

茅台股份公司理财行为现状及改进方式分析

熊楚熊

茅台股份公司是我国著名的白酒生产企业，主要生产销售茅台酒。茅台股份公司于2001年在上海证券交易所上市。上市后，公司业绩迅速提升，在股票市场上颇受关注。本文以茅台股份公司上市后的财务报表为依据，对该公司的理财行为现状进行研究，并站在股东财富最大化的立场上，探讨改进公司理财行为和增加企业价值的有效途径。

一、茅台公司的经营现状分析

(一) 茅台公司的基本财务报表(简化后)

表1 贵州茅台资产负债表

单位：亿元

	2007	2008	2009
现金及等价物	48.24	82.65	101.24
应收款项	1.43	8.63	13.39
存货	23.05	31.15	41.92
固定资产	18.27	21.9	31.69
其他非流动资产	16.31	17.68	14.11
资产总计	104.81	157.54	197.7
应付款项	21.13	42.5	51.08
其中：预收款项	11.25	29.36	35.16
长期应付款项			0.1
负债合计	21.13	42.51	51.18
股本	9.44	9.44	9.44
资本公积金	13.75	13.75	13.75
盈余公积金	8.38	10.01	15.86
未分配利润	50.77	79.25	105.62
股东权益合计	83.69	115.03	146.52
负债和股东权益总计	104.81	157.54	197.7

(二) 对茅台公司经营状况的简单评价

表2 茅台公司利润表

单位：亿元

	2007	2008	2009
一、营业总收入	72.37	82.42	96.7
二、营业总成本	27.14	28.53	35.96
营业成本及税金	14.76	14.82	18.92
销售及管理费用	12.83	14.73	18.38
财务费用	-0.45	-1.03	-1.34
三、投资净收益	0.02	0.01	0.01
四、营业利润	45.25	53.9	60.76
营业外收支净额	0.09	0.17	0.07
五、利润总额	45.22	53.85	60.81
减：所得税	15.56	13.85	15.28
六、净利润	29.66	40.01	45.53
其中：归属于母公司所有者的净利润	28.31	37.99	43.12
七、每股收益	3	4.02	4.57
八、每股现金股利	0.836	1.156	1.185

从表3可以看出，公司上市后一直处于稳定快速的增长期，其中营业收入

的增长率快于营业成本的增长率，而各项利润的增长率又快于营业收入的增长率。这说明公司产品的竞争力强，基本处于供不应求的状态，产品价格有较大的上涨空间。这一点还可以从公司应收账款金额极低和预收账款金额极大中推断出。公司内部的成本管理成效显著，从而导致公司利润加速上升。

二、茅台公司盈利能力、风险水平分析以及企业价值判断

(一) 公司盈利能力分析

根据茅台公司财务报表，可以计算出公司账面营业收入利润率、总资产收益率和净资产收益率等盈利能力的指标(见表4)。

白酒行业2009年这三项指标的平均水平分别为：营业收入利润率22.5%，总资产收益率10.2%，净资产收益率11.2%(资料来源WIND咨询)，对比表4可以看出茅台公司的各项盈利指

表3 茅台公司上市后主要财务指标年平均增长率一览表

单位：%

	营业总收入	营业总成本	营业利润	利润总额	净利润	总资产	净资产
年均增长率	25.04	17.22	33.29	33.38	38.21	24.33	24.5

表4 茅台公司盈利能力指标

单位：%

	2007	2008	2009
营业收入利润率	62.53	65.4	62.83
总资产收益率	29.58	30.5	25.63
净资产收益率	40.81	40.27	34.82

标几乎都接近或超过行业平均值的三倍,盈利能力较强。

(二) 公司风险水平分析

根据表1可以看出,茅台公司流动资产占总资产的比重平均在75%以上,其中现金及等价物更接近50%,其余主要为存货,平均占总资产的23%以上。公司存货的60%以上由自制半成品和库存商品组成。自制半成品是处于入库陈酿期间的原酒,根据茅台酒的商品特征,酒的价值随窖藏时间的增加而增加,自制半成品价值实际上处于一个自然增值的过程。另外,茅台酒供不应求,销售价格有上涨趋势,因此公司的存货基本不存在风险。公司风险主要来自于内部的管控能力,与公司外部的市场变化关系不大,因此可以得出茅台公司经营风险低的结论。

根据茅台公司的资产负债表可以编制出资产负债率分析表(见表5)。茅台公司的资产负债率远低于白酒行业2009年行业平均水平的49.5%(资料来源WIND咨询)。从茅台公司资产负债率分析表还可以看出,茅台公司扣除预收账款之后的真实负债水平还远远低于实际的负债水平。预收账款的产生是由于茅

台酒供不应求,买方为保证自己能获得公司的产品而提前支付的购货款项,只要茅台公司的生产经营正常,就可以用产品来抵偿这种负债,不存在偿债压力。茅台公司不存在银行借款等风险性负债,扣除预收账款后的负债均属经营过程中所产生的应计费用,在公司经营稳健的情况下,不存在偿债压力。因此,茅台公司财务风险较低。

(三) 公司经营效率分析

从表6可以看出,茅台公司的总资产周转率在50%上下,而白酒行业的平均总资产周转率为70%(资料来源WIND咨询),可见该公司总资产周转率较慢。扣除现金后的总资产周转率则平均达到100%。可见,除了产品生产周期较长,茅台公司总资产周转率缓慢的主因是闲置现金流量过大。总的来说,茅台公司的资产利用效率低于行业平均水平。

三、提升茅台公司价值的理财途径

1. 通过改变投资策略增加企业价值
根据的产品供不应求的现状,茅台公司可以从内部寻找有利可图的投资机会,将现金资产转化为非现金资产,增

加公司的资产盈利能力。比如,扩大生产经营规模,生产更多的产品满足市场的需要,也可以考虑将现金资产转换为存货资产。酒是越存价值越高,而现金是越存价值越低。如果茅台公司能够采取这一内部的理财行为,可进一步提升公司的盈利能力。

2. 通过改变筹资策略增加企业价值

公司可以考虑改变目前的资金来源结构,适当地扩大财务杠杆,提高公司的净资产收益率。比如,公司可以通过筹集负债资金和使用闲置现金大规模地回购公司股票,一方面减少现金持有量,另一方面增加负债和减少净资产,从而使公司的净资产收益率得到加速提升。

以茅台公司2009年资产负债表数据为基础,假定公司将资产负债率定为1:1,那么公司可以通过发行债券或长期银行贷款的方式取得47.67(197.7/2-51.18)亿元的资金,可用100亿元现金回购公司股份0.5亿股(回购价格定为200元/股),并将所回购的股份注销,回购后的资金来源结构见表7。假定增加长期负债的资金成本为5%。那么,净利润=45.53-47.67×5%=43.15(亿元),净资产收益率增加=43.15/98.85=43.65%,净资产收益率增加=43.65%-34.82%=8.83%,每股收益=43.15/(9.44-0.5)=4.83(元/股),比回购前每股增加0.26元,每股价值增加=4.83/2.25%-203.11=11.56元。

3. 通过改变盈利分配策略增加企业价值

从盈利分配来看,茅台公司每股股利并没有随每股收益的增长而同步增长,这也是公司存在大量现金资产的原因之一。这说明公司股利分配政策过分保守,应该采取更为积极的股利分配策略。这样做,一方面可以给股东更多的回报,另一方面可以减少现金持有量,增加公司的盈利能力。

假定茅台公司将速动比率定为1:1,满足速动比率之后的闲置现金

表5 资产负债率分析表 单位: %

	2007	2008	2009
账面资产负债率	20.16	26.98	25.89
扣除预收账款后的资产负债率	9.43	8.35	8.1

表6 总资产周转率分析 单位: %

	2007	2008	2009
总资产周转率	69.05	52.32	48.91
扣除现金后的总资产周转率	150.02	99.72	95.52

表7 回购后的资金来源结构表 单位: 亿元

原负债	51.18
新增负债	47.67
负债合计	98.85
回购后权益合计[8.94 (9.44-0.5) 亿股]	98.85
负债和股东权益总计	197.7

创业板IPO中的盈余管理： 股权激励理论与案例研究

黄新炎

现代公司所有权和经营权的分离导致股东和管理层的利益存在一定的冲突，为了减少由此带来的损失，需要对管理层实施一定的激励措施，目的是让管理层拥有一定的剩余索取权，使其与委托人的利益趋于一致，减少代理成本，从而有利于实现企业价值最大化。具体而言，可以给予管理者一定股权或者以股权为基础的薪酬。在国外，对高管实施股权激励已经非常普遍，甚至成为报酬的主要方式，CEO的天价报酬也主要来自股票期权。大约超过一半的美国上市公司采用以股票期权为主的激励方式；而在我国，股权激励随着证监会2006年1月4日《上市公司股权激励管理办法（试行）》等法规的颁布才逐步推开，但发展速度却很迅速，截至2010年11月底，实施股权激励方案的A股公司已

达217家。

据Wind数据统计，自2009年10月创业板启动到2010年11月底，共有141家公司登陆创业板，已有15家上市公司公布了股权激励方案（预案）。因此，亟需对创业板公司股权激励情况进行相关研究。现有的国内外研究文献表明，实施股权激励的上市公司普遍存在盈余管理行为。Qiang Cheng和Terry D.Warfield(2005)、Bin Ke(2004)、伯恩斯和肯迪亚(Burns和Kedia,2006)研究发现，股权激励导致管理层进行盈余管理。肖淑芳等(2009)、耿照源等(2009)、胡国强等(2009)等指出，国内实施股权激励的公司也存在盈余管理行为。然而，上述文献却鲜有涉及到我国创业板公司IPO之前的股权激励行为中的盈余管理行为，主要原因是创业

板设立时间相对较短，上市之前的相关资料缺乏等。因此，研究创业板IPO过程（“IPO过程”并无明确定义，一般指IPO前后一段时间，本文中定义为申报报表开始年度到上市当年）中的盈余管理就显得十分必要。目前，创业板公司普遍未将IPO之前的股权激励按照公允价值确认为费用，这是否属于盈余管理行为，对创业板公司的成长性有何影响？这些问题都值得深入研究。

一、创业板公司上市前的股权激励情况

创业板上市公司大多属于具有一定创新能力的中小民营企业，人才相对缺乏，薪酬待遇相对不高，为留住核心技术人员及高级管理人员等，相当一部分的创业板公司在IPO之前采取了不同形

以现金股利的方式分配给股东，那么，可以用于支付现金股利的现金数额 $=114.63-51.08=63.55$ （亿元），每股增加分配现金股利 $=63.55/9.44=6.73$ （元/股），增加分配现金股利之后的净资产余额 $=146.52-63.55=82.97$ （亿元），净资产收益率 $=45.53/82.97=54.88\%$ ，净资产收益率增加 $=54.88\%-34.82\%=20.06\%$ 。

从上述分析可以发现，茅台公司如果改变过于保守的理财行为，无论将闲置现金用于生产性投资，还是改变公司

资金来源结构，还是将闲置现金以现金股利的方式分配给股东，均可以提高公司的盈利能力，增加公司价值，为股东带来更多的财富。比较上述三方案，最佳方案应是为公司闲置的现金资产寻找有利的投资机会，其次是改变公司的资金来源结构，最后是将闲置的现金以股利形式分配给股东。当然，上述三方案都是从最极端的方面来考虑问题，其目的不外乎是认清公司理财中存在的问题。在实际中，需要对这些方案进行综合运

用，以求得更佳方案。

需要指出的是，本文对茅台公司理财行为的建议仅是方向性的，计算的假定前提不一定与实际情况相符，计算的结果也不一定十分精确，只是说明公司现行的理财行为对公司价值和股东利益的影响，寻找使公司价值和股东财富最大化的理财方案。

（作者单位：深圳大学财会学院）

责任编辑 李斐然