实施差异化分红政策可以有效降低代理成本，缓解股利不平稳的问题<sup>[8]</sup>。

李雍楠（2020）采用杜邦分析体系对中恒集团的股利分配政策进行了财务因素分析，得出结论，上市公司采取积极的股利政策不仅有助于实现公司价值最大化，还能增强投资者的信心。因此，公司应制定与财务状况相匹配、具有多样性的股利分配政策，并加强对股价信息的披露与监督<sup>[9]</sup>。

丁欢（2021）构建模型对沪深交易所 A 股上市公司的分红行为进行了研究，发现分红意愿和持续性并不受公司生命周期的影响，而股利支付水平则与生命周期理论相符合<sup>[10]</sup>。

尹力博和聂婧（2021）的研究发现，中国上市公司的现金股利与公司价值之间存在 J 形的非线性关系。他们指出，正向反馈交易、博彩偏好和套利限制等因素可能导致投资者对分红信息的反应不足，从而加剧了这一异象的程度<sup>[12]</sup>。

## **1.3 研究内容与方法**

### **1.3.1 研究内容**

分析现有的不足之处，首先，本研究将深入分析论题的研究背景、研究意义、国内外相关理论的综述，以及研究内容和研究方法。同时，对相关概念进行简要介绍。然后对五粮液股利分配政策现状进行分析，对该公司进行介绍，分析其股权结构和股利支付方式等方面，对公司各项指标的数据分析，揭示五粮液当前的股利政策现状。其次通过茅台和五粮液的横向对比，突出五粮液当前股利分配政策的不足之处。最后结合上文分析和对该公司股权结构、股利分配方案、股利支付方式等方面的分析，找出公司当前面临的薄弱环节和亟待解决的问题，并结合所发现的问题提出自己针对性的可行性建议和优化策略。

### **1.3.2 研究方法**

（1）文献研究法。本研究将通过检索和搜集相关的学术期刊、论文以及其他文献资料，对股利政策的基础理论和研究成果进行广泛阅读和深入整理，以获得对股利政策理论的全面认识和深入理解。

(2) 案例研究法。以股利政策的基础理论为指导，结合五粮液公司的财务状况和股利政策的实际情况，采用案例研究方法，深入分析影响五粮液股利政策的关键因素。同时，考虑公司的长远发展，对这些影响因素进行综合评估，并提出针对性的优化建议。

(3) 比较分析法。选取两家同行业、同类型的上市公司作为研究对象，通过对比分析两家公司的股利政策，揭示各自存在的问题和差异。通过这种对比，总结出两家公司股利政策的共同影响因素以及它们之间的异同点，为进一步的研究提供参考依据。

## **第二章 相关概念与理论基础**

### **2.1 股利分配政策概念**

公司股东大会或董事会在涉及股利相关的所有事务时，通常采取的是一种原则性的处理方式，这涉及到公司是否决定分配股利、分配多少股利以及何时进行分配等关键决策。这些决策主要围绕公司对其盈利是选择进行分配给股东还是保留用于公司再投资的战略性问题。

### **2.2 股利分配政策的类型**

#### **2.2.1 剩余股利政策**

指的是当企业面临优质的投资机会时，会依据其目标资本结构计算出所需的权益资本量，优先使用盈余进行投资，将盈余的剩余部分作为股利分配。也就是说，企业的净利润首先用于满足公司的资本需求，如果有盈余，则向股东派发股利；如果没有盈余，则不进行股利分配。

### **2.2.2 固定或持续增长的股利政策**

指公司每年支付的股利维持在一个恒定的水平，并且在较长的时间段内保持稳定或逐年递增。公司仅在预期未来的盈余会出现显著且持续的增长时，才会考虑增加每年的股利分配额度。

### **2.2.3 固定股利支付率政策**

指企业按年度净收益的一定比例向股东分红。稳定的股利政策可以防止经营活动中企业的大幅波动。

### **2.2.4 低正常股利加额外股利政策**

指企业预先确定一个较低的固定分红金额，并在企业有较大剩余且资本充足的年度，向股东派发较多的红利。

## **2.3 股利政策的相关理论**

### **2.3.1 一鸟在手理论**

“一鸟在手”理论，也就是所谓的风险偏好理论，该理论认为所有的投资者均为风险厌恶型，与其将固定的留存利润投资于企业的投资行为，不如通过分红的方式来获取这部分利润，即便这种利润被用来进行再投资，其利润要比当年分红的利润要高得多。由此得出“一鸟在手”的结论，即投资者对投资风险的规避和对现金分红的偏好是一致的。

### 2.3.2 信号传递理论

股利政策所释放的信息信号能够对股票价格产生影响。在对信号传递理论进行深入研究后，我们可以观察到由于不同市场参与者获取信息的机率存在差异，这种现象被称作“信息不对称”。这一理论认为，投资者有意愿并且能够对公司的股利决策所隐含的信息进行分析，进而做出正确的决策。同时，公司管理层还将公司的运营状况、市场反应等信息传递给股东，影响着投资者的决策。

### **2.3.3 生命周期理论**

公司都有其自身的发展过程，从规模到利润，都要经历起步，成长，稳定，成熟，衰落。在不同的发展阶段，企业的生产运营和财务管理也是不同的。因此，企业在制定股利政策时，要与其所处的发展阶段相适应，从而致使公司的股利分配政策更加适合本公司的现状。

### **2.3.4 代理理论**

基于广义的MM理论，该理论提出了股利代理理论，并以管理者和股东的利益为出发点。该理论提出，股利政策本质上是公司内部管理层与外部股东之间的一种代理冲突。当这种代理问题显现时，一个合理的股利政策有助于确保管理层更有效地代表并服务于股东的利益。到目前为止，我国的上市公司股利政策代理问题主要有三个层次，一是股东与债权人的代理问题，二是公司与管理层的代理问题，三是控制股东与小股东的代理问题。

以上内容仅为本文档的试下载部分，为可阅读页数的一半内容。如要下载或阅读全文，请访问：

<https://d.book118.com/265103003331011240>