

# 金种子酒业基于零杠杆策略选择动因研究

况宣羽, 郭雪飞, 邓蕊

四川轻化工大学管理学院, 四川 自贡

收稿日期: 2023年3月1日; 录用日期: 2023年3月20日; 发布日期: 2023年4月24日

## 摘要

为了更好地分析零杠杆策略下上市公司的选择动因情况, 本文借助案例研究方法, 以白酒制造公司安徽金种子酒业股份有限公司(下文简称“金种子酒”)为研究对象, 从现金流、债务担保能力、盈利能力、营运能力探讨公司选择零杠杆的动机, 对于这种现象展开深入研究, 得出金种子酒在2010年是主动选择零杠杆的结论, 但就近几年其公司经营状况而言, 其选择零杠杆策略的动机是具有被动性的。在现阶段国家推行去杠杆的政策背景下, 本文的研究具有一定的理论与实践意义, 为公司合理安排资本结构提供了借鉴与参考。

## 关键词

零杠杆, 选择动因, 现金流, 金种子酒

# Research on the Selection Motivation of Golden Seed Wine Based on Zero Leverage Strategy

Xuanyu Kuang, Xuefei Guo, Rui Deng

School of Management, Sichuan University of Science and Engineering, Zigong Sichuan

Received: Mar. 1<sup>st</sup>, 2023; accepted: Mar. 20<sup>th</sup>, 2023; published: Apr. 24<sup>th</sup>, 2023

## Abstract

In order to better analyze the motivation of listed companies' selection under the zero-leverage strategy, this paper takes Anhui Golden Seed Wine Co., Ltd. (hereinafter referred to as "Golden Seed Wine"), a liquor manufacturing company, as the research object with the help of case study method, and discusses the motivation of the company's selection of zero-leverage from the perspective of cash flow, debt guarantee ability, profitability and operating ability. Through in-depth research on

this phenomenon, it is concluded that Golden Seed Wine actively chooses zero leverage in 2010, but in terms of the company's operating conditions in recent years, its motivation to choose zero leverage strategy is passive. Under the background of the current national deleveraging policy, the research of this paper has certain theoretical and practical significance, and provides a reference for companies to reasonably arrange the capital structure.

## Keywords

Zero Leverage, Selection Motivation, Cash Flow, Golden Seed Wine

Copyright © 2023 by author(s) and Hans Publishers Inc.

This work is licensed under the Creative Commons Attribution International License (CC BY 4.0).

<http://creativecommons.org/licenses/by/4.0/>



Open Access

## 1. 引言

零杠杆作为一种特殊的资本结构，正被资本市场中的一些公司使用。在传统资本结构理论中，债务利息可以从所得税前扣除，以实现税盾效应。然而，过多负债也将导致公司发生财务危机，若负债产生的有限税盾超过边际破产成本，则会有降低公司资本的可能性，需提高财务杠杆，直到两者相等。公司是否有一个科学合理的资本结构，在很大程度上决定了它是否可以长期发展。事实上，零杠杆现象在不同行业中已经广泛存在。因此，对零杠杆的研究和公司的实际结果对于符合中国的发展市场是非常适用的。

在现代资本结构理论中，众多学者认为企业债务融资优于股权融资，且增加财务杠杆是企业提升价值的有效方式。但在现实中，有许多企业放弃税盾收益、财务杠杆效应，而选择零杠杆经营的方式，金种子酒便是其中之一。在2016年白酒行业由于国家政策影响复苏之后，且在2019年出现疫情时，金种子酒均采用零杠杆经营的资本结构，那么是什么原因致使金种子酒选择零杠杆策略呢？

## 2. 相关理论基础

### 2.1. 零杠杆

Strebulaeв 和 Yang (2013)通过研究指出：相较于其他公司，采用零杠杆策略的公司大多具有股利支付更高、获利能力更强、公司纳税较多、现金余额更高以及新股发行数量更少等特点[1]。王严(2022)提到，零杠杆被定义为有息负债率介于0%至5%的一种资本结构，根据经典资本结构理论，适度负债可以为企业带来税盾效应，然而零杠杆行为却与传统资本结构理论相悖[2]。

外界现阶段对零杠杆策略的定义包括：企业的有息负债为零，而短期借款、长期借款、一年内到期长期借款及应付债券均为有息负债；账面杠杆率为零，即账面杠杆值与总资产之比为零，长期借款与短期借款均为账面杠杆值。近几年市场上，特别是制造行业中开始出现大量零杠杆公司，即公司完全不依靠负债实现融资，外界将这称之为“零杠杆之谜”。

### 2.2. 选择动因

在国内的相关研究中，张信东和张莉(2013)通过研究发现，在中国部分民营上市公司中零杠杆现象呈增长趋势，相比于其他公司，零杠杆公司盈利能力更强、成长性更高，但规模更小、担保能力更弱[3]。陈艺萍、张信东、史金凤(2016)认为，公司高层不进行债务融资的原因是成长性越好、盈利能力越强的公

司采用零杠杆策略的倾向越高[4]。黄珍和李婉丽(2019)从融资结构方向分析了公司采用零杠杆策略的原因,并得出结论:权益和内源融资充分与否,是对采取零杠杆策略的重要影响因素[5]。张信东和张亚男(2021)从融资约束、公司治理及经济后果、税盾、产品市场竞争、财务柔性等方面对国内外零杠杆的相关文献进行了归纳总结,并指出了该研究领域存在的缺陷以及未来的研究方向[6]。

外国学者就零杠杆现象所体现的动机提出:权益融资和内源融资充分性以及融资约束都与其相关,权益和内源融资越充分、融资约束越强烈的公司选择零负债的可能性更高。Devos 等(2012)提出,公司采用零杠杆策略的主要动机还包括了董事会的规模小和独立性低[7]。

由于零杠杆定义是有息负债和资产的比例为零或无限趋近于零,因此零杠杆策略可分为以下两种:被动或主动选择零杠杆。被动选择的公司通常是因其公司存在融资约束,存在这种问题的往往是中小型企业。它们同样需要外债融资,但由于信息不对称和委托代理等原因,使得公司在严重的融资约束下难以获得债务融资,被迫选择零杠杆策略;然而,积极选择零杠杆的公司通常有足够的内部资源,这些基本是大型上市公司。也有些是因为它们占有很高的市场份额,且有较高的评价,为利用股价高估带来利益,股权融资是更好的选择。同时,对于这些公司而言,零杠杆策略可以增加财务灵活性,为公司投资提供财务支持。当然,内部控制越无效、产品的市场竞争性越小的公司越倾向于采取零杠杆策略。

### 3. 案例分析

#### 3.1. 零杠杆相关指标分析

公司财务杠杆比率在一定程度上取决于其资本结构,因此就金种子酒对于零杠杆的选择动因,本文选取了金种子酒 2009~2021 年相关财务数据,并利用短期借款、一年内到期长期借款、长期借款和应付债券这四个指标对其进行杠杆指标计算,从而进行相关分析。

**Table 1.** Golden Seed Wine leverage index in 2009~2021

**表 1.** 2009~2021 年金种子酒杠杆指标

项目(亿元)	2021	2020	.....	2010	2009
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	75,000,000.00
一年内到期长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00

如表 1 所示,金种子酒 2010~2021 年的有息负债均为零,由此可见,金种子酒在近十年均采用零杠杆策略,并未使用债务融资进行筹资。从酿酒行业角度来看,截至 2020 年底,我国 20 家 A 股上市白酒公司的有息负债率均值保持在较低的水平 5.74%,甚至多家公司使用低杠杆或零杠杆策略,并在 2021 年仍然继续保持着这种情况。它们的短期借款率和长期借款率都极低,由此可见,金种子酒选择零杠杆的原因与酿酒行业特征相关。

#### 3.2. 零杠杆选择动因分析

##### 3.2.1. 生命周期变化分析

根据表 2,早年金种子酒的经营和筹资活动现金净流量为正,投资活动的现金净流量为负,这表明公司正处于高速发展期,需大量外部资金的支持满足投资需求。因此,在 2010 年,公司通过非公开溢价发行 3433.21 万股股票,募集了约 5.5 亿资金,成功增加了筹资活动的现金流量净额 4.61 亿。然而,2012

年起，“三公”政策的实施使得以白酒产销为主的企业受到了国家政策的影响，金种子酒的销售业绩也随之下降，可使用的现金流也随之减少。即使在2015年的第三次消费升级中，公司的状况也未得到明显改善。更糟糕的是，2019年的疫情再次给金种子酒带来了打击。

**Table 2.** Net cash flow of Golden Seed Wine in 2009~2021 (Unit: 100 million yuan)

**表 2.** 2009~2021 年金种子酒现金流量净额(单位: 亿元)

项目	经营活动	投资活动	筹资活动	
主动选择	2009	3.07	-0.23	0.42
	2010	1.74	-0.56	4.61
	2011	1.47	-1.10	0.00
	2012	5.68	0.24	-1.00
被动选择	2013	2.90	-8.41	-1.72
	2014	0.53	-3.88	-0.44
	2015	3.54	5.45	-0.28
	2016	-1.82	2.65	-0.17
	2017	-2.48	-0.95	-0.20
	2018	-1.84	-0.19	-0.03
	2019	-1.75	-0.43	5.65
	2020	-1.60	0.38	-0.07
	2021	-4.56	3.30	-0.25

### 3.2.2. 经营相关现金流变化分析

**Table 3.** Cash flow related to Golden Seed Wine operating activities in 2009~2021

**表 3.** 2009~2021 年金种子酒经营活动相关现金流量

项目	经营活动现金流量 净额(亿元)	同比增加(%)	期末货币资金 余额(亿元)	货币资金占 总资产比例(%)	预收账款 (万元)	
主动选择	2009	3.07	114	4.05	35.43	16971.71
	2010	1.74	-43.55	9.84	51.25	33720.69
	2011	1.47	15.52	10.22	43.62	28100.43
	2012	5.68	286	15.13	50.87	17230.07
被动选择	2013	2.90	48.94	7.90	24.84	29574.38
	2014	0.53	81.72	4.11	12.76	30349.53
	2015	3.54	568	12.82	38.73	26695.68
	2016	-1.82	-151	13.48	41.20	16277.62
	2017	-2.48	-36.26	10.04	32.04	9622.38
	2018	-1.84	25.81	7.95	24.88	8340.39
	2019	-1.75	4.89	12.73	34.93	11240.59
	2020	-1.60	8.57	10.13	26.26	256.88
	2021	-4.56	-185	8.88	22.97	237.79

根据表 3,金种子酒在 2010 年白酒销售增长的同时,经销商使用银行承兑票据结算货款也相应增加,导致其经营活动现金净流量同比减少 43.55%。除此之外,公司还收到了大量权益性融资,这吸引了更多的经销商加入,预收账款也出现了爆发性增长。同时,其货币资金与总资产之比高达 51.25%,经营活动现金净流量也在 2012 年达到峰值。而自 2013 年起,其经营活动现金净流量波动下降,这主要是由于其主打地域性销售策略。2019 年的疫情也使得 2020 年预收账款急速下降,出现了产品滞销问题,虽有疫情的原因,但仍能看出金种子酒近几年的经营状况不理想。到 2021 年,随着市场需求量的变化,货币资金占总资产比率回落至 22.97%,远低于行业平均水平,其现金流问题值得引起重视。

### 3.2.3. 长期债务担保能力变化分析

Table 4. Ratio of fixed assets of Golden Seed Wine in 2009~2021

表 4. 2009~2021 年金种子酒固定资产比率

项目	主动选择						被动选择						
	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
固定资产比率	0.09	0.05	0.07	0.08	0.07	0.11	0.11	0.13	0.19	0.15	0.15	0.16	0.17

从表 4 可以看出,早年间,金种子酒的固定资产占总资产比率较低。同时,在 2010 年获得大量的募资,其短期借款偿债能力得到了极大的提升。虽然在高速发展期间,固定资产比重虽然不大,但现金流却非常充足。近几年金种子酒的这个值一直在 0.15 左右波动,处于行业可接受的水平之内。但就近几年的情况而言,由于公司处于衰退期,固定资产比重较大,因此其具备较强的长期债务担保能力,但它也需要大量的资金。而其短期借款偿债能力相对较弱,而且由于常年亏损,公司在资本市场中的信用声誉存在问题,很难从银行获得贷款。因此,公司可能会陷入债务融资困境。

### 3.2.4. 盈利能力变化分析

Table 5. Profitability of Golden Seed Wine in 2009~2021

表 5. 2009~2021 年金种子酒盈利能力

项目	营业收入变动率 (%)	销售毛利率 (%)	销售净利率 (%)	净资产收益率 (%)	资产报酬率 (%)	
主动选择	2009	58.02	9.01	6.83	8.11	12.12
	2010	31.97	14.51	12.25	9.68	15.03
	2011	27.87	27.36	20.73	25.43	22.72
	2012	30.03	64.90	24.47	28.50	21.10
被动选择	2013	-9.32	66.00	6.42	6.10	4.30
	2014	-0.27	62.30	4.27	3.99	2.80
	2015	-16.74	59.60	3.03	2.33	1.60
	2016	-16.89	55.30	1.22	0.78	0.50
	2017	-10.14	52.75	0.71	0.36	0.29
	2018	1.89	51.25	7.82	4.43	3.25
	2019	-30.46	37.87	-22.29	-7.74	-5.96
	2020	13.55	27.72	6.80	2.43	1.88
	2021	16.70	28.80	-13.66	-5.92	-4.28

根据表 5，金种子酒在 2009 年实现了营业收入的大幅增长，这主要是由于其酒类产品销量比上一年上涨了 77.52%。此外，在 2010 年，公司的各项盈利指标也呈现上涨趋势，销售也实现了新的突破。而自 2013 年起，金种子酒的营业收入也开始负增长，截至 2021 年，金种子酒的毛利率为 28.80%，远低于同行业的 55.52%，其平均销售净利率也远低于行业均值 36.20%，盈利能力明显落后于行业，主要原因是中高端酒销量较弱。同时，近年来，金种子酒的净资产收益率呈波动下降，其投资获益能力低于行业水平。随着公司经营规模的持续扩大，净资产也有所增加，但净利润并未同步增加，因此净资产收益率有所下降。

### 3.2.5. 营运能力变化分析

Table 6. Operating capacity of Golden Seed Wine in 2009~2021  
表 6. 2009~2021 年金种子酒营运能力

项目	总资产周转率(次)	固定资产周转率(次)	存货周转率(次)	应收账款周转率(次)	
主动选择	2009	1.34	11.04	5.13	30.79
	2010	1.05	13.28	6.14	67.41
	2011	0.83	17.51	5.37	45.83
	2012	0.86	11.50	2.80	4.60
被动选择	2013	0.68	9.80	1.90	4.20
	2014	0.65	7.40	1.80	4.70
	2015	0.53	4.80	1.50	5.80
	2016	0.44	3.60	1.30	7.90
	2017	0.40	2.54	1.14	5.70
	2018	0.42	2.48	1.02	7.00
	2019	0.27	1.76	0.74	10.35
	2020	0.28	1.79	0.83	14.01
	2021	0.31	1.95	0.75	10.38

根据表 6 显示，金种子酒在 2009~2011 年期间的应收账款周转率非常快，特别是在 2010 年同比上涨了一倍，周转速度显著提高，说明采用零负债的策略有助于提高公司的运营能力。而近年，其应收账款周转率明显下降，虽然近三年的应收账款周转速度有所提高，但相比行业平均水平，提升缓慢，表明金种子酒的运营出现了一些问题，需要及时调整。此外，公司存货周转率在 2021 年下降至 0.75，固定资产周转率也下降至 1.95，这表明疫情导致公司产品积压，资金周转速度变慢，未能高效利用公司现有资金，其运营水平需要提高。

### 3.3. 本章小结

2010 年，金种子酒通过募资获得了充足的现金流，这笔资金使得金种子酒此后几年可持续采取零杠杆策略。同时，其固定资产和存货周转率不同程度上升，资产报酬率在同行业中也处于较高水平。总之，2010 年金种子酒的主动采用零杠杆策略，也为其后续一直坚持该策略打下了基础。

自 2013 年起，金种子酒的各项现金流均出现衰退。公司为维持日常经营需大规模收回投资以弥补现金不足，因为仅靠自有资金无法满足日常资金需求。尽管金种子酒采用了“线上传播，线下互动”的全

新销售模式，这在减轻了线下销售下降对公司的一些影响，但也不够。总之，近年其各财务指标均明显降低，然而金种子酒仍然选择采用零杠杆策略，这表明其是被动选择该策略的。

## 4. 金种子酒战略优化建议

### 4.1. 打响品牌效应，开展联名合作

要解决经营能力下降的问题，金种子酒需要抓住发展机遇。首先，金种子酒需要解决地域性销售问题，并增强品牌效应。品牌效应的提升可以带来顾客忠诚度，确保客流量并创造竞争优势，这种效应也会超过对店铺进行常规改造所产生的收益。同时，金种子酒还需要提高对中高档酒的品牌要求，这可以解决品牌效应区域化问题，降低税负以及抵御酒薄利的问题，促进市场良性竞争并提高消费水平。

其次，金种子酒可以与各地文化 IP 展开合作，推出联名酒类产品。这样可以利用当地文化企业的场地开展联名线下活动，利用本土文化的区域优势进行产品展示和营销，让不同的客户都能有接触的机会。同时，与当地文化市场合作共赢，在相应的场地进行广告营销和宣传，提高金种子酒的影响力，这些举措将有助于金种子酒解决经营困境，提升品牌知名度。

### 4.2. 抢占市场份额，实现多元化经营

为了抢占市场份额，金种子酒需要在酒楼和线下代理商两个主要的竞争市场中占据优势，其中酒楼市场尤其重要。随着生活水平的提高，消费者对食品消费的要求也升级了，从温饱转向享受。酒楼是中高端饮食场所，其销售的产品集中、规模大且信息传播效率高，因此占据酒楼市场至关重要，这已成为厂家竞争的主战场。

金种子酒还可以利用互联网大数据分析平台挖掘不同消费群体的实际偏好，提高周边产品开发的成功率，实现多元化经营。针对周边产品，金种子酒可以根据消费群体的不同需求开发不同的产品，进行不同品种的搭配，并利用受欢迎的传播方式进行宣传和营销，提高周边产品开发效率。此外，新品种酒文化在年轻群体中更受欢迎，金种子酒可以推出盲盒产品等年轻人喜欢的模式进行传播，同时促进酒文化的推广，为周边产品的推出造势，以扩大客户群体并提高客户成交意愿。

### 4.3. 及时调整资本结构

顺应市场变化，内部管理人员的业务能力至关重要，相关的管理人员必须不断学习善于经营白酒企业的资本战略，总结经验，并将其应用于自身。同时，将理论与实践相结合，更好地完善自我能力，更好地巩固学习实践成效，更好地实现最优资本结构。其次，金种子酒的盈利与营运能力都存在一定问题，管理层需重视这个问题，要学会洞察日常管理过程中存在的问题或不足，这样才能学有所获，同时加强外部监督管理，完善企业各项制度。面对新冠疫情的冲击，金种子酒必须创新经营模式，调整以往单一资本结构，有必要改零杠杆为去杠杆策略，逐步回升杠杆，适当利用杠杆提高企业的经营效率。

## 5. 结论与展望

对于本文重点研究的金种子酒，基于其财务报表来探究公司零杠杆现象的选择动因。得出结论：金种子酒在 2010 年开始使用零杠杆策略，其在选择使用零杠杆策略时，各项指标都呈现较好的趋势，可见其是主动选择零杠杆策略的。

与之相反的，近几年金种子酒的营运能力与盈利能力都存在一定的问题，其长期偿债能力方面虽有一定保障，但仍有外部的债务融资需求，可见其采用零杠杆策略是由于公司处于衰退期，受到一定融资约束的影响被动选择零杠杆策略。然而，我国对白酒行业中公司零杠杆现象相关分析较少，存在很多不

足，且并不深入，之后可以从多个角度来对国内各行各业公司“零杠杆”现象选择动因展开更深层次的研究。

### 参考文献

- [1] Strebulaev, I.A. and Yang, B.Z. (2013) The Mystery of Zero-Leverage Firms. *Journal of Financial Economics*, **109**, 1-23. <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2013.02.001>
- [2] 王严. 法拉电子零杠杆经营的动因及相关经济后果研究[D]: [硕士学位论文]. 杭州: 浙江工商大学, 2022.
- [3] 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.
- [4] 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, 24(6): 171-176.
- [5] 黄珍, 李婉丽. 为什么零杠杆公司持有较多的现金? [J]. *管理工程学报*, 2019, 33(2): 120-130.
- [6] 张信东, 张亚男. 企业零杠杆现象及其研究: 回顾与展望[J]. *山西大学学报(哲学社会科学版)*, 2021, 44(1): 138-150.
- [7] Devos, E., Dhillon, U., Jagannathan, M. and Krishnamurthy, S. (2012) Why Are Firms Unlevered? *Journal of Corporate Finance*, **18**, 664-682. <https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2012.03.003>