

第5卷 第2期 (总第10期)

Volume 5 Number 2

Contemporary Accounting Review

当代会计评论

名誉主编: 葛家澍

主 编: 曲晓辉

执行主编: 傅元略

主办单位

厦门大学会计发展研究中心

厦门大学管理学院会计系

厦门大学财务管理与会计研究院



科学出版社

F-23-55
20091
10

阅 览

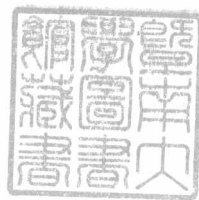
当代会计评论

Contemporary Accounting Review

第 5 卷第 2 期
(总第 10 期)

Volume 5 Number 2

名誉主编：葛家澍
主 编：曲晓辉
执行主编：傅元略



主办单位

厦门大学会计发展研究中心
厦门大学管理学院会计系
厦门大学财务管理与会计研究院

科学出版社
北 京

内 容 简 介

本期内容均为研究论文。本期的研究论文主要涉及审计质量与胜任能力、激励与风险不匹配及资本结构、市值管理与利益相关者、盈余持续性与时序序列、中小投资者保护与公司治理、会计准则变迁与盈余稳健性、内部控制与监督要素、企业社会责任与股权性质等方面。

本期刊登的文章以原创性实证学术论文为主,反映学科前沿和应用研究的最新进展,适于从事本学科学术研究的人员阅读,可作为本学科博士生、硕士生教学内容,也适合会计准则制定者和证券监管者参考。

图书在版编目(CIP)数据

当代会计评论.第5卷.第2期/曲晓辉主编.—北京:科学出版社,2013.10

ISBN 978-7-03-038828-5

I. ①当… II. ①曲… III. ①会计学-丛刊 IV. ①F230-55

中国版本图书馆CIP数据核字(2013)第240446号

责任编辑:江 薇 宫 婕/责任校对:李 莉
责任印制:阎 磊/封面设计:陈 敬

科学出版社 出版

北京东黄城根北街16号

邮政编码:100717

<http://www.sciencep.com>

骏杰印刷厂 印刷

科学出版社发行 各地新华书店经销

*

2013年10月第 一 版 开本:787×1092 1/16

2013年10月第一次印刷 印张:9 3/4

字数:232 000

定价:30.00 元

(如有印装质量问题,我社负责调换)

《当代会计评论》编委会
(按姓氏拼音字母排序)

陈汉文	厦门大学	曲晓辉	厦门大学
陈 晓	清华大学	沈艺峰	厦门大学
陈信元	上海财经大学	孙 谦	复旦大学
傅元略	厦门大学	王化成	中国人民大学
刘 峰	厦门大学	王永海	武汉大学
吕长江	复旦大学	吴联生	北京大学

《当代会计评论》顾问委员会
(按姓氏拼音字母排序)

Agnes Cheng	Louisiana State University	孟 焰	中央财经大学
Judy S L Tsui	香港理工大学	王 华	广东金融学院
戴德明	中国人民大学	王立彦	北京大学
郭道扬	中南财经政法大学	魏明海	中山大学
李建发	厦门大学	吴安妮	台湾政治大学
李若山	复旦大学	吴世农	厦门大学
林志军	香港浸会大学	于增彪	清华大学
罗 飞	中南财经政法大学	赵德武	西南财经大学

目 录

论文

- 1 “茅台现象”与资本结构理论
刘峰 叶凡 张仲山
- 20 上市公司可持续市值管理研究——基于利益相关者视角
夏鑫 傅元略 常叶青
- 32 盈余时间序列持续性与 ERC
张国清
- 52 中小投资者保护——现状与对策
郭葆春 徐露
- 67 我国会计准则变迁与会计信息稳健性研究
李四海 刘晓艳
- 88 实施风险导向的内部控制监督要素应用研究——以 BJNY 集团为例
王清刚 李瑾
- 102 企业社会责任履行的影响因素——基于股权性质的视角
辛宇 左乃健

综述

- 122 独立审计质量的影响因素——一个文献综述
李明辉

CONTENTS

Articles

- 1 “Moutai Phenomenon” and the Theory of Capital Structure
Feng Liu, Fan Ye and Zhongshan Zhang
- 20 Sustainability of Listed Companies’ Ability to Manage Market Value: The Stakeholder Perspective
Xin Xia, Yuanlue Fu and Yeqing Chang
- 32 Earnings Persistence and ERC
Guoqing Zhang
- 52 Medium and Small Investors’ Protection: Current Situations and Future Prospects
Baochun Guo and Lu Xu
- 67 Accounting Standards Reforms and Accounting Conservatism: Evidence from China
Sihai Li and Xiaoyan Liu
- 88 Implementation of Risk-Oriented Monitoring Internal Control Systems: A Case Study of BJNY Group
Qinggang Wang and Jin Li
- 102 Ownership and Corporate Social Responsibility
Yu Xin and Naijian Zuo

Literature Reviews

- 122 Determinants of External Audit Quality: A Literature Review
Minghui Li

“茅台现象”与资本结构理论*

刘峰¹ 叶凡² 张仲山³

(1. 厦门大学会计系/厦门大学会计发展研究中心/中山大学现代会计与财务研究中心, 福建 厦门 361005; 2. 厦门大学会计系/厦门大学会计发展研究中心, 福建 厦门 361005; 3. 中亚华金矿业(集团)有限公司, 新疆 乌鲁木齐 830000)

【摘要】 本文是一个案例研究,以茅台股份为例,讨论那些盈利能力突出、现金充裕,但负债率极低的企业,可能的理论解释是什么。茅台股份自2001年上市以来未曾借款,持有现金占总资产近50%,盈利能力突出。与之相似的是低负债、高利润、高现金的企业,这类企业在我国上市公司中并不罕见。我们的讨论表明,主流的资本结构决定理论,如权衡理论、优序融资理论、代理理论等难以解释这一现象。本文尝试提出,激励与风险不对称导致管理层“不求有功、但求无过”,进而产生“无为”和极度保守的财务政策,形成了“茅台现象”。

【关键词】 资本结构 激励与风险不匹配 无为决策 超额现金

一、引言

自2001年上市至2011年年报发布,贵州茅台酒股份有限公司(以下简称茅台股份)连续保持了11年零银行借款^①的记录,资本结构低于行业平均水平,呈现低负债、高盈利、高现金持有量的现象。对于资本结构的影响或决定因素,自MM(Modigliani and Miller)定理起,已形成多种相关的理论解释(假设),包括权衡理论、优序融资理论、代理成本理论等。依照我们对这些理论的理解,它们都难以解释茅台股份长期零借款这

* 刘峰,教授, E-mail: cnliufeng@gmail.com; 叶凡,博士生, E-mail: yf_720@163.com; 张仲山,中亚华金矿业(集团)有限公司, E-mail: zhangzhongshan@hjmining.com。本文受“中央高校基本科研业务费专项资金”(the Fundamental Research Funds for the Central Universities)(2010221095)资助。

① 银行借款包括短期借款、应付票据、交易性金融负债、长期借款、应付债券、长期应付款,即为下文所述银行债务。

样一种极端的现象。另外,目前对我国国有企业资本结构的研究,多从国有企业特殊身份、身兼就业等社会职能出发,讨论国有企业的债务软约束,亦即供给的问题。但是,国有企业普遍存在的资金饥渴、债务软约束现象在茅台股份也不存在。换言之,“茅台现象”——高利润、高现金、低银行债务——缺少有效的理论解释。

在中国资本市场上,“茅台”一族并不是一种孤立的现象。以2010年年报为例,零银行借款的企业多达241家,占当年年末全部上市公司总数的11.44%;高现金持有量、高盈利能力的公司数量也不少。

为什么“茅台现象”普遍存在?我们在对主流理论进行评价、讨论的基础上,尝试提出一个合适的理论解释。我们的猜测是:激励与风险不匹配,使以茅台为代表的国有企业管理层具有“不求有功、但求无过”的行为取向,导致财务政策的“无为”和极度保守。

以下各节的安排是:第二节是茅台股份的相关背景介绍;第三节是茅台股份理想与现实中资本结构的描述;第四节分析了现有理论的解释力度;第五节则提出我们对“茅台现象”的解释;第六节做出总结和讨论。

二、案例背景

(一)关于茅台集团与茅台股份

按照茅台公司招股说明书的介绍,茅台集团的前身可以追溯到1862年的“成裕酒房”;1951年,仁怀县人民政府通过没收、接管、赎买等方式,成立茅台酒厂;此后经过多次名称、隶属关系变更,2000年茅台酒厂更名为中国贵州茅台酒厂有限责任公司(以下简称茅台酒厂),其股权由贵州省财政厅持有。

1999年11月,由茅台酒厂作为主发起人,发起设立茅台股份。茅台酒厂发起设立所投入的资产,主要就是现在茅台股份的经营性资产,包括与茅台酒生产直接相关的制酒车间、制曲车间、酒库、包装车间等,辅助性部门如动力、机电维修车间,以及研究所、检验中心、贸易公司、进出口公司等,占上市前股份比例超过90%。

2001年8月,茅台股份增量发行6500万股,同时按照中央政府的规定,国有股减持650万股。发行后,茅台酒厂持有茅台股份的股权稀释为64.68%;到2011年年底,茅台酒厂的持股比例为61.76%,主要是2006年股权分置改革中控股股东茅台酒厂向流通股股权转增股份以及随后的少量减持所致。

2011年年报显示,茅台股份仍然是贵州省国有资产监督管理委员会(以下简称贵州省国资委)直接控制的省属国有企业。按照目前国有企业高管人员的任免程序,茅台股份高管层的任免由贵州省委组织部(对总经理和党委书记、董事长)和贵州省国资委(对副总经理一级)直接负责,公司董事会只是履行事后的确认程序。

(二) 茅台股份的资本结构

在具体讨论茅台股份的资本结构之前,让我们先对资本结构指标的经济含义与具体构成略作展开。

按照财务管理教科书的定义,资本结构是企业总资产中来自债务资本的比例,指标上,就是用资产负债表上的总负债除以总资产。我们知道,资产负债表上的负债项目包括的内容比较多,既有来自银行等金融机构的借款,也有商业往来如应付票据、应付账款、预收账款等,还有一部分是按照借贷记账法规则所形成的贷方余额,如预计负债、专项应付款等。尽管这些项目都列为负债,但它们对企业的意义是不同的。具体而言,来自银行等金融机构的借款具有明确的到期日和相应的使用成本(利息),且受到相应法律的保护,企业到期还本付息的压力大;商业往来通常不付息,到期偿还压力小于银行债务,包括预计负债等在内的一些负债项目,企业实际上并没有确定的还款压力。

以茅台股份 2011 年年报为例,资产总额 349 亿元,负债合计 95 亿元,按照通常的资产负债率衡量,资产负债率为 27%。全部 95 亿元负债中,具体负债项目只有 6 项,它们分别是应付账款(1.72 亿元)、预收款项(70.27 亿元)、应付职工薪酬(5.78 亿元)、应交税费(7.88 亿元)、其他应付款(9.16 亿元)、专项应付款(0.17 亿元)^①。这些负债项目从偿债的约束力来看,对茅台股份的约束力都不大,例如,预收款项超过 70 亿元,占全部负债 95 亿元的 74%。尽管这部分义务需要茅台股份在未来会计期间用产品来偿付,具有负债的特性,但它在本质上与企业的银行债务或应付账款等未来需要用现金偿付的债务不同,对预收款项的偿付,只需要茅台股份未来期间能够交付产品即可;按照茅台股份较高的毛利率,对预收账款的偿付,实际需要的现金流出比重较低,应该不会超过预收账款金额的 30%^②。

也正因为具体负债项目特性、对企业约束程度不同,我们构建了两个指标,分别反映茅台股份的负债情况,它们是银行债务率和非银行债务率:前者是所有直接或间接银行借款除以总资产,具体体现在资产负债表上的项目有短期借款、交易性金融负债、应付票据、长期借款、应付债券、长期应付款等项目;扣除银行借款项目后的全部负债项目,构成非银行债务率,包括所有非银行借款项目的流动负债和非流动负债。

表 1 是茅台股份 2001~2011 年的银行债务率和非银行债务率,以及白酒行业^③相应的统计数据。

① 因为四舍五入问题,上述负债项目总计 94.98 亿元,略低于 95 亿元。

② 按照 2011 年年报数据,销售收入 184.02 亿元,直接营业成本 15.51 亿元,占比 8.43%;加上营业税金及附加 24.77 亿元,直接销售成本也只有 22%。

③ 茅台股份属白酒行业。在选取同行业企业时,依据 Wind、申银万国、国信证券、中信证券的行业分类(其中,在 Wind 行业分类中属于白酒与葡萄酒行业)。所选企业在中国证券监督管理委员会行业分类中均属“制造业-食品、饮料”,且在 2001~2010 年没有发生行业变更。最终共选取了 13 家企业,包括 000568 泸州老窖、002304 洋河股份、600559 老白干酒、000596 古井贡酒、600197 伊力特、600702 沱牌舍得、000799 酒鬼酒、600199 金种子酒、600779 水井坊、000858 五粮液、600519 贵州茅台、600809 山西汾酒、000995ST 皇台。

表 1 茅台股份与行业各债务指标对比表

年份	资产负债率		银行债务率		非银行债务率	
	茅台	行业	茅台	行业	茅台	行业
2001	0.27	0.31	0.00	0.10	0.27	0.22
2002	0.27	0.33	0.00	0.14	0.27	0.19
2003	0.30	0.34	0.00	0.14	0.30	0.20
2004	0.34	0.34	0.00	0.14	0.34	0.21
2005	0.36	0.36	0.00	0.12	0.36	0.23
2006	0.36	0.37	0.00	0.13	0.36	0.24
2007	0.20	0.37	0.00	0.09	0.20	0.28
2008	0.27	0.37	0.00	0.09	0.27	0.28
2009	0.26	0.38	0.00	0.07	0.26	0.32
2010	0.28	0.40	0.00	0.07	0.28	0.34
2011	0.27	0.42	0.00	0.05	0.27	0.37

按照通常的资产负债率^①，从上市起至 2011 年，白酒行业^②资产负债率不断上升，从 2001 年的 31% 升至 2011 年的 42%；与之相比，茅台股份 2005 年、2006 年高至 36%，2007 年低至 20%，其余年份基本在 26%~28% 的区间波动。进一步区分银行和非银行债务率后发现，白酒行业的银行债务率在不断下降^③。而茅台股份 2001 年 8 月在上海证券交易所上市，募集资金约 19.98 亿元，并偿付了银行借款期初余额 1.29 亿元，这之后就再也没有发生过任何银行债务，所有负债项目都是来自非银行债务，包括预收账款等；现金流量表的数据表明，茅台股份也没有临时性一年内的借款资金周转情况。

综上，茅台股份的资本结构与行业情况存在很大的偏离，趋势上也不一致，上市以来 11 年不借款的负债融资政策极其保守。这种现象背后的决定因素是什么？什么理论可以较好地解释“茅台现象”？

三、茅台股份的资本结构：理想与现实

MM 理论是在“真空”的条件下讨论企业的资本结构问题，后续的研究逐步放宽

① 此处及以下数据主要来源于 CSMAR 金融库，由于企业上市前后资本结构、融资行为有较大差异，故仅采用上市后数据。其中，洋河股份(002304)在 2009 年上市，老白干酒(600559)在 2002 年上市，数据期间始于当年。

② 以下行业均值指行业各个企业的平均，计算方式为：均值 = $\sum(\text{行业中各企业金额、比率、数量})/\text{企业数}$ 。

③ 该比例与银行债务规模基本一致。但考虑到企业资产规模在不断上升，也有出现企业实际的银行债务规模略有上升的情况。以泸州老窖(000568)为例，2005~2007 年银行债务率持续下降，分别为 11.02%、9.81%、8.84%，而银行债务规模则上升，分别为 2.92 亿元、3.35 亿元、3.97 亿元。

MM 理论“不切实际”的前提假设，形成诸如权衡、优序融资等能够更好地解释现实世界资本结构的理论。按照这一思路，我们也可以做一个相应的思想试验，讨论按照资本结构决定理论所预计的茅台股份资本结构的理想选择；然后，再基于其实际情况，讨论究竟是哪些因素能够较好地解释茅台股份的真实资本结构。

(一)理想的资本结构

给定茅台股份稳定的产品市场需求和不可替代性^①，假设管理层预期这种市场需求在未来一段时间不会改变，茅台股份优异的现金流产生能力相应不会改变；假设管理层追求股东价值最大化且管理层风险中性、利益中性；假设贵州省国资委对管理层的考核指标设定不影响管理层的行为^②。面对一个盈利能力稳定、现金流充裕且没有太多投资扩张需求的局面，茅台股份理性的资本结构选择应该是：

(1)将多余的现金通过现金股利或股票回购等形式还给股东，公司只保留适度的现金。给定茅台股份相对较高的毛利率以及较高比例的预收账款现象，茅台股份需要持有的现金比重可以进一步降低。

表 2 为对茅台股份可发放现金的保守估计^③，可以看到茅台股份可发放的现金远高于目前其实际发放的现金。

表 2 茅台股份可发放现金测算表

年份	投资现金流出 /百万元	季度平均经营现金 流出/百万元	营运现金需求 /百万元	应留存现金 /百万元	可发放现金 /百万元	可发放现金高出现有 现金股利比例/%
2001	332	451	1 173	1 956	103	0.00
2002	471	473	1 373	2 317	-397	-385.28
2003	335	561	1 225	2 121	266	461.23

① 2012 年 11 月爆发的塑化剂事件以及 2013 年年初的政府部门限酒事件等，对茅台的市场需求带来一定的负面影响，但是总体上茅台酒的独特地位应当不会改变。

② 理论上，贵州省国资委是代表大股东来考核管理层，管理层应当要完全遵循贵州省国资委的考核指标行事。但是，两个因素在一定程度上支持了我们的假设：贵州省国资委的考核并不完全就是按照股东身份设计的，而是掺杂了很多其他因素[中国移动通信集团公司(以下简称中国移动)、中国联合网络通信集团有限公司(以下简称中国联通)、中国电信集团公司(以下简称中国电信)三大公司换帅行为就是一个例证]；贵州省国资委的考核指标中，主要关注点还是净资产收益率、国有资产保值增值率等指标，特别是净资产收益率指标，它实际上是在鼓励企业举债经营。

③ 这里的估计将应留存现金分为三个部分：投资现金流出，假设需要预存下一年所有投资活动现金支出；季度平均经营现金流出，假设留存现金至少需要能够满足下一季度所有经营活动现金支出；营运现金需求，以 2001 年为基准，假设第一年的现金留存是合理的，即“2001 年营运现金需求=实际留存现金-投资现金流出-一季度平均经营现金流出”，之后假设各年的营运现金需求与流动资产周转率成反比，这里的流动资产周转率不包含货币资金、即为“收入/(流动资产-货币资金)”。可发放现金=实际持有现金(实际持有现金=实际留存现金+现有实际分配股利)-应留存现金；可发放现金高出现有现金股利比例=(可发放现金-现有实际分配股利)/现有实际分配股利。表 2 中数据来源于年报，需要说明的是数据对应情况，如 2011 年现金流出、实际股利为当年年报情况，估计的可发放现金对应于发放给 2010 年的股利。由于 2001 年刚上市，因此营运现金需求可能处于过高水平，导致 2002 年可发放现金为负值，但很快就又高于实际发放的股利，所以也表明茅台股份现金留存过高，现金股利水平并不足。

续表

年份	投资现金流出 /百万元	季度平均经营现金 流出/百万元	营运现金需求 /百万元	应留存现金 /百万元	可发放现金 /百万元	可发放现金高出现有 现金股利比例/%
2004	355	710	1 295	2 360	600	863.62
2005	541	837	1 126	2 504	1 580	724.28
2006	778	1 019	972	2 769	2 455	222.92
2007	789	1 448	732	2 969	2 460	248.08
2008	1 016	1 568	1 045	3 629	5 349	504.64
2009	1 367	1 930	1 270	4 567	6 411	419.05
2010	1 838	2 219	1 325	5 382	8 800	580.58
2011	2 336	3 423	1 082	6 841	14 076	428.78

(2)适度融资，进一步提升公司净资产收益率，提高股东回报。对茅台股份这种盈利能力强、产品市场需求稳定的公司来说，由于公司自身的报酬率远远高于同期银行贷款利率等市场平均资本成本，按照经典财务管理教科书的解释，企业应该采用完全负债的方式进行，股东利益可以最大化。因为，给定茅台稳定的销售收入、丰厚的利润回报，股东投入越少，净资产报酬率(ROE)越高。

具体到债务资本的提供，从银行等金融资本的提供方来看，为了锁定一个优质客户，银行愿意为企业 提供长期贷款；从企业角度，长期债务为企业提供了稳定的现金，同时利息的抵税作用进一步降低了债务资本的成本。

基于上述理想环境的前提假设，茅台股份应当尽可能高地举债；债务期限结构上，以长期债务为主。当然，潜在的破产风险、未来现金流紧缺时的筹资能力限制，让企业不能全额使用债务资本，而应该通过投入部分权益资本，增加企业的清算价值，降低企业的破产风险；同时，经济环境的不确定性，导致企业可能会面临一些极端的环境(如2011~2012年中国信贷环境紧缩导致的现金短缺)，需要企业保持适度的筹资能力。这样，茅台股份对债务资本的应用，应该有一个比较合理的限度。假设茅台股份需要保证下一年的现金净增加可以偿付所有借款，即不考虑期初现金余额，仅用一年的现金净流入即可偿付所有借款，近似于保证了偿付能力的短期借款，则如表3所示，现金净增加平均^①约占总资产的9%，即可考虑在此限度内使用债务。

表3 茅台股份债务限度表

年份	现金净增加/百万元	现金净增加占总资产比例(债务限度)/%
2001	1 495	43
2002	-176	-4
2003	560	11

① 这里的平均不包括2001年，因为2001年上市筹资，使现金净增加较大。

续表

年份	现金净增加/百万元	现金净增加占总资产比例(债务限度)/%
2004	558	9
2005	994	12
2006	571	6
2007	248	2
2008	3 371	21
2009	1 649	8
2010	3 145	12
2011	5 366	15

那么,通过发放股利,减少现金和所有者权益,然后借款经营,净资产收益率是否确实能提高?我们以各年预计的银行债务额、各年度一年期银行贷款利率的90%^①预计银行负债所产生的利息费用,以及这部分利息支出抵税作用给企业带来的好处^②。在此假设有9%的银行债务率,总资产规模不变,2008年前后税率分别为33%、25%,则表4表明,举债经营能够提升净资产收益率^③。

表4 茅台股份负债测算前后收益率对比表

年份	实际净资产收益率	测算净资产收益率
2001	0.13	0.15
2002	0.14	0.15
2003	0.18	0.20
2004	0.20	0.23
2005	0.23	0.26
2006	0.26	0.30
2007	0.35	0.39
2008	0.35	0.39
2009	0.31	0.35

① 我国长期实行银行利率管制,商业银行的权限最大只能下浮10%。茅台股份作为各大银行争抢的优质客户资源,自然可以取得这种优惠。这里的贷款利率为六个月至一年(含一年)的金融机构人民币贷款基准利率,当年度中发生调整时,则计算简单算术平均,数据来源于中国人民银行网站。

② 利息虽然降低利润,但利息有抵税作用,可以减少税收费用,最终将提高股权、债权、企业整体的价值。另外,例如比较资产规模、盈利情况相同的两家公司,虽然有借款的公司利息、利润较少,但其利息可以抵税,且股权低、净资产收益率也可能较高,股本低、每股收益也可能较高,这具体取决于利润、利息、税率、负债率等。

③ 此外,考虑更保守的负债政策,本文计算负债率为6%、3%时的净资产收益率,十年平均为0.27、0.26,对应的不负债、负债率9%时的平均净资产收益率为0.25、0.29。

续表

年份	实际净资产收益率	测算净资产收益率
2010	0.29	0.32
2011	0.36	0.41

(二)茅台股份的财务政策与相应的资本结构：现状描述

上文的描述性数据表明，茅台股份上市以来从未向银行举债；如果将资本结构中的负债限定为有息债务，茅台股份的资本结构就是零。下面，我们将结合茅台股份的财务政策与资本结构，对现实世界的茅台股份的资本结构进行描述。

表5^①是茅台股份2001~2011年财务政策的相关描述性数据。所有项目都以当年年末总资产除权。其中，茅台股份历年银行债务都为零，因而所有负债都是经营性债务，最高年份达到36%，如2005年、2006年。这些负债中，预收账款占绝对比重，例如，2005年的预收账款高达15.43亿元，占期末资产比超过19%；2011年年报中这一比率超过20%。对预收账款债务的偿还，不会导致等值现金流出，给定茅台股份高毛利率，这部分债务对现金的要求非常低。

表5 茅台股份股利、投资、现金持有量等财务政策指标对比表

年份	资产负债率	银行债务率	股利支付率			投资率	货币资金 占总资产
			占总资产	占净利润	占货币资金		
2001	0.27	0.00	0.04	0.41	0.07	0.17	0.56
2002	0.27	0.00	0.01	0.12	0.03	0.19	0.45
2003	0.30	0.00	0.01	0.10	0.03	0.05	0.47
2004	0.34	0.00	0.03	0.22	0.07	0.06	0.45
2005	0.36	0.00	0.09	0.65	0.20	0.05	0.48
2006	0.36	0.00	0.08	0.45	0.16	0.07	0.48
2007	0.20	0.00	0.08	0.30	0.19	0.06	0.45
2008	0.27	0.00	0.08	0.31	0.15	0.06	0.51
2009	0.26	0.00	0.07	0.28	0.13	0.05	0.49
2010	0.28	0.00	0.10	0.50	0.21	0.06	0.50
2011	0.27	0.00	—	—	—	0.04	0.52
平均	0.29	0.00	0.06	0.33	0.12	0.08	0.49

按照当期利润来看，茅台股份的股利支付水平应当不低，股利支付平均^②占全部净

① 其中“股利支付率”为下期分配股利、利润或偿付利息支付的现金/当期总资产或净利润，选择该计算方法的原因是，茅台股份没有借款，股利发放的情况将体现在下一年年报中。“投资率”为年报中董事会报告的投资情况/总资产。

② 此部分“平均”是指2001~2010年简单算术平均。

利润的 33%；但是，如果用其同期资产余额来比较，这个数字就比较小了，2010 年所发放的现金股利占期末资产 10%^①，为历年最高；与茅台股份期末所持有的现金余额相比，股利支付水平也不高，2010 年约为 21%，为历年最高。

茅台股份历年的投资支出不高，上市之后的年投资额 2001 年为 5.7 亿元，2011 年上升至 15 亿元多一点，但占期末资产^②的比重甚至略有下降，从 2001 年的 17% 降至 2011 年的 4%。

同一时期茅台股份期末现金存量占资产比的最低年份是 45%，最高年份甚至超过 55%。也就是说，茅台公司有超过一半的资产是现金，远超过公司对现金的正常需求。从财务政策角度来看，现金本身不具备为公司创造利润的能力，超量持有现金，对股东而言，显然不是价值创造行为。

四、茅台股份的资本结构：何种理论能够解释？

在 Modigliani 和 Miller 提出资本结构无关论之后，有关资本结构研究的总体特征就是不断放宽 MM 理论的“真空”假设，引入现实的限制性因素，形成诸如权衡理论、优序融资理论、代理理论和自由现金流量假说等。下面，将选择教科书最常讨论的理论来讨论茅台股份的资本结构选择。

（一）权衡理论

权衡理论假定企业在寻求最佳资本结构的过程中，会充分考虑增加负债所增加的成本与负债所带来的收益，理论的负债比例（或资本结构）是负债增量的边际成本等于边际收益；该理论同样也可以用来预测企业的股利政策。

现有财务文献对负债成本的关注，主要是可能增加的破产风险成本、债权人与股东之间的代理冲突，举债的收益包括税盾效应所产生的抵税收益、债权人监督所可能降低的管理层代理成本等^③。权衡理论通常会预期，企业在权衡了负债的利弊得失之后，选择一个最优资本结构。负债所可能降低的管理层代理成本，不易预计，这里只讨论可以量化的负债抵税收益。

茅台股份所属的白酒行业并没有特殊优惠，甚至可以说税收负担更重。首先，白酒

① 此外，本文也考虑根据发布的现金股利公告计算而得的现金股利金额，结果相似，存在的差异是：对于 2006 年茅台股份由于股改发放的现金股利，“现金流量表方法”中将体现在 2006 年年报，从而对应于 2005 年股利支付率，而“现金股利公告方法”中将体现为 2006 年股利。但是该股利缘于股改，并不属于常规发放，所以对本文影响不大。将 2005 年股利支付率扣除股利公告的股改股利，则股利支付占总资产、净利润、货币资金的比例降为 0.03、0.17、0.05。

② 投资占净利润的情况与占总资产的情况相似，2001 年为 167%，2011 年降为 17%，平均为 57%。

③ 权衡理论之后的扩展也加入对代理成本的考虑。此外，权衡理论还考虑非债务税盾，如折旧和投资税减免等带来的好处，但茅台股份在这一方面所受影响较小。

行业的企业所得税税率与一般企业相同,均为2008年以前33%,2008年及其以后25%^①。其次,2008年之前,根据《财税字[1998]45号》和《国税发[2000]84号》,粮食类白酒(含薯类白酒)的广告宣传费不得税前扣除;2008年新税法实施后才与一般企业^②相同,按收入的15%扣除,未有不可扣除的规定,但某些地方仍沿袭此前规定^③。企业的实际披露也表明,白酒行业企业的平均名义税率约28.70%^④,平均实际税率约为33.22%^⑤,即实际承担的税收更高。就茅台股份自身,名义税率同样经历33%、25%两个阶段,平均实际税率为34.10%,高于行业平均,所以其负债能够产生不低于行业平均的抵税收益。而这也高于上文测算所用税率。

在权衡理论框架下,负债主要的成本是破产成本。就茅台股份目前远低于行业的负债水平而言,存在破产危机并承担破产成本的可能并不大。一方面,茅台酒独特的市场价值和不可替代性,保证了茅台股份的盈利能力和产生净现金流入的能力都优于行业;另一方面,作为贵州省重点国企,政府的保护和干预也降低了破产风险的威胁。

综上,权衡理论预计茅台应当通过适度举债,既能享受税盾效应,也增加了公司被金融机构监督的机会,降低管理层的代理成本,增加股东价值。茅台股份长期零负债的事实表明,权衡理论不能有效解释茅台股份目前的零负债现象。

(二) 优序融资理论

优序融资理论主要关注不同融资手段的成本,认为管理层会按照融资成本的高低,优先选择低成本的融资方式。基于美国市场关于融资成本的讨论与研究发现,管理层的融资顺序是:留存收益、低风险负债(debt)、风险负债、权益资本^⑥。按照优序融资理论,资本结构主要受微观企业盈利能力影响;企业是否发放股利、发放多少股利,同样也受其盈利能力的影响^⑦。

茅台股份年报数据表明,其固定资产投资,早年主要动用的就是约22亿元的募集资本,同时也动用部分留存收益;2004年起,自有资金投资的幅度已经超过募集资本;

① 2002年已取消白酒上市公司先征后返18%的所得税优惠政策。

② 根据《财税[2009]72号》,酒类制造之外的饮料制造企业才享受广告费和业务宣传费按不超过当年销售(营业)收入30%扣除的优惠。

③ 河北廊坊地税2009年7月于《12366热点问题(三十六)》中答复,粮食类白酒广告费不得在税前扣除。

④ 数据来源于RESSET数据库,名义税率为企业披露的主要税率,去除缺失值,期间为2001~2010年,2011年数据暂缺,简单算术平均约为28.70%。

⑤ 数据来源于CSMAR金融库,去除缺失值,去除当年负利润,实际税率=所得税费用/税前利润,简单算术平均约为33.22%。

⑥ 学术界普遍认为,权益资本是高成本的融资,企业通常都在迫不得已时才借助权益融资手段。但美国市场大量的融资与再融资现象与这一推论并不一致,Fama和French(2005)指出,股权融资平均来说较大,而且也不是企业被迫的选择,1993~2002年,72%的公司每年净发行股权,且平均达资产的8.2%,高于债务融资。同时,一个陷入资金困境的企业,如果发行股票,应当比较难顺利销售,且成本会比较高,所以先负债融资、陷入困境再股权融资,或不如在陷入困境前即先股权融资。

⑦ 按照Fama和French(2002),优序融资理论,通俗地说,就是“量入为出”:盈利能力强、现金持有量高的企业,应该会倾向于多发放现金股利;投资机会多,股利发放会相应减少;负债越多,对未来现金需求越高,股利发放也相应越低。

2007年起,主要就是用自有资金投资。或许与茅台股份独特的市场策略有关,亦或许与茅台股份的产能增长受到地理环境等外部约束有关,茅台股份的固定资产投资额度有限,且销售收入的增长主要不是来自产能增长,而是平均销售价格的提升。此外,茅台股份也不存在因多元化经营而需要资金的迹象^①。

茅台股份的高盈利能力、经营活动产生现金的能力高、零银行借款,与优序融资理论的预期一致;但是,其有限的投资、有限的现金股利、高额的现金持有量,难以用优序融资理论解释。

(三)代理理论和自由现金流量假说

Jensen 和 Meckling(1976)之后,资本结构研究将视角推广到企业背后的经济人及其自利行为,认为资本结构既可能是管理层与公司所有者利益不一致的结果(如高资本结构阻挡了可能的外部收购者、为管理层提供了一个相对比较安全的防护),也可能是约束管理层代理行为的公司治理手段(如通过举债引入银行等机构的监督);在 LLSV (La Porta, Lopez-de-silanes, Shleifer, Vishny)之后,代理问题拓展到不同股东间;而债务资本涉及的代理问题主要是债权人与股东之间。

代理成本引入到资本结构的研究,形成的研究预期很多,但与茅台股份资本结构最为相关的,应该还是 Jensen(1986)自由现金流量假说。基于 Jensen(1986)的自由现金流量假说,那些现金流能力强、发展空间有限的企业(如 20 世纪 70 年代美国的石油业企业)的管理层手头握有超额现金,将超额现金返还给股东,通过举债来进行必要的投资,是管理层自我约束、增加股东价值最好的表现。而上文的数据表明,茅台股份没有这么做,而是持有大量的自由现金流。

茅台股份盈利能力强,管理层任免、激励方式属于典型的国企制度,不存在通过“修筑壕沟”^②、增加举债等方式来保护自己的情况^③。换言之,茅台股份的管理层不需要通过举债等方式向外界传递管理层自我约束、降低代理成本的信号,也无法借助高额举债来降低管理层被“放逐”的风险。

① 如水井坊、古井贡酒、泸州老窖、五粮液等资金充沛的同行业企业曾经或者正在投资于生化制药、房地产、金融等。但茅台股份并没有多元化经营:其仅有的其他投资包括国债投资、贵州茅台酒厂(集团)对外投资合作管理有限责任公司的长期股权投资、2008 年利得盈基金、2010 年商业银行的次级定期债,金额都较小;在酒类产品的多元化上,其涉足啤酒、保健酒等,但高度、低度茅台酒外的其他系列酒仅约占其主营收入的 7%;2001~2011 年年报中对经营、战略、规划的阐述也未曾提及多元化。

② 另一种壕沟现象是管理层为避免负债过高而形成的限制,在拥有控制权、乃至形成内部人控制时,将选择低负债。虽然目前有研究认为国企内部人控制的存在导致国企低负债,但也有研究认为国企更易获得支持,反而应有高负债。就茅台而言,其举借债务有优势,债务相关的约束也较小,管理层应并不需要为避免限制而不负债。而且,在源于产权“超弱控制”的内部人控制之外,国企还存在行政上的“超强控制”(何浚 1998),所以国企管理层是否能仅因避免限制而不负债,尚存在疑问。

③ 茅台股份管理层都是国有企业领导人,由贵州省委组织部、贵州省国资委任命,目前仍没有实施股权激励,不持有上市流通股票。由于我国国企管理干部的任免方式与西方市场化选拔不同,国企经理人通常没有必要、也很难借助过度举债来“修筑壕沟”、“巩固”自己的位置。对茅台股份这类拥有独特产品、盈利能力强的企业来说,产品滞销、陷入困境的可能性不大,管理层也不能够通过把企业业绩做差、增加举债等方式来保护自己(《南风窗》曾经评论认为,白云山制药的贝兆汉通过把企业业绩做得不稳定、负债高企,来巩固自己的位置)。