

企业选择零杠杆政策的动机

——以贵州茅台为例

陈丽英¹(博士), 徐小雨², 赵鹏¹

【摘要】基于我国2012~2016年沪深两市A股上市公司的财务数据,分析我国零杠杆公司的现状和行业分布特征,同时以贵州茅台为例,通过与烟台张裕和青岛啤酒财务状况的对比,分析其选择并保持零杠杆政策的经济动机。研究发现,贵州茅台选择零杠杆政策的原因在于现金流的充分性。此外,白酒行业高毛利率的特征以及2015年以来整体的复苏增长趋势使得业内公司普遍具有高发展能力,这为贵州茅台持续采用零杠杆政策提供了重要基础。研究结果能够为企业的资本结构改革提供创新思路,对于有意向选择零杠杆政策的公司具有借鉴和参考价值。

【关键词】资本结构; 零杠杆; 经济动机; 现金流

【中图分类号】F275

【文献标识码】A

【文章编号】1004-0994(2019)09-0035-9

一、引言

传统的资本结构理论认为,负债融资的利息可以从税前利润中扣除,达到利息抵税的目的,但过度负债也会给企业带来财务危机,降低了企业在资本市场上的信誉度,提高了资本成本,即破产成本。当负债融资带来的边际税盾效益大于边际破产成本时,企业应持续增加杠杆直至两者相等,此时企业达到最优资本结构,企业价值得以最大化^[1]。

然而,近年来越来越多的公司却倾向于选择低负债的融资方式,公司账面杠杆比率远远低于达到最优资本结构时的杠杆比率,并且这一数值呈持续降低趋势,极端情况下甚至出现了零债务融资的现象,我们将其称为零杠杆公司。从资本市场的趋势来看,2008~2016年,上市公司中零杠杆的企业数量从349家增加至633家,占上市公司总数的比重从10.31%上升至19.67%,平均值达到14.98%。“零杠杆

现象”似乎成为一种越来越普遍的资本市场走向,这也引发了学者的关注和研究。

为什么各类公司均青睐于选择零杠杆,已有学者从负债融资受限、其他融资渠道等方面解释了企业选择零杠杆的原因^[2,3]。不同于已有研究,本文运用案例分析的方法,以贵州茅台酒股份有限公司为例,重点从现金流的角度探讨企业选择零杠杆的动机。在当前企业财务风险普遍较高、政府大力推动去杠杆的制度背景下,本文的研究结论具有一定的理论意义,为企业合理安排资本结构提供了一定的借鉴与参考。

二、理论基础与文献回顾

企业融资方式主要分为内源融资、负债融资和权益融资三种。权衡理论认为,上述融资方式各有利弊,通过负债融资和权益融资的相互权衡,企业最终形成最优资本结构,此时的杠杆比率达到最佳。Gra-

【基金项目】国家自然科学基金青年项目“应计异象、定期披露与会计信息定价效率”(项目编号:71202043);教育部人文社会科学研究西部和边疆地区青年基金项目“重要性判断、公司治理与财务重述信息披露”(项目编号:14XJC790001)

ham^[4]的研究却发现,许多公司会选择放弃债务这一融资来源,仅利用内部融资和权益融资方式。选择低于最优资本结构时的杠杆比率,这与以往认为的负债融资具有税盾效益并能提高公司价值这一理论不符。这一低杠杆现象开始引起国外学者的注意,并引申出更极端的零杠杆情况。Strebulaev等^[5]通过研究发现,在1996~2004年间的美国资本市场上,平均有10.63%的公司不使用任何负债融资,他将这种现象定义为“零杠杆现象”(zero-leverage phenomenon),并首次提出了“零杠杆之谜”。

具体来说,零杠杆现象主要针对资本市场上非金融类上市公司,其所负债务中的短期借款和长期借款合计为零,其中短期借款包括资产负债表中的短期借款和一年内到期的非流动负债,长期借款包括资产负债表中的长期借款和长期应付债券。这一界定将“零杠杆”与“低杠杆”区分开来,后者指企业的未偿还债务低于预期值,大多数现存模型仅能解释“低杠杆现象”,但不能涵盖越来越多上市公司所负债务低至零的现象。“零杠杆现象”弥补了这一缺陷,解释了公司完全不依靠负债进行融资的行为。

从公司的业绩特征来看,学者们发现,零杠杆公司往往拥有更强的盈利能力,现金持有比率更高,支付的现金股利也更多^[6]。DeAngelo等^[7]、Devos等^[8]发现,处于成长初期的年轻企业,有很大的成长空间,它们的经营业绩具有高增长率,也更倾向于采用零杠杆政策。国内方面,陈艺萍等^[9]的研究发现,相对于杠杆公司,零杠杆公司的净资产收益率、每股收益等财务业绩更加优秀。张信东等^[10]利用我国民营上市公司的数据,验证了在我国市场上零杠杆公司存在上述特征,还发现选择零杠杆政策的民营企业往往规模更小,担保能力更弱。

对于零杠杆现象背后的经济动机,国外学者认为其与融资约束、内源融资充分性、权益融资充分性有关,融资约束越高、内源融资越充分、权益融资越充分的公司更倾向于选择零负债融资。Devos等^[8]的研究认为,相较于杠杆公司,零杠杆公司的规模较小,往往在债务市场上享有不理想的声誉,获得银行债务融资的可能性较低,从而受到更多的融资约束,公司出于融资能力的限制而被迫选择了零杠杆政策,这一决策是被动的。De Jong等^[11]认为,盈利较多的公司相较盈利较少的公司,对外源融资的需求更少,内源融资充分的公司具有优异的市场表现力和充足的现金流,这使得它们更少依赖外源融资,增

强了选择零杠杆政策的动机,因而这一动机是主动的。Byoun、Xu^[6]认为,由于股权融资存在替代效应,有充足股权融资的公司会减少其对债务融资的需求,从而有更高的概率成为零杠杆公司。国内学者黄珍等^[2]的研究同样显示,融资约束对公司零杠杆政策的选择产生了影响,受到高融资约束的公司往往更可能采用零杠杆政策。他们也率先提出权益融资充分性这一动机并进行研究,认为权益融资充分的公司更可能选择零杠杆。汪金祥等^[12]采用投资一现金流敏感性来衡量财务弹性,并认为高财务弹性在一定程度上解释了公司选择零负债融资的原因。

代理成本的高低也是影响零负债决策的因素。国外学者对该结论所持意见不一:有学者认为,采用零杠杆政策公司的管理制度已达到一定完善程度,管理层与股东之间的代理成本并不会引致公司选择零负债融资。黄珍等^[3]在分析了零杠杆政策对企业造成的影响后发现,代理冲突会因为零负债而增强,导致代理成本上升。

整体来看,目前国内对零杠杆现象的研究尚未进入成熟阶段,文献数量较少,并且研究多以零杠杆政策的影响因素为视角。研究方法上,大多数以我国上市企业数据为样本建立模型进行系统研究,鲜少有文献通过某一企业案例进行具体分析。不同于已有的研究方法,本文将运用案例分析的方法,以贵州茅台酒股份有限公司为例,深度剖析我国白酒酿造业企业的负债现状,并分析其零负债现象背后的深层动因。

三、零杠杆企业现状分析

(一)零杠杆企业的增长趋势和行业分布

本文选取2012~2016年间在沪深证券交易所上市的A股公司为研究数据,相关财务数据为年度数据,数据来源于国泰安(CSMAR)中国上市公司财务年报数据库。

由图1和图2可知,2012~2016年间,我国上市公司中采用零杠杆政策的公司数量逐年增长,且该增长趋势具有一定的持续性。同时,零杠杆公司占上市公司比重也逐年上升,从2012年的13.23%增长至2016年的19.67%,年均值达到16.31%。这与Strebulaev等^[5]对美国上市公司的研究结论一致。该研究进一步表明,近年来,零杠杆已经成为普遍存在的一种现象,并且零杠杆公司数量在各行各业中均呈持续增长趋势。

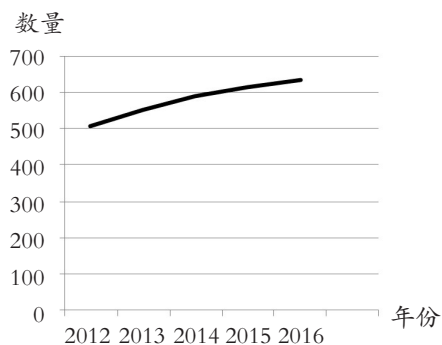


图 1 2012~2016年上市零杠杆公司数量的变化趋势

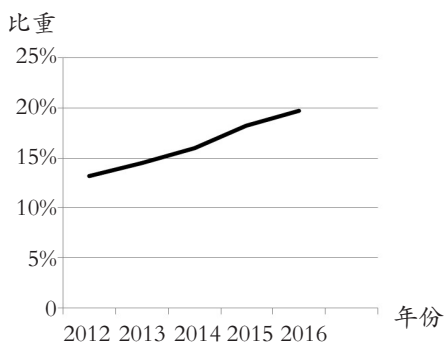


图 2 2012~2016年上市零杠杆公司比重的变化趋势

表 1 列示了零杠杆上市公司的行业分布。截至 2016 年年底,我国上市公司中采用零杠杆政策的公司共计 644 家。根据我国证监会行业分类,所有行业中 C 类制造业的零杠杆公司所占比重最大,高达 63.82%,第二名是 I 类信息传输、软件和信息技术服务业,占比 9.78%,J 类金融业位列第三,占比 5.90%。这一数值表明在零杠杆行业分布现象上,我国资本市场与其他国家的资本市场有一定的相似性,零杠杆上市企业主要集中于制造业和信息技术两大高技术型行业中。其中,我国制造业占比超过 50%,主要是由于我国制造业尤其发达,上市公司中的制造业数量比较庞大。

(二)白酒制造业零杠杆企业分析

截至 2016 年年底,我国 A 股白酒制造业上市公司共 19 家,表 2 中的四家公司市值总和为 7030 亿元,占总行业市值的 83.07%,抢占了大部分的市场份额。行业生产企业的数量众多,据酒业协会不完全统计,目前我国白酒生产企业约有 2 万多家,而上规模的企业却仅有 1500 余家。行业中企业规模差异较大,贵州茅台和五粮液两家企业的业绩遥遥领先,分别占据第一、第二位的市场份额,洋河股份和泸州老窖则作为二级梯队列第三、第四位。而财务数据显示,上述四家公司近年一直采用零杠杆政策,短期借款率和长期借款率均接近于 0。这一特殊的零负债

表 1 零杠杆上市公司行业分布

门类代码及名称	数量	比率
A 农、林、牧、渔业	6	0.93%
B 采矿业	10	1.55%
C 制造业	411	63.81%
D 电力、热力、燃气及 水的生产和供应业	6	0.93%
E 建筑业	13	2.02%
F 批发和零售业	24	3.73%
G 交通运输、仓储和邮 政业	14	2.17%
H 住宿和餐饮业	5	0.78%
I 信息传输、软件和信息技术服务业	63	9.78%
J 金融业	38	5.90%
K 房地产业	13	2.02%
L 租赁和商务服务业	9	1.40%
M 科学研究和技术服务业	6	0.93%
N 水利、环境和公共设 施管理业	3	0.47%
P 教育	0	0.00%
Q 卫生和社会工作业	0	0.00%
R 文化、体育和娱乐业	18	2.80%
S 综合	5	0.78%
总 计	644	100.00%

资料来源:根据国泰安数据整理,下同。

表 2 白酒业零杠杆上市公司财务数据

公司名称	市值 (亿元)	企业自由 现金流 (亿元)	短期 借款率	长期 借款率	财务 杠杆	流动 比率
贵州茅台	4197	96.93	0.00%	0.00%	1.00	2.44
五粮液	1308	25.16	0.00%	0.00%	0.92	3.98
洋河股份	1063	40.04	0.00%	0.00%	1.00	2.04
泸州老窖	462	12.30	0.00%	0.00%	0.98	3.93

融资选择,使得它们的财务指标具有一定的共性。财务杠杆值均保持在 1 左右,流动比率均大于 2,说明企业具有良好的偿债能力。同时,四家公司的自由现金流充足,这也削减了公司对债务融资的依赖性,表明其选择零杠杆政策的动机是主动自发的,而非融资约束所导致的被动选择。

四、案例分析

(一)公司简介

本文以贵州茅台酒股份有限公司(简称“贵州茅台”)为例,其主营业务包含茅台酒系列产品的生产销售,同时进行饮料、包装材料的生产销售,以及酒类酿造防伪技术的研究开发。公司成立于 1999 年,由中国贵州茅台酒厂有限责任公司、贵州茅台酒厂

技术开发公司等八家公司共同发起设立,注册资本为18500万元,并于2001年在上海证券交易所上市,公开发行为7150万元A股股票。该公司隶属于中国贵州茅台酒厂(集团)有限责任公司,旗下拥有贵州茅台酒进出口有限责任公司等七家子公司。目前,贵州茅台酒股份有限公司茅台酒年生产量四万吨,产品主要分为低度、高中低档、极品三大系列,共计200多个规格品种。茅台酒是世界三大名酒之一,是我国大曲酱香型酒的鼻祖,并多次荣获国际金奖,畅销全球100多个国家和地区。公司凭借茅台酒占据着白酒市场的制高点,称雄于我国极品酒市场。目前公司的发展战略以核心产品的竞争优势为主,在巩固高端白酒优势地位的同时,还持续拓展中端产品的市场空间。

(二) 杠杆指标分析

公司的融资政策在很大程度上决定了其财务杠杆比率的高低,因此通过一定的杠杆指标计算,可以对贵州茅台酒股份有限公司选择零杠杆政策的财务表现进行分析。本文选取了短期借款率、长期借款率和有息负债率三个指标。

表3 2012~2016年贵州茅台杠杆指标

项目 \ 年份	2016	2015	2014	2013	2012	均值
短期借款率(%)	0.00	0.00	0.11	0.00	0.00	2.68
长期借款率(%)	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
有息负债率(%)	0.00	0.00	0.11	0.00	0.00	2.68

资料来源:根据贵州茅台年度报告整理分析,下表同。

由表3可以看出,贵州茅台2012~2016年(除2014年)的短期借款率、长期借款率和有息负债率均为零。2014年出现的600余万元短期借款为公司全资子公司贵州茅台酒巴黎贸易有限公司贷款,从而导致当年短期借款率上升了0.11%,但仍在可接受范围之内。由此可见,该公司在近五年之内一直都采用零杠杆政策,利用债务融资的比例趋近于零。而事实上,贵州茅台自2001年开始,已持续17年采用零杠杆政策。从白酒行业角度来看,截至2016年底,我国19家A股上市白酒企业的杠杆指标均值保持在较低的水平,短期借款率为2.68%,长期借款率接近于0,由此可见,贵州茅台选择零负债的原因可能与行业特征有关。

(三) 零杠杆动机分析

1. 盈利能力。根据表4可知,2012~2016年贵州茅台的销售毛利率均保持在90%以上,且有小幅波动。而白酒业的平均毛利率为66.92%,平均净利

率为25.49%,在这两项指标上,贵州茅台均高于行业均值,说明其盈利能力在行业中处于领先地位。该公司生产茅台酒和其他系列酒,其高毛利率主要由茅台酒提供,而其他系列酒的毛利率仅为茅台酒的一半。在营业收入每年增长的情况下,销售毛利率上下波动的主要原因在于营业成本的增长。例如2016年营业收入增长了18.99%的同时,销售成本也增长了34.34%,营业成本的高比例增加使得当年销售毛利率和销售净利率均有所下降,达到近五年来最低。营业成本中,各项制造成本均上涨,其中直接人工上涨比例最高,较2015年同期增长68%,是直接材料、制造费用上涨比例的三倍,这也解释了营业成本的高变动率。而其他业务收入、其他业务成本的增加主要是由于茅台国际大酒店建成后投入使用。

表4 2012~2016年贵州茅台盈利能力

项目 \ 年份	2016	2015	2014	2013	2012	均值
营业收入变动率(%)	18.99	3.44	2.11	16.88	43.76	20.83
营业成本变动率(%)	34.34	8.54	6.59	7.32	31.79	15.87
销售毛利率(%)	91.23	92.23	92.59	92.90	92.27	66.92
销售净利率(%)	46.14	50.38	51.53	51.63	52.95	25.49
加权平均净资产收益率(%)	24.44	26.42	31.96	39.43	45.00	13.86

贵州茅台的净资产收益率在五年期间呈逐年下降的趋势,由2012年的45%跌至2016年的24.44%。净资产收益率主要是衡量公司运用自有资本的效率,该指标越高,说明投资收益越高。对于贵州茅台来说,该指标近年虽呈下降趋势,但近五年的最低值仍高于行业均值13.86%,可以看出其投入资本的收益能力高出行业水平。2012~2016年,公司的所有者权益逐年增长,从354亿元上涨至758亿元。随着公司经营规模的不断扩大,净资产不断增加,而净利润并没有与净资产做到同步增长,导致净资产收益率下降。对于公司来说,净资产收益率下降并不一定是由公司运营不周导致的,应结合资产规模、企业负债率、行业特征等进行深入分析。

2. 现金流。国内外研究大多采用经营活动产生的现金流量净额来衡量企业的内源融资充分性,本文也沿用这种方法。由表5可知,2012~2016年贵州茅台经营活动产生的现金流量净额除2014年稍有所回落外,其余年份均呈上涨趋势,且2015~2016年上涨幅度较大。这主要是由于销售量增加以及收到经销商的预付货款。根据贵州茅台的销售模式,由于茅台酒产量有限,其必须在酿出后窖存至少5年,

再经7次勾兑工艺方能制成,因此客户须提前5年与贵州茅台下定金签购,这就是所谓的“特供和集团采购需提前五年预订”政策。

表 5 2012~2016年贵州茅台经营活动产生的现金流量净额

项目	年份	2016	2015	2014	2013	2012	均值
经营活动产生现金流量净额(亿元)		374.51	174.36	126.33	126.55	119.21	36.80
比上年同期增减(%)		114.79	38.03	-0.18	6.15	17.47	11.24
期末货币资金余额(亿元)		668.55	368.01	277.11	251.85	220.62	1.39
货币资金占总资产比例(%)		59.20	42.64	42.07	45.42	49.03	24.95

随着市场需求量的增加,贵州茅台的预收账款从2012年的50.91亿元上涨至2016年的175.41亿元(见表6),期末货币资金余额的变动趋势同上。由于公司占据白酒业的龙头位置,其业务量和市场份额较大,这也解释了在现金流方面,公司的经营活动净现金流、期末现金及现金等价物始终高出行业均值数倍,并且在近年不断扩大的现象,这一优势同时也体现在预收账款上。另外,货币资金占总资产的比率五年均保持在40%以上。由此可见,贵州茅台拥有充足的现金流,存在一定的闲置资金,其内部融资已经达到企业的融资需求,因此不再需要外部的债务融资,因此属于主动性地选择零杠杆政策。

表 6 2012~2016年贵州茅台预收账款额

项目	年份	2016	2015	2014	2013	2012	均值
预收账款(亿元)		175.41	82.62	14.76	30.45	50.91	19.81

由表7可知,2012~2016年贵州茅台每年都派发现金股利,且主要是以现金分红的形式派发,其余少部分为送股。2013年公司现金分红数额有所下降,较2012年减少了30%左右,稍低于行业平均水平35.61%,这是由于公司出现了送股的形式。在这两年,茅台公司转作股本的普通股股利均为1亿元。2015年后,公司停止送股,现金分红数额开始回升,并逐年上涨,而且分红数额占归属于股东净利润的50%。结合之前解释的高销售利率和逐年增长的营业收入,贵州茅台拥有强大的盈利能力和良好的经营业绩,这也为其高派现的股利选择提供了有力的财务支撑。

支付现金股利能力反映了在维持期初现金存量的情况下,企业能够派发股东的最高现金股利金额,该值越大,企业支付现金股利的能力越强。由表7可

表 7 2012~2016年贵州茅台现金支付能力

项目	年份	2016	2015	2014	2013	2012	均值
支付股利能力		29.81	13.88	11.06	12.19	11.48	2.96
支付现金股利能力		4.48	3.14	2.47	1.71	2.77	0.83
现金分红数额(万元)		852581	775199	499509	454099	666407	59891
占归属于股东净利润的比率(%)		51.00	50.00	32.54	30.00	50.08	35.61
全部现金流量比率		3.96	2.25	1.28	1.19	1.35	0.79
净现金流量适当比率		3.23	1.36	1.00	1.04	1.09	0.63

知,贵州茅台的支付现金股利能力逐年增强,在2013年略微回落至1.71,但仍高于行业均值0.83。尤其是在2016年该指标有42%的涨幅,这是由于当年经营活动净现金流量同期增长114%,主要归因于销售商品收到的现金增多。

公司的现金支付能力除了支付现金股利,还包括偿还债务支出、资本支出等各项支出。全部现金流量比率表示企业从经营活动中得到的净现金流足以维持筹资和投资活动的现金支出,而净现金流量适当比率则表示企业从经营活动中得到的净现金流能够支付现金股利、资本支出以及存货投资。当上述两项指标大于1时,说明企业经营活动中获取的现金流能够满足其运营需求,不再需要外部债务融资。根据表7,贵州茅台的两项指标值均高于行业均值,说明企业现金流状况良好,优于白酒行业平均水平。

3. 现金创造能力。由表8可知,将经营活动产生的现金净流量与净利润、资本支出进行比较,以展示企业保持现有经营水平、创造未来利润的能力。销售现金比率反映了每元销售额所能得到的现金,该指标在2013~2014年有所滑落,这是因为经营现金流入的增长率小于销售额的增长率,同时酒类销量在2013年同比减少2.09%,在2014年同比减少4.01%。从政策方面看,2013年对酒类产品尤其是高端酒类的消费采取了限制性措施,而2014年这一限制性政策更加常态化和制度化。加之高端白酒价格持续下滑、库存压力增大。

表 8 2012~2016年贵州茅台现金创造能力

项目	年份	2016	2015	2014	2013	2012	均值
销售现金比率		0.96	0.53	0.40	0.41	0.45	0.39
每股营业现金流量		29.81	13.88	11.06	12.19	11.48	2.96
资产现金回收率		0.49	0.26	0.23	0.29	0.34	0.19
创造现金能力		0.49	0.26	0.23	0.29	0.34	0.12

因此由于行业压力和市场压力,贵州茅台在2013~2014年的盈利能力表现有所退步。而自2015年开始,白酒行业出现复苏现象,酒类销售量比上期增长13.86%,市场上供大于求的现象有所缓解。2016年,酒类销量更是同期增长34.26%,经营活动产生的现金流量净额因此增加114.79%,从而导致表5中的4项指标大幅上升。

另外,资产现金回收率表示企业资产生产现金的能力。创造现金能力的比率则反映投资者投入资本创造现金的能力。这两项指标数值越高,说明企业创造现金能力越强。由于政策的负面影响对白酒行业具有普遍性,行业均值在五年间也受到相应的影响。从表8可以看出,2012~2016年间,尤其是2013~2014年行业深度调整期,贵州茅台的4项指标都高出行业均值,说明其具有较强的创造现金能力,而在走出调整期后,指标呈好转趋势,为贵州茅台获取了更大的行业优势。

4. 债务担保能力。由表9可知,债务融资的抵押担保通常以企业的固定资产为担保,固定资产占总资产账面价值的这一比例通常被用来衡量公司的债务担保能力。贵州茅台的固定资产比率在2015~2016年有所下降,低于行业均值0.19,但仍维持在可接受范围内。对处于成长初期的公司而言,其固定资产比重较小,对资金的需求量较大,对债务的担保能力较弱,且在资本市场上并未积累到良好的信贷声誉,因此银行不愿发放贷款资金,公司可能会陷入债务融资困境。贵州茅台较前者拥有更强的承担债务能力,经营规模更大,因此对于选择零杠杆政策的动机来说,其出于债务融资约束的可能性更小。

表9 2012~2016年贵州茅台担保能力

项目	年份					均值
	2016	2015	2014	2013	2012	
固定资产比率	0.13	0.13	0.16	0.15	0.15	0.19

(四)与酒类同行业公司比较

1. 白酒、葡萄酒行业概况。目前我国酒类板块主要细分为白酒、葡萄酒、啤酒和其他酒类,白酒行业以绝对优势占领板块头位,葡萄酒和啤酒分别位列第二、第三位。本文选择将白酒业与葡萄酒和啤酒业进行比较,理由如下:一是自2012年我国“三公消费”政策实施以来,白酒和葡萄酒占据的高端酒类消费市场受到的影响较大,两行业的发展动态具有一定共性。二是随着我国近年消费结构年轻化的趋势,葡萄酒业近年发展迅猛,行业规模迅速扩大,相较之

下白酒行业接近饱和并进入低速增长期,两个行业处于不同的发展阶段,业内公司表现也将受到一定影响。三是同样作为酒类行业,啤酒产业拥有远超两者的年产销量,从而为白酒、葡萄酒企业的发展提供参考。四是三者之间密切相关,一方的增长会对另外两方造成一定的冲击,因此把三者放在一起进行比较是科学合理的。

1998~2012年,白酒行业的产销量、销售收入与利润逐年上升。自2012年中央实施“八项规定”“六项禁令”,政府严格压缩“三公消费”开始,白酒行业尤其是高端白酒的需求量受到影响,销量增长态势有所减缓。由表10可知,政策影响下白酒售价受到影响,使2013~2014年行业利润和企业毛利率下降。经过几年的行业深度调整,2015年企业开始逐步适应新的消费趋势,止住快速下滑态势,白酒行业的发展转入中低速增长。居民收入的不断增加使得高端白酒市场需求旺盛,销售收入和利润呈恢复性增长。目前,我国白酒市场的供应大于需求,市场容量较大,但基本已进入饱和阶段。

表10 2012~2016年白酒行业产销量、销售收入和利润

年份	产量 (万千升)	销量 (万千升)	销售收入 (亿元)	利润 (亿元)	利润率
2012	1153.42	1126.79	4466.26	818.56	18.33%
2013	1226.36	1166.26	5018.01	804.87	16.04%
2014	1256.91	1230.37	5258.89	698.75	13.29%
2015	1312.89	1290.64	5558.86	727.04	13.08%
2016	1358.41	1385.36	6125.74	797.15	13.01%

资料来源:根据国家统计局数据整理。

由表11可知,我国葡萄酒业同样在2013年受到“三公消费”政策的影响,业绩有所下滑,而2015年之后随着葡萄酒市场的逐步复苏,销量、销售收入和利润均呈现增长趋势。值得一提的是进口葡萄酒类涨势迅猛,由于受到“零关税”政策、消费结构低龄化和海外直接采购比重增加的影响,进口葡萄酒正迅速抢占国产葡萄酒的市场份额,目前我国进口葡萄酒占总零售市场市值的三分之一,国产葡萄酒的利润被迫削减。同时,我国高端葡萄酒市场基本被进口酒垄断,而国产酒大多定位在中端市场,这也解释了国产葡萄酒利润率较低的原因。

由表12可知,我国啤酒行业在五年间的产量一直处于下滑趋势,除2013~2014年外,其余三年每年约下降200万千升,而与白酒、葡萄酒相比,啤酒

**表 11 2012~2016年葡萄酒行业
产销量、销售收入和利润**

年份	产量 (万千升)	销量 (万千升)	进口量 (万千升)	销售收入 (亿元)	利润 (亿元)	利润率
2012	138.2	177.4	39.4	438.46	53.82	12.27%
2013	117.8	155.3	37.7	408.17	43.19	10.58%
2014	116.1	154.1	38.3	420.57	44.05	10.47%
2015	114.8	165.2	55.4	466.04	52.13	11.19%
2016	113.7	176.2	64	484.54	48.7	10.05%

资料来源:根据国家统计局数据整理。

的市场规模相对更大,每年的产量均在4000万千升以上。从表中可以看出,我国啤酒产业的产品主要用于出口,每年出口量约占产量的一半左右,并且逐年呈现递增趋势,使得啤酒行业的利润率也呈现逐年递增趋势,且啤酒行业在一定程度上也受到了“三公消费”政策的影响,但与白酒、葡萄酒行业相比影响较小,这是其产量逐年递减的原因之一。而人口老龄化问题则是我国啤酒行业产量不断降低的另一个重要原因,根据一些公开资料显示,我国啤酒的消费主力军年龄在20~39岁之间,而我国人口的平均年龄为42岁左右,使得我国啤酒的人均消费量难以提升,甚至呈现下降趋势,这些都造成了啤酒行业产量持续下降的现象。

**表 12 2012~2016年啤酒行业
产销量、进出口量、销售收入和利润**

年份	产量 (万千升)	进口量 (万千升)	出口量 (万千升)	销售收入 (亿元)	利润 (亿元)	利润率
2012	4778.58	11.01	22574.00	1612	104.97	6.51%
2013	4982.79	18.23	24944.00	1814.08	125.81	6.94%
2014	4936.29	33.81	25821.13	1886.24	138.01	7.32%
2015	4715.60	53.83	26547.51	1897.09	143.9	7.59%
2016	4506.44	64.64	29158.00	1832.69	150.76	8.23%

资料来源:根据中国酒业协会和国家统计局数据整理。

我国啤酒行业的发展已经进入成熟期,竞争相对激烈,但是产品创新能力较低,同质化现象严重,这使得国内消费水平不断降低。近些年消费者的观念由“拼量”转为享受“高质量啤酒”,使得对中高端啤酒的需求不断增加,啤酒进口量也急剧增长,而中高端啤酒消费市场的快速增长,对于低端啤酒行业也造成了冲击,这也是啤酒行业整体产量降低但每年利润不断提升的另一个重要原因。

综合表10、表11和表12可以看出,啤酒行业规模最大,远超其他两者,但是其利润率最低。而与白

酒行业和啤酒行业相比,葡萄酒市场规模明显较小,具有更大的发展空间。但是葡萄酒激烈的市场竞争使得其利润率较低,2012~2016年白酒行业平均利润率为14.75%,高于葡萄酒业的10.91%。近年来,白酒酿造企业纷纷进军葡萄酒市场,虽尚未对市场份额造成巨大威胁,但也进一步加剧了葡萄酒业的市场竞争。

2. 与烟台张裕和青岛啤酒财务状况的对比。作为我国酿造酒业的三个驰名商标,贵州茅台、烟台张裕和青岛啤酒各自占据国内白酒、葡萄酒和啤酒龙头老大的位置,作为我国酒水饮料板块的细分领域三大巨头,三者之间有着一定的相似点,同时它们之间持续的相互竞衡也是颇受关注的话题。通过对三家公司2012~2016年财务数据的对比,将深入分析贵州茅台零杠杆财务表现的优劣之处,并继续探讨公司保持零杠杆政策的原因。

由表13可知,2012年烟台张裕的杠杆指标为零,自2013年起杠杆指标呈增长趋势,有息负债率在2016年达到8.47%,短期借款率始终高于长期借款率,说明公司对短期负债的融资依赖大于长期负债。

表 13 烟台张裕杠杆指标

项目	年份	2016	2015	2014	2013	2012
短期借款率(%)		7.89	8.58	4.28	3.82	0.00
长期借款率(%)		0.59	0.92	2.99	0.00	0.00
有息负债率(%)		8.47	9.51	7.27	3.82	0.00

资料来源:根据烟台张裕年度报告整理。

由表14可知,青岛啤酒除2012年之外,其余年份有息负债率和短期负债率都较为接近,并且远远高于长期借款率,这也是青岛啤酒和烟台张裕的相似之处,即对短期负债的融资依赖大于长期负债。而2012年青岛啤酒有息负债率较高的原因是存在14亿元的应付债券,而从2013年开始应付债券金额变为0。2015年公司的有息负债率高达5.02%,则是因为发展扩张需求,借入了大量短期借款。从表14中还可以看出,青岛啤酒的杠杆指标正在不断下降,且远低于烟台张裕,这说明了企业正在不断向“零杠杆”转变。

表 14 青岛啤酒杠杆指标

项目	年份	2016	2015	2014	2013	2012
短期借款率(%)		1.79	5.01	2.83	0.73	1.15
长期借款率(%)		0.01	0.01	0.02	0.04	3.54
有息负债率(%)		1.80	5.02	2.85	0.76	15.72

资料来源:根据青岛啤酒年度报告整理。

由表 15 可知,2012~2016 年贵州茅台的偿债能力强于烟台张裕和青岛啤酒。就流动比率、速动比率和现金比率三个指标而言,贵州茅台的年均值均远高于烟台张裕和青岛啤酒。该指标反映了企业短期偿债能力,数据显示贵州茅台的短期偿债能力强于烟台张裕和青岛啤酒。对烟台张裕而言,其三项指标值自 2013 年起不断降低,但仍在可接受范围内。而青岛啤酒的三个指标整体处于上升趋势,但三个指标在 2015~2016 年基本稳定不变,烟台张裕和青岛啤酒的速动比率均值相同,贵州茅台的速动比率均值为两者的 2.61 倍,而贵州茅台的流动比率均值是烟台张裕的 1.70 倍,是青岛啤酒的 2.93 倍,这是因为贵州茅台酒的工艺导致酿造时间长、存货周转率较葡萄酒低,使得贵州茅台的酒类存货量高于烟台张裕。另外,贵州茅台的现金比率均值是烟台张裕的 3.66 倍,是青岛啤酒的 2.96 倍,这说明其持有突出量值的现金及现金等价物,以偿还流动负债。相反的是,资产负债率反映的是企业长期偿债能力,除 2016 年之外,贵州茅台的长期偿债能力弱于烟台张裕,但两者差距不大,资产负债率均值差值仅为 0.01。两者与青岛啤酒相比则差距较大。

表 15 贵州茅台、烟台张裕和青岛啤酒的偿债能力

项目	年份	年份					均值
		2016	2015	2014	2013	2012	
流动比率	茅台	2.44	3.24	4.51	3.71	3.8	3.54
	张裕	1.59	1.65	2.22	2.54	2.41	2.08
	青岛	1.23	1.22	1.12	1.10	1.38	1.21
速动比率	茅台	1.88	2.34	3.09	2.66	2.79	2.55
	张裕	0.74	0.71	0.93	1.16	1.27	0.96
	青岛	0.99	1.00	0.85	0.88	1.06	0.96
现金比率	茅台	1.81	1.84	2.63	2.23	2.32	2.16
	张裕	0.47	0.45	0.59	0.62	0.79	0.59
	青岛	0.77	0.78	0.57	0.67	0.85	0.73
资产负债率	茅台	0.33	0.23	0.16	0.2	0.21	0.23
	张裕	0.27	0.25	0.21	0.2	0.25	0.24
	青岛	0.44	0.43	0.43	0.49	0.46	0.45

资料来源:根据三家公司年度报告整理,下同。

2013 年,我国经济结构和产业结构面临调整压力,加上“限酒令”等政府对酒类产品采取的限制性政策,酒类酿造行业进入了深度调整状态,因此,2013 年三家公司的各项财务指标均有所下降。而 2014 年至 2016 年底,市场需求的增加使得行业困境得以缓解,企业发展复苏,经营状况恢复,企业偿债能力的各项指标有所好转,增长趋势趋于稳定。对于

采用零杠杆政策的贵州茅台来说,其本身负债融资压力较小甚至趋于零,并且负债率较低,其各项偿债能力指标逐渐降低并稳定至可接受范围,这也顺应了企业资本结构优化的要求。

由表 16 可知,就加权平均净资产收益率(ROE)而言,三家公司都呈现出逐年下降的趋势,但均值都保持在 12%以上,在净资产达到一定规模后并逐年扩大的情况下,仍能保持较高的 ROE 数值,说明三家公司近年来拥有不错的盈利表现。贵州茅台的 ROE 数值明显高于烟台张裕和青岛啤酒,说明贵州茅台投入资本的获利能力更强。数据显示,2012~2016 年贵州茅台的销售净利率平均值为 50.53%,而烟台张裕仅为 24.17%,青岛啤酒最低,为 6.23%。这是由于贵州茅台的营业成本收入比率更低,该数值几乎只有烟台张裕一半。对于垄断高端酱香白酒市场的贵州茅台来说,极高的品牌溢价以及产品的稀缺性使得贵州茅台酒能持续提价。而对于主攻中端葡萄酒市场的烟台张裕来说,其价格受到竞争对手的制约,涨价的可能性比较小,因此净利润率较低。而啤酒行业则主要以低端市场为主,价格较低,产品溢价可能性低,使得其净利率在三者中最低。另外,贵州茅台每股经营活动产生的现金流指标也明显高于烟台张裕和青岛啤酒,且呈现每年不断增长的趋

表 16 贵州茅台、烟台张裕和青岛啤酒的盈利与发展能力

项目	年份	年份					均值
		2016	2015	2014	2013	2012	
资产增长率(%)	茅台	30.86	31.01	18.79	23.24	28.93	26.57
	张裕	11.44	16.07	11.38	-1.50	11.34	9.75
	青岛	5.53	5.54	-1.32	15.65	9.37	6.95
ROE(%)	茅台	24.44	26.42	31.96	39.43	45.00	33.45
	张裕	12.46	14.30	14.99	17.29	31.13	18.03
	青岛	6.37	10.76	13.53	14.90	14.92	12.10
ROE增长率(%)	茅台	-7.49	-17.33	-18.94	-12.38	11.41	-8.95
	张裕	-12.87	-4.60	-13.30	-44.46	-27.74	-20.59
	青岛	-40.80	-20.47	-9.19	-0.13	-11.08	-16.34
每股经营活动产生的现金流	茅台	29.81	13.88	11.06	12.19	11.48	15.68
	张裕	1.30	1.67	1.56	1.07	1.90	1.50
	青岛	2.20	1.91	1.25	2.52	2.30	2.04
每股经营活动产生的现金流增长率(%)	茅台	114.77	25.50	-9.27	6.18	17.38	30.91
	张裕	-22.16	7.05	45.79	-43.68	-33.57	-9.31
	青岛	15.18	52.80	-50.40	9.57	65.47	18.52

势,这在很大程度上表明其现金流强劲,主营业务收入回款力度大,产品具有高竞争性,公司信用度高,发展潜力巨大。同时,贵州茅台每股经营活动产生现金流的高增长率体现了其现金分红的能力增强,派发红利占年度利润的比率显著上升;而烟台张裕在该数值上总体呈现负增长趋势,因而派发股利占年度利润的比率也有所下降。

五、结论

本文以贵州茅台酒股份有限公司为研究对象,针对其财务数据、白酒行业其他公司影响因素进行案例分析,探究其选择零杠杆政策的深层动机。同时,与酒类板块内葡萄酒业巨头烟台张裕和啤酒业巨头青岛啤酒进行对比研究,从而分析贵州茅台选择零杠杆政策背后的动机。结果表明,选择零杠杆政策的原因在于现金流的充分性,其拥有充足的现金流来支撑公司经营、投资筹资等活动,因此没有外部的债务融资需求。自2015年以来白酒行业进入调整恢复期并呈复苏增长趋势,业内公司具有高发展能力,这为贵州茅台持续采用零杠杆政策提供了重要的基础。

本文对贵州茅台多年保持零杠杆水平进行了全面解释,但对我国白酒行业高集中零杠杆公司的现象分析有限,相较于酒类板块中的葡萄酒业、啤酒业,未能深入分析白酒行业采用零杠杆政策的上市公司比率明显较高的深层次原因。另外,本文仅围绕“零杠杆”现象进行展开,对于切入面更广泛的“低杠杆”现象并没有研究。因此,后续研究可针对文中所涉及的各种酒类行业,更加深入地探讨我国各行业零杠杆企业的分布与动机;也可从行业特征角度切入,分析酒类板块下各细分行业的杠杆比率走向,以及“低杠杆”现象的深层原因。

主要参考文献:

[1] 龚新龙,王宗军.我国上市公司对零杠杆政策的运用及税收收益探讨[J].财会月刊,2017(26):

64~67.

[2] 黄珍,李婉丽,高伟伟.零杠杆公司中银行债权人的缺失会加重股东和管理层间的代理冲突吗[J].财贸研究,2016(2):147~156.

[3] 黄珍,李婉丽,高伟伟.为什么上市公司会选择零杠杆政策?[J].证券市场导报,2016(9):21~29.

[4] Graham J. R.. How Big Are the Tax Benefits of Debt?[J]. The Journal of Finance, 2000(5): 1901~1941.

[5] Ilya A. Strebulaev, Baozhong Yang. The Mystery of Zero-leverage Firms [J]. Journal of Financial Economics, 2006(1): 123~189.

[6] Soku Byoun, Zhaoxia Xu. Why Do Some Firms Go Debt Free?[J]. Asia Pacific Journal of Financial Studies, 2013(1): 89~127.

[7] DeAngelo H., Roll R.. How Stable Are Corporate Capital Structures?[D]. Los Angeles: University of Southern California, 2012.

[8] Erik Devos, Upinder Dhillon, Murali Jagannathan, Srinivasan Krishnamurthy. Why Are Firms Unlevered?[J]. Journal of Corporate Finance, 2012(3): 664~682.

[9] 陈艺萍,张信东,史金凤.零杠杆公司业绩研究[J].中国管理科学,2016(6):171~176.

[10] 张信东,张莉.金字塔股权结构下企业的零负债现象——基于中国民营上市公司的实证研究[J].经济与管理研究,2013(8):48~56.

[11] De Jong A., Verbeek M.. Does Financial Flexibility Reduce Investment Distortions?[J]. Journal of Financial Research, 2012(2): 243~259.

[12] 汪金祥,吴育辉,吴世农.我国上市公司零负债行为研究:融资约束还是财务弹性?[J].管理评论, 2016(6):32~41.

作者单位:1.上海对外经贸大学会计学院,上海201620; 2.必维国际检验集团(上海)财务部,上海201612