

分类号：
学号：20202116128

密级：公开
单位代码：10759

石河子大学

硕士学位论文



安琪酵母资本结构优化研究

学位申请人	石青青
指导教师	王伟国教授
申请学位门类级别	专业硕士
学科、专业名称	会计专硕
研究方向	财务理论与方法
所在学院	经济与管理学院

中国·新疆·石河子
2022年5月

分类号：
学 号： 20202116128

密 级：公 开
单位代码： 10759

石河子大学

硕 士 学 位 论 文



安琪酵母资本结构优化研究

学 位 申 请 人	石青青
指 导 教 师	王伟国教授
申请学位门类级别	专业硕士
学 科 、 专 业 名 称	会计专硕
研 究 方 向	财务理论与方法
所 在 学 院	经济与管理学院

中国·新疆·石河子
2022年5月

Research on Optimization of Angel yeast capital structure

A Dissertation Submitted to

Shihezi University

In Partial Fulfillment of the Requirements

for the Degree of

Master of Professional Accounting

By

Shi qing-qing

Financial accounting and theory

Dissertation Supervisor: Prof. Wang wei-guo

May, 2022

石河子大学学位论文独创性声明及使用授权声明

学位论文独创性声明

本人所呈交的学位论文是在我导师的指导下进行的研究工作及取得的研究成果。据我所知，除文中已经注明引用的内容外，本论文不包含其他个人已经发表或撰写过的研究成果。对本文的研究做出重要贡献的个人和集体，均已在文中作了明确的说明并表示谢意。

研究生签名：石青青

时间：2021年5月31日

使用授权声明

本人完全了解石河子大学有关保留、使用学位论文的规定，学校有权保留学位论文并向国家主管部门或指定机构送交论文的电子版和纸质版。有权将学位论文在学校图书馆保存并允许被查阅。有权自行或许可他人将学位论文编入有关数据库提供检索服务。有权将学位论文的标题和摘要汇编出版。保密的学位论文在解密后适用本规定。

研究生签名：石青青

时间：2021年5月31日

导师签名：王坤

时间：2021年5月31日

摘要

随着我国经济的不断发展，企业的核心竞争力和实力也在逐步提升。资本结构在企业生存发展过程中起着决定性的作用。公司资本结构对公司资产质量的好坏、公司的竞争力有着很大的影响，并决定了公司今后的发展方向，所以，科学合理的资本结构可以促进公司的发展、增强公司的竞争力。近年来，国家对于食品和公共卫生安全问题重视度越来越高，农业部也出具了许多食品安全相关的政策，安琪酵母作为食品加工制造业的国家重点高新技术企业，一直秉持着“技术质量是生命”的发展理念，在这个理论基础上，公司不断壮大发展，逐渐提高了国际地位。公司为了实现全球范围内的产能扩张不断背负着巨大的资金压力，导致资本结构内部债务资本和所有者权益资本发生了变动，据此，本文对安琪酵母有限公司的资本结构进行分析、优化，可以为实现公司持续稳定的发展提高相应的指导。

本文通过理论与案例相结合的方法对安琪酵母公司的资本结构进行优化研究。首先对资本结构的相关理论、优化方法及国内外资本结构的相关文献进行了阐述，并对国内外资本结构研究的相关文献进行了总结。其次，对公司的基本情况、财务状况和经营状况进行了简单介绍，结合相关理论基础及文献对公司 2016—2020 年的相关数据对企业的负债结构、融资结构、股权结构等方面进行了纵向分析，并与食品加工制造业优秀企业的资本构成进行了横向比较分析，通过对比分析找出了安琪酵母资本结构存在的一些问题，并结合宏微观因素及企业自身发展存在的缺陷针对存在的问题进行了成因分析。再次，以价值最大化为目标对公司资本结构进行了优化方案的设计，通过静态及动态优化的方式，确定了安琪酵母公司最佳的资本负债区间以及影响资本结构相关影响因素的调整方向。最后具有针对性设计出安琪酵母公司资本结构的优化方案，提出了优化股权结构、合理安排负债结构、转变融资理念等保障措施，以实现安琪酵母公司资本结构最优、企业价值最大。根据以上的研究分析，对本文得出的主要结论有：一是安琪酵母公司自身的资本结构存在偏向于外源融资、忽视了内源融资，流动负债比率较高、放弃负债的抵税效应等问题，从静态角度来看公司并没有达到最优的资本结构，从动态方面也没有进行相应的优化，所以十分有必要对安琪酵母的资本结构进行优化研究。

关键词：安琪酵母；资本结构；资本结构优化；财务风险

Abstract

with the continuous development of Chinese enterprises, the core competitiveness and strength are also gradually improving. Capital structure plays a decisive role in the survival and development of enterprises. The company's capital structure has a great impact on the quality of the company's assets and the company's competitiveness, and determines the company's future development direction. Therefore, a scientific and reasonable capital structure can promote the company's development and enhance the company's competitiveness. In recent years, the state has paid more and more attention to food and public health safety issues, and the Ministry of agriculture has also issued many policies related to food safety. Angel yeast, as a national key high-tech enterprise in the food processing and manufacturing industry, has always adhered to the development concept of "technology quality is life". On the basis of this theory, the company continues to grow and develop, Gradually improved its international status. In order to achieve global capacity expansion, the company continues to bear huge capital pressure, resulting in changes in the internal debt capital and owner's equity capital of the capital structure. Therefore, this thesis analyzes and optimizes the capital structure of Angel yeast Co., Ltd., which can improve the corresponding guidance for the sustainable and stable development of the company.

This thesis studies the optimization of the capital structure of Angel Yeast Company through the combination of theory and case. Firstly, it expounds the relevant theories and optimization methods of capital structure and the relevant literature of capital structure at home and abroad, and summarizes the relevant literature of capital structure research at home and abroad. Secondly, it briefly introduces the basic situation, financial status and operation status of the company, makes a vertical analysis on the debt structure, financing structure and equity structure of the company in combination with the relevant theoretical basis and literature from 2016 to 2020, and makes a horizontal comparative analysis with the capital composition of excellent enterprises in food processing and manufacturing industry, Through comparative analysis, this thesis finds out some problems existing in the capital structure of Angel yeast, and analyzes the causes of the existing problems combined with macro and micro factors and the defects existing in the development of the enterprise itself. Thirdly, the optimization scheme of the company's capital structure is designed with the goal of value maximization. Through static and dynamic optimization, the optimal capital liability range of Angel Yeast Company and the adjustment direction of relevant influencing factors affecting the capital structure are determined. Finally, the optimization scheme of the capital structure of Angel Yeast Company is designed, and the guarantee measures such as optimizing the equity structure, reasonably arranging the debt structure and changing the financing concept are put forward, so as to realize the optimal capital structure and the maximum enterprise value of Angel Yeast Company. According to the above research and analysis, the main conclusions of this thesis are as follows: first, Angel yeast's own capital structure is biased towards external financing, ignores internal financing, has a high current liability ratio, gives up the tax credit effect of debt and other problems. From a static point of view, the company has not reached the optimal capital structure,

and has not been optimized from a dynamic point of view, Therefore, it is very necessary to optimize the capital structure of Angel yeast.

Key words: Angel yeas; Capital structure; Capital structure optimization; inancial risk;

目录

摘要.....	I
Abstract	II
目录.....	IV
第 1 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.....	1
1.2 国内外研究现状.....	2
1.2.1 国外研究现状.....	2
1.2.2 国内研究现状.....	3
1.2.3 研究述评.....	5
1.3 研究方法与研究内容.....	5
1.3.1 研究方法.....	6
1.3.2 研究内容.....	5
1.4 技术路线与创新点.....	7
1.4.1 技术路线.....	7
1.4.2 创新点.....	7
第 2 章 相关理论及资本结构优化方法分析	8
2.1 资本结构相关理论.....	8
2.1.1 MM 理论.....	8
2.1.2 权衡理论.....	8
2.1.3 优序融资理论.....	9
2.1.4 资本结构控制权理论.....	9
2.2 资本结构优化方法.....	10
2.2.1 资本结构动态优化方法.....	10
2.2.2 资本结构静态优化方法.....	10
第 3 章 安琪酵母资本结构现状	12
3.1 公司概况.....	12
3.1.1 安琪酵母公司简介.....	12
3.1.2 安琪酵母经营现状.....	12
3.1.3 安琪酵母财务状况.....	14

3.2 安琪酵母资本结构纵向分析	17
3.2.1 负债结构	17
3.2.2 股权结构	19
3.2.3 融资结构	21
3.2.4 财务杠杆与财务风险分析	22
3.3 安琪酵母资本结构横向分析	24
3.3.1 负债结构	24
3.3.2 股权结构	25
3.3.3 财务杠杆与财务风险	26
3.3.4 安琪酵母资本结构特点	26
第4章 安琪酵母资本结构存在问题及成因	27
4.1 安琪酵母资本结构存在的问题	27
4.1.1 资产负债率相对较高	27
4.1.2 流动负债比例过高	27
4.1.3 股权集中程度较高	27
4.1.4 融资顺序不合理，方式较单一	28
4.2 安琪酵母资本结构存在问题的原因	28
4.2.1 资产负债率相对较高的原因	28
4.2.2 流动负债占总负债比例高的原因	29
4.2.3 股权集中度高的原因	30
4.2.4 融资顺序不合理，方式单一的原因	30
第5章 安琪酵母资本结构优化设计	31
5.1 安琪酵母资本结构优化方案依据	31
5.1.1 安琪酵母资本结构优化目标	31
5.1.2 安琪酵母资本结构优化思路	32
5.2 安琪酵母资本结构优化方案的分析	32
5.2.1 安琪酵母资本结构静态优化分析	32
5.2.2 安琪酵母资本结构动态优化定性分析	33
5.2.3 安琪酵母资本结构动态优化定量分析	35
5.3 安琪酵母资本结构优化区间的确定	38
5.4 安琪酵母资本结构优化措施	39
5.4.1 优化股权结构，实现控制权分散	39
5.4.2 降低负债率，合理安排债务结构	39
5.4.3 转变融资观念，加强内部融资	39

5.4.4 完善内部保障措施	40
第6章 研究结论与展望	41
6.1 研究结论	41
6.2 展望	41
参考文献	43
致谢	47
作者简介	48

第1章 绪论

1.1 研究背景与意义

1.1.1 研究背景

资本结构可以反映企业资本实力、偿债能力，也可以检验企业经营过程中存在的各种风险；同时，企业的资本结构关系到公司的融资与决策，对公司资本结构的分析就是对股本结构和公司负债结构的布局加以分析，企业应该运用适当的方法来确定企业的最佳资本结构，从而实现企业价值最大化。但在现实生活中，企业资本结构受内部环境的影响处于不断变化发展的过程中，处于动态变化过程中的资本结构因筹措资金的需要存在着债务资本比例过高或所有者权益资本过大的问题，所以企业管理者应该充分考虑影响公司资本构成的内外部影响因素，并采取相应的优化措施，使公司的资本结构在动态变化的过程中达到最优，在降低财务风险的同时实现筹资成本最低。

安琪酵母公司的主营产品为酵母及酵母加工类产品。酵母产业属生物工业，被列入了国家七大战略性新兴产业之中，主要应用于面食发酵、烘焙和啤酒的生产等领域，另外在饲料养殖、生物质发酵等新领域中也存在着很大的市场容量，存在较大的应用前景。另外，酵母提炼产物(YE)为天然鲜味的提升物，应用于调味酱、火锅料和酱醋等用途十分广泛。在全世界超过一半的酵母生产商在欧洲和美洲地区，而在人口占比较高的东南亚、非洲等地区酵母生产分布则比较低，但近年来由于世界酵母巨人乐斯福和英联马利生产增速下降，东南亚、非洲行业的酵母市场也迎来了很大的上升空间，近几年生产增速已达到8%以上，其中我国已经成为了世界酵母产能上升速度较为快速的地区。

伴随中国居民生活水平的逐渐改善，食品行业成为了国民经济支柱，市场空间也不断扩大，与此同时，食品加工制造业在发展过程中竞争也越来越激烈，安琪酵母作为食品加工制造业的优秀企业，在飞速发展的过程也遇到了环境污染严重、产能扩张过慢、主营产品利润下降、营运资金不足等问题，因此，安琪酵母公司想要在当前经济形式下实现可持续成长，亟待改善企业的资产结构。

1.1.2 研究意义

(1) 理论意义

目前，国内外研究者通常都将整个上市公司或特定产业作为主要研究对象，而针对

某个企业进行资本结构优化管理的研究方法也大多聚焦在工业企业和房地产企业，现有对资本结构优化的研究较少触及到食品加工制造业内具体的公司，因此无法给同类公司的实际运用带来经验，有待于进一步深入探索研究。因此，本文以安琪酵母企业为主要研究对象，较为系统的研究了公司资本构成的变动情况，将我国政府政策导向影响和宏观经济等外部性影响因素与企业的内生发展影响因素都放在了资本结构优化分析框架中进行了深入研究，为资本结构提出了优化途径，对于进一步研究企业资本结构优化相关理论体系有很大的意义。

(2) 现实意义

本文在总结分析安琪酵母公司运营现状以及财务管理状况的基础上，选取相关财务指标，从债务构成、股权结构、融资构成等方面展开纵向分析，并与同行业优秀企业从债权和股权等多个角度进行对比分析，发现了企业资本构成所存在的有关问题，对其进行了静态和动态优化研究来确立最佳的资本结构，并有针对性的给出了相关意见来对安琪酵母公司的权益资本和债务资本构成进行优化，实现安琪酵母公司筹资方式的多元化，提高企业的效益，也为同行业其他企业资本结构的优化提供一些指导。

1.2 国内外研究现状

1.2.1 国外研究现状

(1) 资本结构影响因素的研究

莫迪格利尼和米勒(1958)认为企业的资本结构与其价值两者之间不存在直接的关系^[1]。Myers 和 Majuro(1984)提出了优序融资理论，结论是公司应该优先使用自身积累的利润，然后才是债务和股权，只有这样公司的成本才能降到最低^[2]。Cook 和 Tang(2010)认为宏观经济因素与企业资本结构存在着相互影响^[3]。Tesfaye T.Lemma, Minga Negash(2014)指出企业规模与杆杆率呈负相关^[4]。Jianwen Zheng(2014)认为影响融资及结构的第一原因是非债务或税盾，第二原因是破产成本，第三原因是信息的不对称，同时融资结构也影响了公司的长期投资^[5]。Antakva 指出财务杠杆和企业的规模及盈利能力呈负相关^[6]。Saurabh Chadha, AnilK. Sharma (2015)指出股权集中度与资本结构存在关系，股权集中度高的企业债务比率往往比较低^[7]。

(2)关于资本结构优化问题的研究

Mokhova 和 Zinecker (2012)认为企业应以企业价值最大化为优化目标对资本结构进行优化^[8]。Obloh Sankay Collins 等(2012)认为大公司应该进行长期借款，则小公司应该坚持短期融资^[8]。TDonkor 和 Duffey(2013)通过研究表明，公司在进行融资时，首先应考虑银行投资，之后再考虑其他的债务组合方式合，通过这种方式可以有效的降低融

资成本^[10]。Martin 和 Christ(2015)指出在对公司资本结构进行优化时可以选取同行业公司的公司进行比较,因为同行业内的公司之间往往存在着更多的共性^[11]。Sajjad F 和 Zakaria M (2018)通过研究信用评价在亚洲企业资本结构决策中的意义,指出信用评级与公司资本结构中的杠杆率呈非线性相关关系,企业应保持较高的信用评级,获得更多的市场信誉以便为公司获得更多的资金^[12]。尤瑟夫(2020)指出企业通过加强内部人与股东之间信息的交流可以降低逆向选择成本^[13]。

1.2.2 国内研究现状

所谓资本结构,即为公司所有者股权资金和长期债务资金的配比关系,资本结构决定着企业的经济发展,与公司决策控制权、融资成本存在着相当紧密的交叉关联,与此同时也会给企业带来一定的风险。国内对于资本结构的研究主要是从以下几个进行的:

(1) 资本结构与企业控制权

王俊韡和徐向艺(2008)认为资本构成与企业控制权之间存在着不可分割的联系,资本构成决定着企业的绝对控制权,同时控制权又影响了公司资产构成的调整与优化^[14]。徐澜、徐翔(2010)认为控制权收益发生变动时,控股股东的持股比例也发生同方向变动^[15]。于强、马小会(2013)认为债券结构不合理会缩小控制权的范围,但是过于集中的股权结构又会降低控制权的稳定性^[16]。阮素梅、杨善林(2013)认为将股权激励、薪酬激励等奖励方式与资本结构进行有机配合,对提高上市公司的绩效有益^[17]。马钰(2019)通过对万科控制权之争为基础进行了深入研究,认为很有必要对公司资本构成控制权进行深入研究,有很大的现实意义^[18]。刘笑霞(2020)指出如果企业股东的权益资本扩张过度,反而会抑制企业的控制权^[18]。

(2) 资本结构与资本成本

宋常、陈杰(2012)在对中国资本市场进行研究时,发现终极控制人控制比例、两权偏离度、现金流与资本结构之间存在相互影响关系^[20]。陈少华、陈涵(2013)则通过企业市场化程度差异视角,认为公司债务资本成本与企业的融资结构之间存在着关联,随着企业市场化程度的逐步提升,公司债务资本成本对企业融资结构调整速度的影响也将逐步变大^[21]。刘娜(2020)通过对我国 A 股上市公司进行实证研究,发现企业的避税效益使用的越好,企业的资本结构就越好,反之亦然^[22]。谢国华(2020)则认为,影响着公司的资本构成的主要因素有四种,依次为公司规模、资本的流动性、盈利能力及内部资产结构^[23]。金树颖、谭欣(2020)以 2009-2018 年我国深沪两市的 A 股上市公司为研究样本,通过实证研究得出股票流动性与公司权益资本成本、债务资本成本以及加权资本成本之间存在显著负相关关系;而上市公司的资本结构动态调整速度能够有效地调节上述负相关关系,在上市公司中资本结构动态调整速度越快,其股票流动性对权益资本成本、债务

资本成本和加权资本成本之间的负向影响就越显著^[24]。

（3）资本结构与财务风险

肖雪萍(2013)在对资本结构的影响因素进行研究时，指出财务杠杆对资本结构的影响具有双面性，恰当的利用财务杠杆可以给企业带来正的效益，减少不必要的损失^[25]。陈宇奇、何苗(2015)等认为虽然债务投融资具有节税收益，也能够增加公司的负债，但是由于投欠款如果公司债务融资的数量规模增大，公司所面临的财务风险也将会提高^[26]。王雨(2018)认为公司可充分利用财务杠杆，进行适当的举债，从而降低筹资成本、获得更多的收益^[27]。赵华、丰崇彪(2020)等认为企业的去杠杆有进一步优化公司资产构成、防止财务管理经营风险、增强财务管理能力和创造公司价值的财政功效^[28]。李闽、戴军(2021)认为企业通过负债所筹集的资金越多，企业的财务杠杆就越高，会导致企业发生财务风险^[29]。

（4）资本结构与经营风险

徐少鹏(2011)通过研究指出企业在不同的生命周期面临的经营风险也是存在差异的，因此企业在规划发展目标、制定发展策略时要与企业的发展阶段相符合^[30]。王明虎、章铁生(2014)指出只要企业存在经营风险，就会导致资本结构发生变动，影响企业的价值。因此，为了有效的控制风险，提升企业的价值，企业在财务管理工作中要加强对财务风险的防范^[30]。叶情(2019)以沪深 A 股上市企业为样本，发现企业的发展战略影响着企业的融资结构，当企业选取的战略越激进时，其资本结构就越低^[32]。胡传成(2020)认为当公司选用债务资本进行融资时，对公司的运营的危害是双面的，给公司造成一定的杠杆效果的同时，相应的也会增加融资风险，所以在公司选择资产业务时，必须做好对风险的控制^[33]。

（5）资本结构的优化问题研究

贺伊琦(2010)在基于 MM 理论对企业融资结构展开深入研究时，认为每个企业都面临着一个最佳的融资结构使得企业的加权平均投资成本达到最小，从而实现企业价值最优化^{错误!未找到引用源。}。陈纪南、梅炳莹(2011)等认为，企业规模、成长性、股利政策和决策人员的工作态度等内在要素都对企业融资方式具有很大的作用，并认为政府在优化企业融资结构时不仅要充分发挥政府宏观调控政策的功能，而且还要注意融资风险，将资本市场的功能发挥到最大^[35]。朱晓羽（2015）通过实证模拟的方式对我国上市企业的资本结构进行研究，指出资本结构优化的方法主要有三种，第一种是资本成本最低法，第二种是股东财富最大化，最后一种是企业价值最大化^[36]。夏晓燕（2017）指出在对资本结构给进行优化时，可以通过股权激励政策、适当引入优先股及引入财务管理相关工具等方式实现资本结构优化目标^[37]。孟燕凤(2020)在研究了 X 公司的融资架构后，认为其融资架构中存在着资产负债率偏高、投资来源单一、公司内源资金不足等问题，并针对存在的问题提出了相应意见^[38]。

1.2.3 研究述评

通过对国内外相关文献的梳理,发现国外对于资本结构相关理论的研究要早于国内,为国内资本结构的研究奠定了理论基础,提供了方法指导。国外对资本结构的研究主要是通过实证研究法对相关理论基础、资本结构影响因素及优化措施方面进行研究。而国内学者在国外学者的研究基础上,从资本成本、企业控制权及存在的风险等方面进行了研究。通过整合国内外研究文献国内外学者对资本结构的研究存在着许多共性发现,主要分为以下两方面:

第一、关于资本结构影响因素的研究。资本结构影响着企业的融资结构、控股权及企业的价值。企业所选择的投资途径不同所获取的资金成本也是不同的,由于股权资本的筹集成本往往要大于负债资本的筹集成本,所以企业必须采用负债的经营才能让公司获得资金成本上的优势,从而减少财务风险,资本结构对公司生产运营决策控制权也产生了影响,一旦公司的股权投资增长过度,公司权力就可能会发生旁落,而如果存在的恶意控制股东过度干预,则也会影响公司生产运营的情况。另一方面资本结构也影响着企业价值。当公司债务成本率低于净资产息税前收益率时,公司可能选择债务融资的方法,利用财政杠杆效益获取节税利润,从而增加公司价值。

第二、关于资本结构优化的研究。国内外学者都认为对企业资本结构进行优化时,要以“企业价值最大化”为目标,只有企业内部权益资本和债务资本达到一个相对合适的比例时,企业的资本结构才是最佳的资本结构。并指出,企业在发展过程中出现乌云资金不足时,首先考虑的筹资方式应该是债务融资,因为债务融资由于财务杠杆效应的抵税作用可以节约筹资成本,其次再考虑股权融资的方式,因为企业通过股权融资可能会由于信息不对称存在道德风险,容易给公司的股东和营运管理者带来损失。

1.3 研究方法与研究内容

1.3.1 研究内容

第一章为绪论部分。介绍了本文的研究背景、研究目的及意义、国内外研究现状、研究内容、研究方法、技术路线图及拟创新点。

第二为相关的基础理论与方法分析。介绍了本文研究所涉及的相关概念主要包括MM理论、权衡理论和优序融资理论和资本结构控制权理论,所涉及的资本结构的优化方法主要有静态优化法和动态优化法,本文静态优化法选取的是最佳资本结构定量模型,动态优化方法主要是通过定性分析及熵权法来进行相应的计算。

第三章为安琪酵母公司资本结构现状分析。主要采取了相关财务数据及公司具体的情况对资本结构进行了横向与纵向分析。

第四章指出安琪酵母资本结构存在的问题，主要变现为资本结构内部权益和债务资本不平衡，资产负债率过高等问题，并针对存在的问题分析了成因。

第五章设计了安琪酵母公司资本结构优化的方案，首先通利用最佳资本结构定量模型来确定公司的最优资产负债率，其次通过定性的方式确定各影响因素的影响方向和程度，根据定性的结果，利用熵权法来确定各影响因素的权重，最后根据优化结果提出了具体的优化措施。

第六章为结论及展望。总结全文，得出结论。

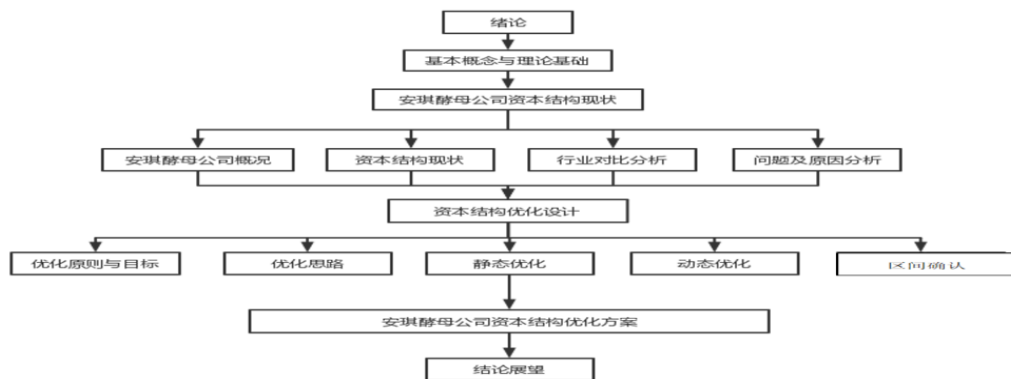


图 1-1 论文研究结构

1.3.2 研究方法

本文中使用的分析方法有四种，分别为：文献研究法、定量分析法、定性分析法、对比分析法以及案例研究法。

文献研究法：主要通过查阅，搜集，整理相关文献，并对相关文献进行研究形成对事实科学的看法。

定量分析法：主要是对相关财务数据进行分析，发现其存在的特征、存在的关系及变化。本文主要结合公司的财务数据对公司的财务状况及资本结构进行了分析。

定性分析法：是指通过主观判断来分析事务的发展规律的方法。

对比分析法：通过选取参照物与研究目标进行比较，发现存在的共性与特性。本文选取了相关财务数据，采用纵向与横向的对比分析，分析了公司的资本结构。

案例研究法：本文主要以安琪酵母公司为个案基础，对公司的资本结构优化提供意见。

1.4 技术路线与创新点

1.4.1 技术路线

首先对资本结构的相关理论、优化方法及国内外资本结构的相关文献进行了阐述。其次，结合公司财务数据通过对该企业的负债结构、融资结构、股权结构等方面进行纵向分析，并与同行业中其他企业的资本构成进行了横向比较分析，找出安琪酵母资本结构存在的一些问题，并结合宏微观因素及企业自身发展存在的缺陷针对存在的问题进行了成因分析。再次，以价值最大化为目标对公司资本结构进行了优化方案的设计，运用最佳资本结构定量模型测算安琪酵母公司的静态最优资本构成，根据此动态优化安琪酵母公司的企业资本构成，通过静态及动态优化的方式，结合同行业优秀企业的资产负债率，确定了安琪酵母公司最佳的资本负债区间。最后具有针对性设计出安琪酵母公司资本结构的优化方案，提出了保障措施。

1.4.2 创新点

(1) 研究视角创新：关于资本结构优化的研究，一般都是以整个上市企业或某个行业作为研究对象，针对特定公司进行具体优化的探讨都不多。国内研究主要集中于制造业企业和房地产企业等，围绕高新技术企业展开的较少。因此，本文以安琪酵母产为研究对象，可以为高新技术企业资本结构的优化提供指导。

(2) 研究内容创新：本文以安琪酵母公司为研究对象，结合资本结构优化理论以及公司的财务数据，用定性和定量相结合的方法对资本结构进行研究，设计资本结构优化的具体方案，可为安琪酵母公司和同行业其他公司进行资本结构优化提供参考，具有一定的创新性。

第 2 章 相关理论及资本结构优化方法分析

2.1 资本结构相关理论

2.1.1 MM 理论

"MM"理论重点研究对象是公司股本构成与市场价格之间的关系。当公司处于无税状态时，MM 理论指出公司无论采取那种融资组合方式，其市场价值都是恒定的，该阶段的 MM 理论是基于完美资本市场的假设前提下提出的，与企业实际的情况严重不符。1963 年在该理论的基础上，另外二位研究者又对该理论做出了一定的调整，在前期的研究成果基本上增加了公司所得税这一影响因素，但经过调整完善后的 MM 理论则认为资本市场结构并不一直是绝对健全的。在不健全情况下，融资结构的变化也会影响企业的价格，主要变化为原在公司财务杠杆效果收益较好时期，该企业的价格往往会高于财务杠杆效果不好的企业。

MM 于 1973 年被修正，修正后的该理论是含税条件的理论，考虑了公司所得税这一因素，由于负债的利息可以免税，在财务杠杆的作用下，公司就可以尽可能多的通过债务来满足企业的价值，降低债务成本比，因此在该理论下，资本结构中资本的来源全部为债务时，此时财务杠杆作用最大，资本结构为最佳。

2.1.2 权衡理论

权衡理论，是关于公司资本结构的理论。认为公司通过权衡负债的利弊，从而决定债务融资与权益融资的比例。负债的好处包括税收节省，即税盾。负债的成本指财务困境成本。随着负债率的上升，负债的边际利益逐渐下降，边际成本逐渐上升。主张通过权衡债务所带来的利弊来评价企业资产结构的组合情况。因为债务具有抵税效用，公司选择较低的资产负债率时能够增加公司的价值，但是当企业资产负债率超过某一比率时，债务的抵税效益就会被财务困境费用所抵扣；当二者处于相等状况时，此时企业的价值为最高，而在该状况下的资产负债率则为企业最高的。该理论指出由于股东经营权和所有权的分离，在评价负债利弊时，要对企业股东、债务人和管理者三者的利害关系进行权衡利弊。

2.1.3 优序融资理论

该理论以信息不对称理论为基础,并考虑了交易成本的存在。认为,公司为新项目融资时,将优先考虑使用内部的盈余,其次采用债券融资,最后才考虑股权融资。即遵循内部融资、外部债权融资、外部股权融资的顺序。并指出当公司正在进行新项目投资时,一旦企业内存在盈余资金,则首先考虑的投资方案的是公司内的自有资金,而如果公司内资金不足需要考虑向外吸收投资时,则首先选择的是债券资,最后才会选择对股票进行投资。当存在公司外部投资者与内部经理人之间的信息不对称时,由于投资者不了解公司的实际类型和经营前景,只能按照对公司价值的期望来支付公司价值,因此如果公司采用外部融资方式,会引起公司价值的下降,所以公司增发股票是一个坏消息。如果公司具有内部盈余,公司应当首先选择内部融资的方式。当公司必须依靠外部资金时,如果可以发行与非对称信息无关的债券,则公司的价值不会降低,因此债券融资比股权融资优先。

优序融资理论在本文的运用:本文在对安琪酵母的融资结构进行分析时,发现企业的融资方法大多通过外源融资,忽略了内源融资,说明公司当前融资顺序与优序融资理论顺序不同,融资方式需要进一步进行优化,因此,本文基于优序融资理论提出了降低资产负债率、转变融资观念等优化措施,实现安琪酵母公司资本结构优化的具体方案。

2.1.4 资本结构控制权理论

该理论指出随着经济形式的不断变化,资本结构理念也在不断地发生变化,越来越多的学者将资本结构的研究转向了对企业控制权的研究。由于通过债务融资可以抵税、减少筹资费用的优点,企业发展前在对的资产结构进行研究时提倡应该尽可能的加大对债务融资,而考虑了企业控制权后指出,企业资本结构与控制权联系密切,企业在筹资时,需要对股权融资和债券融资方式一视同仁。

资本结构控制权理论在本文的运用:本文通过对安琪酵母的股权结构及融资结构进行分析发现安琪酵母公司融资方式主要依靠债务融资而忽略了股权融资,并且公司近几年企业第一次大股东持有比例一直维持在40%左右,所以企业应当合理地分散股权,并积极推动股权分置等改革措施,从而达到企业各股东权益的均衡,并充分地调动公司股东的投资积极性。公司股东可以通过设立合约、向经营者分配股票等方式实现控制权转移,将公司发展与经营者利益挂钩,以此减少代理成本比,实现资本结构的优化。

2.2 资本结构优化方法

2.2.1 资本结构动态优化方法

对资本结构进行动态分析主要分为定量和定性两种方式。首先采用定性分析的方式,分析出企业宏微观影响因素对资本结构的影响方向,由于影响企业投资结构的宏微观因素是不断变化发展的,对企业投资构成的影响也是发生变化的,所以企业必须针对宏微观各种影响因素进行相应地调节,才可以以统一的标准来确定影响方向。其次通过定量的方式,根据调整过后的宏微观因素利用熵权法来判断各影响因素的影响权重,最后,对动态及静态优化后的结果进行分析,为资本结构的优化方案提供依据。

2.2.2 资本结构静态优化方法

一、平均资本成本比较法

平均资本成本比较法,主要是利用企业的账面价值对投融资构成进行测算,由于没有考虑市场反应与风险这两种主要影响因素,在采用时必须先提前确定好备选的融资方法,然后再利用公式测算各种投融资组合方法的加权平均融资成本,而其中加权平均资本成本最小化的投融资组合方法便是最合理的资本结构。

二、公司价值分析法

企业价值分析法,在充分考虑市场风险因素的前提下,以企业资本市场经济社会价值为准则,对企业的资本结构进行优化。这种方法一般规定了企业应当拥有较大的资产规模,并指出公司价值最大时的资产规模就是最佳的资本结构。

三、每股收益分析法

每股收益无差异点,主要是指通过测算不同备选方案的每股收益无差异点,并加以对比选取最高的收益来确定资本结构的方法。这种方法可以帮助企业判断出在不同的息税前利润水平下怎样进行资本结构的选择。如果企业对资本的需求量较大,则需要采用多种融资组合方式,在这种情况下,企业需要对各种筹资组合的资本成本负担和其所对应的每股收益进行计算,最合适的资本结构其每股收益是最高的。

四、最优资本结构定量模型

该模式是由孟建波与罗林二位博士于在对企业中最佳资本构成的量化研究的论文中所提出的。基于债务抵税效应的存在,公司在产品运营过程中资产负债率的降低对于公司价值的提高是有益的,但一旦资产负债比例太大,公司将会产生经营风险、陷于运营危险或者发生破产,所以公司要想实现企业价值最优化,就必须保持适当的资产负债率水准,寻找负债和权益的平衡,并认为公司达到最佳资本结构时其资产负债率最为合适,此时市场价值也为最佳,以此为基础建立了最优资本结构定量模型就,该模型为:

$$LnE = \frac{F+I}{E} + \frac{E+I+F}{V} \times \frac{100b}{1-b} \quad (2-1)$$

公式中：V 是企业总资产，E 是企业税前利润总额，I 是利息支出，该方法不但计算过程简便而且充分考虑了公司的风险和收益，因而本文选取了该方法对安琪酵母资本结构进行静态最优值测量。

第3章 安琪酵母资本结构现状

3.1 公司概况

3.1.1 安琪酵母公司简介

安琪酵母股份有限公司前身为宜昌食用酵母生产基地，于1986年建成，是由国家计委设立的全国唯一的一家活性干酵母工业性试验基地。安琪酵母股份有限公司是在2000年在上海证券交易所挂牌上市，股票代码为60069，公司注册资本为13570万元，之后公司逐步走向技术化，专业化，并能够快速识别市场需求，不断整合技术，开发更多的新产品。

公司是专门从事酵母、酵母衍生物及相关生物制造经营的国家重点高新技术企业，具有强大的科研力量，建有我国技术管理中心、博士后科研站、CNAS我国认证实验室等高层次平台，申请专利900多项，获得授权发明专利237项。主导和参与制定了酵母行业40多项国家和行业标准，完成国家和省级重大科技计划70多项，提升了中国酵母产品的国际化、带动了我国酵母产业及相关领域的发展。企业运用了世界上发酵工程技术领域的最新科学技术建造了酵母系列产品工厂，并引进了西门子生产流程控制器实现了全集成自动化，以保证制造出高品质、低成本的酵母产品。

3.1.2 安琪酵母经营现状

通过对企业运营情况进行分析，能够实现对企业的动态监测，其数据分析视角和数据来源都有着广泛性，因此本文中选择了营业收入、毛利润、营业收入增速、毛利润增长率四个指标对安琪酵母经营现状进行分析。评价公司运营成本的指标选择了营业收入，评价公司发展情况和发展实力的重要指标主要选择了营业收入增长速度，公司获利能力和发展实力的指标主要选择了毛利润和毛利润增长速度来评估。

从表3-1可以看出，安琪酵母的营业收入由2016年48.16亿元在2020年上升到了89.33亿元，2016年到2020年营业收入的增长率分别为15.38%、18.82%、15.75%、14.46%、16.73%，2017—2019年增速逐渐变慢，2020年收到疫情居家“烘焙热”的影响，增速又逐渐上升，但五年间营业收入增长率都在10%以上，公司具有较好的成长性。在净利润方面，由2016年的5.78亿元增长为2020年的14.22亿元，五年间持续增长，五年间净利润增长率分别为：81.36%、54.55%、0.78%、4.47%、51.29%，可以发现净利

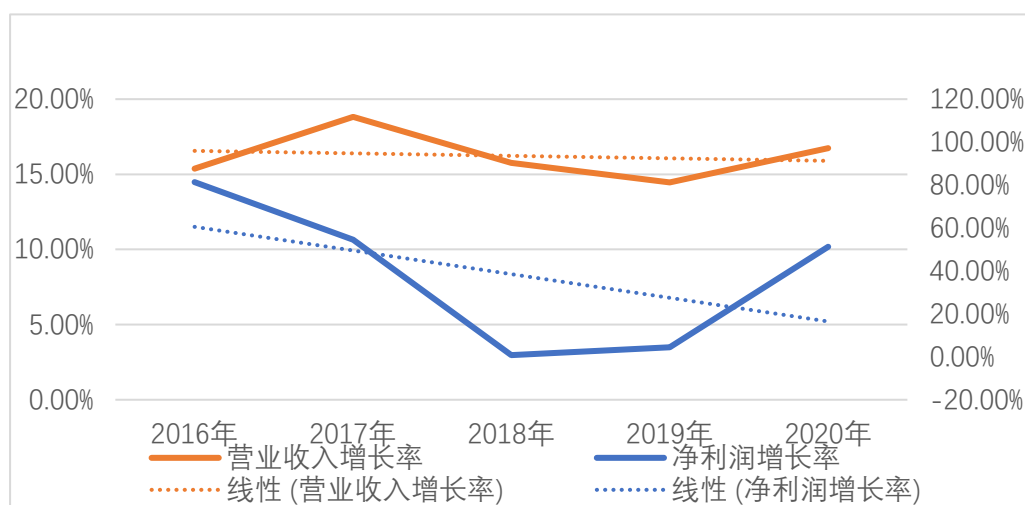
润增长率不稳定，忽高忽低。

表 3-1 2016-2020 年安琪酵母营业收入及净利润统计表

	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年
营业收入(亿元)	48.61	57.76	66.86	76.53	89.33
净利润(亿元)	5.78	8.93	9	9.4	14.22
营业收入增长率	15.38%	18.82%	15.75%	14.46%	16.73%
净利润增长率	81.36%	54.55%	0.78%	4.47%	51.29%

数据来源：东方财富网

图 3-1 安琪酵母 2016-2020 年营业收入与净利润增速



由表 3-1 及图 3-1 我们可发现，安琪酵母营业收入增长率虽然呈下滑态势，且增长速度也相对较慢，但企业净利润增长率却一直保持在快速下降态势，2018 年、2019 年均增长率仅为 0.78%、4.47%，说明公司营业收入稳步上升的情况下，盈利能力表现不佳，不具备良好的增长势头，主要有以下几个原因：第一，过去三年公司净利润连续高涨，导致净利润基数较大，导致近两年增长受限。第二，安琪公司伊犁工厂因环境问题而限产，利润减少。第三，国内外许多企业提前集中开展技术改造，海外市场不断扩张。第四，市场研究难度加大，品牌推广及国际原油价格上涨导致广告宣传费和运输费用增幅上升，增加了成本费用。第五，酵母原材料为蜜糖，蜜糖价格受国际市场影响不断下跌，由上年价格下跌为，跌幅达到 16%，销售价格收到影响导致利润下降。

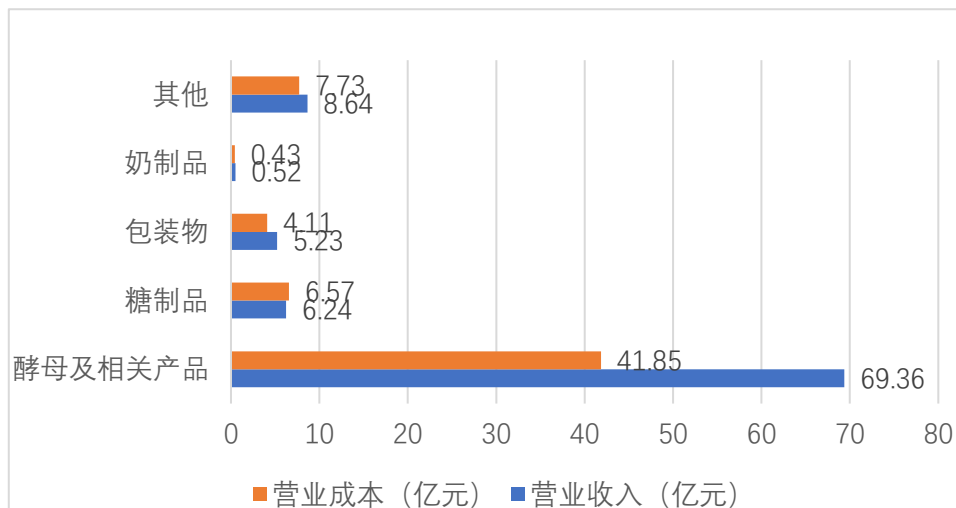


图 3-2 2020 年安琪酵母主要产品主营业务收入及营业成本分布状况

通过图 3-2 可以发现，公司的主要产品分为酵母及相关产品、糖制品、奶制品、包装物及其他五大类，其中酵母及相关产品直营业务收入为 69.36 亿元，占主营业务总收入比例为 77.66%，主营业务成本为 41.85 亿元，占主营业务总成本的比重为 70.90%，糖，糖制品、包装物、奶制品和其他类占主营业务总收入的比重分别为：6.99%、3.74%、0.5%、10.55%，因此，公司核心产品为酵母及相关产品。

3.1.3 安琪酵母财务状况

本文主要选取了四个与资本结构存在密切联系的指标对安琪酵母公司的财务状况进行分析，从而下文找出资本结构存在的问题与资本结构优化成长性能力方案的设计提供有效数据。

(1) 盈利能力

通过对盈利能力的分析可以反映公司的业务结构、反映公司的运营管理水平与绩效，也可以及时发现公司面临的问题，进而改善公司的利润水平。本文选取了总资产利润率、销售毛利率、销售净利率三个指标分析安琪酵母公司的盈利能力。安琪酵母公司 2016—2020 年盈利能力如表 3-2 所示。

由表 3-2 可以看出，虽然近 5 年各项指标都显示公司盈利能力处于不断波动的状态，销售毛利率一直保持在 30% 以上，但通过查看相关数据，当前市场上所 4268 支股票中，其实有 717 支股票在过去 5 年的毛利率都在 30% 以上，占比 16.80%，说明安琪酵母的产品实际上在利润率上并没有表现太突出，也就排在 20% 以内。销售净利率保持在 12% 以上，在 2018 年出现了下滑，而后又逐渐恢复到以前的水平；通过查阅 2018 年、2019 年年报可以得知主要是由于安琪酵母俄罗斯蜜糖价格上涨，新产品开发研发费用上升，导致利润下滑。但是在 2020 年由于前期建设及经营能力的不断增强，销售净利率达到了 15.92%，位于食品行业 43/105，销售毛利率为 34%，总体来看，安琪酵母公司的盈利

能力表现较为一般。

表 3-2 安琪酵母公司 2016—2020 年盈利能力

项目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年
总资产的利润率 (%)	8.90%	12.06%	10.58%	9.95%	13.75%
净资产收益率 (%)	16.47%	24.02%	21.06%	19.37%	25.15%
销售毛利率 (%)	32.62%	37.64%	36.20%	35.00%	34.00%
销售净利率 (%)	11.88%	15.46%	13.46%	12.28%	15.92%

数据来源：东方财富网

(2) 营运能力

通过表 3-3 对营运能力相关指标的分析,可以各项指标均呈现一个相对平稳的状态,变化幅度不是很大。安琪酵母的总资产周转率与图一营业总收入趋势相同,都在逐步增加,表明企业销售实力愈来愈强大,对资本的利用效率也日益提高;但是,存货周转率和应收账款资金的周转速率逐年下降,只在 2020 年呈现出增长的态势,但是从总体来看却都较低,而安琪酵母的存货周转率在同行业中并没有十分领先,而是处在中等水平,由于存货消耗了大量经营资本,从而大大降低了公司资本的利用效果,同时较小的应收账款也使得公司经营资本过多地呆滞在应收账款,进而严重影响了公司资金的盈利能力。通过以上三个指标的分析,安琪酵母应该加强对资金管理的能力,提高资金的利用效率;完善应收账款的制度,提高应对风险的能力,同时也需要提高存货管理水平,加强生产与销售的沟通,建立完善的存货监督体系。

表 3-3 安琪酵母公司 2016—2020 年营运能力

项目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年
总资产周转率	0.75	0.78	0.79	0.81	0.86
存货周转率	2.98	2.62	2.50	2.58	2.96
应收账款周转率	10.63	10.76	9.7	9.68	11.08

数据来源：东方财富网

(3) 偿债能力

由表 3-4 可以看出,安琪酵母近五年流动比率、速动比率、现金流动负债比率一直呈现一个上升的趋势,但是其流动比率和速动比率分别都低于 2 与 1 的正常值,并且现金流动负债比率也低于 1-2 的一个正常值,说明其短期偿债能力、偿还流动负债的能力都较低,这与因公司本身就是重资产的企业,更多的资产被用于非流动资产及近几年扩产能有很大关系;通常,资产负债率大于 60%,被视为资产状况较差,从表格我们可以看出近五年其资产负债率均低于 60%,但是安琪酵母作为食品制造业,这个资产负债率是高于行业平均水平,2016-2018 年公司的产权比率先增后减,说明公

司所有者权益的偿债能力不断增强。总体来说，公司短期偿债能力较差，资产负债率高于行业平均水平。

表 3-4 安琪酵母公司 2016-2020 年的偿债能力

项目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年
流动比率 (%)	0.78	1.01	0.94	1.29	1.42
速度比率 (%)	0.37	0.48	0.43	0.63	0.78
现金流动负债比率 (%)	0.26	0.39	0.32	0.43	0.60
资产负债率 (%)	48.39	49.01	49.30	46.53	42.74
产权比率 (%)	1.01	1.02	1.03	0.92	0.78

数据来源：东方财富网

(4) 成长能力

企业成长能力的分析主要是对企业由于扩大生产规模而产生盈利的分析，通过该指标的分析可以反映出企业在未来发展规划中的发展速度、趋势及是否具备投资价值等重要信息。安琪酵母公司的主营业务为酵母及深加工产品，从表 3-5 可以看出，在 2016—2020 年公司主营业务整体处于一个高速增长的态势，只有 2019 年是处于低速增长区间，2016—2010 年公司主营业务销售增长率在 8%—12% 之间，与此同时，酵母及深加工产品近五年收入符合增速为 16.63%，而主营业务销售速为 17.89%，销售收入增速高于销量增速，说明公司在通过提价释放业绩压力。2018 年、2019 年由于产能扩张、原材料成本上升等原因导致净利润增速较为缓慢，其余三年增速均较快，整体而言这三个指标呈现稳重上升的趋势，说明公司具有较高的投资价值，发展前景较好。

表 3-5 安琪酵母公司 2016-2020 年的成长能力

项目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年	近五年符合增长率
主营业务收入增长率	11.40%	17.17%	24.16%	7.38%	18.04%	16.63%
主营销售增长率	8.25%	11.90%	12.01%	7.92%	9.27%	17.89%
净利润增长率	81.36%	54.55%	0.78%	4.47%	51.29%	/

数据来源：东方财富网

3.2 安琪酵母资本结构纵向分析

资本结构是一项重要的财务指标，决定着企业的偿债、再融资及盈利能力。文将从负债结构、股权结构、资本成本、财务杠杆和财务风险四个方面结合 2016—2020 年的年度报表对安琪酵母资本结构进行研究。

3.2.1 负债结构

(1) 负债规模分析

① 负债整体性

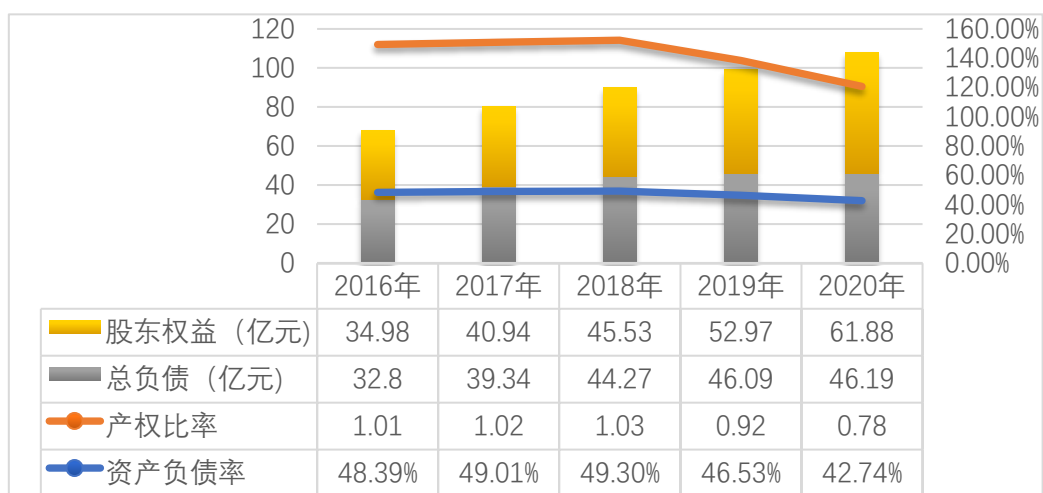


图 3-3 安琪酵母 2016—2020 年债务比率图

本文选取了资产负债率和产权比率对公司的负债整体状况进行分析。观察图 3-3 可以发现，安琪酵母 2016-2020 年资产负债率和产权比率的变化趋势一致，都呈现先上升后下降的趋势。2016-2018 年资产负债率逐年升高，在 2018 年达到了最大值，分别为：48.39%、49.01%、49.30%，主要是由于这三年受安琪伊犁环保问题、安琪赤峰搬迁项目投产及安琪埃及生产线建设的影响，不断进行产能扩张，资本支出不断上升，与此同时，公司本身就是一个技术壁垒较高，资产较重的企业，保持在 50%左右的资产负债率还是比较合适的；2019-2020 年资产负债率分别为：46.53%、42.74%，呈现下降的趋势，主要是由于近两年随着资本开支的放缓，在建工程的减少，财务压力也逐渐降低。五年间产权比率呈现先上升后下降的趋势分别为，前面三年产权比率都大于 1，可以看出公司负债比率要干预净资产，2019—2020 年产权比率呈下降的趋势，说明公司所有者权益对负债的保障程度在逐渐升高。

② 有息负债与货币资金分析

企业的偿债风险可以通过计算货币资金和有息负债总额两者之间的差额来判断，表 3-6 即为 2016-2020 年安琪酵母公司货币资金和有息负债总额的差额。

通过表 3-6 可以看到安琪酵母五年内资产负债率都在 40% 以上，但是通过进一步分析，发现企业货币资金和有息负债之间的差异都是负的，截至 2020 年安琪酵母短期借款为 11.41 亿元，货币资金却仅为 11.07 亿元，说明安琪酵母公司的货币资金无法覆盖短期借款，更别说其他负债了，公司当前的资金链十分脆弱，可能面临偿债风险。

表 3-6 2016-2020 年安琪酵母货币资金和有息负债总额的差额 单位：亿元

项目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年
货币资金	3.33	4.17	3.74	6.64	11.07
有息负债总额	17.03	25.57	28.34	23.24	25.58
货币资金与有息负债的差额	-13.7	-21.4	-24.6	-16.6	-16.6

数据来源：公司年报

(2) 负债期限结构

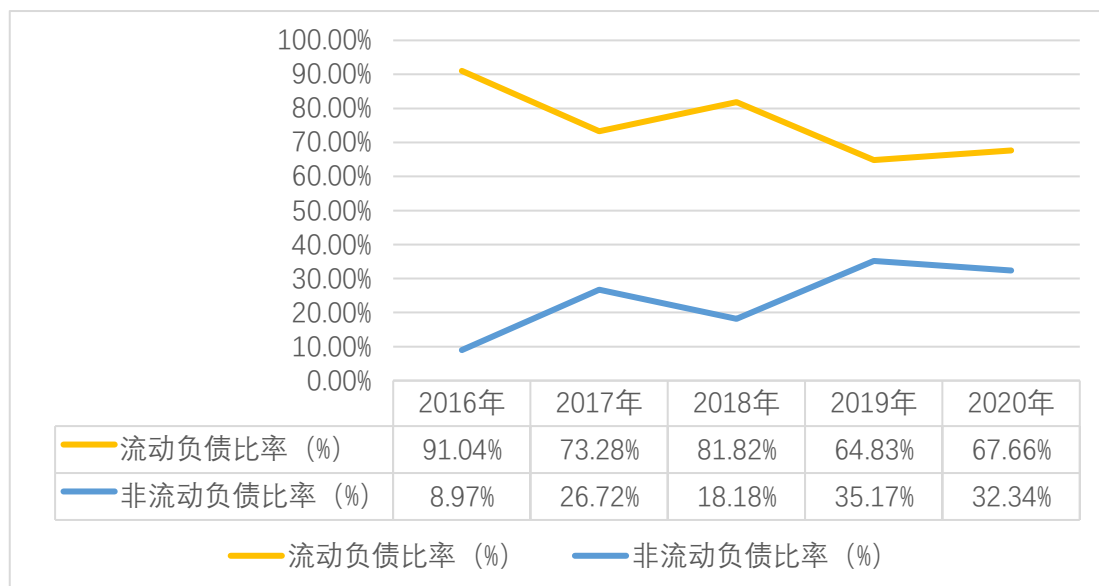


图 3-4 安琪酵母 2016 年—2020 年负债流动性分析

根据图 3-4 我们可以看出，2016—2020 年安琪酵母流动负债比率整体呈现下降的趋势，但是这五年公司的流动负债占负债总额的比率一直都超过了 60%，2016 年该比重甚至达到了 91.40%，2018 年也达到了 81.82%，说明公司严重依赖短期资金；相对而言，非流动负债占负债总额的比例呈现一个上升的趋势，由 2016 年的 8.97% 增长为 2020 年的 32.32%，五年间，尽管两者的差距在不断地缩小，但流动负债所占比重要高于非流动负债所占的比重，这种不合理的资产结构会对公司的融资活动及生产经营方式产生负面影响。

(3) 负债来源分析

仅仅依靠资产负债率高低以及债务期限结构来分析公司是否存在财务风险是远远不够的，本文将从债务结构的来源及是否偿还利息等方面分析安琪酵母的债务结构。表

3-7 及图 3-5 为 2016-2010 年安琪酵母主要负债占总负债的比例。

表 3-7 2016—2020 年安琪酵母主要负债占总负债的比例

项目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年
短期借款	42.35%	40.32%	34.56%	17.08%	24.70%
应付账款	17.26%	23.06%	22.02%	19.92%	23.55%
应付票据	0.43%	1.96%	3.41%	6.22%	2.04%
其他应付款	0.79%	0.92%	1.06%	0.93%	1.21%
长期借款	4.57%	22.93%	14.46%	31.00%	26.95%
长期应付款	1.59%	1.37%	1.15%	0.85%	0.84%
其他负债	33.02%	9.46%	23.33%	23.99%	20.70%
负债合计	100%	100%	100%	100%	100%

数据来源：东方财富网

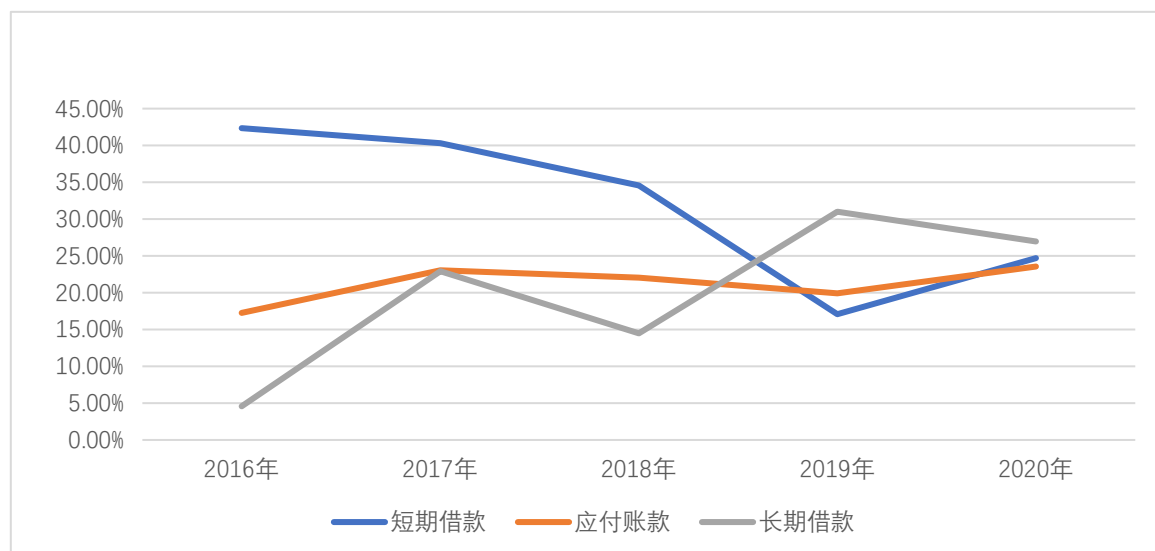


图 3-5 2016-2020 年安琪酵母短期借款、应付账款、长期借款占总负债的比重

通过上文分析，我们知道流动负债占总负债的比例较大，公司以短期负债为主。由表 3-7 可以看出在流动负债中，短期借款和应付账款占比较大，在五年间短期借款占负债总额的比重分别为：42.35%、40.32%、34.56%、17.08%、24.70%，呈现下降的趋势；应付账款由 2016 年的 5.66 亿元上升为 2020 年的 10.88 亿元，呈现上升的趋势。总的来说，虽然近几年长期借款的比例在不断上升，但短期借款和应付账款仍然为公司债务的主要来源，说明公司存在较大的偿债压力，影响投资活动。

3.2.2 股权结构

(1) 前五大股东持股比例分析

通过观察表 3-8，我们可以发现近五年安琪酵母股份公司前十大股东持股比例之和都保持 60%以上股权集中度高，第一大股东持股比例几乎没有发生变化，除了 2016 年

持股比例为40.64%，其余四年均为39.98%，第二大股东持股比例在2016-2019年由9.04%上升为15.01%，2020年又下降为9.58%虽然整体是上升的，但与第一大股东相比还是相差甚远，其余股东持股差距就更加大了：说明第一大股东拥有相对控制权，会存在监督制度不完善等一系列问题。

表3-8 2016—2020年前五大股东的持股比例

单位：%

项目	2016年	2017年	2018年	2019年	2020年
1	40.64%	39.98%	39.98%	39.98%	39.98%
2	9.04%	7.51%	10.17%	15.01%	9.58%
3	2.35%	6.60%	5.66%	5.66%	2.66%
4	1.53%	2.86%	3.32%	2.52%	2.31%
5	1.46%	2.31%	2.31%	2.31%	1.01%
6	1.36%	2.00%	1.63%	1.80%	0.97%
7	0.92%	1.25%	0.93%	1.29%	0.94%
8	0.89%	1.23%	0.91%	1.14%	0.79%
9	0.83%	0.56%	0.90%	1.00%	0.71%
10	0.65%	0.51%	0.87%	0.93%	0.71%
前十大股东 持股比例之 和	59.67%	64.81%	66.68%	71.64%	59.66%
股权制衡度	2.14	1.61	1.50	1.26	2.03

数据来源：东方财富网

股权制衡也就是指企业的经营权力由多个大股东所共有，大股东间通过互相牵制实现共同监管，既能够有效防止大股东对上市公司权益的侵犯，还能够维护企业股份较为集中的经营优势。通过测算公司第二至第九位股东的持股比例之和与第一大股东持股比例之比来反映对公司股东制衡度，可以发现股东之间的制衡度是比较低的近五年年分别为：2.14、1.61、1.50、1.26、2.03，说明第一大股东拥有绝对的控制权，可能会存在侵害小股东利益，影响公司的经营发展。

(2) 股权融资信息

安琪酵母公司自2000上市以来，仅在2010年和2011年这两年因扩建生产和购买股权公募集了14.38亿元资金，近十年再无增发，股权融资金额与债务融资相差甚远，可见公司还是以股权融资为主，表3-9为安琪酵母自上市以来股权融资情况：

表3-9 安琪酵母融资情况

单位：亿元

日期	融资类型	发行股数（万股）	发行价格	募集资金
2010.6.29	增发	3465	18.67	6.469
2011.8.22	增发	2359	34.50	7.912
总计		5824		14.381

数据来源：东方财富网

3.2.3 融资结构

①资金来源分析

一般而言，上市公司的融资方式根据来源的不同可分成内源融资与外源融资两类。内源融资方法资金的主要来源方式大多是公司内部的资本，主要体现为企业本身的留存利润和折旧，因此不需向外部支付融资成本和费用，也不会产生偿付风险，因而具有低成本、低风险、不会稀释原有股东收益和控制权的优点。外源融资资金来源方法主要是公司以特定的方法向本公司之外的其他经营主体筹集资金，该融资方法具备资金来源方法多样和运用灵活便利的优势，能够高效的联系资金短缺者与资本盈余者。图 3-6 为安琪酵母 2016—2020 年融资结构中内源融资和外源融资来源占比情况。

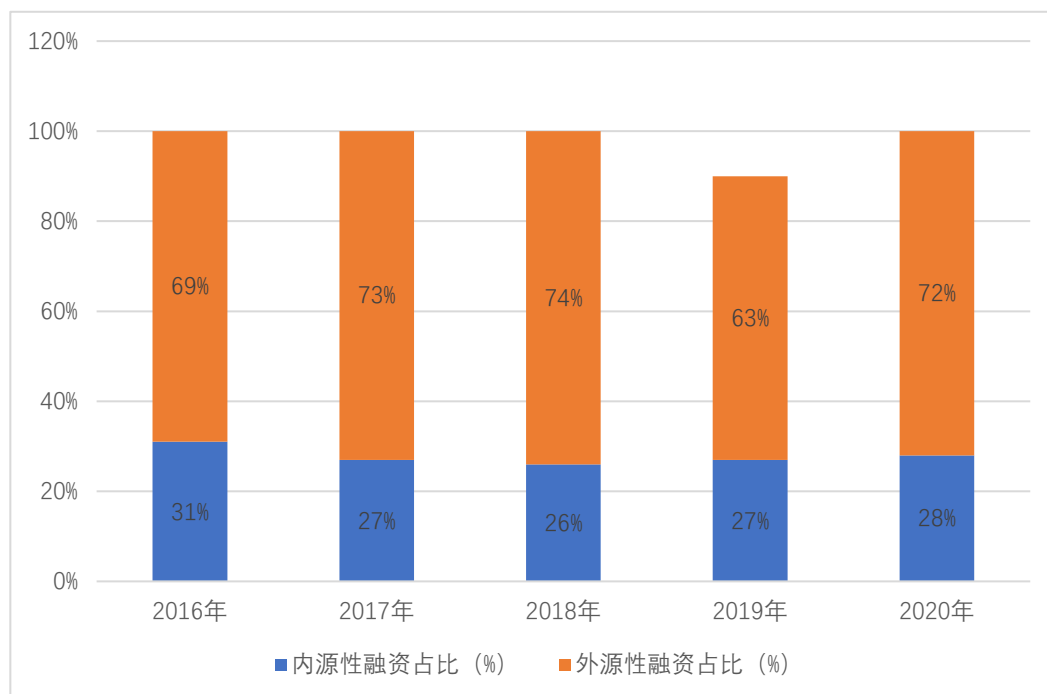


图 3-6 2016—2020 年安琪酵母内源融资、外源融资占比情况 单位：%

从图 3-6 我们可以看出近五年内源融资占比在 30%左右，外源融资占比在 70 左右，两者差距较大，说明公司融资方式主要依靠外源融资，忽视了内源融资易获得、低风险、低成本的特点，过分依靠外源融资，忽视了外源融资条件严格、具有高融资成本的缺点，会导致企业面临相应的财务风险，不利于企业的经营和发展。

②内源融资方式分析

通过表 3-10 我们可以看出公司内源融资中留存收益呈现递增的趋势，五年间总共融净额为 167.03 亿元。企业内源融资手段主要是通过处理固定资产、无形资产，以及其他企业长期负债回收的现金流，但是我们也能够发现这些融资方法在处于一种持续波动的状况，同时企业内部在不断扩张过程中也淘汰了部分落后的生产制造装置，但只是利

用资产出售等融资手段的获取资金量相对较小,所以,目前企业内源融资方式主要依靠留存收益和未分配利润,并且融资方式较为单一,利用其他方法所获取的内部融资资金基本可忽略不计。

表 3-10 2016—2020 年安琪酵母内源融资来源

项目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年	合计(亿元)
留存 盈余公积	2.17	2.90	3.45	4.07	4.96	
收益 未分配利润	18.56	23.83	28.96	34.33	43.80	167.03
(亿元) 合计	20.73	26.73	32.41	38.4	48.76	
资产出售融资 (万元)	50.72	60.97	73.18	1181	641.5	0.2

数据来源:东方财富网

③外源融资方式分析

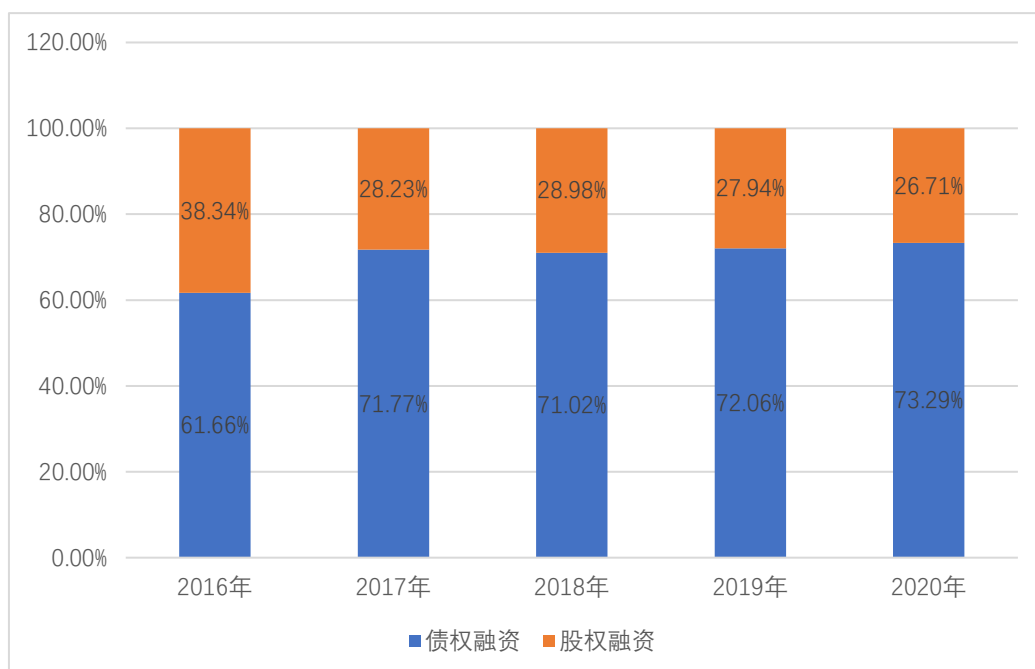


图 3-7 2016—2020 年安琪酵母外源融资来源占比情况 单位: %

通过图 3-7 我们可以看出,安琪酵母公司外源融资中债权融资所占比例较大,2016—2020 年五年中,除 2016 年债权融资比例为 61.66%外其余四年都保持在 70%左右,相应的股权融资除 2016 年为 38.34%外其余四年都保持在 30%左右,公司债权融资的方式主要为商业银行借款和商业信用借款,很少通过发行债券举债。

3.2.4 财务杠杆与财务风险分析

财政杠杆也叫融资杠杆或投资杠杆,它是指企业因为固定负债经营的出现,而导致了原来应由资产所承担的那部分风险转嫁给了股权利息或者优先股股利,并由此而引起

普通股每股利润变动幅度范围超过了利息税前收益率变动幅度范围的现象。财务杠杆的影响可采用财务杠杆系数来表达，并由此来判断公司的风险。

表 3-11 2016 年-2020 年安琪酵母财务杠杆系数

单位：万元

项目	息税前利润 EBIT	利息费用 I	财务杠杆系数 DFL
2016 年	731950	/	1.007
2017 年	1040240	6556	1.006
2018 年	1071570	8952	1.008
2019 年	1203830	9482	1.008
2020 年	1684710	5757	1.003

数据来源：东方财富网

企业财务风险的高低主要决定于财务杠杆率的高低，一般而言，财务杠杆率越高，债务资本回报率相对利息前收益率的弹性也越大。根据财务杠杆系数 $DFL = \text{息税前利润 EBIT} / (\text{息税前利润 EBIT} - \text{利息费用 I})$ ，通过对表 3-11 安琪酵母公司 2016-2020 年相关数据进行计算，得出财务杠杆系数 DFL 分别为 1.007、1.006、1.008、1.008、1.003。财务杠杆系数 DFL 可以衡量企业的筹资风险。通常财务杠杆系数 $1 < DFL \leq 2$ 时是比较合理的。根据公式对安琪酵母 2016-2020 年相关数据进行计算，可以发现安琪酵母 2016—2020 年五年的 DFL 基本上约等于 1，说明安琪酵母公司的财务杠杆系数还是比较小的，存在零杠杆经营，在很大程度上资金并没有被充分利用，因此，需要进一步分析安琪酵母公司的现金流量来衡量企业是否存在财务风险。

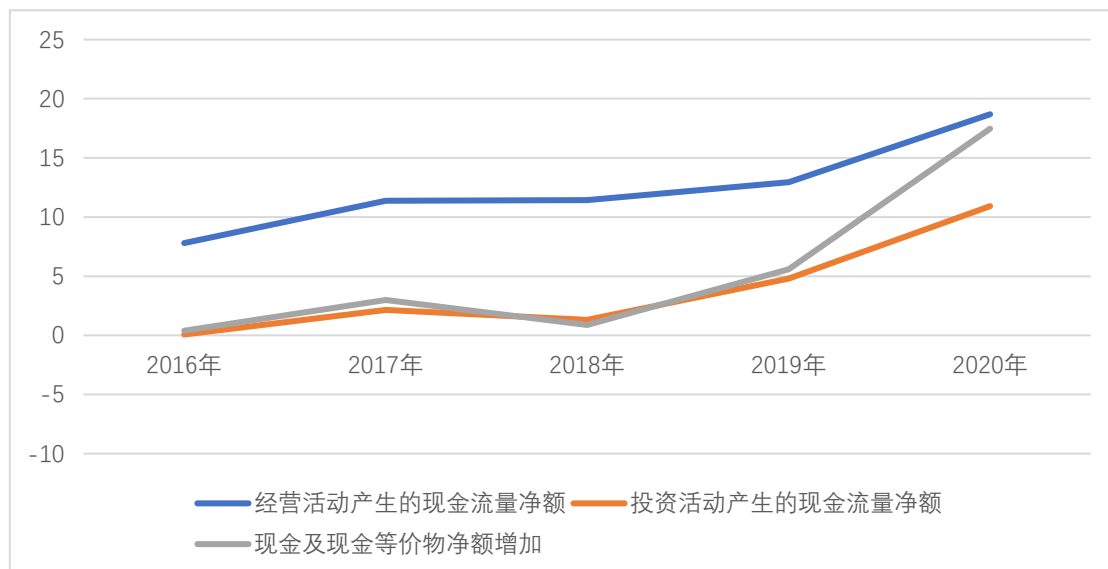


图 3-8 2016—2020 年安琪酵母现金流状况

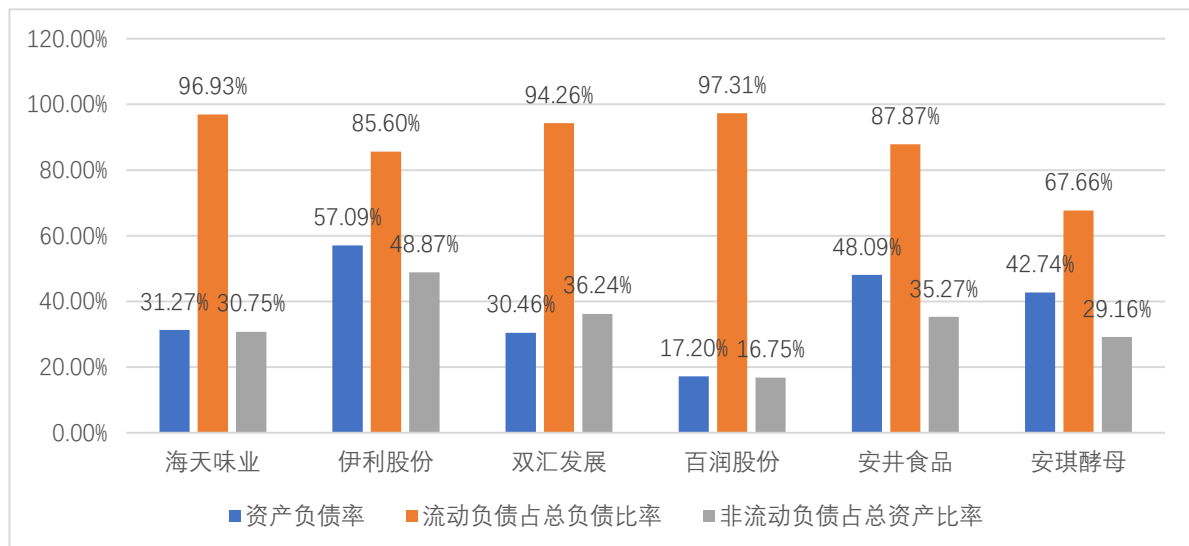
单位：亿元

通过图 3-8 相关数据分析，我们能够发现 2016—2020 年安琪酵母运营活动所形成的现金流是逐步上升的，其中运营活动所形成的现金流要超过资本活动所需要的现金流，表明企业运营平稳、业绩比较优秀、企业获利能力较强，其形成的现金流可以满足企业

的融资需要还可以进行偿还债务和分红；对公司实力的评价可以通过对企业现金及现金等价物总额增长率进行分析，假如企业现金和现金等价物的总额增长率都是负的，则表明企业经营不善、可能面临资金困难和向银行借款的困难，公司现有的资金无法持续稳定的保持现有竞争力，安琪酵母公司 2016—2020 年这五年的该数值都是大于 0 的，说明公司不存在现金流枯竭的危险，经营状况还是比较稳定的。

3.3 安琪酵母资本结构横向分析

安琪酵母公司所在产业是食品加工制造业，为对安琪酵母的资产构成做出较为全面的分析，本节按照 2020 年我国 A 股食品加工制造业的上市市值排名，选择了海天味、



伊利集团控股公司、河南双汇外商投资经济发展公司、百润股份，安井食品等排名前五的优秀公司，对安琪酵母的资本结构通过债务结构、股权结构和财务杠杆三方面做进行横向的比较分析。

图 3-9 2020 年安琪酵母和同行业其他企业负债结构

3.3.1 负债结构

通过图 3-9 我们可以看出，安琪酵母的资产负债率为 42.74%在六家企业中排第四，相比较于百润股份 17.20%、双汇发展 30.46%、海天味业 31.27%，还是很高的。与此同时，六家上市企业流动负债占总负债的比率都很高，说明出食品制造行业本身就具有流动负债较高的特点，但是过高的流动负债会导致企业面临较大的财务风险。其中，安琪酵母的流动负债率为 67.66%，其他五家均高于 85%，海天味业、双汇发展、百润股份三家企业分别到达了 96.93%、94.26%、97.31%，尽管安琪酵母在六家企业中虽然排名最后，但 67.66%的占比还是很高的，短期内企业可能会面临偿债风险、具有较大的资金压

力。通常流动负债占总资产的比率进行衡量可以反映公司的变现能力，安琪酵母的该比率要比其他五家企业低为 29.16%，仅高于百润股份，说明相比较其他几家企业，安琪酵母的企业结构比较稳定，存在较小的债务风险。

3.3.2 股权结构

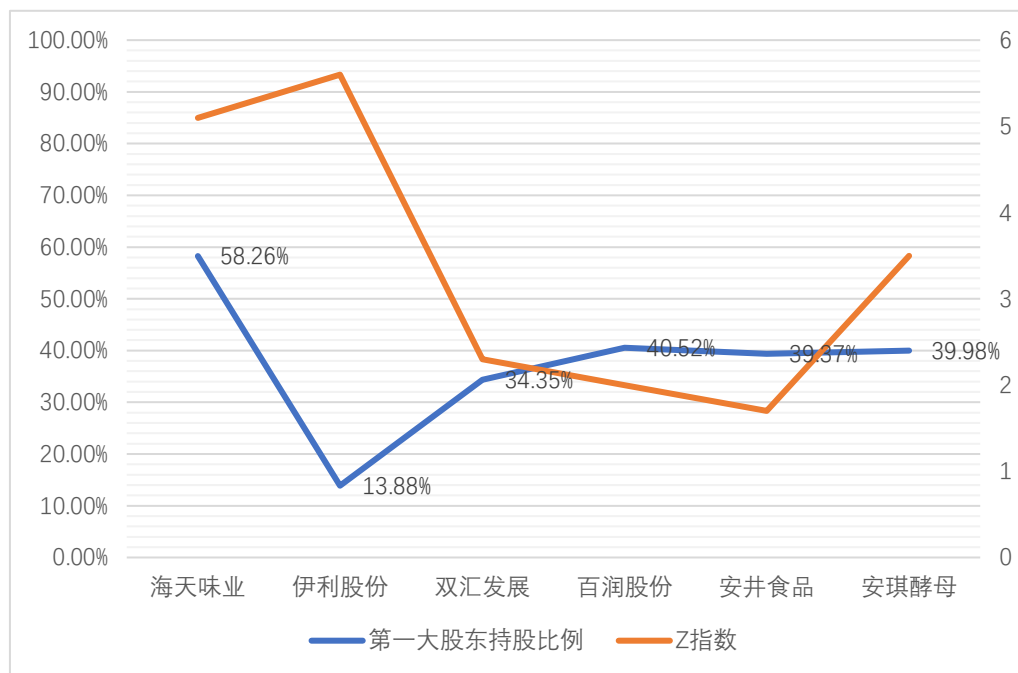


图 3-10 2020 年安琪酵母和同行业其他企业第一大股东持股对例

股权集中度可以通过第一大股东的持股比例来反映。通过图 3-10 我们可以发现，食品制造业六家上市企业中，海天味业的第一大股东持股比例最高为 58.26%，说明海天味业的股权集中度较高，其次依次为百润股份、安琪酵母安井食品，这三家公司的第一大股东持股比例都在 40%左右，伊利股份在六家上市企业中排名最后，第一大股东持股比例仅为 13.88%，股权比较分散，但是伊利股份自从董事长潘刚上任后推行了员工持股计划，股权分散的问题逐渐得到了改善。因此，安琪酵母相比较于食品制造业其他五家公司而言股权集中度还是比较高的。

Z 指数是指企业第一位主要股东和第二位主要股东所拥有股权份额，该值越大则表示企业第一大股东的权力地位越大，该值越小则表示对其他股东的投资价值越大。从图 3-10 我们可以看出海天味业和伊利股份公司 Z 指数比例最大，表明企业第一大股东仍拥有很大的权力优势，而安井食品、河南双汇投资发展有限公司、百润股份公司的 Z 指数较为合理，而六家上市公司中安琪酵母的 Z 指数位居第三，虽然居于中间地位，但是 Z 指数已经达到了 3.5，企业的第一大股东相较于其他企业来说仍拥有很大的权力。

3.3.3 财务杠杆与财务风险

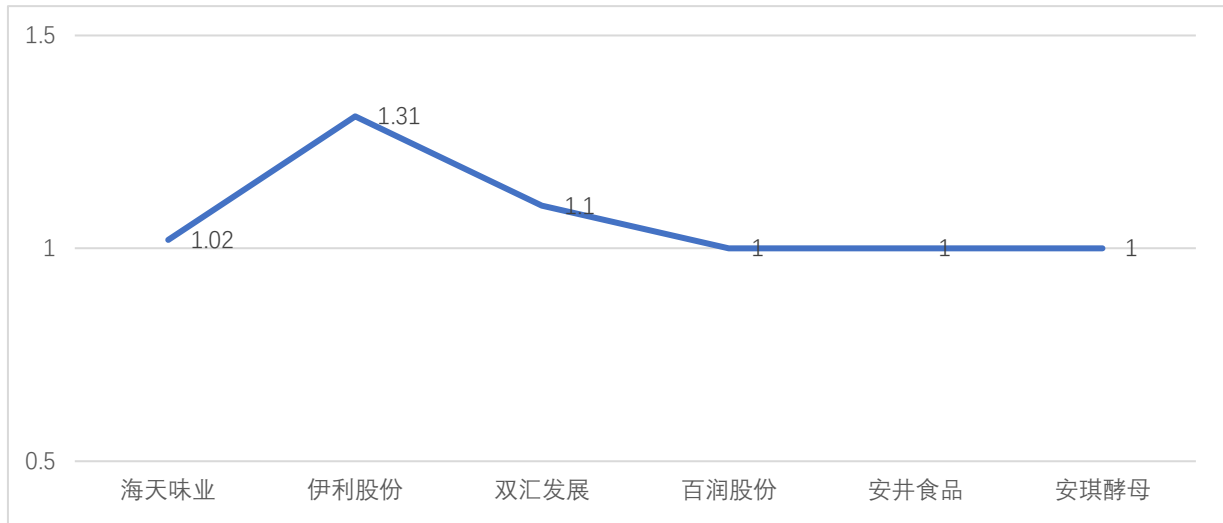


图 3-11 2020 年安琪酵母和同行业其他企业财务杠杆系数

可以用财务杠杆系数来反映公司对财务杠杆的运用程度，判断企业存在的财务风险，企业的财务杠杆和相关风险对资本结构给有重要的影响。通过图，我们可以发现六家上市企业的财务杠杆系数都维持在 1 左右，说明企业存在零杠杆经营、资金在很大程度上并没有充分的被利用。公司通过非债务融资的股本结构开展投资活动的模式也被称之为零杠杆经营，但公司实行零杠杆经营的理财方式同现代资本结构原理是相悖的，会对企业经营业绩、现金流、财务战略产生影响，企业可以通过适当的举债具有增强资本结构的稳定性，稳定企业的现金流的优点。

3.3.4 安琪酵母资本结构特点

通过对安琪酵母资本构成进行了横向和纵向的比较分析，可看出尽管安琪酵母在近几年前景广阔，但资本结构上仍然面临几个问题：从债务构成上来看，企业资产负债率较高，公司内部负债比率失衡，长期流动负债的占比过高，货币资金无法覆盖有息负债，可能面临偿债风险；通过对股权结构的分析，发现公司股权较为集中，第一大股东为国家股，企业受政府的干预程度高；通过对融资结构分析，发现公司的融资方式主要依靠外源融资，忽视了内源融资有低风险、易获得、低成本的特点；安琪酵母资本结构存在的这些问题若不及时得到改善，则会使得企业面临相应的财务风险，不利于企业长期的经营和发展。

第4章 安琪酵母资本结构存在问题及成因

4.1 安琪酵母资本结构存在的问题

4.1.1 资产负债率相对较高

通过前文对安琪酵母的债务结构进行分析,发现近五年安琪酵母公司一直存在着较高资产负债率,公司实际资产负债率和最优资产负债率之间存在着很大差额。公司货币资金和有息负债之间的差额为负值,说明安琪酵母公司的货币资金无法覆盖短期借款,公司当前的资金链十分脆弱,可能面临偿债风险,而且我们通过对安琪酵母及选取的食品制造业其他五家上市公司财务杠杆的进行分析,发现它们之间存在着一个共性,财务杠杆系数都保持在1左右,存在零杠杆经营,并没有对财务杠杆进行充分的利用,安琪酵母公司还处于成长期,采用零杠杆经营的方式,并不利于企业进行债务决策,反而会增加公司的财务风险,影响企业的发展。

4.1.2 流动负债比例过高

通过前文对安琪酵母的债务期限研究来看,2016—2020年安琪酵母公司流动负债占资产的比率与非流动负债占资产的比例二者的差异正在逐步减小,与食品制造业的另外五家优秀公司比较流动负债占比也很大,并且流动负债占总负债的比例要远高于非流动负债,相比较于非流动负债来说,流动负债存在不能按期还款还息的风险,存在较大隐患,因此,流动负债过高可能存在造成公司资金链断裂的风险,不利于企业从长远的角度来规划企业资金需求与融通。尤其是2016年和2018年,这俩年负债结构的失衡问题特别严重,公司长期借款占比仅为5%左右。从负债构成来看,短期借款11.41亿,一年内到期的非流动负债14.94亿,在短期内需要偿还的债务达到了26.35亿,占整个负债比率为55%,而货币资金仅为11.07亿,货币资金无法覆盖短期借款,公司正面临着很大的还款压力。

4.1.3 股权集中程度较高

通过前文对安琪酵母股权结构进行了纵向和横向的分析,可以发现安琪酵母的第一位股东约持有公司40%的股份,而第二大股东只有13.91%的股份,而其他股东则只掌控了1%以下的股份,从第三股东到第十股东所掌控的股份之和也要小于10%,而且和

同行业的另外五家上市公司相较，安琪酵母的第一位大股东持有比例也仅小于海天味业，股权制衡度也比较低。由此我们可发现，安琪酵母的第一大股东持有比例较高，股权集中度适当的情况下，可以为公司的促进公司的生产经营发展，提高经营效率，如果股权集中度过于集中，则会导致股东过度参与企业的经营，制约企业的发展。

4.1.4 融资顺序不合理，方式较单一

在对安琪酵母投资结构进行剖析时，发现企业的融资方法大多通过外源融资，忽略了内源融资。无论是内源融资还是外源融资其融资方式都比较单一。外源融资存在着筹资费用高昂、程序繁琐、无法迅速投入使用、分散企业控制权等一系列问题，并且安琪酵母针对企业新项目的发展，外源融资仍然是主要投资战略安排，虽然企业外源融资的筹资方法包括股票筹资与债权融资，但企业自上市后只进行过两次公开发售，也没有实施过配股，也没有增发过股票及可转换公司债券，企业负债融资方式大多是利用企业贷款和商业银行的信贷资金，而极少包括企业长期贷款、证券等投资方法。虽然内源融资具有成本费用少，维持公司的控制权的优点，但是安琪酵母内源融资方式除了留存收益和资产的折旧的方式外，通过其他途径所筹集的资金量屈指可数，而安琪酵母企业对流动资金的需要量也很大，仅通过外源融资的方式无法筹措所需要的流动资金，还必须通过内源融资获取更多的资金。

4.2 安琪酵母资本结构存在问题的原因

4.2.1 资产负债率相对较高的原因

安琪酵母的商业模型属于低利润、高壁垒、高资本支出的类型，该种商业模式也属于较差的类型。与此同时其低盈利和高资本支出的特点容易造成公司存在较高的资产负债率。具体原因分析如下：

第一，产品单价低，盈利受限。过去几年间公司的归母净利约为 27.8 亿元但先后分配却超过了 8.76 亿，平均分配率约为 30%，但总资金费用却超过了五亿。而除去 2017 年外安琪酵母公司的总资产回报率在过去几年多数时期都不到 10%。2014 年，公司的酵母系列产品总收入约为 30 亿，在 2017 年底达到 44 亿，增加了 1.47 倍，复合增长率也超过了 40%；公司其他主营商品的总收入则由 4 亿元增加至 7.3 亿，明显超过了酵母系列产品。而酵母系列产品的总销售额则在 2017—2020 年 3 年间增加了 1.37 倍，是公司最主要的收入来源，但价格的平均上升却仅为约 7%，而且大部分都集中在 16、17 年间。酵母粉作为食品添加剂也有着主要的用途，但大多用于下游阶段，安琪酵母的主产品酵母粉就大多面向小企业以及面点工厂，由于议价力比较薄弱，使得企业的获利能力并不

突出，虽然有着主要的用途却并非产业增长的主要环节。即使在寡头垄断的状况下，下游客户仍然能够从不同的供应商中间做出多个选择。

第二：扩张成本高。酵母生产有着较高资本支出的特点。建造一个 6000 万吨产能的工厂要花费 2 个亿左右的资金，再加上购买原料、建造环保装置等费用，对资金的需求一直较高。而近年来，安琪酵母的资金费用也在持续上升，大部分利润都基本用来扩充产能和扩大规模，最近五年，企业内用来构建固定资产、无形资产以及其他的长期资产现金就超过了 43.46 亿，产能的扩张存在较高的边际成本。

4.2.2 流动负债占总负债比例高的原因

从债务类型分析，虽然公司在 2016-2020 五年间短期贷款占总负债的比重逐渐减少，长期负债的比重则逐渐增加，但是目前公司的资产类型仍然以短期贷款和应付账款为主，这二者相加占资产总量的比重已经超过了 60%，在 2019 和 2020 年间公司的长期负债数超过了短期贷款，主要是由于企业正面临借新还旧的状况，2019 年末公司短期贷款又比上年减少了，而长期负债又比上年末增长了，主要是由于企业为调节资产结构，增加了进出口银行的长期政策性贷款。2020 年度公司长期贷款较上年下降了 30%，企业贷款虽较上年增长了 44.98%，但金额仅为 11.41 亿元，而年度内到期的非流动负债也超过了 14.94 亿元，较 2016 年增长了 7 倍。但是，公司 2020 年的货币资金仅为 11.07 亿元，存在较大的资金缺口，短期借款增长率较上年末增加主要是用于归还到期的其他流动负债，这就说明公司应对大规模风险冲击的能力是有限的。

表 4-1 2016—2020 年安琪酵母流动负债占比情况

单位：%

年份	短期借款期末数	本期期末金额较上期 期末变动比例 (%)	长期借款期末数	本期期末金额较上期 期末变动比例 (%)
2016 年	13.89	25.36%	1.5	/
2017 年	15.86	14.18%	9.02	501.33%
2018 年	15.3	-3.53%	6.4	-29.05%
2019 年	7.87	-48.56%	14.29	123.28%
2020 年	11.41	44.98%	12.45	-12.88%

数据来源：公司年报

从企业的现金支付能力来看，进行经营活动流动资金 14.5 万元的，而长期性投融资活动的营运资金为 13.2 万元，两者之间存在 1.2 万元的差值，是无法维持企业正常生产的。要想解决企业的财务困难，就需要依靠短期借款来解决公司财务的流动性。因此，公司可能会面临资金周转的困难，影响公司长期稳健的发展。

4.2.3 股权集中度高的原因

安琪酵母有限公司是由地方科研单位改制发展而成立的国家重点高新技术企业，是专门从事酵母生产的龙头企业，受市场经济环境的影响转换了经营模式，公司将大多数资本缺口都投向了商业银行贷款，由此使得企业对银行的资产负债率呈现了直线增加的态势，面临着高负债、低效益的经营困境。其次，随着中国股票市场的建立，企业内部逐步构建起了股本投资模型，但第一大股东的湖北安琪生物公司属国有股，占股份总数的比重约为40%，对安琪酵母公司的股本架构产生了主导影响，使得许多小股东既缺乏监督管理企业的动力，又缺乏检查管理的能力，公司筹集资金的投资策略也很难受得市场的有效节制。

4.2.4 融资顺序不合理，方式单一的原因

第一，因为抵押贷款、信用等融资手段具有流通变现功能强的优点，所以公司在生产设施的维修和原料的提供等都主要通过质押贷款、信用等资金手段，能够让公司在短期内筹措到所需的流动资金，解决资金短缺的问题，同时鉴于安琪酵母有限公司作为酵母行业龙头公司相比较传统的非上市企业而言，公司可以获得更多的融资担保。

第二，企业用于规模扩张和发展规划所需要的资金主要是通过直接融资的方式来进行筹措的。企业选择直接融资的方式，从筹资期开始到投资期结束的这一段时间内往往会产生较大的财务费用，会导致公司财务报表中一些关键指标出现大幅度的调整，调整后的结果会影响到企业短期的资金运作，在报表上主要表现为短期资金风险大幅度升高；并且，在投资期结束后的一段时间内其指标会出现明显的回调、有些数据变化带来的风险会超出企业的预期，造成相应的损失。安琪酵母股份有限公司大多数是集中在了长期的资金安排上，并且通过长期的融资偿还部分短期融资的债务本息，这就使得其在短期经营中的风险承受能力大幅降低，无法应对经济萧条等较为大规模的风险。

第5章 安琪酵母资本结构优化设计

5.1 安琪酵母资本结构优化方案依据

5.1.1 安琪酵母资本结构优化目标

本文对安琪酵母的资本结构进行优化调整是以“企业价值最大化”为优化目标，使安琪酵母公司的资本结构逐渐趋于合理化，达到资本结构优化的预期目标。在优化过程中需要考虑以下几点：

第一，坚持最低的资本成本

资本成本也叫机会成本，不需要通过现金及资产进行实际支付，主要分为债务资本和自有资金，企业通过债务进行筹资时，需要定期给投资者偿还本金和利息，投资者承担的投资风险较小，如果企业能按时还款只需要支付较少的财务费用，因此企业的债务资本的成本较低。自有资金是企业内部的，企业可以自由进行支配，不存在还本付息的要求财务风险较小，但由于企业投资活动的不确定性，企业利用自有资金进行投资的风险比较大。企业在生产经营过程中选取筹资方式时，需要充分考虑投资风险、财务风险和筹资成本三者的关系，寻求找到资本成本最低的筹资方式。

第二，减少财务风险的成本

企业在经营管理过程中，由于市场竞争的变化或管理者经营不善等原因造成企业无法完成盈利目标，造成债务偿还不及时等问题，面临财务风险，然而企业管理者要充分利用财务杠杆的抵税效益来尽可能地减少财务风险，使企业的资金实现效用最大化。

第三，构造合理的融资结构

融资结构对企业的生产发展起着十分重要的作用，决定着公司的偿债、再融资能力以及获利能力。企业可以通过银行贷款、发行股票等方式对融资结构进行调整，让企业获取更多的自有资金，减少投资成本。

第四，调整股权配置，减少代理成本

企业资本结构与公司控制权配置联系密切，企业股本和债务影响着融资方式的选择也对控制权产生重要的影响，企业选择怎样的股权债务比例，就决定着怎样控制权结构；同时，企业控制权、代理成本与债务结构三者互相产生影响。因此，公司管理层需要根据自身所掌握的控制权，选择恰当的债务和股权结构，减少企业代理成本。

5.1.2 安琪酵母资本结构优化思路

本文通过静态及动态两个方面对安琪酵母的资本结构进行优化，具体思路如下：

首先，静态优化安琪酵母的资本结构，通过最佳资本结构定量模型计算出安琪酵母的最佳资产负债率，并与食品制造业优秀企业进行比较，确定出资产负债率的变动区间，可以为后面资本结构动态优化提供一定的基础。

其次，动态优化安琪酵母公司的资本结构，先对影响资本结构的内部因素和外部因素进行分析，然后对相关影响因素进行标准化处理，判断出各影响因素对资本结构起着抑制作用还是刺激作用，再利用熵权法对影响因素进行权重计算，根据权重大小对影响因素进行排序，最后根据权重大小的排序来确定如何对资本结构进行调整。

再次，根据分析结果确定出资本结构的优化区间。

最后，根据存在的问题结合静态及动态优化的结果，提出优化股权结构、降低资产负债率、转变融资观念等措施对安琪酵母的资本结构进行优化。

5.2 安琪酵母资本结构优化方案的分析

5.2.1 安琪酵母资本结构静态优化分析

(1) 静态优化方案的选择

本文选用的是最佳资本结构定量模型，对企业财务决策和信贷风险管理都有一定的使用价值，通过该模型计算出的资产负债率，是最优的资产负债率，可以为实现企业价值最大化提供指导，使用该模型所研究的案例公司资本结构中资本的构成只存在自身的积累和外部借入两部分，并且企业可以自由的发行股票和债券，其资产负债率变化时与企业的市盈率没有关系。计算公式如下：

$$LnE = \frac{F+I}{E} + \frac{E+I+F}{V} \times \frac{100b}{1-b} \quad (5-1)$$

方程中：E—税前利润，F—固定资产折旧和摊销，I—利息支出，V—总资产，b—企业最优资产负债率。

(2) 静态最优资本结构的计算

将表 5-1 中的数据带入最优资本结构方程中进行计算，得出安琪酵母公司 2016—2020 年最优资产负债率。由表 5-2 我们可以发现，根据企业当前的运营状况，安琪酵母有限公司 2 在这五年间实际资产负债率要超过最优的资产负债率，但两者之间的差额还在不断的减小，说明企业也在进一步调整资产结构，但还存在一定差异，所以企业还需要进一步加强对公司资产结构的调控，使实际的资产负债率进一步接近于最优的资产负

债率，并且，通过计算公司这五年的最优资产负债率平均值为 39.8%，可以为后面动态优化资本结构区间的确定提供一定的基础。

表 5-1 安琪酵母财务报表相关数据 单位：万元

项目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年
固定资产折旧 和摊销 F	33210.77	35174.23	42156.37	46094.36	49970.06
税前利润 E	64621.58	97332.46	98204.60	110900.81	162713.47
利息支出 I	5347.23	6556.27	8952.85	9482.08	5757.46
总资产 V	677774.44	802732.74	898020.03	990663.56	1080717.95

数据来源：公司年报

表 5-2 2016—2020 年安琪酵母资产负债率 单位：万元%

	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年
资产负债率 a	48.39%	49.01%	49.30%	46.53%	42.74%
最优资产负债 率 b	40.78%	38.97%	39.75%	39.80%	36.58%
a-b	7.61%	10.04%	9.55%	6.73%	6.16%

数据来源：公司年报

5.2.2 安琪酵母资本结构动态优化定性分析

(1) 外部因素

①宏观经济因素

在不同的历史阶段有不同经济政策，在国内外矛盾还没有非常突出的状况下，国家为了追求 GDP 增加、人们生活条件的改善，通常采取相对宽松的货币政策；在国外冲突严重或国内问题凸显的时我国则通常采取相对紧缩的货币政策。当宏观经济形势发展良好，市场需求趋旺、公司业务发展良好，盈利水平持续提高，则需要扩大外债，并运用企业内部的资本进行适当的融资和经营活动；同时，公司也要拥有相应的还款能力和权益资本作为后盾，为合理的确定资本结构提供依据。在国际形势复杂、国内问题突出时，各国通常会采取紧缩的货币政策时，此时公司要尽量降低资产负债率，提高资产的使用效率，防范企业可能存在风险。

②企业发展周期

企业在发展的过程中，要经过初创期、成长时期、发展期和衰败期四个过程，在不同的发展时期经营理念、资金需求和资本结构都是不同的。由于在初创期，公司才初步进入市场，内部运营结构并不健全，资本规模也较小，因此通过外部获取融资的可行性也较小，但可以利用内部投资获取的融资增加公司市场占有率。处于成长期时，公司发展步伐较快，规模不断扩大，这个阶段公司经营能力较强，投资手段呈现多样化，随着

产能和市场占有率的增加公司的知名度也在提高,信用不断增强从而可以从外部获得更多的融资渠道。处于成熟期的企业,资金需求量较小,市场占有率较高,企业应保持现有的生产规模及资金规模,不应过度负债;当企业处于衰退期时,企业利润开始下滑,销量不断下降,缺乏市场竞争力,筹资渠道较少,资金需求量较大,筹资十分困难。企业在不同的发展阶段,应合理的平衡资本成本与资本收益,实现企业的发展。当前安琪酵母还是处于成长期,债务融资所占的比例较高会财务风险的产生。因此,企业应尽可能地减少负债。

③行业状况

企业所处的行业对企业的资本结构有重要影响,重资产行业普遍存在着资产负债率较高的问题,而轻资产行业的资产负债率比较低,一般为10%左右。安琪酵母属于食品加工制造业,企业由于债务融资所产生的利息可以记入成本,冲减企业的收益,降低所得税,同时因为税收挡板效应的产生而增加了财政杠杆有利于增加了公司的市场价值。所以,当公司面临着较高的边际税率时,公司就应该尽量的选择较多的负债来获取避税收益,提高企业的价值。

(2) 内部因素

①企业规模

企业规模与资本结构存在正相关的关系。当公司规模越来越大时,业务情况越来越增长,产业影响力也愈来愈大,2020年公司净资产也持续上升,总资产到达了108.1亿元,相比较于2019年增长了9.09%,营业总收入为达到了89.33亿元。近几年,公司不断在国外设立生产线和建厂,在全球约有十多个生产基地和厂子,说明公司近几年企业规模不断扩大,逐渐实现了对国外市场的扩张。

②企业盈利能力

盈利能力是指公司获取收益的能力,上市公司长期的生存与发展、企业债权人债权回收等都要求公司必须拥有较高的盈利能力,同时盈利能力也影响着公司的资本构成,如果公司的盈利能力出现下降,公司自有资金已无法应付公司当前的融资需要,而发行新股票所索要履行的程序复杂繁多,导致公司不能及时取得贷款,影响企业的经营发展。因此,公司盈利能力较差时,会破坏公司的声誉,影响资源的优先配置,导致公司出现资本结构比例失衡的状况。

③企业成长性

所谓企业的成长就是指企业在发展过程中规模逐渐增加,营业收入逐渐增多,企业各项指标表现良好,成长性是企业盈利的基础。根据企业生命周期理论,企业从建立到没落,可以分为初创期、发展期和成熟期三个阶段,处于不同时期的企业资本构成不同,在初步建立时,企业要尽可能低的减少负债,依靠企业自有资金,保持较低的资产负债率,在成长期的企业发展较好,可以适当的增加负债,企业在成熟期,发展已经饱

和，应该减少债务融资，保持较低的资产负债率。因此，企业应该按照不同的发展周期来确定资本结构，使企业的发展周期和公司资本结构相符。

④企业股权结构

股权结构也对公司的资产构成产生了重要影响。一般而言，股权集中度比较高的企业会减少对债务的依赖程度，较高的股份集中度也会造成企业代理成本和监管成本的减少，从而降低了财务杠杆效应，但同时，较为集中的股份结构也存在由于信息不对称等原因需要较高的代理成本，会导致公司出现大股东占用资金，恶意派发公司股利的现象，因此，企业需要对股权结构进行合理的安排，降低股权代理成本，提高资本结构的调整效率。

(3) 资本结构影响因素定性分析结果

通过表 5-3 对资本结构影响因素的八个指标进行分析，我们可以看出各个影响因素对资本结构的影响程度，其中，有六个指标对负债起到抑制作用，只有企业发展周期与行业状况两个指标对资本结构影响是刺激作用，所有内外部影响因素共同作用产生的最终结果是对负债增加的抑制作用远大于刺激作用。

表 5-3 内外部因素对安琪酵母公司资本结构的影响方向

影响因素		对负债的影响
外部因素	宏观经济政策	抑制负债（-）
	企业发展周期	刺激负债（+）
	行业状况	刺激负债（+）
	税收机制	抑制负债（-）
	企业规模	抑制负债（-）
	企业盈利能力	抑制负债（-）
内部因素	企业成长性	抑制负债（-）
	企业股权结构	抑制负债（-）

5.2.3 安琪酵母资本结构动态优化定量分析

表 5-3 的分析只能简单的判断各个因素对负债起的是抑制还是促进作用，但无法衡量各个因素的影响程度。通过熵权法进行分析，可以判断出各影响因素对资本结构的影响力度。具体流程如下：

第一：本文中对安琪酵母的资产构成进行了优化时选取的一级指标公司价值最大化，将宏观影响因素、公司规模、企业盈利能力、公司成长性、公司股权结构等作为二级指标体系，以 GDP、通货膨胀率、固定资产总值、营业收入净额、资产报酬率、净资产收

益率、营业收入增速、净利润增长率、第一大股东持股比率为三级指标体系，构建了指标层次表如表 5-4：

表 5-4 影响安琪酵母资本结构指标体系

一级指标	二级指标	三级指标
企业价值最大化	宏观因素 w1	GDPW11 通货膨胀率 W12
	企业规模 W2	资产总额 W21 营业收入 W22
	企业盈利能力 W3	资产报酬率 W31 净资产收益率 W32
	企业成长性 W4	营业收入增长率 W41 净利润增长率 W42
	企业股权结构 W6	第一大股东持股比例 W61

第二：根据 2016—2020 年安琪酵母相关指标构建 X 矩阵，m 是指标数，n 是年份数，本文指标数 m 为 5，n 为 9，矩阵 X 的表现形式如下：

$$X = \begin{pmatrix} X_{11} & X_{12} & X_{13} & X_{14} & X_{1n} \\ X_{21} & X_{22} & X_{23} & X_{24} & X_{2n} \\ \dots & \dots & \dots & \dots & \dots \\ X_{m1} & X_{m2} & X_{m3} & X_{m4} & X_{m5} \end{pmatrix} \quad (5-2)$$

各年份数据如表 5-5 所示：

表 5-5 2016—2020 年安琪酵母各指标表

三级指标	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年
GDP (亿元)	740061	820754	900309	990865	1015986
通货膨胀率	2	1.6	2.1	2.9	2.5
资产总额 (亿元)	67.78	80.27	89.80	99.07	108
营业收入总额	48.61	57.76	66.86	76.53	89.33
资产报酬率 (%)	10.77	14.04	12.59	12.74	16.16
净资产收益率 (%)	17	23.9	21.1	19.3	25.1
营业收入增长率 (%)	15.38	18.82	15.75	14.46	16.73
净利润增长率 (%)	81.36	54.55	0.78	4.47	51.29
第一大股东持股比例	40.64	39.98	39.98	39.98	39.98

数据来源：公司年报

根据表 5-5，由于选取的指标不同，导致单位存在不统一的情况，需要对相关指标进行标准化的处理。具体公式为：

$$Y_{ij} = \frac{x_{ij} - \min(x_i)}{\max(x_i) - \min(x_i)} \quad (5-3)$$

第三，对数据进行标准化后可以得到下列矩阵：

$$Y = \begin{pmatrix} 0.00 & 0.29 & 0.58 & 0.91 & 1.00 \\ 0.31 & 0.00 & 0.38 & 1.00 & 0.69 \\ \dots & \dots & \dots & \dots & \dots \\ 0.21 & 1.00 & 0.30 & 0.00 & 0.52 \\ 1.00 & 0.00 & 0.00 & 0.00 & 0.00 \end{pmatrix} \quad (5-4)$$

第四，计算第 i 项指标下第 j 年份占该指标的比重：

$$P_{ij} = \frac{Y_{ij}}{\sum_{i=1}^n Y_{ij}}, \quad k = 1/\ln(n) > 0, \text{ 满足 } e_{ij} > 0 \quad (5-5)$$

第六，计算各个指标的信息熵，公式如下：

$$E_j = -\ln(n)^{-1} \sum_{n=1}^n p_{ij} \ln p_{ij} \quad (5-6)$$

第七：计算各个指标的权重公式为：

$$W_i = \frac{1 - E_i}{\sum_{i=1}^m 1 - E_i} \quad (5-7)$$

经过计算，得到安琪酵母公司动态优化选取的影响因素代表指标的权重，见表 5-6：

表 5-6 熵值法计算结果

	三级指标	信息熵值 e	信息效用值 d	权重系数 w
宏观因素 W1=13.68%	GDP (亿元)	0.8188	0.1812	W11=6.49%
	通货膨胀率	0.8119	0.1881	W12=6.74%
企业规模 W2=13.71%	资产总额 (亿元)	0.8178	0.1822	W21=6.53%
	营业收入总额	0.7994	0.2006	W22=7.18%
企业盈利能力 W3=17.2	资产报酬率 (%)	0.7052	0.2948	W31=10.56%
	净资产收益率 (%)	0.8146	0.1854	W32=6.64%
企业成长性 W4=24.82%	营业收入增长率 (%)	0.7743	0.2257	W41=8.08%
	净利润增长率 (%)	0.5327	0.4673	W42=16.74%
股权结构 W5=31.04	第一大股东持股比例 (%)	0.1334	0.8666	W19=31.04%

利用上述步骤对安琪酵母 GDP 等九个数据的权重测算，由上表中我们可以发现权重高低顺序如下：第一大股东的持有比例、净利润增长率、资本报酬率、营业收入增长率、营业收入净额、通货膨胀率、净资产收益率、负债余额、GDP 项目间的权重高低都

存在着一定的差别，其中第一大股东持有比例此项的权重最高为 31.04%，而 GDP(亿元)的权重最低为 6.49%，所以，在对安琪酵母公司资本结构进行优化时，对影响因素的调整先后顺序分别为：股权结构、经营发展能力、公司的规模及盈利能力。以此顺序对公司的股权结构和债务结构进行动态调整。

5.3 安琪酵母资本结构优化区间的确定

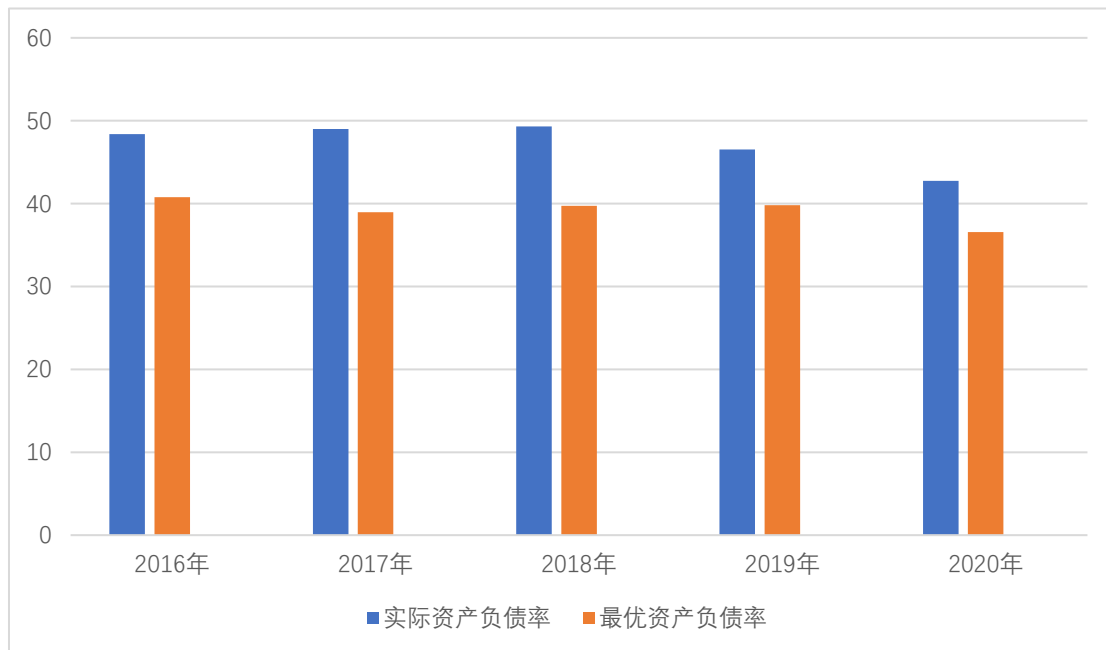


图 5-1 安琪酵母公司实际资产负债率与最佳资产负债率 单位：%

通过图 5-1，我们发现实际资产负债率与最佳资产负债率虽然相差不大，但还是存在一定的差距。但是静态值不能满足企业多变的外部环境，因此，需要从动态角度为安琪酵母的资本结构优化提供思路。

第三章将该企业的资本结构进行纵向分析以及与同行业优秀企业进行对比，测算出公司 2020 年的资产负债率的行业均值为 31%，安琪酵母的资产负债率与行业均值存在一定差距。并且，通过熵权法对安琪酵母的资本结构的指标体系进行测算，得出股权结构、成长能力及盈利能力对资本结构影响最大。

无论是对企业内部不同年限进行比较，还是与行业进行比较，安琪酵母都应适当降低资产负债率，按照安琪酵母五年的最优资产负债率 39% 作为最优资本结构区间的最高值，选取 2020 年食品制造业的行业均值 31% 作为最优资本结构区间的最低值，因而确定的最优资本结构区间为 31%-39%。本文认为安琪酵母企业应当适当降低资产负债率，结合内外经营环境的变化，资产负债率围绕这一区间上下波动。

5.4 安琪酵母资本结构优化措施

5.4.1 优化股权结构，实现控制权分散

安琪酵母和同行业其他上市公司比较具有“一股独大”的情况，近几年企业第一次大股东持有比例一直维持在40%左右，所以企业应当合理地分散股权，并积极推动股权分置等改革措施，从而达到企业各股东权益的均衡，并充分地调动公司股东的投资积极性。安琪酵母的实际管理人宜昌市国资委属于国有股，在前十大股东中只有一名自然人，这种股权架构可以有效的保护中小投资者的权益，但在根本上缺少驱动股权激励的内在动力。企业必须强化对管理层的内部监督，形成健全、科学的公司股东大会内部监控制度，使公司能够对公司的管理层实施有效的监管，确保公司能够健康的经营。公司也可以通过向经营管理者转移控制权的方式实现股权分散。企业经营者的经营能力直接影响着公司的发展，企业经营者只有掌握较多的控制权，将企业发展与自身利益捆绑，才会为企业的发展竭尽所能，因此，经营者掌握的控制权越多，企业未来就会发展的越好。企业发展状况与企业的经营管理者、股东和投资者息息相关，安琪酵母公司应该通过完善公司的治理机制，实现企业控制权在利益相关者之间的合理分配。现代企业制度下，公司股东经营权空管理权分立，无法直接参与到企业的日常经营中，公司股东可以通过设立合约、向经营者分配股票等方式实现控制权转移，将公司发展与经营者利益挂钩，以此减少代理成本比，实现资本结构的优化。

5.4.2 降低负债率，合理安排债务结构

较高的负债额并不能起到财务杠杆的抵税效果，相反提高了公司的财务费用和经营风险。安琪酵母公司的股份融资比例仅30%。较同行业其他公司投资较少，但因为酵母产业具有更多的融资壁垒，仅一个生产线的总投资就超过了7亿多元，而且每年还需要更多的设备维修成本，再加上为新项目融资所使用资金的专门化程度较强，经营风险也很大，应因此需要减少资产负债率，提高一定的股份投资比率外，通过负债的形式来合理的安排负债规模，增加企业效益。但是，对负债经营手段营运不合理，则会使企业陷入困境，甚至出现面临破产的窘境。所以，安琪酵母应该科学合理的设置公司债务结构，并调整负债构造，在后面的活动管理中该企业还要增加资产构造的可动性，加强对负债经营风险认识，采取相应的措施应对经营风险。

5.4.3 转变融资观念，加强内部融资

从前文中的数据分析，即可发现安琪酵母企业在近五年内源融资占比仅为30%左右，大部分都是通过保留收益和固定资产的折旧和变现的方法，其余投资途径的资金

量可忽略不计；而外源投资比例到达了70%，可以发现，企业的整体投资战略仍然倾向于外源投资的方法。相较于外源融资，内源融资不需要向投资者和债务人偿还本金和利息，因此内部融资具有自主使用经营权，能够给公司的发展壮大带来充分的资本保障，有效减少企业相关成本费用的同时，进一步提高公司资本的运用效率。安琪酵母可通过内部集资、将留存收益留在企业内部、应收账款进行担保向商业银行贷款等方式进行内部融资，其中内部集资的方式主要为在职工自愿的情况下，向职工发行债券的方式进行筹集资金，将留存收益存于企业内部可以在企业盈利的状态下，将盈余的资金用于企业生产经营或研发基地的扩张，不进行转增资本，实现企业的生产经营与海外市场的扩张，通过以上方式进行内部融资，实现资本结构的优化。

5.4.4 完善内部保障措施

资本结构与企业的价值息息相关，合理的资本结构可以为企业的发展带来巨大的效益，因此企业需要从以下几个方面进行对资本结构的优化提供支持：首先在观念上，现代公司的内部管理人员就必须改变发展理念，形成增加公司资本效率的观念，从而实现公司资源在各个部门间有效的流转，从而提升公司资源的配置效益。其次在具体机制方面，现代企业机制是公司发展的重要机制保障，要想公司的所有经营者和职工都切实关注着公司的发展壮大，就必须实现内部职责明晰、政企分开，从而形成现代企业制度，这样就可以从根源上实现公司自身实力的积累。最后在制度层面，建立严格的监督考核制度，企业在生产过程中需要各个部门的沟通联系，因此容易出现恶意串通、贪污舞弊的现象，安琪酵母公司应该加大对财务人员的监督力度，实现严格的人才引用机制，定期对财务进行考核和素质培养，建立完善的审计工作体系以便及时发现公司的风险，以便及时采取风险应对策略。

第6章 研究结论与展望

6.1 研究结论

本文以安琪酵母公司为例，通过相关数据对安琪酵母公司财务状况进行了研究，发现该公司融资结构、负债结构和股权结构等几个方面存在一些问题，根据存在的问题进行了成因分析，并给出了相应的优化建议。首先利用相关理论分析了企业资本结构所面临的具体问题，并根据其存在问题剖析了原因，然后利用模型测算出安琪酵母企业的静态最佳投资结构。在动态优化方面，首先通过对内外部影响因素进行标准化处理，明确了各影响因素安琪酵母资产构成的主要影响方向，其次通过熵权系数法计算出了各影响因素对公司资本结构影响权重的大小，这些影响因素都与公司的资本结构存在着密切关系，所以需要根据各影响因素影响权重的大小来做出相应的调整，促进安琪酵母资本结构动态优化。

根据以上的研究分析，对本文得出的主要结论有：一是安琪酵母公司自身的资本结构存在偏向于外源融资、忽视了内源融资，流动负债比率较高、放弃负债的抵税效应等问题，从静态角度来看公司并没有达到最优的资本结构，从动态方面也没有进行相应的优化，所以十分有必要对安琪酵母的资本结构进行优化研究；二是安琪酵母公司资本结构受到内外部因素的共同影响，通过熵权法判断出了各因素影响对资本结构的影响程度，发现内部因素资本结构的影响程度要高于外部因素；三在静态优化分析的基础之上结合动态优化分析，最终确立了企业最优的资本饥饿感区间；四是安琪酵母公司目前处于扩张发展阶段，为了扩大公司的发展规模、实现持续发展，十分有必要对公司资本结构进行优化。

6.2 展望

本文主要是以安琪酵母公司作为研究对象，对公司资本结构的影响因素进行了分析，并根据公司现有的财务数据计算出了最优资产负债率，并结合动态影响因素的分析结果，为资本结构的优化提出了相应的建议。但是由于公司财务数据、外部环境因素处于不断变化的过程中，所以研究仍存在不足，在此对这些不足进行探讨，期望能够研究的更加透彻。

首先本文以安琪酵母公司作为具对象，安琪酵母公司属于食品制造业，但是食品制造业行业又可以细分乳业、调味品行业、休闲食品行业、其他农产品加工等多个行业，

安琪酵母属于调味品行业，与食品制造业其他行业在公司运营模式、股权结构等方面均有不同，所以本文以安琪酵母公司为研究案例，对食品制造业其他行业的借鉴意义可能不大。

其次本文在研究动态优化影响因素的时候，从宏微观两个角度选取了多个影响因素进行分析，并且通过相关数据计算出了各影响因素的权重，但是由于有些影响因素的具体数据无法直接得到，只能利用相关数据来替代，就会导致计算结果存在误差。另外对于食品行业的管理制度是不断变革的，对于食品行业的相关政策只能从定性的角度上进行分析，无法取得明确的数据将国家政策对安琪酵母的影响从定量的角度进行分析。

除此之外，由于可以公开获取的资料和数据是有限的，本文就没有对安琪酵母公司资本结构优化之后的状态进行跟踪分析，因而就无法判断静态及动态优化后的结果，无法验证优化建议是否可取，以上这些都是论文存在的不足之处。

希望在今后的学习中，可以掌握更多的理论知识，并且能够在本文研究的基础之上进行更加深入的研究，为资本结构的优化提供更多具有参考意义的研究方法和优化建议。

参考文献

- [1] Franco Modigliani, Merton H. Miller. The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment[J]. The American Economic Review, 1958, (3):48-51.
- [2] Myers Stewart C.,Majluf Nicholas S.. Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have[J]. North-Holland,1984,13(2):57-63.
- [3] Cook D O and Tang T.Macroeconomic conditions and capital structure adjustment speed[J].Journal of Corporate Finance, 2010, 16 (1) :73-87.
- [4] Tesfaye T.Lemma, Minga Negash.Determinants of the adjustment speed of capital structure: Evidence from developing economies[J].Journal of Applied Accounting Research, 2014, 15(1): 64-99.
- [5] Jianwen Zheng.Research on Chinese Commercial Banks Capital Structure Optimization.2ndInternational Conference on Education Technology and Information System[J]. The Economist,(2014).
- [6] Antakva HatayTurkev.The Determinants of Capital Structure:Evidence from the Turkish ManufacturingSector[J].International Journal of Economics and Financial Issues Vol.5,No.1,2015,4(12):158-171.
- [7] Saurabh Chadha, Anil.K.Sharma.Determinants of capital structure:an empirical evaluation from India[J].Journal of Advances in Management Research, 2015, 12(1): 3-14.
- [8] Natalia Mokhova, Marek Zinecker. Macroeconomic Factors and Corporate Capital Structure [J]. Procedia-Social and Behavioral Sciences. 2012 ,(7):56-61.
- [9] Oboh Sankay Collins,Isa Envulu Filibus,Adekoya Adeleke Clement.Corporate Capital Structure, and Corporate Market Value: Empirical Evidence from Nigeria[J].International Journal of Economics and Finance, 2012, 4(12):233-251.
- [10]Emmanuel A. Donkor, Michael Duffey. Optimal Capital Structure and Financial Risk of Project Finance Investments: A Simulation Optimization Model With Chance Constraints[J]. The Engineering Economist, 2013 ,5 8(1):27-32.
- [11]Martin G, Christ F. What determines the capital structure of real estate companies:An analysis of the Europe Index[J]. Journal of Property Investment Finance, 2015, 27(4): 318-372.
- [12]Sajjad FZakaria M.Credit Rating as a Mechanism for Capital Structure Optimization: Empirical Evidence from Panel Data Analysis[J].International Journal of Financial Studies, 2018 ,6(1):13.

- [13] Yousef Ibrahim, Almoumani Hanada, Samara Ihssan. The Impact of Internationalization of the Boardroom on Capital Structure[J]. Journal of Risk and Financial Management, 2020, 13(12): 67-84.
- [14] 王俊韡, 徐向艺. 资本结构与利益相关者控制权研究[J]. 开发研究, 2008(01): 148-151.
- [15] 徐澜, 徐翔, 李亮平. 资本结构控制权理论对企业控制权的影响[J]. 中国商界(下半月), 2010(05): 106-107.
- [16] 于强, 马小会. 论资本结构对企业控制权的影响[J]. 商场现代化, 2013, 16: 76-77.
- [17] 阮素梅, 杨善林. 经理激励、资本结构与上市公司绩效[J]. 审计与经济研究, 2013, 2806: 64-70.
- [18] 马钰. 万科控制权之争资本结构调整案例研究[D]. 蚌埠市: 安徽财经大学, 2019
- [19] 刘笑霞, 李明辉. 税收激进度、外部监督机制与非标准审计意见[J]. 管理评论, 2020, 3206: 280-291.
- [20] 宋常, 陈杰, 赵懿清. 终极控制权、资本结构与资本成本的研究述评[J]. 经济与管理研究, 2012, 05: 60-65.
- [21] 陈少华, 陈菡, 陈爱华. 债务资本成本与资本结构动态调整——基于市场化程度差异视角[J]. 审计与经济研究, 2013, 2806: 44-53.
- [22] 刘娜. 非国有与国有企业避税、债务资本成本和资本结构[J]. 现代商业, 2020, 05: 187-190.
- [23] 谢国华. 资本结构与资本成本的影响因素研究[J]. 中国外资, 2020, 24: 117-118.
- [24] 金树颖, 谭欣. 基于资本结构动态调整的股票流动性与资本成本关系探究[J]. 沈阳航空航天大学学报, 2020, 37(05): 80-89.
- [25] 肖雪萍. 基于财务杠杆效应的财务风险分析[J]. 现代经济信息, 2013, 09: 178.
- [26] 陈宇奇, 何苗. 浅谈负债融资的财务风险及防范[J]. 品牌(下半月), 2015(09): 159+161.
- [27] 王雨. 关于财务杠杆与财务风险关系的研究[J]. 中国国际财经(中英文), 2018(02): 273.
- [28] 赵华, 丰崇彪. 复杂适应系统视域下企业去杠杆的财务内涵研究[J]. 长沙理工大学学报(社会科学版), 2020, 3503: 89-95.
- [29] 李闽, 戴军. 资本结构波动、利率市场化和企业财务困境[J]. 审计与经济研究, 2016, 3105: 81-90.
- [30] 徐少鹏. 上市公司经营风险对资本结构影响研究[D]. 杭州: 浙江大学, 2011
- [31] 王明虎, 章铁生. 资本结构波动、利率市场化和企业财务困境[J]. 审计与经济研究, 2016, 3105: 81-90.
- [32] 叶情. 企业战略对资本结构决策的影响[J]. 财务与金融, 2019, 05: 23-27.
- [33] 胡传成. 企业负债经营的利弊分析及其风险防范[J]. 中国集体经济, 2020, 36: 62-63.
- [34] 钟海燕, 叶情. 企业战略对资本结构动态调整的影响研究[J]. 财会通讯, 2021(04): 37-41.

DOI:10.16144/j.cnki.issn1002-8072.2021.04.006.

- [35]陈纪南,梅炳莹.浅谈企业资本结构的优化[J].财会通讯,2011(05):89-90.
- [36]朱晓羽.我国上市公司资本结构优化研究[J].现代经济信息,2015,01:174-175+190.
- [37]夏晓燕.企业资本结构优化问题研究[J].企业改革与管理,2017,06:23.
- [38]孟燕凤.X公司资本结构分析及优化研究[D].西安:西安石油大学,2020
- [39]马红,王元月.宏观经济政策、融资约束与企业融资结构调整——基于我国上市公司的经验数据[J].财经论丛,2017,01:58-66.
- [40]韩俊华,王宏昌,韩贺洋.资本结构控制权理论演进探讨[J].华东经济管理,2017,31(02):164-169.
- [41]丁若沙.国有企业股权结构调整发展及路径探析[J].渭南师范学院学报,2018,3320:68-73.
- [42]张慧红.最优资本结构的确定方法研究[J].全国流通经济,2018(01):46-48.
- [43]张璟,刘晓辉.融资结构、企业异质性与研发投入——来自中国上市公司的经验证据[J].经济理论与经济管理,2018,01:75-86.
- [44]许可.利用比较资本成本法分析筹资方式及资本结构——以万科集团为例[J].市场论坛,2018(02):49-50+53.
- [45]史芳芳.资本成本在企业筹资中的应用[J].经贸实践,2018(08):204+206.
- [46]苗建宾.浅析资本结构对上市公司控制权的影响及建议[J].财经界,2018(12):60.
- [47]毛天.我国上市商业银行负债结构及其风险研究[D].浙江:浙江大学,2018
- [48]张学伟,沈瑜.财务公司、资本结构变化与债务成本[J].常州大学学报(社会科学版),2018,19(06):55-62.
- [49]宿锐.企业财务风险的监测与预警[J].商场现代化,2018(24):154-155.
- [50]余精能.企业资本结构优化研究[J].时代金融,2018(36):116-117.
- [51]黄宪.公司资本结构与经营绩效的实证分析[J].经济研究导刊,2019(03):41-44.
- [52]韩雅君.分散型股权结构对控制权的影响研究——基于万科股权之争的案例[J].现代营销(下旬刊),2019(06):54-55.
- [53]刘艳红.资本成本决策研究[J].商讯,2019(35):160+162.
- [54]马义灿.M公司股利政策动因及其经济影响的研究[D].广州:广东工业大学,2020
- [55]王舒.H公司资本结构优化研究[D].西安:西安石油大学,2020
- [56]黄恒.经济政策不确定性对我国企业资本结构动态调整的影响研究[D].青岛:青岛大学,2020
- [57]尹俊智.资本配置扭曲对我国产业结构优化的影响研究[D].太原:山西大学,2020
- [58]胡洁.山西汾酒资本结构优化研究[D].保定:河北大学,2020
- [59]徐源林.Y公司资本结构优化研究[D].宜昌:三峡大学,2020
- [60]赵瑜.企业资本结构优化策略[J].合作经济与科技,2021(01):114-115.

- [61]李彦甫,刘文锦,柏子敏.资本结构动态偏离与调整对加权平均资本成本的影响——基于企业生命周期视角[J].成都工业学院学报,2021,24(02):81-88+109.
- [62]李闯,戴军.从融资结构看企业财务风险——以中国船舶为例[J].中国经贸导刊(中),2021(03):133-135.
- [63]钟海燕,叶情.企业战略对资本结构动态调整的影响研究[J].财会通讯,2021(04):37-41.
- [64]王晓.上市公司资本结构优化研究[J].财经界,2021(04):40-41.
- [65]朱智毅,林建勇.企业战略对资本结构动态调整的影响[J].特区经济,2021,(08):157-160.
- [66]弥静宜.X公司财务风险分析及对策[J].纳税,2021,15(33):73-74.
- [67]苏介全.企业财务管理内部控制优化研究[J].行政事业资产与财务,2021,(21):66-67.
- [68]董小娟.新常态下企业财务风险管控创新路径探索[J].商场现代化,2021,(22):156-158.
- [69]郑沛.企业生命周期视角下的盈利质量研究[D].沈阳:东华大学,2021
- [70]李奕男.基于企业生命周期的S公司股权激励研究[D].长春:吉林财经大学,2021

致谢

时光飞逝，转瞬间研究生生活即将结束。回顾在石河子大学两年的学习和生活，我收获了很多，也成长了很多。一路走来，有太多的人需要感谢。

首先，我要向我的导师王伟国教授致以最诚挚的谢意！感谢王老师对我的悉心指导和关怀。这篇论文的完成离不开王老师的细心指导，从论文的选题、构思到撰写和修改，无不凝结着王老师的心血，感激之情难以言表！王老师严谨的治学态度、渊博的学术知识使我获益匪浅！师恩似海，学生将永生难忘！

其次，我还要感谢我们一起学习交流的 2020 届各位同门及我的室友，正是由于你们的帮助和支持，我才能在论文迷茫和疑惑的时候得到解答，并且始终有着精神上的鼓舞。感谢我的室友和同学，他们的陪伴和帮助使我的学习与生活充满乐趣。

再次，我要感谢我的父母。二十多年来，他们含辛茹苦，一直默默地奉献，承受太大的生活重担。正是他们无私的支持和鼓励，才使得我能专注于学习，顺利完成学业。


最后，感谢曾经教育和帮助过我的所有老师。衷心地感谢为评阅本论文而付出宝贵时间。

作者简介

石青青，女性，生于 1996 年 03 月，籍贯甘肃。2020 年 7 月毕业于甘肃农业大学金融学专业，获经济学学士学位。2020 年 9 月起在石河子大学经济与管理学院会计专业学习。

石河子大学硕士研究生学位论文

导师评阅表

研究生姓名	石青青	学制	2 年制
专业	会计	研究方向	财务理论与方法
<p>学术评语：</p> <p>该生所选《安琪酵母资本结构优化研究》一文符合工商管理学科发展的需要。有关公司资本结构研究较多，但大多集中于地产行业，针对食品行业资本结构进行研究的较少，这确实是一个有点新意的案例。作者选择此题，对安琪酵母的资本结构进行优化研具有一定的参考意义。从文献资料看，该同学阅读广泛，综合能力较强，较全面地概述了国内外有关资本结构影响因素、资本结构与财务风险、资本结构与企业控制权等方面的文献，主攻方向明确，归纳总结正确。</p> <p>该论文的研究采用了文献研究法、案例分析法等研究方法，将具体的 MM 理论、权衡理论、优序融资理论、委托代理理论等运用于安琪酵母资本结构的影响因素的研究及优化中，反映出该生较好的掌握了基础理论和系统的专业知识。</p> <p>最后，作者从财务指标、盈利能力、营运能力、偿债能力等方面，对安琪酵母的经营状况和绩效进行了分析，得出了安琪酵母公司整体经营发展状况良好，但存在一些偿债风险。其次从债务结构、股权结构、融资构成等方面对资本结构进行了分析，发现其资本结构存在的一些问题。并针对问题设计出了相应的优化方案和优化措施。</p> <p>总之，该文的整个研究过程中，方法相对科学、研究相对深入，工作量比较饱满，数据充实，体现出作者具有一定的从事科学研究的能力。全文条理清晰，文笔流畅，符合要求。达到研究生水平。</p> <p>对于投资者理解企业的资本结构有一定的参考意义。论文观点明确，论证过程较为详实，但严密性还可以进一步提高。论文结构较为合理，有一定逻辑性，但写作语言较为单调，格式较为规范，未发现明显违反学术规范的现象。论文达到了专业硕士论文的要求，同意该生参加论文答辩。</p>			
指导教师签字： 			
2021 年 5 月 31 日			

